

# 春秋航空 (601021)

证券研究报告

2018年09月13日

## 总量控制下增速略有放缓，国内客座率显著转正

### 事件

春秋航空披露8月运营数据，当月ASK34.2亿，同比增长11.14%，RPK31.4亿，同比增长10.23%，客运量175.4万人次，同比增长9.54%，客座率91.84%，同比小幅下降0.76pct。

### 总量控制下增速略有放缓，国内市场明显转暖，客座率显著转正

2018年夏秋航季民航时刻增量明显放缓，上海区域市场时刻管控更加严格。公司核心基地为上海两场，受到供给管控影响显著，暑运旺季运力投放增速明显放缓，其中国内线降幅更大，其中7月、8月仅为5.4%、6.9%，远低于上半年17.8%的水平。上海地区民航需求依旧旺盛，公司国内市场运量增速高于运力投放，客座率逆转颓势，自6月起同比转正，8月升幅达到1.0pct。

### 受普吉沉船事件影响，国际线客座率明显走低拖累整体表现

7月初泰国普吉岛发生沉船事件，其负面影响逐步发酵，对8月泰国旅游客流影响显著。泰国观光局表示7月中国赴泰游客量同比下降0.9%，8月预计下降幅度接近15%。泰国航线为公司国际线运力主要投放地，普吉事件影响外溢导致国际线客座率表现相对偏弱，为87.19%，同比下降4.44pct，拖累整体表现。

### 顶住成本压力，三季度业绩仍有望保持领先，全年业绩明显增长概率大

上半年公司利润同比大幅增长，增速领跑行业，预计三季报利润增速仍有望保持领先。即便在油价同比涨幅最大，航油成本压力陡增，汇率有所贬值的三季度，在强势票价及良好的成本管控共同作用下，单季度经营业绩仍有望录得良好表现，全年业绩明显增长的概率大。

### 投资建议

公司是我国低成本航空领域领跑者，运营管控能力领先。未来公司将扎根上海，持续开辟新市场完善航线网络，逐步加大西南重要城市投入，考察西北区域支撑点，主动服务一系列国家重大战略，打开长期增长空间，持续保持平稳较快增长。维持公司盈利预测，预计公司2018-2020年归母净利润为15.2亿、19.1亿、24.8亿，同比分别增长20.4%、26.0%、29.6%，EPS分别为1.68元、2.09元、2.71元。维持“买入”评级，维持目标价38.3元，对应2018-2020年EPS的PE估值分别为22.8X、18.3X、14.1X。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

### 投资评级

行业	交通运输/航空运输
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.00元
目标价格	38.3元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	916.90
流通A股股本(百万股)	800.15
A股总市值(百万元)	29,340.73
流通A股市值(百万元)	25,604.64
每股净资产(元)	13.61
资产负债率(%)	48.75
一年内最高/最低(元)	41.84/29.51

### 作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《春秋航空-半年报点评:票价大幅增长，业绩一枝独秀》 2018-08-31
- 2 《春秋航空-季报点评:票价延续升势，业绩持续上行》 2018-04-30
- 3 《春秋航空-公司点评:收益管理显著强化，业绩略超预期》 2018-04-10

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,429.40	10,970.59	13,728.77	16,553.58	19,839.02
增长率(%)	4.15	30.15	25.14	20.58	19.85
EBITDA(百万元)	1,070.18	1,483.09	2,038.23	2,909.56	4,046.06
净利润(百万元)	950.52	1,261.58	1,519.28	1,914.73	2,482.20
增长率(%)	(28.42)	32.73	20.43	26.03	29.64
EPS(元/股)	1.04	1.38	1.68	2.09	2.71
市盈率(P/E)	30.87	23.26	19.00	15.32	11.82
市净率(P/B)	4.01	3.47	2.20	1.96	1.71
市销率(P/S)	3.48	2.67	2.14	1.77	1.48
EV/EBITDA	30.23	22.28	14.00	10.61	7.43

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,709.23	4,269.29	4,625.58	4,138.39	4,959.76
应收账款	1,542.85	1,766.83	1,682.14	2,199.67	2,120.83
预付账款	221.18	357.93	405.19	496.40	553.17
存货	67.83	92.89	398.91	165.07	481.86
其他	200.26	136.18	116.20	144.93	155.00
<b>流动资产合计</b>	<b>6,741.34</b>	<b>6,623.12</b>	<b>7,228.02</b>	<b>7,144.46</b>	<b>8,270.61</b>
长期股权投资	8.76	20.80	41.10	52.02	81.34
固定资产	9,670.09	10,691.35	12,256.27	14,679.66	17,014.91
在建工程	1,668.14	1,739.14	2,371.31	3,246.98	4,036.86
无形资产	63.19	65.77	68.54	72.97	77.34
其他	1,495.03	1,462.25	1,602.50	1,812.09	1,969.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,905.22</b>	<b>13,979.30</b>	<b>16,339.72</b>	<b>19,863.72</b>	<b>23,179.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,646.56</b>	<b>20,602.42</b>	<b>23,567.74</b>	<b>27,008.18</b>	<b>31,450.12</b>
短期借款	1,204.90	1,640.53	0.00	1,641.07	2,640.35
应付账款	641.36	697.73	746.64	935.96	1,010.26
其他	3,377.39	3,110.92	4,944.92	3,908.95	5,397.84
<b>流动负债合计</b>	<b>5,223.66</b>	<b>5,449.19</b>	<b>5,691.57</b>	<b>6,485.98</b>	<b>9,048.45</b>
长期借款	3,863.98	3,409.81	1,255.39	2,082.11	1,642.91
应付债券	2,288.02	2,292.98	2,302.00	2,302.00	2,302.00
其他	947.42	986.55	1,005.98	1,140.32	1,274.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,099.42</b>	<b>6,689.34</b>	<b>4,563.37</b>	<b>5,524.43</b>	<b>5,219.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,323.07</b>	<b>12,138.52</b>	<b>10,254.94</b>	<b>12,010.41</b>	<b>14,268.02</b>
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	1,549.03	1,553.80	4,937.48	4,937.48	4,937.48
留存收益	6,537.00	7,675.25	12,395.90	14,080.87	16,265.20
其他	(1,563.12)	(1,565.73)	(4,937.48)	(4,937.48)	(4,937.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,323.49</b>	<b>8,463.90</b>	<b>13,312.80</b>	<b>14,997.76</b>	<b>17,182.10</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>19,646.56</b>	<b>20,602.42</b>	<b>23,567.74</b>	<b>27,008.18</b>	<b>31,450.12</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	950.52	1,261.58	1,519.28	1,914.73	2,482.20
折旧摊销	583.71	795.40	867.96	1,121.20	1,387.12
财务费用	218.37	158.83	88.21	192.58	309.89
投资损失	90.70	14.80	30.00	0.00	0.00
营运资金变动	(0.54)	256.24	1,243.56	(933.53)	1,627.30
其它	196.98	(185.17)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,039.74</b>	<b>2,301.69</b>	<b>3,749.01</b>	<b>2,294.98</b>	<b>5,806.51</b>
资本支出	1,850.15	1,809.83	3,068.70	4,301.27	4,411.60
长期投资	(86.58)	12.04	20.30	10.92	29.32
其他	(6,855.34)	(4,552.01)	(6,207.13)	(8,747.80)	(8,986.86)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,091.77)</b>	<b>(2,730.14)</b>	<b>(3,118.13)</b>	<b>(4,435.61)</b>	<b>(4,545.94)</b>
债权融资	9,250.78	8,941.30	5,425.39	7,501.18	7,669.73
股权融资	(245.16)	(184.75)	3,423.72	(192.58)	(309.89)
其他	(4,510.63)	(8,702.02)	(9,123.71)	(5,655.16)	(7,799.05)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,495.00</b>	<b>54.53</b>	<b>(274.59)</b>	<b>1,653.44</b>	<b>(439.20)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,442.97</b>	<b>(373.93)</b>	<b>356.29</b>	<b>(487.19)</b>	<b>821.36</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>8,429.40</b>	<b>10,970.59</b>	<b>13,728.77</b>	<b>16,553.58</b>	<b>19,839.02</b>
营业成本	7,350.40	9,638.28	11,882.44	14,002.22	16,286.32
营业税金及附加	6.68	14.34	13.73	16.55	25.79
营业费用	257.78	298.42	330.33	386.17	448.90
管理费用	188.35	251.40	302.00	360.28	419.07
财务费用	246.35	191.77	88.21	192.58	309.89
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)	(30.00)	0.00	0.00
其他	181.40	(993.42)	60.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>289.15</b>	<b>1,596.97</b>	<b>1,082.05</b>	<b>1,595.77</b>	<b>2,349.05</b>
营业外收入	998.55	55.16	918.00	918.00	918.00
营业外支出	4.16	0.79	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>1,283.54</b>	<b>1,651.33</b>	<b>1,999.05</b>	<b>2,512.77</b>	<b>3,266.05</b>
所得税	333.02	389.75	479.77	598.04	783.85
<b>净利润</b>	<b>950.52</b>	<b>1,261.58</b>	<b>1,519.28</b>	<b>1,914.73</b>	<b>2,482.20</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>950.52</b>	<b>1,261.58</b>	<b>1,519.28</b>	<b>1,914.73</b>	<b>2,482.20</b>
每股收益(元)	1.04	1.38	1.68	2.09	2.71

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.15%	30.15%	25.14%	20.58%	19.85%
营业利润	-68.00%	452.30%	-32.24%	47.48%	47.20%
归属于母公司净利润	-28.42%	32.73%	20.43%	26.03%	29.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.80%	12.14%	13.45%	15.41%	17.91%
净利率	11.28%	11.50%	11.07%	11.57%	12.51%
ROE	12.98%	14.91%	11.41%	12.77%	14.45%
ROIC	5.01%	13.32%	7.63%	10.90%	12.22%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.72%	58.92%	43.51%	44.47%	45.37%
净负债率	6.24%	-19.34%	-8.05%	1.36%	2.16%
流动比率	1.29	1.22	1.27	1.10	0.91
速动比率	1.28	1.20	1.20	1.08	0.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.13	6.63	7.96	8.53	9.18
存货周转率	137.29	136.52	55.83	58.70	61.33
总资产周转率	0.47	0.55	0.62	0.65	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.04	1.38	1.68	2.09	2.71
每股经营现金流	2.22	2.51	4.09	2.50	6.33
每股净资产	7.99	9.23	14.52	16.36	18.74
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.87	23.26	19.00	15.32	11.82
市净率	4.01	3.47	2.20	1.96	1.71
EV/EBITDA	30.23	22.28	14.00	10.61	7.43
EV/EBIT	60.40	44.58	24.38	17.27	11.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com