

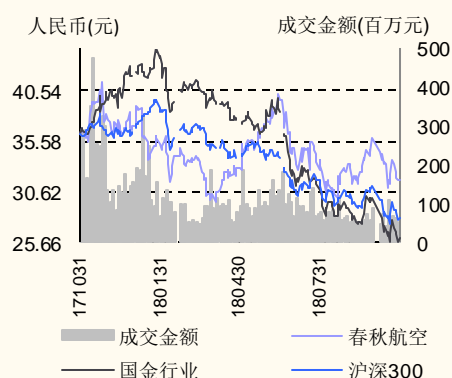
春秋航空 (601021.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 31.83 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	800.15
总市值(百万元)	29,184.85
年内股价最高最低(元)	41.50/29.64
沪深 300 指数	3110.26
上证指数	2568.05



相关报告

- 1.《客公里收益同增 11.5%，带动业绩一枝独秀-2018-08...》，2018.8.31
- 2.《收益水平高增长，中长期等待行业改善-春秋航空公司点评》，2018.5.1
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

业绩一枝独秀，三费下降助力成本控制

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	1.637	2.184	2.991
每股净资产(元)	9.15	10.57	14.46	16.36	18.99
每股经营性现金流(元)	2.49	2.81	0.98	3.69	4.83
市盈率(倍)	30.94	23.65	19.45	14.57	10.64
净利润增长率(%)	-28.42%	32.73%	18.97%	33.43%	36.96%
净资产收益率(%)	12.98%	14.91%	11.32%	13.35%	15.75%
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 2018 年前三季度营收 101.8 亿，同增 20.9%，归母净利润 14.1 亿，同增 18.9%，扣非归母净利润 12.7 亿，同增 19.2%；Q3 单季营收 38.5 亿，同增 14.6%，归母净利润 6.9 亿，同增 8.2%。

经营分析

- 业绩表现最优，收益水平增速下滑。相较于三大航归母净利润同比均大幅下滑，春秋航空前三季度盈利能力优势明显。在行业供需改善和低成本航空票价上浮更具弹性优势下，春秋航空通过精细化管理、提高部分票价，实现收益水平的上涨，保持利润稳定增长。值得注意的是，2018Q3 单季度 RASK 同比增长 0.8%，收益水平增速下滑，或由于公司去年 Q3 已经开始提价，形成低基数，另外国际线主要的泰国市场受沉船事件影响盈利水平。
- 暑期旺季运力投放受限，泰国倾船事件负面影响尚未消除。Q3 单季度营收增长 14.57%。国内线方面，暑期旺季春秋航空运力投放受限，7、8 月份 ASK 增速仅为 5.4%、6.9%，同期 RPK 同比增长 5.5%和 8.1%。国际线运力依然是今年主增长点，Q3 单季 ASK 同比增长 21.3%。受泰国倾船事件以及日本线地震影响，2018Q3 国际线客座率同降 5.0pct。
- 三费控制良好抵消部分油价上涨负面影响。Q3 单季度营业成本同比上涨 20.4%，受油价上涨拖累，Q3 营业成本上涨增幅超营收增速。三季度三费控制良好，销售费用、财务费用和管理费用分别下降 30.3%、24.3%和 1.5%。费用的控制抵消了部分油价上涨带来的负面影响。
- 参与南航定增，助力低成本航空市场成长。南航定增 15.78 亿股完成，春秋航空成为其第五大股东，持股占比 1.63%。双方的合作预计集中在低成本航空层面，挖掘新的增长点。春秋后续或可借助南方航空优势基地进一步开拓低成本航空市场。

投资建议

- 公司低成本模式受到市场认可。2018 年通过提升票价和控制成本费用，弥补运力投放放缓和油价上涨负面影响，业绩一枝独秀。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别 2018-2020 年 EPS 分别为 1.64/2.18/2.99 元，对应 PE 分别为 19/15/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 成本上涨超预期，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)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	8,094	8,429	10,971	13,560	16,647	20,282
增长率		4.1%	30.1%	23.6%	22.8%	21.8%
主营业务成本	-6,466	-7,350	-9,638	-11,929	-14,302	-16,998
%销售收入	79.9%	87.2%	87.9%	88.0%	85.9%	83.8%
毛利	1,627	1,079	1,332	1,631	2,345	3,284
%销售收入	20.1%	12.8%	12.1%	12.0%	14.1%	16.2%
营业税金及附加	-24	-7	-14	-16	-17	-20
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-233	-258	-298	-293	-360	-438
%销售收入	2.9%	3.1%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-195	-188	-251	-217	-266	-325
%销售收入	2.4%	2.2%	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	1,175	626	768	1,104	1,702	2,501
%销售收入	14.5%	7.4%	7.0%	8.1%	10.2%	12.3%
财务费用	-154	-246	-192	-188	-227	-152
%销售收入	1.9%	2.9%	1.7%	1.4%	1.4%	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	1,000	1,100	1,200
%税前利润	n.a	n.a	62.6%	50.6%	41.7%	33.3%
营业利润	904	289	1,597	1,915	2,575	3,549
营业利润率	11.2%	3.4%	14.6%	14.1%	15.5%	17.5%
营业外收支	900	994	54	60	60	60
税前利润	1,804	1,284	1,651	1,975	2,635	3,609
利润率	22.3%	15.2%	15.1%	14.6%	15.8%	17.8%
所得税	-476	-333	-390	-474	-632	-866
所得税率	26.4%	25.9%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	1,328	951	1,262	1,501	2,003	2,743
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	1,501	2,003	2,743
净利率	16.4%	11.3%	11.5%	11.1%	12.0%	13.5%

