

春秋航空 (601021.SH) 低成本航空旅游行业

评级：买入 维持评级

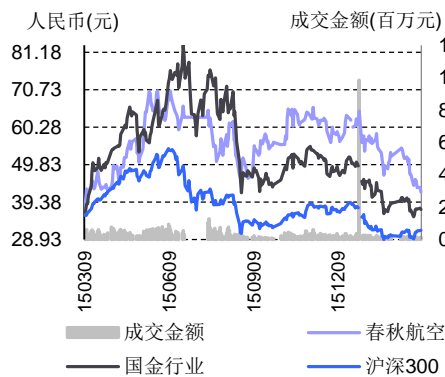
公司深度跟踪研究

市场价格 (人民币): 42.14 元
 目标价格 (人民币): 56.00-60.00 元

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)	33,712.00
年内股价最高最低(元)	70.49/35.87
沪深 300 指数	3107.67
上证指数	2901.39



低成本航空旅游新锐，彻底穿越周期

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	2.441	2.947	1.658	2.391	3.093
每股净资产(元)	9.14	11.84	16.22	22.54	30.74
每股经营性现金流(元)	5.12	3.59	5.17	7.81	10.89
市盈率(倍)	17.26	14.30	25.41	17.62	13.63
行业优化市盈率(倍)	30.32	56.53	70.53	70.53	70.53
净利润增长率(%)	17.23%	20.75%	50.05%	44.18%	29.34%
净资产收益率(%)	26.69%	24.88%	27.27%	28.28%	26.83%
总股本(百万股)	300.00	300.00	800.00	800.00	800.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

中国航空出境游处于爆发阶段，航空+机票+酒店+旅游全价值链产品将成为未来最挣钱的商业模式。日韩泰国出境游热潮带动公司 2015 年国际航线收入同比增长 170%。预计公司 2015 年净利润同比增长 60%，主要原因是油价下跌和出境游带动需求端高速增长。公司 2016 年进一步开辟国际航线，加大日本和泰国等国家的运力投入。日本春秋航空公司已经开通成田飞往重庆和武汉的航班，满足本地始发旅客巨大的旅游需求。预计公司 2016 年 ASK (运力) 投放同比增长 18%，6 月 16 日上海迪斯尼乐园，春秋国旅拿到迪斯尼旅游产品代销权，对公司的客座率尤其是票价带来较大提振，

■ 单位运营成本低于美西南航空 34%，未来单位成本仍有下降空间：采取“两单两低和两高”（单一机型和舱位，低销售和管理费用，高客座率和飞机日利用率）策略显著降低成本，目前单位座公里成本低于美西南航空 34%，比国内三大航低 40%，随着机队规模的扩张，单位座公里成本有望进一步降低。公司飞机日运用率有望从 11.5 小时提高至 13 小时，将超过美西南航。春秋国旅包机包座业务未来将使公司客座率继续保持在 92% 以上，高于全球航空公司平均客座率 10 个百分点。只要拿到干线城市的时刻资源，基本可以保证盈利。

■ 美西南航空、瑞安航空为代表的低成本航空在股价和市值成长方面遥遥领先市场。美西南航空凭借强大的低成本运营模式，从 1973 年开始，连续 43 年保持盈利，2015 年公司净利润达到 21.8 亿美元，创下历史新高。西南航空的股价，1980 年以来上涨了 84 倍，远超同期的标普 500 指数。影响航空市值的关键因素不是机队规模，而是稳定盈利的能力和净利润的规模。欧洲瑞安航空市值首次明显超过汉莎和法荷航空，是在 2002-2003 年，其机队规模不到德国汉莎的 1/6。春秋航空作为国内低成本航空公司领军者，与春秋国旅紧密合作，有望成为下一个瑞安航空，重演市值赶超之路。

■ 双变量敏感性分析显示如果公司 2016 年票价提高 1%，同时平均油价提升 5%，公司仍然可以实现 19 亿元净利润。从单边量角度来看，票价不变的情况下油价总成本上升 20% 与下降 10% 将影响公司 8 亿元净利润，EPS 差为 1 元/股，油价依旧为公司业绩重要变量；在油价不变的情况下，国内票价上升与下降 3% 将影响公司 0.5 元/股的 EPS，高于国际票价涨跌对于 EPS 0.3 元/股的影响，原因是公司国内航线占比 67% 高于国际航线。双变量敏感性

相关报告

1. 《借力上海迪斯尼，打造低成本航空新锐-春秋航空公司研究》，2015.12.17

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

戴亚雄 联系人
 (8621)61038274
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

分析显示公司在双变量均为最差情形下 EPS 依然有 1.5 元/股保证，而最优情形 EPS 将达到 3 元/股以上，上海迪斯尼、国际油价走势与出境游景气使公司 2016 年业绩有更大概率落入敏感性的最优情况。

估值

- 公司是上海迪斯尼开园最大的受益者，近年来国际航线增长迅猛，低成本航空旅游模式优势突出。预计公司 2016/2017 年 EPS 为 2.4 元/3.1 元，当前股价对应的 P/E 分别为 17.6 和 13.6。鉴于公司巨大的竞争优势、盈利稳定性及成长性，给予公司 2016 年 23x P/E，对应目标价 56 元，给予“买入”评级。

风险

- 国际油价大幅上涨、地区冲突及突发传染疾病。

内容目录

宏观经济低迷难挡高可支配收入下的出境游热潮.....	5
全产业链整合的关键时期：航空+旅游模式兴起.....	6
春秋国旅包机包座业务成为春秋航空抗周期利器.....	6
去哪儿、凯撒、众信、吉祥等纷纷抢占“旅游+航空+酒店+用车”产业链...7	
LCC 大放异彩，春秋航空有望成为下一个瑞安.....	8
美国西南航空的成长历程昭示，投资 LCC 可获取长期超额收益.....	10
春秋航空领跑全球低成本航空公司.....	13
高销售净利率成为利润来源的基石.....	13
收入增长抗波动性强于全球其他低成本航空公司.....	13
高客座率保障运营效率，成为全球低成本航空公司典范.....	14
春秋航空利润及 EPS 对于票价和油价的敏感性分析.....	15
国内票价和油价的敏感性分析.....	15
国际票价和油价的敏感性分析.....	17
盈利预测及公司估值.....	18
假设飞机机队按照引进计划扩增.....	19
假设总 ASK 增速与飞机投放增速相当，客座率基本平稳.....	19
估值与目标价格.....	20

图表目录

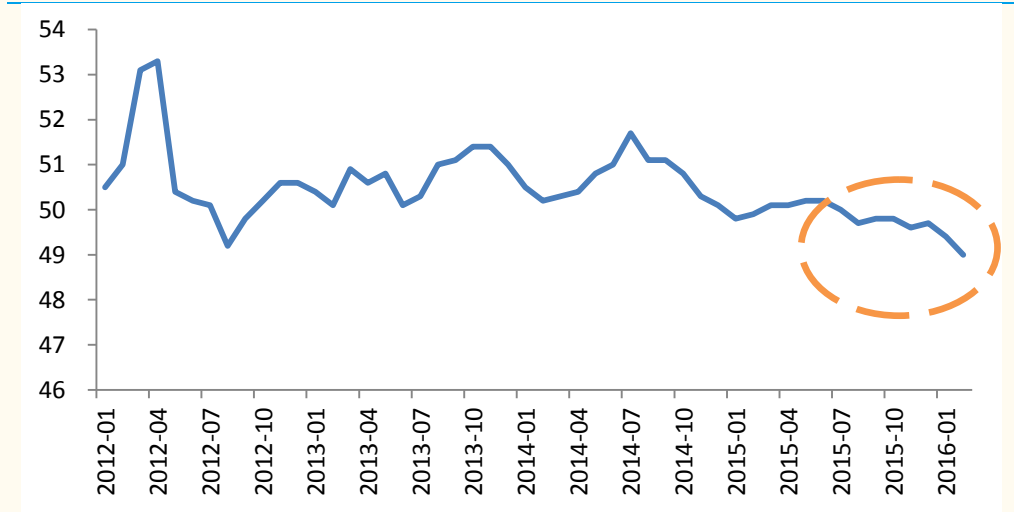
图表 1：2012-2016 我国 PMI 经理人采购指数.....	5
图表 2：2007-2015 我国民航客运量和固定资产投资.....	5
图表 3：2011-2016 我国航空业旅客运输量及同比增长.....	6
图表 4：2011-2016 我国可支配收入和国际航线人次.....	6
图表 5：春秋航空包机包座业务模式.....	6
图表 6：2011-2014 春秋航空包机包座业务收入及其占营业收入百分比.....	7
图表 7：春秋航空业务模式带动全行业资源整合.....	8
图表 8：欧洲地区航空公司市值比较（百万美元）.....	9
图表 9：欧洲地区航空公司机队规模（架）.....	9
图表 10：欧洲地区航空公司净利润比较（百万美元）.....	10
图表 11：美西南航空收入稳步增长（百万美元）.....	11
图表 12：美西南航空净利润情况（百万美元）.....	11
图表 13：近 30 年间美西南航空的收益率远超同期标普 500 指数（已统一标准化处理，初值 100）.....	12
图表 14：美西南航空机队规模（架）与净利润率（%）.....	13
图表 15：2011-2015 年春秋航空与全球航空公司销售净利率（%）.....	13
图表 16：2011-2014 春秋航空与全球航空公司单位座公里收入（美分/座公里）.....	14

