

春秋航空(601021)/航空运输

利空出尽业绩拐点向上 收益优化策略效果初现

评级：买入(首次)

市场价格：34.68

目标价格：42

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

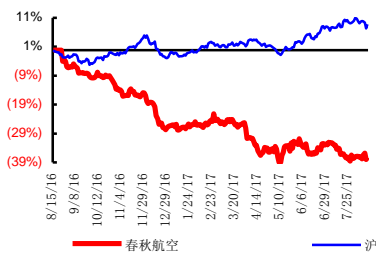
联系人：扈世民

电话：010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	801
流通股本(百万股)	200
市价(元)	34.68
市值(百万元)	27,779
流通市值(百万元)	6,936

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,093.7	8,429.4	10,149.0	12,026.6	14,011.0
增速 yoy%	10.5	4.1	20.4	18.5	16.5
净利润	1,327.9	950.5	1,158.9	1,479.8	1,908.8
增速 yoy%	50.2	-28.4	21.9	27.7	29.0
每股收益(元)	1.66	1.19	1.45	1.85	2.38
每股净资产(元)	8.2	9.1	10.4	12.0	14.1
净资产收益率	20.3	13.0	13.9	15.4	16.9
P/E	20.9	29.2	24.0	18.8	14.6
P/B	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5

备注：股价为2017年9月15日收盘价

投资要点

- 领军低成本航空市场，17H1 航油成本拖累业绩。**春秋航空是我国低成本航空龙头标的，公司坚持“两单、两高、两低”经营模式，提供具有竞争力的票价。17H1 单位航油成本同比增长 36.2%、17Q2 国内平均单架次起降费同比增长 29.9%，17H1 航油成本增加和机场内航内线提价拖累业绩。
- 16 年连续遭遇黑天鹅，17H2 利空因素有望出尽。**16 年国内线行业景气持续向上，上半年国内线低油价带来成本红利，公司运力投放和需求增长存在错位；国际线运力投放高增长，泰国、日本和韩国航线运力占公司国际线 91%，连续遭遇突发事件拖累业绩。随着运力转投高景气国内线和泰国航线回暖，我们认为 17H2 利空因素有望出尽。
- 收益优化策略效果初现，17H2 业绩拐点渐渐清晰。**17 年公司着力布局需求增长稳定的国内线存量市场，重点发展枢纽直飞业务。17H1 国内线客公里收益同比增长 4.27%、收益优化策略效果初现。考虑 17Q3 国内线旺季需求增长，我们认为 2017 年国内线客公里收益同比增长 5.5%。国际线进行航线优化调整、泰国航线企稳回暖，考虑人民币升值利好出境游，我们预计 2017 国际线收入客公里 RPK 同比增长 15%。
- 17H2 航油成本压力有望减弱，补贴贡献主要利润来源。**2016 年油价前高后低，我们预计上半年航油成本增量占全年 70.7%，17H2 航油成本压力有望减弱。公司运力投放向二三线城市倾斜，地方政府补贴成为重要的利润来源。2012 年以来政府补贴收入年均复合增长率 12.5%，占当期净利润 47%以上。考虑 17 年新增运力主要投放国内二线市场，我们预计 2017 年公司政府补贴同比增速 25%。
- 低成本航空龙头，机场新增产能带来发展契机。**截至 2016 年我国低成本航空市占率 10.3%，远低于全球水平。低成本航空在我国具有较大发展空间，作为龙头标的有望率先获益。18 个旅客吞吐量 1000 万以上的机场在 2020 年前有望扩建产能，机场新增产能带来发展契机。17 年 7 月公司和首都机场集团签署《北京新机场航空公司基地建设合作协议》，我们预计未来北京有望成为公司新的枢纽基地。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 101.5、120.3、140.1 亿元，同比增长 20.4%、18.5%、16.5%，归属于母公司净利润为 11.6、14.8、19.1 亿元，同比增长 21.9%、27.7%、29.0%，对应的每股收益 EPS 分别为 1.45、1.85、2.38 元，给予 42 元目标价，对应 2017 年 24.0XP E。公司作为低成本航空龙头，17H2 利空出尽业绩拐点向上，收益优化策略提高客公里收益。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**油价大幅增长、需求增长不及预期、时刻资源释放不及预期。

内容目录

领军低成本航空市场 17H1 航油成本拖累业绩.....	- 4 -
“两单、两高、两低”经营模式 领军低成本航空	- 4 -
17H1 公司成本端承压 航油成本拖累业绩	- 5 -
16 年连续遭遇黑天鹅 17H2 利空因素有望出尽	- 6 -
上半年国内线低油价成本红利 公司运力供给增速下滑	- 6 -
国际线运力投放高增长 突发事件拖累业绩	- 7 -
收益优化策略效果初现 17H2 业绩拐点渐渐清晰	- 8 -
供需结构边际有望改善 枢纽直飞航线支撑需求增长	- 8 -
客公里收益同比转正 国内线收益优化策略效果显现	- 9 -
出境游增长趋势未改 公司调整优化国际线布局	- 10 -
17H2 航油成本压力有望减弱 补贴贡献主要利润来源	- 11 -
我们预计 17H2 航油成本压力有望减弱	- 11 -
2012 年以来政府补贴贡献主要利润增量	- 12 -
低成本航空龙头 机场新增产能带来发展契机	- 13 -
低成本航空空间较大 龙头标的有望率先获益	- 13 -
2020 年前枢纽机场扩建产能 机场新增产能带来发展契机	- 13 -
盈利预测和投资建议：目标价：42 元，首次覆盖给予“买入”评级	- 15 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1：控股股东春秋国旅持股 62.95%	- 4 -
图表 2：坚持“两单、两高、两低”经营模式	- 4 -
图表 3：2017H1 航油成本、起降费占比 28.6%、14.0%	- 5 -
图表 4：2017H1 航空煤油出厂均价同比增长 38.3%（以中石化为例）	- 5 -
图表 5：2017Q2 国内平均单架次起降费同比增长 29.9%	- 6 -
图表 6：2016 年运力错配、油价前高后低和国际线下滑拖累业绩	- 6 -
图表 7：2016H1 公司国内线供给缺口明显	- 7 -
图表 8：2016 年泰日韩航线占公司国际线运力 91%	- 7 -
图表 9：2016 年公司国际线客公里收益同比下滑 8.23%	- 8 -
图表 10：2017H1 公司可用客公里 ASK 同比增长 30.7%	- 8 -
图表 11：2017H1 上海航线起降架次在公司占比约 55%	- 9 -
图表 12：2017H1 公司重点发展直飞业务、航线向枢纽集中	- 9 -
图表 13：2017H1 国内线客座率同比下降 1.1pct	- 10 -

