

2015-1-22

公司研究(深度报告)


 评级 **推荐** **首次**


春秋航空 (601021)

立足低成本业务模式， 发展大众化、差异化航空战略

当前股价: 28.77 元

分析师: 韩轶超

 (8621)68751781


 hanyc@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490512020001

联系人:



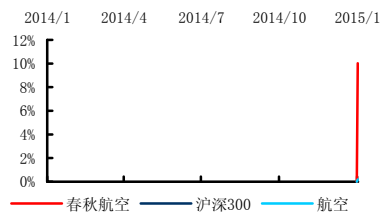

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2015.1.22
总股本(万股)	40000
流通A股/B股(万股)	10000/0
资产负债率	64.15%
每股净资产(元)	6.86
市盈率(当前)	15.72
市净率(当前)	4.20
12个月内最高/最低价	28.77/21.79

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

报告要点

■ 公司简介: 国内低成本航空市场领跑者

春秋航空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,是目前国内旅客运输量、周转量最大的民营航空公司及大中华地区领先的低成本航空公司。

■ 国内低成本航空市场: 发展潜力与制约因素并存

我国是世界第二民航大国,但目前低成本航空在中国的市占率仅为近8%,远落后于全球乃至东南亚平均水平,具有较大的发展潜力。同时低成本航空在我国也面临不少难题,包括时刻、航权资源短缺,高铁和国际廉航的竞争,以及飞行员和技术人员紧缺等。但总体来说,以上制约因素还是可以通过一些有效途径得以解决,未来5-10年将是我国低成本航空市场的快速发展期。

■ 公司经营情况: 低成本模式开创行业新气象

春秋航空在客座率及日利用率、电子商务直销、发展辅助服务、枢纽机场和单一机型及舱位方面都积累了一定的经营优势,是国内低成本航空的标杆。具体表现为,2011年至2013年,春秋航空始终保持较高的客座率水平,分别为94.35%、94.11%和93.54%,超过全行业正班客座率平均水平79.6%约14个百分点。同时,2013年春秋航空的毛利率逆势不降反升,高出A股上市航空公司平均水平2.37个百分点。

■ 首次覆盖, 给予“推荐”评级

我们预计公司2014-2016年EPS分别为1.97元、2.50元和2.90元,结合市盈率、市净率以及市值/机队比或市值/RTK的估值方法,我们认为公司合理股价为38元,给予公司“推荐”评级。

主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6563	7267	8287	9807
增长率(%)	17%	11%	14%	18%
归属母公司所有者净利润(百万元)	732.2	786.7	1000.9	1161.1
增长率(%)	17%	7%	27%	16%
每股收益(元)	1.831	1.967	2.502	2.903
净资产收益率(%)	26.7%	15.0%	16.5%	16.4%
每股经营现金流(元)	3.84	3.67	4.42	5.12

目录

公司简介：国内低成本航空市场领跑者	4
国内低成本航空市场：发展潜力与制约因素并存	5
大潜力细分市场，政策扶持保驾护航	5
一线机场时刻与资源偏饱和，成长性仰仗二三线及旅游城市	8
高铁冲击日常化，国际廉航亦敌亦友	9
飞行员和航空技术人员供给偏紧	10
公司经营情况：低成本模式开创行业新气象	11
经营模式分析：开源节流有效提高利润率	13
高客座率、日利用率有效摊薄单位成本并增加补贴收入	13
电子商务直销降低销售费用	14
辅助服务提供多元收入来源	15
上海枢纽机场带来客源优势	16
单一机型降低运营成本	16
未来看点：巩固竞争优势，扩大经营规模	18
募投资金项目：有效扩大航空载运能力	18
盈利预测与估值	19
风险提示	21

图表目录

图 1: 2013 年春秋航空九大航线票价对比 (单位: 元)	4
图 2: 2013 年末春秋航空航线网络覆盖示意图	4
图 3: 低成本航空公司市场份额 (按可用座位数量统计)	6
图 4: 2004 年-2012 年中国和全球航空运输业旅客运输量增长率比较	7
图 5: 预测国内低成本航空未来旅客运输量 (单位: 万人次)	7
图 6: 2020 年中国高铁规划图	9
图 7: 春秋航空员工人数及变化	10
图 8: 国内飞行员供求对比	11
图 9: 公司各项主要服务的收入金额情况 (单位: 万元)	12
图 10: 春秋航空经营模式分析	13
图 11: 春秋航空客座率	14
图 12: 春秋航空飞机日利用率 (单位: 小时):	14
图 13: 公司辅助业务收入情况 (单位: 万元)	15
图 14: A320 飞机可飞行范围	17
图 15: 春秋航空分销、订座、结算系统流程示意图	18
表 1: 低成本航空主要经营模式	4
表 2: IPO 前后公司股本结构	5
表 3: 世界主要低成本航空公司一览	6
表 4: 2013 年前四大民航机场旅客吞吐量	8
表 5: 2013 年前四大民航机场起降架次与机场容量对比	8
表 6: 2013 年春秋航空员工构成划分	10
表 7: 2010 年至 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	11
表 8: 春秋航空主营业务经营数据	12
表 9: 2013 年同行业上市公司销售费用中主要项目占营业收入的比例情况	14
表 10: 公司散客机票销售渠道分布 (按销量统计)	15
表 11: 2012 年公司旅客运输量最大的前十条国内航段上的旅客运输量及客座率情况	16
表 12: 公司 A320 机队构成情况 (单位: 架数)	17
表 13: 募集资金主要用途	18
表 14: 未来 3 年公司营业收入预测	19
表 15: 未来 3 年公司营业成本预测	20
表 16: 未来 3 年公司营业收入、成本与毛利率预测	21

公司简介：国内低成本航空市场领跑者

春秋航空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，春秋航空依靠单一机型及舱位、高飞机日利用率、网络直销机票和发展辅助服务等低成本航空的主要经营模式，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。**

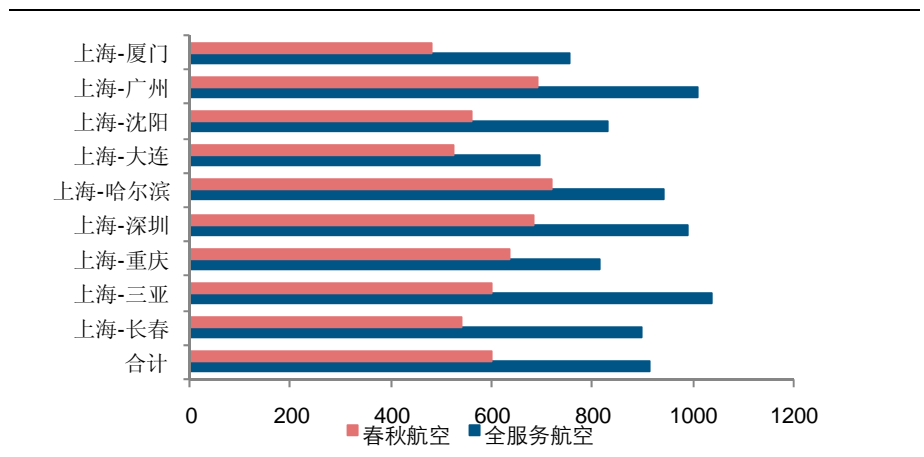
表 1：低成本航空主要经营模式

经营模式	经营模式优势
机队设置 单一机型（通常是 A320 或B737）	单一机型导致飞机采购、维修、航材采购和修理成本较低
舱位设置 单一舱位（不设公务舱和头等舱）	单位成本低，运行复杂程度低
飞机利用 延长至凌晨和深夜起飞，提高日均飞行时间 率（平均飞机日利用率约 11小时）	利用率较高，摊薄单位固定成本
机票销售 以网络直销为主	网上直销的销售费用较低
附赠服务 无附赠服务，额外服务需收取费用（如机供餐、积极发展辅助收入 饮、座位挑选、快速登机）	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

以 2013 年春秋航空旅客运输量最大的九条航线计算，**春秋航空平均机票价格比全服务航空低 34%**。例如，机票相对最贵的上海—重庆航线相当于全服务公司的 80%，便宜了约 180 元；而机票最便宜的上海—长春航线，票价仅相当于对手的六折，便宜了近 460 元。

