2017 年 04 月 01 日
证券研究报告•动态跟踪报告
春秋航空（601021）交通运输

增持（首次）
当前价：34.74 元
目标价：39.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

短期业绩波动不改长期成长逻辑

投资要点

- **财务、经营情况：**公司 2016 年实现营业收入 84.3 亿，同比增长 4.2%，归母净利润 9.5 亿，同比下滑 28.4%，扣非后归母净利润 2 亿，同比下滑 68.7%，Q4 单季营收 18.7 亿，同比增涨 5.8%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.6 元（含税）。
- **运力集中引进，配置失衡是导致业绩下滑的重要原因。**公司本应 2016 年上半年引进的 8 架飞机延迟至 6 月交付，并于 6-8 月集中引进 10 架 A320 飞机，错失上半年航油相对低位期和需求旺季，且集中引进导致运力投放、航线排班与机票销售等多方面承压。运力集中投放后果逐渐消化后，此影响将减弱对公司业绩的影响。
- **国际航线运力增长较快，竞争加剧导致日本航线高收益率回落，政治因素影响泰韩线需求。**2016 年公司可用吨公里数（ATK）达 26 亿吨公里，同比增 12.6%，其中国际航线 9 亿吨公里，同比增 38.5%；运输总周转量（RTK）22.4 亿吨公里，同比增 10.7%，其中国际航线 7.1 亿吨公里，同比增 36.9%；旅客周转量（RPK）247.6 亿人公里，同比增 11.7%，其中国际线 93.4 亿人公里，同比增 39.1%。从 2016 年三季度末开始，受政治因素影响，赴泰韩旅游需求下降，2016 年全年平均客座率国际线下滑至 87.2%，同比下降 0.88 个百分点。随着政治事件敏感度降低，国际航线运营情况将得到改善。
- **国内航线、港澳台线竞争依然激烈。**2016 年公司自身运力投放调整，国内航线及港澳台线运力投放增幅远小于国际航线增幅，同时基地运行出现小变化也被迫调整运力投向扰乱之前计划。一线城市时刻日趋紧张，低燃油成本促使竞争对手 投放更多运力到春秋之前较有竞争力的二三线城市。
- **辅助业务或成为公司业务增长带动点。**2016 年公司在原有辅助业务基础之上引入迪士尼门票和酒店业务、巴士车票业务、跨境电商业务等，机上零售的客单价从 100 余元攀升至 800 余元。2016 年辅助业务收入 7.07 亿元，较 2015 年增长约 10.2%。其中线上辅助业务收入 3.7 亿，较 2015 年上涨约 23.3%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.49 元、1.56 元、1.60 元，对应 PE 为 23 倍、22 倍、22 倍，首次覆盖给予“增持”评级，目标价 39 元。
- **风险提示：**汇率、油价或大幅波动导致成本提升，政治事件敏感度造成的市场需求低迷或将持续。

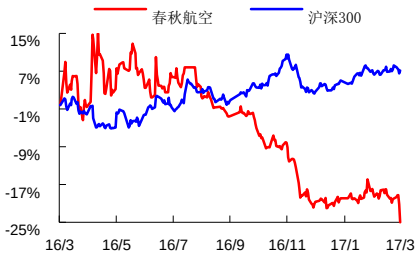
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	8429.40	8940.94	9493.70	10081.10
增长率	4.15%	6.07%	6.18%	6.19%
归属母公司净利润（百万元）	950.52	1189.26	1246.80	1280.73
增长率	-28.42%	25.12%	4.84%	2.72%
每股收益 EPS（元）	1.19	1.49	1.56	1.60
净资产收益率 ROE	12.98%	14.08%	12.96%	11.80%
PE	29	23	22	22
PB	3.80	3.29	2.89	2.56

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：罗月江
执业证号：S1250517010001
电话：021-68413373
邮箱：lyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.01
流通 A 股(亿股)	2.00
52 周内股价区间(元)	34.74-53.5
总市值(亿元)	278.12
总资产(亿元)	196.47
每股净资产(元)	9.15

相关研究

关键假设：

假设 1：公司客运、货运毛利率维持在 17%左右；

假设 2：公司每年可用座公里数（ASK）保持在 10%左右增速，旅客周转量（PRK）保持在 10%左右增速。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
客运	收入	7,887.91	8,361.18	8,862.86	9,394.63
	增速	4.00%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	8.90%	17.00%	17.00%	17.00%
货运	收入	84.33	86.02	87.74	89.05
	增速	-10%	2.00%	2.00%	1.50%
	毛利率	8.90%	16.00%	17.00%	17.00%
其他	收入	457.16	493.73	543.11	597.42
	增速	8.00%	8.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	4.22%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	8,429.40	8,940.9	9,493.7	10,081.1
	增速	4.15%	6.07%	6.18%	6.19%
	毛利率	12.80%	16.33%	16.31%	16.29%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8429.40	8940.94	9493.70	10081.10
营业成本	7350.40	7481.09	7944.95	8439.00
营业税金及附加	6.68	17.43	18.09	15.62
销售费用	257.78	260.07	280.43	298.02
管理费用	188.35	204.65	217.39	230.85
财务费用	246.35	316.58	306.65	321.96
资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00
投资收益	-90.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	289.15	651.12	716.20	765.66
其他非经营损益	994.39	962.91	973.38	969.75
利润总额	1283.54	1614.03	1689.58	1735.41
所得税	333.02	424.77	442.78	454.67
净利润	950.52	1189.26	1246.80	1280.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	950.52	1189.26	1246.80	1280.73

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	950.52	1189.26	1246.80	1280.73
折旧与摊销	583.71	963.94	963.94	963.94
财务费用	246.35	316.58	306.65	321.96
资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00
经营营运资本变动	-1016.62	478.91	-63.69	-0.53
其他	1275.78	-9.85	-10.00	-10.01
经营活动现金流净额	2039.74	2948.83	2453.69	2566.09
资本支出	-1203.38	0.00	-618.99	-618.99
其他	-3888.39	113.50	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-5091.77	113.50	-618.99	-618.99
短期借款	-356.17	-1204.90	0.00	0.00
长期借款	510.45	0.00	0.00	0.00
股权融资	15.28	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-66.37	-70.72	-53.74
其他	4325.44	-2210.47	-306.65	-321.96
筹资活动现金流净额	4495.00	-3481.74	-377.37	-375.70
现金流量净额	1603.60	-419.41	1457.33	1571.41

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4709.23	4289.82	5747.15	7318.56
应收和预付款项	1764.03	1433.41	1627.72	1755.19
存货	67.83	69.03	73.31	77.87
其他流动资产	200.26	92.02	97.71	103.76
长期股权投资	8.76	8.76	8.76	8.76
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	11338.23	10419.57	10119.90	9820.22
无形资产和开发支出	63.19	61.93	60.67	59.40
其他非流动资产	1495.03	1451.02	1407.00	1362.99
资产总计	19646.56	17825.57	19142.22	20506.76
短期借款	1204.90	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1726.97	1874.80	1990.27	2101.06
长期借款	3863.98	3863.98	3863.98	3863.98
其他负债	5527.22	3640.41	3665.52	3692.27
负债合计	12323.07	9379.19	9519.77	9657.31
股本	800.58	800.58	800.58	800.58
资本公积	1549.03	1549.03	1549.03	1549.03
留存收益	4987.97	6110.85	7286.93	8513.93
归属母公司股东权益	7323.49	8446.37	9622.45	10849.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	7323.49	8446.37	9622.45	10849.45
负债和股东权益合计	19646.56	17825.57	19142.22	20506.76

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	4.15%	6.07%	6.18%	6.19%
营业利润增长率	-68.00%	125.19%	10.00%	6.91%
净利润增长率	-28.42%	25.12%	4.84%	2.72%
EBITDA 增长率	-24.06%	72.59%	2.85%	3.26%
获利能力				
毛利率	12.80%	16.33%	16.31%	16.29%
三费率	8.21%	8.74%	8.47%	8.44%
净利率	11.28%	13.30%	13.13%	12.70%
ROE	12.98%	14.08%	12.96%	11.80%
ROA	4.84%	6.67%	6.51%	6.25%
ROIC	3.85%	6.57%	7.48%	8.12%
EBITDA/销售收入	13.28%	21.60%	20.93%	20.35%
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.48	0.51	0.51
固定资产周转率	1.09	0.97	1.14	1.37
应收账款周转率	73.45	70.07	71.38	70.96
存货周转率	119.72	109.32	111.63	111.64
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.11%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	62.72%	52.62%	49.73%	47.09%
带息债务/总负债	59.70%	65.59%	64.62%	63.70%
流动比率	1.29	2.58	3.12	3.62
速动比率	1.28	2.55	3.09	3.59
股利支付率	0.00%	5.58%	5.67%	4.20%
每股指标				
每股收益	1.19	1.49	1.56	1.60
每股净资产	9.15	10.55	12.02	13.55
每股经营现金	2.55	3.68	3.06	3.21
每股股利	0.00	0.08	0.09	0.07

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	1119.20	1931.64	1986.79	2051.55
PE	29.26	23.39	22.31	21.72
PB	3.80	3.29	2.89	2.56
PS	3.30	3.11	2.93	2.76
EV/EBITDA	27.97	14.82	13.67	12.47
股息率	0.00%	0.24%	0.25%	0.19%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn