

春秋航空 (601021.SH) 买入 (维持评级)

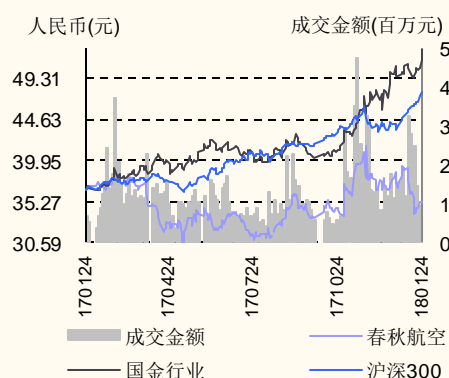
公司点评

市场价格 (人民币): 35.28 元

高管增持提升信心, 提价维持 2018 成长性

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	800.00
总市值(百万元)	28,244.46
年内股价最高最低(元)	41.71/30.59
沪深 300 指数	4389.89
上证指数	3559.47



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	1.477	1.763	2.127
每股净资产(元)	8.17	9.15	10.45	12.02	13.92
每股经营性现金流(元)	1.97	2.49	1.63	1.87	2.32
市盈率(倍)	36.75	30.94	23.88	20.01	16.59
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%	24.42%	19.36%	20.63%
净资产收益率(%)	20.30%	12.98%	14.13%	14.67%	15.29%
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

- 春秋航空公告部分董事高管增持公司股份计划。

经营分析

- **计划增持 0.6%~1%，进一步提升投资者信心：**春秋航空本次增持股份计划主体包括董事长、总经理、副总裁、财务总监等 9 人，计划于未来 6 个月内通过上海证券交易所交易系统（包括但不限于集中竞价交易和大宗交易），增持公司股票 500 万~800 万股，占公司现有股本 0.625%~1%。目前，本次增持主体已通过春翼投资和春翔投资持有春秋航空股份共 1.54%。此次增持绑定部分董事、高级管理人员与公司的内在价值，将促进公司股东与管理者的利益趋同，进一步提升投资者信心，并有利于公司实施非公开发行 A 股股票方案，吸引募集资金。
- **飞机引进放缓依靠提升票价维持成长性，2019 年引进回升抢占新市场：**2018 年公司净增仅 6 架飞机，年底机队规模将达到 82 架。飞机引进速度放慢将抑制公司 ASK 增长，但在一线机场时刻资源紧缺以及航空供给侧改革的背景下，投放至三四线市场的运力同样放缓，将降低对于收益水平的拖累。2018 年的业绩增长将主要来源于供给侧改革推动的票价提高，年初新增票价市场化航线后，春秋共有 37 条，占 ASK 超过 40%，同时国际航线也将有所改善。2019 年公司飞机引进将回升至 12 架，届时北京新机场、上海卫星厅，以及 2020 年的成都天府机场建成都将提供时刻资源，并且一线市场对于收益水平的冲击预计较小，公司低成本发展逻辑回归，成长性延续。春秋航空凭借成本优势和高效的管理团队，运营效率维持高水平，作为低成本航空龙头，行业环境改善后，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，2018 年通过提升票价弥补运力投放放缓，2019 年重回高投入抢占一线新市场，公司成长性得以维持。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.48/1.76/2.13 元，对应 PE 分别为 24/20/17 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，增持资金不到位等。

