安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 07 月 15 日

公司快报

证券研究报告

航空

春秋航空（601021.SH）

新运力到位，高增长重启

■**事件：**春秋航空公布 2016 年 6 月营运数据，公司实现 RPK18.86 亿人公里（+9.64%），其中国内航线 RPK11.81 亿人公里（-2.11%），国际航线 RPK6.29 亿人公里（+42.40%）；公司投入 ASK20.29 亿座公里（+10.34%），其中国内航线 ASK12.46 亿座公里(-1.92%)，国际航线 ASK7.05 亿座公里(+43.09%)；整体客座率 92.94%(-0.60pts)，其中国内航线客座率 94.83%（-0.18pts），国际航线客座率 89.34%（-0.43pts）。

■**点评：**2016 年 6 月 29 日，春秋航空迎来第 60 架 186 座 A320 飞机。两周之内 8 架新飞机陆续到位，标志着此前最大的不利因素——运力饱和问题得以解决，高增长轨道重新开启。公司下半年还将引进 6 架 A320 系列飞机（已拿到批文），年底机队规模将达到 66 架，预计全年运力同比增加约 18%。

暑期档打响，春秋航空计划在上海、石家庄、曼谷、济州等基地新增 20 余条国内、国际航线，并加密现有航线。近期新增 8 架飞机，将有 3 架投放浦东机场，1 架投放虹桥机场，1 架石家庄，2 架济州，1 架曼谷，国内国际投放比例较为均衡。

上海迪斯尼于 6 月 16 日正式开园，我们预期迪斯尼年旅客量 1500 万人，假设 15%的旅客选择航空出行，考虑春秋航空在上海两场的市占率约 10%，我们预期下半年迪斯尼将增厚公司 2016 年净利润 5.6%。

■**投资建议：**预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 2.29 元和 3.26 元，成长性突出；给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 68.70 元，相当于 2016 年 30x 的动态市盈率。

■**风险提示：**恶劣天气影响，航空业需求不及预期，油价大幅上涨，人民币大幅贬值等

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	7,327.6	8,093.7	9,449.4	11,811.7	14,977.2
净利润	884.2	1,327.9	1,835.3	2,609.6	3,643.2
每股收益(元)	1.11	1.66	2.29	3.26	4.55
每股净资产(元)	4.44	8.17	10.29	13.21	17.29

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	42.5	28.3	20.5	14.4	10.3
市净率(倍)	10.6	5.7	4.6	3.6	2.7
净利润率	12.1%	16.4%	19.4%	22.1%	24.3%
净资产收益率	24.9%	20.3%	22.3%	24.7%	26.3%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%
ROIC	17.3%	15.6%	14.4%	18.3%	25.3%

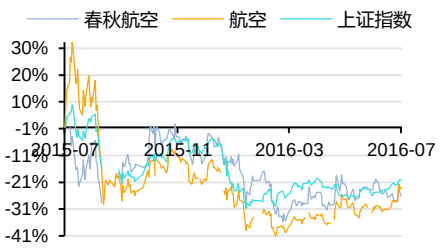
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	68.70 元
股价（2016-07-15）	48.15 元

交易数据

总市值（百万元）	38,520.00
流通市值(百万元)	9,630.00
总股本（百万股）	800.00
流通股本(百万股)	200.00
12 个月价格区间	42.14/130.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.77	-0.99	-4.3
绝对收益	-6.3	-1.9	-26.18

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080002
jiangming@essence.com.cn
021-35082325

