

春秋航空 (601021)

证券研究报告

2017年03月13日

贯彻低成本理念，新锐迅速成长

低成本航空在我国起步较晚，目前规模较小，未来发展前景广阔

低成本航空是一种以严控成本著称的民航经营模式，美国西南航空是低成本航空的鼻祖，其发展深远的影响了全球民航行业格局。我国低成本航空起步较晚，目前市占率仅略超 10%，远低于全球平均水平，未来发展前景广阔。春秋航空成立十余年，发展迅速，是我国目前最大的民营低成本航空公司，2016 年以旅客周转量计的市占率为 3%。

“两单、两高、两低”的经营模式，压低成本提高竞争力

春秋航空采用“两单、两高、两低”的经营模式，低成本体现在多个维度。公司的主业单位成本相比三大航低 32%，而费用端的节约则更加明显，单位费用水平仅为三大航的 29.4%。低成本打开了压低票价展开竞争的空间，辅以大股东与公司间航旅平台的无缝衔接，公司客座率相比三大航高十个百分点。严格的成本控制和差异化的销售策略等因素使公司的历史盈利能力相对较高并保持稳定，收益呈现高成长性和弱周期性。

行业供需基本平衡，低成本航空市场竞争或加剧，公司将维持比较优势

我们认为 2017-2018 年行业供需基本平衡，细分市场有所差异，而由于一线城市供给瓶颈，增量运力投投向二三线城市倾斜，此外传统全服务型航空公司有业务下沉的趋势，低成本航空面临的竞争或将加剧。激烈的市场竞争下公司将继续贯彻低成本文化并维持比较优势，并将通过多渠道拓展辅助收益，而公司航空旅游上下游一体化的业务模式发展前景广阔，且与阿里的战略合作或将提升公司的市场影响力并打开营收的增量空间。

油价因素或带来成本压力，预期的人民币贬值对公司影响较小

2015-2016 年低油价推高了全行业的盈利能力，而预期的油价反弹或将为公司带来一定的成本压力。汇率方面，由于公司通过多种形式灵活降低美元净负债体量，业绩的汇率弹性较低，预期的人民币贬值对公司业绩造成明显影响的可能性不大。

投资建议

预计 2017-2018 年公司收入为 101.3 亿、118.0 亿，增速为 18.3%、16.5%，毛利率为 16.8%、16.3%，净利润为 13.5 亿、14.8 亿，净利率为 13.3%、12.5%，EPS 为 1.69 元、1.85 元。基建刺激或促使经济复苏并推动民航需求超预期，民航改革或释放更多空域资源利好行业，而考虑到公司的竞争优势以及当前股价已经出现明显调整，给予“增持”评级，目标价 43.5 元，对应 2017 年-2018 年 PE25.8 倍、23.6 倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	37.89 元
目标价格	43.5 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	800.58
流通 A 股股本(百万股)	200.00
A 股总市值(百万元)	30,333.98
流通 A 股市值(百万元)	7,578.00
每股净资产(元)	9.43
资产负债率(%)	61.60
一年内最高/最低(元)	54.87/35.03

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zenfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,327.61	8,093.67	8,563.51	10,128.67	11,799.97
增长率(%)	11.64	10.45	5.80	18.28	16.50
EBITDA(百万元)	944.10	1,435.65	1,725.12	2,035.64	2,519.53
净利润(百万元)	884.18	1,327.86	1,329.09	1,349.44	1,477.60
增长率(%)	20.75	50.18	0.09	1.53	9.50
EPS(元/股)	1.10	1.66	1.66	1.69	1.85
市盈率(P/E)	34.31	22.84	22.81	22.46	20.51
市净率(P/B)	8.54	4.64	3.93	3.41	2.97
市销率(P/S)	4.14	3.75	3.54	2.99	2.57
EV/EBITDA	0.00	34.95	19.56	17.78	15.04

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 核心观点.....	4
2. 深耕十余年，打造高盈利能力的低成本航空公司.....	5
2.1. 历史沿袭及股权结构.....	5
2.2. 深耕十余年，成长迅速，盈利能力具备明显优势.....	5
3. 高盈利能力从何而来，从低成本航空说起.....	8
3.1. 低成本航空是一种以严控成本为主的民航经营模式.....	8
3.2. 我国低成本航空起步较晚，当前体量较小，未来市场空间广阔.....	9
3.3. 春秋航空的业务模式成本低在哪.....	10
3.3.1. “两单、两高、两低”的经营模式.....	10
3.3.2. 细分成本费用拆解，各项成本均具备明显的比较优势.....	10
3.4. 低成本带来比较优势，多因素合力实现高盈利能力.....	12
3.4.1. 严控成本打开低票价空间，客源引流具备更强竞争力.....	12
3.4.2. 高客座率进一步提高盈利能力，辅助收益和政府补贴提高业绩.....	13
4. 行业供需基本平衡，低成本航空竞争激烈，公司保持优势地位.....	14
4.1. 行业供需及公司业务体量增长分析.....	14
4.2. 低成本航空市场竞争或加剧，公司将保持优势地位.....	16
4.2.1. 二三线城市将成为低成本航空竞争的主战场，竞争或日趋激烈.....	16
4.2.2. 公司将维持竞争优势，进一步开发辅收、完善航旅平台打开盈利空间.....	17
4.3. 油价抬升成本，汇兑低弹性是优势，多因素影响短期业绩增速或放缓.....	18
5. 投资建议及可比公司估值.....	19
5.1. 投资建议.....	19
5.2. 可比公司估值.....	20
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：春秋航空股权结构.....	5
图 2：春秋航空历史机队数量.....	6
图 3：春秋航空历史旅客周转量及增速.....	6
图 4：春秋航线结构图.....	6
图 5：春秋航空国内线 ASK 及累计同比增速.....	7
图 6：春秋航空国际线 ASK 及累计同比增速.....	7
图 7：春秋航空营业收入及同比增速.....	7
图 8：春秋航空净利润及同比增速.....	7
图 9：春秋航空及三大航毛利率对比.....	8
图 10：春秋航空及三大航净利率对比.....	8
图 11：全球及亚太部分国家低成本航空市场份额.....	9
图 12：我国低成本航空市场份额.....	9

图 13: 我国民营航空公司发展历程.....	9
图 14: 我国航空公司图谱.....	10
图 15: 春秋航空与三大航单位 ASK 燃油成本 (元) 对比.....	11
图 16: 春秋航空与南航及东航单位 ASK 折旧租赁费用 (元) 对比.....	11
图 17: 春秋航空与三大航单位 ASK 起降停机费 (元) 对比.....	11
图 18: 春秋航空与三大航单位 ASK 飞发维修费 (元) 对比.....	11
图 19: 春秋航空与国航、南航单位 ASK 工资福利费 (元) 对比.....	12
图 20: 春秋航空与三大航人机比对比.....	12
图 21: 春秋航空与三大航单位 ASK 成本 (元) 对比.....	12
图 22: 2015 年春秋航空与三大航单位 ASK 费用 (元) 对比.....	12
图 23: 春秋航空及三大航客公里收益.....	13
图 24: 春秋航空及三大航主业客公里盈利空间.....	13
图 25: 春秋航空与三大航客座率对比.....	13
图 26: 春秋航空历年人均辅助收入及同比增速.....	13
图 27: 春秋航空历年财政补贴及航线补贴.....	14
图 28: 春秋航空补贴收入占当期利润总额比重.....	14
图 29: 我国民航历史旅客周转量及同比增速.....	15
图 30: 我国民航“十二五”规划目标及实际完成状况.....	15
图 31: 四大航国际线客运周转量及十二个月滚动同比增速.....	15
图 32: 国际线票价水平.....	15
图 33: 国内线票价水平.....	16
图 34: 国内线客座率.....	16
图 35: 一线城市机场起降架次及同比增速.....	16
图 36: 二线城市前十大机场起降架次及同比增速.....	16
图 37: 2016 年二线城市票价整体下跌.....	17
图 38: 春秋航空与三大航扣油客公里收入 (元).....	17
图 39: 春秋航空与三大航的飞机日利用小时数对比.....	18
图 40: 春秋及三大航 2015 年燃油成本降低显著.....	19
图 41: 布伦特原油走势.....	19
图 42: 2015 年春秋航空及三大航汇兑损失.....	19
图 43: 人民币兑美元汇率.....	19
表 1: 春秋航空历史沿革.....	5
表 2: 低成本航空与全服务航空业务模式差异.....	8
表 3: 三大航机队引进计划.....	14
表 4: 平均每位乘客购买的辅助服务价格排名排名前十的航空公司.....	18
表 5: 可比公司估值 (2017-3-10).....	20

1. 核心观点

低成本航空是一种以严控成本为主基调的经营模式，其“低成本、低票价、高辅收”的商业模式深远的影响了全球民航格局，而我国低成本航空起步较晚，未来市场空间广阔。春秋航空是我国最大的低成本航空公司，通过贯彻低成本文化，采用“两单、两低、两高”的经营模式，单位成本费用水平得以明显降低，相比我国三大航的平均值低 35%左右。较大的成本优势为出售低价机票打开空间，更低的票价在客源导流方面更具竞争力，历史客座率超 90%，相比三大航高十个百分点，而纵使客公里收益水平相比三大航低 30%以上，得益于良好的成本控制以及较高的客座率，且依托大股东和公司间航旅产品无缝连接，公司的盈利能力相对更强，且由于目前业务规模相对较小，与传统全服务型航空公司及其他更小的低成本航空公司间业务尚未展开全面交锋，收益呈现高成长性和弱周期性，利润率相对稳定。

通过对主导供给的三大航的客机引入规划的分析，结合对众多小航空公司业务扩张更快因素的考量，我们认为行业供给将维持较快增长，预计 2017 年至 2018 年 ASK 增速在 12.5%-13%之间。我国经济增速企稳，居民消费能力不断提升将驱动民航需求持续旺盛增长，而民航“十三五规划”提及至 2020 年我国机场数量将由 2015 年的 207 个发展到 260 个以上，五年增速超过 25%，存量机场运输承载力的突破以及新增通航城市数量的提高将成为民航需求得以释放的保证。我们判断 2017-2018 年行业供需基本平衡，细分市场表现或将有所差异，其中国际线目前的确存在一定供给压力，但随着航空公司逐步降低运力投放增速，预计供给压力将趋于缓解，而国内线方面，倚靠一线城市及部分强二线城市间的热点航线支撑，航空公司整体依然能保持不错的盈利，行业仍将处于较高的景气区间。

目前一线城市由于机场吞吐量趋于饱和，时刻难求，产生供给瓶颈，增量运力投放或将向二三线城市倾斜。由于我国机场存量分配机制主要遵循“祖父原则”，传统全服务型航空公司于一线城市掌握大量机场时刻资源，新进入航空公司很难获得优质时刻并与其展开竞争，因此我们认为二三线城市未来将成为低成本航空公司与全服务型航空公司竞争的主战场。二三线城市的经济基础相对较差，居民收入水平较低和消费理念相对滞后，乘机需求虽有较快增长，但整体依然较弱，叠加高铁分流的影响，在经营二三线城市航线时航空公司不得通过压低票价提升客座率。目前传统全服务型航空公司于二三线城市业务布局有逐步低成本化的倾向，且各低成本航空公司的壮大将使其业务重合度提高，我们认为未来低成本航空领域的市场竞争将日趋激烈。

即便市场竞争激烈，春秋航空亦可保持比较优势。主业收入方面，由于行业供需基本平衡，相比于已出现明显反弹的油价，行业整体的票价水平边际改善空间有限，行业公司主业利润率或有所缩窄，因此即便二三线城市航线竞争加剧，成本压力也将削弱航空公司间进一步打价格战的动力，而随着品牌认知度的不断提高，公司票价或有一定反弹空间。成本方面，我们认为即便传统全服务型航空公司开展转型，其成本控制也难以与贯彻低成本文化的春秋航空媲美，预计公司的成本端优势将继续保持。公司未来将继续开发辅助收入获取渠道，且航空旅游上下游一体化的业务模式发展前景广阔，而与阿里的战略合作或将提升公司的市场影响力并打开营收的增量空间，保证公司健康发展。

2015-2016 年低油价推高了全行业的盈利能力，而预期的油价反弹或将为公司带来一定的成本压力。汇率方面，由于公司已经通过多种形式灵活降低美元净负债体量，业绩的汇率弹性较低，预期的人民币贬值对公司业绩造成明显影响的可能性不大。

预计 2017-2018 年公司收入为 101.3 亿、118.0 亿，增速为 18.3%、16.5%，毛利率为 16.8%、16.3%，净利润为 13.5 亿、14.8 亿，净利率为 13.3%、12.5%，EPS 为 1.69 元、1.85 元。基建刺激或促使经济复苏并推动民航需求超预期，民航改革或释放更多空域资源利好行业，而考虑到公司的竞争优势以及当前股价已经出现明显调整，给予“增持”评级，目标价 43.5 元，对应 2017 年-2018 年 PE25.8 倍、23.6 倍。

2. 深耕十余年，打造高盈利能力的低成本航空公司

2.1. 历史沿革及股权结构

春秋航空的前身春秋航空有限公司成立于 2004 年 11 日，成立之初注册资本 8000 万，此后于 2009 年 5 月增资至 2 亿元。2010 年，经公司股东会同意及民航局批准，春航有限变更为春秋航空股份有限公司，并于 2015 年 1 月成功完成 IPO，登陆上交所。

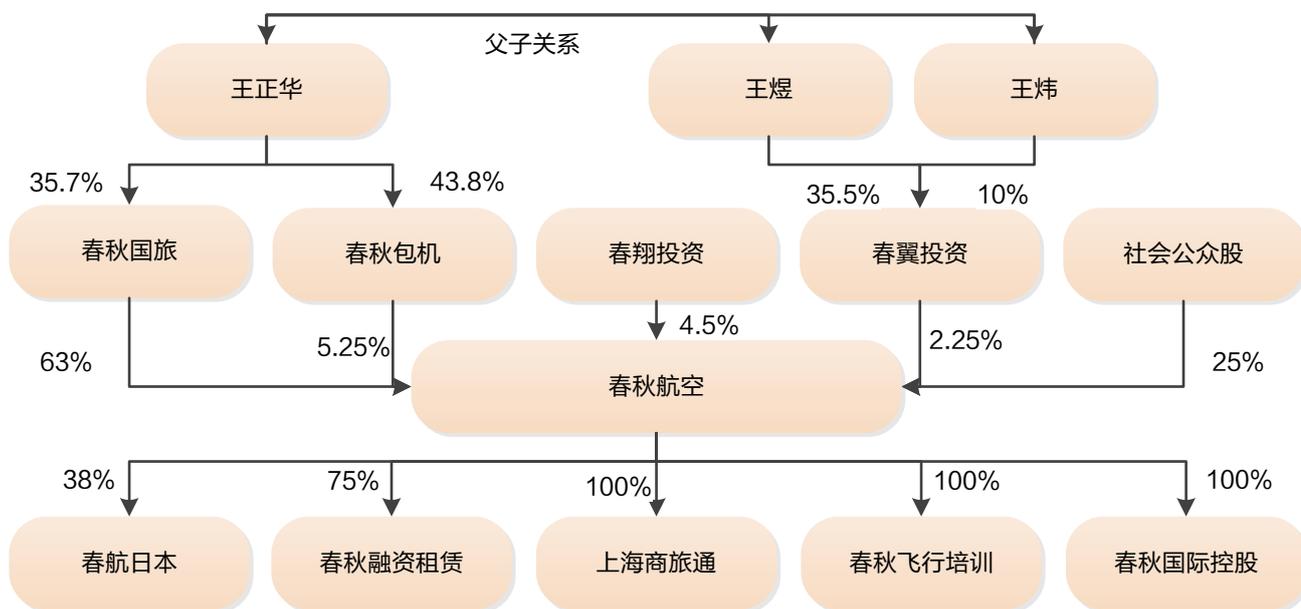
表 1：春秋航空历史沿革

时间	事件
2004 年 11 月	春秋航空有限公司（春航有限）成立
2009 年 5 月	大股东春秋国旅单方面向春秋航空有限公司增资 1.2 亿，增资后春航有限注册资本增至 2 亿元。
2010 年 11 月	春航有限整体变更为春秋航空股份有限公司
2015 年 1 月	完成 IPO，登陆上交所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

春秋航空创始人王正华通过持有春秋国旅 35.7% 的股权及春秋包机 43.8% 的股权实现对公司的实际控制。目前公司大股东春秋国旅持有公司 63% 的股权，此外春秋包机、春翔投资、春翼投资各持有公司 5.25%、4.5%、2.25% 的股权，其余 25% 股权则为社会公众股东所持有。参股与控股公司方面，公司持有合资企业春秋航空日本株式会社 38% 的股权，此外，公司旗下还囊括众多为航空主业提供上下游服务支持的企业如春航融资租赁、春秋飞行培训、春华航空地服、春秋文化传媒等。

图 1：春秋航空股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 深耕十余年，成长迅速，盈利能力具备明显优势

- **春秋航空是我国成立时间最早，当前规模最大的民营低成本航空公司：**以 2004 年成立之初旗下仅运营两架飞机起步，经历十余年时间的快速成长，公司当前业务体量已初具规模。2016 年公司旗下运营空客 A320 机型客机达到 66 架，同比提高 14 架，飞机数量增速有所提高，但由于公司客机直到 6 月方才得以集中引进，客运量增速显著慢于机队数量增速，全年实现旅客运输量 1422.8 万人，同比增长 9.6%，增速同比下降 3.9%，实现客运周转量 247.6 亿客公里，同比增长 11.7%，增速同比下降 9.7%，

综合客座率 91.7%，同比下降 1.2%。截至 2016 年底，公司以客运周转量计的市场占有率已接近 3%，是当前我国规模最大的民营低成本航空公司。

图 2：春秋航空历史机队数量



资料来源：从统计看民航 2005-2015，天风证券研究所

图 3：春秋航空历史旅客周转量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

航线结构方面，公司目前已形成以上海两机场为主枢纽，东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为支撑点，多城市业务快速扩张的国内市场布局。截至 2016 年 6 月，公司已开通国内航线数量达到 66 条；国际航线方面，公司仍以上海作为国际业务布局的重心，同时围绕部分二线城市新开大量日韩及东南亚的直飞航线，截至 2016 年上半年，国际及港澳台航线数量已达 56 条。2017 年冬春航季，公司于上海地区航线数量占比达到 27.5%，而石家庄、沈阳、深圳航线数量占比则分别为 6.2%、4.5%、3.8%，四个业务支撑点城市合计航线数量占比达到 41.9%，而若考虑到航线执飞密度，实际运力投放于四地的比重更高，2016 年中报显示公司航班中仅以上海为出发或目的地的起降架次占比便达到 67.3%，可见航线区域布局呈现高集中度。

图 4：春秋航空航线结构图

春秋航空航向指示图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

运力结构方面，受到出境游大幅增长提振，公司前期加大国际线运力投放，新开大量二线城市直飞日本、泰国等地航线，2015 年国际线 ASK 激增 172%，而国内线运力投放则略有减少。2016 年随着行业国际线供给压力逐步显现，公司国际线运力投放逐步降速，与此同时国内线运力投放则逐步提高。目前公司主要运力仍主要投放于国内航线，2016 年全年国内线 ASK 为 167.2 亿座公里，同比增速 3.6%，运力占比为 61.9%，同比下降 5.7%；国际线 ASK 为 93.4 亿座公里，同比增速 39.1%，运力占比为 34.6%，同比上升 6.5%。

图 5：春秋航空国内线 ASK 及累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：春秋航空国际线 ASK 及累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利能力方面，由于我国低成本航空公司市场份额相对较低，尚不足以在传统全服务型航空公司的业务核心布局区域与其产生正面交锋，且由于公司成本管控得当，业绩呈高成长性及弱周期性。在 2011-2013 年行业供需关系逐步趋紧，高铁网络日趋成型对短航线造成客源分流及限制三公消费冲击两舱收益能力的市场环境下，三大航盈利能力逐年下降，而公司依然保持着良好的收益水平。2011-2013 年公司收入分别为 44.6 亿、56.3 亿、65.6 亿，净利润为 4.8 亿、6.2 亿、7.3 亿，而从盈利能力的角度看，公司毛利率逐年上升，分别为 12.6%、12.7%、13%，毛利水平相比三大航差异虽不明显，但得益于良好的费用控制以及政府及航线补贴贡献的营业外收入，净利率分别达到 10.8%、11.1%、11.2%，与三大航的差距逐步拉大，其中 2013 年公司净利率比三大航的平均值高 8.7%。2014 年下半年起，随着行业供需关系有所改善以及油价断崖式下挫，全行业成本压力明显减轻，盈利能力大幅提升。公司 2014、2015、2016 年前三季度实现营业收入 73.3 亿、80.9 亿、65.6 亿，同比提升 11.6%、10.5%、3.7%，毛利率分别为 14.8%、20.1%、20.8%，净利率则分别达到 12.1%、16.4%、17.8%，相比因承担巨额汇兑损失而利润率上升相对不明显的三大航，公司的盈利能力优势得以进一步放大。

图 7：春秋航空营业收入及同比增速



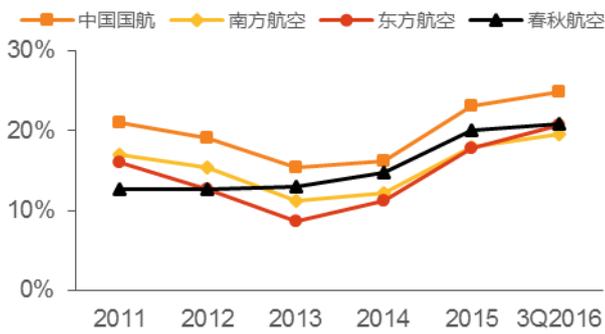
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：春秋航空净利润及同比增速



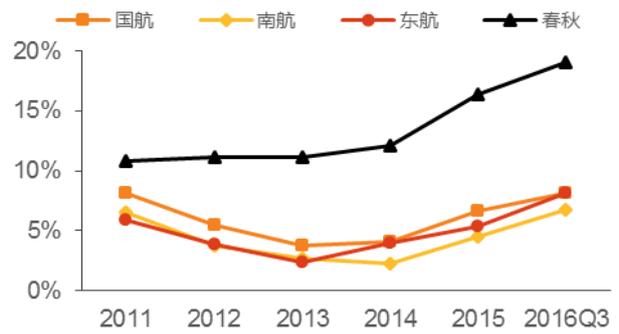
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：春秋航空及三大航毛利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：春秋航空及三大航净利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 高盈利能力从何而来，从低成本航空说起

3.1. 低成本航空是一种以严控成本为主的民航经营模式

低成本航空是相对于全服务航空而言的一种经营模式，具体表现为“低成本、低票价、高辅收”，即通过取消部分免费地面及机上服务降低运营成本，以精简机型、加密座位、提高周转等形式摊薄单位固定成本，采用定位高价格敏感度群体的销售策略，以出售低价机票获取竞争优势，并通过提供收费服务提高辅助收入推升盈利能力。

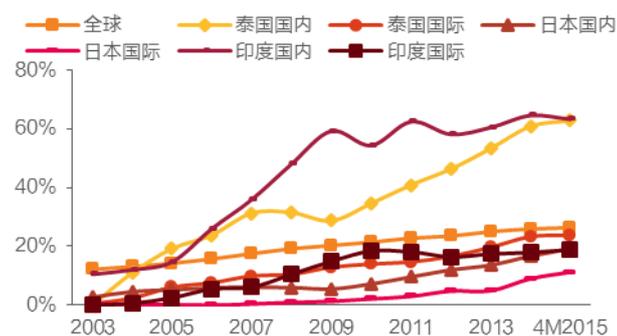
表 2：低成本航空与全服务航空业务模式差异

	低成本航空公司	全服务航空公司	低成本航空优势
机队设置	单一机型（通常是 A320 或 B737） 座椅密度较高（如 A320 机型设置 180 个座位）	多种机型 座椅密度较低	单一机型导致飞机采购、维修、航材采购和修理成本较低
舱位设置	单一舱位（不设公务舱和头等舱）	一般分设头等舱、公务舱与经济舱	单位成本低，运行复杂程度低
飞机利用率	延长至凌晨和深夜起飞，提高日均飞行时间 （平均飞机日利用率约 11 小时） 多使用二线机场，周转速度快	通常利用早上 8 点至晚上 9 点的时刻， 平均飞机日利用率约 9 小时 使用航班密集的大机场，因此往返时间较长	利用率较高，摊薄单位固定成本
航线网络	中短途、点对点直线航线	以枢纽轮辐式航线为主	运行效率高，复杂程度低
机场选择	偏向选择二线机场起降，并与其开展积极合作	大多选择国际、大型机场为枢纽起降	二线机场和低成本航站楼收费较低
机票销售	以网络直销为主	目前以代理、自主营业部销售为主	网上直销的销售费用较低
附赠服务	无附赠服务，额外服务需收取费用（如机供餐饮、座位挑选、快速登机等）	无额外收费下提供机上餐饮、娱乐活动、座位挑选等	积极发展辅助收入
受宏观经济影响	弱	强	

资料来源：春秋航空招股说明书，天风证券研究所

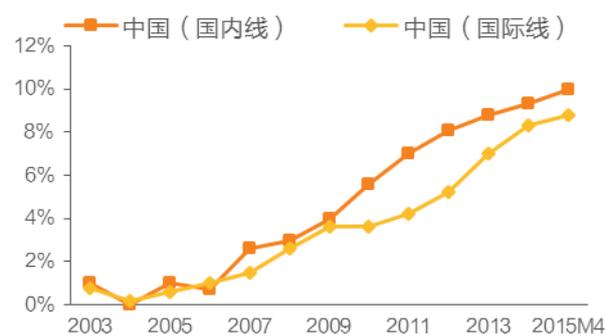
成立于 1971 年的美国西南航空是低成本航空的鼻祖，其“点对点直飞、低成本、低票价、高辅收”的业务模式令其即便在 2001 年恐怖袭击以及 2008 年金融危机的不利影响下亦可实现正收益，其穿越周期的盈利能力深远的影响了行业格局。步入 21 世纪，低成本航空的浪潮席卷全球，其市场份额从 2003 年的 12.2% 上升至 2015 年的超过 25%，而部分亚太国家低成本航空从零起步，经历短短十余年时间的快速成长，2015 年平均市场份额已超过 25%，其中于泰国及印度国内航线低成本航空市场占有率甚至超过 60%。与此相比，我国的低成本航空起步较晚，当前市场份额仅略超 10%。

图 11：全球及亚太部分国家低成本航空市场份额



资料来源：CAPA，天风证券研究所

图 12：我国低成本航空市场份额

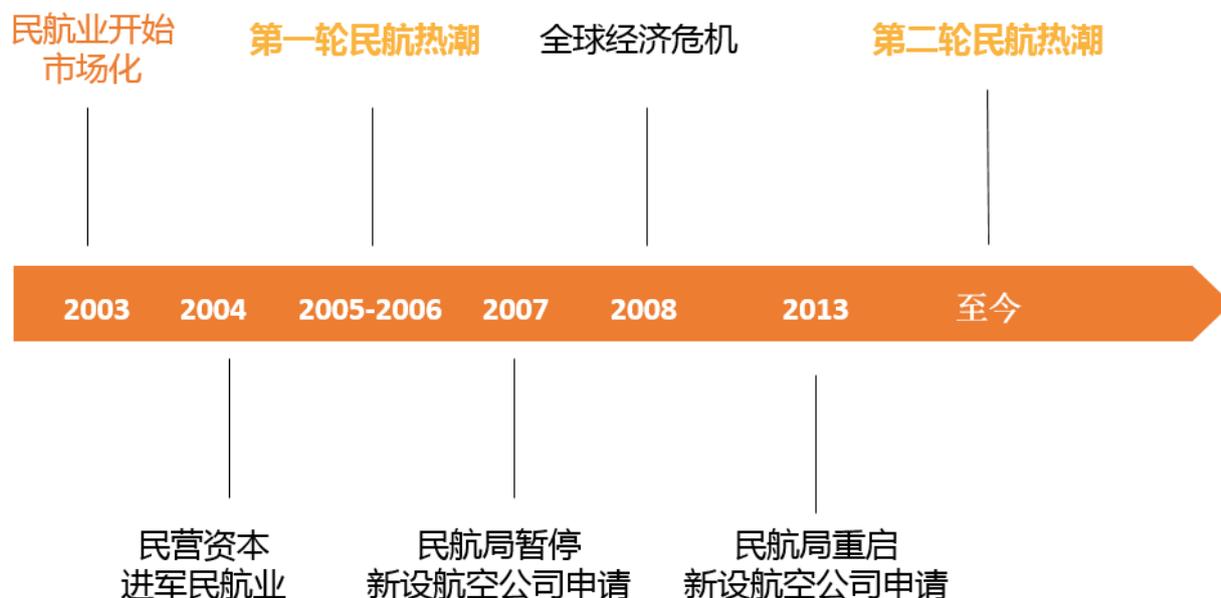


资料来源：CAPA，天风证券研究所

3.2. 我国低成本航空起步较晚，当前体量较小，未来市场空间广阔

2004 年以前我国航空公司完全由政府主导成立，均为全服务型航空公司，而直到 2004 年春秋航空等数家民营航空公司的组建才正式宣告天空向民营企业开放。由于成立时间相对较晚且行业属性为资金密集型，相比于具备募集资金成本优势的国有企业，民营航空公司在尚不足以实现内生增长的现实下，整体规模增速并不算快。而且由于前期切入低成本航空市场领域的企业较少，市场接受度不高，目前我国低成本航空市场占有率仅略超 10%，远低于全球平均水平。未来随着居民出行需求的多样化，低成本航空客户群体即高价格敏感度、高时间敏感度人群的体量增大，且高铁网络日趋网络化将压缩全服务型航空公司在中短航线的盈利空间，产生明显的挤出效应，为低成本航空的发展留出充足的空间，此外民航局重启新设航空公司申请审批，将直接促进能够以精简的公司组织结构和高效的运营效率真正实现低成本的民营航空蓬勃发展，我们认为未来低成本航空有着广阔的市场空间。

图 13：我国民营航空公司发展历程



资料来源：天风证券研究所整理

- 当前我国低成本航空公司主要包括春秋航空、东方航空旗下的中国联合航空、吉祥航空旗下的九元航空以及海南航空参股的西部航空等，此外，海南航空旗下祥鹏航空亦于 2016 年宣布向低成本航空转型。随着低成本航空公司的数量不断增多，体量逐步扩张，我国已经初步形成了四大航空集团主导，区域性航空公司及低成本航空公司蓬勃发展的市场格局。

图 14：我国航空公司图谱

大型航空集团



区域型航空公司



南航联营企业，持股39%



国航联营企业，直接持股22.8%
国航持有其母公司山航集团49.4%股份
山航集团持有山航42%股份

低成本航空公司



东航全资子公司



海航子公司，持股86.68%



海航联营企业，持股35.29%



吉祥航空公司，持股79%



奥凯航空参股的幸福奥凯航空企业管理有限公司的全资子公司



四川航空集团参股公司

资料来源：民航局，公司公告，天风证券研究所

3.3. 春秋航空的业务模式成本低在哪

3.3.1. “两单、两高、两低”的经营模式

- “两单”指单一机型和单一舱位。春秋航空机队均为空客 A320 机型，配备发动机均为 CFM56-5B 型号。统一的机型可以使客机得以集中采购或租赁从而降低单机采购成本或租赁成本，且能使机组培训相对便捷，成本显著下降，而单一的发动机型号可以降低备用发动机的储备数量以及发动机的维修成本。单一舱位是指公司客机均只配备经济舱舱位，大部分客机座位数量统一为 180 座，而 2015 年 9 月起引入的新型客机则为 186 座，单机座位数量得以进一步提高。相比 150 余座的 A320 机型的传统两舱布局，公司旗下客机的单机座位数量相比而言要高 15%-20%，可有效摊薄单位固定成本。
- “两高”是指高客座率及高飞机利用率。高客座率为春秋航空依托控股股东春秋国旅的上下游导流效应并通过出售低价格机票的销售模式提高客座率，2015 年、2016 年公司综合客座率分别为 92.8%和 91.7%，相比三大航有个百分点的优势，进一步摊薄了单客成本。高飞机利用率指公司采用点对点直飞模式，航线设置在以基地、枢纽为中心向外飞行 5 小时以内的航段内，无经停，飞机利用率高，并且更多利用延长时段飞行提升日周转率，更多的摊薄固定成本。
- “两低”是指低销售费用和低管理费用。低销售费用是指公司主要采用直销模式，降低销售代理费用，而低管理费用则体现在通过最大程度利用第三方服务商在各地机场的资源服务降低日常管理费用，并严格控制人机比降低人力成本。

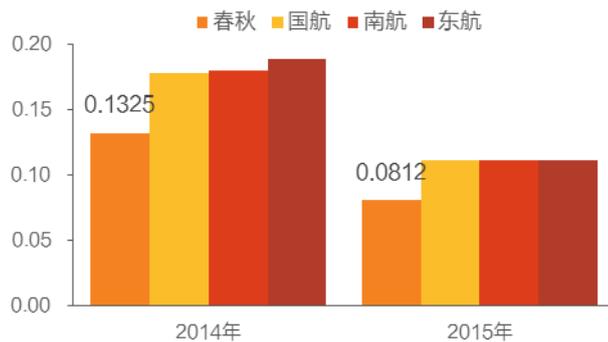
3.3.2. 细分成本费用拆解，各项成本均具备明显的比较优势

“两单、两高、两低”的经营模式有效的摊薄了单位成本费用，那么接下来的问题便是细分项单位成本费用相比三大航究竟具备多大的优势？下面我们将以座公里成本为衡量标准，根据细分成本项逐项拆解。春秋航空的细分成本项中包括燃油成本、飞发租赁折旧费、起降费、工资福利费、维修成本等，由于三大航细分成本项并不统一，我们仅对比统计口径基本一致的成本项，包括燃油成本，飞发租赁折旧成本、起降费成本、维修成本、工资

福利费。

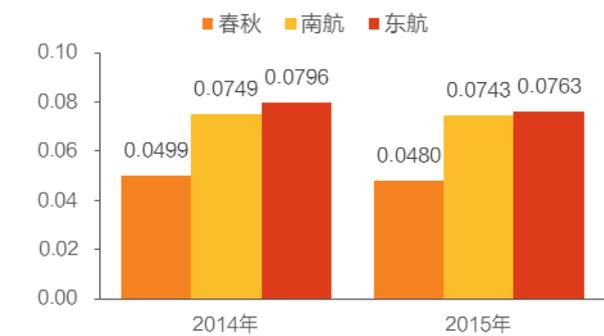
- 燃油成本 (2015 年成本占比 30%)：2014 年、2015 年春秋航空单位燃油成本分别为 0.1325 元和 0.0812 元，与国际原油价格波动保持一致，而相比于三大航的平均值则要低超过 27%，可见单机座位数量的优势有效的摊薄了单位油耗。
- 飞发租赁及折旧费 (2015 年成本占比 17.7%)：2014、2015 年公司单位飞发租赁及折旧费分别为 0.0499 元和 0.0480 元，相比南航和东航低约 35%，具备明显的成本优势。每架客机每年租赁折旧费基本固定，其单位成本降低是单机座位数量和客机的高日利用率共同作用结果。

图 15：春秋航空与三大航单位 ASK 燃油成本 (元) 对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：春秋航空与南航及东航单位 ASK 折旧租赁费用 (元) 对比

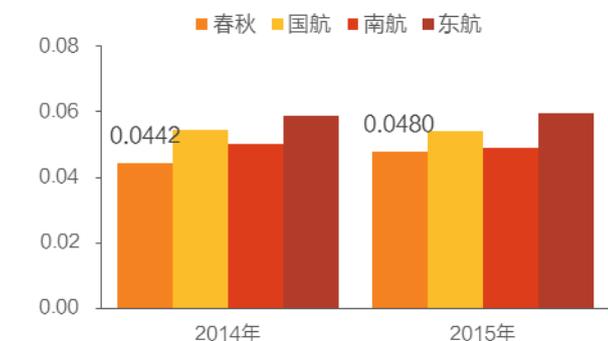


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：国航将经营租赁费与民航建设基金等费用合并列示，不纳入统计

- 起降停机费 (2015 年成本占比 17.7%)：2014、2015 年公司单位起降停机费分别为 0.0442 元和 0.0480 元，相比三大航的平均值分别低 18.9%和 11.6%。单位 ASK 起降停机费的节省主要来自于较高的单机座位数量。
- 飞机、发动机维修费 (2015 年成本占比 6.2%)：2014、2015 年公司单位飞发维修费分别为 0.0163 元和 0.0168 元，相比三大航平均值分别低 32.4%和 31.8%。飞发维修费的节约主要来自以下三方面因素，第一是高单机座位数量，第二是单一飞机及发动机型号降低维修复杂度减少成本，第三是整体机龄相对年轻使得维修费用相对较少。

