

春秋航空 (601021.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

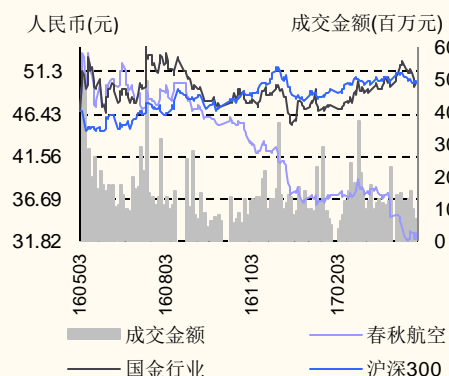
公司点评

市场价格(人民币): 32.86元

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)	26,307.06
年内股价最高最低(元)	53.50/31.82
沪深 300 指数	3439.75
上证指数	3154.66



相关报告

- 《四季度拖累业绩，成本控制效果卓越-春秋航空公司点评》，2017.3.31
- 《运力恢复扩张，汇兑同比改善受益较小-春秋航空三季报点评》，2016.11.1
- 《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
- 《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
- 《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

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

机队扩大提升营收，运力投放转向国内

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.660	1.187	1.543	1.784	1.963
每股净资产(元)	8.17	9.15	10.53	12.15	13.96
每股经营性现金流(元)	1.97	2.49	1.84	2.23	2.96
市盈率(倍)	36.75	30.94	21.30	18.42	16.74
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	50.18%	-28.42%	29.93%	15.64%	10.04%
净资产收益率(%)	20.30%	12.98%	14.65%	14.68%	14.06%
总股本(百万股)	800.00	800.58	800.58	800.58	800.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年一季度实现营业收入 25.71 亿元，同比增长 23.09%；归属上市公司股东净利润 3.03 亿元，同比下跌 17.3%；基本每股收益为 0.38 元。

经营分析

- 机队扩大运量增长明显，营业收入显著上升：**由于公司 2016 年 6 月至 8 月共引进 10 架 A320，一季度公司整体运营数据获得了显著增长。RPK 同比增长 26.1%。机队扩大促使运力投放速度加快，一季度 ASK 同增 26.5%。运力投放压力也使得公司客座率在高位略有下降，同比减少 0.1pts，降至 93.1%，但仍处于行业领先地位。受益于在运量的显著增长，公司一季度营收同比增长 23.09%，达到 25.71 亿元。
- 国内航线需求旺盛，积极完善国内航线布局：**从细分市场来看，2017 年第一季度的国内航线的整体表现要显著优于国际航线，国内和国际 RPK 分别同比增长 37.3%和 10.3%，需求明显向国内回流。另外，公司顺应市场变化，一季度新开多条国内航线，加大了国内航线的运力投放，透过完善布局与运力调整积极响应市场的变化需求，国内和国际 ASK 分别同比增长 37.4%和 11.0%。
- 多项利空营业成本，航线补贴缩窄利润降幅：**一季度由于布伦特原油均价同比上涨 54%，造成航司燃油成本压力巨大，以及由于机队扩大，导致工资、起降费、折旧费预计均加速增长，公司营业成本 22.5 亿元，同比增长 42.8%，毛利率同减 12.1pts，营业利润同减 65.1%。不过公司一季度收到航线补贴 2.81 亿元，使得营业外收支增加 1.3 亿元，有效缩窄净利润降幅，一季度归属上市公司股东净利润 3.03 亿元，同比下跌 17.3%。

