

春秋航空 (601021.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

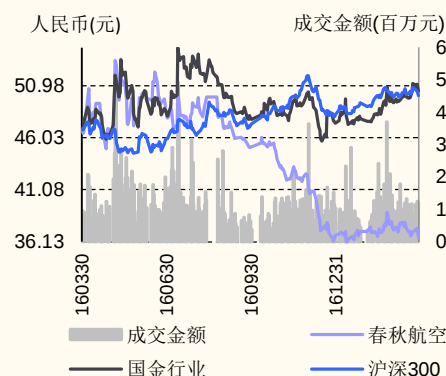
市场价格(人民币): 36.49 元

四季度拖累业绩，成本控制效果卓越

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	200.00
总市值(百万元)	29,213.16
年内股价最高最低(元)	53.50/36.13
沪深 300 指数	3436.76
上证指数	3210.24



相关报告

1. 《运力恢复扩张，汇兑同比改善受益较小-春秋航空三季报点评》，2016.11.1
2. 《运力增长恢复，限制性股票激励保障盈利能力-春秋航空 8 月运营数...》，2016.9.12
3. 《飞机引进延迟拖累收入，辅助收入大幅贡献毛利-春秋航空中报点评》，2016.8.30
4. 《运力增长恢复，成长动力充沛-春秋航空公司深度研究》，2016.8.16
5. 《低成本航空王者归来-春秋航空：低成本航空王者归来》，2016.6.1

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.660	1.187	1.373	1.613	1.966
每股净资产(元)	8.17	9.15	10.36	11.81	13.62
每股经营性现金流(元)	1.97	2.49	1.67	2.06	2.97
市盈率(倍)	36.75	30.94	26.58	22.62	18.56
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	50.18%	-28.42%	15.61%	17.52%	21.89%
净资产收益率(%)	20.30%	12.98%	13.25%	13.65%	14.44%
总股本(百万股)	800.00	800.58	800.58	800.58	800.58

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2016 年实现营业收入 84.29 亿元，同比增长 4.15%；实现归属上市公司股东净利润 9.51 亿元，同比下跌 28.42%，合基本每股收益 1.19 元。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.95 元（含税），占比净利润 13.48%。

经营分析

- **四季度油价汇率拉低业绩：**分季度看，公司净利润分别为 3.67、3.73、4.30 和-2.19 亿元。公司前三季度净利润 11.7 亿元，同比仅下降 2.7%。但四季度亏损严重，主要由于油价快速上涨和汇率贬值利空影响。2016 年四季度，布伦特油价均价同比上涨 14.4%，人民币兑美元中间价贬值 3.9%，汇兑损失增多，使得公司成本端压力巨大，拖累了全年业绩。
- **运营数据表现平稳，国际线带动增长：**2016 年，公司完成旅客周转量 247.6 亿人公里，同比增长 11.7%；客座率虽较去年下滑 1.15 个百分点，但仍旧达到 91.69%，远高于行业平均水平。航空客运收入 78.9 亿元，占主营业务收入 98.9%，同比增长 4.1%。分地区看，收入增幅差异明显。国内航线实现营收 45.96 亿元，同比下降 5.5%；国际和地区航线实现营收 33.76 亿元，涨幅为 20.3%。由于公司上半年，现有运力主要投往毛利润率更高的国际航线，近期行业国际线票价降幅同比收窄，利好客运主业。
- **“两单”“两高”“两低”运营模式，成本控制效果卓越。**公司独特的单机型、单一舱位模式最大化了飞机的可供座位数，降低了飞机日常采购及维修成本；坚持高客座率和高飞机日利用率则使得公司飞机有较高周转率，可最大程度摊薄单位固定成本；积极推动电子商务为主的销售渠道建设和加强管理成本控制，使得公司销售费用和管理费用得到有效降低。2016 年，公司单位销售费用为 0.0095 元/座公里，单位管理费用为 0.0070 元/座公里，远低于同类上市公司水平。

