

春秋航空 (601021) \ 交通运输

——激励方案助力精益管理，考核标准凸显盈利能力

投资建议: **推荐**
 首次覆盖
 当前价格: 46.03元
 目标价格: 元

事件:

春秋航空发布公告,拟实施限制性股票激励方案:计划以每股24.29元(折价率48%)的价格向总计30名公司技术骨干授予每人不超过58万股限制性股票(占当前总股本0.0725%)。

投资要点:

➤ 激励方案出炉,确保扩张与效率同步

本次股权激励计划的对象均为公司的技术骨干,在公司层面要求单机利润三年平均须不低于2000万元。鉴于公司此前已经确定了机队扩张目标(18年将机队扩展至95架),此次将单机利润作为考核目标,春秋意在在高速扩充运力的前提下,继续保持此前的高效率和高盈利能力。

➤ 上半年运力增速受限,未来3年将保持快速扩张

根据8月公布的数据,公司运营情况得到了持续改善:ASK环比增3.39%,同比增17.31%。具体来看,国内航线ASK增8.42%,国际航线ASK增44%,与之对应的RPK分别增长3.92%和41.21%。客座率方面依旧维持在高位:8月达94.62%,环比上升0.76pct,同比降0.88pct,其中国内航线客座率为96.03%,国际航线客座率为92.08%。

➤ 投资建议:首次覆盖,给予“推荐”评级

我们看好未来廉价航空在中国的发展,作为国内廉价航空的龙头,春秋航空的优势在于:1)管理水平一流,客座率保持业内最高水平;2)率先布局二线城市直飞航线;3)通过多元商业模式深耕国际航线,打造日本旅游闭环服务。我们预计16-18年公司EPS分别为1.78元、2.43元、2.85元,首次覆盖,给予“推荐”评级。

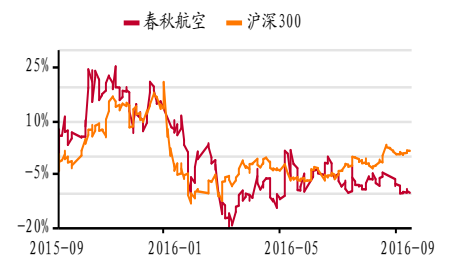
➤ 风险提示

油价、汇率巨幅波动,不可抗力的自然、政治因素

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	800/800
流通A股市值(百万元)	9,364
每股净资产(元)	8.89
资产负债率(%)	63.28
一年内最高/最低(元)	69.69/39.91

一年内股价相对走势



陈晓 分析师
 执业证书编号: S0590513120001
 电话: 0510-85613713
 邮箱: chenx@glsc.com.cn

王正成 联系人
 电话: 0510-85613713
 邮箱: wangzc@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,327.61	8,093.67	9,250.00	12,465.00	16,549.00
增长率(%)	11.64%	10.45%	14.29%	34.76%	32.76%
EBITDA(百万元)	1,690.78	2,356.58	2,120.73	3,041.65	3,665.00
净利润(百万元)	884.18	1,327.86	854.11	1,428.64	1,726.39
增长率(%)	20.75%	50.18%	-35.68%	67.27%	20.84%
EPS(元/股)	1.11	1.66	1.07	1.79	2.16
市盈率(P/E)	41.65	27.73	43.11	25.78	21.33
市净率(P/B)	10.36	5.63	3.25	2.91	2.58
EV/EBITDA	9.92	16.89	18.16	12.93	10.72

数据来源:公司公告,国联证券研究所

1. 激励方案出炉，确保扩张与效率同步

本次股权激励计划的对象均为公司的技术骨干，所设置的业绩考核目标有2个层面：首先在公司层面：单机利润三年平均须不低于2000万元；其次，个人层面：激励对象上一年度最终考核评分须不低于80%。满足解锁条件的激励对象，自授予之日起满18个月后，可以在未来48个月内按比例分4次解锁。

根据相关年报，春秋航空在2013至2015年期间，单机利润分别达到了2022、2101及2652万元，在国内所有航空公司中名列前茅。鉴于公司此前已经确定了机队扩张目标（18年将机队扩展至95架），此次将单机利润作为考核目标，春秋意在在高速扩充运力的前提下，继续保持此前的高效率和高盈利能力。

2. 上半年运力增速受限，未来3年将保持快速扩张

根据8月公布的数据，公司运营情况得到了持续改善：ASK环比增3.39%，同比增17.31%。具体来看，国内航线ASK增8.42%，国际航线ASK增44%，与之对应的RPK分别增长3.92%和41.21%。客座率方面依旧维持在高位：8月达94.62%，环比上升0.76pct，同比降0.88pct，其中国内航线客座率为96.03%，国际航线客座率为92.08%。

上半年公司的机队引进计划被推迟，运力增速缓慢。但是公司6月以来已经引进11架飞机，目前共有63架A320投入使用，预计年底这一数字将达到66架，同比增幅将达27%。上半年的运力增速不及预期主要系民航局审批流程等不可控因素所致，未来公司将采取日本子公司引进与外延并购相结合的模式来扩大机队规模，3年内仍将是春秋的快速扩张期。

3. 投资建议：首次覆盖，给予“推荐”评级

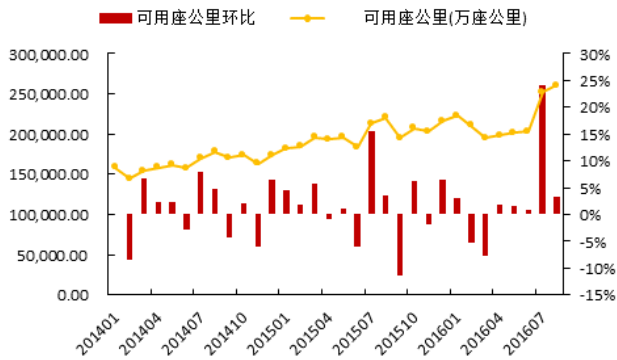
我们看好未来廉价航空在中国的发展，作为国内廉价航空的龙头，春秋航空的优势在于：1) 管理水平一流，依托旅行社资源和独立互联网票务平台使客座率保持业内最高水平；2) 联合地方政府和机场，率先布局二线城市直飞航线；3) 通过多元商业模式深耕国际航线，在日本打造了“航空+酒店+地面交通”的旅游闭环服务。

我们预计16-18年公司EPS分别为1.78元、2.43元、2.85元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

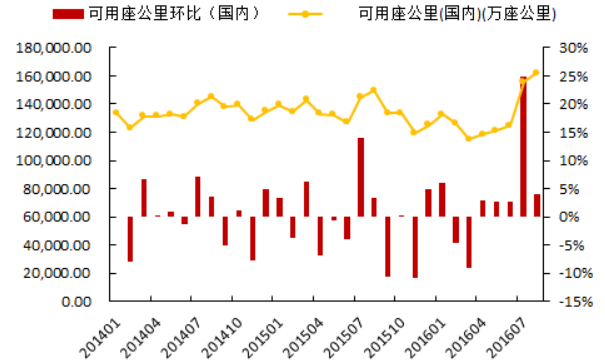
油价、汇率巨幅波动，不可抗力的自然、政治因素

图表 1: 春秋航空当月 ASK 及其环比增速



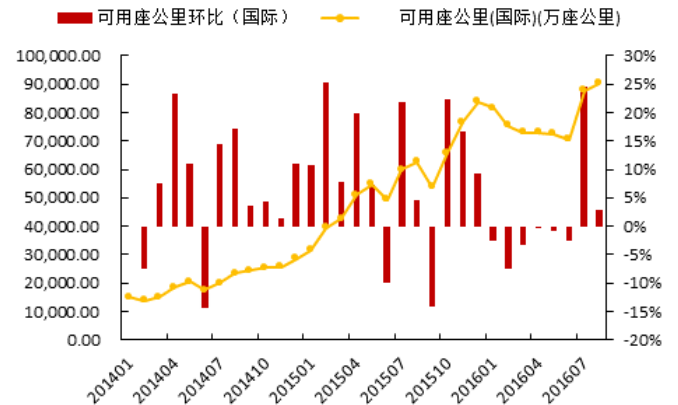
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 春秋航空当月 ASK 及其环比增速 (国内航线)



