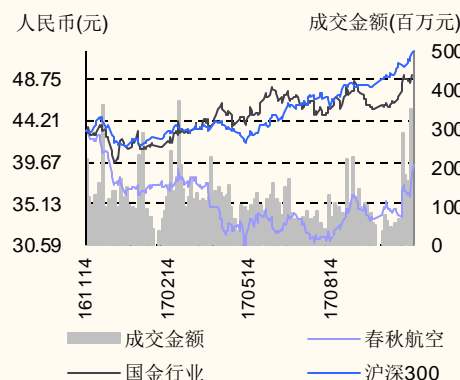


市场价格 (人民币): 39.28 元

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)	31,446.78
年内股价最高最低(元)	43.26/30.59
沪深 300 指数	4128.07
上证指数	3447.84



相关报告

- 《精细化管理效果显著，单季增速靓丽-春秋航空公司点评》，2017.10.31
- 《业绩触底拐点已现，持续推荐春秋航空-春秋航空公司研究》，2017.9.15
- 《调整策略应对市场，毛利下滑拉低业绩-春秋航空公司点评》，2017.8.17
- 《利空出尽，低成本航空龙头再起航-春秋航空公司研究》，2017.7.13
- 《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

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

短期收益水平持续提升，长期等待行业改善

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	1.465	1.812	2.129
每股净资产(元)	8.17	9.15	10.44	12.05	13.95
每股经营性现金流(元)	1.97	2.49	1.63	1.90	2.27
市盈率(倍)	36.75	30.94	26.82	21.67	18.45
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%	23.35%	23.75%	17.45%
净资产收益率(%)	20.30%	12.98%	14.03%	15.03%	15.26%
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

事件

- 公司 Q3 录得上市以来单季最高归母净利润 6.34 亿元，我们对公司运营最新变化进行了跟踪，并对未来经营进行了展望。

经营分析

- 精细化管理效果显著，国际线回暖明显：**今年旺季收益水平提升明显，成为三季度业绩大幅增长的主要原因，国内和地区的提升幅度均超过了 15%。进入 10 月，国际航线回暖提供了业绩增长新动力，票价水平同比增幅超过 10%，另外日本航线客座率同比已由负转正，韩国航线降幅已缩窄至 5% 以内，目前国际航线 ASK 占公司总体投入约 30%，日韩航线占比超过 10%，叠加去年下半年国际市场萎靡导致的低基数，国际航线的恢复对于公司全年业绩有明显增厚。
- 运力引进收紧，有利于收益水平持续提升：**明年公司已确定引进的飞机仅 4 架，还有 2 架在等待批文，这是公司未来 3 至 5 年运力引进最慢的一年，反而成为民航局准点率新政下，公司难得的喘息机会。预计明年公司 ASK 同比增速约为 12%，意味着公司在增量市场上运力投放增速缩窄，因此在增量市场毛利的拖累有限；同时在存量市场有利于公司继续提升客座率，并发挥精细化管理优势，持续提高盈利能力。同时公司在逐步优化国际航线网络，并扩展国际航线覆盖面，分散航线风险。优化航线结构，公司可以有效提高飞机使用效率，进一步降低单位成本。
- 中长期存在预期差，时刻放量迎来良好发展时期：**目前由于机场时刻限制、高铁提速等利空因素，市场对于低成本航空在我国发展潜力较为悲观，全球低成本航空市场份额已增长至 30%，我国只有约 10%。但春秋航空凭借强大的成本管控水平和管理团队，运营效率维持高水平，在低成本航空领域发展势头良好。在 2019 年北京二机场等基础设施投入和时刻放量之后，低成本行业环境预计得到改善，航空需求不减，作为低成本航空龙头，春秋航空将迎来加速成长的发展机遇。

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。前期利空出尽，估值进入修复阶段。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.47/1.81/2.13 元，对应 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 低成本航空政策推进不及预期，油价大幅上涨，疾病和恶劣天气影响等。