图表 17: 2011-2015 春秋航空与全球航空公司营业收入增长率 (%)	14
图表 18: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司客座率.....	15
图表 19: 春秋航空 2016 年国内票价和国际油价敏感性分析.....	15
图表 20: 春秋航空 2016 年国际票价和国际油价敏感性分析.....	18
图表 21: 春秋航空 ASK, RPK 及盈利预测表	19
图表 22: 低成本航空估值比较	20

宏观经济低迷难挡高可支配收入下的出境游热潮

2015 下半年以来我国宏观经济低迷，GDP 增速首次跌至 7% 以下。从 PMI 角度来看，2016 年 2 月份我国制造业采购经理指数为 49.0%，环比再次下降 0.4 个百分点，保持在 50% 荣枯线以下。宏观经济低迷将成为常态，但政府实行积极的财政政策和货币政策，在经济托底的情形下，将有力提振航空需求。

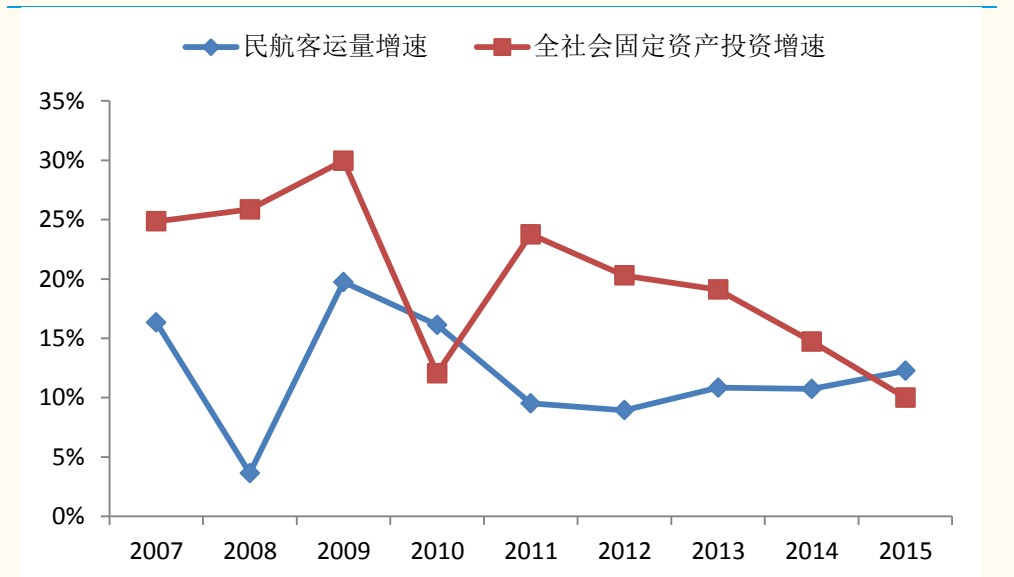
图表 1：2012-2016 我国 PMI 经理人采购指数



来源：国金证券研究所

历史上航空运输业是强周期行业，但由于我国近两年人均可支配收入提高，经济增长和航空运输行业出现了周期错配的现象，目前我国出境游热潮带动航空运输行业达到了周期的繁荣阶段，消费升级属性显现。过去两年航空业盈利状况明显好于其他有色、煤炭、钢铁等强周期性行业。

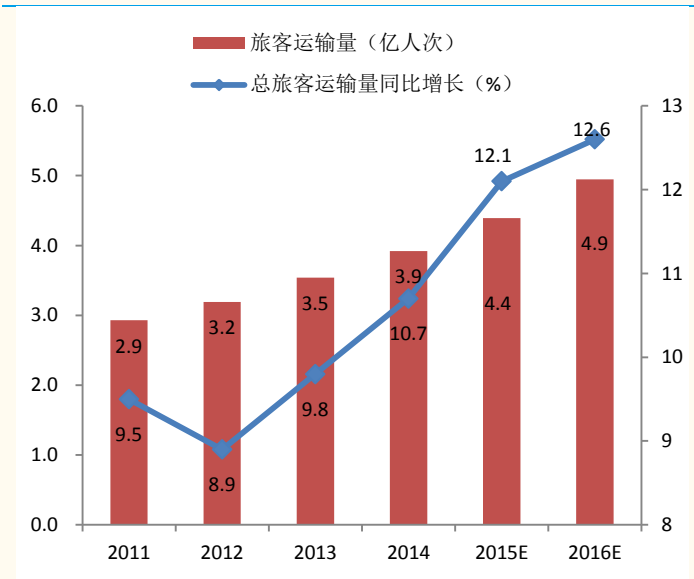
图表 2：2007-2015 我国民航客运量和固定资产投资



来源：国金证券研究所

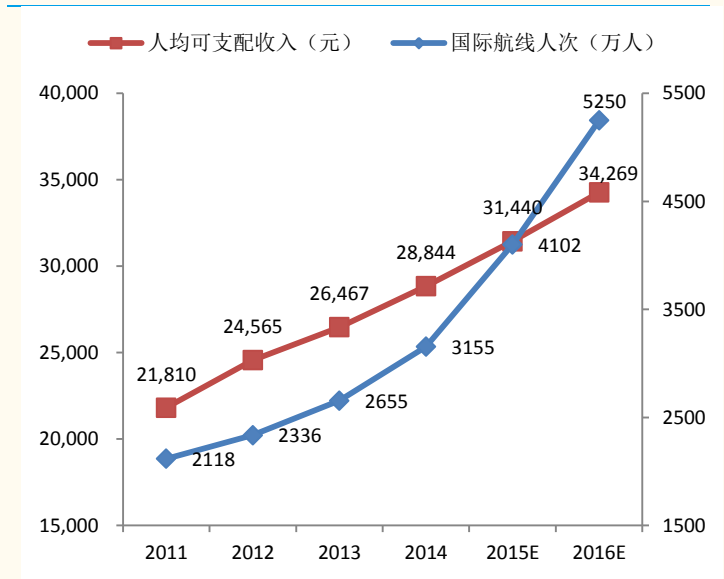
2015 年预计我国航空业旅客运输量达到 4.4 亿人次，将历史性的同比增长超过 12%，而国际旅客和出境游方面，预计我国国际航线人次达到 4100 万人，增速超过我国人均可支配收入增速。

图表 3: 2011-2016 我国航空业旅客运输量及同比增长



来源: 国金证券研究所

图表 4: 2011-2016 我国可支配收入和国际航线人次



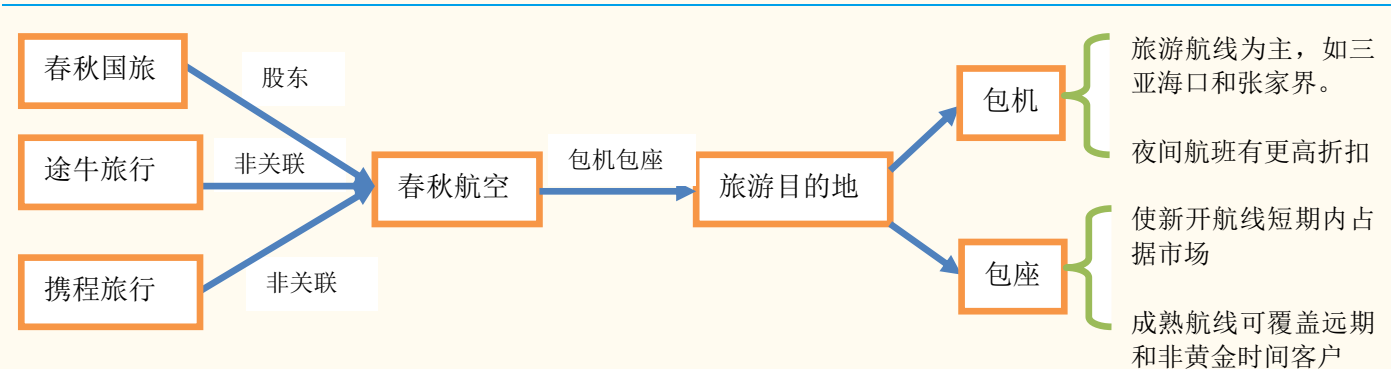
来源: 国金证券研究所

全产业链整合的关键时期: 航空+旅游模式兴起

春秋国旅包机包座业务成为春秋航空抗周期利器

包机包座业务提高春秋航空客座率和业务收入的稳定性提供了业务支持: 春秋航空为控股股东春秋国旅的旅行团提供“按完整航季、满座进行承包”的包机服务。作为 2013 年度全国百强旅行社第一的春秋国旅, 有效搭建主要旅游包机航线(上海往返三亚、桂林、张家界)等。春秋航空又与携程旅行社和途牛旅行社等合作, 将某些航线的完整航季或其中一段时间的部分座位承包。合作方就包座业务所购买的座位结合旅游产品进行销售。

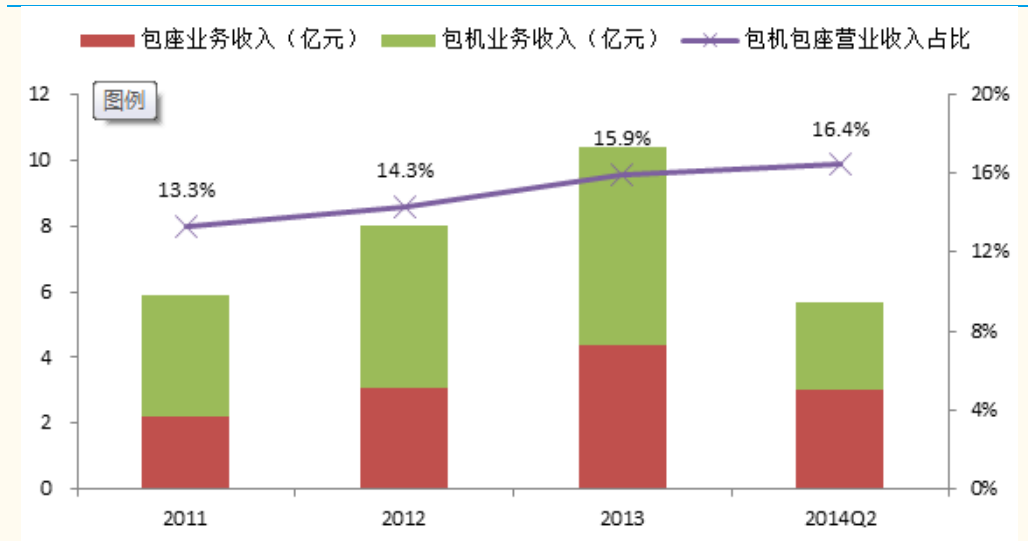
图表 5: 春秋航空包机包座业务模式



来源: 国金证券研究所

2014 年 1-6 月, 春秋航空来自春秋国旅包机包座业务的交易收入达 5.6 亿元, 占当期营业收入的 16.4%; 其中包机业务贡献收入 2.7 亿元, 包座业务收入 3.0 亿元。过去 4 年春秋航空与春秋国旅的包机包座业务在营业收入中占比 15% 左右, 包机包座业务收入的年平均增速达到 30%, 这种互补合作的业务模式有效提升了其客座率。

图表 6: 2011-2014 春秋航空包机包座业务收入及其占营业收入百分比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

去哪儿、凯撒、众信、吉祥等纷纷抢占“旅游+航空+酒店+用车”产业链

航空旅游全产业链是目前全球尤其是中国盈利能力最强的行业, 各路资金纷纷抢滩航空+旅游商业模式。

- 吉祥航空 2015 年投资 2 亿元与淘在路上成立“淘旅行”O2O 公司, 目的通过整合机票、酒店和目的地商品等建立最专业优质的“机+X”休闲旅游平台。吉祥航空目的是抓住休闲旅游黄金十年, 因此开始从单纯的票务型销售公司转向真正的全服务销售公司。整个环节从购票开始到服务到目的地, 打造全面的商品体系。自由行商品在包括除了帮助游客出行的机票+酒店之外, 还包括当地餐饮、休闲、娱乐活动的特惠; 本地人和外地游客都适宜的轻户外商品; 当地主题游和签证、移动 wifi、接送机等旅行基础服务, 把整个服务链条打通。
- 众信旅游于 2016 年 2 月宣布与华远国旅达成战略重组意向, 拟收购华远国旅 100% 股权。同日携程又与众信旅游签署合作框架协议, 在出境游市场与众信旅游共同拓展。旅游细分市场在年初即迎来资源整合潮。作为国内领先的出境游批发商, 华远国旅在出境游, 尤其是欧洲区域出境游和商务旅游业务方面具有较强的竞争优势。众信旅游与华远国旅都长期专注于出境游批发业务, 此次收购属于“强强联合”, 产品线+产业链上下游协同效应明显, 并将使二者在欧洲出境游市场的优势地位得到巩固和加强。
- 凯撒同盛于 15 年 10 月借壳易食股份, 并更名为凯撒旅游。凯撒旅游是海航集团三大战略业态之一航空旅游的核心企业, 经营战略侧重于发展出境旅游服务, 同时兼顾经营航空、铁路配餐及服务。机票是出境游旅行社的最大运营成本。凯撒旅游 2014 年的机票款占到总旅游业务营业成本的 45%。在海航成为凯撒第一大股东之后, 凯撒与海航的合作更为紧密, 使凯撒在机票采购方面拥有更明显的成本优势和服务支持。2015 年 11 月公司收购海航旗下的北京首都航空公司股权, 在股东海航的帮助下切入 3000 亿体量的中国低成本航空市场。
- 去哪儿 2016 年 3 月初已开始着手准备筹建一家航空公司, 并将总部落户深圳。该航空公司由两家深圳本地公司申请, 将主营国内、周边地区国际

航线，航空公司的特点为“互联网+”和“低成本”。在这家新公司中，去哪儿将采用技术参股等投资形式，主要负责互联网直销部分。

图表 7：春秋航空业务模式带动全行业资源整合



来源：国金证券研究所

LCC 大放异彩，春秋航空有望成为下一个瑞安

通过研究国外低成本航空的发展，我们发现欧洲地区瑞安航空市值领先，**其关键因素不是收入规模，也不是机队规模，而是稳定盈利的能力和净利润的规模。**优秀的低成本航空公司能享受非常明显的估值溢价。春秋航空作为国内低成本航空公司领军者，与春秋国旅紧密合作，有望成为下一个瑞安航空，重演市值赶超之路。

目前瑞安航空遥遥领先。瑞安市值赶超汉莎和法荷的过程，有两个主要阶段。
(1) 2002-2003 年。2001 年，瑞安市值首次超过法荷航空，2003 年，瑞安市值在 4 家当中首次大幅领先。
(2) 2012-2013 年。经过几年波折，瑞安市值再次在 4 家当中大幅领先，此后一直保持明显差距。

可以看出，欧洲地区，低成本航空公司在资本市场有两波受追捧的热潮，2002-2003 年第一波，2012-2013 年第二波，第二波目前仍在延续，且愈演愈烈。这是由于低成本航空表现出旺盛的生命力，收入规模持续快速扩张，瑞安与易捷净利润同时创出新高，且大幅超越汉莎与法荷。

