

**投资评级：增持（上调评级）**

当前价格(元)： 44.67

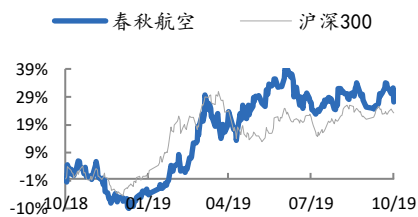
合理价格区间(元)： 40.0~50.0

**证券分析师**
**韩伟琪**

资格编号：S0120518020002

电话：021-68761616-6160

邮箱：hanwq@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	1.5	-3.6	0.1
相对涨幅 (%)	-0.4	-5.8	-1.2

资料来源：德邦研究所

**相关研究**

## 业绩符合预期，客座率提升成本持续优化 春秋航空(601021)

**投资要点：**

**事件。**春秋航空公布 2019 年三季度报告。2019 年前三季度，春秋航空实现营业收入 115.64 亿元，同比增长 13.6%；归母净利润 17.19 亿元，同比增长 21.7%；扣非净利润 15.87 亿元，同比增长 24.7%，基本每股收益 1.87 元。2019Q3，春秋航空实现 44.2 亿元，同比增长 14.8%；归母净利润 8.65 亿元，同比增长 26.1%；扣非归母净利润 8.62 亿元，同比正在 34.1%，业绩符合预期；

**客座率继续提升，运力投入加速。**从经营数据看，前三季度春秋航空总体可用座位公里 (ASK) 实现 322 万人公里，同比上升 10.7%；总体旅客周转量 (RPK) 实现 296 万人公里，同比增长 13.7%；平均客座率 91.8%，同比上升 2.4 个百分点。客座率的提升主要是春秋航空的 RPK 增速高于 ASK 的增速，旅客的航空出行需求旺盛。从运力投入看，公司 Q3 引进两架 A320neo，单机运载能力会提高至 240 座。根据民航局公布的 2019 冬春航班正班时刻计划表，公司的航班时刻同比增长 20.7%，国际航线同比增长 40%，配合明年公司引进 7 架新飞机的计划，运力的投入有利于公司业务增长；

**受益油价下降、民航基金减半的影响，成本控制持续加强。**公司 Q3 的营业成本为 33.25 亿元，单位座公里成本为 0.29 元，同比下降 2.8%，主要是因为航空煤油出厂均价下降 10.9%，叠加民航发展基金从 7 月开始减半征收。从费用方面看，公司的销售费用率 1.43%，同比下降 0.04pct；管理费用率 2.43%，同比上升 0.13pct；财务费用率 0.67%，同比下降 0.8pct。未来随着减费降税的措施实施、飞机日利用率的提高，公司凭借优异的成本管控能力或将持续降低公司的单位成本；

**投资建议。**春秋航空作为国内的低成本航空公司龙头，在航空需求疲软的背景下，公司仍维持高客座率、稳定的客收水平和强大的成本控制能力，我们持续看好春秋航空的成长性。暂不修正盈利预测及目标价，预计 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.98、2.47、2.68，当前股价对应 PE 分别为 22.40、17.96、16.55 倍。我们建议给与公司 25 倍 PE 的估值，对应目标价 49.5 元，调整至“增持”评级；

**风险提示。**宏观经济超预期，油汇波动剧烈，突发安全事故。

**股票数据**

总股本(百万)	916.90
流通 A 股(百万)	916.90
52 周内股价区间(元)	47.14-30.45
总市值(百万)	39,600.81
总资产(百万)	29,391.22
每股净资产(元)	16.21

资料来源：公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10971	13114	15467	17296	18515
(+/-) YoY (%)	30.1	19.5	17.9	11.8	7.1
净利润(百万元)	1262	1503	1817	2267	2453
(+/-) YoY (%)	32.7	19.1	20.9	24.8	8.2
全面摊薄 EPS (元)	1.38	1.64	1.98	2.47	2.68
毛利率 (%)	12.1	9.7	13.7	15.6	16.1
净资产收益率 (%)	14.9	11.3	9.8	10.9	10.5

