

投资评级：中性

当前价格(元): 44.36

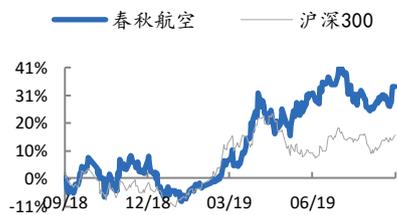
合理价格区间(元): 40~50

证券分析师
韩伟琪

资格编号: S0120518020002

电话: 021-68761616-6160

邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.2	-5.0	2.5
相对涨幅(%)	3.5	-2.7	-3.5

资料来源: 德邦研究所

相关研究

业绩逆势增长，客座率和客公里收益齐升 春秋航空(601021)

投资要点:

事件。春秋航空公布2019年半年度报告。2019年上半年，春秋航空实现营业收入71.5亿元，同比增长12.9%；归母净利润8.5亿元，同比增长17.5%；扣非净利润7.2亿元，同比增长15.3%，基本每股收益0.93元；

客座率和客公里收益双升，收益管理成效明显。2019年上半年，春秋航空总体可用座位公里(ASK)实现207.97万人公里，同比上升9.27%；总体旅客周转量(RPK)实现190.72万人公里，同比增长12.2%；平均客座率91.7%，同比上升2.39个百分点，其中国际客座率重回90%以上，同比上升4.91个百分点。在客座率大幅提升的同时，客公里收益同比增长0.7%至0.36元，收益管理成效明显。受益于公司精细化管理水平的提高，公司收益品质改善带动营业收入持续增长；

起降费标准提高及新飞机引进影响，单位成本小幅上涨。2019H1春秋航空营业成本为61.8亿元，同比增长11.3%；单位营业成本同比增长1.9%，其中单位扣油营业成本同比增长2.8%。单位非油成本的上涨主要是公司新引进的A320NEO租赁成本较高，以及人民币汇率贬值导致租赁费用的上涨14.7%；另外由于机场起降相关收费标准上涨致使单位起降费上升13.0%。从三季度起，民航基金减半正式实施，飞机起降相关收费标准上浮暂停，公司的单位成本存在下降趋势；

费用控制表现良好，航线补贴减少。从费用方面看，上半年公司单位销售费用下降21.7%，同比下降0.56pct；单位管理费用下降1.5%，同比下降0.06pct；费用控制较好。从补贴方面看，主要是计入其他收益的和日常经营相关的航线补贴及政府补助为4.2亿元，同比下降0.6亿，主要原因是除了对兰州基地以外的七大基地培训顺利，国内航线客公里收益提升使得补贴减少，另外补贴航线的运力投放较少，随着下半年增加运力的额投放，航线补贴将有所回升；

投资建议。春秋航空在三大航半年度同时下滑的情况下，公司净利润实现17.52%的增长。考虑到一线枢纽机场的时刻资源的稀缺，民航市场将逐步下沉至二三线城市，公司具有先发优势，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，维持“中性”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)	41,077.02
总资产(百万)	27,847.34
每股净资产(元)	15.39

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
每股指标 (元)					营业总收入	13114	15467	17296	18515
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
价值评估 (倍)					营业费用	260	372	401	424
P/E	19.40	22.38	17.93	16.58	营业费用率%	2.0	2.4	2.3	2.3
P/B	2.19	2.19	1.95	1.75	管理费用	202	264	286	306
P/S	3.10	2.96	2.65	2.48	管理费用率%	1.5	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	21.46	19.17	14.65	12.59	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
盈利能力指标 (%)					EBIT	688	1471	1993	2236
毛利率	9.7	13.7	15.6	16.1	财务费用	84	138	65	58
净利率	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	营业利润	1918	2359	2954	3203
盈利增长 (%)					营业外收支	84	53	53	53
营业收入增长率	19.5	17.9	11.8	7.1	利润总额	2002	2412	3007	3256
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
偿债能力指标					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	归属母公司所有者净利润	1503	1817	2267	2453
速动比率	1.2	2.5	2.5	2.6					
现金比率	0.7	1.7	1.6	1.8	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					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
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	26575	26998	29666	32359
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
经营活动现金流	2896	4464	3166	3729	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	负债总计	13251	8435	8835	9075
投资活动现金流	-5513	-2155	-2631	-2632	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	负债和所有者权益合计	26575	26998	29666	32359
融资活动现金流	3148	-1849	-158	-158					
现金净流量	531	459	377	939					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 3 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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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。