



# 高利用率+低成本制胜市场

中信证券研究部

2015年1月26日

刘正

电话：021-20262119

邮件：zhengliu@citics.com

执业证书编号：S1010511080004

周俊

电话：0755-23835299

邮件：zhou\_jun@citics.com

执业证书编号：S1010513060001

联系人：罗鼎

电话：0755-23835046

邮件：luoding@citics.com

## 事项：

春秋航空本周上市，作为国内首家上市的民营低成本航空公司受到市场的强烈关注。近日，中信证券研究部交运/互联网物流研究团队对春秋航空进行了实地调研，与公司管理层就春秋航空的业务经营和未来发展进行沟通交流，整理要点如下：

## 评论：

### 高利用率和低成本是廉航的竞争力所在

“高客座率、高飞机日利用率”和“低销售费用、低管理费用”是廉价航空的运营模式和竞争优势所在。公司非常重视流量和效率。如果低成本是廉航提供具有竞争力的票价的基础，那么高客座率和高飞机日利用率就是低成本航空业绩增长的保障。

近年来随着业务规模的扩大和国际航线比重的提升，公司客座率略有下降，但仍保持较高水平。2013年客座率为93.54%，远高于全行业81.1%的正班客座率；飞机日利用率达11.63小时，比行业平均水平高出2个多小时。高客座率和运输量在摊薄单位成本的同时，为公司带来机场服务费优惠和补贴，并通过对高客运量的辅助业务挖掘来提升辅助收入。

公司成本比三大航低20%，这主要得益于单一机型、单一舱位、低销售费用和管理费用。采用单一的A320机型，可实现飞行员共享、航材共享从而大幅节省管理费用。公司约90%的散客机票销售通过电子商务渠道进行，其中56%来自公司网站直销，24%通过移动端直销，这一比例还将继续提高。直销模式一方面增强了品牌粘性（订票旅客中20%为常旅客），另一方面较高的网站流量和页面点击率，为公司基于网站直销发展辅助业务提供良好基础。

图 1：2011-2014Q2 公司客座率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2011-2014Q2 公司飞机日利用率(小时)



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

## 廉航受高铁分流影响不大，反而独具竞争力

目前高铁网络化布局加快，对民航业产生了一定的客运分流。根据民航局研究，高铁在 800 公里以内对民航冲击可达 30%，1000-1500 公里的冲击为 20-10%，1500 公里以上影响较小。由于廉价航空主营中短程航线，市场存在高铁分流是否对低成本航空具有更大负面影响的担忧。

公司 800 公里以内航线的客运量占比不到 5%，有约 55%的客运量来自 1500 公里以上的中远程航线，受高铁分流的影响有限。实际上，通过高客座率、高飞行日利用率和低成本运营模式，公司能够提供可与高铁相竞争的票价水平，并且相较于高铁更加快捷便利。与三大航相比，廉航更具备与高铁进行竞争的能力。

## 票价稳定，抵御油价波动和经济周期风险能力强

低成本航空由于票价稳定和有效的成本控制，往往能在经济行业周期下行时仍保持较强的盈利能力，具有较强的抗周期和抗风险能力。

燃油附加费在公司票价中占比约 20-30%左右，但这一比例具有一定的灵活性。公司在不同时期通过调整裸票价和燃油附加费的比例，保持收入端票价的相对稳定。

在航油价格上涨时，燃油附加费上调叠加高客座率，通常可覆盖油价上升带来的燃油成本增加；若航油价格下跌，虽然燃油附加费会相应下调，但公司可以适当提升裸票价，从而降低燃油附加费下降对油价下跌的对冲影响。由于公司燃油成本的占比高于三大航，因此在目前油价下跌的背景下，公司实际上能更好地受益于其带来的成本改善。

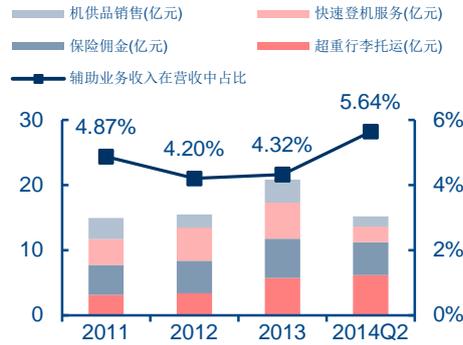
## 辅助收入盈利能力强，未来将重点挖掘辅助收入

辅助业务是低成本航空公司提升盈利能力的重要收入和利润来源。目前公司辅助业务收入主要来自逾重行李托运、快速登机服务、机供品销售和保险佣金。2014H1 公司实现辅助业务收入 1.52 亿元，仅占营业收入的 5.64%。虽然在营收中占比较小，但辅助业务的平均毛利率可达 79%，毛利贡献率高达 30%。

与国外成熟低成本航空公司占营收约 20%左右的辅助业务收入相比，公司辅助业务收入比例相对较小，仍有很大的发展空间。近年来公司辅助收入增长较快，单位旅客辅助收入达 35-40 元。旅客投保率达 30%，且这一比例预计还将继续提升；与建行合作的联名信用卡（春秋龙卡）也在顺利推行，未来随着联名卡使用率的提高有望从中获得机上消费返还的额外收入。

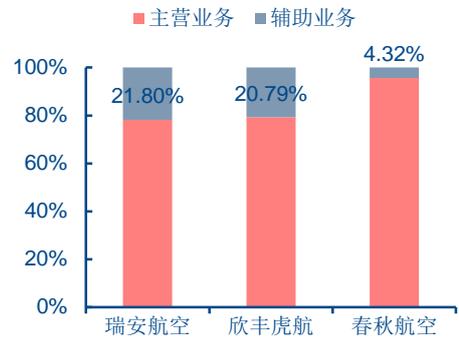
未来公司将进一步发展具有较强盈利能力的辅助收入，除了逾重行李托运、选座、飞机餐食、机上销售和保险等已有业务，公司还在积极开拓高铁联运、与滴滴快的合作的打车服务、机内外广告业务等，机上 WIFI 覆盖服务也在筹划中。预计未来辅助业务收入将保持较高速度增长，同时有助于提升整体毛利率。

图 3：2011-2014H1 公司辅助业务收入情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2013 年低成本航空公司辅助收入对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

### 补贴收入在未来几年内可保持稳定

航线补贴主要是地方政府和机场针对在特定航线的旅客运输量和运力投放等，按一定标准给予公司定额或定量的补贴。补贴收入在公司利润中占比较高，2013 年航线补贴收入 4.14 亿元，占利润总额的 41.95%。对于市场对补贴收入占比过高和可持续性的疑虑，考虑扣除航线补贴后，2013 年净利润约 4.25 亿元，销售净利率 6.48%，仍显著高于四大航 3.95% 的平均销售净利率水平。即使不考虑补贴收入，公司盈利能力仍优于同行业其他公司。

公司石家庄航线的补贴协议在去年 3 月到期，该航线客运周转量占公司 14% 左右。目前公司与相关方正就新的补贴协议进行商谈中，预计随着已有航线的成熟稳定，补贴标准会有所下降，但这部分下降可从新开航线的较高补贴得到一定弥补，因此总体预计变化不大。

未来公司计划加快对中西部地区市场的开发，从以往经验上看，预计从中西部二三线城市获得的补贴收入仍十分可靠。航线补贴协议最长为三年，即在未来几年内，公司补贴收入都将保持相对稳定的态势。

### 在上海两机场市场份额达 25%，迪士尼对公司业绩催化值得期待

公司以上海虹桥机场和浦东机场为主要枢纽基地，在上海两机场的市场份额达 25%。同时，作为上海的基地航空公司，公司在上海机场的时刻资源取得方面可得到优待和保证。

从世博会经验上看，公司净利润从 2009 年的 1.4 亿元提升至 2010 年的 4.7 亿元，主要得益于世博会期间客流量的增加和客公里收益的提升。预计上海迪士尼开园后，公司也将直接受益于客运量的增加和票价的提升。

考虑到迪士尼游客中主要为自费的个人游客，这些旅客对机票价格更为敏感，因而廉价航空的低票价将更具吸引力和竞争力，预计公司在上海机场的市场份额有望得到提升。同时，通过大股东春秋国旅的合作，推出迪士尼套票产品和提供市内交通、住宿等服务，挖掘辅助业务收入，公司将进一步受益于迪士尼带来的业绩催化。

## 国内廉航市场潜力大，中西部和东北亚为未来发展重点

据亚太航空中心统计，2013 年低成本航空公司在全球的市场份额 26.3%。欧美地区廉航市场份额约 30%，亚太地区约 25%。我国廉航市场渗透率不足 7%，东北亚地区的日本也不到 10%，具有相当的市场潜力。从石家庄航线的经验上看，我国许多未被服务到的二三线城市存在相当的客运需求，同时对票价敏感性高的自费旅客比例的提升也为廉航发展提供动力。廉航发展是大势所趋，民航局也逐渐加强重视，力图推进民航大众化战略和培育能与国外低成本航空企业竞争的本土企业。

预计到 2018 年公司机队规模将达到 100 架，运力年增长率约 20%。未来将重点发展国内航线的中西部市场和国际航线的东北亚市场，通过在西南地区设点开拓该区域的国内航线，同时继续深挖东部和华南地区市场。国际和地区航线方面计划在大阪、济州和台湾设点，开拓东北亚廉航市场。2015 年国际航线份额预计将增加到 30%。

### 风险提示：

- 1、宏观经济波动风险；
- 2、迪斯尼开园后入园人次不如预期风险；
- 3、油价大幅上涨、人民币贬值风险。

### 盈利预测：

考虑到公司处于快速发展阶段，年平均运力预计将保持 20%左右的增长，加之未来上海迪斯尼开园后对公司业绩的提升预期，预计公司未来几年营业收入也将保持近 20%的增长速度，2014/15/16 年的营业收入分别为 75.36/88.39/105.86 亿元，EPS 分别为 2.03 元、2.80 元和 3.36 元，对应当前股价的 PE 为 16/11/9 倍。

表 1：公司盈利预测简表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5632	6563	7536	8839	10586
增长率 YoY%	26.2	16.5	14.8	17.3	19.8
净利润(百万元)	625	732	813	1119	1342
增长率 YoY%	29.3	17.2	11.1	37.6	20.0
每股收益 EPS(基本)(元)	2.08	2.44	2.03	2.80	3.36
毛利率%	12.7	13.0	15.3	18.9	18.7
净资产收益率 ROE%	30.1	23.0	24.2	22.7	23.0
每股净资产(元)	6.91	9.14	8.83	11.55	14.81
PE	15	13	16	11	9
PB	4.6	3.5	3.6	2.7	2.1

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,632	6,563	7,536	8,839	10,586
营业成本	4,917	5,712	6,386	7,164	8,604
毛利率	12.68%	12.97%	15.25%	18.95%	18.72%
营业税金及附加	23	14	23	35	48
营业费用	119	153	188	225	275
营业费用率	2.11%	2.33%	2.50%	2.54%	2.60%
管理费用	40	149	170	195	230
管理费用率	2.49%	2.28%	2.25%	2.21%	2.17%
财务费用	113	81	187	248	213
财务费用率	2.01%	1.23%	2.48%	2.80%	2.01%
投资收益	-10	-22	-5	-10	7
营业利润	309	433	577	961	1,222
营业利润率	5.49%	6.59%	7.65%	10.88%	11.55%
营业外收入	534	555	520	550	90
营业外支出	0	0	1	2	1
利润总额	843	987	1,096	1,510	1,811
所得税	218	255	283	391	469
所得税率	25.87%	25.81%	25.80%	25.90%	25.90%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	625	732	813	1,119	1,342
净利率	11.09%	11.16%	10.79%	12.66%	12.68%
每股收益(元)(摊薄)	2.8	2.44	2.03	2.80	3.36

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	625	732	813	1,119	1,342
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	218	273	261	300	330
营运资金变动	-54	442	90	326	315
其他	109	87	192	258	207
经营现金流	897	1,534	1,356	2,003	2,193
资本支出	-1,140	-724	-800	-957	-1,495
投资收益	0	0	-5	-10	7
资产变卖	15	71	-155	-163	-171
其他	-60	-179	-25	-45	-69
投资现金流	-1,185	-832	-985	-1,175	-1,728
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	2,242	857	579	970	1,123
股息支出	-132	-216	-24	-31	-39
其他	-920	-1,455	-187	-248	-213
融资现金流	1,190	-814	368	691	871
现金净增加额	902	-112	739	1,519	1,336

资料来源：中信数量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,634	1,475	2,214	3,733	5,070
存货	38	42	51	57	69
应收账款	33	63	74	87	104
其他流动资产	334	337	418	459	575
流动资产	2,040	1,916	2,757	4,336	5,817
固定资产	3,394	3,800	4,359	5,036	6,201
长期股权投资	30	98	123	168	237
无形资产	53	51	51	51	51
其他长期资产	1,485	1,787	1,952	2,130	2,336
非流动资产	4,962	5,735	6,484	7,384	8,825
资产总计	7,001	7,651	9,242	11,721	14,642
短期借款	438	290	300	300	300
应付账款	216	21	255	322	404
其他流动负债	1,120	1,725	1,974	2,423	2,986
流动负债	1,774	2,228	2,529	3,046	3,690
长期负债	2,431	1,961	2,461	3,336	4,309
其他长期负债	723	719	719	719	719
非流动性负债	3,154	2,681	3,181	4,056	5,029
负债合计	4,928	4,908	5,710	7,101	8,719
股本	300	300	400	400	400
资本公积	280	280	180	180	180
股东权益合计	2,073	2,743	3,532	4,619	5,923
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	7,001	7,651	9,242	11,721	14,642

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	26.2	14.8	17.3	19.8	14.8
营业利润	111.4	33.3	66.7	27.1	33.3
净利润	29.3	11.1	37.6	20.0	11.1
利润率 (%)					
毛利率	12.7	15.3	18.9	18.7	15.3
EBIT Margin	7.7	10.2	13.8	13.5	10.2
EBITDA Margin	11.5	13.7	17.2	16.6	13.7
净利率	11.1	10.8	12.7	12.7	10.8
回报率 (%)					
净资产收益率	30.1	23.0	24.2	22.7	23.0
总资产收益率	8.9	8.8	9.5	9.2	8.8
其他 (%)					
资产负债率	70.4	61.8	60.6	59.5	61.8
所得税率	25.9	25.8	25.9	25.9	25.8
股利支付率	3.0	3.0	2.8	2.9	3.0

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。