投资建议

- 国内航空运输市场整体需求旺盛，航线票价管制逐步放开，市场化程度不断加深，为企业营造了良好环境；春秋航空作为低成本航空领军者，航空+旅游模式带来充沛成长动力。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 为 1.54/1.78/1.96 元，对应 PE 分别为 21/18/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑，油价和汇率波动较大，疾病爆发和恶劣天气等影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,328	8,094	8,429	10,084	11,698	13,247
增长率		10.5%	4.1%	19.6%	16.0%	13.2%
主营业务成本	-6,245	-6,466	-7,350	-8,588	-9,858	-11,066
%销售收入	85.2%	79.9%	87.2%	85.2%	84.3%	83.5%
毛利	1,083	1,627	1,079	1,496	1,840	2,181
%销售收入	14.8%	20.1%	12.8%	14.8%	15.7%	16.5%
营业税金及附加	-15	-24	-7	-10	-12	-13
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-184	-233	-258	-303	-351	-397
%销售收入	2.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-163	-195	-188	-202	-234	-265
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	720	1,175	626	982	1,244	1,506
%销售收入	9.8%	14.5%	7.4%	9.7%	10.6%	11.4%
财务费用	-98	-154	-246	-349	-354	-425
%销售收入	1.3%	1.9%	2.9%	3.5%	3.0%	3.2%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-81	-117	-91	15	15	15
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.9%	0.8%	0.7%
营业利润	540	904	289	647	904	1,095
营业利润率	7.4%	11.2%	3.4%	6.4%	7.7%	8.3%
营业外收支	675	900	994	1,000	1,000	1,000
税前利润	1,216	1,804	1,284	1,647	1,904	2,095
利润率	16.6%	22.3%	15.2%	16.3%	16.3%	15.8%
所得税	-332	-476	-333	-412	-476	-524
所得税率	27.3%	26.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	884	1,328	951	1,235	1,428	1,572
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	884	1,328	951	1,235	1,428	1,572
净利率	12.1%	16.4%	11.3%	12.2%	12.2%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	884	1,328	951	1,235	1,428	1,572
非现金支出	305	377	535	750	924	1,205
非经营收益	131	207	220	-658	-616	-530
营运资金变动	-275	-340	286	143	46	121
经营活动现金净流	1,045	1,572	1,991	1,470	1,783	2,367
资本开支	-2,446	-3,188	-4,321	-1,472	-2,527	-4,366
投资	-93	-104	-56	-1	0	0
其他	135	-100	-715	15	15	15
投资活动现金净流	-2,404	-3,393	-5,092	-1,458	-2,512	-4,351
股权募资	0	1,755	14	0	0	0
债权募资	2,369	595	2,908	-239	1,256	2,596
其他	-123	179	1,734	-483	-527	-613
筹资活动现金净流	2,246	2,528	4,656	-721	729	1,983
现金净流量	887	708	1,555	-709	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,400	3,095	4,709	4,000	4,000	4,000
应收款项	268	822	1,543	1,794	2,082	2,357
存货	43	55	68	71	81	91
其他流动资产	211	293	421	459	497	533
流动资产	2,922	4,264	6,741	6,324	6,659	6,981
%总资产	25.9%	26.6%	34.3%	30.2%	27.9%	24.6%
长期投资	110	95	59	60	59	59
固定资产	6,884	10,146	11,338	13,093	15,759	19,970
%总资产	61.1%	63.3%	57.7%	62.5%	66.0%	70.4%
无形资产	417	505	503	423	361	312
非流动资产	8,340	11,765	12,905	14,626	17,229	21,390
%总资产	74.1%	73.4%	65.7%	69.8%	72.1%	75.4%
资产总计	11,261	16,029	19,647	20,950	23,888	28,371
短期借款	2,789	2,584	3,099	1,828	2,084	4,679
应付款项	1,003	1,845	1,611	1,950	2,254	2,544
其他流动负债	425	549	514	610	688	841
流动负债	4,217	4,979	5,224	4,388	5,026	8,064
长期贷款	2,329	3,354	3,864	4,864	5,864	5,865
其他长期负债	1,162	1,157	3,235	3,268	3,268	3,268
负债	7,708	9,489	12,323	12,520	14,158	17,197
普通股股东权益	3,553	6,540	7,323	8,430	9,730	11,174
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,261	16,029	19,647	20,950	23,888	28,371

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.947	1.660	1.187	1.543	1.784	1.963
每股净资产	11.844	8.175	9.148	10.530	12.154	13.957
每股经营现金净流	3.483	1.965	2.487	1.836	2.227	2.957
每股股利	0.240	0.210	0.160	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	24.88%	20.30%	12.98%	14.65%	14.68%	14.06%
总资产收益率	7.85%	8.28%	4.84%	5.89%	5.98%	5.54%
投入资本收益率	6.03%	6.93%	2.80%	4.23%	4.67%	4.70%
增长率						
主营业务收入增长率	11.64%	10.45%	4.15%	19.63%	16.00%	13.24%
EBIT增长率	34.34%	63.34%	-46.73%	56.85%	26.62%	21.07%
净利润增长率	20.75%	50.18%	-28.42%	29.93%	15.64%	10.04%
总资产增长率	47.18%	42.33%	22.57%	6.63%	14.02%	18.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	3.9	5.0	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	2.5	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	12.2	15.3	16.5	16.0	16.0	16.0
固定资产周转天数	217.8	264.2	418.7	395.4	405.7	462.9
偿债能力						
净负债/股东权益	76.50%	43.48%	62.01%	59.07%	64.09%	79.05%
EBIT利息保障倍数	7.3	7.6	2.5	2.8	3.5	3.5
资产负债率	68.45%	59.20%	62.72%	59.76%	59.27%	60.62%

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	3	18
增持	0	0	0	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.25	1.18

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	2016-03-09	买入	42.14	56.00~60.00
2	2016-04-29	买入	46.38	56.00~60.00
3	2016-06-01	买入	50.07	64.00~65.00
4	2016-08-16	买入	49.94	55.00~60.00
5	2016-08-30	买入	48.02	N/A
6	2016-09-12	买入	46.82	N/A
7	2016-11-01	买入	43.21	N/A
8	2017-03-31	买入	36.49	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