图表 14: 2017H1 国内线客公里收益同比增长 4.27%.....	- 10 -
图表 15: 2017H1 泰日韩航线占比同比较少 9pct.....	- 10 -
图表 16: 截止 2017 年 9 月 13 日, 今年美元兑人民币累计升值 6.2%.....	- 11 -
图表 17: 2017H1 布伦特原油均价 52.68 美元/桶	- 11 -
图表 18: 我们预计上半年成本增量占全年 70.7%.....	- 12 -
图表 19: 2012 年以来政府补贴收入年均复合增长率 12.5%.....	- 12 -
图表 20: 截至 2016 年我国低成本航空市占率 10.3%.....	- 13 -
图表 21: 2020 年前 18 个枢纽机场扩建产能有望投产.....	- 14 -
图表 22: 公司将与其他 5 家航空公司竞争 20% 市场份额.....	- 14 -
图表 23: 可比公司估值	- 15 -
图表 24: 财务报表摘要	- 17 -

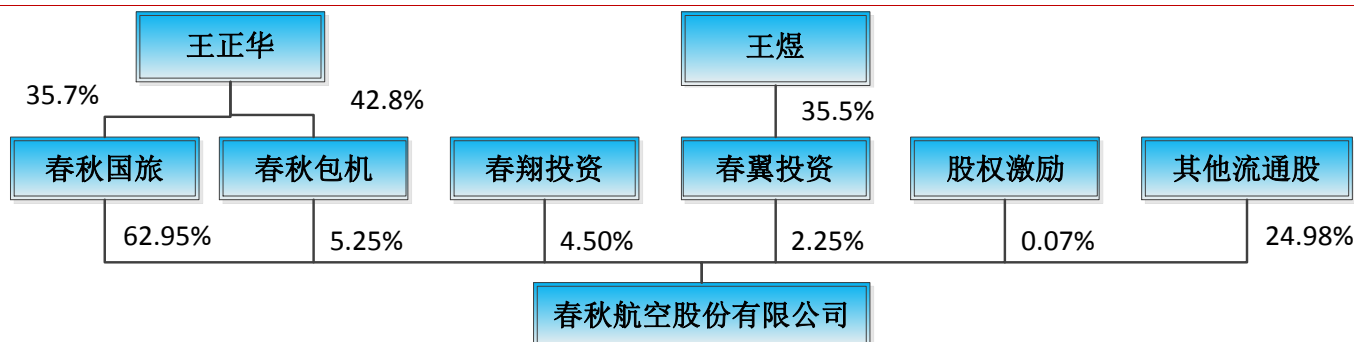
领军低成本航空市场 17H1 航油成本拖累业绩

“两单、两高、两低”经营模式 领军低成本航空

■ 控股股东春秋国旅持股 62.95%

春秋航空是我国低成本航空龙头标的，通过降低运营成本、提供具有竞争力的票价，吸引对票价敏感的自费旅客和追求高性价比的商务旅客。截止 2017 年 H1 公司机队规模 73 架、国内外航线 162 条和通航城市 82 个。目前控股股东春秋国旅持股 62.95%，实际控制人王正华持有春秋国旅 35.7% 股权。2017 年 3 月公司管理层完成更迭，原董事长王正华离任，原总裁王煜接任董事长。

图表 1：控股股东春秋国旅持股 62.95%



来源：公司年报，中泰证券研究所

■ “两单、两高、两低”经营模式降低成本、提高竞争力

春秋航空坚持“两单、两高、两低”经营模式降低运营成本。座公里成本表现为营业成本和可用座公里 ASK 比值、单位费用成本为销售成本和管理成本之和与可用座公里 ASK 比值。2017H1 公司座公里成本为三大航平均水平的 71%、单位费用成本为三大航平均水平的 41%。通过成本控制，公司以三大航 60% 票价水平实现高于三大航净利率水平。

图表 2：坚持“两单、两高、两低”经营模式

经营模式	特征	特征说明
两单	单一机型	全部采用 A320 机型，统一配备 CFM56-5B 发动机，降低飞机采购和租赁成本。
	单一舱位	设置单一经济舱位，较两舱机型高出 15%-20% 座位数。
两高	高客座率	连续 6 年客座率 91% 以上，领先行业水平。
	高飞机日利用率	平均在册飞机日利用率 11 个小时。
两低	低销售费用	以电子商务直销为主要销售渠道，自主研发的分销、订座、结算和离港系统降低成本。
	低管理费用	管理人员层级相对扁平化，2017H1 单位管理费用 0.74 分/人公里，显著优于行业平均水平。

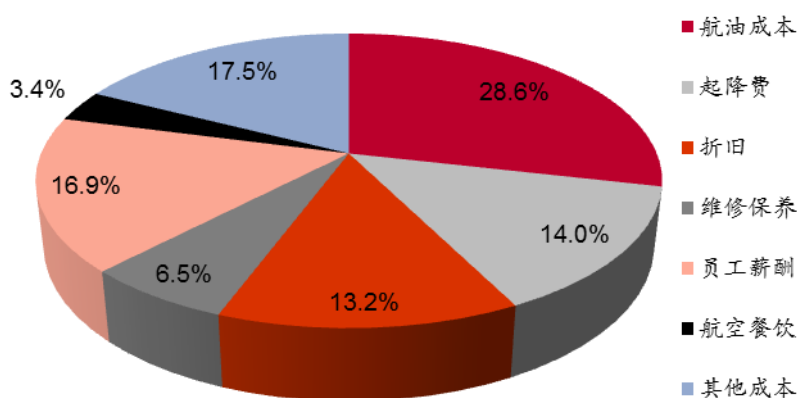
来源：公司公告，中泰证券研究所

17H1 公司成本端承压 航油成本拖累业绩

■ 17H1 航油成本、起降费占比 28.6%、14.0%

2017H1 公司实现营业收入 50.7 亿元，同比增长 28.1%；归母净利润同比下滑 25.2%。我们认为 17H1 公司业绩下滑主要受航油成本增加和机场内航内线提价的影响，单位航油成本同比增长 36.2%、17Q2 国内平均单架次起降费同比增长 29.9%。公司坚持严格成本控制经营理念，不考虑航油成本和内航内线提价，17H1 公司主营业务成本同比下降 0.8%。