投资建议

- 春秋航空作为低成本航空领军者，航空+旅游模式带来充沛成长动力。此外，公司第一期股权激励计划的解锁条件为单机利润不低于 2000 万元，保障未来盈利能力。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.37/1.61/1.97 元，对应 PE 分别为 27/23/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑，油价和汇率波动较大，疾病爆发和恶劣天气等影响。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,328	8,094	8,429	9,748	11,299	13,088
增长率		10.5%	4.1%	15.6%	15.9%	15.8%
主营业务成本	-6,245	-6,466	-7,350	-8,447	-9,652	-10,899
%销售收入	85.2%	79.9%	87.2%	86.7%	85.4%	83.3%
毛利	1,083	1,627	1,079	1,301	1,647	2,189
%销售收入	14.8%	20.1%	12.8%	13.3%	14.6%	16.7%
营业税金及附加	-15	-24	-7	-10	-11	-13
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-184	-233	-258	-292	-339	-393
%销售收入	2.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-163	-195	-188	-195	-226	-262
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	720	1,175	626	804	1,070	1,521
增长率	9.8%	14.5%	7.4%	8.2%	9.5%	11.6%
财务费用	-98	-154	-246	-352	-363	-437
%销售收入	1.3%	1.9%	2.9%	3.6%	3.2%	3.3%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-81	-117	-91	15	15	15
%税前利润	n.a	n.a	n.a	1.0%	0.9%	0.7%
营业利润	540	904	289	465	722	1,099
营业利润率	7.4%	11.2%	3.4%	4.8%	6.4%	8.4%
营业外收支	675	900	994	1,000	1,000	1,000
税前利润	1,216	1,804	1,284	1,465	1,722	2,099
利润率	16.6%	22.3%	15.2%	15.0%	15.2%	16.0%
所得税	-332	-476	-333	-366	-430	-525
所得税率	27.3%	26.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	884	1,328	951	1,099	1,291	1,574
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	884	1,328	951	1,099	1,291	1,574
净利率	12.1%	16.4%	11.3%	11.3%	11.4%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	884	1,328	951	1,099	1,291	1,574
非现金支出	305	377	535	750	924	1,205
非经营收益	131	207	220	-656	-607	-518
营运资金变动	-275	-340	286	143	43	117
经营活动现金净流	1,045	1,572	1,991	1,337	1,652	2,378
资本开支	-2,446	-3,188	-4,321	-1,472	-2,527	-4,366
投资	-93	-104	-56	-1	0	0
其他	135	-100	-715	15	15	15
投资活动现金净流	-2,404	-3,393	-5,092	-1,458	-2,512	-4,351
股权募资	0	1,755	14	0	0	0
债权募资	2,369	595	2,908	-102	1,396	2,598
其他	-123	179	1,734	-486	-536	-625
筹资活动现金净流	2,246	2,528	4,656	-588	860	1,973
现金净流量	887	708	1,555	-709	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,400	3,095	4,709	4,000	4,000	4,000
应收款项	268	822	1,543	1,735	2,011	2,329
存货	43	55	68	69	79	90
其他流动资产	211	293	421	454	491	528
流动资产	2,922	4,264	6,741	6,258	6,580	6,946
%总资产	25.9%	26.6%	34.3%	30.0%	27.6%	24.5%
长期投资	110	95	59	60	59	59
固定资产	6,884	10,146	11,338	13,093	15,759	19,970
%总资产	61.1%	63.3%	57.7%	62.7%	66.2%	70.5%
无形资产	417	505	503	423	361	312
非流动资产	8,340	11,765	12,905	14,626	17,229	21,390
%总资产	74.1%	73.4%	65.7%	70.0%	72.4%	75.5%
资产总计	11,261	16,029	19,647	20,885	23,809	28,336
短期借款	2,789	2,584	3,099	1,964	2,360	4,957
应付款项	1,003	1,845	1,611	1,897	2,188	2,510
其他流动负债	425	549	514	597	672	832
流动负债	4,217	4,979	5,224	4,459	5,220	8,300
少数股东权益	2,329	3,354	3,864	4,864	5,864	5,865
其他长期负债	1,162	1,157	3,235	3,268	3,268	3,268
负债	7,708	9,489	12,323	12,591	14,352	17,433
普通股股东权益	3,553	6,540	7,323	8,294	9,458	10,904
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,261	16,029	19,647	20,885	23,809	28,336

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.947	1.660	1.187	1.373	1.613	1.966
每股净资产	11.844	8.175	9.148	10.360	11.813	13.620
每股经营现金净流	3.483	1.965	2.487	1.670	2.064	2.970
每股股利	4.374	0.210	0.160	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	24.88%	20.30%	12.98%	13.25%	13.65%	14.44%
总资产收益率	7.85%	8.28%	4.84%	5.26%	5.42%	5.56%
投入资本收益率	6.03%	6.93%	2.80%	3.46%	4.02%	4.75%
增长率						
主营业务收入增长率	11.64%	10.45%	4.15%	15.64%	15.91%	15.83%
EBIT 增长率	34.34%	63.34%	-46.73%	28.33%	33.20%	42.12%
净利润增长率	20.75%	50.18%	-28.42%	15.61%	17.52%	21.89%
总资产增长率	47.18%	42.33%	22.57%	6.30%	14.00%	19.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	3.9	5.0	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	2.5	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	12.2	15.3	16.5	16.0	16.0	16.0
固定资产周转天数	217.8	264.2	418.7	409.0	420.0	468.5
偿债能力						
净负债/股东权益	76.50%	43.48%	62.01%	61.68%	68.85%	83.55%
EBIT 利息保障倍数	7.3	7.6	2.5	2.3	2.9	3.5
资产负债率	68.45%	59.20%	62.72%	60.29%	60.28%	61.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	5	20
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.17	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-17	买入	58.69	80.00~100.00
2	2016-03-09	买入	42.14	56.00~60.00
3	2016-04-29	买入	46.38	56.00~60.00
4	2016-06-01	买入	50.07	64.00~65.00
5	2016-08-16	买入	49.94	55.00~60.00
6	2016-08-30	买入	48.02	N/A
7	2016-09-12	买入	46.82	N/A
8	2016-11-01	买入	43.21	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD