

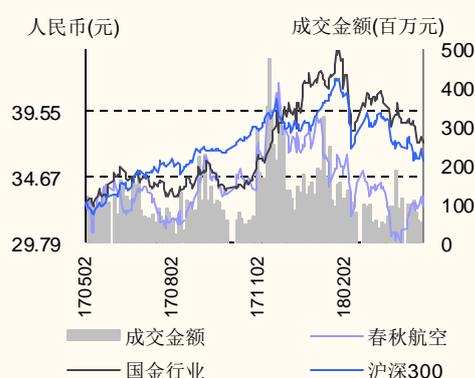
春秋航空 (601021.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.19 元

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)	30,431.84
年内股价最高最低(元)	41.71/29.79
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



相关报告

- 1.《高管增持提升信心，提价维持 2018 成长性-春秋航空公司点评》，2018.1.25
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoiliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

收益水平高增长，中长期等待行业改善

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.187	1.576	1.693	2.274	2.873
每股净资产(元)	9.15	10.57	14.51	16.51	19.02
每股经营性现金流(元)	2.49	2.81	0.98	2.02	2.83
市盈率(倍)	30.94	23.65	19.60	14.59	11.55
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	-28.42%	32.73%	23.08%	34.30%	26.31%
净资产收益率(%)	12.98%	14.91%	11.67%	13.78%	15.10%
总股本(百万股)	800.58	800.58	916.90	916.90	916.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年营收 109.7 亿，同比增长 30.2%；实现归母净利润 12.6 亿，同比增长 32.7%，每股收益 1.58 元。2018Q1 营收 32.3 亿，同比增长 25.6%；实现归母净利润 3.9 亿，同比增长 27.1%，每股收益 0.46 元。

经营分析

- 以价换量，收益水平提升明显：2017 年公司将主要运力投入至更具长期发展潜力的国内线，整体 ASK 同增 23.7%（国内 32.6%/国际 8.8%），整体 RPK 同增 22.2%（国内 30.8%/国际 7.5%）。预计 2018 年运力投入仍以国内为主，同时更加平衡。2018Q1 整体 ASK 同增 17.2%（国内 20.0%/国际 11.9%）。

单位客公里收益提升明显，2017 年同增 8.6%（国内 13.5%/国际 2.2%），客座率 90.6%，略降 1.1pct，预计单位座公里收益水平同增 7.2%，春秋收益精细化管理效果显著。

18 年公司计划引进 7 架 A320，增速放缓，但国内一线机场时刻持续紧张，预计 18 年公司将更多的运力投放至二线市场基地，同时继续主动提升收益水平，客座率继续承压，18Q1 同降 4.0pct，但营收有望继续高增长。

- 收入与成本端共同努力，盈利能力向好：公司 2017/2018Q1 营业成本同增 31.3%/21.4%，布油均价分别同增 21.3%/23.2%，毛利分别同增-0.7pct/2.9pct，盈利能力提升明显。原因除了由于收益水平提高外，公司注重成本管控，提升飞机使用率，降低单位固定成本，有效分析各项成本潜力，低成本优势进一步体现，2017 年扣油单位成本仅同增 0.6%。

- 中长期存在预期差，等待行业环境改善：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。但春秋航空凭借强大的成本管控水平和管理团队，在低成本航空领域发展势头良好。2019 年飞机引进将回升至两位数，北京新机场等基础设施投入和时刻放量后，低成本行业环境预计得到改善，低成本航空龙头将迎来加速成长的发展机遇。

投资建议

- 公司低成本模式受到市场认可。18 年通过提升票价弥补运力投放放缓，19 年重回高投入抢占一线新市场，公司高成长性得以维持，国际线企稳回暖。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.69/2.27/2.87 元，对应 PE 分别为 20/15/12 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。

图表 1: 春秋航空整体 ASK 及其增速



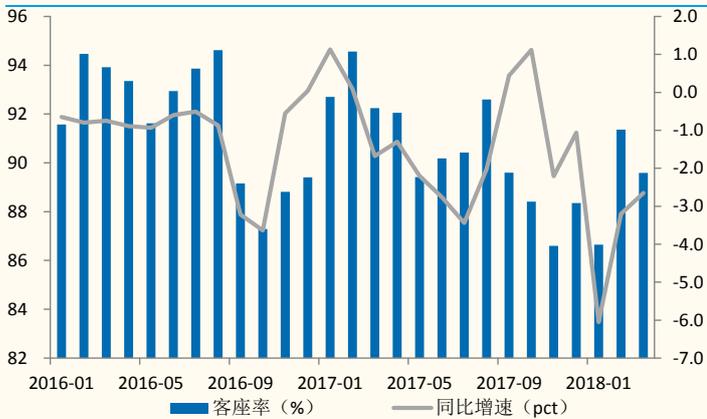
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 春秋航空整体 RPK 及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 春秋航空整体客座率及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,094	8,429	10,971	13,564	16,952	21,071
增长率		4.1%	30.1%	23.6%	25.0%	24.3%
主营业务成本	-6,466	-7,350	-9,638	-11,899	-14,561	-17,821
%销售收入	79.9%	87.2%	87.9%	87.7%	85.9%	84.6%
毛利	1,627	1,079	1,332	1,665	2,391	3,250
%销售收入	20.1%	12.8%	12.1%	12.3%	14.1%	15.4%
营业税金及附加	-24	-7	-14	-14	-17	-21
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-233	-258	-298	-366	-441	-548
%销售收入	2.9%	3.1%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
管理费用	-195	-188	-251	-312	-390	-485
%销售收入	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	1,175	626	768	973	1,543	2,196
%销售收入	14.5%	7.4%	7.0%	7.2%	9.1%	10.4%
财务费用	-154	-246	-192	-138	-109	-140
%销售收入	1.9%	2.9%	1.7%	1.0%	0.6%	0.7%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	-12	0	0	0
投资收益	-117	-91	1,033	1,150	1,250	1,350
%税前利润	n.a	n.a	62.6%	56.3%	45.6%	39.0%
营业利润	904	289	1,597	1,983	2,684	3,406
营业利润率	11.2%	3.4%	14.6%	14.6%	15.8%	16.2%
营业外收支	900	994	54	60	60	60
税前利润	1,804	1,284	1,651	2,043	2,744	3,466
利润率	22.3%	15.2%	15.1%	15.1%	16.2%	16.4%
所得税	-476	-333	-390	-490	-659	-832
所得税率	26.4%	25.9%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	1,328	951	1,262	1,553	2,085	2,634
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,328	951	1,262	1,553	2,085	2,634
净利率	16.4%	11.3%	11.5%	11.4%	12.3%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,328	951	1,262	1,553	2,085	2,634
非现金支出	377	535	742	836	1,077	1,392
非经营收益	207	220	121	-966	-1,124	-1,201
营运资金变动	-340	286	124	-520	-188	-226
经营活动现金净流	1,572	1,991	2,248	903	1,850	2,598
资本开支	-3,188	-4,321	-2,521	-2,167	-4,382	-4,396
投资	-104	-56	-13	9	0	0
其他	-100	-715	-197	1,150	1,250	1,350
投资活动现金净流	-3,393	-5,092	-2,730	-1,009	-3,132	-3,046
股权募资	1,755	14	0	3,500	0	0
债权募资	595	2,908	-237	-1,737	1,000	500
其他	179	1,734	196	-418	-443	-539
筹资活动现金净流	2,528	4,656	-41	1,346	557	-39
现金净流量	708	1,555	-523	1,240	-724	-487

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,095	4,709	4,269	5,509	4,785	4,298
应收账款	822	1,543	1,767	2,563	3,203	3,981
存货	55	68	93	98	120	146
其他流动资产	293	421	494	478	558	656
流动资产	4,264	6,741	6,623	8,648	8,665	9,081
%总资产	26.6%	34.3%	32.1%	36.1%	31.7%	29.4%
长期投资	95	59	74	75	74	74
固定资产	10,146	11,338	12,430	14,000	17,426	20,537
%总资产	63.3%	57.7%	60.3%	58.4%	63.7%	66.6%
无形资产	505	503	486	410	350	304
非流动资产	11,765	12,905	13,979	15,335	18,700	21,765
%总资产	73.4%	65.7%	67.9%	63.9%	68.3%	70.6%
资产总计	16,029	19,647	20,602	23,982	27,365	30,846
短期借款	2,584	3,099	3,239	1,500	1,500	1,500
应付款项	1,845	1,611	1,538	1,648	2,037	2,513
其他流动负债	549	514	673	846	1,011	1,211
流动负债	4,979	5,224	5,449	3,994	4,548	5,225
长期贷款	3,354	3,864	3,410	3,410	4,410	4,910
其他长期负债	1,157	3,235	3,280	3,273	3,273	3,273
负债	9,489	12,323	12,139	10,676	12,231	13,408
普通股股东权益	6,540	7,323	8,464	13,306	15,134	17,438
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	16,029	19,647	20,602	23,982	27,365	30,846

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.660	1.187	1.576	1.693	2.274	2.873
每股净资产	8.175	9.148	10.572	14.512	16.506	19.019
每股经营现金净流	1.965	2.487	2.808	0.985	2.018	2.833
每股股利	0.210	0.160	0.187	0.230	0.280	0.360
回报率						
净资产收益率	20.30%	12.98%	14.91%	11.67%	13.78%	15.10%
总资产收益率	8.28%	4.84%	6.12%	6.47%	7.62%	8.54%
投入资本收益率	6.93%	2.80%	3.37%	3.61%	5.03%	6.39%
增长率						
主营业务收入增长率	10.45%	4.15%	30.15%	23.64%	24.98%	24.30%
EBIT增长率	63.34%	-46.73%	22.67%	26.67%	58.58%	42.35%
净利润增长率	50.18%	-28.42%	32.73%	23.08%	34.30%	26.31%
总资产增长率	42.33%	22.57%	4.87%	16.40%	14.11%	12.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.9	5.0	3.5	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	15.3	16.5	14.2	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	264.2	418.7	355.7	329.9	337.7	325.6
偿债能力						
净负债/股东权益	43.48%	62.01%	55.08%	12.73%	22.58%	25.26%
EBIT利息保障倍数	7.6	2.5	4.0	7.0	14.2	15.6
资产负债率	59.20%	62.72%	58.92%	44.52%	44.69%	43.47%

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	0	4	6	8	22
增持	0	1	4	6	10
中性	0	0	0	0	3
减持	0	1	1	1	1
评分	0.00	1.67	1.64	1.60	1.53

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	2017-03-31	买入	36.49	N/A
2	2017-05-02	买入	32.86	N/A
3	2017-07-13	买入	32.86	40.00~40.00
4	2017-08-17	买入	31.76	N/A
5	2017-09-15	买入	34.67	45.00~45.00
6	2017-10-31	买入	33.73	N/A
7	2017-11-14	买入	39.28	N/A
8	2018-01-25	买入	35.28	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