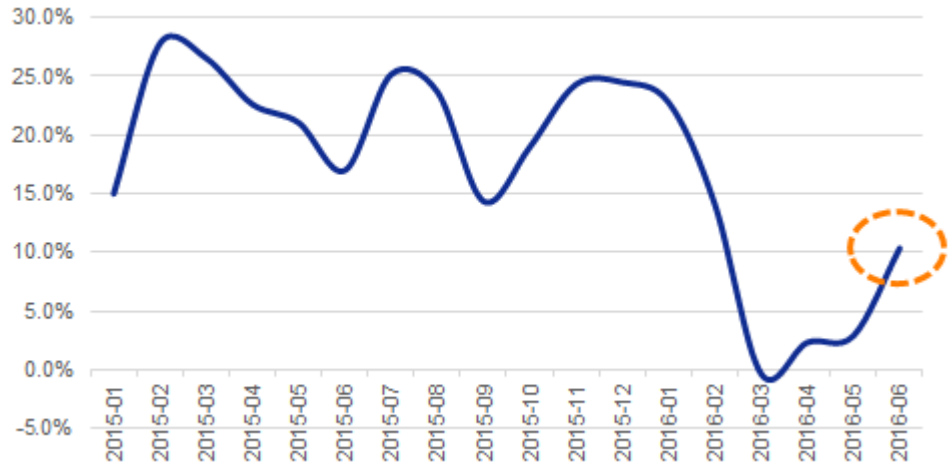
胡光怿 报告联系人
hugy@essence.com.cn

相关报告

春秋航空：安信春秋航空订单点评：60 架飞机订单落地，布局低成本航空市场	2015-12-04
春秋航空：春秋航空 15 年中报点评：国际航线业务大增，辅助收入成新亮点	2015-08-24

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 1：春秋航空 6 月 ASK 增速重回两位数



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：春秋航空当前执管飞机

机型	合计	飞机编号									
A320-200	60	1627	1628	1656	1657	1670	1671	1672	1807	1839	1840
		1892	1893	1895	1896	6301	6309	6310	6561	6562	6612
		6645	6646	6667	6705	6706	6707	6708	6751	6752	6820
		6821	6840	6841	6851	6852	6862	6863	6902	6931	6932
		6970	6971	6972	8000	8012	8247	8248	8327	8346	8347
		8370	8371	8427	8435	8436	9920	9928	9940	9965	9986

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

表 2：春秋航空近期新增航线

上海-乌鲁木齐	**石家庄-桂林**
开航时间：2016年7月1日	开航时间：2016年6月25日
上海-敦煌	**石家庄-贵阳**
开航时间：2016年6月24日	开航时间：2016年7月1日
上海-满洲里	**石家庄-扬州**
开航时间：2016年6月25日	开航时间：2016年7月3日
上海-长白山	**石家庄-沈阳**
开航时间：2016年6月18日	开航时间：2016年6月24日
上海-张掖	**石家庄-普吉**
开航时间：2016年6月24日	开航时间：2016年7月3日
沈阳-桂林	**常州-曼谷**
开航时间：2016年6月25日	开航时间：2016年7月1日
大连-常州	**扬州-济州岛**
开航时间：2016年7月1日	开航时间：2016年6月24日
宁波-曼谷	**扬州-普吉**
开航时间：2016年7月1日	开航时间：2016年7月3日
大连-曼谷	
开航时间：2016年7月1日	

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,327.6	8,093.7	9,449.4	11,811.7	14,977.2
减:营业成本	6,244.8	6,466.4	7,370.5	9,059.6	11,262.9
营业税费	15.2	24.1	22.4	29.3	39.1
销售费用	184.5	233.1	243.3	271.9	308.3
管理费用	163.5	194.6	217.7	260.8	316.9
财务费用	98.4	154.5	125.0	70.0	40.0
资产减值损失	-	-	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-80.7	-117.3	-73.4	-10.3	-1.4
营业利润	540.5	903.7	1,397.0	2,109.8	3,008.7
加:营业外净收支	675.4	900.3	1,050.1	1,369.6	1,848.9
利润总额	1,215.9	1,804.0	2,447.1	3,479.4	4,857.6
减:所得税	331.7	476.2	611.8	869.9	1,214.4
净利润	884.2	1,327.9	1,835.3	2,609.6	3,643.2

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,399.9	3,094.5	755.9	1,044.9	3,311.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	266.1	822.3	7.4	1,130.3	460.3
应收票据	1.8	-	1.5	1.0	1.9
预付帐款	194.7	261.2	191.1	383.2	349.8
存货	42.8	55.0	49.8	79.6	84.1
其他流动资产	16.5	31.4	18.7	22.2	24.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	110.3	95.3	95.3	95.3	95.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4,371.8	5,858.4	6,592.3	7,313.6	8,203.9
在建工程	2,512.1	4,287.6	4,287.6	4,287.6	4,287.6
无形资产	54.3	63.0	60.4	57.7	55.1
其他非流动资产	1,291.1	1,460.3	1,361.3	1,327.4	1,299.0
资产总额	11,261.5	16,029.0	13,421.2	15,742.9	18,172.6
短期债务	2,045.5	1,561.1	2,108.0	-	-
应付帐款	324.1	489.8	336.8	694.1	626.7
应付票据	-	-	123.5	61.6	52.4
其他流动负债	1,847.5	2,927.8	1,608.8	3,308.5	2,564.5
长期借款	2,329.1	3,353.5	-	-	-
其他非流动负债	1,162.0	1,156.9	1,012.8	1,110.6	1,093.4
负债总额	7,708.2	9,489.2	5,189.9	5,174.7	4,336.9
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	300.0	800.0	800.0	800.0	800.0
留存收益	3,253.3	5,739.8	7,431.3	9,768.2	13,035.7
股东权益	3,553.3	6,539.8	8,231.3	10,568.2	13,835.7

