

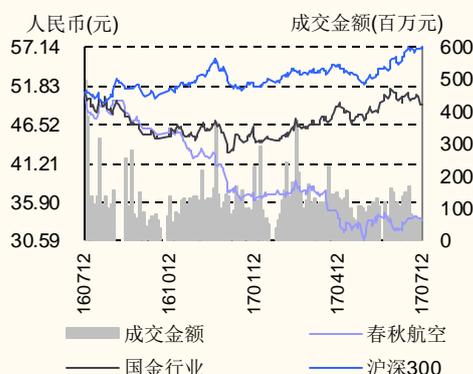
市场价格(人民币): 32.86元

利空出尽，低成本航空龙头再起航

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)	50.95/30.59
沪深 300 指数	3658.82
上证指数	3197.54



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	1.544	1.746	2.070
每股净资产(元)	8.17	9.15	10.53	12.12	14.03
每股经营性现金流(元)	1.97	2.49	1.73	1.95	2.70
市盈率(倍)	36.75	30.94	21.28	18.82	15.87
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%	30.05%	13.08%	18.55%
净资产收益率(%)	20.30%	12.98%	14.66%	14.41%	14.76%
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

投资逻辑

- **战略延续，领军国内低成本航空市场：**2017年3月，春秋航空完成高层换届，原董事长王正华长子王煜接任新董事长。公司将延续低成本战略，通过独有的“两单”、“两高”、“两低”经营模式，并研发自主信息系统，降低运营成本，提供明显低于全服务航空公司的票价，实现差异化竞争，抢占对价格较为敏感的旅客细分市场。由于一线城市时刻紧张，公司运力向二三线城市倾斜，促进公司政府补贴收入增长，2016年占比较利润总额达70.3%。同时，作为低成本航司，春秋航空大力发展辅助业务，成为公司净利润重要增长点。通过设立投资子公司和股权激励，让利员工，未来公司潜力有保障。
- **利空渐尽，春秋航空重回正轨：**2016年，公司运力引进遭受重大挑战，6月末至8月初集中引进了合计10架A320飞机，使得客座率承压严重。另外，2016年四季度公司重点投放的泰国和韩国等国际航线，受一系列政策、政治等原因影响，客座率和收益水平降幅较大，叠加油价同比有小幅增长，四季度录得亏损，拖累全年业绩。不过进入2017年，公司面临的主要利空因素正在消除。新增运力逐渐消化，国内市场景气提升，开始在存量市场提升票价获取更大收益，国际市场触底企稳，一季度公司营收实现23.1%的高速增长。
- **低成本航空风靡全球，需要良好环境助力发展：**低成本航空发展近50年，凭借独特的运营模式，压低成本，降低票价，在全球吸引了大量旅客。目前，全球低成本航空公司市场份额已增长至30%。世界各地涌现出多家能与老牌全服务航空公司相提并论的低成本公司。但是中国低成本航空起步相比较晚，市场份额仅为10.3%，渗透率依然较低。借鉴国外低成本航空经验，良好、平等的环境是其发展的基础，政策和经营条件的进一步改善，将推动我国低成本航空快速发展，早日接轨国际。

投资建议

- 春秋航空是我国低成本航空领军者，经营模式受到市场认可。国际线企稳回暖，集中运力引进逐步消化，营收开始高速增长。PB估值与历史水平相比较低，利空出尽，预计将迎来估值修复。我们预测公司2017-2019年EPS分别为1.54元、1.75元、2.07元，对应PE分别为21倍、19倍、16倍，维持“买入”评级。

风险

- 宏观经济下滑，低成本航空政策推进不及预期，疾病和恶劣天气影响等。

相关报告

- 1.《机队扩大提升营收，运力投放转向国内-春秋航空公司点评》，2017.5.2
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

内容目录

1. 战略延续，领军国内低成本航空市场	4
1.1 春秋航空历史沿革与股权结构	4
1.2 坚持低成本战略，实现差异化竞争	5
1.3 运力投放倾向二三线城市，补贴收入贡献业绩	7
1.4 辅助业务成为业绩重要补充	8
1.5 研发投入行业领先，自主研发节约运营成本	9
1.6 股权激励让利于员工，定增提升主业竞争力	9
2. 利空渐尽，春秋航空重回正轨	10
2.1 2016 年下半年飞机集中引进，客座率承压	10
2.2 四季度国际线雪上加霜，拖累 2016 全年业绩	11
2.3 负面影响消除，春秋航空主业回归正常	12
2.4 存量市场强势，微调票价策略提升收益	13
3. 低成本航空风靡全球，良好环境助力发展	13
4. 估值与盈利预测	14
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1：春秋航空历史沿革	4
图表 2：春秋航空流通股与限售股比例示意图	4
图表 3：春秋航空股权结构图	5
图表 4：春秋航空营业收入 2017 年一季度恢复	6
图表 5：春秋航空客运收入占比维持高位	6
图表 6：春秋航空成本构成	6
图表 7：春秋航空与三大航水平相当	6
图表 8：春秋航空低成本模式汇总	6
图表 9：春秋航空座公里成本低于三大航	7
图表 10：春秋航空单位费用成本低于三大航	7
图表 11：二三线城市机场起降架次增速较快	7
图表 12：政府补助收入保持稳定增长	8
图表 13：政府补助收入占比利润总额保持 45% 以上	8
图表 14：春秋航空辅助收入高速增长	8
图表 15：春秋航空辅助收入占比营业收入稳步提升	8
图表 16：春秋航空研发投入力度行业领先	9
图表 17：股权激励计划条款	10
图表 18：非公开发行募投项目	10
图表 19：春秋航空飞机引进安排示意图	11
图表 20：春秋航空整体客座率	11

图表 21: 春秋航空国内线客座率.....	11
图表 22: 春秋航空国际线客座率.....	12
图表 23: 春秋航空各市场 ASK 投入占比变化.....	12
图表 24: 2016 年公司营业收入增速较慢.....	12
图表 25: 2016Q4 公司归母净利润亏损.....	12
图表 26: 布伦特原油价格增速大幅放缓.....	13
图表 27: 低成本美西南航空市场份额美国第二.....	14
图表 28: 各地区低成本航空市场份额.....	14
图表 29: 春秋航空 PB Bands.....	15
图表 30: 低成本航司 PB 估值较高.....	15

1. 战略延续，领军国内低成本航空市场

1.1 春秋航空历史沿革与股权结构

- 春秋航空股份有限公司前身春秋航空有限公司，于2004年5月成立，是中国首批民营航空公司之一，注册资本8000万元，其中春秋国旅出资4800万元，春秋包机出资3200万元，分别占比60%和40%。2009年5月，春秋国旅向春航有限增资1.2亿元，出资占比达到84%，春秋包机占比降为16%。2010年9月，春秋包机将所持有春航有限的6%和3%股份，分别转让给春翔投资和春翼投资。

2010年11月，春航有限完成股份制改造，春航有限变更为春秋航空股份有限公司，净资产值约5.8亿元，折为股本3亿股（每股面值1元），四家股东持股比例不变。2015年1月，春秋航空成功完成IPO，在上交所上市，公开发行1亿股，原3亿股限售3年。2015年10月，实施中期资本公积转增股本，向全体股东每10股转增10股，转增后总股本增加至8亿股。2016年11月，公司实行股权激励计划，授予30名技术骨干共58万股。自此，春秋航空总股本达到800,580,000股，春秋国旅是公司控股股东，持有公司股份62.95%，原董事长王正华为本公司的实际控制人，持有春秋国旅35.70%的股权。

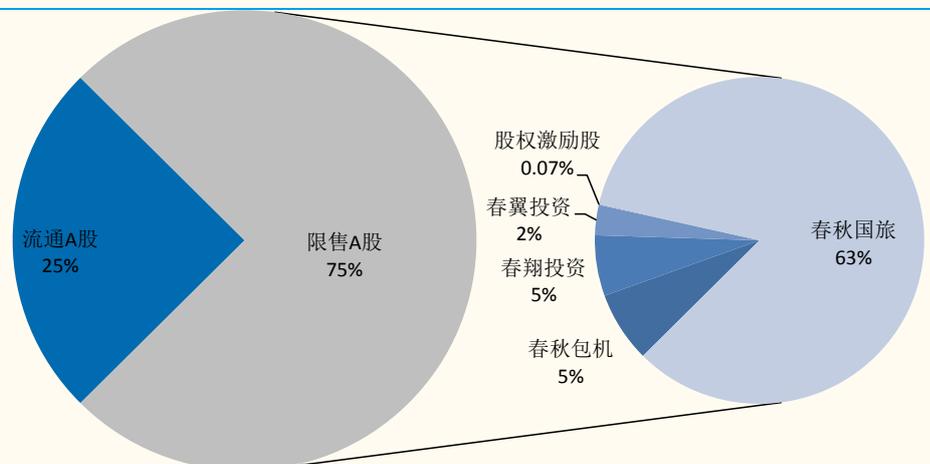
2017年3月，原董事长王正华离任，继续担任董事会和战略委员会成员，王正华长子王煜辞任公司总裁，接替董事长职位，高层更迭完成。

图表 1：春秋航空历史沿革

时间	事件
2004.5	前身成立： 春秋航空股份有限公司前身春秋航空有限公司成立，注册资本8000万元。
2009.5	增资： 春秋国旅向春航有限增资1.2亿元，出资占比达到84%。
2010.9	股权转让： 春秋包机转让6%股份给春翔投资，3%给春翼投资。
2010.11	股份制改造： 春航有限变更为春秋航空股份有限公司，净资产值约5.8亿元，折为股本3亿股。
2015.1	IPO： 春秋航空上交所上市，公开发行1亿股。
2015.10	转增股本： 资本公积转增股本，每10股转增10股，总股本增加至8亿股。
2016.11	股权激励： 授予30名技术骨干共58万股，分四期解锁。
2017.3	高层更迭： 原董事长王正华离任，长子王煜接任。

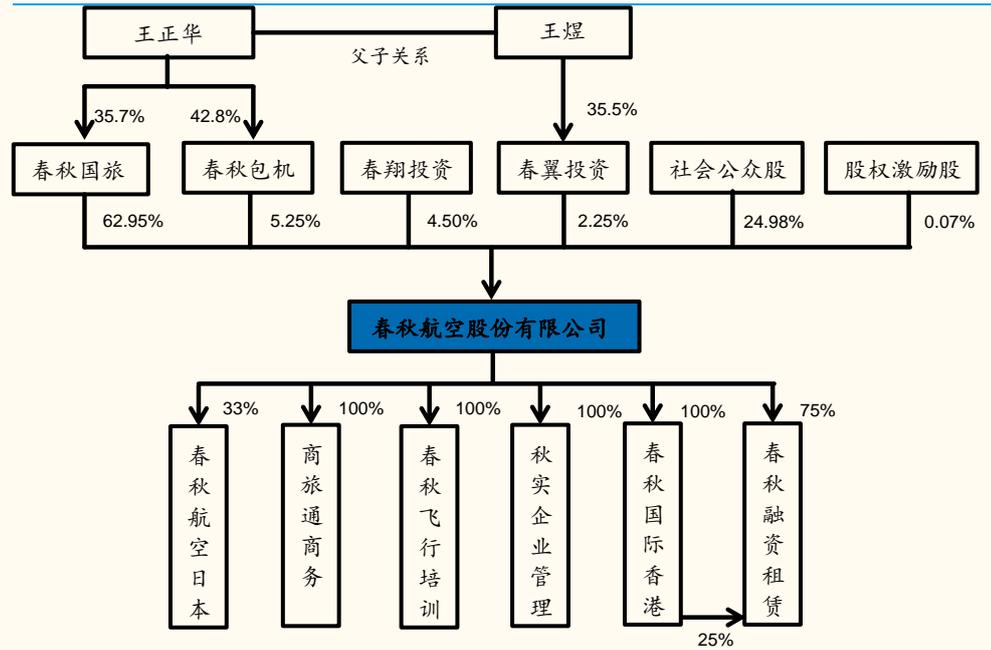
来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 2：春秋航空流通股与限售股比例示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：春秋航空股权结构图

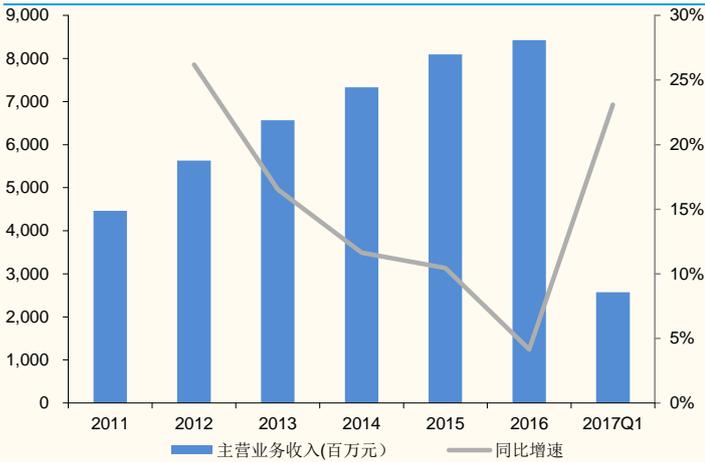


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 坚持低成本战略，实现差异化竞争

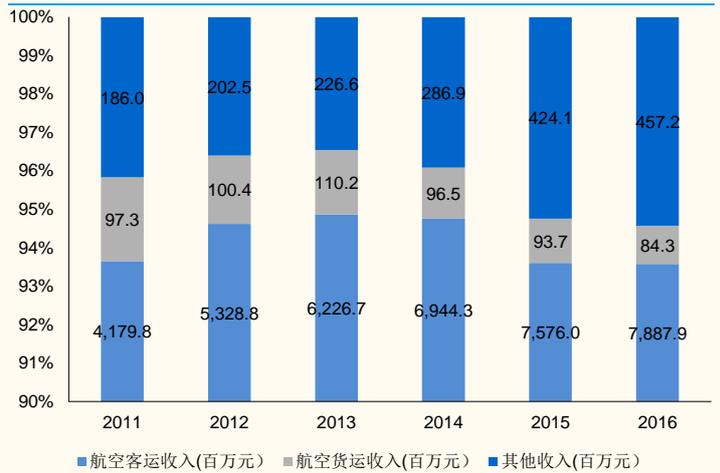
- 自成立以来，春秋航空专注于低成本战略。作为民营企业，此次董事长换届，由长子接任，完成了典型的家族企业传承。预计新董事长接任后，低成本的战略与企业文化将延续。在确保安全的前提下，通过区别于全服务航空公司的运营模式，努力降低运营成本，实现差异化竞争，提供更有竞争力的票价，通过价格优势吸引对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客，提高客座率，降低单位成本，达到以量换价提高收益的目标。
- 截至 2017 年 6 月，春秋航空机队规模达到 73 架，全为 A320 飞机，国内外在飞航线 173 条，通航城市 87 个。逐步形成以华东上海两场为核心，东北沈阳、哈尔滨，华北石家庄，华南深圳，西南重庆为支撑点的基地布局。按旅客周转量计算，春秋航空占比我国航空市场份额为 2.9%，成为国内低成本航空业的龙头公司。
- 2016 年，春秋航空实现营业收入 84.3 亿元，同比增长 4.15%。2017 年一季度，公司实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 23.09%。收入结构中，2016 年，航空客运实现收入 78.9 亿元，同比增长 4.1%，占比营业收入达到 93.6%，航空货运收入均为客机腹舱载货，实现 0.8 亿元，占比 1.0%，其它业务收入 4.6 亿元，占比 5.4%。
2016 年，公司营业成本 73.5 亿元，同比增长 13.7%。其中，燃油成本 18.8 亿元，占比达到 25.6%，在 2016 年油价整体较低背景下，是春秋航空营业成本中占比最大的部分。其他成本项中，飞机及发动机租赁折旧费用、工资及福利费用和起降费用占比均超过 18%，以上四项构成了春秋航空的主要经营成本。
- 虽然春秋航空由于为了吸引客流，尽可能的压低票价，但公司毛利率在航空业内与三大航水平相当，相比民营全服务航空公司吉祥航空有一定差距。2016 年下半年，公司飞机集中引进，叠加大力投放的韩国和泰国市场，受政治原因影响严重，2016 年和 2017 年一季度，在油价逐步攀升的背景下，春秋航空毛利率分别为 12.8%和 12.5%，有较大幅度下滑。