图表 8：欧洲地区航空公司市值比较（百万美元）



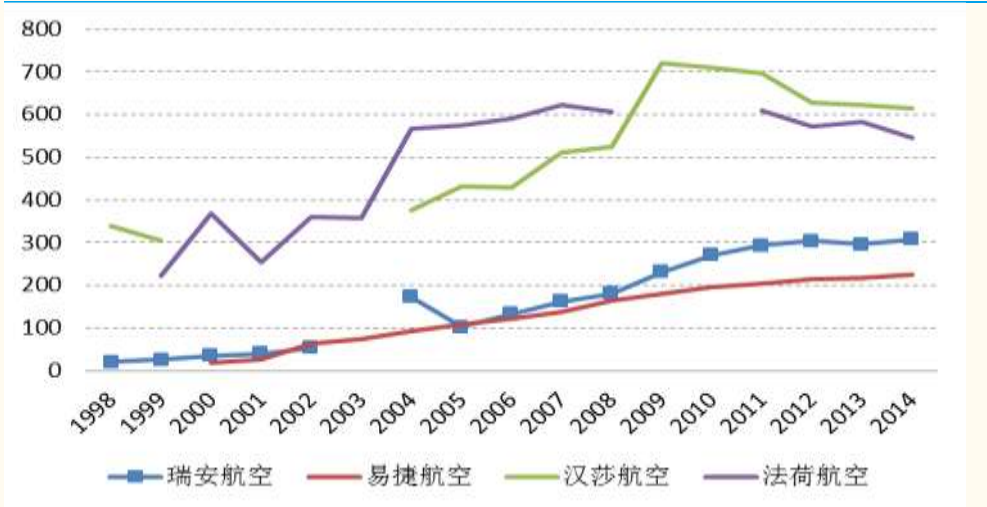
来源：彭博，国金证券研究所

■ 决定市值的关键因素，不是收入规模，也不是机队规模。

虽然瑞安和易捷的市值大幅领先，但其实瑞安与易捷的收入远远低于汉莎与法荷，前两者收入都仅为后两者收入的 20%左右。

瑞安市值首次明显超过汉莎和法荷航空，是在 2002-2003 年，其机队规模不到德国汉莎的 1/6。从 2012 年之后，瑞安市值第二次明显超过汉莎和法荷航空，机队规模不到汉莎航空的一半。

图表 9：欧洲地区航空公司机队规模（架）



来源：彭博，国金证券研究所

■ 利润规模，和盈利的持续稳定增长是市值爆发的最核心因素。

瑞安市值赶超的 2 个阶段，正是传统航空公司汉莎与法荷业绩低迷或出现大幅亏损的时候。2002-2003 年，汉莎大幅亏损，市值缩水严重。2012-2013 年，法荷大幅亏损，市值缩水严重。作为业内巨头，它们的大幅亏损代表了航空业的不景气。2011 年，汉莎航空亏损 1300 万欧元，主要受到与英国子公司 BMI 相关的开支拖累。汉莎和员工爆发了多次激烈纠纷，2009 年和 2014 年均出现飞行员罢工现象。

正是在航空业不景气，同行面临业绩压力的时候，低成本航空仍较好实现盈利，更加凸显了优秀的成本控制和盈利能力，使得资本市场给予更多认同。除去 2008 年经济危机的强烈影响，瑞安易捷的净利润多年持续稳定增长，2012-2014 年更是双双走在创新高的路上，市值从而实现大跃进。

图表 10：欧洲地区航空公司净利润比较（百万美元）



来源：彭博，国金证券研究所

美国西南航空的成长历程昭示，投资 LCC 可获取长期超额收益

- 美国西南航空是世界上第一家低成本航空公司，也是低成本航空领域的标杆。

公司总部位于德克萨斯州的达拉斯，1971 年 6 月 18 日开始运营，提供在美国与拉美和加勒比国家之间的航空运输。公司首航从达拉斯到休斯顿和圣安东尼奥，是一个简单配餐而且没有额外服务的短程航线，经过多年的迅速扩张和发展，成为以美国国内城际间航线为主的航空公司。公司主要提供点到点服务，点到点航线结构允许进行更直接的不间断飞行。而美国骨干航空公司提供的则是“中心辐射型”的服务。公司 2014 年运输旅客 1.36 亿人次，是美国国内旅客运输量最大的航空公司。

- LCC 成长空间广阔，西南航空收入快速增长，并创造了连续 43 年盈利的行业奇迹。

公司从 1973 年开始，连续 43 年保持盈利，继续创造全球民航业历史上的奇迹。2015 年公司净利润达到 21.8 亿美元，创下历史新高。

2001 年，9.11 事件导致几乎所有的美国航空公司陷入困境。2005 年，运力过剩和史无前例的燃油价格让美国整个航空公司行业共亏损 100 亿美元，达美航空和美国西北航空同年都申请破产法保护。2009 年，金融危机导致

美国航空业大幅度亏损。即使在这样的情况下，西南航空依然保持盈利，体现了公司低成本运营的优势和生命力。

公司收入，从 1987 年的 7.8 亿美元，增长到 2015 年的 198.2 亿美元，增长了 24.5 倍，年均复合增速为 12.3%，多年来保持较高增速，印证了低成本航空满足了大众出行的需要，发展动力十分强劲。

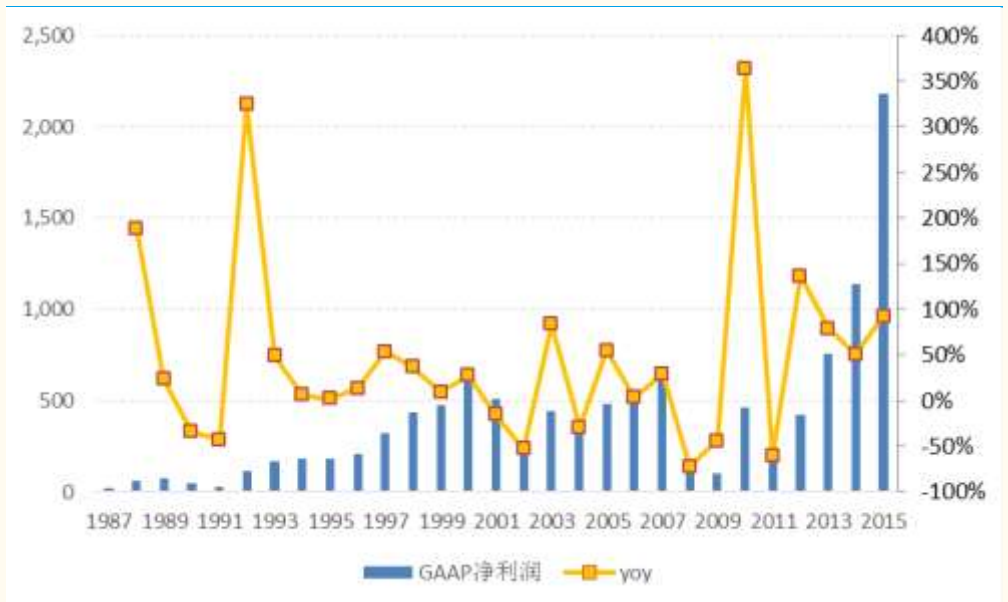
公司净利润，从 1987 年的 0.2 亿美元，增长到 2015 年的 21.8 亿美元（2014 年为 11.4 亿美元），增长了 107 倍，年均复合增速为 18.2%。2008-2011 年受金融危机和全球经济缓慢复苏的影响，公司盈利情况波动较大，但总体来看，近 30 年的发展中，盈利水平稳步向上。

图表 11：美西南航空收入稳步增长（百万美元）



来源：彭博，国金证券研究所

图表 12：美西南航空净利润情况（百万美元）



来源：彭博，国金证券研究所

- 收入规模快速增长，盈利稳定上升，西南航空的股价 1986 年以来上涨了近 50 倍。低成本航空公司的成长性带来了可观的超额收益。

西南航空的股价，1980 年以来上涨了 84 倍，1986 年以来上涨了近 50 倍，远超同期标普 500 指数。图中为方便对比西南航空市值的增长与标普 500 指数的涨幅，已将两者统一做了标准化处理，1986 年的初值设置为 100。

图表 13：近 30 年间美西南航空的收益率远超同期标普 500 指数（已统一标准化处理，初值 100）



来源：彭博，国金证券研究所

- 西南航空的机队规模超过 400 架后，成长性有所减弱。LCC 发展初期，和确定行业龙头地位的阶段，是投资的好时期。

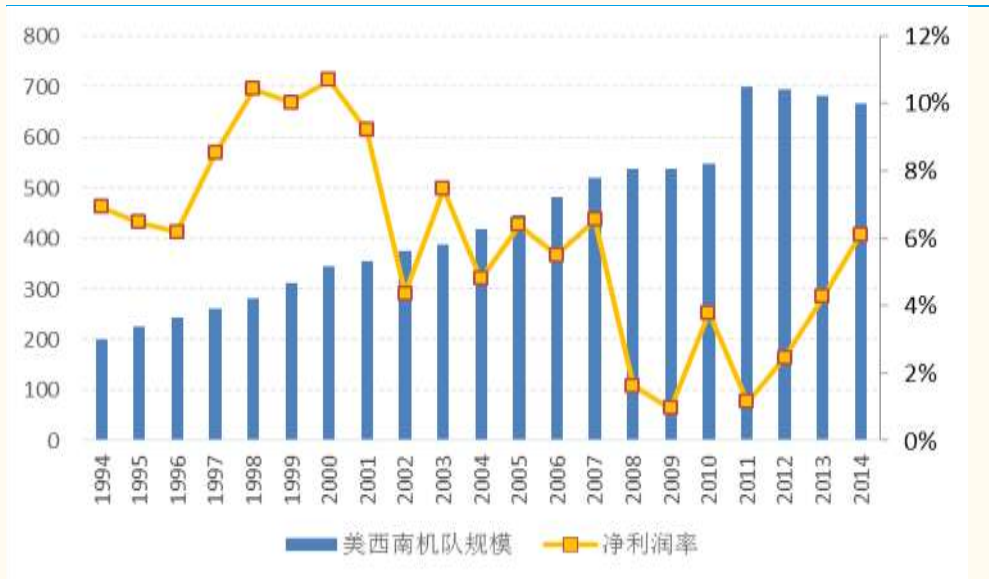
公司机队规模超过 400 架后，净利率水平出现了台阶式下滑，收入增速也有所放缓。反映了公司发展壮大之后，成长性有所减弱。

净利率在 2002 年的大幅下滑，有 9.11 事件的余波影响，而 2003-2007 年，净利率水平保持相对稳定，却较之前下降了一个台阶，除有油价上涨的原因，更有规模经济效应减少的原因。公司体量变大之后，行业竞争格局与外围因素会产生更大影响。2012 年之后，随着市场培育成熟和市占率提升，公司净利率出现回升，主要因为此时公司占美国 top100 点对点城市航线中的市场份额已达 71%，奠定了相对垄断的地位。

公司股价的超额收益主要有 3 个大波段。(1) 1991-1993 年。公司收入和利润规模大幅增长。(2) 1996-2000 年，收入保持快速增长的同时，净利率持续提升，从 6% 提升到最高的 10.7%，净利润持续快速增长，利润规模不断创出新高。(3) 2012-现在。净利率从 2011 年的 1.1% 持续回升，2014 年达到 6.1%，收入和利润规模均不断创历史新高。

总体来看，投资低成本航空公司，(1) 发展初期，收入和利润大幅增长的阶段，或 (2) 确立行业龙头地位，净利率持续提升，收入与利润规模不断创历史新高的阶段，能够取得明显的超额收益。

图表 14: 美西南航空机队规模 (架) 与净利润率 (%)



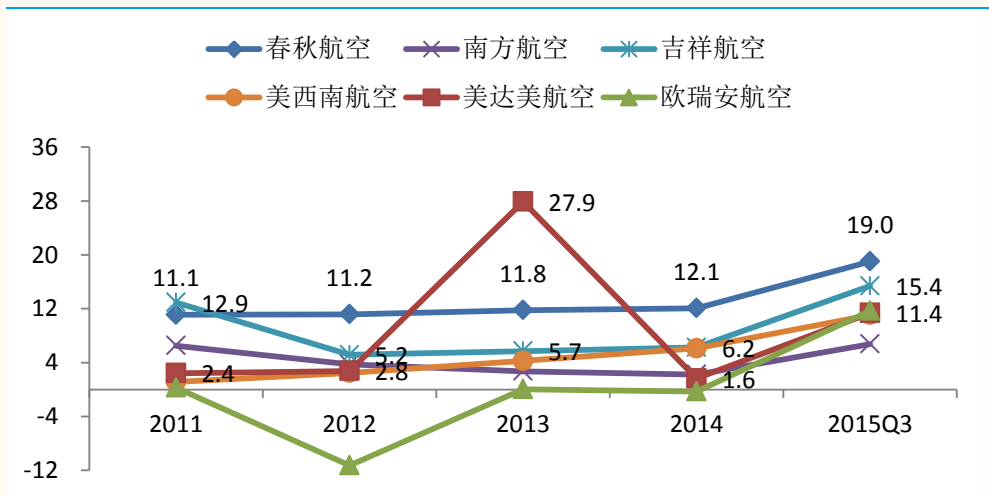
来源: 彭博, 国金证券研究所

春秋航空领跑全球低成本航空公司

高销售净利率成为利润来源的基石

春秋航空销售净利率领跑全球航空市场, 低成本的航空运营模式带来了公司的盈利效率提升。过去四年春秋航空销售净利率保持在 11% 以上, 同以上海为基地的吉祥航空销售净利率为 6% 左右。春秋航空销售净利率高于作为全球低成本航空公司代表的美国西南航空和欧洲瑞安航空 6 个百分点, 同时也高于作为全球枢纽航空代表的美国达美航空。2015 年 3 季报显示春秋航空销售净利率为 19.1%, 继续领跑全球航空业。通过低成本、高客座率的高效盈利模式是公司保持高净利率的基石。

图表 15: 2011-2015 年春秋航空与全球航空公司销售净利率 (%)



