

公司研究/动态点评

2019年01月15日

交通运输/航空运输 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 30.73  
合理价格区间(元): 37.92~41.71

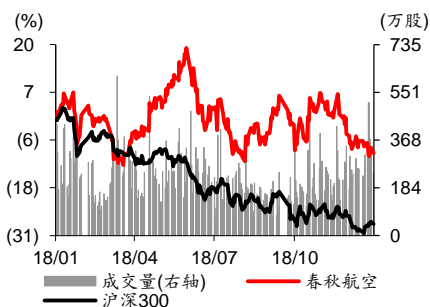
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**陈宇** 021-28972065  
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《春秋航空(601021,增持): 成本管控得当, 3Q 净利同比增长》2018.10
- 2《春秋航空(601021,增持): 票价改善明显, 成本管控得当》2018.08
- 3《春秋航空(601021,增持): 供给继续向国际线倾斜, 客座率回升》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 国际线供给加快, 总客座率下滑

## 春秋航空(601021)

### 12月国际线改善, 拉动总客座率回升, 上调评级至“买入”

春秋航空公布12月生产数据, 国际线客座率同比大幅改善5.4个百分点, 主要因泰国等东南亚市场回暖, 供给、需求同比各增21.5%/29.4%, 拉动总客座率同比提升0.6个百分点; 国内市场相对平淡, 供给、需求同比各增14.6%/12.3%, 客座率同比下跌1.8个百分点。因自2018年10月下旬起油价走低, 我们调整油价预测, 并相应调整2018/19/20年EPS至1.52/2.33/3.07元。尽管2019年宏观经济存下行压力, 考虑行业双轮利好政策继续驱动, 公司持续强化收益管理, 我们看好其票价提升空间, 当前估值便宜, 上调评级至“买入”; 春运在即, 把握旺季交易性机会。

### 2018年供给增幅内慢外快, 涨价政策压制客座率表现

受民航局供给紧缩政策影响, 公司2018年国内线供给增速明显放缓, 同比仅增14.9%, 增速较去年缩窄17.8个百分点, 需求同比增13.3%, 客座率下跌1.3个百分点。受益日韩东南亚市场回暖, 自二季度始, 公司运力投放匹配需求趋势, 向国际倾斜, 全年国际线供给同比增20.3% (较2017年扩大11.5个百分点), 需求同比增17.2%, 主要受一、三季度表现所拖累 (7月泰国沉船、9月日本台风等拖累市场表现), 令客座率下跌2.2个百分点。尽管公司全年客座率下滑1.6个百分点, 考虑2018年行业供需关系向好, 票价放开, 且公司强化收益管理, 我们分析票价同比改善。

### 票价放开, 供给紧缩政策继续推进提供利好, 把握春运交易性机会

因全球石油市场基本面改善和地缘政治局势紧张影响, 布油自2018年初以来持续走高, 2018年1-10月均价已达73.2美元每桶, 较2017年同期增长39.2%; 但自10月下旬持续走低, 11-12月均价跌至60.9美元每桶, 进入2019年均价仍维持57美元每桶的低位, 各航司相应已于1月5日取消征收国内航线燃油附加费。虽然长期看外围风险尚在消化, 宏观经济存下行压力; 但冬航季供给紧缩政策持续, 票价新一轮提价如期推进; 我们认为公司持续优化航线结构, 强化收益管理, 且短期春运需求刚性有望提振票价和客座率表现, 建议把握交易性机会。

### 上调盈利预测, 调整目标价区间37.92-41.71元, 上调评级至“买入”

考虑: 1) 基于经营状况, 上调2018E/19E/20E客座率0.3%/0.3%/0.3%; 2) 依据华泰H股能源组最新报告更新2019/20年布伦特油价预测至68/65美元每桶; 3) 根据彭博最新预测更新2019/20年人民币兑美元汇率至6.80/6.70。综上, 上调2018/19/20年净利润预测值5.1%/30.5%/18.8%, 我们参考公司近年估值倍数 (均值为3.3x PB), 给予3.0-3.3x 2019PB (2019BVPS预测值为12.64元), 调整目标价区间至37.92-41.71元。当前估值对应13.20x 2019PE和2.43x 2019PB, 上调评级至“买入”。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期