图表 4：春秋航空营业收入 2017 年一季度恢复



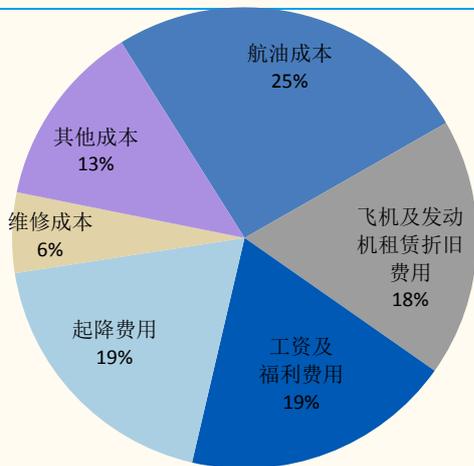
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：春秋航空客运收入占比维持高位



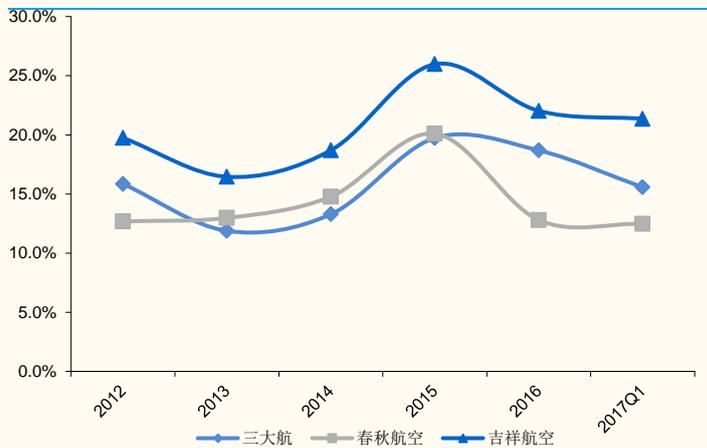
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：春秋航空成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：春秋航空与三大航水平相当



来源：公司公告，国金证券研究所

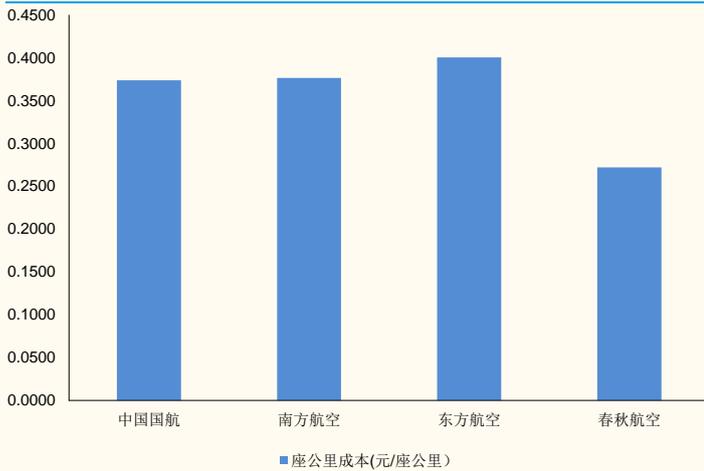
- 春秋航空独有的“两单”、“两高”、“两低”经营模式，使得春秋航空的座公里成本（营业成本/ASK）以及单位费用成本（销售费用和管理费用/ASK）显著低于三大航。其中，座公里成本相比中国国航、南方航空、东方航空分别低 27%、28%、32%，单位费用成本分别低 60%、55%、61%。

图表 8：春秋航空低成本模式汇总

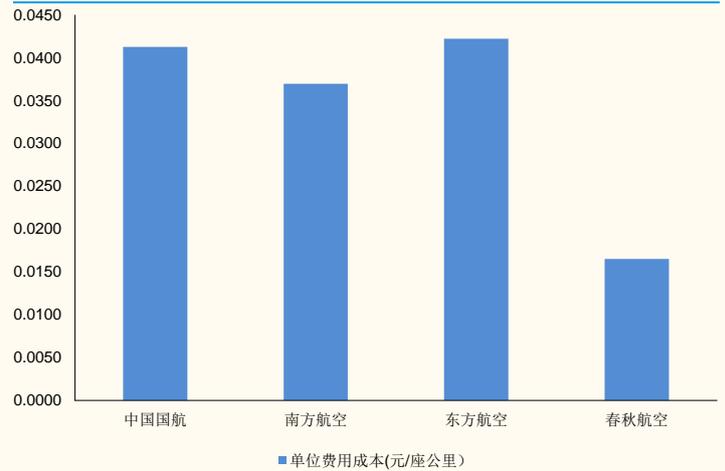
两单	单一机型	全为A320分机，集中采购降低飞机购买和租赁成本
	单一舱位	全为经济舱，较两舱机型飞机高出约15%-20%座位数
两高	高客座率	连续六年保持客座率91%以上，摊薄单位成本
	高飞机日利用率	平均在册飞机日利用率在11个小时左右
两低	低销售费用	85%以上散客机票通过电子商务和直销渠道销售，使用自主研发的分销、订座、结算和离港系统
	低管理费用	最大程度地利用第三方服务商的资源与服务，精简二三线人员

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：春秋航空座公里成本低于三大航



图表 10：春秋航空单位费用成本低于三大航



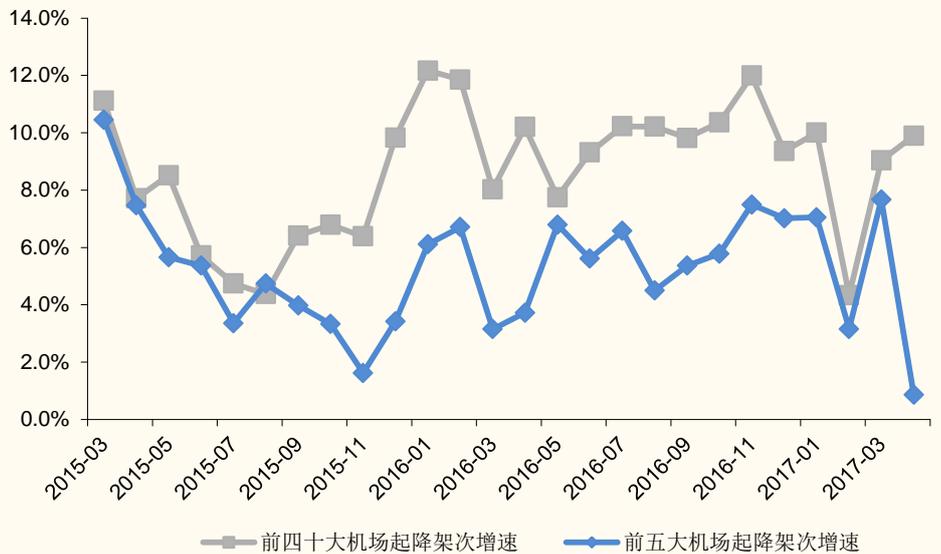
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 运力投放倾向二三线城市，补贴收入贡献业绩