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	1,501	2,003	2,743
非现金支出	377	535	742	801	919	1,077
非经营收益	207	220	121	132	146	78
营运资金变动	-340	286	124	-1,536	313	529
经营活动现金净流	1,572	1,991	2,248	898	3,381	4,426
资本开支	-3,188	-4,321	-2,521	-2,759	-2,683	-3,196
投资	-104	-56	-13	-991	0	0
其他	-100	-715	-197	100	100	100
投资活动现金净流	-3,393	-5,092	-2,730	-3,651	-2,583	-3,096
股权募资	1,755	14	0	3,500	0	0
债权募资	595	2,908	-237	449	265	-262
其他	179	1,734	196	-466	-562	-568
筹资活动现金净流	2,528	4,656	-41	3,483	-298	-830
现金净流量	708	1,555	-523	731	500	500

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	5,000	5,500	6,000
应收款项	822	1,543	1,767	3,465	3,570	3,515
存货	55	68	93	108	118	140
其他流动资产	293	421	494	479	550	631
流动资产	4,264	6,741	6,623	9,052	9,737	10,286
%总资产	26.6%	34.3%	32.1%	34.8%	34.1%	32.9%
长期投资	95	59	74	1,074	1,074	1,074
固定资产	10,146	11,338	12,430	14,533	16,417	18,643
%总资产	63.3%	57.7%	60.3%	55.9%	57.6%	59.7%
无形资产	505	503	486	405	345	299
非流动资产	11,765	12,905	13,979	16,962	18,786	20,966
%总资产	73.4%	65.7%	67.9%	65.2%	65.9%	67.1%
资产总计	16,029	19,647	20,602	26,013	28,523	31,252
短期借款	2,584	3,099	3,239	3,712	3,977	3,715
应付款项	1,845	1,611	1,538	1,644	1,995	2,402
其他流动负债	549	514	673	747	895	1,067
流动负债	4,979	5,224	5,449	6,104	6,868	7,183
长期贷款	3,354	3,864	3,410	3,410	3,410	3,410
其他长期负债	1,157	3,235	3,280	3,246	3,246	3,246
负债	9,489	12,323	12,139	12,759	13,523	13,839
普通股股东权益	6,540	7,323	8,464	13,254	15,000	17,413
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	26,013	28,523	31,252

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.660	1.187	1.576	1.637	2.184	2.991
每股净资产	8.175	9.148	10.572	14.455	16.359	18.991
每股经营现金净流	1.965	2.487	2.808	0.980	3.687	4.828
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%	11.32%	13.35%	15.75%
总资产收益率	8.28%	4.84%	6.12%	5.77%	7.02%	8.78%
投入资本收益率	6.93%	2.80%	3.37%	3.70%	5.24%	7.08%
增长率						
主营业务收入增长率	10.45%	4.15%	30.15%	23.60%	22.77%	21.83%
EBIT增长率	63.34%	-46.73%	22.67%	43.78%	54.13%	46.93%
净利润增长率	50.18%	-28.42%	32.73%	18.97%	33.43%	36.96%
总资产增长率	42.33%	22.57%	4.87%	26.26%	9.65%	9.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.9	5.0	3.5	3.3	3.3	3.3
存货周转天数	2.8	3.0	3.0	3.3	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	304.0	271.4	248.4
偿债能力						
净负债/股东权益	43.48%	62.01%	55.08%	33.31%	27.87%	19.63%
EBIT利息保障倍数	7.6	2.5	4.0	5.9	7.5	16.5
资产负债率	59.20%	62.72%	58.92%	49.05%	47.41%	44.28%

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	0	10	11	32
增持	0	1	7	8	14
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.41	1.42	1.38

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。

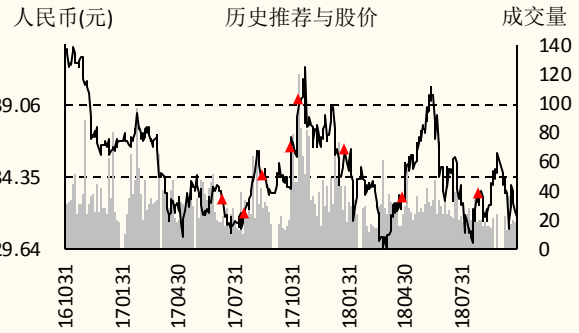
最终评分与平均投资建议对照：

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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