图表3：2017H1航油成本、起降费占比28.6%、14.0%



来源：中国民航局官网，中泰证券研究所

■ 我们预计 17H2 航油成本压力有望减弱

2017H1 单位航油成本同比增长 36.2%，公司上半年航油成本同比增长 40.1%。2016 年油价前低后高，17Q3 航油价格同比增幅降至 9%，我们预计 17Q4 航油价格同比增幅将继续收窄，航油成本压力减弱利好公司业绩拐点向上。

图表4：2017H1 航空煤油出厂均价同比增长 38.3% (以中石化为例)



来源：wind，中泰证券研究所

■ 我们预计 2017 年机场内航内线提价带来成本增量约 1.2 亿

2017 年 4 月机场内航内线调价落地，上调飞机起降费、旅客安检费和货邮安检费，同时取消了高客座率航班的旅客服务费优惠标准。从公司

17Q2 经营数据来看，国内平均单架次起降费同比增长 29.9%、整体平均单架次起降费同比增长 13.6%。我们预计 17 年内航内线提价带来的成本增量 1.2 亿。

图表5：20 17Q2 国内平均单架次起降费同比增长29.9%

	50吨以下	51~100吨	100~200吨	200吨以上	旅客服务费	货邮服务费
一类1级	不变	9%	4%~9%	不变	3元/人	18元/吨
一类2级	不变	8.5%~13%	5.3%~11%	<1%	3元/人	20元/吨
二类	不变	10.6%~13%	5.1%~10.5%	<2%	3元/人	21元/吨
三类	不变	8%	4%~8%	<3%	3元/人	21元/吨

来源：民航局官网，中泰证券研究所

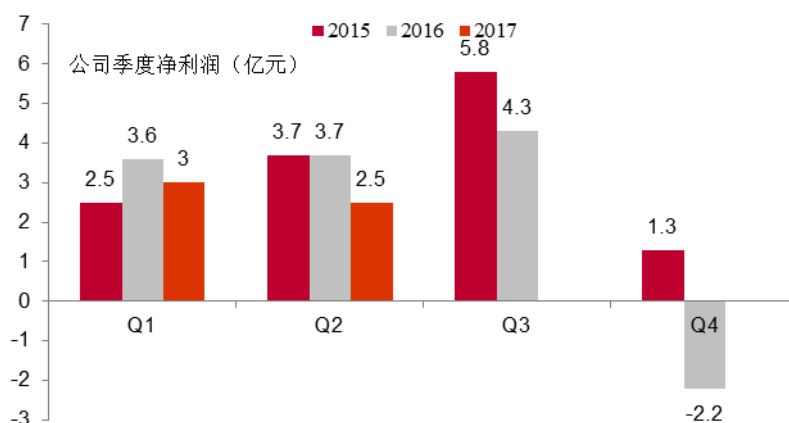
16 年连续遭遇黑天鹅 17H2 利空因素有望出尽

上半年国内线低油价成本红利 公司运力供给增速下滑

■ 我们认为 17H2 有望将迎来业绩拐点

受运力错配、油价前高后低和国际线下滑影响，16Q3 以来公司业绩同比持续下滑，16Q4 净利润亏损 2.2 亿元、业绩处于历史低位。2016 年公司在供给端和成本端连续遭遇利空，逐项分析我们认为利空因素有望逐渐出清，随着 17H1 航油成本压力减弱、国内线景气持续向上、国际线企稳回暖，我们认为 17H2 公司有望将迎来业绩拐点。

图表6：2016 年运力错配、油价前高后低和国际线下滑拖累业绩

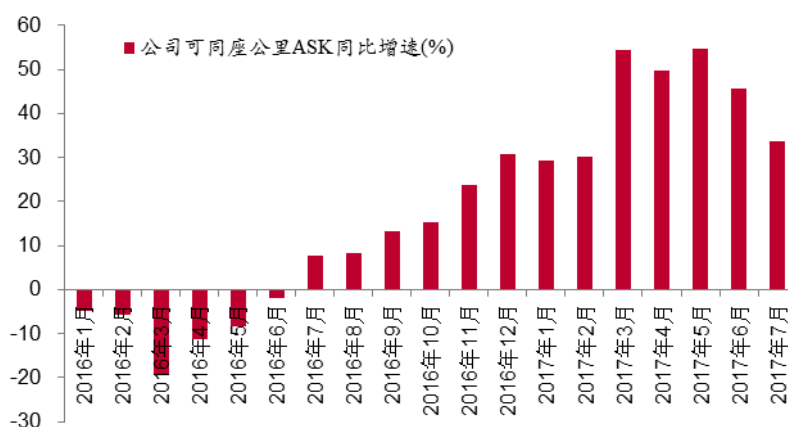


来源：公司年报，中泰证券研究所

■ 16H1 国内线需求增长和运力投放存在错位

2016H1 航空客运行业需求保持平稳较快增速，同比增长 12.5%。油价处于历史低位，公司单位航油成本同比下降 27.1%。由于民航局运力投放控制，计划投放的 8 架 A320 飞机推迟至 6 月下旬集中交付。国内线需求增长和运力投放存在错位，16H1 国内线可用座公里 ASK 同比减少 8.7%，未能充分把握低油价带来的盈利机遇。

图表 7: 2016H1 公司国内线供给缺口明显



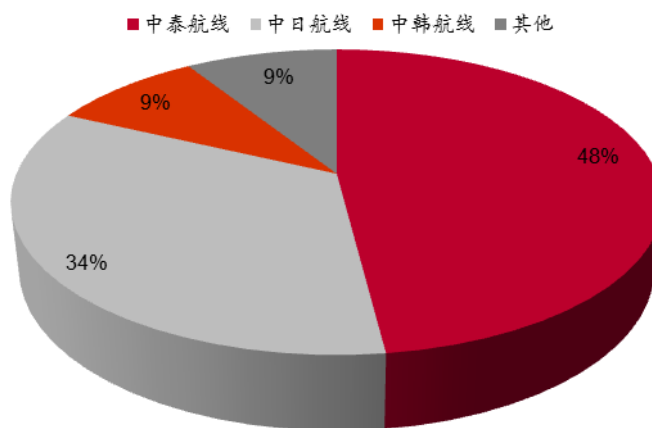
来源: wind, 中泰证券研究所

国际线运力投放高增长 突发事件拖累业绩

■ **16 年国际线运力占比达到 34.6%、泰日韩航线占比 91%**

2016 年 6 月至 8 月公司集中引进 10 架 A320 飞机, 运力投放面临较大压力。受上海主基地时刻资源限制, 公司新增运力主要投放国际航线、特别是中泰航线。16 年公司国际线可用座公里 ASK 同比增速 39.1%, 远高于同期国内线 ASK 同比增速 3.5%。16 年国际线运力占比 34.6%, 达到目前为止历史峰值。公司国际线集中投放于泰国、日本和韩国航线, 三者运力占公司国际线 91%。