- 春秋航空的运力投放逐渐向二三线城市倾斜，近两月新引进飞机大都投放至宁波、沈阳等地。虽然春秋航空以上海两场为主基地，但一线机场时刻资源紧张，比如浦东机场由于准点率不达标，将停止其客运加班、包机、新增航班航线的申请至 12 月 31 日，预计 2019 年之前不会大规模放量；另外，二三线城市居民消费水平不断增加，但相比一线城市，价格敏感性更强，春秋航空在此类城市更能发挥低成本的优势，争取到更多流量。所以二三线城市逐渐成为春秋航空扩张的主战场。

图表 11：二三线城市机场起降架次增速较快

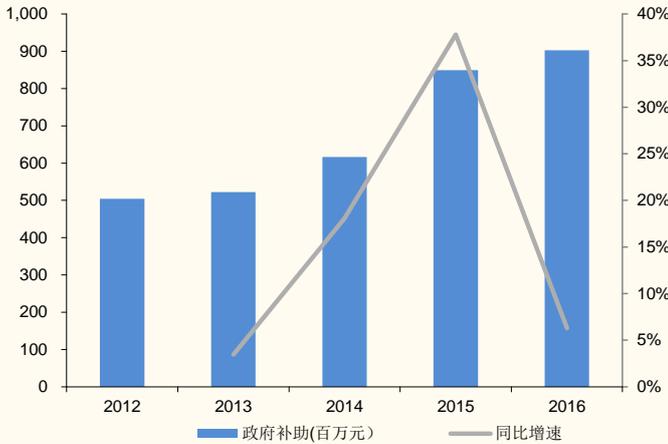


来源：Wind，国金证券研究所

- 运力投放向二三线城市倾斜，使得补贴收入成为公司主营业务外，重要业绩来源。由于二三线城市需要吸引客流，促进经济发展，各地政府积极与航空公司合作，开发培育新航线，并给予航空公司一定的政府补助。
- 政府补助包括航线补贴与财政补贴。航线补贴是各地方政府或机场给予航空公司经营某些航线的补贴，以及中国民用航空局给予的航线补贴，补贴金额通过公式计算，与人数、航班运营时间、航班数有关，航线补贴既有利于公司通过低票价优势吸引大量乘客，促进当地民航业发展，又使得公司迅速扩大当地市场份额，获得区域市场优势地位；财政补贴与税收有关，包括地方政府机构给予的专项扶持资金。

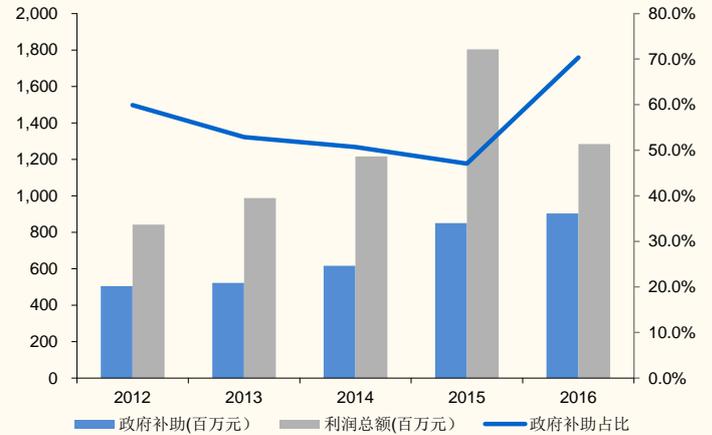
- 春秋航空政府补助逐年增长。2014 年和 2015 年，公司大力投放国际航线，地方政府对国际航线带来的商机更加青睐，这两年政府补助高速增长。其余年份，政府补助稳步增长。2016 年，春秋航空获得政府补助 9.03 亿元，同比增幅 6.3%，占比较利润总额达到 70.3%，贡献了大部分的业绩。

图表 12：政府补助收入保持稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：政府补助收入占比利润总额保持 45% 以上

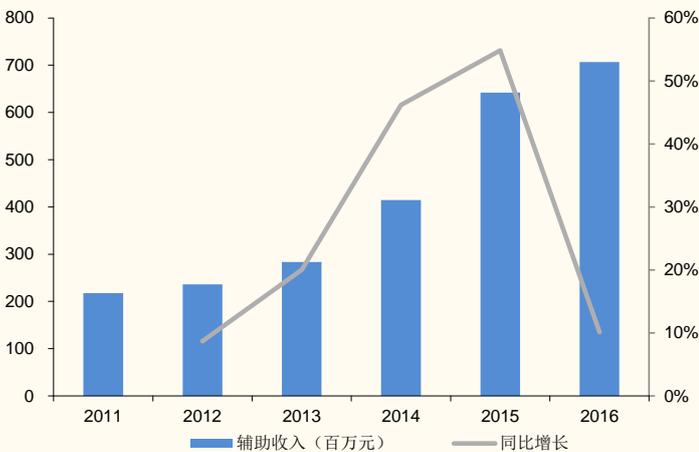


来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 辅助业务成为业绩重要补充

- 春秋航空作为低成本航空公司，充分发挥辅助业务潜力。辅助业务主要包括机供品销售、逾重行李运输、快速登机服务和保险代理以及其他业务收入。春秋航空票价里不包含客舱餐饮，并且免费行李额比全服务航空公司低，乘客若需要此类服务，需支付一定数额的费用；另外，春秋航空相继推出快速登机服务、保险代理等，给予乘客更多选择的权利，满足乘客个性化需求。
- 2016 年，春秋航空辅助业务收入 7.1 亿元，同比增长 10.2%，占比营业收入 8.4%，2011 年辅助收入占比营业收入仅为 4.9%。2016 年人均贡献辅助收入 49.7 元，相比 2011 年人均辅助收入 30.4 元的水平同样大幅提升。并且由于辅助收入毛利较高，占比利润稳定在 30% 左右。2016 年辅助收入增长放缓，主要原因在于携程等分流，乘客在公司网站购买旅游酒店产品较少，新增长点培育需要时间。
- 通过线上平台以及移动终端的搭建，公司可以研究设计打包产品，将产品组合更加迅速地传递给客户，人均辅助收入持续增长，辅助收入占营业收入比重稳步提升，预计未来将成为公司净利润重要增长点。

图表 14：春秋航空辅助收入高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：春秋航空辅助收入占比营业收入稳步提升