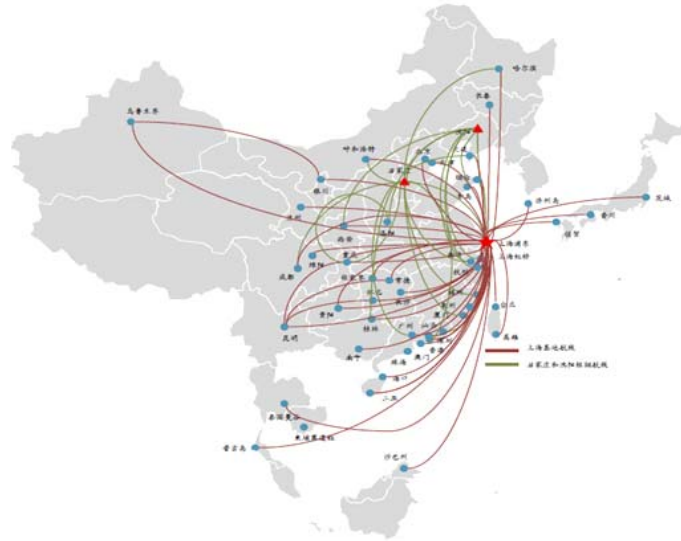
图 1：2013 年春秋航空九大航线票价对比（单位：元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 2005 年首航起，公司规模已扩张至 2013 年 39 架飞机、64 条国内外在飞航线，**成为目前国内旅客运输量、周转量最大的民营航空公司及大中华地区领先的低成本航空公司。**

图 2：2013 年末春秋航空航线网络覆盖示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

春秋航空控股股东为上海春秋国际旅行社(集团)有限公司，是国内著名的综合性旅游企业，业务涉及旅游、酒店预订、机票、会议、展览等。春秋国旅持有公司 2.52 亿股股份，占公司总股本的 63%，公司实际控制人为王正华，其他持股比例超过 3% 的主要股东为春秋包机（持股比例 5.25%）和春翔投资（持股比例 4.5%）。公司目前拥有 7 家全资子公司及 2 家参股公司。

表 2：IPO 前后公司股本结构

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
上海春秋国际旅行社(集团)有限公司	252,000,000	84.00%		63.00%
上海春秋包机旅行社有限公司	21,000,000	7.00%		5.25%
上海春翔投资有限公司	18,000,000	6.00%		4.50%
上海春翼投资有限公司	9,000,000	3.00%		2.25%
社会公众股股东	0	0.00%		25.00%
总计	300,000,000	100.00%		100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

国内低成本航空市场：发展潜力与制约因素并存

我国是世界第二民航大国，但目前低成本航空在中国的市场占有率仅为近 8%，还远落后于全球乃至东南亚地区的发展水平，这意味着中国低成本航空具有较大的发展潜力。当然低成本航空在我国也面临不少难题，包括时刻、航权资源的短缺，高铁、国际廉航的竞争压力，以及飞机驾驶员和航空技术人员面临紧缺风险等等。但总体来说，以上制约因素还是可以通过一些有效途径得以解决，从而为我国低成本航空市场的发展扫清障碍。

大潜力细分市场，政策扶持保驾护航

国内低成本航空仍然处于发展的初级阶段，发展前景较为乐观，其中，最重要的两项推动因素是：1) 充沛的市场需求和发展潜力；2) 政府扶持力度不断加大。

1) 国内低成本航空市场占有率与国际以及亚太地区相比落后明显，上升空间巨大。

上世纪 70 年代，低成本航空运输在北美市场出现并迅速在全球推广开来。目前，全球低成本航空公司超过 170 家，全球市场份额超过 26%。自 1984 年美国西南航空公司上市以来，截至 2013 年 12 月 31 日，共有 20 余家低成本航空公司先后实现上市，其中作为行业标杆的瑞安航空和美国西南航空近期市值分别达到 800 亿元和 900 亿元人民币。