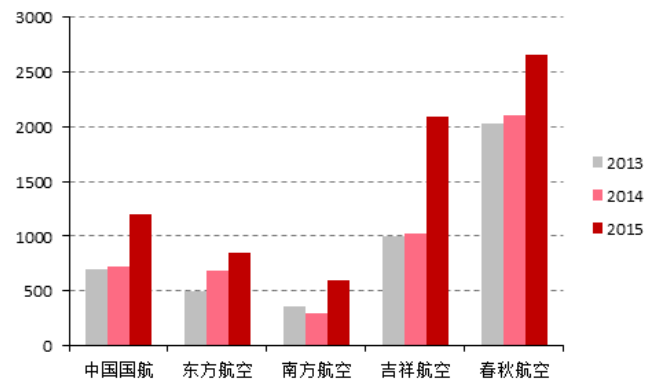
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 春秋航空当月 ASK 及其环比增速 (国际航线)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 国内航空公司单机利润对比 (万元/架)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 5：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,078.25	2,655.43	2,494.41	1,963.45	2,374.07	营业收入	7,327.6	8,093.6	9,250.0	12,465.0	16,549.0
应收账款+票据	267.91	822.32	2,132.81	1,682.82	1,261.26	营业成本	6,244.8	6,466.4	7,348.2	9,711.48	13,182.9
预付账款	194.70	261.20	295.35	371.23	489.34	营业税金及附	15.24	24.07	23.12	37.40	49.65
存货	42.84	54.97	63.45	79.23	105.68	营业费用	184.46	233.15	249.75	336.56	446.82
其他	16.46	31.45	31.45	31.45	31.45	管理费用	163.47	194.59	217.38	292.93	388.90
流动资产合计	2,600.17	3,825.35	5,017.46	4,128.18	4,261.80	财务费用	98.41	154.48	215.40	188.46	185.51
长期股权投资	110.26	95.34	52.34	57.34	62.34	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,371.81	5,858.35	9,505.75	12,235.3	15,221.9	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,512.12	4,287.58	3,568.00	4,050.00	2,568.00	投资净收益	0.00	-117.29	-43.00	5.00	5.00
无形资产	54.30	62.96	61.16	59.37	57.58	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,178.37	1,332.60	1,185.39	1,038.18	890.98	营业利润	621.21	903.69	1,153.1	1,903.19	2,300.18
非流动资产合计	8,226.87	11,636.8	14,372.6	17,440.2	18,800.8	营业外净收益	594.65	900.33	0.00	0.00	0.00
资产总计	10,827.0	15,462.1	19,390.1	21,568.4	23,062.6	利润总额	1,215.8	1,804.0	1,153.1	1,903.19	2,300.18
短期借款	2,045.51	1,561.08	0.00	0.00	0.00	所得税	331.68	476.16	299.04	474.55	573.80
应付账款+票据	204.33	339.50	368.49	380.65	419.36	净利润	884.18	1,327.8	854.11	1,428.64	1,726.39
其他	1,542.58	2,528.77	3,198.73	4,043.39	3,901.99	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,792.41	4,429.34	3,567.22	4,424.04	4,321.35	归属于母公司	884.18	1,327.8	854.11	1,428.64	1,726.39
长期带息负债	2,329.10	3,353.53	3,353.53	3,353.53	3,353.53	主要财务比					
长期应付款	1,066.60	1,006.10	1,006.10	1,006.10	1,006.10		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	85.63	133.44	133.44	133.44	133.44	成长能力					
非流动负债合计	3,481.33	4,493.06	4,493.06	4,493.06	4,493.06	营业收入	11.64%	10.45%	14.29%	34.76%	32.76%
负债合计	7,273.75	8,922.40	8,060.28	8,917.10	8,814.41	EBIT	21.56%	43.35%	-31.39	54.27%	19.39%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	19.45%	39.38%	-10.01	43.42%	20.49%
股本	300.00	800.00	800.00	800.00	800.00	归属于母公司	17.23%	50.18%	-35.68	67.27%	20.84%
资本公积	279.70	1,534.33	5,534.33	5,534.33	5,534.33	获利能力					
留存收益	2,973.59	4,205.45	4,995.50	6,316.99	7,913.90	毛利率	14.78%	20.11%	20.56%	22.09%	20.34%
股东权益合计	3,553.29	6,539.78	11,329.8	12,651.3	14,248.2	净利率	12.07%	16.41%	9.23%	11.46%	10.43%
负债和股东权益总	10,827.0	15,462.1	19,390.1	21,568.4	23,062.6	ROE	24.88%	20.30%	7.54%	11.29%	12.12%
						ROIC	10.67%	11.60%	10.37%	11.84%	12.14%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	67.18%	57.70%	41.57%	41.34%	38.22%
净利润	955.36	1,420.33	897.11	1,423.64	1,721.39	流动比率	0.69	0.86	1.41	0.93	0.99
折旧摊销	336.81	415.70	789.18	987.40	1,212.40	速动比率	0.67	0.84	1.38	0.91	0.95
财务费用	69.86	129.19	178.40	151.06	152.41	营运能力					
存货减少	-1.22	-12.13	-8.48	-15.78	-26.45	应收账款周转	97.60	79.53	78.22	84.63	85.45
营运资金变动	-274.08	-327.85	-645.70	1,230.93	200.76	存货周转率	145.78	117.64	115.81	122.57	124.74
其它	-50.05	2.67	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.68	0.52	0.48	0.58	0.72
经营活动现金流	1,036.67	1,627.92	1,210.51	3,777.25	3,260.52	每股指标(元)					
资本支出	2,458.57	4,476.98	3,568.00	4,050.00	2,568.00	每股收益	1.11	1.66	1.07	1.79	2.16
长期投资	460.44	524.04	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.30	2.03	1.51	4.72	4.08
其他	514.85	1,608.46	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.44	8.17	14.16	15.81	17.81
投资活动现金流	-2,404.1	-3,392.5	-3,568.0	-4,050.0	-2,568.0	估值比率					
债权融资	2,369.10	595.04	-1,561.0	0.00	0.00	市盈率	41.65	27.73	43.11	25.78	21.33
股权融资	0.00	1,754.63	4,000.00	0.00	0.00	市净率	10.36	5.63	3.25	2.91	2.58
其他	-125.54	85.25	-242.46	-258.21	-281.89	EV/EBITDA	9.92	16.89	18.16	12.93	10.72
筹资活动现金流	2,243.56	2,434.92	2,196.47	-258.21	-281.89	EV/EBIT	12.38	20.51	28.93	19.15	16.02
现金净增加额	878.50	763.82	-161.02	-530.95	410.62						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064