

## 春秋航空 (601021.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

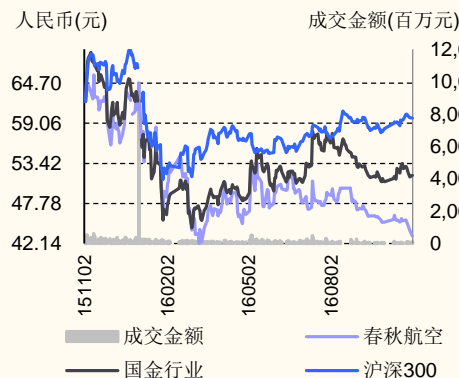
市场价格(人民币): 43.21元

## 运力恢复扩张, 汇兑同比改善受益较小

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)	34,568.00
年内股价最高最低(元)	65.87/42.14
沪深300指数	3336.28
上证指数	3100.49



## 相关报告

1. 《运力增长恢复, 限制性股票激励保障盈利能力-春秋航空8月运营数...》, 2016.9.12
2. 《飞机引进延迟拖累收入, 辅助收入大幅贡献毛利-春秋航空中报点评》, 2016.8.30
3. 《运力增长恢复, 成长动力充沛-春秋航空公司深度研究》, 2016.8.16
4. 《低成本航空王者归来-春秋航空: 低成本航空王者归来》, 2016.6.1
5. 《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...》, 2016.4.29

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

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

## 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	1.830	2.163	2.454
每股净资产(元)	11.84	8.17	9.95	12.07	14.47
每股经营性现金流(元)	3.59	2.01	1.20	1.82	2.09
市盈率(倍)	N/A	36.75	23.62	19.98	17.61
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%	10.24%	18.22%	13.45%
净资产收益率(%)	24.88%	20.30%	18.38%	17.92%	16.96%
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

- 2016年第三季度报告。前三季度营业收入 65.58 亿元, 同比增长 3.69%, 归属于上市公司股东的净利润 11.70 亿元, 同比减少 2.72%, 扣非后净利润 6.01 亿元, 同比减少 21.15%, 每股收益 1.46 元, 同比减少 3.95%。

## 评论

- **运力恢复较快增长, 国际客座率承压:** 上半年公司飞机引进有所延迟, 到第三季度恢复正常, 运力保持较快增长, 加强了国内市场投放, 依然重点投放国际市场, 延续泰国增量(泰国在国际运力中占比调整为最高)、继续开辟东南亚航点、和加大济州机场投放。第三季度, 公司整体 ASK、国内 ASK、国际 ASK 的同比增速分别为 20.6%、9.6%、49.4%, 前三季度整体客座率、国内客座率、国际客座率分别为 92.82%、94.88%、89.18%, 同比下滑-1.07%、-0.32%、-1.42%, 国际航线客座率承压较为明显。
- **第三季度油价下降幅度变小, 汇率波动敏感性低致使受益较小:** 国内航油出厂价, 前三季度的均价同比下滑 24%, 其中第三季度的均价同比下滑 9.7%, 下降幅度收窄, 成本端受益的效应减弱。第三季度, 人民币对美元贬值 0.7%, 而去年同期贬值约 4.1%, 三大航的汇兑损失同比大幅改善, 财务费用与营业总成本均有明显下降。由于公司对汇率波动敏感性较低, 未有明显受益, 第三季度财务费用持平, 营业总成本上升, 因此前三季度毛利率为 20.8%, 同比下滑约 4.4 个百分点。第三季度政府补助为 1.5 亿元, 同比下降 37%, 预计部分补贴会在第四季度确认。
- **推出第一期股票激励计划, 单机利润不低于 2000 万元的解锁条件保障未来盈利能力:** 公司向共计 30 名激励对象授予合计不超过 58 万股限制性股票, 占公司总股本的 0.0725%, 授予价格为 24.29 元/股, 约为公司现股价 56% 左右。该限制性股票解锁条件为解锁当年的前三年平均单机利润不低于 2000 万元。公司机队规模将持续扩张, 该解锁条件保障了未来盈利能力。

## 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, 股权激励计划的解锁条件为单机利润不低于 2000 万元, 保障未来盈利能力。预计 2016-2018 年的 EPS 为 1.83 元、2.16 元、2.45 元。

