

## 利空渐尽，民营航空龙头长期成长可期

### 投资要点

- **事件：公司发布 2017 年半年度报告。**2017 上半年实现营业收入 50.7 亿元，同比增长 28.1%；归母净利润 5.5 亿元，同比下滑 25.2%；扣非后归母净利润 4.5 亿元，同比增长 53.3%。Q2 单季营收 24.9 亿元，同比增长 33.8%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比下降 32.8%，实现扣非后归母净利润 3.6 亿元。
- **低基数高增长，运力倾投二三线城市，政府补助添助力。**报告期内，公司 ASK 相比去年同期增长 30.7%，其中国内航线 ASK 同比增速达到 43.6%。公司 2017 年上半年营收同比增长 28.1%，扣非后净利润同比增长 53.3%，一方面是由于 2016 年上半年飞机引进面临重大挑战，错失低油价红利期，造成 2016 年上半年收入、利润基数较低；另一方面，在强化上海主战场的作战优势之外，新增运力主要投放在沈阳、石家庄、扬州等地机场，政府补助成为公司收入与利润重要来源。公司变更会计准则，报告期内计入非经常性损益的财政补贴为 9700 万，另外与公司日常活动有关的政府补助 5.1 亿元，从“营业外收入”项目重新分类至“其他收益”项目，计入营业利润，并划分为经常性损益，这是公司报告期内扣非后归母净利润同比大幅增长的重要原因。
- **辅收发力，与营收增速同步。**报告期内，公司辅助业务收入达 4.1 亿元，较去年同期增长 23.6%，其中线上辅助业务收入超过 2 亿元，同比增长超 25%。主要在于公司重点发展机上销售和跨境电商业务，完善支付方式，并完成与大型跨境电子商务平台以及国际物流平台的系统对接，完善了公司的跨境电子商务平台。
- **主营成本上升，主要系航油成本上涨与起降费上调所致。**报告期内，公司单位主营业务成本为 0.28 元，较去年同期上升 9.6%，其中单位航油成本较去年同期上涨 36.2%，民航局调整民用机场收费标准，自今年 4 月 1 日开始执行，导致二季度整体平均单架次起降费同比增长 13.6%。
- **受益人民币对美元升值，汇兑损失大幅下降。**报告期内，人民币兑美元升值幅度为 2.53%，一方面，公司产生汇兑损失 600 万元，相比去年同期下降 89.5%，另一方面，人民币累计升值幅度的提高，对于出境游的刺激作用会更加明显，能有效消化当前公司国际线仍存在的供给压力，同时也带来国内航司与国际航司间的票价比较优势，利于票价边际改善。

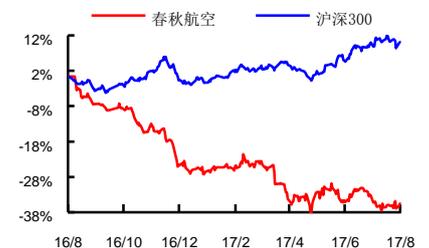
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	8429.40	9906.62	11645.19	13351.34
增长率	4.15%	17.52%	17.55%	14.65%
归属母公司净利润 (百万元)	950.52	1142.01	1317.72	1537.31
增长率	-28.42%	20.15%	15.39%	16.66%
每股收益 EPS (元)	1.19	1.43	1.65	1.92
净资产收益率 ROE	12.98%	13.66%	13.81%	14.07%
PE	27	22	19	17
PB	3.47	3.04	2.66	2.33

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 罗月江  
 执业证号: S1250517010001  
 电话: 021-68413373  
 邮箱: lyj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.01
流通 A 股(亿股)	2.00
52 周内股价区间(元)	30.59-49.94
总市值(亿元)	254.26
总资产(亿元)	197.38
每股净资产(元)	9.68

### 相关研究

1. 春秋航空 (601021): 短期业绩波动不改长期成长逻辑 (2017-04-04)



- **高层换届，整体发展方向不变，局部策略或有调整。**今年3月，公司原董事长王正华长子王煜接任新董事长。公司在延续低成本航空发展方向前提下，局部策略或有调整，公司将适应市场规则，在稳固当前高客座率的情况下，适当提价，以突破当前高客座率边际成本难以进一步改善瓶颈，谋求营业收入的提升
- **盈利预测与投资建议。**目前来看，公司战略调整初见成效，利空逐渐出尽，国内收益水平有所明显，长期来看，公司作为民营航空龙头，将步入一个快速成长期，此次将调高公司盈利预测。公司主营业务为航空客运和航空货运，A股对应上市公司有中国国航、南方航空、东方航空、海航控股、吉祥航空等。但公司作为民营航空公司，同时又是低成本航空公司，严格来看，在A股可对标公司较少，在此选取市值、营收利润规模、机队规模相近的吉祥航空作为参考，但考虑到消费升级催生对低成本航空的需求，同时看好公司对大城市周边机场的战略布局，给予公司22倍估值。预计2017-2019年EPS分别为1.43元、1.65元、1.92元，对应PE为22倍、19倍、17倍，维持“增持”评级，目标价36.3元。
- **风险提示：**宏观经济下行，行业供需快速恶化；油价大幅上涨；汇率大幅贬值。

**关键假设：**

假设 1：公司客运毛利率由于原油价格上涨和起降费提升承压较大，但成本控制一直是低成本航空公司最重要的之一，假定 2017 年毛利率维持在 10%，2018、2019 由于收入端增速加快，毛利率维持在 15% 的水平。货运毛利率 2017 年-2019 年维持在 12%、14%、15%，保持持续提升的态势；