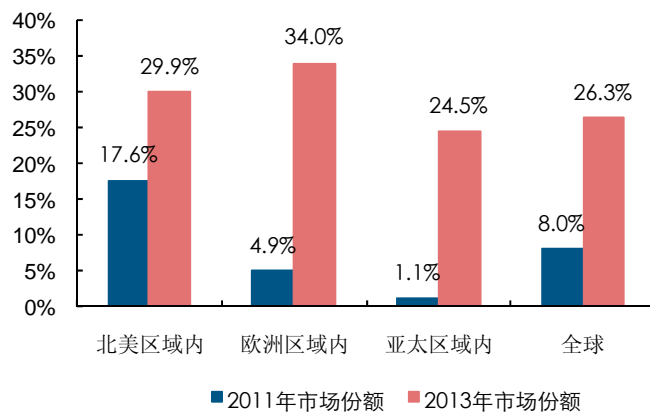
表 3：世界主要低成本航空公司一览

公司名称	成立时间	上市时间	所属国家	主要经营地区
亚洲航空X	2007年	2013年	马来西亚	东南亚与大洋洲
泰国亚洲航空	2004年	2012年	泰国	东南亚
Spirit航空	1980年	2011年	美国	美国和加勒比海地区
Flybe航空	2000年	2010年	英国	欧洲
宿务航空	1996年	2010年	菲律宾	东南亚
欣丰虎航	2003年	2010年	新加坡	东南亚
阿拉伯航空	2003年	2007年	阿联酋	中东
GOL航空	2000年	2004年	巴西	南美洲
亚洲航空	1993年	2004年	马来西亚	东南亚
捷蓝航空	1998年	2002年	美国	美国、加勒比海、巴哈马和百慕大
易捷航空	1995年	2000年	英国	欧洲
西捷航空	1996年	1999年	加拿大	北美洲及墨西哥
瑞安航空	1985年	1997年	爱尔兰	欧洲
AirTran航空	1993年	1994年	美国	美国和波多黎各
美国西南航空	1971年	1984年	美国	美国

资料来源：CAPA 网站，长江证券研究部

在亚太区域，低成本航空市场份额从 2011 年的 1.1% 上升至 2013 年的 24.5%，发展速度十分可观。根据空客发布的《全球市场预测（2013-2032）》，未来 20 年内亚太地区的旅客周转量将以每年 5.5% 的速度扩张，并作为全球旅客周转量最大地区与欧洲、北美进一步拉开差距。

图 3：低成本航空公司市场份额（按可用座位数量统计）

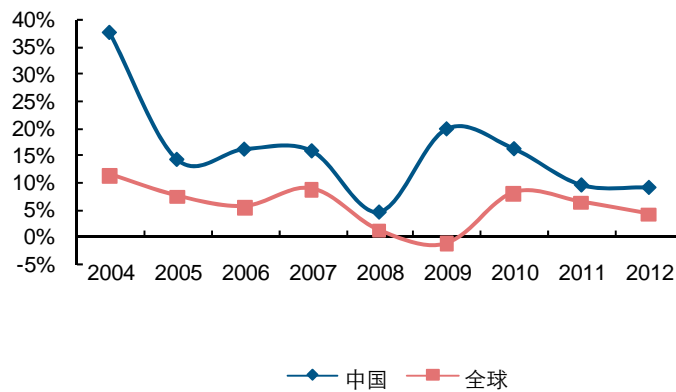


资料来源：亚太航空中心，长江证券研究部

我国是世界第二民航大国，但目前低成本航空在中国的市场占有率仅为近 8%，还远落后于全球乃至东南亚地区的发展水平，这意味着中国低成本航空具有较大的发展潜力。目前，在中国民用航空市场上，低成本航空公司还只有主营基地位于上海的春秋航空、主营基地位于重庆的西部航空、主营基地位于广州的九元航空以及刚刚宣布转型的中联航等。

根据中国民航局设定的大众化战略目标，2020 年将满足人均乘机次数 0.47 次、旅客运输量 7 亿人次的市场需求；2030 年将满足人均乘机次数 1 次、旅客运输量 15 亿人次的市场需求。这预示着 2011 年至 2030 年间，每年平均将新增 6,000 多万运输旅客人次，按照目前我国客运结构，其中预计约有 50% 的自费出行旅客。