资料来源：公司年报 (2017-2018)，德邦证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	<b>13114</b>	<b>15467</b>	<b>17296</b>	<b>18515</b>
每股收益	1.64	1.98	2.47	2.68	营业成本	11844	13342	14596	15527
每股净资产	14.53	20.25	22.72	25.40	毛利率%	9.7	13.7	15.6	16.1
每股经营现金流	3.16	4.87	3.45	4.07	营业税金及附加	15	18	21	22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	260	372	401	424
P/E	19.40	21.79	17.46	16.14	营业费用率%	2.0	2.4	2.3	2.3
P/B	2.19	2.13	1.90	1.70	管理费用	202	264	286	306
P/S	3.02	2.89	2.58	2.41	管理费用率%	1.5	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	21.46	18.66	14.26	12.25	研发费用	105	0	0	0
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	0.8	0.0	0.0	0.0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>688</b>	<b>1471</b>	<b>1993</b>	<b>2236</b>
毛利率	9.7	13.7	15.6	16.1	财务费用	84	138	65	58
净利润率	11.5	11.8	13.1	13.2	财务费用率%	0.6	0.9	0.4	0.3
净资产收益率	11.3	9.8	10.9	10.5	资产减值损失	0	0	0	0
资产回报率	5.7	6.7	7.6	7.6	投资收益	-21	-3	-4	-5
投资回报率	3.1	6.7	8.2	8.5	<b>营业利润</b>	<b>1918</b>	<b>2359</b>	<b>2954</b>	<b>3203</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	84	53	53	53
营业收入增长率	19.5	17.9	11.8	7.1	<b>利润总额</b>	<b>2002</b>	<b>2412</b>	<b>3007</b>	<b>3256</b>
EBIT 增长率	-10.5	113.9	35.5	12.2	EBITDA	1565	2387	3098	3530
净利润增长率	19.1	20.9	24.8	8.2	所得税	499	595	739	803
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	24.9	24.7	24.6	24.7
资产负债率%	49.9	31.2	29.8	28.0	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	1.3	2.7	2.7	2.8	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1503</b>	<b>1817</b>	<b>2267</b>	<b>2453</b>
速动比率	1.2	2.5	2.5	2.6					
现金比率	0.7	1.7	1.6	1.8	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	4893	5352	5729	6668
应收帐款周转天数	2.9	3.1	3.2	3.0	应收款项	123	130	150	154
存货周转天数	3.3	2.7	3.0	3.0	存货	124	98	121	128
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	其它流动资产	4002	2803	3447	3774
固定资产周转率	1.2	1.4	1.3	1.3	流动资产合计	9141	8384	9447	10724
					长期股权投资	32	32	32	32
					固定资产	10454	12038	13633	15038
					在建工程	4481	4481	4481	4481
					无形资产	67	77	87	97
					非流动资产合计	17434	18615	20220	21635
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>26575</b>	<b>26998</b>	<b>29666</b>	<b>32359</b>
净利润	1503	1817	2267	2453	短期借款	2695	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	600	465	570	607
非现金支出	877	916	1105	1294	预收账款	1182	1394	1558	1668
非经营收益	74	257	79	80	其它流动负债	2460	1299	1429	1523
营运资金变动	442	1473	-286	-98	流动负债合计	6936	3157	3558	3798
<b>经营活动现金流</b>	<b>2896</b>	<b>4464</b>	<b>3166</b>	<b>3729</b>	长期借款	2984	2984	2984	2984
资产	-3160	-2427	-2627	-2627	其它长期负债	3330	2293	2293	2293
投资	-862	-1020	0	0	非流动负债合计	6314	5277	5277	5277
其他	-1491	1292	-4	-5	<b>负债总计</b>	<b>13251</b>	<b>8435</b>	<b>8835</b>	<b>9075</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5513</b>	<b>-2155</b>	<b>-2631</b>	<b>-2632</b>	实收资本	917	1033	1033	1033
债权募资	174	-2700	0	0	普通股股东权益	13325	18564	20831	23284
股权募资	3457	3490	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-482	-2639	-158	-158	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>26575</b>	<b>26998</b>	<b>29666</b>	<b>32359</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>3148</b>	<b>-1849</b>	<b>-158</b>	<b>-158</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>531</b>	<b>459</b>	<b>377</b>	<b>939</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 31 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。