图表 8: 2016 年泰日韩航线占公司国际线运力 91%

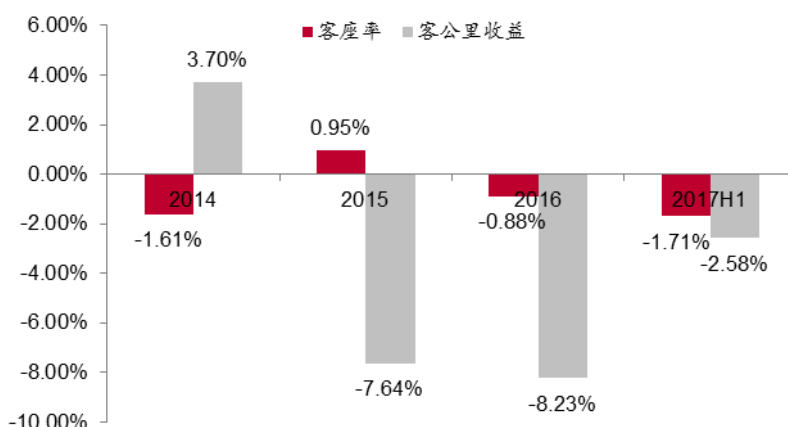


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

■ **我们认为 17 年国际线客公里收益下降有望收窄至 2%**

15H2 以来运力过度投放造成中日航线供需失衡, 截止 2016 年末, 日本线票价水平仍同比下降。受韩国部署萨德影响, 16 年 10 月以来中韩航线客座率和收益水平持续下滑。2016 年公司新增运力主要投放中泰航线, 弥补了中日航线收益下滑。16 年 9 月受限制零负团入境和泰王去世禁娱影响, 中泰航线量价受到较大影响。受多项突发事件影响, 16 年公司国际线客公里收益同比下滑 8.23%、客座率同比下降 0.88pct。随着中泰航线回暖, 我们认为 17 年国际线客公里收益下降有望收窄至 2%。

图表 9： 2016 年公司国际线客公里收益同比下滑 8.23%



来源：公司年报，中泰证券研究所

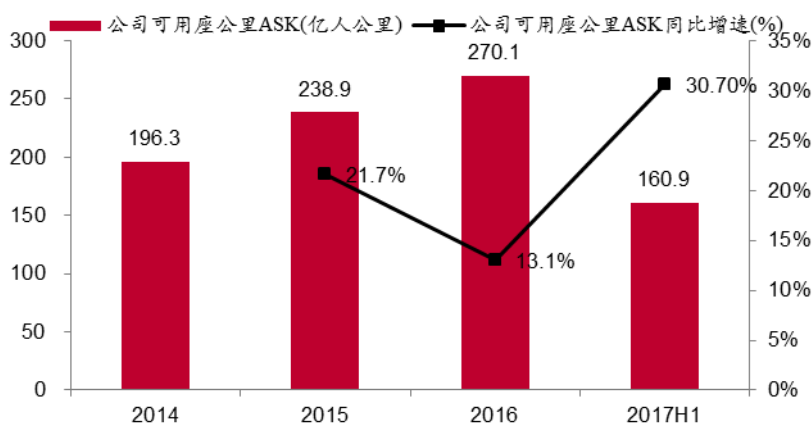
收益优化策略效果初现 17H2 业绩拐点渐渐清晰

供需结构边际有望改善 枢纽直飞航线支撑需求增长

■ 我们预计 2017、18 年 ASK 增速 20%、15%

根据民航局公布数据，2017 年 1-5 月我国民航旅客周转量同比增长 14.8%。十三五期间民航局首次提出航班正常率 80%作为飞机引进审批的考核指标，行业对新增运力监管趋严。根据年报数据，公司计划 2017、18 引入飞机 11 架、4 架，至 2018 年公司机队规模将达到 81 架。我们预计公司 2017、18 年可用座公里 ASK 增速 20%、15%。

图表 10： 2017H1 公司可用客公里 ASK 同比增长 30.7%

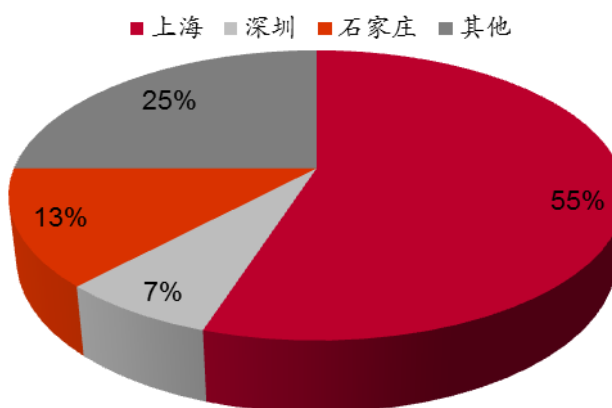


来源：wind，中泰证券研究所

■ 我们预计 2017、18 年 RPK 增速 20%、17%

公司形成以上海浦东、虹桥机场为主基地，以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为区域支撑点，以华东扬州、西南重庆等为战略培育基地，重点发展更具长期发展潜力枢纽间点对点直飞。2017H1 上海航线起降架次在公司占比约 55%，上海两场旅客发送量市场占比 8.9%；公司重点发展石家庄基地、石家庄运力在公司占比约 8%。受益航空客运需求增长，我们预计公司 2017、18 年收入客公里 RPK 增速 20%、17%。

