



运输/工业

春秋航空 (601021)

周期股中的成长股

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 61.00

当前价格: 42.13

2015.01.29

交易数据

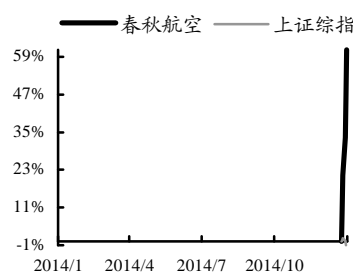
52 周内股价区间 (元)	21.79-42.13
总市值 (百万元)	16,852
总股本/流通 A 股 (百万股)	400/100
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0.79
日均成交值 (百万元)	31.20

资产负债表摘要 (2014-9-30)

股东权益 (百万元)	3,327
每股净资产	8.32
市净率	5.1
净负债率	81.87%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	-	-
Q2	-	-
Q3	-	-
Q4	-	-
全年	1.83	1.95

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	-5%	-41%	-61%

相关报告

新股询价报告《低成本航空公司领导者》

	岳鑫 (分析师)	郑武 (分析师)	糜怀清 (分析师)
	0755-23976758	0755-23976528	021-38676053
	yuexin@gjjas.com	zhengwu@gjjas.com	mihuaiqing@gjjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002	S0880514030008

本报告导读:

A 股首家低成本航空公司, 在高油价时代实现高 ROE, 上市为加速增长提供资本。

航空股中航线结构受益上海迪士尼最大, 汇率风险最低, 首次覆盖给予增持评级。

投资要点:

**首次覆盖, 给予增持评级。**预计春秋航空 2014-2016 年 EPS 为 1.95/2.42/2.90 元, 目前 2015 年 PE17 倍。作为 A 股上市的第一家低成本航空公司, 也是唯一的民营航空。我们认为公司有望穿越周期, 成为航空股中的成长股。参照 2015 年行业 PE 21 倍, 给予模式与体制的溢价 20%, 目标价 61.0 元。

**低成本模式打造可持续的高盈利能力。**低成本航空, 是过去十年全球航空业中最受推崇, 也是发展最快的商业模式。公司作为首批民营航空公司, 坚持“两单、两高和两低”的低成本经营模式, 即单一机型和单一经济舱布局, 高客座率和高飞机利用率, 及低管理费用和低销售费用。与国内传统大型航空公司相比, 由于净利率较高, 公司的盈利弹性相对偏低, 但盈利能力稳定。未来公司将继续受益于消费升级, 成为穿越周期的成长股。  
**上海迪士尼最受益的航空标的。**一方面, 上海市场对公司业绩弹性最高。春秋航空以上海作为主基地。根据我们的估算, 春秋航空在上海浦东、虹桥两机场的业务量在公司总量中占比超 70%。另一方面, 与传统航空公司相比, 公司的低票价策略更符合旅客偏好。

**美元汇率风险最低。**美元汇率风险, 将可能是 2015 年航空股投资最需要关注的风险。与其他国内航空公司一样, 春秋航空业绩也将受到美元汇率波动盈利, 但敏感度明显低于四大航。根据测算, 若美元汇率变化 1%, 则本公司净利润变化仅人民币 0.19 亿元, 即 2013 年净利润的 2.6%。

**风险提示:** 航空安全风险、经济周期风险、补贴收入风险及美元汇率风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,632	6,563	7,251	7,512	9,257
(+/-)%	26%	17%	10%	4%	23%
经营利润 (EBIT)	432	536	600	828	1,048
(+/-)%	110%	24%	12%	38%	26%
净利润	625	732	779	969	1,160
(+/-)%	29%	17%	6%	24%	20%
每股净收益 (元)	2.08	1.83	1.95	2.42	2.90
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.24	0.29

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	7.7%	8.2%	8.3%	11.0%	11.3%
净资产收益率 (%)	30.1%	26.7%	22.1%	15.8%	16.1%
投入资本回报率 (%)	8.2%	10.1%	9.4%	10.9%	12.3%
EV/EBITDA	30.9	24.1	20.9	15.8	12.7
市盈率	27.0	23.0	21.6	17.4	14.5
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.01.29

**股票研究**

工业  
运输

春秋航空 (601021)

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 61.00

**当前价格:** 42.13

2015.01.29

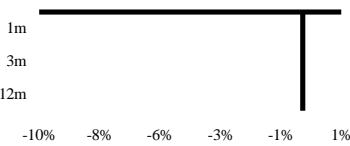
公司网址

www.ch.com

**公司简介**

公司作为中国首批民营航空公司之一，定位于低成本航空业务模式，主要从事国内、国际及港澳航空客货运输业务及与航空运输业务相关的服务。区别于全服务航空公司，公司并凭借价格优势吸引大量对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场。

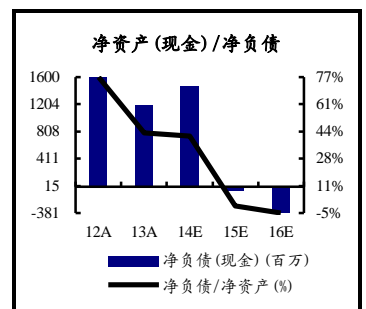
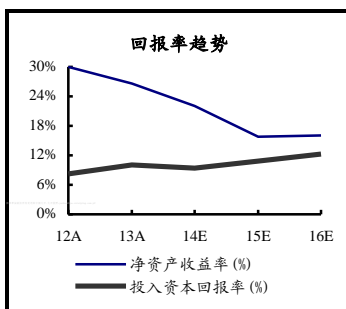
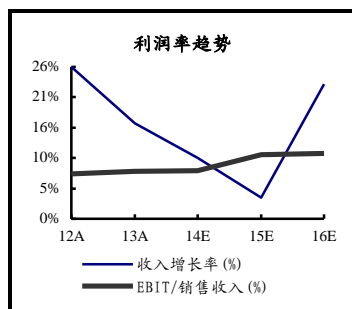
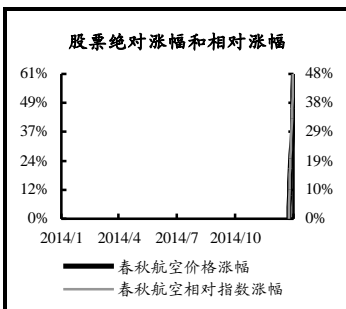
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 21.79-42.13  
市值 (百万) 16,852

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	5,632	6,563	7,251	7,512	9,257
营业成本	4,723	5,454	5,964	5,928	7,268
税金及附加	23	14	36	15	28
销售费用	119	153	174	165	213
管理费用	140	148	167	165	213
<b>EBIT</b>	<b>432</b>	<b>536</b>	<b>600</b>	<b>828</b>	<b>1,048</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-10	-22	0	0	0
财务费用	113	81	144	148	143
<b>营业利润</b>	<b>309</b>	<b>433</b>	<b>456</b>	<b>681</b>	<b>905</b>
所得税	218	255	260	323	387
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>625</b>	<b>732</b>	<b>779</b>	<b>969</b>	<b>1,160</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,634	1,475	1,500	3,023	3,344
其他流动资产	181	177	196	203	250
长期投资	30	98	98	98	98
固定资产合计	3,849	4,349	5,504	6,581	7,567
无形及其他资产	1,082	1,289	1,287	1,286	1,285
<b>资产合计</b>	<b>7,001</b>	<b>7,651</b>	<b>8,876</b>	<b>11,490</b>	<b>12,914</b>
流动负债	1,774	2,228	2,674	2,661	3,041
非流动负债	3,154	2,681	2,681	2,681	2,681
股东权益	2,073	2,743	3,522	6,149	7,193
<b>投入资本(IC)</b>	<b>5,278</b>	<b>5,307</b>	<b>6,385</b>	<b>7,639</b>	<b>8,527</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	433	537	601	830	1,049
折旧与摊销	218	273	346	424	515
流动资金增量	-152	310	99	-27	263
资本支出	-1,136	-713	-1,500	-1,500	-1,500
<b>自由现金流</b>	<b>-638</b>	<b>406</b>	<b>-454</b>	<b>-273</b>	<b>327</b>
经营现金流	690	1,315	1,224	1,366	1,938
投资现金流	-30	-838	-1,500	-1,500	-1,500
融资现金流	253	-636	301	1,657	-116
<b>现金流净增加额</b>	<b>913</b>	<b>-160</b>	<b>25</b>	<b>1,523</b>	<b>322</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	26.2%	16.5%	10.5%	3.6%	23.2%
EBIT 增长率	110.2%	24.1%	11.9%	38.1%	26.5%
净利润增长率	29.3%	17.2%	6.3%	24.4%	19.7%
利润率					
毛利率	12.7%	13.0%	13.5%	15.6%	16.2%
EBIT 率	7.7%	8.2%	8.3%	11.0%	11.3%
净利率	11.1%	11.2%	10.7%	12.9%	12.5%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	30.1%	26.7%	22.1%	15.8%	16.1%
总资产收益率(ROA)	8.9%	9.6%	8.8%	8.4%	9.0%
投入资本回报率(ROIC)	8.2%	10.1%	9.4%	10.9%	12.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	3	3	3	3	3
应收账款周转天数	12	12	12	12	12
总资产周转天数	384	407	416	495	481
净利润现金含量	1.10	1.80	1.57	1.41	1.67
资本支出/收入		12%	21%	20%	16%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	70.4%	64.2%	60.3%	46.5%	44.3%
净负债率	77.2%	43.3%	41.5%	-1.0%	-5.3%
<b>估值比率</b>					
PE	27.0	23.0	21.6	17.4	14.5
PB	8.1	6.1	4.8	2.7	2.3
EV/EBITDA	30.9	24.1	20.9	15.8	12.7
P/S	3.0	2.6	2.3	2.2	1.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%



## 目 录

1. 专注国内客运，逐步拓展国际市场.....	5
1.1. 首家民营上市航空公司.....	5
1.2. 专注国内客运业务.....	6
1.3. 逐步开辟国际航线.....	6
2. 低成本航空发展空间巨大.....	7
2.1. 中国航空业仍具备较大的发展潜力.....	7
2.2. 低成本航空将继续快速发展.....	8
2.3. 中国加大低成本航空政策支持力度.....	8
3. 低成本模式打造高盈利能力.....	9
3.1. 单一机型与单一经济舱位.....	9
3.2. 高客座率与高飞机利用率.....	9
3.3. 低管理费用与低销售费用.....	10
4. 首次覆盖，给予增持评级.....	11
4.1. 募投项目：扩大机队规模，节约培训费用.....	11
4.2. 盈利随机队规模稳定增长.....	12
4.3. 首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 61.0 元.....	12
5. 风险分析.....	13

春秋航空是 A 股上市的第一家低成本航空公司，也是唯一一家民营航空公司。

我们认为公司将有望穿越周期，成为航空股中的成长股，并享受估值溢价。

预计春秋航空 2014-2016 年 EPS 为 1.95/2.42/2.90 元，目前 2015 年 PE17 倍。参照四大航 2015 年 PE 均值 21 倍，给予溢价 20%，目标价 61.0 元。

➤ **独特的商业模式——打造可持续的高盈利能力**

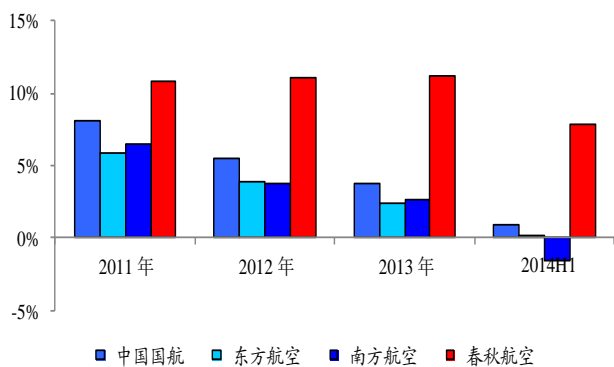
春秋航空是 A 股第一家上市的低成本航空公司，也是上市航空公司中唯一一家民营航空公司。低成本定位及市场化的管理能力，获得市场较高的认可度。

受益于低成本运营模式，春秋航空的净利润水平明显高于国内传统大型航空公司。

从利润结构来看，补贴收入占公司利润比重超 50%。由于补贴收入对油价下跌等因素并没有弹性，且公司净利润水平较高，因此，公司的盈利弹性相对偏低，而这也意味着公司的周期性弱于其他模式的航空公司。

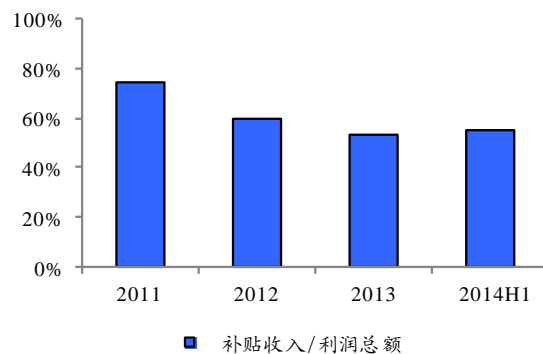
考虑到中国人均乘机次数仍有较大增长空间，且政府将加大低成本航空支持力度，春秋航空将有望穿越周期持续成长。

图 1: 春秋航空净利润率明显高于四大航



数据来源: 公司招股说明书, Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 春秋航空补贴收入占利润比重超过 50%



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

➤ **上海迪士尼最受益的航空标的**

虽然受益程度难以量化，但我们认为春秋航空将是最受益于上海迪士尼的上市航空公司。

一方面，上海市场对公司业绩弹性最高。春秋航空以上海作为主基地。根据我们的估算，春秋航空在上海浦东、虹桥两机场的业务量在公司总量中占比超 70%。

另一方面，与传统航空公司相比，公司的低票价策略更符合旅游客偏好。

➤ **美元汇率风险最低**

美元汇率风险，将可能是 2015 年航空股投资最需要关注的风险。

与其他国内航空公司一样，春秋航空外币计值的金融负债和金融资产

中，也大多以美元计值。

根据公司的静态敏感性测算，截至 2014 年 6 月末，对于本公司各类美元金融资产和美元金融负债，如果人民币对美元升值或贬值 1%，其它因素保持不变，则本公司将增加或减少净利润约人民币 0.19 亿元，即 2013 年净利润的 2.6%。

虽然无法完全规避美元汇率风险，但春秋航空对美元汇率风险的业绩敏感度非常有限，且显著低于四大航。

表 1:A 股航空公司估值比较

代码	公司简称	收盘价		EPS		PE		
		2015-1-28	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
601111	中国国航	8.02	0.27	0.24	0.37	30	34	22
600115	东方航空	5.30	0.20	0.13	0.25	27	41	21
600029	南方航空	5.15	0.19	0.14	0.25	27	36	21
600221	海南航空	3.31	0.17	0.15	0.18	19	21	19
四大航平均						26	33	21
<b>601021</b>	<b>春秋航空</b>	<b>42.13</b>	<b>1.83</b>	<b>1.95</b>	<b>2.42</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>17</b>