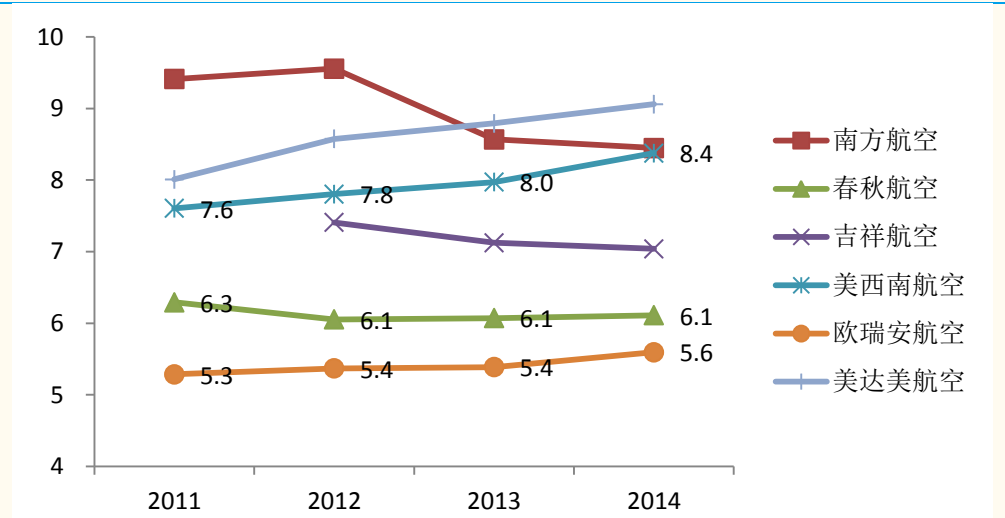
来源: 国金证券研究所

收入增长抗波动性强于全球其他低成本航空公司

春秋航空面对传统枢纽航空公司竞争依然能够保持显著增长。2013 年全球航空

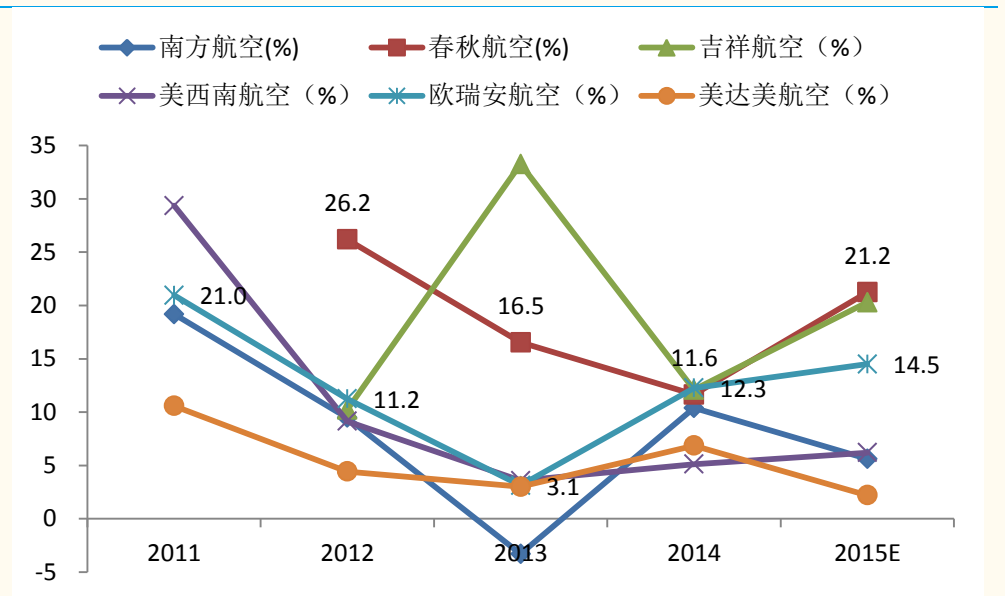
业遇冷，我国三大航的营业收入呈现负增长，美国西南航空和欧洲瑞安航空增长率为 3%左右，而春秋航空当年营业收入增长率达到 16.5%，显著高于行业增长 15 个百分点，其单位座公里收入也几乎保持不变。春秋低票价显示出较强的竞争力和抗周期波动性。春秋快速的机队航线网络快速扩张使它能够抓住我国低成本空业发展的重要机遇期。

图表 16: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司单位座公里收入 (美分/座公里)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17: 2011-2015 春秋航空与全球航空公司营业收入增长率 (%)



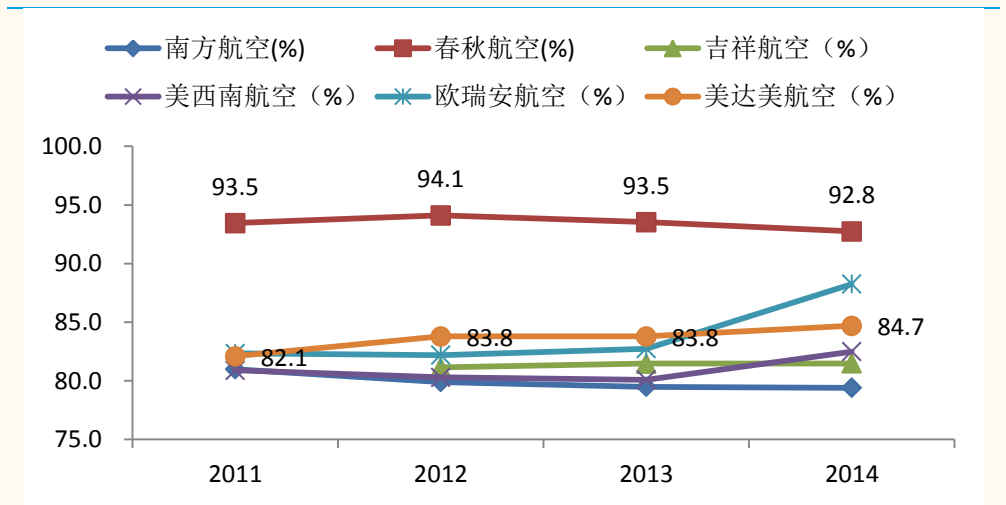
来源：公司公告，国金证券研究所

高客座率保障运营效率，成为全球低成本航空公司典范

受到票价和包机包座模式影响，春秋航空的高客座率在全球具有显著代表性。中国民航全行业客座率在 81%上下浮动，其中三大航客座率略低于行业客座率。在枢纽航空方面，美国达美航空 2014 年客座率为 84.7%；全球低成本航空方面，欧洲瑞安航空和美国西南航空除 2015 年外均低于 84%，而春秋航空过去四年平均客座率在 92.7%以上，高于全球各类航空公司 10 个百分点。预计未

来两年春秋航空客座率能够维持在 92%以上，继续以高效率运营。

图表 18: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司客座率



来源：民航行业发展统计公报，国金证券研究所

春秋航空利润及 EPS 对于票价和油价的敏感性分析

国内票价和油价的敏感性分析

图表 19: 春秋航空 2016 年国内票价和国际油价敏感性分析

假设条件	2016 国际航线	2015 国内航线	2016 港澳台航线
单位 RPK 收益 (元)	0.44	0.355	0.42
RPK (万座公里)	838480	1709393	108351
客座率 (%)	0.87	0.96	0.92
ASK (万座公里)	963770	1789940	118417
主营及辅助成本	280934	473684	
货运收入	11253		
敏感性分析变量	2016 年航油成本增长率	2016 年国内票价 (单位 RPK) 增长率	

国内票价增长率 净利润(亿元) 油价总成本增长率	-3%	-2%	-1%	1%	2%	3%
-10%	20.85	21.46	22.06	23.28	23.88	24.49
-5%	19.43	20.04	20.64	21.86	22.46	23.07
5%	16.60	17.20	17.81	19.02	19.63	20.24
10%	15.18	15.78	16.39	17.60	18.21	18.82
15%	13.76	14.37	14.97	16.19	16.79	17.40
20%	12.34	12.95	13.56	14.77	15.38	15.98

国内票价增长率 EPS 油价总成本增长率	-3%	-2%	-1%	1%	2%	3%
-10%	2.61	2.68	2.76	2.91	2.99	3.06
-5%	2.43	2.50	2.58	2.73	2.81	2.88
5%	2.07	2.15	2.23	2.38	2.45	2.53
10%	1.90	1.97	2.05	2.20	2.28	2.35
15%	1.72	1.80	1.87	2.02	2.10	2.18
20%	1.54	1.62	1.69	1.85	1.92	2.00

来源：国金证券研究所

敏感性分析的假设条件符合公司 2016 全年计划。2016 年春秋航空将引进 11 架飞机，使得公司总飞机架次达到 66 架，增速达到 20%，假设中 2016 年公司 ASK 增速为 18.3%，与飞机引进增速相吻合。2015 年春秋航空国内全年客座率达到 94.8%，考虑到 2016 年下半年迪斯尼巨大的提振作用，国内客座率很有可能突破 96%。公司航空货运业务仅占总营业收入的 5%，对于公司的影响不大。

从敏感性分析的单变量角度来看，油价依然是影响公司盈利的一个主要因素。2014 年航油成本占公司总营业成本 41.7%，预计 2015 年由于国际油价下跌，航油成本占总成本比重略低于 40%。目前国际油价在 30 美元徘徊，市场上的一致预期是 2016 年平均油价最有可能落入的区间是 25 美元-40 美元，即对于公司航油总成本的影响区间为下降 10%至上升 20%。在票价不变的情况下，2016 年春秋航空航油总成本下降 10%与增长 20%将影响公司净利润 8 亿人民币左右，最差与最好情形对于公司 EPS 的影响为 1 元/股。

对于 2016 年国内票价，由于 1 月份和春运期间国际油价大幅下跌，公司从油价波动中获取巨额成本缩减的优势，并没有在春运期间大幅提高票价。预计公司未来国内票价增长区间为-3%至 3%。在油价不变的情况下，票价的提高和降低将影响春秋航空 3.5 亿元净利润差额，最差与最好情况对于 EPS 的影响为 0.5 元/股左右。考虑到 2016 年下半年迪斯尼开园，国内票价基本可以确定将落入增长 1%以上的区间，这将对公司净利润带来 3.5 亿元的巨大提升。