图表 11： 2017H1 上海航线起降架次在公司占比约 55%



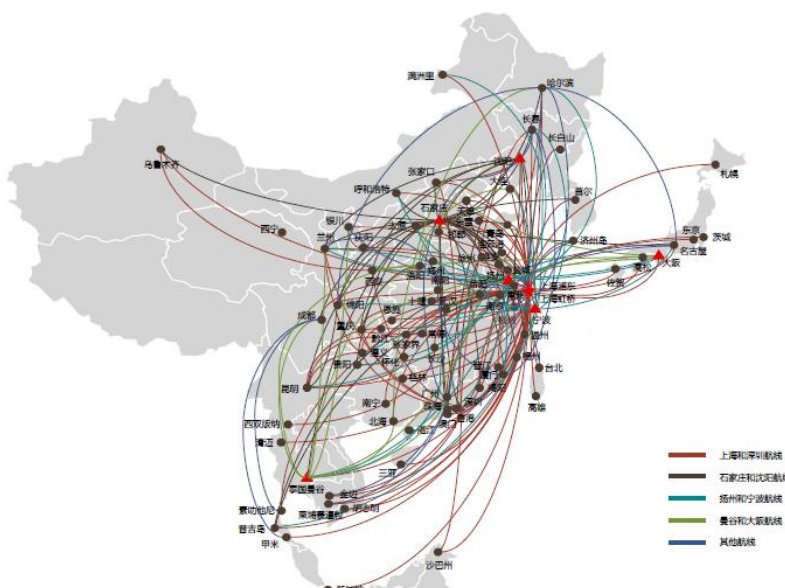
来源：公司公告，中泰证券研究所

客公里收益同比转正 国内线收益优化策略效果显现

■ **重点发展枢纽直飞业务，优化资源配置**

2017 年公司着力布局运力投放相对较缓但更具发展潜力和稳定性的国内航线，17H1 国内航线 ASK 占比 65.9%，较 16 年末同比提高 4pct。2017、18 年公司国内线改变之前较为分散航线网络，重点发展枢纽直飞业务，优化资源配置、集中到盈利能力较高的航线。一线机场时刻资源紧张持续，我们认为未来两年新增运力主要投放需求增长稳定的存量市场，如石家庄、重庆和需求逐渐恢复的泰国市场。

图表 12： 2017H1 公司重点发展直飞业务、航线向枢纽集中



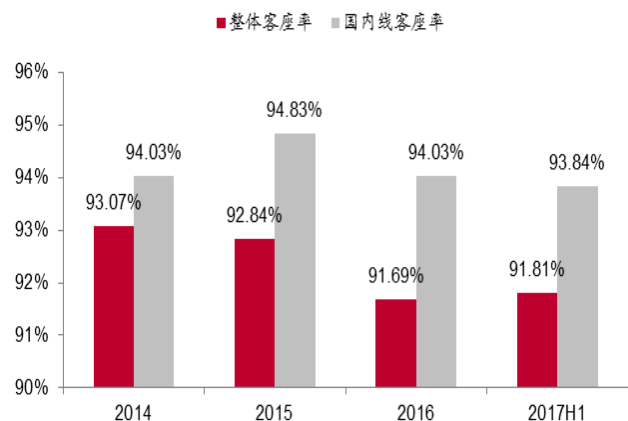
来源：公司年报，中泰证券研究所

■ **我们预计公司 2017、18 年收入客公里 RPK 增速 20%、15%**

公司管理层完成交替、将延续低成本策略，但在国内成熟航线调整收益优化策略。根据年报数据，2017H1 上海、深圳、石家庄、沈阳等成熟基地国内航线客公里收益同比增幅均超 10%，客座率下降不足 1pct，综

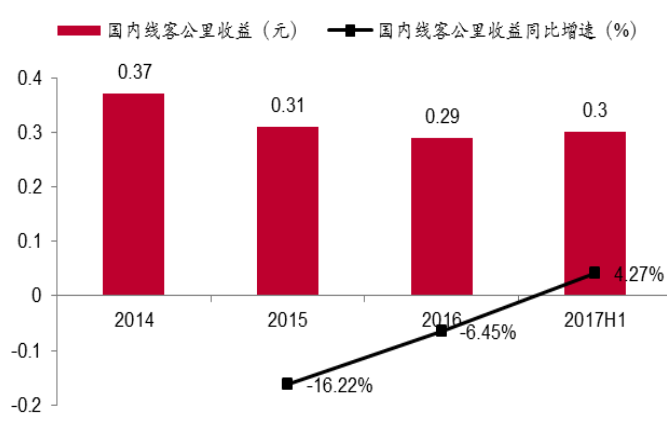
合收益显著提升。2017H1 国内线客座率 93.8%，同比下降 1.1pct；而国内线客公里收益同比增长 4.27%、整体客公里收益同比实现转正。考虑 17Q3 国内线旺季需求增长，我们认为 2017 年国内线客公里收益同比增长 5.5%。

图表 13: 2017H1 国内线客座率同比下降 1.1pct



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2017H1 国内线客公里收益同比增长 4.27%



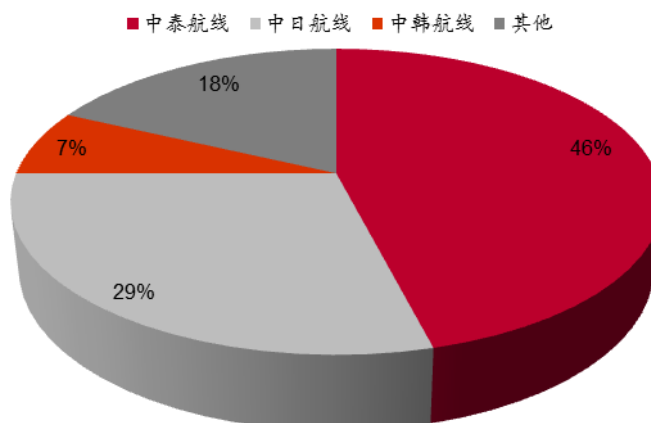
来源: wind, 中泰证券研究所

出境游增长趋势未改 公司调整优化国际线布局

■ 始发站集中枢纽城市、境外到达站多元化

2017H1 公司国际线始发城市数量减少 8 个，境外目的地数量维持不变。主要减少收益率较低的二、三线城市始发国际线。17H1 泰国、日本和韩国航线占比为 46%、29%、7%，同比较少 9pct。在不降低境外目的地覆盖的同时，适当控制国际航线运力增速，并通过停飞部分脱离国内航线网络且收益较差的二三线城市出发地，来实现国际航线网络的逐步优化。

图表 15: 2017H1 泰日韩航线占比同比较少 9pct



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

■ 我们预计 2017 国际线收入客公里 RPK 同比增长 15%

根据国家旅游局统计数据,未来 5 年我国出境游旅客将达 6 亿人次,2016 年出境游旅客 1.22 亿,预计年均复合增长率 38%。根据携程网和中国旅游研究院联合发布数据,2016 年我国出境旅游人次增长最快的前 5