假设 2：公司每年可用座公里数（ASK）保持在 18% 左右增速，旅客周转量（PRK）保持在 18% 左右增速。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
客运	收入	7,887.91	9,307.73	10,983.13	12,630.59
	增速	4.00%	18.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	8.90%	10.00%	15.00%	15.00%
货运	收入	84.33	86.86	88.60	89.93
	增速	-10%	3.00%	2.00%	1.50%
	毛利率	8.90%	12.00%	14.00%	15.00%
其他	收入	457.16	512.02	573.46	630.81
	增速	8.00%	12.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	4.22%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	8,429.40	9,906.6	11,645.2	13,351.3
	增速	4.15%	17.52%	17.55%	14.65%
	毛利率	12.80%	9.76%	14.50%	14.53%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8429.40	9906.62	11645.19	13351.34	净利润	950.52	1142.01	1317.72	1537.31
营业成本	7350.40	8939.82	9956.64	11411.72	折旧与摊销	583.71	1144.86	1144.86	1144.86
营业税金及附加	6.68	19.31	22.19	20.68	财务费用	246.35	335.57	353.43	395.19
销售费用	257.78	288.16	343.98	394.69	资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00
管理费用	188.35	226.75	266.65	305.73	经营营运资本变动	-1016.62	610.05	-35.04	61.95
财务费用	246.35	335.57	353.43	395.19	其他	1275.78	-9.81	-9.95	-9.97
资产减值损失	0.00	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2039.74</b>	<b>3232.69</b>	<b>2781.00</b>	<b>3139.34</b>
投资收益	-90.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1203.38	0.00	-618.99	-618.99
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3888.39	113.50	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5091.77</b>	<b>113.50</b>	<b>-618.99</b>	<b>-618.99</b>
<b>营业利润</b>	<b>289.15</b>	<b>87.00</b>	<b>692.30</b>	<b>813.32</b>	短期借款	-356.17	-1204.90	0.00	0.00
其他非经营损益	994.39	1462.91	1093.38	1269.75	长期借款	510.45	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1283.54</b>	<b>1549.91</b>	<b>1785.67</b>	<b>2083.07</b>	股权融资	15.28	0.00	0.00	0.00
所得税	333.02	407.90	467.96	545.76	支付股利	-168.00	-106.46	-132.13	-155.59
净利润	950.52	1142.01	1317.72	1537.31	其他	4493.44	-2229.46	-353.43	-395.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4495.00</b>	<b>-3540.82</b>	<b>-485.56</b>	<b>-550.78</b>
归属母公司股东净利润	950.52	1142.01	1317.72	1537.31	<b>现金流量净额</b>	<b>1603.60</b>	<b>-194.63</b>	<b>1676.46</b>	<b>1969.58</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4709.23	4514.60	6191.06	8160.63	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1764.03	1610.05	2003.43	2332.27	销售收入增长率	4.15%	17.52%	17.55%	14.65%
存货	67.83	82.49	91.88	105.30	营业利润增长率	-68.00%	-69.91%	695.72%	17.48%
其他流动资产	200.26	101.96	119.86	137.42	净利润增长率	-28.42%	20.15%	15.39%	16.66%
长期股权投资	8.76	8.76	8.76	8.76	EBITDA 增长率	-24.06%	40.05%	39.76%	7.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11338.23	10238.85	9758.46	9278.07	毛利率	12.80%	9.76%	14.50%	14.53%
无形资产和开发支出	63.19	61.73	60.26	58.79	三费率	8.21%	8.59%	8.28%	8.21%
其他非流动资产	1495.03	1451.02	1407.00	1362.99	净利率	11.28%	11.53%	11.32%	11.51%
<b>资产总计</b>	<b>19646.56</b>	<b>18069.46</b>	<b>19640.71</b>	<b>21444.23</b>	ROE	12.98%	13.66%	13.81%	14.07%
短期借款	1204.90	0.00	0.00	0.00	ROA	4.84%	6.32%	6.71%	7.17%
应付和预收款项	1726.97	2127.06	2457.68	2800.71	ROIC	3.85%	2.90%	7.85%	9.38%
长期借款	3863.98	3863.98	3863.98	3863.98	EBITDA/销售收入	13.28%	15.82%	18.81%	17.63%
其他负债	5527.22	3719.38	3774.42	3853.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12323.07</b>	<b>9710.42</b>	<b>10096.08</b>	<b>10517.88</b>	总资产周转率	0.47	0.53	0.62	0.65
股本	800.58	800.58	800.58	800.58	固定资产周转率	1.09	1.09	1.45	1.93
资本公积	1549.03	1549.03	1549.03	1549.03	应收账款周转率	73.45	73.66	74.86	73.60
留存收益	4987.97	6023.52	7209.10	8590.82	存货周转率	119.72	118.94	114.20	115.75
归属母公司股东权益	7323.49	8359.04	9544.63	10926.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7323.49</b>	<b>8359.04</b>	<b>9544.63</b>	<b>10926.35</b>	资产负债率	62.72%	53.74%	51.40%	49.05%
负债和股东权益合计	19646.56	18069.46	19640.71	21444.23	带息债务/总负债	59.70%	63.35%	60.93%	58.49%
					流动比率	1.29	2.42	2.81	3.14
					速动比率	1.28	2.38	2.77	3.11
					股利支付率	17.67%	9.32%	10.03%	10.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1119.20	1567.44	2190.58	2353.37	每股收益	1.19	1.43	1.65	1.92
PE	26.75	22.26	19.30	16.54	每股净资产	9.15	10.44	11.92	13.65
PB	3.47	3.04	2.66	2.33	每股经营现金	2.55	4.04	3.47	3.92
PS	3.02	2.57	2.18	1.90	每股股利	0.21	0.13	0.17	0.19
EV/EBITDA	25.83	16.59	11.11	9.50					
股息率	0.66%	0.42%	0.52%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn