

投资评级 优于大市 维持

Q1 扭亏为盈，复苏势头强劲

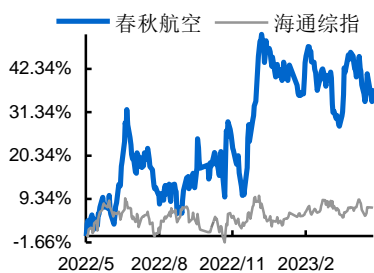
股票数据

05月09日收盘价(元)	58.20
52周股价波动(元)	40.14-67.64
总股本/流通A股(百万股)	979/916
总市值/流通市值(百万元)	56952/53338

相关研究

《疫情反复 Q2 亏损增加，看好低成本龙头疫后反转》2022.09.03

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.1	-6.4	-8.5
相对涨幅(%)	-7.8	-6.6	-6.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈宇

Tel:(021)23219442

Email:cy13115@haitong.com

证书:S0850520060002

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@haitong.com

证书:S0850512070003

投资要点:

- 受疫情影响叠加油价高起、人民币贬值，春秋航空 22 年录得亏损，但 23 年 Q1 生产经营状况大幅改善，公司扭亏为盈，实现归母净利 3.56 亿。**春秋航空公告：1) 22 年营收同比下降 22.9%至 83.69 亿元，较 19 年下滑 43.5%，公司录得亏损 30.36 亿，主因：a) 疫情影响公司供需同比各大幅下滑 26.8%/34.1%；b) 因油价大幅上升、维修及飞发折旧租赁费用大幅上涨推动总成本不降反升 2.3%。2) 23 年 Q1 营收大幅改善，同比上升 63.6% (较 19 年同期上升 6.1%)，公司扭亏为盈，实现归母净利润 3.56 亿，主因：a) 疫情影响结束，航班量大幅增加，经营效率快速回升，叠加公司出色的收益管理，单位 RPK 营收较 19 年同期大幅上升 10.4%；b) 公司注重成本管控，经营效率表现优异，单位 ASK 含油成本环比下降 31.0%，同比 19 年仅略升 9.9% (单位油价较 19 年同期高 46.1%)，我们测算单位扣油 ASK 成本同比 19 年仅略微提升 0.1%。我们认为 Q2、Q3 行业需求有望加速修复，看好后疫情时代行业周期上行，民营航司经营效率强，业绩持续改善，回升可期。
- 2022 年疫情影响严峻，公司适度放缓飞机引进。**2022 全年净增 3 架飞机，疫情影响公司供需同比各大幅下滑 26.8%/34.1%，客座率同比下降 8.22 个百分点，客公里收益同比上升 16.82% (其中国内线同比上升 14.9%)，我们分析一方面公司重视收益管理，另一方面油价大幅上升促使公司涨价以转嫁成本压力。公司全年营业成本不降反升 2.3%，分析主因油价大幅上升 (+73.6% yoy)，推动航油成本同比上升 17.3%，同时维修及飞发租赁折旧费用同比各涨 82.2%/3.2%。受利用率大幅下降影响，单位 ASK 营业成本同比上升 39.8%；单位扣油营业成本同比上升 31.1%，较 19 年同期上升 22.8%。
- 23 Q1 生产数据改善幅度行业领先，预期 4 月客座率将进一步回升。**公司 Q1 总供给、需求环比各上升 71.57%/100.22%，同比各上升 4.60%/25.76% (较 2019 年同期各+2.01%/-3.86%)，带动客座率同比上升 14.62 个百分点至 86.9%，较 19 年同期仅下滑 5.3 个百分点。其中国内供给、需求环比各上升 57.98%/84.80%，同比各 -4.62%/+15.22% (较 2019 年同期各上升 42.70%/34.57%)，客座率同比上升 15.05 个百分点至 87.4%。
- 盈利预测与投资建议。**公司 Q1 单位 RPK 营收较 19 年同期高 10.4%，客收票价同比大幅改善。五一小长假预售数据表现优异，且受益于低成本民营航司的定价优势，量端恢复速度明显快于行业平均水平，后期因私出行有望带动量价大幅改善。考虑自 4.29 日起入境核酸取消，国际线有望加快恢复速度，且油价低位，受益于成本管控能力突出，预期 Q2-Q3 业绩将继续改善。我们调整 23-25 年净利润分别至 20.16/33.35/46.65 亿。历史 8 年 PB 均值约为 3.65x，基于 23E/24E 行业基本面上行，给予 4.0-4.5x 2023PB，调整合理价值区间 64.21-72.24 元，维持“优于大市”评级。

- 风险提示：**汇率、油价波动、经济下行等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10858	8369	18694	23485	26932
(+/-)YoY(%)	15.8%	-22.9%	123.4%	25.6%	14.7%
净利润(百万元)	39	-3036	2016	3335	4665
(+/-)YoY(%)	106.6%	-7861.9%	166.4%	65.4%	39.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.04	-3.10	2.06	3.41	4.77
毛利率(%)	-4.4%	-38.5%	12.1%	17.4%	19.0%
净资产收益率(%)	0.3%	-22.2%	12.8%	17.5%	19.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