名乌鲁木齐、海口、洛阳、吉林、合肥，增速均超过 100%。二三线城市出境需求强劲。二三线城市客源一般对价格敏感性较高，中长期公司将持续受益出境游需求的增长。截止 2017 年 9 月 13 日，今年美元兑人民币累计升值 6.2%。考虑人民币升值利好出境游，我们预计 2017 国际线收入客公里 RPK 同比增长 15%。

图表 16: 截止 2017 年 9 月 13 日，今年美元兑人民币累计升值 6.2%



来源: wind, 中泰证券研究所

17H2 航油成本压力有望减弱 补贴贡献主要利润来源

我们预计 17H2 航油成本压力有望减弱

■ 我们认为17H2油价成本压力有望减弱

2016年油价前高后低，低油价带来的成本红利推动着航空公司的业绩向上。油价自2016年4月进入回升通道，10月起进入同比增长通道。2017H1 布伦特原油均价52.68美元/桶，根据中泰证券石化组的观点，2017年布伦特原油价中枢为50-60美元/桶，我们认为17H2油价成本压力有望减弱。

图表 17: 2017H1 布伦特原油均价 52.68 美元/桶



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计上半年航油成本增量占全年**70.7%**

按照可用客公里ASK增速考虑航油消耗量增加，假设2017年布伦特原油均价55美元/桶，我们预计2017年航油成本同比增长42.4%，相应成本增量8.0亿元。根据半年报数据，17H1航油成本13.6亿，我们预计上半年成本增量占全年70.7%，航油成本压力主要在上半年。

图表18：我们预计上半年成本增量占全年**70.7%**

	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2016年营业成本 (亿元)	872.0	963.6	825.9	72.6	77.4
2016年燃油成本 (亿元)	219.8	238.0	196.3	18.8	19.2
平均油价 (美元/桶)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
平均航油成本 (元/吨)	3324.7	3324.7	3324.7	3324.7	3324.7
预计航油消耗量 (万吨)	661.2	715.8	590.3	56.5	57.7
预测2017年航油消耗量 (万吨)	716.6	780.8	648.4	67.1	68.0
预测2017年平均航油成本 (元/吨)	3989.6	3989.6	3989.6	3989.6	3989.6
预测2017年航油成本 (亿元)	285.9	311.5	258.7	26.8	27.1
预测2017年燃油成本弹性 (%)	30.1%	30.9%	31.8%	42.4%	41.5%

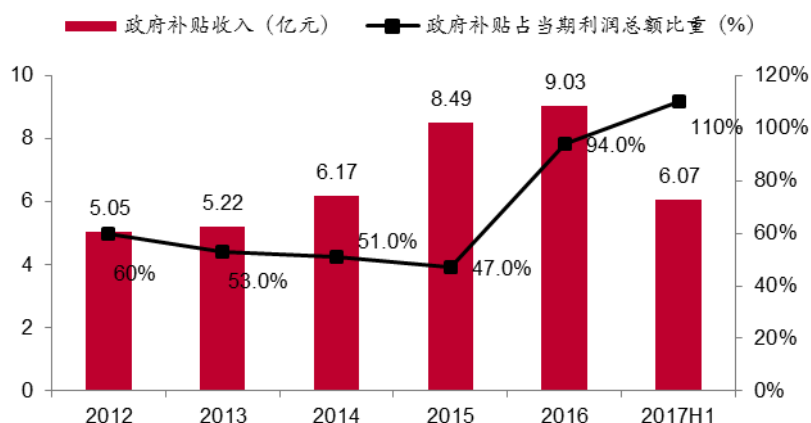
来源：wind，中泰证券研究所

2012年以来政府补贴贡献主要利润增量

■ 我们预计2017年公司政府补贴同比增速**25%**。

公司运力投放向二三线城市倾斜，地方政府补贴成为主业外重要利润来源。政府补贴包括航线补贴和财政补贴，其中航线补贴和旅客人数、航班运营时间和航班数有关、财政补贴主要来自地方政府给予专项扶持基金。2012年以来政府补贴收入年均复合增长率12.5%，占当期净利润47%以上。2017H1公司获得政府补助6.07亿，为归母净利润1.1倍。考虑17年运力线市场，我们预计2017年公司政府补贴同比增速25%。

图表19：2012年以来政府补贴收入年均复合增长率**12.5%**



来源：公司年报，中泰证券研究所

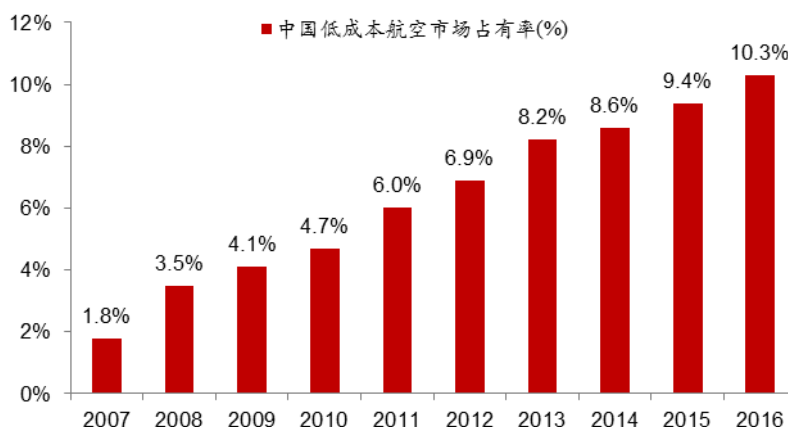
低成本航空龙头 机场新增产能带来发展契机

低成本航空空间较大 龙头标的有望率先获益

■ 2016年我国低成本航空市占率10.3%，远低于全球水平

低成本航空经历近半个世纪的发展，其运营模式逐渐被市场认可。涌现出美国西南航空、欧洲瑞安航空和亚洲航空为代表区域性低成本航空。根据CAPA数据，2016年低成本航空在全球市场占比25.7%，较2001年提高了17.7pct；在亚太市场占比26.5%，较2001年提高了25.4pct。截至2016年我国低成本航空市占率10.3%，与美国和欧洲等成熟航空运输市场的市场渗透率相比，低成本航空公司在我国具有较大的发展空间，作为龙头标的有望率先获益。

