

春秋航空 (601021.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

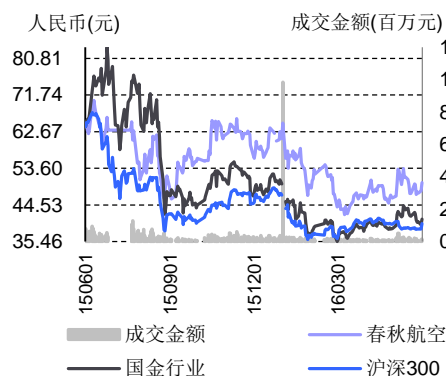
公司研究

市场价格(人民币): 50.07元
 目标价格(人民币): 64.00-65.00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)	40,056.00
年内股价最高最低(元)	70.36/42.14
沪深300指数	3169.56
上证指数	2916.62



低成本航空王者归来

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)	16.99	30.17	21.14	17.42	15.28
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

调研报告

■ 国金交运团队 2016 年 5 月 31 日组织对春秋航空的联合调研, 与公司财务总监、董事会秘书深度沟通, 调研简报如下:

■ 机队引进走上正轨, 6 月份将增加 7 架飞机, 立即执行夏秋季航班: 公司目前 52 架飞机, 其中自购 30 架, 22 架租赁。2016 年将净增 14 架飞机。6 月份将引进 7 架飞机, 7 月份将引进 1 架飞机。目前航班编排、时刻资源和飞行员准备就绪, 将投入暑期航班运营。将有 3 架飞机投放浦东机场, 1 架飞机投放虹桥机场, 1 架泰国(曼谷, 一周四班, 常州—大连, 宁波, 兰州—福州—银川—曼谷), 2 架飞机韩国济州(机组过夜, 石家庄对飞, 串飞乌鲁木齐)。2017 年飞机引进 14 架左右, 每一架飞机配置 11 个飞行员, 飞机来了, 就能飞。公司 2017 年采购飞机中有 5 架自购, 2018 年引进的飞机全是租赁; 2019 年交付 A320NEO 飞机, 包括 A321(240 座), A320(186 座)。在低利率环境下, 购买更便宜; 在高利率环境下, 租赁更合适。

■ 飞行员资源储备充足: 公司目前有 702 位飞行员, 其中 328 位机长, 每架飞机配置 11 个飞行员左右。2016/17/18 年自我培养的正机长分别为了 30/60/80 名, 副驾驶很充沛。最近中国民航总局安全事故症候较多, 几家航空公司被点名批评, 春秋航空受到好评。出于对中国民航安全运营稳定性的考虑, 中国民航总局严格控制飞行员飞行小时。规定飞行员每月平均飞行 61 小时。飞行员平均飞行小时不超过 64 小时成为引进飞机的条件。局方规定飞行员飞行 90 小时/月, 每年不超过 900 飞行小时。

■ 人机比有进一步下降的空间: 公司目前配置 80 人/架飞机, 在国内航空公司中具备竞争优势。像美西南航空, 欧洲瑞安航空人机比在全球有竞争力。欧洲瑞安航空将一线地面服务人员全部外包, 人机比就更低, 春秋航空在上海的地服基本上自己做。公司每架飞机配置 11 个飞行员+22 个机组, 加上签派, 工程维修人员, 每架飞机 40 人, 未来人机比降低空间较大。像新加坡虎航将飞机维修全部打包分发给新航工程, 地服基本外包。公司在外站的维修及地服交给第三方, 按照飞行小时付费。公司的日常维修维护自己做, 公司在浦东机场也将建设自己的维修基地。公司 C 检、D 检大修委托给第三方专业公司。

■ 航线票价暑期将明显提升, 未来日本市场有巨大提升空间: 日本票价在 5 月份有压力, 从目前的订座指数来看, 将好于去年同期, 暑期订座比去年同期

相关报告

1. 《航空+旅游带来充沛成长动力, 辅助业务大幅提升-春秋航空公司点...》, 2016.4.20
2. 《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
3. 《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