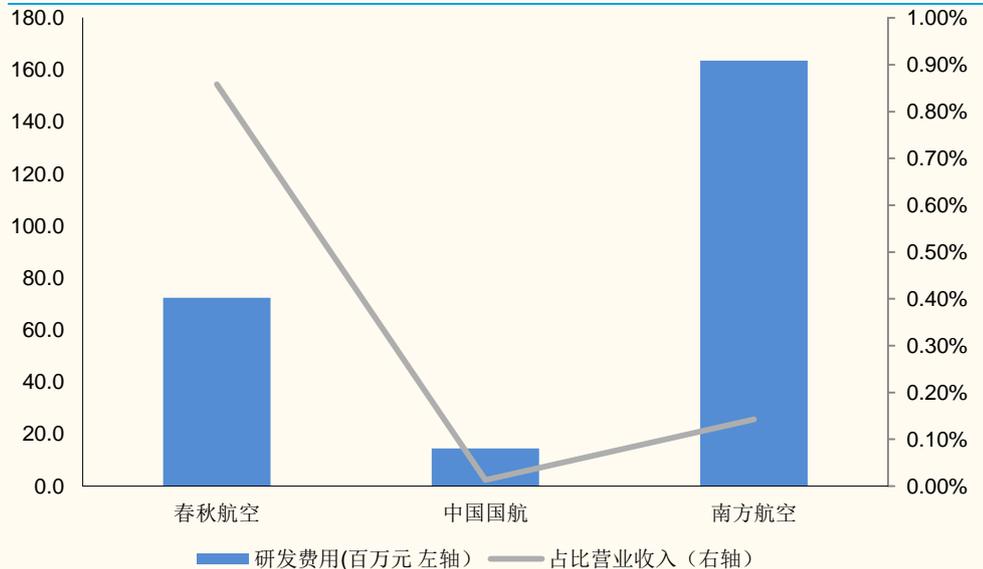


来源：公司公告，国金证券研究所

1.5 研发投入行业领先，自主研发节约运营成本

- 春秋航空在维持低成本战略的同时，一直注重研发投入，发挥航空信息化建设优势。春秋航空自主研发的航空分销、订座、结算、离港系统，使得春秋航空可以独立于中航信系统，提升了公司的渠道掌控力和运营效率，并缩短财务结算周期，节省了大量的代理成本。
- 2016年，春秋航空研发投入共7238万元，占比营业收入0.86%，用于升级完善公司业务系统、运行系统和辅助系统的各项环节。虽然作为低成本航空公司，但相比三大航，研发费用投入力度遥遥领先。2016年，中国国航、南方航空分别研发投入1443万元、1.64亿元，占比营业收入比例分别为0.01%和0.14%。
- 春秋航空高额的研发投入，使得公司可以借助信息化优势，大幅降低销售费用、提高运营效率。公司自主研发的电子商务直销系统，可以节约代理费超过2亿元，若使用中航信系统进行分销订座，大约需支付费用8000余万元，自助研发的结算清算系统，可以节省约8000余万元，同时离港系统也将为公司节省约7000余万元。可见公司在研发方面的投入虽然力度较大，却可以节约更多的费用，充分体现了公司的低成本战略。

图表 16：春秋航空研发投入力度行业领先



来源：公司公告，国金证券研究所

1.6 股权激励让利于员工，定增提升主业竞争力

- 2016年11月，春秋航空公告股权激励计划限制性股票授予结果，公司将共58万股限制性股票授予30名技术骨干，占总股本的比例0.0725%，授予价格24.29元，授予日为2016年9月30日。关于激励计划，被授予员工可以在授予日后的第18至30个月、第30至42个月、第42至54个月、第54至66个月，分别解锁25%的限制性股票。解锁条件均为每个解锁期前三个完整财务年度的单机利润三年算数平均值不少于2,000万元。
- 此次限制性股权激励计划虽然是第一期，但并不是春秋航空第一次尝试将公司骨干人员利益与公司绑定，达到提升经营效率的目的。将公司所得利益让于员工，让公司与员工共同成长，自上市伊始，公司即开始进行该方面的尝试。

2010年9月30日，春翔投资和春翼投资分别成立，两家公司唯一对外投资即为分别持有上市前春秋航空6%与3%的股份，不从事其他业务，成立的目的是为了让春秋航空和春秋国旅的部分员工投资春秋航空。通过成立春翔投资和春翼投资以及第一期股权激励计划，让管理层和员工共115人利益与公司绑定，公司得以高效率运营。

图表 17: 股权激励计划条款

解锁期	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标
第一解锁期	2018.4-2019.4	25%	2015、2016、2017年度单机利润三年算数平均值不少于2,000万元
第二解锁期	2019.4-2020.4	25%	2016、2017、2018年度单机利润三年算数平均值不少于2,000万元
第三解锁期	2020.4-2021.4	25%	2017、2018、2019年度单机利润三年算数平均值不少于2,000万元
第四解锁期	2021.4-2022.4	25%	2018、2019、2020年度单机利润三年算数平均值不少于2,000万元

来源：公司公告，国金证券研究所

- 在 2015 年 1 月公司成功 IPO 募集资金 17.5 亿元，购买 9 架 A320 飞机和 3 台 A320 飞行模拟机后，2016 年 8 月，公司公告非公开发行股票预案，继续稳步扩张机队规模，提升公司竞争力。在非公开发行预案中，计划募集金额不超过 40 亿元，将继续购买 10 架 A320 分机和 1 台 A320 飞行模拟机。春秋航空将继续完善自己的航空网络，抢占对价格敏感的二三线城市和细分市场。
- 此次发行价格为 43.71 元/股，定价基准日为 2016 年 8 月 24 日。定价日距今已将近一年，发行价格已倒挂超过 20%，增发目前处于暂停状态，尚待股东大会批准。预计公司将重新召开董事会，调整增发价格。预计调整后的增发价格为约 30 元/股，假设募集金额为计划上限 40 亿元，则需发行 1.3 亿股左右，若增发新股全为新股东购得，则发行后，春秋国旅持股比例将降为 54%，仍为春秋航空控股股东，王正华仍为公司实际控制人。新增增发流程启动后，预计今年底之前将上报证监会审核，在明年二季度获得证监会批文，经过董事会审议通过具体内容后，执行定向增发方案。

图表 18: 非公开发行募投项目

募投项目	项目需求资金（亿元）	计划使用募集资金（亿元）
购置10架空客A320飞机	64.88	39.5
购置1台A320飞行模拟机	0.7	0.5
合计	65.58	40

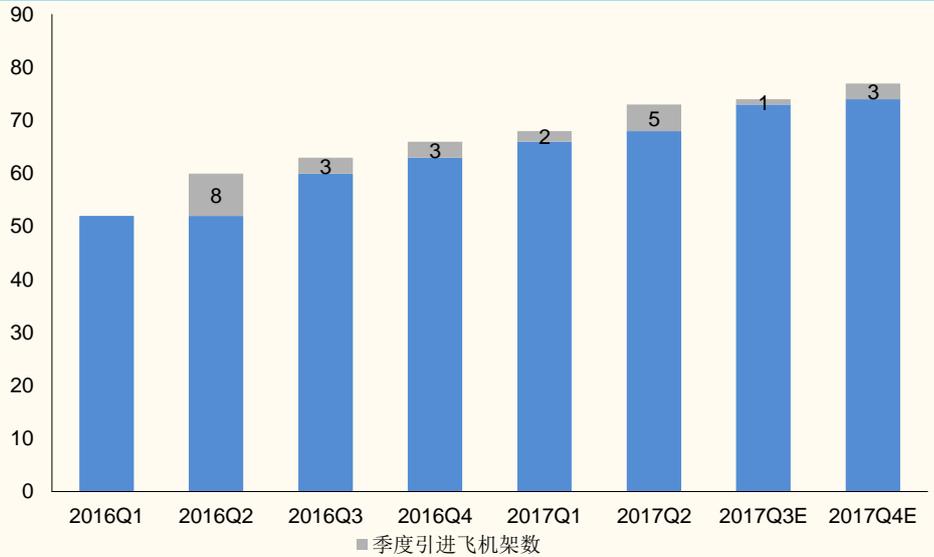
来源：公司公告，国金证券研究所

2. 利空渐尽，春秋航空重回正轨

2.1 2016 年下半年飞机集中引进，客座率承压

- 2016 年，公司运力引进遭受重大挑战。因为多种原因，导致原本应于 2016 年上半年计划引进的 8 架飞机延迟至 2016 年 6 月交付，使得 2016 年 6 月末至 8 月初大约 7 周时间内，集中引进了合计 10 架 A320 飞机，公司运力投放、排班、销售和经营方面都面临较大压力。
- 集中飞机引进，运力需要时间消化，虽然春秋航空客座率水平依然领跑全行业，但自 2016 年下半年承压严重。2016 年下半年，春秋航空整体客座率为 90.6%，相较 2015 年同期下降 1.4pts，2016 年以来，除去 2017 年春运，其余月份春秋航空客座率均处于下滑态势。另外，国内和国际线客座率分别为 93.3%和 85.2%，相较 2015 年同期分别下降 1.4pts 和 1.3pts。