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	11.6%	10.5%	16.8%	25.0%	26.8%
营业利润增长率	24.9%	67.2%	54.6%	51.0%	42.6%
净利润增长率	20.8%	50.2%	38.2%	42.2%	39.6%
EBITDA 增长率	20.1%	52.1%	28.5%	43.5%	36.9%
EBIT 增长率	24.4%	65.6%	43.8%	43.2%	39.9%
NOPLAT 增长率	21.9%	67.6%	46.6%	43.2%	39.9%
投资资本增长率	85.0%	59.1%	12.9%	0.9%	11.7%
净资产增长率	29.5%	84.0%	25.9%	28.4%	30.9%
利润率					
毛利率	14.8%	20.1%	22.0%	23.3%	24.8%
营业利润率	7.4%	11.2%	14.8%	17.9%	20.1%
净利润率	12.1%	16.4%	19.4%	22.1%	24.3%
EBITDA/营业收入	12.9%	17.7%	19.5%	22.4%	24.2%
EBIT/营业收入	8.7%	13.1%	16.1%	18.5%	20.4%
运营效率					
固定资产周转天数	201	228	237	212	186
流动营业资本周转天数	-49	-47	-44	-41	-37
流动资产周转天数	119	160	101	56	83
应收帐款周转天数	12	24	16	17	19
存货周转天数	2	2	2	2	2
总资产周转天数	465	607	561	444	408
投资资本周转天数	188	287	321	274	230
投资回报率					
ROE	24.9%	20.3%	22.3%	24.7%	26.3%
ROA	7.9%	8.3%	13.7%	16.6%	20.0%
ROIC	17.3%	15.6%	14.4%	18.3%	25.3%
费用率					
销售费用率	2.5%	2.9%	2.6%	2.3%	2.1%
管理费用率	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
财务费用率	1.3%	1.9%	1.3%	0.6%	0.3%
三费/营业收入	6.1%	7.2%	6.2%	5.1%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	68.4%	59.2%	38.7%	32.9%	23.9%
负债权益比	216.9%	145.1%	63.1%	49.0%	31.3%
流动比率	0.69	0.86	0.25	0.65	1.30
速动比率	0.68	0.85	0.23	0.64	1.28
利息保障倍数	6.49	6.85	12.18	31.14	76.22
分红指标					
DPS(元)	0.12	0.21	0.18	0.34	0.47
分红比率	10.9%	12.7%	7.8%	10.4%	10.3%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	884.2	1,327.9	1,835.3	2,609.6	3,643.2
加:折旧和摊销	336.8	415.7	323.2	467.9	575.1
资产减值准备	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	69.9	129.2	125.0	70.0	40.0
投资损失	80.7	117.3	73.4	10.3	1.4
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	90.8	-325.2	-194.5	673.6	-142.5
经营活动产生现金流量	1,076.4	1,610.3	2,162.4	3,831.3	4,117.3
投资活动产生现金流量	-2,404.2	-3,392.6	-1,127.9	-1,196.9	-1,464.2
融资活动产生现金流量	2,243.6	2,434.9	-3,373.1	-2,345.5	-386.6

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	1.11	1.66	2.29	3.26	4.55
BVPS(元)	4.44	8.17	10.29	13.21	17.29
PE(X)	42.5	28.3	20.5	14.4	10.3
PB(X)	10.6	5.7	4.6	3.6	2.7
P/FCF	35.7	-47.3	-16.4	71.2	14.4
P/S	5.1	4.6	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	-	35.0	20.8	13.6	9.3
CAGR(%)	43.4%	40.0%	35.8%	43.4%	40.0%
PEG	1.0	0.7	0.6	0.3	0.3
ROIC/WACC	1.7	1.6	1.4	1.8	2.5
REP	-	4.0	3.0	2.2	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

姜明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。