从双变量敏感性分析来看，如果 2016 年公司国内票价由于价格战等原因降低 3%

同时航油成本也提升 20%，公司依然可以保证 13 亿元左右的净利润，EPS 为 1.54 元每股。对于最好情况，公司净利润将达到 24.5 亿元，EPS 为 3 元/股。根据公司 2015 年的业绩预测公告可知，公司 2015 年全年净利润将增长 50%-60%，即大致 13.2 亿元的净利润。

在表格列出的 36 个敏感性情形中，有 14 个情形的净利润超过 13.2 亿元的 1.5 倍，有 28 个情形的净利润超过 13.2 亿元的 1.2 倍，即双变量敏感性分析显示：在给定的假设条件下，公司 2016 年将有 40% 的概率继续保持完成 50% 及以上的净利润增长，有 64% 的概率继续保持完成 20% 以上净利润增长。当然，这还是在油价的每种情形是“等可能”基础上进行的概率计算，而前面分析已知今年油价几乎不可能增长超过 10%，因此春秋航空今年净利润继续爆发增长的可能性非常大。

国际票价和油价的敏感性分析

从单变量的角度来看，在固定油价总成本不变的条件下，票价变化的最坏和最好情形对于净利润影响差为 2.2 亿元左右。对于每个可能的油价增长率，公司国际票价增速变化对于公司净利润的影响小于国内票价的变化影响。原因在于国内航线收入占公司总营业收入的 63%，国际航线为 27%，因此国内航线的票价对于公司是更重要的变量。

2016 年 1 月份和春运期间，日本 ASK 运力同比增长 170%，在运力供给大幅提高的情况下毛利率仅下降 3-4 个百分点。泰国 ASK 同比增长 200%，毛利率与去年同期相近，仅下降 1-2 个百分点，可见目前市场对于春秋航空国际航线的需求依然十分旺盛，考虑到由于迪斯尼公司将抽调部分国际航线到国内，国际供给未来将会下降，预计 2016 年国际航线的票价上升 3% 的可能性非常大，对于 EPS 将有 0.3 元/股的提振。

从双变量敏感性分析来看，在国内票价与其他情况不变的条件下，最差情形即国际航线遇冷使票价降低 3% 同时航油总成本增长 20%，春秋航空净利润依然可以达到 13 亿元左右的净利润，EPS 为 1.6 元/股。面对目前日韩和泰国游的热潮，预计 2016 年公司在国际航线将保持客流量增速。

同时目前春秋航空在国际线上的票价与三大航相比低 30% 左右，与国际低成本航空公司相比低 10% 左右，2016 年国际航线票价维持和提价的可能性远高于降价，最好情形 EPS 高于最差情形（即左上角和右上角）1.3 元/股的利润，可以说下有保底，上有空间。

图表 20: 春秋航空 2016 年国际票价和国际油价敏感性分析

假设条件		2015 国际航线	0.44
单位 RPK 收益 (元)	2016 国内航线	0.355	
	2016 港澳台航线	0.42	
	2016 国际航线	838480	
RPK (万座公里)	2016 国内航线	1709393	
	2016 港澳台航线	108351	
	2016 国际航线	0.87	
客座率 (%)	2016 国内航线	0.96	
	2016 港澳台航线	0.92	
	2016 国际航线	963770	
ASK (万座公里)	2016 国内航线	1789940	
	2016 港澳台航线	118417	
	2015 年航油成本 (万元)	280934	
主营及辅助成本	2016 年除航油成本外其他主营业务成本及辅助业务成本和 (万元)	473684	
	货运收入	2016 年货运收入 (万元)	11253
敏感性分析变量	增速 (%)	2016 年航油成本增长率	
		2016 年国际票价 (单位 RPK) 增长率	

国际票价增长	净利润 (亿元)					
油价总成本增长	-3%	-2%	-1%	1%	2%	3%
-10%	21.56	21.93	22.30	23.04	23.41	23.78
-5%	20.14	20.51	20.88	21.62	21.99	22.36
5%	17.31	17.68	18.05	18.78	19.15	19.52
10%	15.89	16.26	16.63	17.37	17.74	18.10
15%	14.47	14.84	15.21	15.95	16.32	16.69
20%	13.06	13.42	13.79	14.53	14.90	15.27

国际票价增长	EPS					
油价总成本增长	-3%	-2%	-1%	1%	2%	3%
-10%	2.70	2.74	2.79	2.88	2.93	2.97
-5%	2.52	2.56	2.61	2.70	2.75	2.79
5%	2.16	2.21	2.26	2.35	2.39	2.44
10%	1.99	2.03	2.08	2.17	2.22	2.26
15%	1.81	1.86	1.90	1.99	2.04	2.09
20%	1.63	1.68	1.72	1.82	1.86	1.91

来源: 国金证券研究所

盈利预测及公司估值

假设飞机机队按照引进计划扩增

春秋航空在未来加速进行机队扩张与航线网络构建，快速扩张机队使春秋航空在未来进一步发挥低成本规模优势的基础上，布局建设深圳基地和日韩泰国等国际航线网络。2015 年底春秋航空拥有共计 55 架飞机，公司计划 2016、2017 两年机队将扩张至 66、80 架，增长率分别为 20.0%、21.2%。

假设总 ASK 增速与飞机投放增速相当，客座率基本平稳

春秋航空 2016 年将净增长 11 架飞机，机队增速为 20.0%，预计公司 2016 年总 ASK 增速与飞机投放速度相当，达到 18.3%。预计 60% 运力投在国内市场，40% 投在国际市场，上半年公司运力重点在国际航线中的泰国和日本，下半年公司将抽调部分国际航线运力至上海基地来迎接迪斯尼开园。2015 年日韩出境游爆发增长，公司国际航线 ASK 增速达到 160%。国际运力中一半运力在东南亚，一半在日韩。韩国首尔时刻安排已经比较密集，航班毛利达到 40%；日本航线毛利为 28%。

随着迪斯尼客流在 2017 年不断稳定吸引更多游客，预计 2017 年国内航线 ASK 进一步增长至 8%。作为低成本航空公司的领军者，春秋航空客座率一直稳定保持在 94% 左右。2015 年日韩东南亚等出境游热潮使国际航线客座率提高 5 个百分点，预计未来国际航线客座率依然能够保持 89% 左右。2016 年国内客座率受迪斯尼提振，将增长 1 个百分点达到 96%。

根据敏感性分析，假设票价增长 1%，油价增长 5%

前文已分析在迪斯尼价量齐飞和国际油价既有走势下，票价增长 1%，油价增长 5% 是最有可能的情形。敏感性分析在该假设下得出净利润为 19 亿元人民币，本盈利预测与之预测相互印证。预计 2016 年净利润为 19.1 亿元，增长为 44% 左右。

图表 21：春秋航空 ASK, RPK 及盈利预测表

收入单位：万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
机队规模	27	32	39	46	55	66	80
增速		18.5%	21.9%	17.9%	19.6%	20.0%	21.2%
营业收入	446,306	563,172	656,344	732,761	879,047	1,041,073	1,319,137
增速		26.2%	16.5%	11.6%	20.0%	18.4%	26.7%
收入客公里 RPK	1,026,072	1,398,430	1,649,409	1,826,998	2,257,803	2,656,224	3,256,212
国际航线	10,825	41,260	137,457	215,420	565,412	838,480	1,286,633
国内航线	952,138	1,275,013	1,404,863	1,513,207	1,589,199	1,709,393	1,855,810
港澳台地区	63,109	82,156	107,089	98,371	103,192	108,351	113,769
可用座位公里 ASK	1,087,493	1,485,947	1,763,364	1,963,029	2,428,133	2,872,127	3,503,128
增速		36.6%	18.7%	11.3%	23.7%	18.3%	22.0%
国际航线	12,946	48,552	154,830	247,121	642,513	963,770	1,445,655
增速		275.0%	218.9%	59.6%	160.0%	50.0%	50.0%
国内航线	1,003,865	1,346,820	1,489,770	1,608,501	1,672,841	1,789,940	1,933,136
增速		34.2%	10.6%	8.0%	4.0%	7.0%	8.0%
港澳台航线	70,682	90,574	118,765	107,407	112,778	118,417	124,337
增速		28.1%	31.1%	-9.6%	5.0%	5.0%	5.0%
客座率	94.4%	94.1%	93.5%	93.1%	93.0%	92.5%	94.7%
国际航线	83.6%	85.0%	88.8%	87.2%	88.0%	87.0%	89.0%

