

## 春秋航空 (601021.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

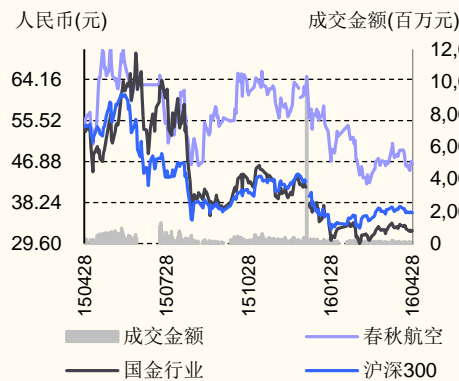
公司点评

市场价格(人民币): 46.38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)	37,104.00
年内股价最高最低(元)	70.49/42.14
沪深300指数	3160.58
上证指数	2945.59



## 相关报告

1. 《低成本航空旅游新锐, 彻底穿越周期-春秋航空公司深度研究》, 2016.3.9
2. 《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

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

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

## 航空+旅游带来充沛成长动力, 辅助业务大幅提升

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.947	1.660	2.369	2.874	3.278
每股净资产(元)	11.84	8.17	10.49	13.32	16.55
每股经营性现金流(元)	3.59	2.01	1.85	2.55	2.99
市盈率(倍)	N/A	36.75	19.58	16.14	14.15
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.04	58.04	58.04
净利润增长率(%)	20.75%	50.18%	42.73%	21.31%	14.05%
净资产收益率(%)	24.88%	20.30%	22.58%	21.58%	19.81%
总股本(百万股)	300.00	800.00	800.00	800.00	800.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司公布 2015 年年报。报告期内, 营业收入 80.9 亿元, 同比增长 10.5%, 归属于上市公司股东的净利润, 扣非后净利润分别为 13.3 亿元, 6.5 亿元, 分别同比增长 50.2%, 72.8%。基本每股收益 1.68 元, 同比增长 14.3%。每 10 股拟派现金红利 2.1 元(含税)。
- 公司公布 2016 年一季度报告。报告期内, 营业收入 20.9 亿元, 同比增长 3.5%, 归属于上市公司股东的净利润, 扣非后净利润分别为 3.7 亿元, 2.4 亿元, 分别同比增长 44.2%, 17.3%。基本每股收益 0.46 元, 同比增长 39.4%。

## 评论

- **航空+旅游模式带来充沛成长动力, 出境游带动国际航线收入增长 142%:** 航空出境游处于爆发阶段, 公司控股股东春秋国旅是全国最大的旅行社之一, 航旅平台无缝连接, 打造航空+旅游商业模式。2015 年, 日韩和泰国的出境游热潮带动公司国际航线收入达到 24 亿元, 同比增长 142%, 国际航线的 ASK 同比增长 172%, 客座率为 88.12%, 上升 0.95 个百分点。2015 年, 公司整体 ASK 同比增长 21.7%, RPK 同比增长 12.4%, 客座率为 92.84%, 下降 0.23 个百分点。机队引进节奏略低于市场预期, 2015 年年末为 52 架, 预计今年 5 月, 6 月分别引进 4 架飞机, 下半年增加 6 架飞机, 年底将达到 66 架。
- **人均辅助收入同比增长 36%, 一季度国际航线客座率小幅下降:** 公司继续保持低成本航空的竞争优势。2015 年辅助业务收入达到 6.42 亿元, 较去年增长 55%, 人均辅助业务收入较 2014 年提升 36%, 达到 49 元/人, 持续为公司提供利润增长点。人机比下降到 84.4:1。除包机包座业务以外的销售渠道占比中, 电子商务直销占比接近 70%, 单位销售费用, 比 A 股航空公司的平均值低 70%。公司加大日本和泰国等地区运力投入, 日本春秋航空公司已开通成田飞往重庆和武汉的航班, 1-3 月份国际航线 ASK 同比增长 103%。由于一季度全民航国际航线 ASK 同比增长 30%, 国际航线票价与客座率承压, 公司国际航线客座率 1-3 月份为 90.75%, 同比下降 1.04%。
- **航油成本下降贡献业绩, 汇率波动影响较小:** 2015 年, 公司的航油成本同

比减少了 25.4%，金额下降约 6.6 亿元，对成本的占比从 2014 年的 42% 下降到 2015 年的 30%，单位航油成本同比下降 38.7%。今年一季度新加坡航空煤油均价下跌约 38%，国内航空煤油出厂价下跌约 35%，成本端继续改善。2015 年人民币对美元贬值近 6%，公司汇兑损失为 7900 万元，影响较小。以 2015 年底情况分析，如果人民币对美元贬值 5%，公司净利润减少 7600 万元，如果人民币对日元贬值 5%，公司净利润减少 9600 万元。

- **迪斯尼即将开园，增量需求将拉动存量票价：**上海迪斯尼将于 6 月 16 日正式开园。门票销售火爆，开园后的头几天门票被迅速“秒杀”，半小时内度假区官方网站点击量超过 500 万。由于限流影响，预计第一年为 1000 万人次，中期可达 3000 万人次，未来航空旅客增量将在 500-800 万人次之间，增量比例约为 6%-10%。更重要的是，增量客流能平滑淡季影响，并带动存量票价上涨，公司客座率保持高位，而票价显著低于三大航，票价具备弹性。

### 投资建议

- 公司作为低成本航空领军者，航空+旅游模式带来充沛成长动力，受益于出境游与迪斯尼。预计 2016-2018 年的 EPS 为 2.37 元、2.87 元、3.28 元，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 经济放缓拖累民航需求，油价大幅反弹，人民币大幅贬值等。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,563	7,328	8,094	9,812	11,618	14,163	货币资金	1,475	2,400	3,095	3,212	3,527	4,052
增长率		11.6%	10.5%	21.2%	18.4%	21.9%	应收款项	223	268	822	968	1,076	1,110
主营业务成本	-5,712	-6,245	-6,466	-7,691	-9,276	-11,634	存货	42	43	55	63	71	83
%销售收入	87.0%	85.2%	79.9%	78.4%	79.8%	82.1%	其他流动资产	177	211	293	358	375	434
毛利	851	1,083	1,627	2,120	2,342	2,529	流动资产	1,916	2,922	4,264	4,601	5,049	5,679
%销售收入	13.0%	14.8%	20.1%	21.6%	20.2%	17.9%	%总资产	25.0%	25.9%	26.6%	25.4%	25.0%	25.1%
营业税金及附加	-14	-15	-24	-29	-35	-42	长期投资	98	110	95	95	95	95
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	4,349	6,884	10,146	11,883	13,519	15,254
营业费用	-153	-184	-233	-255	-279	-297	%总资产	56.8%	61.1%	63.3%	65.6%	66.8%	67.4%
%销售收入	2.3%	2.5%	2.9%	2.6%	2.4%	2.1%	无形资产	351	417	505	500	504	506
管理费用	-149	-163	-195	-206	-232	-269	非流动资产	5,735	8,340	11,765	13,508	15,178	16,955
%销售收入	2.3%	2.2%	2.4%	2.1%	2.0%	1.9%	%总资产	75.0%	74.1%	73.4%	74.6%	75.0%	74.9%
息税前利润 (EBIT)	536	720	1,175	1,630	1,795	1,920	<b>资产总计</b>	<b>7,651</b>	<b>11,261</b>	<b>16,029</b>	<b>18,109</b>	<b>20,227</b>	<b>22,634</b>
%销售收入	8.2%	9.8%	14.5%	16.6%	15.5%	13.6%	短期借款	700	2,789	2,584	2,616	2,018	1,200
财务费用	-81	-98	-154	-133	-116	-91	应付款项	1,026	1,003	1,845	1,951	2,320	2,847
%销售收入	1.2%	1.3%	1.9%	1.4%	1.0%	0.6%	其他流动负债	501	425	549	693	781	897
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	2,228	4,217	4,979	5,260	5,119	4,944
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,961	2,329	3,354	3,354	3,354	3,354
投资收益	-22	-81	-117	-50	10	20	其他长期负债	719	1,162	1,157	1,100	1,100	1,100
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	0.3%	0.6%	<b>负债</b>	<b>4,908</b>	<b>7,708</b>	<b>9,489</b>	<b>9,714</b>	<b>9,573</b>	<b>9,397</b>
营业利润	433	540	904	1,447	1,689	1,850	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,743</b>	<b>3,553</b>	<b>6,540</b>	<b>8,395</b>	<b>10,654</b>	<b>13,236</b>
营业利润率	6.6%	7.4%	11.2%	14.7%	14.5%	13.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	554	675	900	1,080	1,296	1,556	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,651</b>	<b>11,261</b>	<b>16,029</b>	<b>18,109</b>	<b>20,227</b>	<b>22,634</b>
税前利润	987	1,216	1,804	2,527	2,986	3,405	<b>比率分析</b>						
利润率	15.0%	16.6%	22.3%	25.8%	25.7%	24.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-255	-332	-476	-632	-687	-783	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.8%	27.3%	26.4%	25.0%	23.0%	23.0%	每股收益	2.441	2.947	1.660	2.369	2.874	3.278
净利润	732	884	1,328	1,895	2,299	2,622	每股净资产	9.143	11.844	8.175	10.494	13.318	16.545
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	5.121	3.588	2.013	1.854	2.554	2.994
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>732</b>	<b>884</b>	<b>1,328</b>	<b>1,895</b>	<b>2,299</b>	<b>2,622</b>	每股股利	0.000	0.240	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	11.2%	12.1%	16.4%	19.3%	19.8%	18.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	26.69%	24.88%	20.30%	22.58%	21.58%	19.81%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.57%	7.85%	8.28%	10.47%	11.37%	11.59%
净利润	732	884	1,328	1,895	2,299	2,622	投入资本收益率	7.35%	6.03%	6.92%	8.51%	8.63%	8.31%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	302	337	416	466	570	673	主营业务收入增长率	16.54%	11.64%	10.45%	21.22%	18.41%	21.91%
非经营收益	61	131	207	-869	-1,150	-1,438	EBIT 增长率	23.92%	34.34%	63.34%	38.66%	10.16%	6.94%
营运资金变动	442	-275	-340	-9	324	538	净利润增长率	17.23%	20.75%	50.18%	42.73%	21.31%	14.05%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,536</b>	<b>1,076</b>	<b>1,610</b>	<b>1,483</b>	<b>2,043</b>	<b>2,395</b>	总资产增长率	9.29%	47.18%	42.33%	12.98%	11.70%	11.90%
资本开支	-713	-2,446	-3,188	-1,127	-934	-884	<b>资产管理能力</b>						
投资	-89	-93	-104	0	0	0	应收账款周转天数	2.7	3.4	3.9	4.0	3.8	3.6
其他	-29	135	-100	-50	10	20	存货周转天数	2.6	2.5	2.8	3.0	2.8	2.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-832</b>	<b>-2,404</b>	<b>-3,393</b>	<b>-1,177</b>	<b>-924</b>	<b>-864</b>	应付账款周转天数	13.7	12.2	15.3	15.0	15.0	15.0
股权募资	0	0	1,755	0	0	0	固定资产周转天数	211.3	217.8	264.2	256.5	242.9	220.8
债权募资	-544	2,369	595	-8	-598	-818	<b>偿债能力</b>						
其他	-276	-123	179	-181	-207	-187	净负债/股东权益	43.26%	76.50%	43.48%	32.85%	17.32%	3.79%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-820</b>	<b>2,246</b>	<b>2,528</b>	<b>-188</b>	<b>-804</b>	<b>-1,006</b>	EBIT 利息保障倍数	6.6	7.3	7.6	12.2	15.5	21.2
<b>现金净流量</b>	<b>-115</b>	<b>918</b>	<b>746</b>	<b>117</b>	<b>315</b>	<b>525</b>	资产负债率	64.15%	68.45%	59.20%	53.64%	47.33%	41.52%

来源：公司公告、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

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

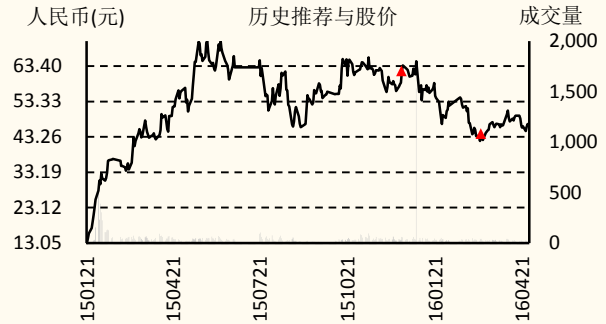
来源：国金证券研究所

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