图表20：截至2016年我国低成本航空市占率10.3%



来源：公司年报，中泰证券研究所

2020年前枢纽机场扩建产能 机场新增产能带来发展契机

■ 机场新增产能带来发展契机

根据民航局公告，18个旅客吞吐量1000万以上的机场2020年前有望扩建产能，其中广州白云机场T2航站楼2018年投产，北京新机场、上海浦东机场2019年投产。随着一线机场进入产能上升周期，未来2-3年时刻资源增量有望打开。考虑机场对基地航空公司时刻资源倾斜和对低成本航空公司扶持，我们认为公司在枢纽机场的市场份额有望得到提升。

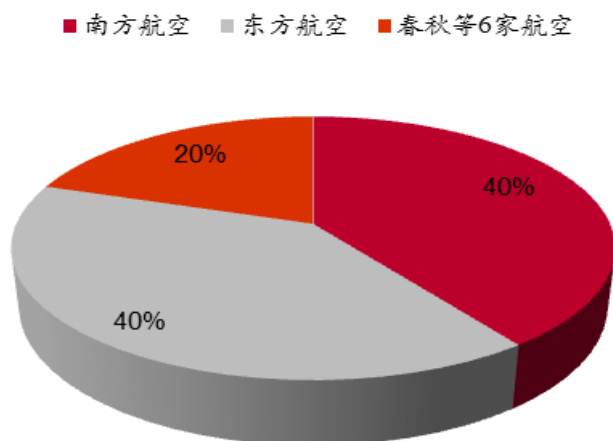
图表 21：2020 年前 18 个枢纽机场扩建产能有望投产

机场名称	新投资资产	投产时间	投资额度(亿元)	设计产能(万人次)
广州白云	T2航站楼及地面交通中心	2018	136	4500
南京禄口	T1航站楼改扩建	2018	24	-
沈阳仙桃	二跑道	2018开建		
上海浦东	三期卫星厅、停机位	2019	200	新增2000
北京新机场	T1航站楼、4条跑道	2019	800	7200
深圳宝安	三跑道	2020	125	-
成都天府	2个航站楼、3条跑道	2020	720	4000
昆明长水	S1卫星厅	2019	43	1500
厦门翔安	1个航站楼、2条跑道	2020	400	4500
海口美兰	T2航站楼、二跑道	2019	150	3500
乌鲁木齐地窝堡	T2航站楼	2020	330	4800
哈尔滨太平	T2扩建	2019	-	1800

来源：民航局官网，中泰证券研究所

■ 公司有望开辟北京新枢纽基地

2017年7月13日，公司和首都机场集团签署《北京新机场航空公司基地建设合作协议》，北京新机场计划2019年投入使用，公司有望进入北京市场，增加一线城市时刻资源。根据协议公司将与河北航空、首都航空、中国联合航空、东海航空竞争20%市场份额。我们预计未来北京有望成为公司新的枢纽基地，有利于优化航线网络、强化点对点枢纽直飞业务。

图表 22：公司将与其他 5 家航空公司竞争 20% 市场份额


来源：《北京新机场航空公司基地建设合作协议》，中泰证券研究所

盈利预测和投资建议：目标价：42 元，首次覆盖给予“买入”评级

图表 23：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601021.SH	春秋航空	34.68	1.19	1.45	1.85	29.2	24.0	18.8
601111.SH	中国国航	9.02	0.47	0.63	0.65	19.2	14.3	13.9
600029.SH	南方航空	8.70	0.52	0.71	0.76	16.7	12.3	11.4
600115.SH	东方航空	6.87	0.32	0.44	0.45	21.5	15.6	15.3
603885.SH	吉祥航空	15.26	0.95	0.98	1.04	16.1	15.6	14.7
	平均值					20.5	16.4	14.8

备注：股价为 2017 年 9 月 15 日收盘价

来源：wind，中泰证券研究所

- **重要假设：**(1) 2017、18 年可用座公里 ASK 增速 20%、15%；(2) 2017、18 年收入客公里 RPK 增速 20%、17%；相关分析详前面章节。
- **领军低成本航空市场，17H1 航油成本拖累业绩。**春秋航空是我国低成本航空龙头标的，公司坚持“两单、两高、两低”经营模式，提供具有竞争力的票价。17H1 单位航油成本同比增长 36.2%、17Q2 国内平均单架次起降费同比增长 29.9%，17H1 航油成本增加和机场内航内线提价拖累公司业绩。
- **16 年连续遭遇黑天鹅，17H2 利空因素有望出尽。**16 年国内线行业景气持续向上，上半年国内线低油价带来成本红利，公司运力投放和需求增长存在错位；国际线运力投放高增长，泰国、日本和韩国航线运力占公司国际线 91%，连续遭遇突发事件拖累业绩。随着运力转投高景气国内线和泰国航线回暖，我们认为 17H2 利空因素有望出尽。
- **收益优化策略效果初现，17H2 业绩拐点渐渐清晰。**17 年公司着力布局需求增长稳定的国内线存量市场，重点发展枢纽直飞业务。17H1 国内线客公里收益同比增长 4.27%、收益优化策略效果初现。考虑 17Q3 国内线旺季需求增长，我们认为 2017 年国内线客公里收益同比增长 5.5%。国际线进行航线优化调整、泰国航线企稳回暖，考虑人民币升值利好出境游，我们预计 2017 国际线收入客公里 RPK 同比增长 15%。
- **17H2 航油成本压力有望减弱，补贴贡献主要利润来源。**2016 年油价前高后低，我们预计上半年航油成本增量占全年 70.7%，17H2 航油成本压力有望减弱。公司运力投放向二三线城市倾斜，地方政府补贴成为重要的利润来源。2012 年以来政府补贴收入年均复合增长率 12.5%，占当期净利润 47%以上。考虑 17 年新增运力主要投放国内二线市场，我们预计 2017 年公司政府补贴同比增速 25%。
- **低成本航空龙头，机场新增产能带来发展契机。**截至 2016 年我国低成本航空市占率 10.3%，远低于全球水平。低成本航空在我国具有较大发展空间，作为龙头标的有望率先获益。18 个旅客吞吐量 1000 万以上的机场在 2020 年前有望扩建产能，机场新增产能带来