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 四大航盈利预测为 wind 一致预期。

## 1. 专注国内客运，逐步拓展国际市场

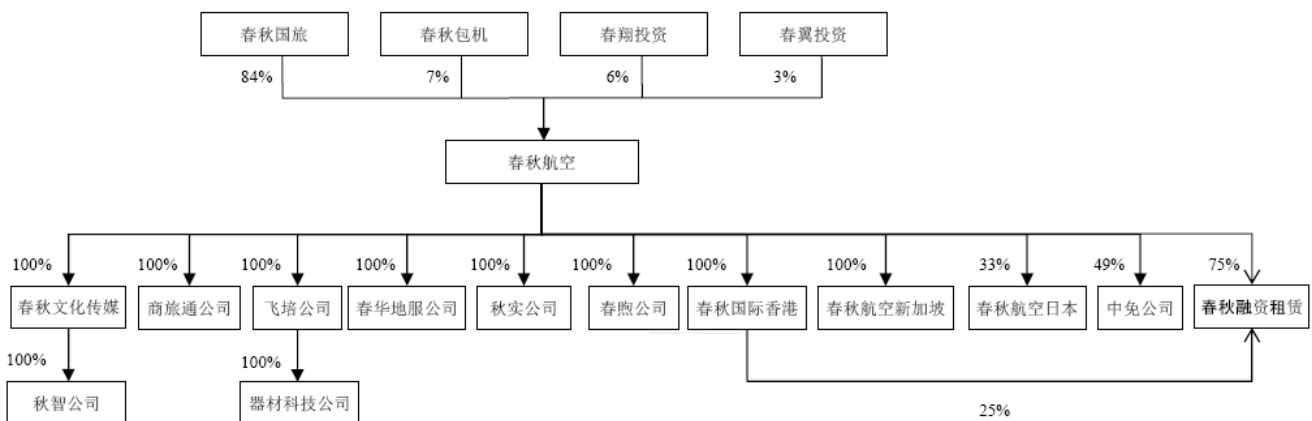
春秋航空是 A 股第一家上市民营航空公司。公司定位低成本客运航空公司，目前以国内航线为主，并积极拓展国内与国际航线市场。

### 1.1. 首家民营上市航空公司

春秋航空是国内首批民营航空公司之一，于 2015 年 1 月 21 日上市。A 股公开发行 10,000 万股，总股本 40,000 万股。

公司控股股东为春秋国旅。上市前，春秋国旅持有公司 84% 的股权；上市后，春秋国旅持有公司 63% 的股权。

图 3: 春秋航空发行前股权结构图



数据来源: 公司招股说明书



图 4: 春秋航空发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后			备注
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)	锁定期限	
<b>一、有限售条件 A 股流通股</b>						
春秋国旅	252,000,000	84%	252,000,000	63.00%	36 个月	无公开发售
春秋包机	21,000,000	7%	21,000,000	5.25%	36 个月	无公开发售
春翔投资	18,000,000	6%	18,000,000	4.50%	36 个月	无公开发售
春翼投资	9,000,000	3%	9,000,000	2.25%	36 个月	无公开发售
<b>二、无限售条件 A 股流通股</b>						
社会公众股	-	-	100,000,000	25.00%	-	-
<b>总计</b>	<b>300,000,000</b>	<b>100%</b>	<b>400,000,000</b>	<b>100.00%</b>	-	-

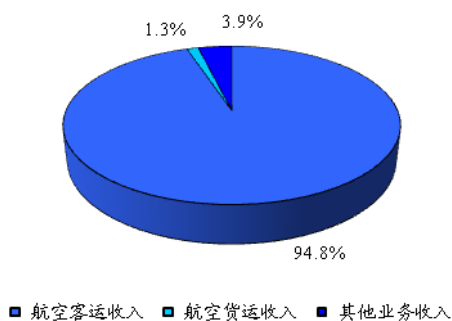
数据来源: 公司上市公告书

### 1.2. 专注国内客运业务

春秋航空的主营业务为提供国内、国际以及港澳台地区的航空客、货物运输业务, 及与航空运输业务相关的其他业务。

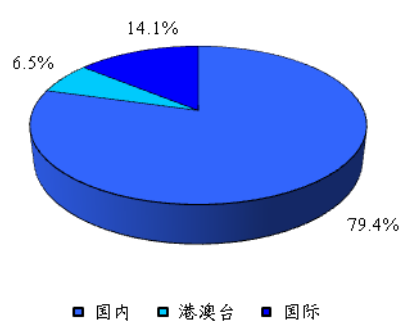
航空客运是春秋航空的核心业务。2014 年上半年, 公司航空客运收入占比近 95%。分航线来看, 近 80% 收入来自于国内航线。

图 5: 春秋航空收入构成 (2014H1)



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

图 6: 春秋航空分航线收入结构 (2014H1)



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 1.3. 逐步开辟国际航线

春秋航空从 2010 年开始经营国际及港澳航线, 开通了上海往返日本茨城、香港, 石家庄往返香港等国际和地区航线。2011 年开始, 公司加快了开辟国际和港澳台航线的步伐。

截至 2014 年 6 月末, 公司共运营了 57 条国内航线、6 条港澳台航线、

10 条国际航线。

**表 2: 春秋航空航线航班**

	2014H1	2013 年	2012 年	2011 年
经营航线数目 (条) (截至期末)	73	64	55	48
通航城市 (个) (截至期末)	52	45	44	43
定期航班班次 (每周航班数目)	1,338	1,263	1,085	842

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

## 2. 低成本航空发展空间巨大

中国人均乘机次数仍与欧美国家有明显差距, 未来中国航空市场仍将受益于消费升级。

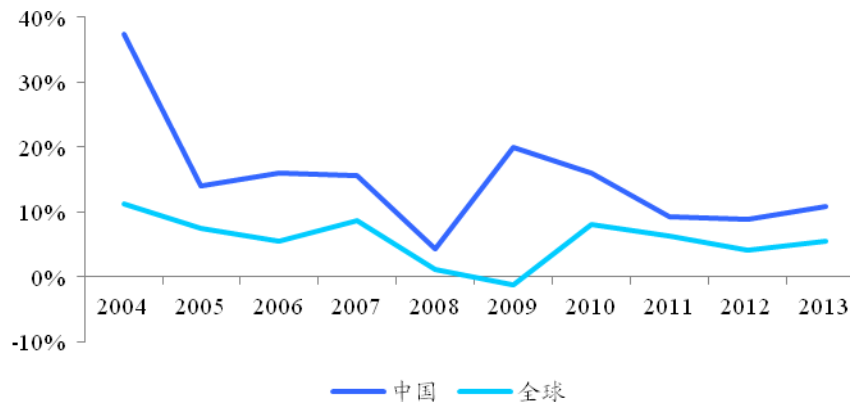
低成本航空, 作为过去十年全球航空业中发展最快的商业模式, 未来将在中国航空业中得到更多的政策支持, 并扮演更为重要的角色。

### 2.1. 中国航空业仍具备较大的发展潜力

受益于经济发展与消费升级, 中国航空运输业近年来一直呈现高速增长的态势。

2004-2013 年中国民航旅客运输量复合增长率为 12.6%。根据国际航空运输协会数据显示, 同期全球民航业旅客运输量复合增长率仅为 4.1%。

**图 7: 2004 -2013 年中国和全球航空运输业旅客运输量增长率比较**



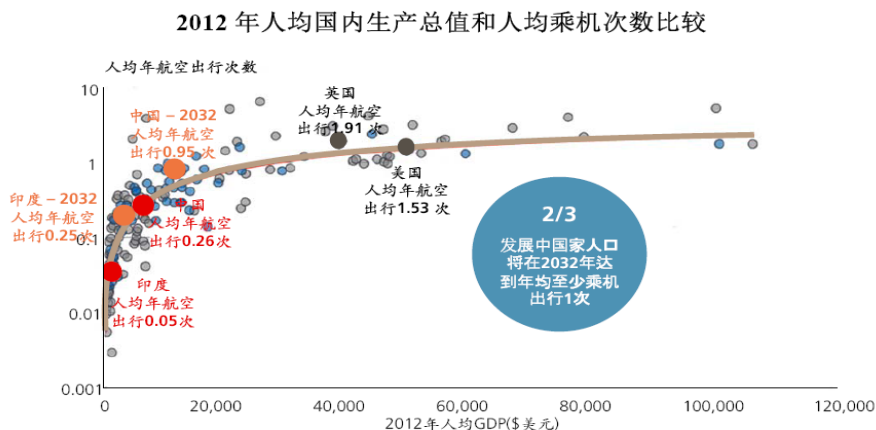
数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

尽管中国民航业经历了快速的增长, 但中国人均乘机次数较美国仍有明显差距。

据空客统计, 2012 年我国人均乘机次数为 0.26 次/年, 而美国的人均乘机次数为 1.53 次。

随着国内人均生产总值的增长与消费升级, 我国的航空运输业仍然具备较大的发展潜力。

图 8: 我国人均乘机次数 0.26 次, 仅为美国的 1/6 左右



数据来源: 公司招股说明书, 空客《全球市场预测 (2013-2032)》

## 2.2. 低成本航空将继续快速发展

过去十年, 低成本航空在全球航空业中份额持续提升。根据亚太航空中心统计, 2001-2013 年, 全球低成本航空的市场份额从 8.0% 提高至 26.3%。

其中, 亚太地区低成本航空的市场份额从 2001 年的 1.1% 攀升至 2013 年的 24.5%。而中国低成本航空的市场份额更不足 7%。与美国和欧洲等成熟航空运输市场的市场渗透率相比, 低成本航空公司在亚洲仍具有较大的发展空间。

东盟航空自由化进程与东北亚地区蕴涵的巨大市场增长潜力, 将成为推动亚太地区低成本航空市场快速发展的主要驱动力。根据东盟国家达成的协议, 东盟将于 2015 年全面实现“天空开放”, 届时东盟十个国家的航班将不受各国政府限制。

表 3: 低成本航空公司市场份额 (按可用座位数量统计)

	北美区域内	欧洲区域内	亚太区域内	全球
2001 年市场份额	17.6%	4.9%	1.1%	8.0%
2013 年市场份额	29.9%	34%	24.5%	26.3%