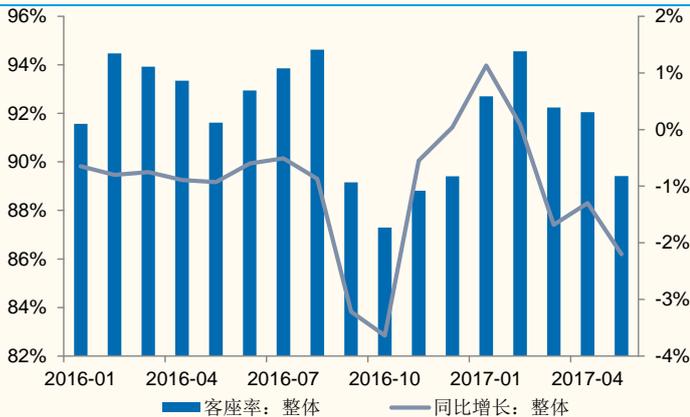
图表 19: 春秋航空飞机引进安排示意图



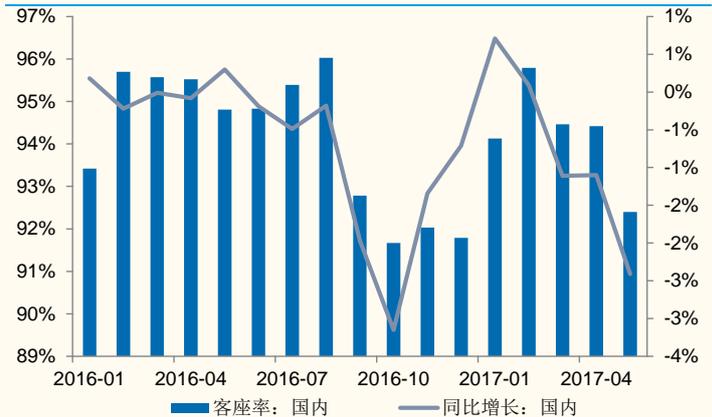
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2016 年上半年, 飞机引进不利, 使得公司在国内航线票价景气度较高时, 没有新增运力充分享受行业向上带来的红利, 营业收入较难实现增量, 公司也将存量运力抽调至利润率更高的国际航线, 2016 年上半年国际与地区线 ASK 投入占比提升至约 40%。

图表 20: 春秋航空整体客座率



图表 21: 春秋航空国内线客座率



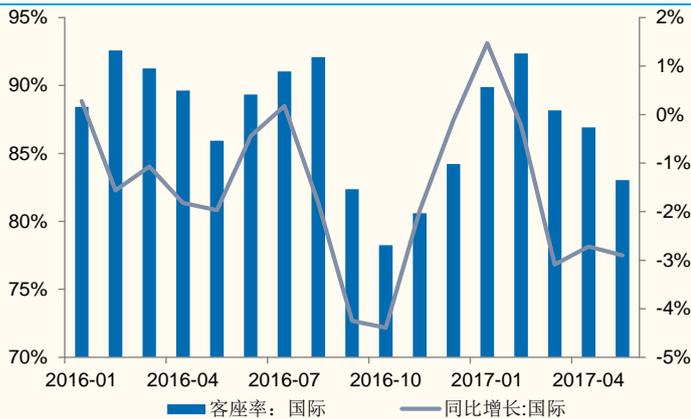
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 四季度国际线雪上加霜, 拖累 2016 全年业绩

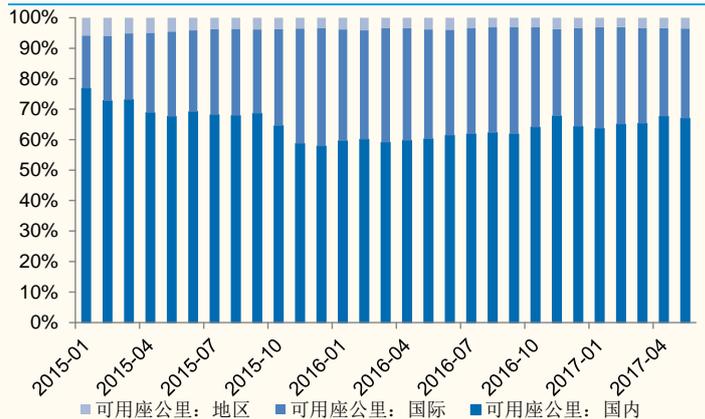
- 由于飞机引进过快, 而新增运力培育需要时间, 导致公司营业收入仅小幅增长, 明显低于营业成本增长速度, 毛利率在三季度航空旺季录得较大降幅。2016 年三季度, 春秋航空实现营业收入 26.0 亿元, 同比增长 9.8%, 营业成本 19.8 亿元, 同比增长 21.8%, 毛利 6.3 亿元, 毛利率 24.1%, 相比 2015 年同期下降 7.5pts。最终录得归母净利润 4.3 亿元, 同比下降 26.3%。
- 进入 2016 年四季度, 春秋航空经营状况遇到更大挑战。三季度以前, 公司重点投放国际市场, 期望获得更高盈利, 客座率本身已经承压较为严重。进入四季度, 公司国际线投入最高的泰国和韩国, 由于一系列政策、政治等原因影响, 使得春秋航空国际线客座率和收益水平降幅较大, 成为公司四季度亏损的主要原因, 叠加四季度油价同比有小幅增长, 春秋航空四季度拖累全年业绩。

图表 22：春秋航空国际线客座率



来源：公司公告，国金证券研究所

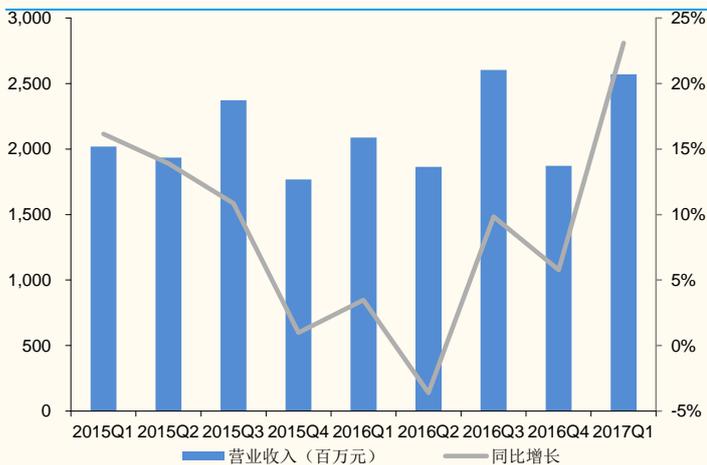
图表 23：春秋航空各市场ASK投入占比变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年四季度，春秋航空国际线客座率仅为 81.1%，相比 2015 年同期下降 2.2pts，实现营业收入 18.7 亿元，同比增长 5.8%，远低于 ASK 同比 13.8% 的增长速度，营业成本 21.6 亿元，同比增长 24.3%，最终录得归母净利润-2.2 亿元。