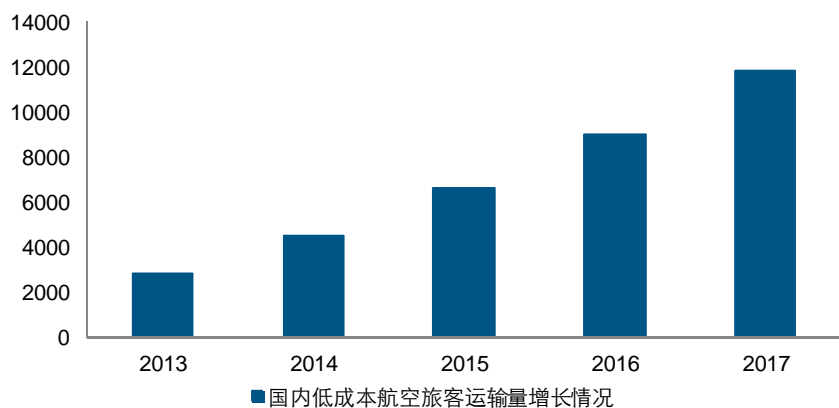
图 4：2004 年-2012 年中国和全球航空运输业旅客运输量增长率比较



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

根据 2013 年我国旅客运输量为 3.5 亿人次，以及未来平均每年将新增 6,000 多万运输旅客人次的情况，若按照我国低成本航空市场占有率以每年 3% 的速度增长，预计短期内我国低成本航空旅客运输量的增长速度将十分可观。

图 5：预测国内低成本航空未来旅客运输量（单位：万人次）



资料来源：长江证券研究部

2) 中国民航局出台积极扶持低成本航空的相关政策，为促进国内低成本航空的快速增长营造良好的发展环境和政策保障。

在 2013 年 12 月召开的全国民航工作会议上，中国民航局提出了促进低成本航空发展的指导意见，部分政策保障措施包括：强化国际枢纽机场建设，合理新建支线机场；调高机队规划增速，放宽航线准入环境；鼓励民间资本和其他社会资金投入低成本航空领域等。另外，东盟航空自由化进程以及航空补贴、财政补贴等补贴收入的增加，都将成为推动中国低成本航空市场快速发展的主要驱动力。

一线机场时刻与资源偏饱和，成长性仰仗二三线及旅游城市

我国主要客源都集中在一线城市机场，而这些机场的时刻资源和航权资源都已基本饱和，要在这些机场继续开拓航线、增加时刻都将面临重重限制，而二三线城市与旅游城市的航线与时刻相对宽松，同时未来成长性更佳，是低成本航空突围的主要方向。

2013 年在中国所有通航机场中，年旅客吞吐量达到 100 万人次以上的有 61 个，完成旅客吞吐量占全部机场旅客吞吐量的 95.4%；年旅客吞吐量达到 1000 万人次以上的有 24 个，完成旅客吞吐量占全部机场旅客吞吐量的 76.8%；北京、上海和广州三大城市机场旅客吞吐量占全部机场旅客吞吐量的 29.0%。

表 4： 2013 年前四大民航机场旅客吞吐量

机场	名次	旅客吞吐量 (人)	
		本期完成	比上年增减%
北京/首都	1	83,712,355	2.18
广州/白云	2	52,450,262	8.57
上海/浦东	3	47,189,849	5.15
上海/虹桥	4	35,599,643	5.23

资料来源：wind, 长江证券研究部

维持低成本业务模式需要充足的客源以达到极高的客座率和飞机日利用率，因此，在一线城市主要机场发展航线成为国内低成本航空首选的经营方式。然而，以北京、上海和广州三大城市机场为例，2013 年四大机场的起降架次均超过了估计年容量（由估计小时容量*12 小时/天*360 天/年得到）。这表明目前我国的一线机场和空域已经是满负荷运载。