国内航线	94.8%	94.7%	94.3%	94.1%	95.0%	95.5%	96.0%
香港及澳门航线	89.3%	90.7%	90.2%	91.6%	91.5%	91.5%	91.5%
营业成本	390,047	491,740	571,194	624,482	695,362	775,769	964,989
增速		26.1%	16.2%	9.3%	11.4%	11.6%	24.4%
其中：航油成本	180,639	217,905	246,734	260,124	283,535	299,130	397,843
增速		20.6%	13.2%	5.4%	9.0%	5.5%	33.0%
毛利	56,259	71,431	85,150	108,279	183,685	265,304	354,148
毛利率	12.6%	12.7%	13.0%	14.8%	20.9%	25.5%	26.8%
增长率		27.0%	19.2%	27.2%	69.6%	44.4%	33.5%
利润	48,319	62,459	73,223	88,418	132,671	191,286	247,411
销售净利率	10.83%	11.1%	11.2%	12.1%	15.1%	18.4%	18.8%
增长率		29.3%	17.2%	20.8%	50.0%	44.2%	29.3%

来源：国金证券研究所

估值与目标价格

图表 22：低成本航空估值比较

P/E	2015	2016	2017
美西南航	18.7	17.5	23.0
瑞安航空	31.2	29.5	28.2
春秋航空	25.4	17.6	13.6

来源：国金证券研究所

经计算，2015 年美西南航空 PE 倍数为 18.7，欧洲瑞安航空的 PE 倍数为 31.2。春秋航空成长前景要远大于美西南航空和瑞安航空。中国目前出境游处于爆发起始阶段，借力上海迪斯尼，凭借其独具特色的低成本航空旅游模式，其快速成长的前景理应享受更高的估值溢价。给予春秋航空 2016 年 23x PE，目标价格为 56 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	5,632	6,563	7,328	8,790	10,411	13,191	货币资金	1,634	1,475	2,400	5,463	7,704	9,132
增长率		16.5%	11.6%	20.0%	18.4%	26.7%	应收款项	186	223	268	320	376	463
主营业务成本	-4,917	-5,712	-6,245	-6,954	-7,758	-9,650	存货	38	42	43	48	53	66
%销售收入	87.3%	87.0%	85.2%	79.1%	74.5%	73.2%	其他流动资产	181	177	211	233	258	318
毛利	714	851	1,083	1,837	2,653	3,541	流动资产	2,040	1,916	2,922	6,064	8,392	9,979
%销售收入	12.7%	13.0%	14.8%	20.9%	25.5%	26.8%	%总资产	29.1%	25.0%	25.9%	36.6%	38.3%	37.6%
营业税金及附加	-23	-14	-15	-18	-22	-28	长期投资	30	98	110	120	130	140
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	3,849	4,349	6,884	9,086	12,076	15,069
营业费用	-119	-153	-184	-220	-239	-277	%总资产	55.0%	56.8%	61.1%	54.9%	55.1%	56.8%
%销售收入	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.3%	2.1%	无形资产	350	351	417	363	372	380
管理费用	-140	-149	-163	-202	-229	-264	非流动资产	4,962	5,735	8,340	10,490	13,508	16,529
%销售收入	2.5%	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%	%总资产	70.9%	75.0%	74.1%	63.4%	61.7%	62.4%
息税前利润 (EBIT)	432	536	720	1,396	2,163	2,973	资产总计	7,001	7,651	11,261	16,553	21,900	26,508
%销售收入	7.7%	8.2%	9.8%	15.9%	20.8%	22.5%	短期借款	804	700	2,789	5,524	5,391	6,035
财务费用	-113	-81	-98	-222	-336	-493	应付款项	621	1,026	1,003	1,112	1,292	1,627
%销售收入	2.0%	1.2%	1.3%	2.5%	3.2%	3.7%	其他流动负债	349	501	425	543	624	775
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	1,774	2,228	4,217	7,179	7,308	8,437
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,431	1,961	2,329	3,329	4,329	5,329
投资收益	-10	-22	-81	-90	-30	-10	其他长期负债	723	719	1,162	1,180	3,500	3,520
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	4,928	4,908	7,708	11,688	15,137	17,286
营业利润	309	433	540	1,084	1,797	2,470	普通股股东权益	2,073	2,743	3,553	4,865	6,763	9,222
营业利润率	5.5%	6.6%	7.4%	12.3%	17.3%	18.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	533	554	675	673	754	829	负债股东权益合计	7,001	7,651	11,261	16,553	21,900	26,508
税前利润	843	987	1,216	1,757	2,550	3,299	比率分析						
利润率	15.0%	15.0%	16.6%	20.0%	24.5%	25.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-218	-255	-332	-431	-638	-825	每股指标						
所得税率	25.9%	25.8%	27.3%	24.5%	25.0%	25.0%	每股收益	2.082	2.441	2.947	1.658	2.391	3.093
净利润	625	732	884	1,327	1,913	2,474	每股净资产	6.911	9.143	11.844	16.217	22.543	30.740
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.947	5.121	3.588	5.167	7.811	10.892
归属于母公司的净利润	625	732	884	1,327	1,913	2,474	每股股利	0.000	0.000	0.240	0.050	0.050	0.050
净利率	11.1%	11.2%	12.1%	15.1%	18.4%	18.8%	回报率						
							净资产收益率	30.13%	26.69%	24.88%	27.27%	28.28%	26.83%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.92%	9.57%	7.85%	8.01%	8.73%	9.33%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	6.04%	7.35%	6.03%	7.69%	8.64%	9.74%
净利润	625	732	884	1,327	1,913	2,474	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	26.19%	16.54%	11.64%	19.96%	18.43%	26.71%
非现金支出	244	302	337	399	545	742	EBIT 增长率	110.29%	23.92%	34.34%	94.05%	54.87%	37.46%
非经营收益	69	61	131	-309	-289	-275	净利润增长率	29.26%	17.23%	20.75%	50.05%	44.18%	29.34%
营运资金变动	-54	442	-275	134	174	327	总资产增长率	44.58%	9.29%	47.18%	46.99%	32.30%	21.04%
经营活动现金净流	884	1,536	1,076	1,550	2,343	3,268	资产管理能力						
资本开支	-1,136	-713	-2,446	-1,869	-2,800	-2,924	应收账款周转天数	2.1	2.7	3.4	3.7	4.1	4.5
投资	-40	-89	-93	-10	-10	-10	存货周转天数	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
其他	-9	-29	135	-90	-30	-10	应付账款周转天数	13.1	13.7	12.2	12.2	12.2	12.2
投资活动现金净流	-1,185	-832	-2,404	-1,969	-2,840	-2,944	固定资产周转天数	219.9	211.3	217.8	248.1	288.6	284.7
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	1,147	-544	2,369	3,763	3,187	1,663	净负债/股东权益	77.22%	43.26%	76.50%	69.69%	63.82%	49.14%
其他	43	-276	-123	-281	-450	-559	EBIT 利息保障倍数	3.8	6.6	7.3	6.3	6.4	6.0
筹资活动现金净流	1,190	-820	2,246	3,481	2,737	1,105	资产负债率	70.39%	64.15%	68.45%	70.61%	69.12%	65.21%
现金净流量	889	-115	918	3,063	2,241	1,428							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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。

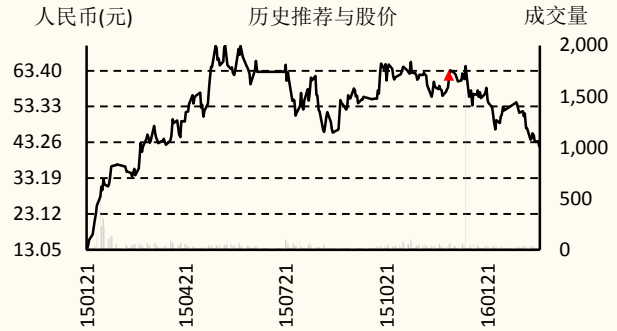
最终评分与平均投资建议对照：

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

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

来源：国金证券研究所



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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

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作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