图 17：春秋航空与三大航单位 ASK 起降停机费 (元) 对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：春秋航空与三大航单位 ASK 飞发维修费 (元) 对比

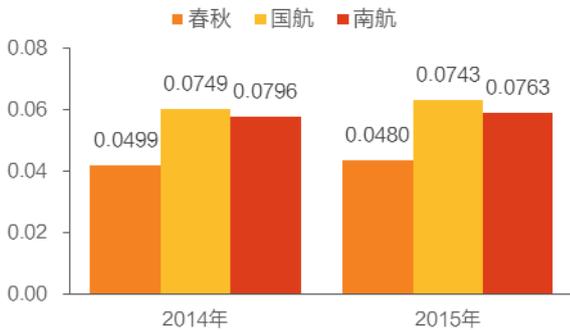


资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 工资福利费 (2015 年成本占比 16%)：2014、2015 年公司单位工资福利费分别为 0.0499 元、0.0480 元，相比国航、南航的平均值低 35.4%、36.3%。单位 ASK 工资福利费的节省主要来自于高单机座位数量的以及精简的人员配置。纵使公司的人均工资水平要更高，但 2015 年春秋航空的人机比仅为 89：1，相比国航和南航的平均值而言有超 35%的优势，可见公司在精简了组织架构的同时又提高了员工的工作积极性，

带来了更强的竞争力。

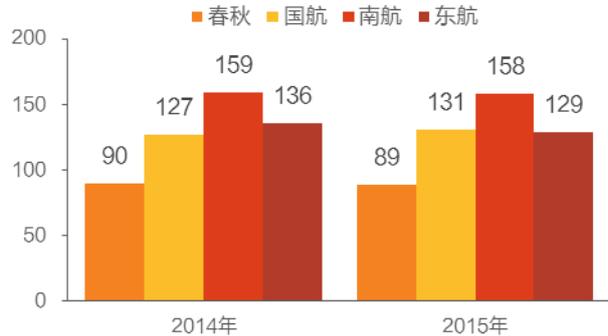
图 19：春秋航空与国航、南航单位 ASK 工资福利费（元）对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：东航工资福利费与社保等成本分列，不纳入统计

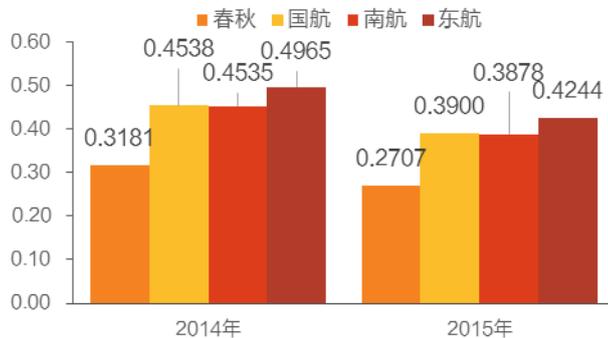
图 20：春秋航空与三大航人机比对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

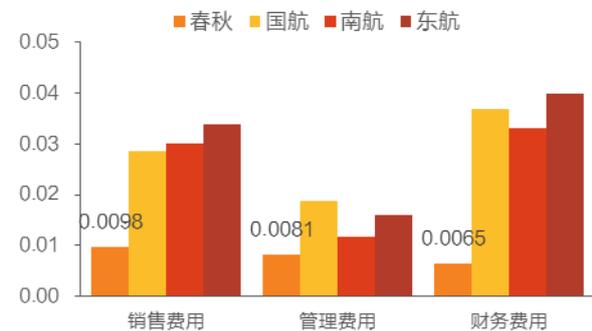
- 单位费用：**“两单、两高”有效控制了单位成本，2014、2015 年公司的单位成本水平仅为 0.3181 元、0.2707 元，相比三大航平均值分别低 32%和 32.4%，而另一方面，通过直销模式降低销售费用以及通过最大程度利用资源降低管理费用则带来费用端的优势，成功实现“两低”。2014、2015 年公司单位销售费用仅为 0.0094 元、0.0098 元，相比三大航平均值分别低 74.9%、68.3%，而单位管理费用则仅为 0.0083 元、0.0081 元，相比三大航平均值分别低 43.5%、47.4%。

图 21：春秋航空与三大航单位 ASK 成本（元）对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2015 年春秋航空与三大航单位 ASK 费用（元）对比



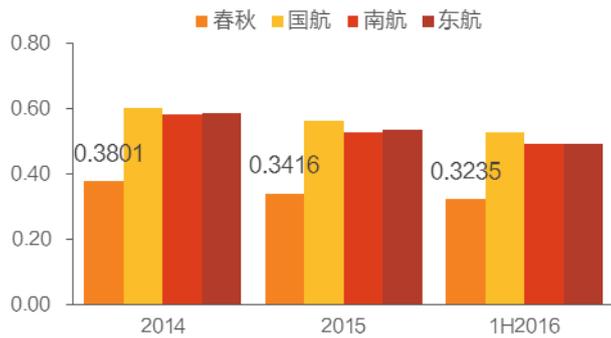
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 低成本带来比较优势，多因素合力实现高盈利能力

3.4.1. 严控成本打开低票价空间，客源引流具备更强竞争力

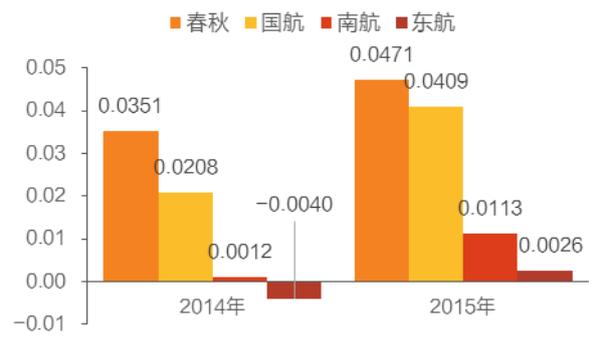
严格的成本控制使公司的单位成本费用水平远低于传统全服务型航空公司，打开了通过出售低价机票争夺客源的空间，而 2013 年民航局《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》彻底放开票价下限管制，为公司低价竞争的策略彻底扫除了政策障碍。2014、2015、2016 年上半年公司的客公里收益为 0.38 元、0.34 元、0.32 元，相比三大航平均水平低 35.7%、37.1%、35.9%，较低的票价使得公司的客源引流方面具备更强的竞争力，而扣除成本及费用后，2014、2015 年公司的客公里盈利空间为 0.0351 元、0.0471 元，明显高于三大航。

图 23：春秋航空及三大航客公里收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：春秋航空及三大航主业客公里盈利空间

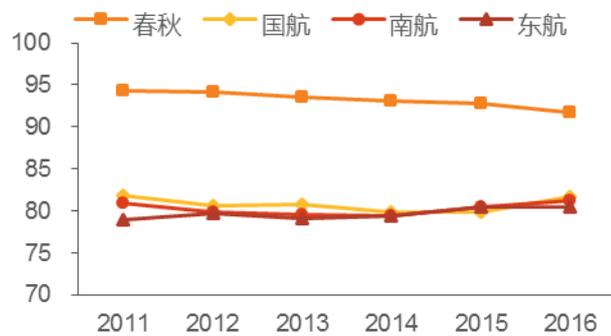


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4.2. 高客座率进一步提高盈利能力，辅助收益和政府补贴提高业绩

公司采用差异化定价销售策略，即对同一航班的不同售票时间区间采用不同的定价方式。首先，以远期低价预售锁定客源覆盖可变成本；其次，随着起飞日期临近，折扣逐步降低，针对中端客户出售票价格略高的机票覆盖营业成本；最后，起飞前数天内针对时间敏感度较高的商旅客出售较高价格的机票提高航班盈利能力。差异化定价机制和整体较低的票价水平提高了客座率，而公司大股东春秋国旅是我国最大的旅行社之一，其与公司间航旅平台无缝连接进一步强化了客源导流效应，促使公司客座率超过 90%，相比三大航有十个百分点的优势。高客座率进一步摊薄了单客成本，进一步提升了盈利空间，此外公司积极开辟航空主业外的辅助收入，具体包括提供快速登机服务及空中服务销售等，2016 年上半年公司单客辅助收入达到 50.4 元/人，远高于我国全服务型航空公司。

图 25：春秋航空与三大航客座率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：春秋航空历年人均辅助收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司积极与二三线城市地方政府展开合作，通过新开航线为目的地带来大量商旅客流，促进当地经济发展，并同时获得地方政府的财政补贴和航线补贴。2013 年、2014 年、2015 年及 2016 年上半年公司收到政府补贴收入合计分别为 5.22 亿、6.16 亿、8.49 亿、5.31 亿，同比增速分别为 3.4%、18.1%、37.8%、60.4%，分别占当期利润总额的 52.9%、50.7%、47.1%、54.7%，可见政府补贴对公司业绩贡献较大。

图 27：春秋航空历年财政补贴及航线补贴



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：春秋航空补贴收入占当期利润总额比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- “两单、两高、两低”的经营模式使得公司各项单位成本费用均低于传统全服务型航空公司，低票价和灵活的机票销售策略以及大股东的助力则保证了高客座率，较高的辅助收入和可观的政府补贴进一步提升了营收，而从市场定位上看公司的目标客户群体相比传统全服务型航空公司有较大不同，且当前规模相对较小，并不与全服务型航空公司形成全面竞争，因此历史上公司营收增长，盈利能力稳定稳定，成长性远强于周期性。

4. 行业供需基本平衡，低成本航空竞争激烈，公司保持优势地位

4.1. 行业供需及公司业务体量增长分析

供给端，行业供给增长取决于飞机数量的扩张及飞机周转率的变动：我国三大航目前占据近七成的运力份额，因此在未来一段时间内其机队规模扩张依然能主导行业供给增长。2017 年三大航计划净引入客机数量约为 152 架，同比增速为 8.2%，而根据三大航的远期机队规划目标，我们认为 2018 年至 2020 年其飞机数量增速依然可维持在 7%以上，此外，考虑到海航、春秋航空、吉祥航空及众多小航空公司的机队扩张速度更快，预计行业机队数量依然维持每年 10%左右的增长，而宽体机的加速引入将产生绝对座位数量和周转速度提升的供给乘数效应，因此我们预计 2017-2018 年行业 ASK 增速为 12.5%-13%。

表 3：三大航机队引进计划

客运飞机数量	南航	国航	东航	合计
2014	602 (引进 64 退出 24)	519 (引进 66 退出 21)	485 (引进 75 退出 43)	1606
2015	653 (引进 54 退出 3)	567 (引进 63 退出 15)	526 (引进 80 退出 42)	1746
2016	688 (引进 53 退出 18)	603 (引进 52 退出 16)	572 (引进 72 退出 26)	1863
2017E	747 (引进 80 退出 21)	641 (当年引进 56)	624 (引进 73 退出 21)	2012
2018E	810 (引进 64 退出 1)	673 (当年引进 46)	675 (引进 66 退出 15)	2158

资料来源：公司公告，天风证券研究所

需求端，经济增长、消费升级依然是推升民航需求的主逻辑：一方面，随着经济平稳发展，商业活动将愈发频繁，公商务旅客将维持稳定增长；另一方面，随着人均可支配收入提高，中产阶级人群规模扩张，国民整体消费能力逐年上台阶，因私出行将保持较高增速，此外，处于出行方式中的金字塔顶峰，旺季如春运期间民航可享受其他出行方式需求的溢出效应，因此我们认为民航整体需求依然能够维持高的增速，而民航“十三五规划”提及至 2020 年我国将新建及续建 74 个机场，建成机场超 50 个，机场数量将由 2015 年的 207 个发展到 260 个以上，五年增速超过 25%，存量机场运输承载力的突破以及新增通航城市数量的上升将成为民航需求得以释放的保证。

- 民航“十三五规划”提出 2016 至 2020 年民航旅客运输量年均增速达到 10.4% 的目标，而 2016 年全年 11.8% 的客运量增速及 14.8% 的旅客周转量增速使十三五期间民航发展迎来开门红。不论从经济增长及消费升级的角度看，还是从“十二五”规划的需求增速目标实际完成情况看，我们对未来数年行业需求增速达到“十三五”规划目标有充足的信心，而随着航线平均航距的不断延长，行业 RPK 增速应略高于 10.4% 的年均客运量增速，对应 12.5%-13% 的 ASK 增长，我们认为未来两年行业供需整体基本平衡，客座率维持稳定。

图 29：我国民航历史旅客周转量及同比增速



资料来源：CAAC，天风证券研究所

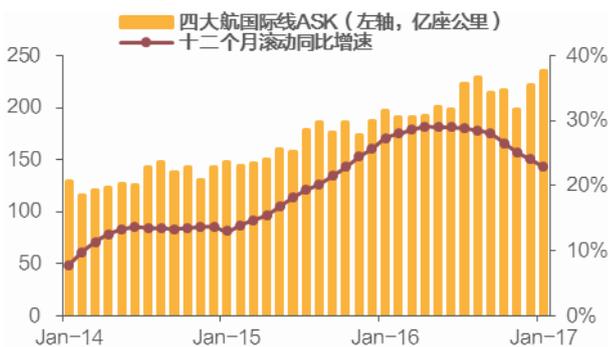
图 30：我国民航“十二五”规划目标及实际完成状况



资料来源：CAAC，天风证券研究所

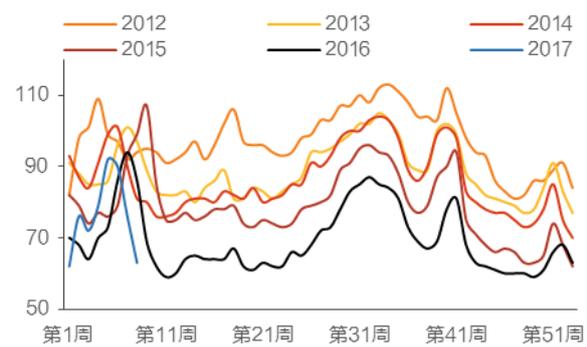
目前国际线存一定供给压力，未来或随运力投放增速趋缓而逐步减弱：2014 年出境游客量爆发式增长，航空公司逐步加大国际线运力投放，而随着一线城市航权逐步用尽且机场时刻难求，航空公司于二线城市新开国际航线数量快速增加。相对于旺盛的需求，供给增速更快，因此 2015 年国际航线票价下滑，2016 年则延续下降趋势，全年票价水平跌幅达 12.3%。2016 年下半年起航空公司逐步削减国际航线增量运力投放，行业国际线运力增速逐步下降，同时票价跌幅缩窄。2017 年各大航空公司国际线运力计划投放相对谨慎，根据我们的草根调研，三大航国际航线运力投放计划增速约为 15%，显著低于 2016 年 21.8% 的实际增速，预计行业国际线运力增速或继续放缓，而消费升级将促使出境游维持较高的景气度，需求增长能够得到保障，综合考虑我们认为 2017 年行业国际线供给压力趋缓。

图 31：四大航国际线客运营运量及十二个月滚动同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

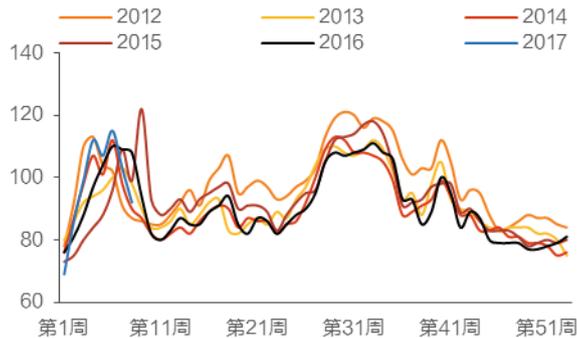
图 32：国际线票价水平



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

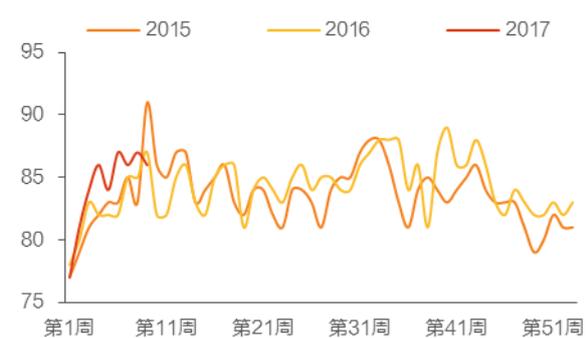
国内线供需关系相对良好，航空公司整体收益能力大概率得到保证：过去两年，随着高铁旅客分流冲击和限制三公消费的边际影响减弱，即便有低油价下航空公司间压低票价展开竞争的因素影响，票价指数依然维持稳定，2016 年仅下跌 2.5%，且下半年同比转正，而 2017 年春运期间国内航线表现良好，票价同比基本持平，而客座率则达到 84.2%，同比提升两个百分点，供需关系有所改善。我们认为未来在需求进一步增长的市场背景下，由于一线城市机场吞吐量趋于饱和而存在供给瓶颈，预计热点城市间航线票价将保持坚挺，航空公司于国内航线整体收益能力大概率得到保证。

图 33：国内线票价水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：国内线客座率



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

■ **公司业务体量增长分析：**未来公司机队规模将维持扩张态势，2016 年底客机数量已经达到 66 架，而网络资料显示 2017 年前两个月公司便已引入 2 架 A320 机型客机，预计全年飞机数量将增至 75 架以上，ASK 增速在 15%-20%。细分市场方面，由于当前行业国际线仍存在一定供给压力，公司或放缓国际线运力投放，预计国内、国际航线增量运力分配将趋于均衡，且行业供需基本平衡下公司客运量将保持同步增长，客座率保持稳定。

4.2. 低成本航空市场竞争或加剧，公司将保持优势地位

4.2.1. 二三线城市将成为低成本航空竞争的主战场，竞争或日趋激烈

一方面，民航行业供需整体平衡伴随着局部市场的不平衡，一线城市机场由于吞吐量接近或达到极限，新开航线及加密班次受到限制，只能通过宽体机替代窄体机提高供给，吞吐量增速出现明显下降。2016 年一线城市五大机场飞机起降架次增速仅为 4.5%，相比前十大二线城市机场吞吐量增速低 4.2%。相比旺盛增长的需求，呈现供给相对不足的局面，而一线城市的供给增长受阻必然导致增量运力投放向二三线城市倾斜。反观二三线城市，虽然经济发展速度较快，但由于基础相对较差，居民收入水平整体相对较低，且消费理念相对滞后，乘机出行的需求仍然较弱，因此一线城市的供给溢出将使二三线城市面临一定供给压力。另一方面，我国机场存量时刻的分配机制主要遵循“祖父原则”，即历史时刻优先、上一航季时刻顺延优先，四大航空集团于一线城市掌握大量机场时刻资源并形成进入壁垒，新进航空公司很难获得优质时刻并与其展开竞争，因此我们认为二三线城市航线将成为未来低成本航空与全服务型航空竞争的主战场。

图 35：一线城市机场起降架次及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：二线城市前十大机场起降架次及同比增速

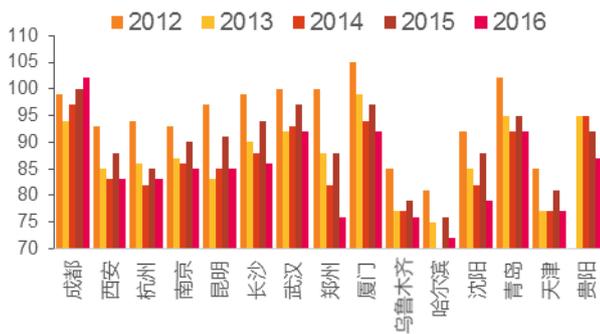


资料来源：Wind，天风证券研究所

低成本航空公司市场重合度提升，全服务型航空公司业务或下沉，市场竞争或加剧：由于业务布局区域重心不同，目前我国低成本航空之间的竞争尚不明显，如春秋航空航线布局重心为上海，九元航空对应的核心城市为广州，而中联航则依托北京南苑机场拓展业务。未来随着低成本航空日趋壮大，其业务布局重合度或将提高，且部分二线城市国际航线运

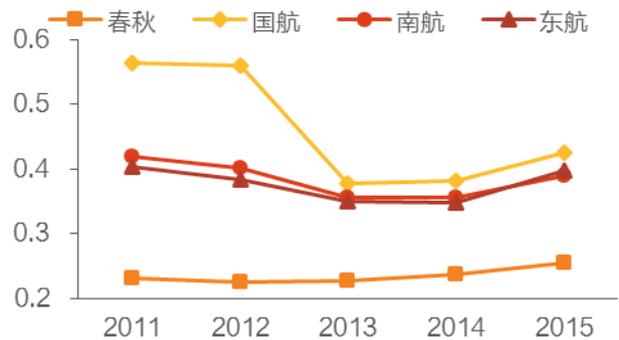
营开始有国外低成本航空介入，市场竞争或趋于激烈。从另一个角度看，随着行业增量运力投放向二三线城市转移，供给逐步增加，且由于高铁分流因素，为保证客座率，全服务型航空公司也不得不压低整体票价水平，因此 2016 年二线城市票价水平出现明显下降，而由于公司前期品牌认知度相对较低，大型航空公司压低票价对公司营收造成了一定压力。2014 年下半年起油价大幅下跌，各航空公司盈利空间虽有扩大，但由于竞争因素票价水平亦有降低。2015 年春秋航空扣油客公里收入仅提升 6.9%，表现不及三大航 11.7% 的平均值。我们认为传统大型全服务型航空公司在二三线城市的经营模式有低成本化的趋势，前面提到东航旗下中联航、海航旗下祥鹏航空及海航参股的西部航空均已开辟低成本航空业务，未来不排除全服务型航空公司旗下部分子公司展开低成本转型的可能性，届时或将加剧行业竞争。

图 37：2016 年二线城市票价整体下跌



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

图 38：春秋航空与三大航扣油客公里收入（元）



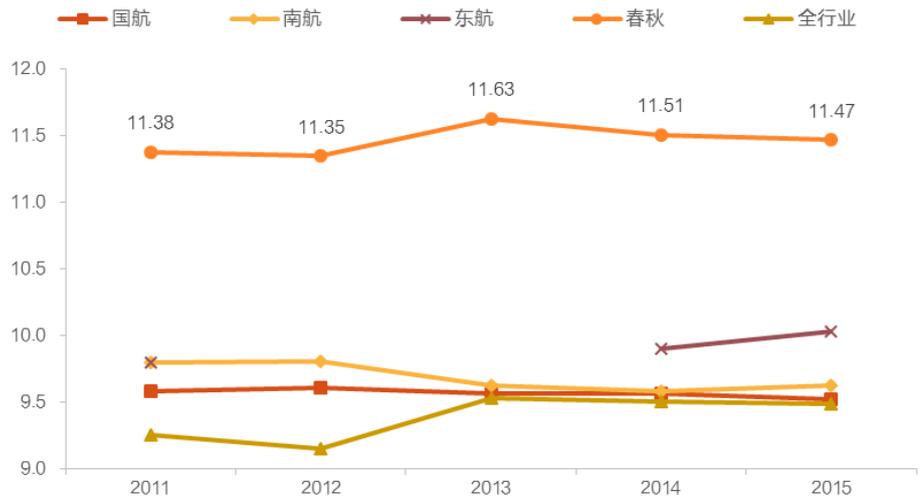
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：国航于 2013 年前不披露集团数据，因此 2011 年，2012 年数据不可比

4.2.2. 公司将维持竞争优势，进一步开发辅收、完善航旅平台打开盈利空间

票价或有反弹空间，成本保持比较优势：主业收入方面，由于行业供需基本平衡，相比于已出现明显反弹的油价，行业整体的票价边际改善空间有限，盈利空间或有所缩窄，即便航空公司间于二三线城市航线的竞争加剧，成本压力也将削弱航空公司间进一步打价格战的动力，而随着品牌认知度的不断提高，公司票价或有反弹空间。成本比较优势方面，我们认为即便传统全服务型航空公司展开低成本化转型，其成本控制也难以与春秋航空媲美。传统全服务型航空公司采用枢纽轮辐式航线网络运营模式，航班时刻时间跨度较小，很少使用延长时段时刻，相比点对点直飞，飞机日利用小时数明显偏低，我国三大航飞机平均日利用率不足 10 小时，相比春秋航空低 1 个小时以上，固定成本难以得到有效摊薄。而如以单一子公司转型的形式，不但要考虑同业竞争即考核开辟点对点直飞航线及出售低价机票是否对整个航线网络造成冲击的问题，降低业务拓展效率，而且多经营模式的统筹势必对管理人员的数量和质量要求更高，不利于降低管理成本。此外，春秋航空无同业子公司，组织架构精简，且 89:1 的人机比使传统全服务型航空公司难以望其项背，预计公司的成本优势将继续保持，有足够的空间压低票价争夺客源保证业务量快速增长。

图 39：春秋航空与三大航的飞机日利用小时数对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所、

预计公司将进一步开发辅助收入，航旅平台建设打开盈利空间：IdeaWorks 的一项研究表明，2015 年全球辅助收入最高的 10 家航空公司人均辅助收益为 41.6 美元，相比 2008 年 18.3 美元的平均值有超过一倍的增幅。2016 年上半年春秋航空人均辅助收入为 50.4 元人民币，虽远高于三大航，但相比国外成熟航空公司依然较低，未来公司仍将加强开发多种地面及机上服务，拓展辅助收入渠道。此外，我们认为随着我国居民旅游出行需求的快速增长，公司控股股东春秋国旅与公司间旅游加航空上下游一体化衔接的模式市场空间广阔，而自建直销平台能够保证网站流量优势，提升变现的可能性。同时公司将继续加大力度打造 IT 平台，丰富航旅产品，提高业务影响力和收益能力。值得一提的是，2016 年底公司与阿里达成战略合作协议，未来将彼此利用对方资源展开业务创新拓展，在机票业务、支付与信用等领域展开全面深度合作，引领并促进航空旅游行业发展，打开辅助收入和航旅业务的盈利增量空间。

表 4：平均每位乘客购买的辅助服务价格排名前十的航空公司

排名	2015 年		2008 年	
	公司	人均辅助收益 (美元)	公司	人均辅助收益 (美元)
1	精神航空	51.80	Allegiant	26.66
2	Jet2.com	50.84	美联航	22.86
3	Allegiant	49.94	Aer Lingus	19.95
4	美联航	44.16	美国航空	19.67
5	澳洲航空	42.70	Jet2.com	19.04
6	大韩航空	38.35	捷蓝航空	15.97
7	维珍大西洋航空	36.08	澳洲航空	15.83
8	亚洲航空 X	35.01	瑞安航空	14.45
9	阿拉斯加航空	34.25	达美航空	14.14
10	Wizz Air	32.74	伏林航空	14.06

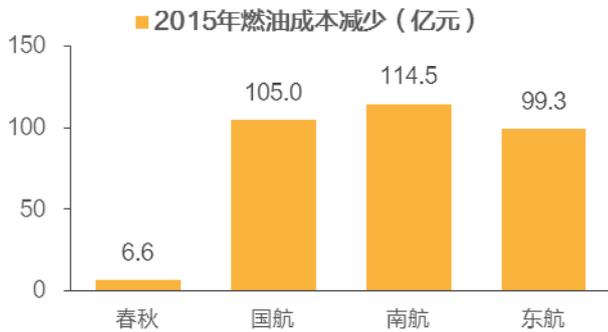
资料来源：IdeaWorks，天风证券研究所

4.3. 油价抬升成本，汇兑低弹性是优势，多因素影响短期业绩增速或放缓

十二年底位油价致全行业成本下降，油价反弹或带来一定成本压力：2014 年下半年起油价大幅下挫，而 2016 年全年布油均价仅为 45.1 美元/桶，为近 12 年来的最低值。低油价降低了全行业的燃油成本，以三大航为例，2015 年国航、南航、东航在运力增速分别达到 11%、12.3%、13.2%的同时燃油成本则分别下降 105 亿、114.5 亿、99.3 亿，降幅分