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

## 2.3. 中国加大低成本航空政策支持力度

2012 年四大航(南航、中航、东航及海航集团)的市场份额达到了 87.3%, 而春秋航空、奥凯航空以及华夏航空等低成本航空市场份额不足 4%。

在 2013 年 12 月召开的全国民航工作会议上, 中国民航局提出了全面贯彻落实党的十八大和十八届三中全会精神, 促进低成本航空发展的指导意见, 即全面推进航空大众化战略, 发挥市场决定性作用, 增强市场活力, 推动新一轮民航产业大发展。



表 4: 2010-2012 年前十大航空 (集团) 公司 (按旅客运输量统计) 市场占有率排名

排名	2012 年		2011 年		2010 年	
	航空公司	市场占有率	航空公司	市场占有率	航空公司	市场占有率
1	南航集团	26.00%	南航集团	27.60%	南航集团	28.60%
2	中航集团	25.90%	中航集团	26.60%	中航集团	27.00%
3	东航集团	22.90%	东航集团	23.50%	东航集团	24.30%
4	海航集团	12.50%	海航集团	12.30%	海航集团	11.40%
5	四川航空	5.30%	四川航空	5.00%	四川航空	4.50%
6	<b>春秋航空</b>	<b>2.90%</b>	<b>春秋航空</b>	<b>2.40%</b>	<b>春秋航空</b>	<b>2.20%</b>
7	吉祥航空	1.70%	吉祥航空	1.50%	吉祥航空	1.30%
8	奥凯航空	0.80%	奥凯航空	0.70%	奥凯航空	0.40%
9	河北航空	0.20%	河北航空	0.20%	华夏航空	0.10%
10	华夏航空	0.20%	华夏航空	0.10%	东北航空	0.10%
	总计	98.20%	总计	99.90%	总计	99.50%

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3. 低成本模式打造高盈利能力

春秋航空定位于低成本模式, 并具有“两单、两高和两低”的明显特征——单一机型、单一经济舱位; 高客座率, 高飞机利用率; 低销售费用、低管理费用。

“两单、两高和两低”的低成本模式, 为春秋航空打造高盈利能力。

#### 3.1. 单一机型与单一经济舱位

##### ➤ 单一机型

公司全部采用空客 A320 机型, 统一配备 CFM56-5B 发动机。使用同一种机型和发动机可降低公司的采购和维修成本, 降低维修工程管理难度, 降低飞行员、机务人员与客舱乘务人员培训的复杂度。

##### ➤ 单一舱位

公司飞机只设置单一的经济舱位, 不设头等舱与公务舱, 可提供座位数较通常采用两舱布局航空公司的 A320 飞机高 15%-20%, 可以有效摊薄单位成本。

#### 3.2. 高客座率与高飞机利用率

##### ➤ 高客座率

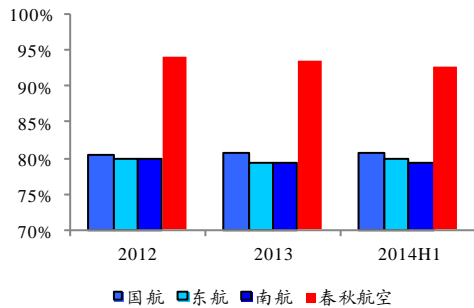
2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年上半年, 公司客座率分别为 94.4%、94.1%、93.5% 和 92.8%。公司客座率明显高于中国民航业 80% 左右的全行业正班客座率水平。

##### ➤ 高飞机日利用率

2011 年、2012、2013 年和 2014 年上半年, 公司平均飞机日利用率分别为 11.38、11.35、11.63 和 11.37 小时。公司飞机日利用率持续高于全行业 9.2-9.4 的平均水平。通过合理安排航线、适当提高飞机利用率, 可

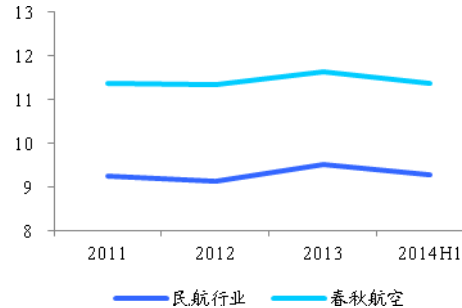
以最大程度地摊薄单位固定成本。

图 9: 公司客座率保持较高的水平



数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 10: 公司保持高飞机日利用率 (小时)



数据来源: 公司招股说明书, CAAC, 国泰君安证券研究

### 3.3. 低管理费用与低销售费用

#### ➤ 独立系统+高直销比例降低销售费用

2014 年上半年国航、东航、南航以及海航销售费用率的均值为 6.9%，而公司的销售费用率仅为 2.2%。

一方面，公司拥有独立于中航信系统的航空分销、订座系统，该系统的运用最大限度地减少了机票销售过程中的代理环节和其他相关费用，增强了公司销售独立性与渠道掌控力。公司通过自主研发的信息技术系统降低销售费用、提高运营效率，2013 年为公司节省了超过 2.8 亿元费用。