公司基本资料

总股本 (百万股)	916.90
流通A股 (百万股)	800.15
52周内股价区间 (元)	29.79-40.22
总市值 (百万元)	28,176
总资产 (百万元)	26,107
每股净资产 (元)	14.45

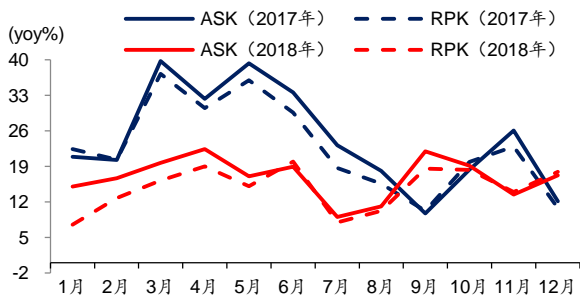
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,429	10,971	13,403	15,784	18,425
+/-%	4.15	30.15	22.17	17.77	16.73
归属母公司净利润 (百万元)	950.52	1,262	1,375	2,135	2,811
+/-%	(28.42)	32.73	8.96	55.26	31.67
EPS (元, 最新摊薄)	1.04	1.38	1.50	2.33	3.07
PE (倍)	29.64	22.33	20.49	13.20	10.02

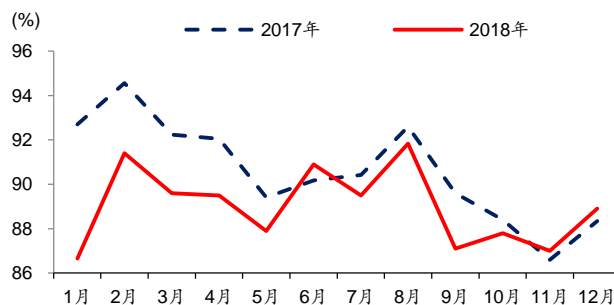
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 春秋航空月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



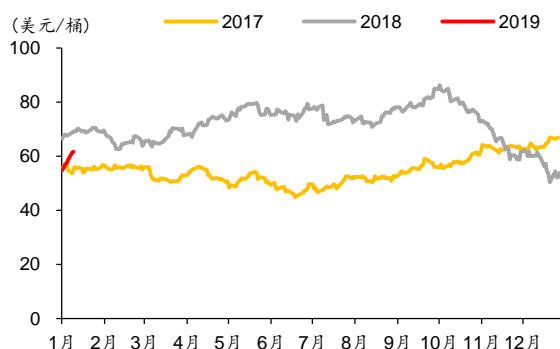
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 春秋航空月客座率变化图 (2017-2018年12月)



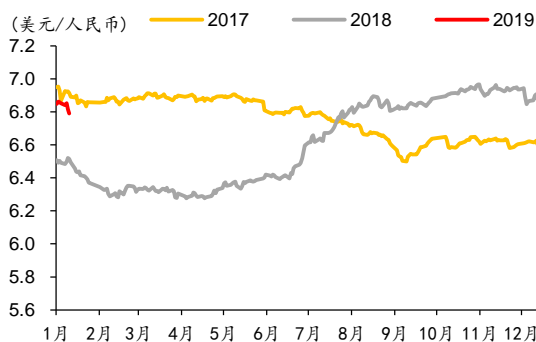
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 布伦特原油期货结算价格油价走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 美元/人民币汇率走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

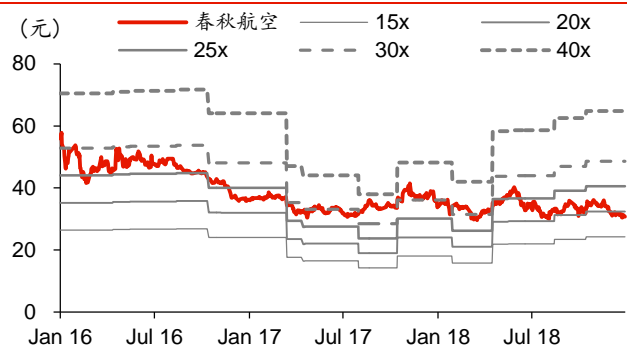
图表5: 盈利变化调整表

		2018E	2019E	2020E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.37	0.38	0.39
	新预测	0.37	0.38	0.39
	(+/-%)	-0.4	-0.8	-0.9
客周转量 (百万)	原预测	34,576	39,360	44,958
	新预测	34,683	39,498	45,133
	(+/-%)	0.3	0.4	0.4
客座率 (%)	原预测	88.73%	88.58%	88.45%
	新预测	89.01%	88.87%	88.75%
	(+/-pp)	0.3	0.3	0.3
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	13,422	15,854	18,523
	新预测	13,403	15,784	18,425
	(+/-%)	-0.1	-0.4	-0.5
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	4392	5449	5773
	新预测	4289	4739	5123
	(+/-%)	-2.3	-13.0	-11.3
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	-16.1	7.1	7.7
	新预测	-14.5	2.7	4.2
	(+/-%)	-10.1	-62.6	-45.0
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	11902	14034	15755
	新预测	11799	13319	15098
	(+/-%)	-0.9	-5.1	-4.2
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,308	1,635	2,366
	新预测	1,375	2,135	2,811
	(+/-%)	5.1	30.5	18.8
每股盈利 (人民币)	原预测	1.45	1.78	2.58
	新预测	1.52	2.33	3.07
	(+/-%)	5.1	30.5	18.8

资料来源: 华泰证券研究所

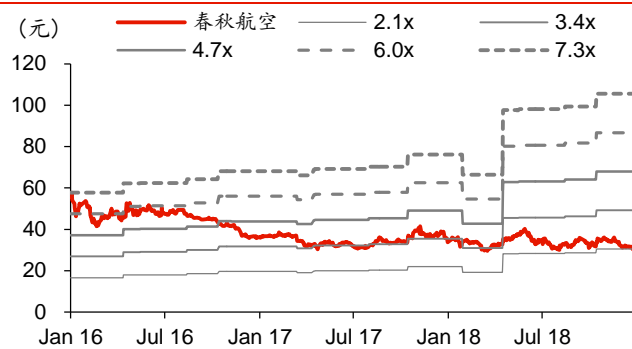
**PE/PB - Bands**

图表6: 春秋航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 春秋航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,741	6,623	7,752	8,227	9,467
现金	4,709	4,269	4,913	4,932	5,662
应收账款	127.18	85.21	104.10	122.60	143.11
其他应收账款	1,416	1,682	2,065	2,431	2,838
预付账款	221.18	357.93	438.18	494.60	560.67
存货	67.83	92.89	113.72	128.36	145.51
其他流动资产	200.26	136.18	118.12	118.12	118.12
非流动资产	12,905	13,979	15,362	18,141	20,775
长期投资	8.76	20.80	35.80	85.80	145.80
固定投资	9,670	10,691	11,836	13,775	15,951
无形资产	63.19	65.77	62.10	58.44	54.77
其他非流动资产	3,163	3,201	3,429	4,222	4,623
资产总计	19,647	20,602	23,114	26,369	30,242
流动负债	5,224	5,449	5,767	6,096	6,479
短期借款	1,205	1,641	1,591	1,541	1,491
应付账款	325.61	426.38	521.98	589.18	667.89
其他流动负债	3,693	3,382	3,655	3,967	4,320
非流动负债	7,099	6,689	7,689	8,689	9,689
长期借款	3,864	3,410	4,410	5,410	6,410
其他非流动负债	3,235	3,280	3,280	3,280	3,280
负债合计	12,323	12,139	13,457	14,786	16,168
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	800.58	800.58	916.90	916.90	916.90
资本公积	1,549	1,554	1,438	1,438	1,438
留存公积	4,988	6,121	7,325	9,250	11,741
归属母公司股东权益	7,323	8,464	9,668	11,593	14,084
负债和股东权益	19,647	20,602	23,124	26,379	30,252

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,040	2,302	2,497	3,325	4,200
净利润	950.52	1,262	1,375	2,135	2,811
折旧摊销	583.71	795.40	904.85	1,049	1,234
财务费用	246.35	191.77	210.59	218.66	243.32
投资损失	90.70	14.80	35.00	0.00	(10.00)
营运资金变动	285.58	123.83	28.58	77.33	77.92
其他经营现金	(117.12)	(85.70)	(57.17)	(154.65)	(155.84)
投资活动现金	(5,092)	(2,730)	(2,323)	(3,828)	(3,857)
资本支出	4,829	2,554	2,000	3,500	3,500
长期投资	56.00	12.94	50.00	50.00	50.00
其他投资现金	(206.48)	(163.70)	(272.86)	(277.76)	(307.28)
筹资活动现金	4,495	54.53	469.88	521.75	386.43
短期借款	(356.17)	435.63	(50.00)	(50.00)	(50.00)
长期借款	510.45	(454.17)	1,000	1,000	1,000
普通股增加	0.58	0.00	116.32	0.00	0.00
资本公积增加	14.70	4.77	(116.32)	0.00	0.00
其他筹资现金	4,325	68.29	(480.12)	(428.25)	(563.57)
现金净增加额	1,604	(469.65)	644.02	19.13	729.32

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,429	10,971	13,403	15,784	18,425
营业成本	7,350	9,638	11,799	13,319	15,098
营业税金及附加	6.68	14.34	17.52	20.63	24.09
营业费用	257.78	298.42	364.59	429.36	501.19
管理费用	188.35	251.40	307.14	361.71	422.22
财务费用	246.35	191.77	210.59	218.66	243.32
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(12.35)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(90.70)	(14.80)	(35.00)	0.00	10.00
营业利润	353.95	1,597	1,748	2,739	3,619
营业外收入	933.68	55.16	52.03	55.99	60.32
营业外支出	4.09	0.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,284	1,651	1,800	2,795	3,680
所得税	333.02	389.75	424.83	659.58	868.50
净利润	950.52	1,262	1,375	2,135	2,811
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	950.52	1,262	1,375	2,135	2,811
EBITDA	2,114	2,639	2,915	4,062	5,157
EPS (元, 基本)	1.04	1.38	1.50	2.33	3.07

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.15	30.15	22.17	17.77	16.73
营业利润	(60.83)	351.19	9.45	56.68	32.16
归属母公司净利润	(28.42)	32.73	8.96	55.26	31.67
获利能力 (%)					
毛利率	12.80	12.14	11.97	15.62	18.06
净利率	11.28	11.50	10.26	13.53	15.26
ROE	12.98	14.91	14.22	18.42	19.96
ROIC	9.81	10.89	10.90	13.83	15.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.72	58.92	58.22	56.07	53.46
净负债比率 (%)	56.50	54.77	55.74	57.15	58.14
流动比率	1.29	1.22	1.34	1.35	1.46
速动比率	1.28	1.20	1.32	1.33	1.44
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.55	0.61	0.64	0.65
应收账款周转率	73.45	103.02	141.76	139.26	138.69
应付账款周转率	22.10	25.63	24.89	23.97	24.02
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.38	1.50	2.33	3.07
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.51	2.72	3.63	4.58
每股净资产(最新摊薄)	7.99	9.23	10.54	12.64	15.36
估值比率					
PE (倍)	29.64	22.33	20.49	13.20	10.02
PB (倍)	3.85	3.33	2.91	2.43	2.00
EV_EBITDA (倍)	27.03	12.39	11.36	8.38	6.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com