图表 24：2016 年公司营业收入增速较慢



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：2016Q4 公司归母净利润亏损



来源：公司公告，国金证券研究所

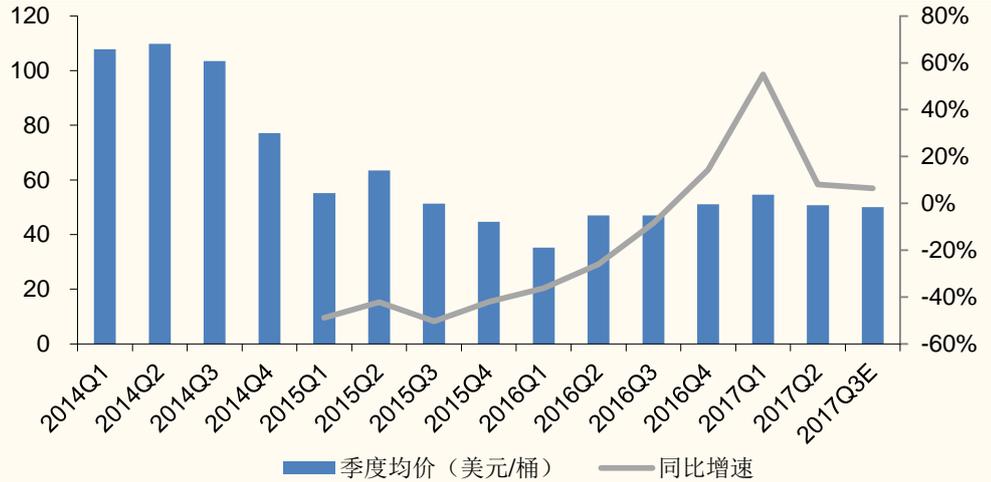
2.3 负面影响消除，春秋航空主业回归正常

- 2016 年，春秋航空经营遇到较大困难，包括飞机运力引进在 6 月至 8 月过于集中，导致客座率与收益水平承压；以及前期主要投入的国际线遭遇政治突发事件，细分地域市场需求出现较大幅度下降。
- 进入 2017 年，公司面临的主要利空因素正在逐渐消除。首先，2016 年引进的运力开始逐渐被消化，借助国内市场的景气度提升，公司重新大力投入国内市场，ASK 投入占比重回 65% 之上。2017 年飞机引进也重回预定轨道，虽然投放力度加大让客座率依然缓慢下降，但不断提高的收益水平，促使一季度营业收入增速提升，飞机引进带来的运营规模扩大利好开始体现。
- 第二，国际市场触底企稳。泰国旅游业逐渐恢复，公司开始重新增加投入；韩国市场继续变差的可能性较小；日本市场开始好转，客座率和票价水平同比已转正。以上两点都使得春秋航空主营业务进入增长态势。2017 年一季度，春秋航空实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 23.1%，录得上市以来最大单季度涨幅。
- 第三，对 2017 年一季度业绩影响较大的油价，预计影响同样将逐步减小。2017 年一季度，国际油价同比上涨约 55%，航空公司营业成本大幅增加，

春秋航空录得营业成本 22.5 亿元，同比增长 42.8%，毛利率同比下降 12.0pts，为 12.5%，最终一季度实现归母净利润 3.0 亿元，同比下降 17.3%。

2017 年二季度后，油价同比增速明显下降，油价震荡中枢或从 55 美元/桶下移至 50 美元/桶，二、三季度油价同比增幅预计降至约 8%、6%，减轻公司成本端压力。春秋航空 2016 年航油成本为 18.8 亿元，消耗航油 57.8 万吨，若航油采购价格变动 10%，将使得归母净利润变动约 1.9 亿元。预计二季度春秋航空归母净利润将重回增长轨道，三季度进入航空旺季后，业绩增速将进一步提升，超过 70%。

图表 26：布伦特原油价格增速大幅放缓



来源：Wind，国金证券研究所

2.4 存量市场强势，微调票价策略提升收益

- 虽然由于公司新增运力投放，增量市场仍处于培育过程中，但存量市场已经较为成熟，一直以来牺牲票价吸引客流的策略，使得存量市场产生资源错配现象。一些热门航线航班供不应求，如上海-厦门航线客座率达到 98% 左右。若仍然采取低票价吸引客流的定价策略，明显不利于公司追求收益的最终目标。
- 在延续低成本战略的大方向下，公司票价策略会在局部有所修正，将适当提价，牺牲一定的高客座率，达到提升航线收益的目的。这一策略与公司核心的引流策略并不抵触，培育成熟的航线中，流量已无法带来优势，提高票价将更有利于提高收益水平。预计这一票价策略的改变，将更有利于提升春秋航空的营收增速，为公司提升业绩提供新方向。

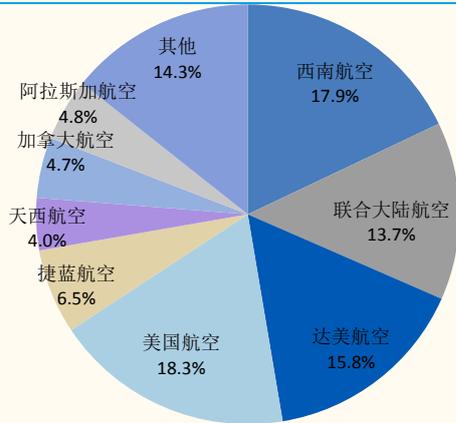
3. 低成本航空风靡全球，良好环境助力发展

- 自全球第一家低成本航空公司，美国西南航空公司于 1971 年成立，低成本航空业已经发展了近 50 年。低成本航空公司凭借独特的运营模式，压低成本，降低票价，在全球吸引了大量旅客。目前，全球低成本航空公司市场份额已从 2001 年的 8%，增长至 2016 年 30%，世界各地涌现出多家能与老牌全服务航空公司相提并论的低成本公司。
- 美国西南航空公司发展至今，已成为美国国内第二大航空公司，按旅客周转量计算，西南航空占据了 17.9% 的市场份额，仅次于美国航空的 18.3%。另外，另一家低成本航空公司捷蓝航空市场份额达到 6.5%。低成本航空已经成为美国国内出行重要的选择之一。

欧洲航空市场中，低成本航司同样发挥着至关重要的作用。爱尔兰瑞安航空 (Ryanair) 2016 年旅客运输量达到 1.17 亿人次，同比增长 15%，击败了汉莎、IAG (英航母公司) 和法航-荷航集团，成为欧洲旅客运输量最高的运输公司。排名第五的易捷航空 (easyJet) 同样是低成本航司。

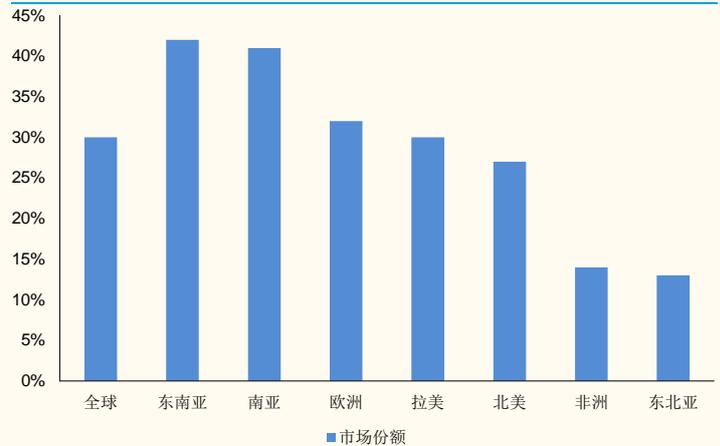
- 全服务航空公司也在争夺低成本市场。通过成立低成本子公司，或者经营模式向低成本靠拢，使得低成本市场份额能够在全世界快速增长。

图表 27：低成本美西南航空市场份额美国第二



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 28：各地区低成本航空市场份额



来源：CAPA，国金证券研究所

- 就在低成本航空风靡全球之际，东北亚尤其是中国的低成本航空发展较为滞后。目前，中国低成本航空市场份额仅为 10.3%，渗透率依然较低，我国低成本航空起步相比较晚，相应发展环境还不完善。若要我国低成本航空能够快速发展，从资源配置、旅客认知程度、政策限制等方面，仍需向国际靠拢。

首先，资源配置问题是我国低成本航空公司面临的首要问题。由于我国航线管制非常严格，枢纽机场优质航线被四大航垄断，而支线市场盈利能力较低，低成本航司将遭受剧烈的竞争。

另外，政策的限制也使得我国低成本航司无法像国外低成本航司快速发展。航油和机场成本与全服务公司相差无几，低成本航司无法充分体现成本优势；航空票价上限受到管制，低成本航司低价策略效果被部分抑制；辅助收入部分同样受到管制，比如选座收费仍被禁止，使得低成本航司收入来源狭窄。

- 借鉴国外低成本航空发展经验，良好、平等的环境是其发展的基础。尽管中国民航局鼓励发展低成本航空，并在 2014 年下发了《关于促进低成本航空发展的指导意见》，鼓励设立低成本航空公司，但我国低成本航空更上一层楼，政策和经营环境还需进一步改善。

