

均衡发展，重回高成长通道

■事件：春秋航空公布2016年7月营运数据，公司实现 RPK23.64 亿人公里 (+17.87%)，其中国内航线 RPK14.85 亿人公里 (+7.05%)，国际航线 RPK8.00 亿人公里 (+46.76%)；公司投入 ASK25.19 亿座公里 (+18.52%)，其中国内航线 ASK15.57 亿座公里 (+7.61%)，国际航线 ASK8.78 亿座公里 (+46.46%)；整体客座率 93.86% (-0.52pts)，其中国内航线客座率 95.39% (-0.49pts)，国际航线客座率 91.04% (+0.18pts)。

■点评：今年上半年受制于运力增长的限制，运力同比增长 8-10%，直到 6 月下旬，8 架飞机陆续开始交付。从整体战略上来看，春秋航空上半年主要的运力增长在国际线上。截至 6 月底，泰国航线的运力超过 17%，在国际航线中占比最高；日本次之，占 13% 左右。新增 8 架飞机使得 7 月运力环比增长 24.1%，公司重回高成长通道，其中 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。

从公司披露的经营计划看，下半年在国际市场将延续泰国的增量（国内二三线城市飞往曼谷），同时继续开辟东南亚航点（如马来西亚、越南）。东北亚市场上，2 架新飞机投放济州，用于占领济州的黄金市场时刻。

国内方面，部分运力向外基地转移，搭建更大的航空网络。由于上海机场受到限制，春秋航空运力增长除恢复一部分时刻外，新增部分主要投放沈阳、石家庄等基地。其中石家庄机场的增量较大，目前公司在石家庄机场的增量超过石家庄机场全部增量的 1/4。公司计划未来重点建设成都、昆明和重庆基地，7 月已在昆明和成都分别新投放 1 架飞机。此外，深圳是华南地区核心机场之一，春秋目前有 5 架飞机，未来运力增长视深圳机场是否有放量而定。总体来看，这些转移会带来新的核心基地，加上已经覆盖的城市，有望形成更大的航空网络。

■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

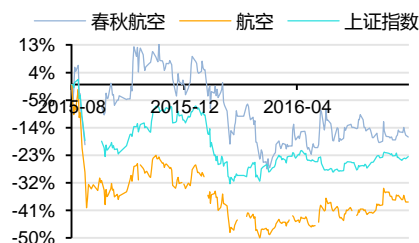
维持评级

6 个月目标价： 68.70 元
股价 (2016-08-08) 48.01 元

交易数据

总市值(百万元)	38,408.00
流通市值(百万元)	9,602.00
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	1.63	-12.11	12.23
绝对收益	2.17	-8.98	-7.23

姜明

分析师

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

胡光悱

报告联系人

huguangfei@essence.com.cn

相关报告

春秋航空：新运力到位，高增长重启	2016-07-15
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