相关报告

1. 《短期收益水平持续提升，长期等待行业改善-春秋航空公司点评》，2017.11.14
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,328	8,094	8,429	10,340	12,309	15,221	货币资金	2,400	3,095	4,709	4,000	4,554	5,334
增长率		10.5%	4.1%	22.7%	19.0%	23.7%	应收款项	268	822	1,543	1,840	2,190	2,709
主营业务成本	-6,245	-6,466	-7,350	-9,146	-10,820	-13,311	存货	43	55	68	75	89	109
%销售收入	85.2%	79.9%	87.2%	88.4%	87.9%	87.5%	其他流动资产	211	293	421	475	526	600
毛利	1,083	1,627	1,079	1,194	1,489	1,910	流动资产	2,922	4,264	6,741	6,391	7,359	8,753
%销售收入	14.8%	20.1%	12.8%	11.6%	12.1%	12.5%	%总资产	25.9%	26.6%	34.3%	29.1%	31.5%	33.5%
营业税金及附加	-15	-24	-7	-10	-12	-15	长期投资	110	95	59	60	59	59
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	6,884	10,146	11,338	14,041	14,566	15,952
营业费用	-184	-233	-258	-310	-369	-457	%总资产	61.1%	63.3%	57.7%	63.9%	62.3%	61.1%
%销售收入	2.5%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	417	505	503	423	361	312
管理费用	-163	-195	-188	-207	-246	-304	非流动资产	8,340	11,765	12,905	15,574	16,036	17,372
%销售收入	2.2%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	74.1%	73.4%	65.7%	70.9%	68.5%	66.5%
息税前利润 (EBIT)	720	1,175	626	667	861	1,134	资产总计	11,261	16,029	19,647	21,964	23,395	26,125
%销售收入	9.8%	14.5%	7.4%	6.5%	7.0%	7.4%	短期借款	2,789	2,584	3,099	2,801	1,500	1,500
财务费用	-98	-154	-246	-204	-194	-178	应付款项	1,003	1,845	1,611	2,028	2,409	2,973
%销售收入	1.3%	1.9%	2.9%	2.0%	1.6%	1.2%	其他流动负债	425	549	514	633	732	880
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0	流动负债	4,217	4,979	5,224	5,462	4,641	5,353
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,329	3,354	3,864	4,864	5,864	6,364
投资收益	-81	-117	-91	15	15	15	其他长期负债	1,162	1,157	3,235	3,268	3,268	3,268
%税前利润	n.a	n.a	n.a	1.0%	0.8%	0.7%	负债	7,708	9,489	12,323	13,594	13,773	14,985
营业利润	540	904	289	477	682	971	普通股股东权益	3,553	6,540	7,323	8,370	9,622	11,140
营业利润率	7.4%	11.2%	3.4%	4.6%	5.5%	6.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	675	900	994	1,100	1,200	1,300	负债股东权益合计	11,261	16,029	19,647	21,964	23,395	26,125
税前利润	1,216	1,804	1,284	1,577	1,882	2,271	比率分析						
利润率	16.6%	22.3%	15.2%	15.2%	15.3%	14.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-332	-476	-333	-394	-471	-568	每股指标						
所得税率	27.3%	26.4%	25.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	2.947	1.660	1.187	1.477	1.763	2.127
净利润	884	1,328	951	1,183	1,412	1,703	每股净资产	11.844	8.175	9.148	10.455	12.018	13.915
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	3.483	1.965	2.487	1.629	1.870	2.317
归属于母公司的净利润	884	1,328	951	1,183	1,412	1,703	每股股利	0.240	0.210	0.160	0.170	0.200	0.230
净利率	12.1%	16.4%	11.3%	11.4%	11.5%	11.2%	回报率						
							净资产收益率	24.88%	20.30%	12.98%	14.13%	14.67%	15.29%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.85%	8.28%	4.84%	5.38%	6.03%	6.52%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	6.03%	6.93%	2.80%	2.73%	3.35%	3.99%
净利润	884	1,328	951	1,183	1,412	1,703	增长率						
非现金支出	305	377	535	803	977	1,117	主营业务收入增长率	11.64%	10.45%	4.15%	22.67%	19.04%	23.66%
非经营收益	131	207	220	-859	-957	-1,063	EBIT增长率	34.34%	63.34%	-46.73%	6.52%	29.10%	31.66%
营运资金变动	-275	-340	286	177	65	98	净利润增长率	20.75%	50.18%	-28.42%	24.42%	19.36%	20.63%
经营活动现金净流	1,045	1,572	1,991	1,304	1,497	1,855	总资产增长率	47.18%	42.33%	22.57%	11.80%	6.51%	11.67%
资本开支	-2,446	-3,188	-4,321	-2,372	-239	-1,154	资产管理能力						
投资	-93	-104	-56	-1	0	0	应收账款周转天数	3.4	3.9	5.0	5.0	5.0	5.0
其他	135	-100	-715	15	15	15	存货周转天数	2.5	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
投资活动现金净流	-2,404	-3,393	-5,092	-2,358	-224	-1,139	应付账款周转天数	12.2	15.3	16.5	16.0	16.0	16.0
股权募资	0	1,755	14	0	0	0	固定资产周转天数	217.8	264.2	418.7	436.7	382.4	342.5
债权募资	2,369	595	2,908	735	-301	500	偿债能力						
其他	-123	179	1,734	-390	-418	-436	净负债/股东权益	76.50%	43.48%	62.01%	71.12%	52.98%	43.24%
筹资活动现金净流	2,246	2,528	4,656	345	-719	64	EBIT利息保障倍数	7.3	7.6	2.5	3.3	4.4	6.4
现金净流量	887	708	1,555	-709	554	780	资产负债率	68.45%	59.20%	62.72%	61.89%	58.87%	57.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	2	4	6	17	33
	1	1	2	6	16
	0	1	2	4	7
	0	0	0	0	0
	1.33	1.50	1.60	1.52	1.54

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。

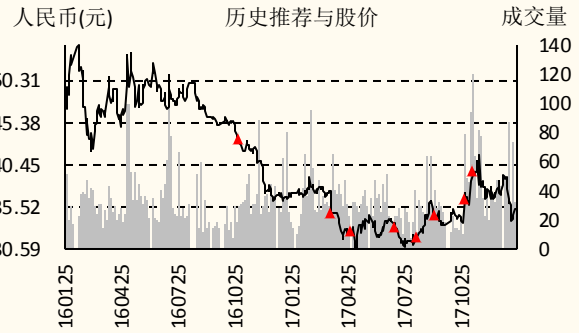
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-11-01	买入	43.21	N/A
2	2017-03-31	买入	36.49	N/A
3	2017-05-02	买入	32.86	N/A
4	2017-07-13	买入	32.86	40.00~40.00
5	2017-08-17	买入	31.76	N/A
6	2017-09-15	买入	34.67	45.00~45.00
7	2017-10-31	买入	33.73	N/A
8	2017-11-14	买入	39.28	N/A

来源：国金证券研究所



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