4. 估值与盈利预测

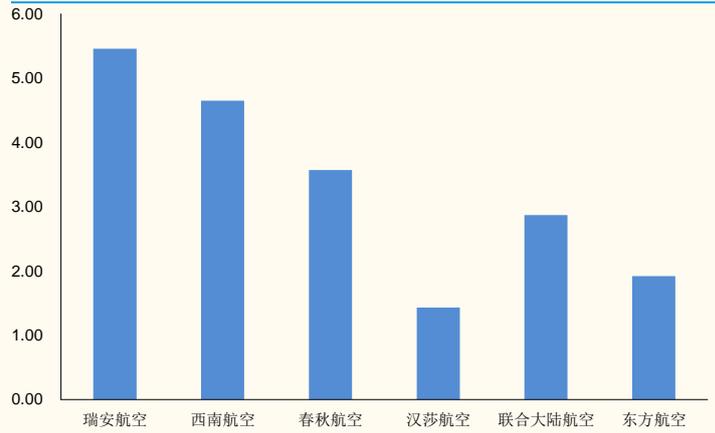
- 由于从 2016 年开始，春秋航空经营遭遇挑战，市场对其处于看空状态，目前 PB 估值 3.6 倍左右，相较历史 PB 估值中枢 5.9 倍有近 40% 折价。在公司利空逐渐出尽后，预计公司估值水平会迎来修复过程。
- 世界范围内，低成本航空公司 PB 估值普遍高于该地区全服务航空公司，可以看出全球投资者对于低成本航空运营模式的认可。欧洲的瑞安航空 PB 估值约 5.5 倍，而汉莎集团仅为约 1.4 倍；美国西南航空 PB 约 4.7 倍，联合大陆为约 2.9 倍；我国三大航中最高的是东方航空 PB 估值约 1.9 倍，也大幅低于春秋航空。
- 不过由于我国低成本航空渗透率较低，春秋航空市场份额不高，与国外龙头低成本航司相比，估值仍有一定差距。如果低成本航空政策能够进一步放开，旅客对于低成本航司的观念更加深入，低成本航空经营模式在我国得到快速发展，春秋航空作为我国低成本航空龙头，将最大限度享受行业发展带来的红利，估值中枢有望向国际靠拢。

图表 29: 春秋航空 PB Bands



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 低成本航司 PB 估值较高



来源: Wind, 国金证券研究所

- **出行需求 (RPK):** 公司整体仍然维持低价引流策略, 新增航线培育情况良好, 旅游出行需求不减; 国际航线在经历高增长后, 预计略有放缓, 整体航空需求将维持高位。整体 RPK 增速为 20.9%、14.6%、14.7%; 国内线 RPK 增速为 25.0%、15.0%、15.0%; 国际线 RPK 增速 15.0%、15.0%、15.0%。
- **运力投放 (ASK):** 国内线需求提升, 预计公司将新增运力主要投放至国内航线, 国际线在市场逐渐恢复后, 增速将维稳回升。2017~2019 年整体 ASK 增速为 23.5%、14.5%、14.6%; 国内线 ASK 增速为 27.0%、15.0%、15.0%; 国际线 ASK 增速 20.0%、15.0%、15.0%。
- **客公里受益:** 公司低成本运营方针不变, 存量市场开始提价牺牲客座率, 预计 2017 年国内线将同比小幅上涨, 国际线降幅会收窄。
- 基于以上假设, 公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.54 元、1.75 元、2.07 元, 对应 PE 分别为 21 倍、19 倍、16 倍, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 宏观经济下滑, 低成本航空政策推进不及预期, 疾病爆发和恶劣天气影响等。

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	10,083	11,677	13,616
增长率		10.5%	4.1%	19.6%	15.8%	16.6%
主营业务成本	-6,245	-6,466	-7,350	-8,730	-10,093	-11,603
%销售收入	85.2%	79.9%	87.2%	86.6%	86.4%	85.2%
毛利	1,083	1,627	1,079	1,353	1,584	2,013
%销售收入	14.8%	20.1%	12.8%	13.4%	13.6%	14.8%
营业税金及附加	-15	-24	-7	-10	-12	-14
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-184	-233	-258	-302	-350	-408
%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	-272
%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	838	988	1,318
%销售收入	9.8%	14.5%	7.4%	8.3%	8.5%	9.7%
财务费用	-98	-154	-246	-304	-339	-423
%销售收入	1.3%	1.9%	2.9%	3.0%	2.9%	3.1%
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	548	664	910
营业利润率	7.4%	11.2%	3.4%	5.4%	5.7%	6.7%
营业外收支	675	900	994	1,100	1,200	1,300
税前利润	1,216	1,804	1,284	1,648	1,864	2,210
利润率	16.6%	22.3%	15.2%	16.3%	16.0%	16.2%
所得税	-332	-476	-333	-412	-466	-552
所得税率	27.3%	26.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	884	1,328	951	1,236	1,398	1,657
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	1,236	1,398	1,657
净利率	12.1%	16.4%	11.3%	12.3%	12.0%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	884	1,328	951	1,236	1,398	1,657
非现金支出	305	377	535	750	924	1,205
非经营收益	131	207	220	-759	-816	-832
营运资金变动	-275	-340	286	154	54	132
经营活动现金净流	1,045	1,572	1,991	1,382	1,560	2,162
资本开支	-2,446	-3,188	-4,321	-1,372	-2,327	-4,066
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	-1,358	-2,312	-4,051
股权募资	0	1,755	14	0	0	0
债权募资	2,369	595	2,908	-251	1,279	2,500
其他	-123	179	1,734	-482	-527	-612
筹资活动现金净流	2,246	2,528	4,656	-733	751	1,888
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	2,078	2,423
存货	43	55	68	72	83	95
其他流动资产	211	293	421	463	504	549
流动资产	2,922	4,264	6,741	6,329	6,665	7,067
%总资产	25.9%	26.6%	34.3%	30.2%	27.9%	24.8%
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%	70.2%
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%	75.2%
资产总计	11,261	16,029	19,647	20,955	23,893	28,457
短期借款	2,789	2,584	3,099	1,816	2,095	4,593
应付款项	1,003	1,845	1,611	1,962	2,271	2,634
其他流动负债	425	549	514	614	695	867
流动负债	4,217	4,979	5,224	4,392	5,060	8,094
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	12,524	14,192	17,227
普通股股东权益	3,553	6,540	7,323	8,432	9,701	11,230
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	20,955	23,893	28,457

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.947	1.660	1.187	1.544	1.746	2.070
每股净资产	11.844	8.175	9.148	10.532	12.118	14.028
每股经营现金净流	3.483	1.965	2.487	1.726	1.949	2.701
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%	14.66%	14.41%	14.76%
总资产收益率	7.85%	8.28%	4.84%	5.90%	5.85%	5.82%
投入资本收益率	6.03%	6.93%	2.80%	3.61%	3.72%	4.12%
增长率						
主营业务收入增长率	11.64%	10.45%	4.15%	19.61%	15.81%	16.61%
EBIT增长率	34.34%	63.34%	-46.73%	33.89%	17.88%	33.39%
净利润增长率	20.75%	50.18%	-28.42%	30.05%	13.08%	18.55%
总资产增长率	47.18%	42.33%	22.57%	6.66%	14.02%	19.10%
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	406.4	450.3
偿债能力						
净负债/股东权益	76.50%	43.48%	62.01%	58.92%	64.39%	77.88%
EBIT利息保障倍数	7.3	7.6	2.5	2.8	2.9	3.1
资产负债率	68.45%	59.20%	62.72%	59.76%	59.40%	60.54%

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	5
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.17

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	2016-04-29	买入	46.38	56.00~60.00
2	2016-06-01	买入	50.07	64.00~65.00
3	2016-08-16	买入	49.94	55.00~60.00
4	2016-08-30	买入	48.02	N/A
5	2016-09-12	买入	46.82	N/A
6	2016-11-01	买入	43.21	N/A
7	2017-03-31	买入	36.49	N/A
8	2017-05-02	买入	32.86	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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