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	10,506	12,194	14,020
增长率		10.5%	4.1%	24.6%	16.1%	15.0%
主营业务成本	-6,245	-6,466	-7,350	-9,317	-10,659	-12,170
%销售收入	85.2%	79.9%	87.2%	88.7%	87.4%	86.8%
毛利	1,083	1,627	1,079	1,189	1,535	1,850
%销售收入	14.8%	20.1%	12.8%	11.3%	12.6%	13.2%
营业税金及附加	-15	-24	-7	-11	-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	-315	-366	-421
%销售收入	2.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-163	-195	-188	-210	-244	-280
%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	654	913	1,135
%销售收入	9.8%	14.5%	7.4%	6.2%	7.5%	8.1%
财务费用	-98	-154	-246	-204	-194	-178
%销售收入	1.3%	1.9%	2.9%	1.9%	1.6%	1.3%
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	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	540	904	289	463	735	972
营业利润率	7.4%	11.2%	3.4%	4.4%	6.0%	6.9%
营业外收支	675	900	994	1,100	1,200	1,300
税前利润	1,216	1,804	1,284	1,563	1,935	2,272
利润率	16.6%	22.3%	15.2%	14.9%	15.9%	16.2%
所得税	-332	-476	-333	-391	-484	-568
所得税率	27.3%	26.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	884	1,328	951	1,172	1,451	1,704
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	1,172	1,451	1,704
净利率	12.1%	16.4%	11.3%	11.2%	11.9%	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	1,172	1,451	1,704
非现金支出	305	377	535	803	977	1,117
非经营收益	131	207	220	-859	-957	-1,063
营运资金变动	-275	-340	286	185	49	57
经营活动现金净流	1,045	1,572	1,991	1,302	1,520	1,816
资本开支	-2,446	-3,188	-4,321	-2,372	-239	-1,154
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	-2,358	-224	-1,139
股权募资	0	1,755	14	0	0	0
债权募资	2,369	595	2,908	737	-304	500
其他	-123	179	1,734	-390	-418	-436
筹资活动现金净流	2,246	2,528	4,656	347	-722	64
现金净流量	887	708	1,555	-709	575	741

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	4,575	5,316
应收款项	268	822	1,543	1,870	2,170	2,495
存货	43	55	68	77	88	100
其他流动资产	211	293	421	481	521	566
流动资产	2,922	4,264	6,741	6,427	7,353	8,476
%总资产	25.9%	26.6%	34.3%	29.2%	31.4%	32.8%
长期投资	110	95	59	60	59	59
固定资产	6,884	10,146	11,338	14,041	14,566	15,952
%总资产	61.1%	63.3%	57.7%	63.8%	62.3%	61.7%
无形资产	417	505	503	423	361	312
非流动资产	8,340	11,765	12,905	15,574	16,036	17,372
%总资产	74.1%	73.4%	65.7%	70.8%	68.6%	67.2%
资产总计	11,261	16,029	19,647	22,000	23,389	25,849
短期借款	2,789	2,584	3,099	2,804	1,500	1,500
应付款项	1,003	1,845	1,611	2,063	2,381	2,731
其他流动负债	425	549	514	642	725	816
流动负债	4,217	4,979	5,224	5,509	4,606	5,046
长期贷款	2,329	3,354	3,864	4,864	5,864	6,364
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	13,641	13,738	14,678
普通股股东权益	3,553	6,540	7,323	8,360	9,651	11,171
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	22,000	23,389	25,849

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	2.947	1.660	1.187	1.465	1.812	2.129
每股净资产	11.844	8.175	9.148	10.442	12.055	13.953
每股经营现金净流	3.483	1.965	2.487	1.626	1.898	2.268
每股股利	0.240	0.210	0.160	0.170	0.200	0.230
回报率						
净资产收益率	24.88%	20.30%	12.98%	14.03%	15.03%	15.26%
总资产收益率	7.85%	8.28%	4.84%	5.33%	6.20%	6.59%
投入资本收益率	6.03%	6.93%	2.80%	2.68%	3.55%	3.99%
增长率						
主营业务收入增长率	11.64%	10.45%	4.15%	24.64%	16.06%	14.97%
EBIT增长率	34.34%	63.34%	-46.73%	4.37%	39.76%	24.29%
净利润增长率	20.75%	50.18%	-28.42%	23.35%	23.75%	17.45%
总资产增长率	47.18%	42.33%	22.57%	11.98%	6.31%	10.52%
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	429.8	386.0	371.8
偿债能力						
净负债/股东权益	76.50%	43.48%	62.01%	71.24%	52.61%	43.30%
EBIT利息保障倍数	7.3	7.6	2.5	3.2	4.7	6.4
资产负债率	68.45%	59.20%	62.72%	62.00%	58.74%	56.78%

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	1	9	13	24	25
增持	1	3	5	13	14
中性	0	2	4	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.59	1.55	1.55

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	2016-09-12	买入	46.82	N/A
2	2016-11-01	买入	43.21	N/A
3	2017-03-31	买入	36.49	N/A
4	2017-05-02	买入	32.86	N/A
5	2017-07-13	买入	32.86	40.00~40.00
6	2017-08-17	买入	31.76	N/A
7	2017-09-15	买入	34.67	45.00~45.00
8	2017-10-31	买入	33.73	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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH