

## 春秋航空(601021)/航空运输

## 收益优化策略增厚业绩 中韩航线有望改善

**评级：买入(维持)**

市场价格：39.6

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

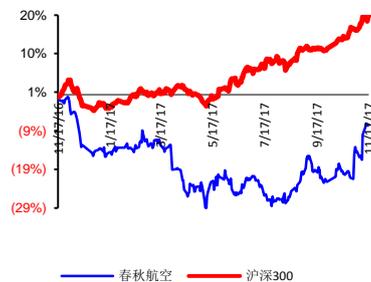
联系人：扈世民

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)	39.6
市值(百万元)	31,703
流通市值(百万元)	7,920

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1. 公司深度：利空出尽业绩拐点向上 收益优化策略效果初现。

**公司盈利预测及估值**

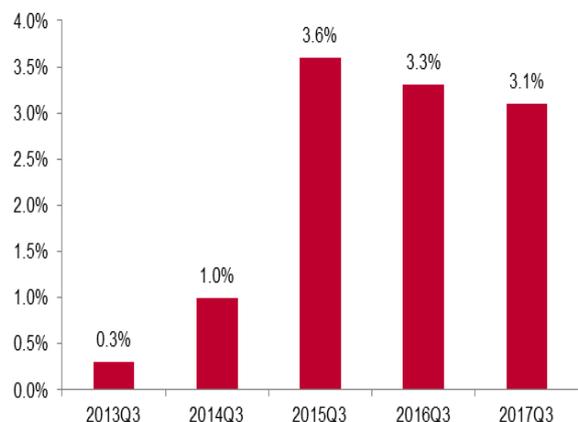
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,093.7	8,429.4	10,149.0	12,026.6	14,011.0
增速 yoy%	10.5	4.1	20.4	18.5	16.5
净利润	1,327.9	950.5	1,158.9	1,479.8	1,908.8
增速 yoy%	50.2	-28.4	21.9	27.7	29.0
每股收益(元)	1.66	1.19	1.45	1.85	2.38
每股净资产(元)	8.2	9.1	10.4	12.0	14.1
净资产收益率	20.3	13.0	13.9	15.4	16.9
P/E	23.9	33.4	27.4	21.4	16.6
P/B	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8

备注：股价为 2017 年 11 月 16 日收盘价。

**投资要点**

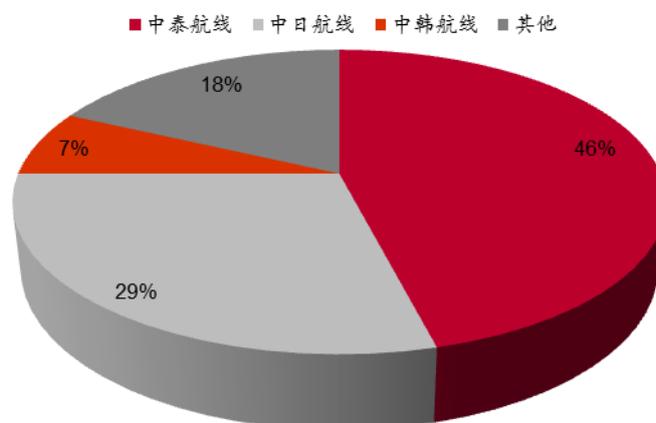
- **事件：春秋航空 10 月经营数据：2017 年 1-10 月公司可用座公里 ASK 同比增速 24.8%，其中国内线 35.8%、国际线 6.9%。收入客公里 RPK 增速 23.4%，其中国内线 33.7%、国际线 6.2%。同期整体客座率 91.2%，同比下降 1.0pct。**
- **10 月整体客座率同比转正，国际线回暖显著。2017 年 10 月公司可用座公里 ASK 同比增速 18.4%，其中国内线 24.9%、国际线 6.8%；收入客公里 RPK 同比增速 19.9%，其中国内线 24.4%、国际线 12.4%。整体客座率 88.4%，同比增长 1.1pct。我们认为公司单月客座率转正主要受益于国内线客座率降幅收窄至 0.4pct，日本、泰国航线回暖推动国际线客座率提升 4.1pct。**
- **收益优化策略增厚业绩，17H2 业绩拐点清晰。2017 年公司重点布局需求增长稳定的国内线存量市场，着力发展枢纽直飞业务。17H1 国内线客公里收益同比增长 4.3%、收益优化策略增厚公司业绩。我们预测 2017 年国内线客公里收益同比增长 5.5%。国际航线优化调整，考虑人民币升值利好出境游、中韩关系有望转暖，我们预计 2017 国际线收入客公里 RPK 同比增长 15%。**
- **日泰航线支撑国际线回暖，17Q4 中韩航线有望改善。截止 2017H1 国际线在公司运力占比 33%，其中日韩泰航线占公司国际航线 82%。历史高峰期公司韩国航线运力占比 4%，贡献 6%营业收入。受萨德事件影响，赴韩旅游急剧下滑，根据国家旅游局数据 2017 年 7 月赴韩旅客人数同比下降 69.3%。近期中韩关系回暖有望打开赴韩旅游成长空间，坚守中韩航线的春秋航空有望率先获益。**
- **低成本航空空间广阔，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。2017 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 27.4XPE。收益优化策略增厚业绩，17H2 业绩拐点清晰；韩国航线有望改善，国际线延续回暖态势。维持“买入”评级。**
- **风险提示：油价大幅增长、需求增长不及预期、中韩航线改善不及预期。**

图表 1: 2017Q3 公司在中韩航线市场占比 3.1%



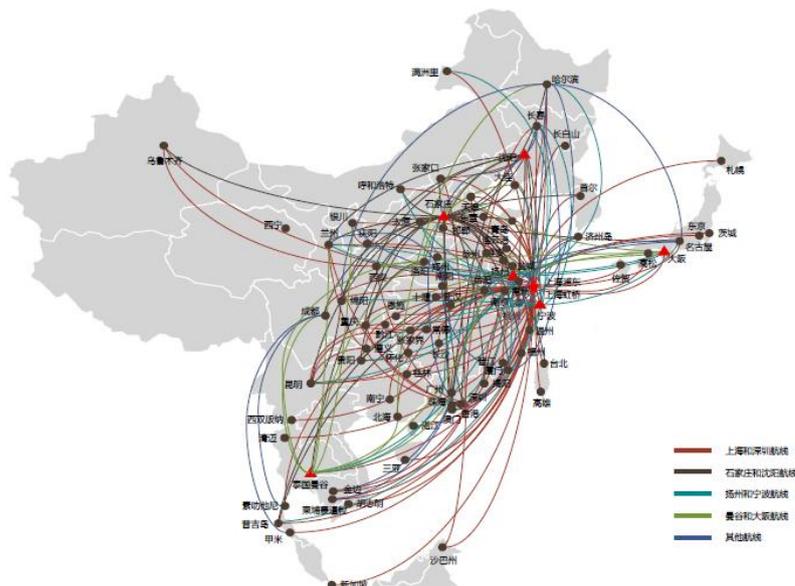
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 截止 2017H1 日韩泰航线占公司国际航线 82%。



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 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

图表 4: 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	<b>资产总计</b>	<b>16,029.0</b>	<b>19,646.6</b>	<b>15,141.4</b>	<b>17,883.1</b>	<b>20,617.3</b>
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	<b>负债合计</b>	<b>9,489.2</b>	<b>12,323.1</b>	<b>6,821.1</b>	<b>8,267.2</b>	<b>9,330.9</b>
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>1,327.9</b>	<b>950.5</b>	<b>1,158.9</b>	<b>1,479.8</b>	<b>1,908.8</b>	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
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.66</b>	<b>1.19</b>	<b>1.45</b>	<b>1.85</b>	<b>2.38</b>	<b>股东权益合计</b>	<b>6,539.8</b>	<b>7,323.5</b>	<b>8,320.3</b>	<b>9,615.9</b>	<b>11,286.4</b>
						少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						<b>负债股东权益总计</b>	<b>16029.0</b>	<b>19646.6</b>	<b>15141.4</b>	<b>17883.1</b>	<b>20617.3</b>

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	<b>成长性指标</b>					
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	<b>盈利能力指标</b>					
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
<b>经营现金流</b>	<b>1,610.3</b>	<b>2,039.7</b>	<b>1,055.0</b>	<b>1,001.1</b>	<b>2,584.0</b>	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	0.5	-1.2	1.2	0.8	0.6
<b>投资现金流</b>	<b>-3,392.6</b>	<b>-5,091.8</b>	<b>109.0</b>	<b>-18.2</b>	<b>-24.2</b>	<b>偿债能力指标</b>					
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	<b>估值指标</b>					
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
<b>融资现金流</b>	<b>2,434.9</b>	<b>4,495.0</b>	<b>713.9</b>	<b>756.7</b>	<b>18.6</b>	P/E(倍)	23.9	33.4	27.4	21.4	16.6
<b>现金净流量</b>	<b>653</b>	<b>1,443</b>	<b>1,878</b>	<b>1,740</b>	<b>2,578</b>	P/B(倍)	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8

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
	增持	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	增持	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。