高，公司 7-8 月份的票价将明显回升，泰国主要是海岛游，暑期旺季不如日韩。公司国际线占比 45%，国内线占比 55%，未来国际线占比增加到 50%。泰国航线增加多。中日之间的航空旅客未来有巨大提升空间，目前中日旅客流量每年 500 万，未来至少增加到 1500 万，中韩之间目前每年旅客流量在 1000 万人次。日本成田起降费用是韩国 2 倍。上海迪斯尼 6 月 16 日正式开园，迪斯尼目标客户是三口之家，将明显推升公司的票价。公司目前的客座率是 93%，暑期将达到 97%，公司在上海占 11% 份额。春秋国旅的营销揽客能力强大，确保将迪斯尼效应发挥到最大。

- **辅助收入还有翻倍的提升空间：**公司辅助收入 50 元/人；像瑞安航空辅助业务收入 15 欧元/人。未来的酒店、广告、机上 WIFI 业务收入空间大。公司每年的旅客流量 1400 万人次，每个航班平均 2.5 小时。公司未来将在内容制作，目的地旅游，酒店，免税品销售，出租交通方面提升辅助收入水平。公司与合作伙伴进行利润分成；保证收益，超额分成等方式创收。公司每年日本航空旅客运量 120 万人次，机上刷卡和银行分成逐步做起来。
- **在汇率上用美元做了对冲，油价影响较小。**前期日元升值，5 月份有跌回来。公司有 2 架飞机用日元融资的，日元收入不够覆盖汇兑损失。5 月份，美元升值，公司将现金兑换成美元，放在香港。飞机的租金、油料购买都要使用美元。公司在具体时点的现金不低于营收的 20%，以备不时之需。2 季报美元涨上来，美元对冲。从流动比例来看，春秋航空为 0.8，为国内航空最好的。公司对油价敏感度较低，公司单机座位数比竞争对手多 30 个，同时公司的客座率比行业高 13 个百分点，公司单位座公里成本比竞争对手低 40%。如果油价上升到 60 美金/桶，公司燃油附加费可以覆盖燃油成本上涨。

投资建议

- 随着公司飞机运力引进加速，6 月份将来 7 架飞机。公司未来积极打造国内深圳、石家庄等子公司；力争成为东北亚和东南亚低成本航空的王者。上海迪斯尼开园后，公司将明显受益，带动票价的明显提升。

估值

- 按照 2016 年平均油价提升 5%，票价提升 1% 来算，公司 2016 年仍能实现 19 亿元的净利润。预计 2016/17 年 EPS1.85 元和 2.55 元。我们给予公司未来 6-12 个月 64 元目标价位，相当于 2016/17 年 34x PE, 25x PE, 给予“买入”评级。

风险

- 飞机引进受阻。

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	资产总计	7,651	11,261	16,029	18,109	20,227	22,634
%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%	负债	4,908	7,708	9,489	9,714	9,573	9,397
营业利润	433	540	904	1,447	1,689	1,850	普通股股东权益	2,743	3,553	6,540	8,395	10,654	13,236
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	负债股东权益合计	7,651	11,261	16,029	18,109	20,227	22,634
税前利润	987	1,216	1,804	2,527	2,986	3,405	比率分析						
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	每股指标						
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
归属于母公司的净利润	732	884	1,328	1,895	2,299	2,622	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%	回报率						
							净资产收益率	26.69%	24.88%	20.30%	22.58%	21.58%	19.81%
							总资产收益率	9.57%	7.85%	8.28%	10.47%	11.37%	11.59%
							投入资本收益率	7.35%	6.03%	6.92%	8.51%	8.63%	8.31%
							增长率						
							主营业务收入增长率	16.54%	11.64%	10.45%	21.22%	18.41%	21.91%
							EBIT 增长率	23.92%	34.34%	63.34%	38.66%	10.16%	6.94%
							净利润增长率	17.23%	20.75%	50.18%	42.73%	21.31%	14.05%
							总资产增长率	9.29%	47.18%	42.33%	12.98%	11.70%	11.90%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.7	3.4	3.9	4.0	3.8	3.6
							存货周转天数	2.6	2.5	2.8	3.0	2.8	2.6
							应付账款周转天数	13.7	12.2	15.3	15.0	15.0	15.0
							固定资产周转天数	211.3	217.8	264.2	256.5	242.9	220.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	43.26%	76.50%	43.48%	32.85%	17.32%	3.79%
							EBIT 利息保障倍数	6.6	7.3	7.6	12.2	15.5	21.2
							资产负债率	64.15%	68.45%	59.20%	53.64%	47.33%	41.52%

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

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

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