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(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	成长性					
减:营业成本	6,244.8	6,466.4	7,370.5	9,059.6	11,262.9	营业收入增长率	11.6%	10.5%	16.8%	25.0%	26.8%
营业税费	15.2	24.1	22.4	29.3	39.1	营业利润增长率	24.9%	67.2%	54.6%	51.0%	42.6%
销售费用	184.5	233.1	243.3	271.9	308.3	净利润增长率	20.8%	50.2%	38.2%	42.2%	39.6%
管理费用	163.5	194.6	217.7	260.8	316.9	EBITDA 增长率	20.1%	52.1%	28.5%	43.5%	36.9%
财务费用	98.4	154.5	125.0	70.0	40.0	EBIT 增长率	24.4%	65.6%	43.8%	43.2%	39.9%
资产减值损失	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	21.9%	67.6%	46.6%	43.2%	39.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	85.0%	59.1%	12.9%	0.9%	11.7%
投资和汇兑收益	-80.7	-117.3	-73.4	-10.3	-1.4	净资产增长率	29.5%	84.0%	25.9%	28.4%	30.9%
营业利润	540.5	903.7	1,397.0	2,109.8	3,008.7	利润率					
加:营业外净收支	675.4	900.3	1,050.1	1,369.6	1,848.9	毛利率	14.8%	20.1%	22.0%	23.3%	24.8%
利润总额	1,215.9	1,804.0	2,447.1	3,479.4	4,857.6	营业利润率	7.4%	11.2%	14.8%	17.9%	20.1%
减:所得税	331.7	476.2	611.8	869.9	1,214.4	净利润率	12.1%	16.4%	19.4%	22.1%	24.3%
净利润	884.2	1,327.9	1,835.3	2,609.6	3,643.2	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%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	201	228	237	212	186
货币资金	2,399.9	3,094.5	755.9	1,044.9	3,311.4	流动营业资本周转天数	-49	-47	-44	-41	-37
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	119	160	101	56	83
应收账款	266.1	822.3	7.4	1,130.3	460.3	应收账款周转天数	12	24	16	17	19
应收票据	1.8	-	1.5	1.0	1.9	存货周转天数	2	2	2	2	2
预付账款	194.7	261.2	191.1	383.2	349.8	总资产周转天数	465	607	561	444	408
存货	42.8	55.0	49.8	79.6	84.1	投资资本周转天数	188	287	321	274	230
其他流动资产	16.5	31.4	18.7	22.2	24.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.9%	20.3%	22.3%	24.7%	26.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	8.3%	13.7%	16.6%	20.0%
长期股权投资	110.3	95.3	95.3	95.3	95.3	ROIC	17.3%	15.6%	14.4%	18.3%	25.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	4,371.8	5,858.4	6,592.3	7,313.6	8,203.9	销售费用率	2.5%	2.9%	2.6%	2.3%	2.1%
在建工程	2,512.1	4,287.6	4,287.6	4,287.6	4,287.6	管理费用率	2.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
无形资产	54.3	63.0	60.4	57.7	55.1	财务费用率	1.3%	1.9%	1.3%	0.6%	0.3%
其他非流动资产	1,291.1	1,460.3	1,361.3	1,327.4	1,299.0	三费/营业收入	6.1%	7.2%	6.2%	5.1%	4.4%
资产总额	11,261.5	16,029.0	13,421.2	15,742.9	18,172.6	偿债能力					
短期债务	2,045.5	1,561.1	2,108.0	-	-	资产负债率	68.4%	59.2%	38.7%	32.9%	23.9%
应付账款	324.1	489.8	336.8	694.1	626.7	负债权益比	216.9%	145.1%	63.1%	49.0%	31.3%
应付票据	-	-	123.5	61.6	52.4	流动比率	0.69	0.86	0.25	0.65	1.30
其他流动负债	1,847.5	2,927.8	1,608.8	3,308.5	2,564.5	速动比率	0.68	0.85	0.23	0.64	1.28
长期借款	2,329.1	3,353.5	-	-	-	利息保障倍数	6.49	6.85	12.18	31.14	76.22
其他非流动负债	1,162.0	1,156.9	1,012.8	1,110.6	1,093.4	分红指标					
负债总额	7,708.2	9,489.2	5,189.9	5,174.7	4,336.9	DPS(元)	0.12	0.21	0.18	0.34	0.47
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	10.9%	12.7%	7.8%	10.4%	10.3%
股本	300.0	800.0	800.0	800.0	800.0	股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%
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						
						业绩和估值指标					
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	EPS(元)	1.11	1.66	2.29	3.26	4.55
加:折旧和摊销	336.8	415.7	323.2	467.9	575.1	BVPS(元)	4.44	8.17	10.29	13.21	17.29
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	42.5	28.3	20.5	14.4	10.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.6	5.7	4.6	3.6	2.7
财务费用	69.9	129.2	125.0	70.0	40.0	P/FCF	35.7	-47.3	-16.4	71.2	14.4
投资损失	80.7	117.3	73.4	10.3	1.4	P/S	5.1	4.6	4.0	3.2	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	35.0	20.8	13.6	9.3
营运资金的变动	90.8	-325.2	-194.5	673.6	-142.5	CAGR(%)	43.4%	40.0%	35.8%	43.4%	40.0%
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	PEG	1.0	0.7	0.6	0.3	0.3
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	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.4	1.8	2.5
融资活动产生现金流量	2,243.6	2,434.9	-3,373.1	-2,345.5	-386.6	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

■ 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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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