另一方面，公司的直销比例高。2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年上半年，通过电子商务直销渠道（含网站直销和移动互联网直销渠道）预订机票的散客比例为 83.4%、84.2%、84.5%和 80.2%。若按 2013 年公司平均代理费率 3.29% 计算，2013 年网络直销渠道可为公司节省约 1.2 亿元的代理费用。

表 5: 公司利用自主研发的信息技术系统以保持较低的销售费用

	服务费行业标准/市场价格	节省费用估算
电子商务直销	按不同舱位、航线，约 3%~8% 的代理费率	约 1.2 亿元
分销、订座系统	国内航线每位乘客应支付的预订费为 4.5 元至 6.5 元（视每月的预订容量而定），国际及地区航线为 6.5 元至 7 元	约 6,000 万元
结算系统	总结算金额约 0.3% 至 3% 之间的服务费率	约 6,000 万元
离港系统	旅客系统处理的国际及地区航线登机乘客每人收取最高 7 元的准许价，向国内航线登机乘客每人收取最高 4 元的准许价（视航线种类、载容量及服务水平而定）	约 4,500 万元

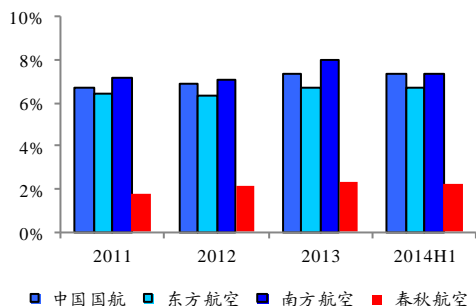
数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

#### ➤ 有效控制管理费用

2011 年至 2014 年上半年，公司单位管理费用（管理费用/可用座公里）比例平均为 0.009 元/座公里，而同期 A 股航空公司的平均管理费用为 0.016 元/座公里。

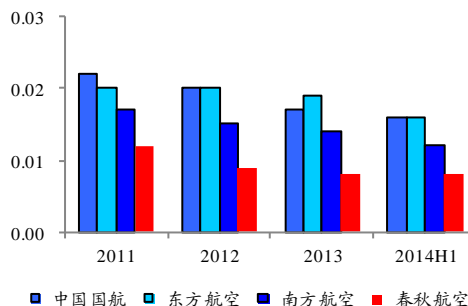
公司通过最大程度地利用第三方服务商在各地机场的资源与服务, 尽可能降低日常管理费用。同时通过严格的预算管理、科学的绩效考核以及人机比的合理控制, 有效降低管理人员的人力成本和日常费用。

图 11: 公司销售费用率低



数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 12: 公司管理费用低 (管理费用/可用座位公里)



数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 国泰君安证券研究

## 4. 首次覆盖, 给予增持评级

预计春秋航空 2014-2016 年 EPS 为 1.95/2.42/2.90 元, 目前 2015 年 PE17 倍。

作为 A 股上市的第一家低成本航空公司, 也是唯一一家民营航空公司, 我们认为公司将有望穿越周期, 成为航空股中的成长股, 并享受模式与体制的溢价。

首次覆盖, 给予增持评级, 目标价 61.0 元。

### 4.1. 募投项目: 扩大机队规模, 节约培训费用

春秋航空上市共募集资金 18.16 亿元, 扣除发行费用后募集资金净额为 17.55 亿元。

公司募投项目用于购买不超过 9 架 A320 飞机、购置 3 台 A320 飞行模拟机以及补充流动资金。

募投项目中购买 A320 飞机, 如果以平均的单架飞机的营业收入进行估算, 则引进每架飞机带来的年均营业收入约为 1.8 亿元。

按购置 3 台飞行模拟机进行飞行培训估算, 2017 年以后, 假设其他成本费用不增加, 每年可节省的成本约 2,058 万元。

表 6: 公司募投项目

	计划使用 募集资金	预计募集资金 投入时间进度	项目审批情况	实施主体
购置不超过 9 架 空客 A320 飞机	约 13.3 亿元	2011 年引进 2 架	经国家发改委发改交运 [2007]1398 号文批准	春秋航空
		2012 年引进 5 架, 2013 年引进 2 架	经国家发改委发改基础 [2009]2495 号文批准	飞培公司
购置 3 台 A320 飞行模拟机	约 3.0 亿元	2014 年引进 2 台, 2016 年以前引进 1 台		春秋航空
补充流动资金	1.25 亿元			
合计	约 17.55 亿元			