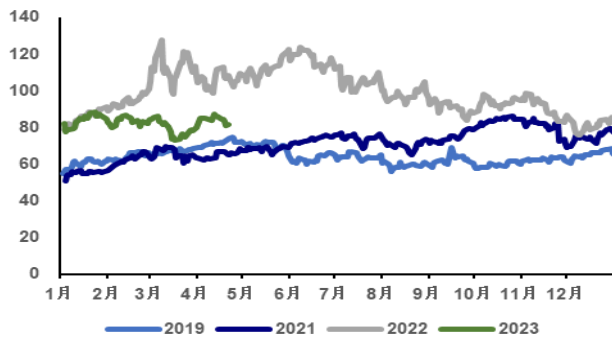
表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)		PB (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
601111	中国国航	1602.26	0.22	1.12	45.00	8.86	2.02	3.08	4.89	3.21
600115	东方航空	1127.94	0.09	0.57	56.54	8.89	1.55	2.15	3.26	2.35
600029	南方航空	1273.90	0.19	0.75	37.43	9.41	2.49	3.30	2.83	2.13
603885	吉祥航空	382.36	0.64	1.29	27.04	13.35	4.98	6.25	3.46	2.76
002928	华夏航空	132.55	0.21	0.82	48.44	12.69	3.38	4.16	3.07	2.49
算术平均					42.89	10.64			3.50	2.59

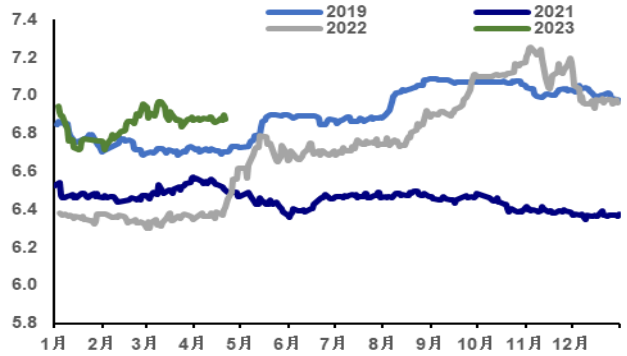
注: 1) 公司业绩预测来自万得一致预期

2) 收盘价为 2023 年 5 月 9 日

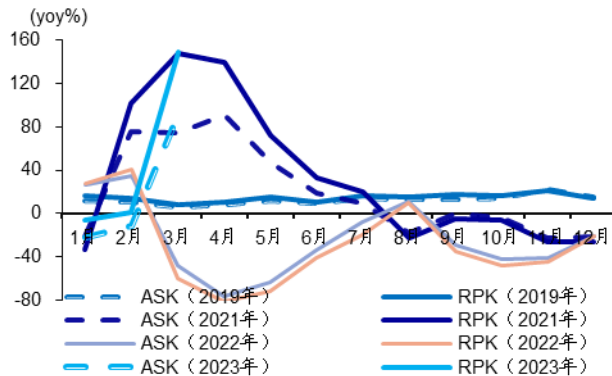
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 1 布伦特原油期货价格走势 (美元/桶)


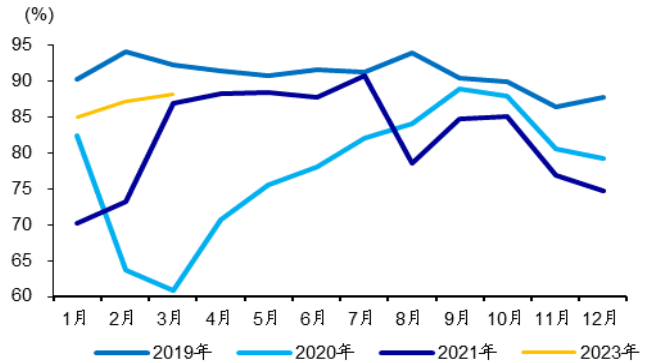
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 美元对人民币汇率走势图 (美元/人民币)


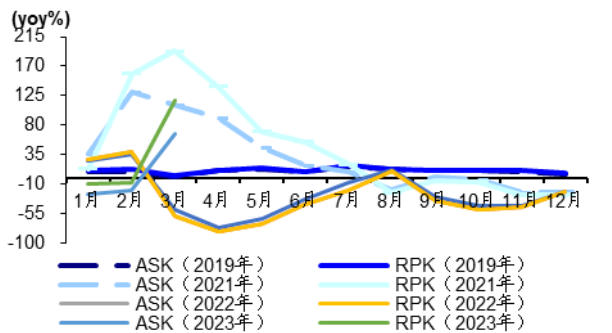
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 3 春秋航空单月总供给、需求同比增速变化


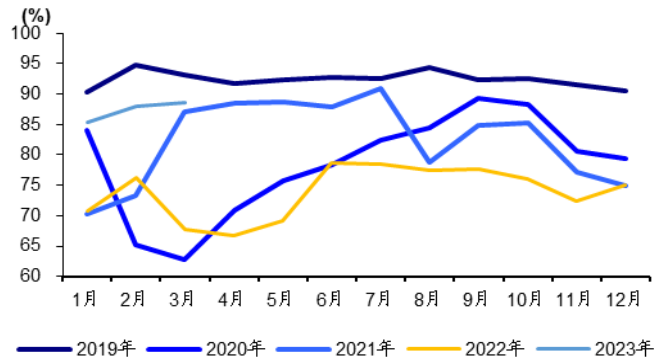
资料来源: 春秋航空月度生产经营数据公告, 海通证券研究所

图 4 春秋航空单月总客座率变化


资料来源: 春秋航空月度生产经营数据公告, 海通证券研究所

图 5 春秋航空单月国内供给、需求同比增速变化


资料来源: 春秋航空月度生产经营数据公告, 海通证券研究所

图 6 春秋航空单月国内客座率变化


资料来源: 春秋航空月度生产经营数据公告, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8369	18694	23485	26932
每股收益	-3.10	2.06	3.41	4.77	营业成本	11590	16424	19407	21814
每股净资产	13.99	16.05	19.46	24.23	毛利率%	-38.5%	12.1%	17.4%	19.0%
每股经营现金流	0.45	5.53	5.91	7.41	营业税金及附加	24	53	66	76
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	180	374	470	539
P/E	-19.59	29.49	17.83	12.75	营业费用率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	4.34	3.78	3.12	2.51	管理费用	188	421	529	606
P/S	7.10	3.18	2.53	2.21	管理费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITD	-166.25	27.77	16.53	12.94	EBIT	-2812	1150	2670	3503
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	622	287	622	135
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	7.4%	1.5%	2.6%	0.5%
毛利率	-38.5%	12.1%	17.4%	19.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	-36.3%	10.8%	14.2%	17.3%	投资收益	-13	0	0	0
净资产收益率	-22.2%	12.8%	17.5%	19.7%	营业利润	-3417	2237	3714	5203
资产回报率	-7.0%	4.3%	6.4%	7.9%	营业外收支	18	20	20	20
投资回报率	-6.5%	2.6%	5.4%	6.2%	利润总额	-3399	2257	3733	5223
盈利增长 (%)					EBITD	-467	2625	4335	5366
营业收入增长率	-22.9%	123.4%	25.6%	14.7%	所得税	-363	241	399	558
EBIT 增长率	-1057.3%	140.9%	132.2%	31.2%	有效所得税率%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
净利润增长率	-7861.9%	166.4%	65.4%	39.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-3036	2016	3335	4665
资产负债率	68.5%	66.3%	63.5%	59.8%					
流动比率	0.88	0.97	1.14	1.35	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.83	0.89	1.04	1.25	货币资金	10208	10610	13280	16886
现金比率	0.76	0.80	0.94	1.15	应收账款及应收票据	105	125	157	180
经营效率指标					存货	175	359	424	476
应收账款周转天数	4.59	2.44	2.44	2.44	其它流动资产	1357	1798	2099	2327
存货周转天数	5.50	7.97	7.97	7.97	流动资产合计	11846	12892	15959	19870
总资产周转率	0.19	0.40	0.45	0.46	长期股权投资	5	5	5	5
固定资产周转率	0.48	0.96	1.09	1.14	固定资产	17283	19520	21630	23714
					在建工程	6895	6921	7378	8159
					无形资产	765	696	632	574
					非流动资产合计	31574	33768	36272	39078
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	43420	46660	52231	58947
净利润	-3036	2016	3335	4665	短期借款	5405	3000	3000	3000
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	662	1122	1326	1490
非现金支出	2345	1475	1666	1863	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	146	362	367	396	其它流动负债	7380	9124	9733	10196
营运资金变动	983	1560	415	324	流动负债合计	13446	13246	14058	14686
经营活动现金流	439	5413	5782	7247	长期借款	10896	12321	13745	15169
资产	-4572	-3649	-4149	-4649	其它长期负债	5384	5384	5384	5384
投资	-122	0	0	0	非流动负债合计	16280	17705	19129	20553
其他	150	0	0	0	负债总计	29727	30950	33187	35239
投资活动现金流	-4544	-3649	-4149	-4649	实收资本	979	979	979	979
债权募资	4183	-981	1424	1424	归属于母公司所有者权益	13693	15709	19044	23708
股权募资	2972	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-250	-382	-387	-415	负债和所有者权益合计	43420	46660	52231	58947
融资活动现金流	6906	-1363	1038	1009					
现金净流量	3055	401	2670	3606					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈宇 交通运输行业
虞楠 交通运输行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海南机场,美兰空港,北京首都机场股份,中国国航,春秋航空,吉祥航空

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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: 股市场以海通综指为基准;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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。