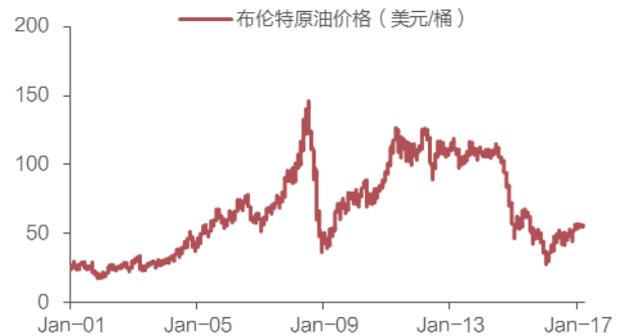
别为 30.4%、30.4%、32.8%，而公司当年运力增速为 21.7%，燃油成本则下降 6.6 亿，降幅 25.4%。油价目前已出现明显反弹，在 2017-2018 年国际油价水平为 55 美元-60 美元/桶区间的假设下，预计公司的燃油成本分别上升 7.1 亿、5.7 亿，带来一定成本压力。

图 40: 春秋及三大航 2015 年燃油成本降低显著



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

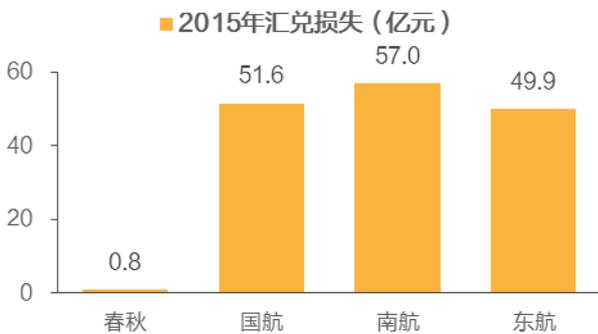
图 41: 布伦特原油走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

预期的人民币贬值难以明显影响公司业绩: 资产负债表中大量的美元负债使得行业近两年承担了巨额汇兑损失,以三大航为例,2015 和 2016 年上半年合计汇兑损失为 158.5 亿元、45.6 亿元,为当期营业利润的 141.7%、48.6%。公司通过一系列对冲方式降低净负债体量,目前业绩的汇率弹性较低,2015 年及 2016 年上半年汇兑损失仅为 0.79 亿、0.57 亿,占当期利润总额的 8.8%、15.4%。在美国已两次加息并且具备进一步加息可能性的当下,人民币贬值预期犹存,而即便汇率贬值,公司业绩受到较大冲击的可能性不大,具备比较优势。

图 42: 2015 年春秋航空及三大航汇兑损失



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 43: 人民币兑美元汇率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

预计业绩小幅增长: 我们预计 2017-2018 年公司收入为 101.3 亿、118.0 亿,增速为 18.3%、16.5%,毛利率为 16.8%、16.3%,净利润为 13.5 亿、14.8 亿,净利率为 13.3%、12.5%,EPS 为 1.69 元、1.85 元。

5. 投资建议及可比公司估值

5.1. 投资建议

我们认为 2017-2018 年行业供需基本平衡,航空公司于二三线城市的竞争或日趋激烈,而公司将依托低成本文化加强成本管控并且继续以较低的机票价格吸引客源保证竞争优势。自建 IT 平台的持续优化及与阿里的战略合作将提高航旅产品的知名度和市场影响力并进一步拓展辅助收益获取渠道,营收增量空间广阔。预期的油价上行或将带来一定的成本压力,而汇率弹性较小则是公司的优势。基建刺激或促使经济复苏并推动民航需求超预期,民航改革或释放更多空域资源利好行业,而考虑到公司的竞争优势以及当前股价已经出现

明显调整，给予“增持”评级，目标价 43.5 元，对应 2017 年-2018 年 PE25.8 倍、23.6 倍。

5.2. 可比公司估值

表 5：可比公司估值（2017-3-10）

代码	公司	股价	PE (TTM)	PB (LF)	EPS		
					2016	2017	2018
601021.SH	春秋航空	37.89	23.4	4.01	1.66	1.69	1.85
601021.SH	春秋航空	37.89	23.4	4.01	1.77	2.09	2.64
601111.SH	中国国航	7.96	13.5	1.55	0.58	0.60	0.66
600029.SH	南方航空	7.73	13.5	1.71	0.59	0.61	0.68
600115.SH	东方航空	7.18	17.6	2.09	0.44	0.48	0.49

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：黄底部分 EPS 为 Wind 一致预期值，其余为我们预测值

6. 风险提示

宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,399.94	3,094.51	4,281.75	3,038.60	3,539.99	营业收入	7,327.61	8,093.67	8,563.51	10,128.67	11,799.97
应收账款	266.11	822.32	329.48	1,051.96	632.81	营业成本	6,244.82	6,466.41	6,928.44	8,429.21	9,875.12
预付账款	194.70	261.20	183.76	358.98	277.41	营业税金及附加	15.24	24.07	18.84	21.27	23.60
存货	42.84	54.97	231.79	107.72	284.55	营业费用	184.46	233.15	257.76	307.91	361.08
其他	18.26	31.45	38.48	40.17	42.07	管理费用	163.47	194.59	215.80	256.26	302.08
流动资产合计	2,921.86	4,264.44	5,065.27	4,597.43	4,776.83	财务费用	98.41	154.48	276.76	348.81	446.96
长期股权投资	110.26	95.34	35.04	55.34	66.26	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	10,222.23	12,914.53	15,617.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,512.12	4,287.58	2,405.39	3,247.99	3,955.73	投资净收益	(80.74)	(117.29)	(99.70)	(69.79)	(13.96)
无形资产	54.30	62.96	65.91	67.69	71.03	其他	161.48	234.57	199.39	139.58	27.92
其他	1,291.14	1,460.32	1,378.98	1,560.88	1,763.80	营业利润	540.47	903.69	766.20	695.42	777.17
非流动资产合计	8,339.63	11,764.55	14,107.56	17,846.42	21,474.11	营业外收入	683.48	902.38	998.20	1,079.23	1,158.36
资产总计	11,261.49	16,028.99	19,172.82	22,443.85	26,250.94	营业外支出	8.09	2.05	4.02	3.74	4.03
短期借款	2,045.51	1,561.08	640.01	2,162.42	2,503.67	利润总额	1,215.86	1,804.02	1,760.38	1,770.91	1,931.50
应付账款	324.07	489.83	352.36	660.55	519.52	所得税	331.68	476.16	431.29	421.48	453.90
其他	1,847.53	2,927.84	2,493.00	2,261.30	2,482.43	净利润	884.18	1,327.86	1,329.09	1,349.44	1,477.60
流动负债合计	4,217.12	4,978.75	3,485.37	5,084.27	5,505.63	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,329.10	3,353.53	4,715.83	5,154.72	6,042.82	归属于母公司净利润	884.18	1,327.86	1,329.09	1,349.44	1,477.60
应付债券	0.00	0.00	2,302.00	2,302.00	3,365.00	每股收益(元)	1.10	1.66	1.66	1.69	1.85
其他	1,161.98	1,156.93	960.25	1,005.98	1,140.32						
非流动负债合计	3,491.08	4,510.46	7,978.08	8,462.70	10,548.14						
负债合计	7,708.20	9,489.21	11,463.44	13,546.97	16,053.77	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	300.00	800.00	800.00	800.00	800.00	营业收入	11.64%	10.45%	5.80%	18.28%	16.50%
资本公积	279.70	1,534.33	1,534.33	1,534.33	1,534.33	营业利润	24.93%	67.21%	-15.21%	-9.24%	11.76%
留存收益	3,253.29	5,739.78	6,909.38	8,096.88	9,397.17	归属于母公司净利润	20.75%	50.18%	0.09%	1.53%	9.50%
其他	(279.70)	(1,534.33)	(1,534.33)	(1,534.33)	(1,534.33)	获利能力					
股东权益合计	3,553.29	6,539.78	7,709.38	8,896.88	10,197.17	毛利率	14.78%	20.11%	19.09%	16.78%	16.31%
负债和股东权益总计	11,261.49	16,028.99	19,172.82	22,443.85	26,250.94	净利率	12.07%	16.41%	15.52%	13.32%	12.52%
						ROE	24.88%	20.30%	17.24%	15.17%	14.49%
						ROIC	17.26%	15.64%	9.94%	7.14%	6.33%
						偿债能力					
						资产负债率	68.45%	59.20%	59.79%	60.36%	61.16%
						净负债率	21.73%	2.90%	5.92%	-21.55%	0.21%
						流动比率	0.69	0.86	1.45	0.90	0.87
						速动比率	0.68	0.85	1.39	0.88	0.82
						营运能力					
						应收账款周转率	29.99	14.87	14.87	14.66	14.01
						存货周转率	173.51	165.51	59.73	59.67	60.16
						总资产周转率	0.77	0.59	0.49	0.49	0.48
						每股指标(元)					
						每股收益	1.10	1.66	1.66	1.69	1.85
						每股经营现金流	1.34	2.01	2.08	3.12	4.32
						每股净资产	4.44	8.17	9.64	11.12	12.75
						估值比率					
						市盈率	34.31	22.84	22.81	22.46	20.51
						市净率	8.54	4.64	3.93	3.41	2.97
						EV/EBITDA	0.00	34.95	19.56	17.78	15.04
						EV/EBIT	0.00	47.42	32.36	34.67	30.96

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com