发展契机。17年7月公司和首都机场集团签署《北京新机场航空公司基地建设合作协议》，我们预计未来北京有望成为公司新的枢纽基地。

- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 101.5、120.3、140.1 亿元，同比增长 20.4%、18.5%、16.5%，归属于母公司净利润为 11.6、14.8、19.1 亿元，同比增长 21.9%、27.7%、29.0%，对应的每股收益 EPS 分别为 1.45、1.85、2.38 元，给予 42 元目标价，对应 2017 年 24.0XPE。公司作为低成本航空龙头，17H2 利空出尽业绩拐点向上，收益优化策略提高客公里收益。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **油价增长超预期**
2017H1 公司归母净利润同比下滑 25.2%。我们认为 17H1 公司业绩下滑主要受航油成本增加和机场内航内线提价的影响。17H1 航油成本占比 28.6%，油价大幅波动对公司业绩影响很大。
- **需求增长不及预期、时刻资源释放不及预期**
2016 年以来国内需求高增长带动主要航司的业绩增长，全国航空客运需求 10%+成为供需结构边际改善的重要因素。目前我国一线机场时刻资源普遍紧张，多家枢纽机场 2020 年前新增产能投产，随着一线机场进入产能上升周期，未来 2-3 年时刻资源增量有望打开。

图表 24: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	8,093.7	8,429.4	10,149.0	12,026.6	14,011.0	货币资金	3,094.5	4,709.2	2,140.9	3,163.7	7,708.0
营业成本	6,466.4	7,350.4	9,012.3	10,354.9	11,643.1	存货	55.0	67.8	68.4	93.6	90.6
毛利率	20.11%	12.80%	11.20%	13.90%	16.90%	应收账款	822.3	1,542.8	86.9	2,220.8	735.8
营业税金及附加	24.1	6.7	8.0	9.5	11.1	其他流动资产	31.4	200.3	82.7	104.8	129.3
营业费用	233.1	257.8	282.1	261.0	374.0	流动资产合计	4,264.4	6,741.3	2,743.5	5,914.3	9,099.7
营业费用率	2.88%	3.06%	2.78%	2.17%	2.67%	固定资产	5,858.4	9,670.1	9,269.1	8,868.2	8,467.2
管理费用	194.6	188.3	212.1	229.7	257.8	长期股权投资	95.3	8.8	8.8	8.8	8.8
管理费用率	2.40%	2.23%	2.09%	1.91%	1.84%	无形资产	63.0	63.2	59.9	56.6	53.3
财务费用	154.5	246.3	166.4	189.1	200.6	其他长期资产	1,460.3	1,445.0	1,375.3	1,344.8	1,290.5
财务费用率	1.91%	2.92%	1.64%	1.57%	1.43%	非流动资产合计	11,764.6	12,905.2	12,397.9	11,968.7	11,517.6
投资收益	-117.3	-90.7	0.0	0.0	0.0	资产总计	16,029.0	19,646.6	15,141.4	17,883.1	20,617.3
营业利润	903.7	289.1	468.0	982.4	1,524.3	短期借款	1,561.1	1,204.9	0.0	0.0	0.0
营业利润率	11.17%	3.43%	4.61%	8.17%	10.88%	应付账款	489.8	641.4	509.6	896.9	723.2
营业外收入	902.4	998.5	1,082.0	994.3	1,025.0	其他流动负债	2,927.8	3,377.4	3,099.9	3,557.9	3,901.0
营业外支出	2.1	4.2	4.8	3.7	4.2	流动负债合计	4,978.7	5,223.7	3,681.7	4,468.6	4,651.8
利润总额	1,804.0	1,283.5	1,545.2	1,973.0	2,545.1	长期借款	3,354	0	0	0	0
所得税	476.2	333.0	386.3	493.3	636.3	其他长期负债	1,156.9	4,811.4	2,376.8	2,781.7	3,323.3
所得税率	26.39%	25.95%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债合计	4,510.5	7,099.4	3,139.4	3,798.6	4,679.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债合计	9,489.2	12,323.1	6,821.1	8,267.2	9,330.9
归属于母公司股东的净利润	1,327.9	950.5	1,158.9	1,479.8	1,908.8	股本	800.0	800.6	800.6	800.6	800.6
净利率	16.41%	11.28%	11.42%	12.30%	13.62%	资本公积	1,534.3	1,549.0	1,515.7	1,521.3	1,528.7
每股收益(元)	1.66	1.19	1.45	1.85	2.38	股东权益合计	6,539.8	7,323.5	8,320.3	9,615.9	11,286.4
						少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						负债股东权益总计	16,029.0	19,646.6	15,141.4	17,883.1	20,617.3

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	1,327.9	950.5	1,158.9	1,479.8	1,908.8	成长性指标					
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率(%)	10.5	4.1	20.4	18.5	16.5
折旧和摊销	415.7	583.7	404.2	404.2	404.2	净利润增长率(%)	50.2	-28.4	21.9	27.7	29.0
营运资金变动	-325.2	3,863.4	-674.5	-1,072.1	1,016.1	盈利能力指标					
财务费用	129.2	218.4	166.4	189.1	200.6	毛利率(%)	20.1	12.8	11.2	13.9	16.9
经营现金流	1,610.3	2,039.7	1,055.0	1,001.1	2,584.0	EBIT Margin(%)	14.5	7.4	6.3	9.7	12.3
可出售金融资产变动	0.0	-50.0	33.3	-5.6	-7.4	EBITDA Margin(%)	19.7	14.4	10.2	13.1	15.2
投资收益	-117.3	-90.7	0.0	0.0	0.0	净利率(%)	16.4	11.3	11.4	12.3	13.6
资产变卖	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PEG	0.4	-1.0	1.1	0.7	0.5
投资现金流	-3,392.6	-5,091.8	109.0	-18.2	-24.2	偿债能力指标					
资本公积变动	1,254.6	0.6	-19.2	5.6	7.4	资产负债率(%)	59.2	62.7	45.0	46.2	45.3
财务费用	-154.5	-246.3	-166.4	-189.1	-200.6	流动比率	0.9	1.3	0.7	1.3	2.0
股息支出	-168.0	-128.1	-142.9	-189.7	-245.7	估值指标					
短期借款变动	-484.4	-356.2	-404.9	0.0	0.0	净资产收益率(%)	20.3	13.0	13.9	15.4	16.9
融资现金流	2,434.9	4,495.0	713.9	756.7	18.6	P/E(倍)	20.9	29.2	24.0	18.8	14.6
现金净流量	653	1,443	1,878	1,740	2,578	P/B(倍)	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	买入	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。