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

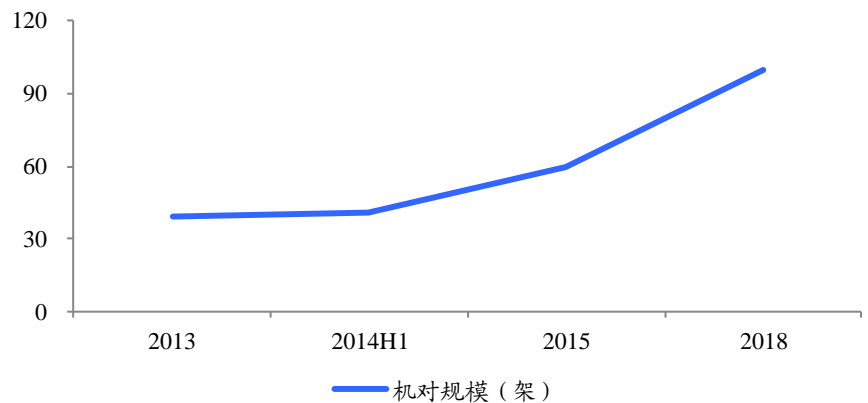
#### 4.2. 盈利随机队规模稳定增长

预计春秋航空 2014-2016 年 EPS 为 1.95/2.42/2.90 元, 增速 6%/24%/20%。

**关键假设 1: 2013 至 2018 年春秋航空机队规模按照公司计划平稳增长**  
截至 2014 年 6 月末, 公司购买和融资租赁了 15 架飞机, 合计运营 41 架飞机。

公司计划在“十二五”期间保持机队规模平稳增长, 预计到 2015 年末飞机总数达到约 60 架, 至 2018 年末公司的飞机总数将达到 100 架。

图 13: 2013 至 2018 年春秋航空机队规模快速增长



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

#### 关键假设 2: 公司持续获得航线和财政补贴

2011、2012、2013 年及 2014 上半年, 公司的补贴收入 (包括航线补贴和财政补贴) 占净利润的比重分别为 74.5%、59.9%、52.9%、55.4%。考虑到航空公司获取航线和财政补贴的特殊性, 我们假设春秋航空将持续获得补贴收入。

#### 4.3. 首次覆盖, 给予“增持”评级, 目标价 61.0 元

春秋航空是 A 股上市的第一家低成本航空公司, 也是唯一一家民营航空公司。

我们认为公司将有希望穿越周期波动，成为航空股中的成长股，并享受估值溢价。

按照 PE 估值，预计春秋航空 2014-2016 年 EPS 为 1.95/2.42/2.90 元，目前 2015 年 PE17 倍。参照四大航 2015 年 PE 均值 21 倍，给予溢价 20%，目标价 61.0 元。

表 7:A 股航空公司 PE 估值比较

代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2015-1-28	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
601111	中国国航	8.02	0.27	0.24	0.37	30	34	22
600115	东方航空	5.30	0.20	0.13	0.25	27	41	21
600029	南方航空	5.15	0.19	0.14	0.25	27	36	21
600221	海南航空	3.31	0.17	0.15	0.18	19	21	19
	四大航平均					26	33	21
<b>601021</b>	<b>春秋航空</b>	<b>42.13</b>	<b>1.83</b>	<b>1.95</b>	<b>2.42</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>17</b>

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：四大航盈利预测为 wind 一致预期。

按照 PB 估值，预计春秋航空上市后每股净资产将由 2014 年 9 月 30 日的 8.3 元/股（按最新股本计算），上升至为 2015 年末的 15.4 元/股，目前春秋航空 2015 年 PB 为 2.7 倍。

由于春秋航空的盈利能力稳定，且明显高于四大航。因此，我们认为春秋航空的 PB 估值也将享受溢价。按照 2015 年 4 倍 PB，给予目标价 61.0 元。

表 8:A 股航空公司 PB 估值比较

代码	公司简称	PB (2014/9/30)		ROE	
		2015-01-28	2012/12/31	2013/12/31	2014/9/30
601111	中国国航	1.86	10%	6%	6%
600115	东方航空	2.52	16%	10%	8%
600029	南方航空	1.44	8%	6%	4%
600221	海南航空	1.48	10%	9%	7%
	四大航平均	1.83	11%	8%	6%
<b>601021</b>	<b>春秋航空</b>	<b>2.74</b>	<b>35%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

综合 PE 与 PB 两种估值方法，给予春秋航空目标价 61.0 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险分析

### ➤ 美元汇率风险

美元汇率风险，将可能是 2015 年航空股投资最需要关注的风险。与其他国内航空公司一样，春秋航空外币计值的金融负债和金融资产负债中，也大多以美元计值。

根据公司的静态敏感性测算，截至 2014 年 6 月末，对于本公司各类美元金融资产和美元金融负债，如果人民币对美元升值或贬值 1%，其它因素保持不变，则本公司将增加或减少净利润约人民币 0.19 亿元。虽然无法完全规避美元汇率风险，但春秋航空对美元汇率风险的业绩敏感度非常有限，且显著低于四大航。

➤ **补贴收入风险**

航线补贴收入在 2014 年上半年、2013 年、2012 年及 2011 年分别占公司利润总额的 46.8%、42.0%、43.4%及 59.8%，平均为 48.0%。若公司无法持续享受上述补贴或难以拓展新增补贴航线，将可能会对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。

➤ **航空安全风险**

安全飞行是航空公司赖以生存和发展的重要基础，任何重大飞行事故或飞行事故征候都可能降低公众对本公司飞行安全的信任度，使本公司承担包括受伤及遇难旅客的索赔、受损飞机和零部件的修理费用或更换成本。

➤ **经济周期性风险**

航空运输业周期受宏观经济周期的影响较为明显。当经济进入上行周期时，航空出行需求与货邮业务增长，促进航空业的发展；当经济增速减缓或进入下行周期时，航空需求下降。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		