## 风险提示

- 经济放缓拖累民航需求, 油价大幅反弹, 民航运力供给超预期等。

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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,563</b>	<b>7,328</b>	<b>8,094</b>	<b>8,488</b>	<b>9,548</b>	<b>10,945</b>	货币资金	1,475	2,400	3,095	3,212	3,527	4,018
增长率		11.6%	10.5%	4.9%	12.5%	14.6%	应收款项	223	268	822	837	884	858
主营业务成本	-5,712	-6,245	-6,466	-6,985	-7,920	-9,218	存货	42	43	55	57	61	66
%销售收入	87.0%	85.2%	79.9%	82.3%	82.9%	84.2%	其他流动资产	177	211	293	329	327	354
毛利	851	1,083	1,627	1,503	1,628	1,728	流动资产	1,916	2,922	4,264	4,436	4,799	5,295
%销售收入	13.0%	14.8%	20.1%	17.7%	17.1%	15.8%	%总资产	25.0%	25.9%	26.6%	24.7%	24.0%	23.8%
营业税金及附加	-14	-15	-24	-25	-29	-33	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	-238	-258	-285	%总资产	56.8%	61.1%	63.3%	66.2%	67.7%	68.6%
%销售收入	2.3%	2.5%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	无形资产	351	417	505	500	504	506
管理费用	-149	-163	-195	-178	-191	-208	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%	75.3%	76.0%	76.2%
息税前利润 (EBIT)	536	720	1,175	1,062	1,151	1,202	<b>资产总计</b>	<b>7,651</b>	<b>11,261</b>	<b>16,029</b>	<b>17,944</b>	<b>19,977</b>	<b>22,250</b>
%销售收入	8.2%	9.8%	14.5%	12.5%	12.1%	11.0%	短期借款	700	2,789	2,584	3,200	3,280	3,286
财务费用	-81	-98	-154	-146	-156	-164	应付款项	1,026	1,003	1,845	1,708	1,925	2,215
%销售收入	1.2%	1.3%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	其他流动负债	501	425	549	619	665	719
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	2,228	4,217	4,979	5,527	5,870	6,220
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	0.4%	0.8%	<b>负债</b>	<b>4,908</b>	<b>7,708</b>	<b>9,489</b>	<b>9,981</b>	<b>10,323</b>	<b>10,673</b>
营业利润	433	540	904	866	1,005	1,059	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,743</b>	<b>3,553</b>	<b>6,540</b>	<b>7,964</b>	<b>9,654</b>	<b>11,577</b>
营业利润率	6.6%	7.4%	11.2%	10.2%	10.5%	9.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	554	675	900	1,035	1,242	1,491	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,651</b>	<b>11,261</b>	<b>16,029</b>	<b>17,944</b>	<b>19,977</b>	<b>22,250</b>
税前利润	987	1,216	1,804	1,901	2,247	2,550	<b>比率分析</b>						
利润率	15.0%	16.6%	22.3%	22.4%	23.5%	23.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-255	-332	-476	-437	-517	-586	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.8%	27.3%	26.4%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	2.441	2.947	1.660	1.830	2.163	2.454
净利润	732	884	1,328	1,464	1,730	1,963	每股净资产	9.143	11.844	8.175	9.954	12.068	14.471
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	1.196	1.824	2.093
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>732</b>	<b>884</b>	<b>1,328</b>	<b>1,464</b>	<b>1,730</b>	<b>1,963</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%	17.2%	18.1%	17.9%	<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%	18.38%	17.92%	16.96%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.57%	7.85%	8.28%	8.16%	8.66%	8.82%
净利润	732	884	1,328	1,464	1,730	1,963	投入资本收益率	7.35%	6.03%	6.92%	5.63%	5.44%	5.08%
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%	4.87%	12.49%	14.64%
非经营收益	61	131	207	-812	-1,056	-1,301	EBIT 增长率	23.92%	34.34%	63.34%	-9.68%	8.42%	4.45%
营运资金变动	442	-275	-340	-161	214	339	净利润增长率	17.23%	20.75%	50.18%	10.24%	18.22%	13.45%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,536</b>	<b>1,076</b>	<b>1,610</b>	<b>957</b>	<b>1,459</b>	<b>1,674</b>	总资产增长率	9.29%	47.18%	42.33%	11.95%	11.33%	11.38%
资本开支	-713	-2,446	-3,188	-1,172	-988	-949	<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>-1,222</b>	<b>-978</b>	<b>-929</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	296.5	295.6	285.7
债权募资	-544	2,369	595	576	80	6	<b>偿债能力</b>						
其他	-276	-123	179	-193	-247	-260	净负债/股东权益	43.26%	76.50%	43.48%	41.96%	32.18%	22.64%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-820</b>	<b>2,246</b>	<b>2,528</b>	<b>383</b>	<b>-166</b>	<b>-254</b>	EBIT 利息保障倍数	6.6	7.3	7.6	7.3	7.4	7.3
<b>现金净流量</b>	<b>-115</b>	<b>918</b>	<b>746</b>	<b>117</b>	<b>315</b>	<b>491</b>	资产负债率	64.15%	68.45%	59.20%	55.62%	51.68%	47.97%

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

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。

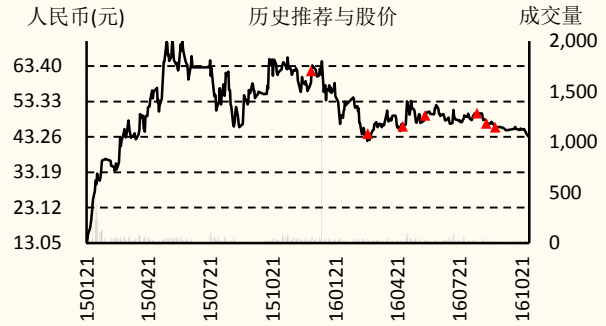
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

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
4	2016-06-01	买入	50.07	64.00~65.00
5	2016-08-16	买入	49.94	55.00~60.00
6	2016-08-30	买入	48.02	N/A
7	2016-09-12	买入	46.82	N/A

来源：国金证券研究所



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