表 5： 2013 年前四大民航机场起降架次与机场容量对比

机场	本期完成	起降架次 (次)	
		估计小时容量 (次)	估计年容量 (次)
北京/首都	567,757	100	432,000
广州/白云	394,403	70	302,400
上海/浦东	371,190	70	302,400
上海/虹桥	243,916	50	216,000

资料来源：wind, 长江证券研究部

而在国外，低成本航空公司主要依靠在大城市偏远区自建低成本航站楼以及大力发展二三线城市机场，获得较低的运营成本和较高的飞机日利用率。而考虑到目前国内北上广深一线城市尚不具备让低成本航空公司自建航站楼的基础，因此我们判断，在二三线城市与旅游城市增加运力投放，成为了低成本航空突围的主要方向。

高铁冲击日常化，国际廉航亦敌亦友

根据国外高速铁路的运营情况，高速铁路对民航短程航段的冲击效应和替代效应相对较强。随着航线距离增加，高速铁路对民航客源的分流影响会逐渐减少。然而，在长途航段方面，由国际廉航在运营经验方面占有较大优势，虽然会给国内低成本航空造成不小的竞争压力，但在低成本领域的竞争方面中国企业一向不怵外敌，我们认为在竞争中将会出现一批具有品牌力和成长基因的国内廉价航空公司。

1) 短途面临高速铁路冲击，但航空业已度过适应期

根据《中长期铁路网规划》，到2020年建设时速200公里以上客运专线1.2万公里以上，规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统，网络覆盖大部分中心城市。高速铁路作为一种新型运输方式，其高准点与交通便利等优势会对航空运输市场产生一定的冲击，在高铁客运线路投放的高峰期（2010-2015年）期间，大部分的航空企业已经受到并逐步适应了其带来的挑战，通过运力重新配置、票价调整等手段，将影响弱化。我们认为，高铁冲击对低成本航空的影响会小于对全服务航空公司的影响，控制成本、高性价比本来就是低成本航空公司的杀手锏，而考虑到目前短途航线基本已经让渡给高铁，剩下的中长航距市场上，低成本航空公司的竞争力完全可以与高铁抗衡。

图 6：2020 年中国高铁规划图



资料来源：高铁网，长江证券研究部

2) 国际廉航虽有先发优势，国内企业在低成本竞争方面从来不怵

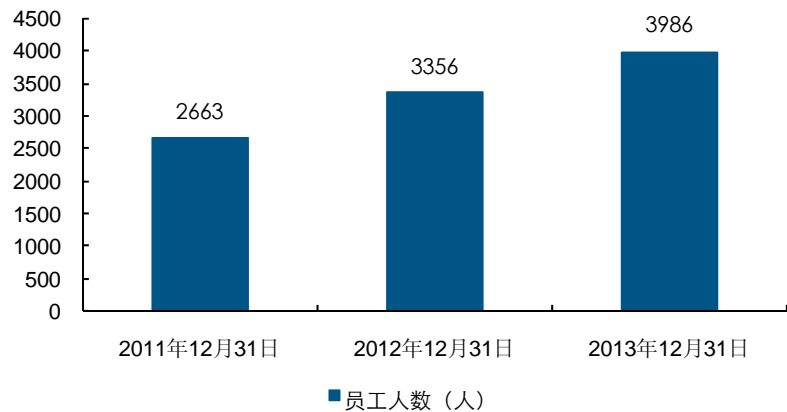
由于中国民航业逐渐对外开放航权，国际知名的外国航空公司纷纷进入涉及中国市场的客运、货运与维修等多种业务领域，包括亚洲航空、香港快运航空、捷星航空等知名廉价航空纷涌而来，其丰富的运营经验、雄厚的资金实力与优质的服务将对国内航空公司的国际业务提出较大的挑战。例如，目前亚洲航空在中国已经开通了16个航点，32条航线，每周进出中国航班量达339架次，中国航线占其收入和乘客总数比例已达到25%。

但是，我们认为国际廉航的竞争对国内的企业来说亦敌亦友，从某种意义上讲，是利大于弊。一方面看，国外廉价航空培育的市场并不会对国内的航空公司关闭大门，反而会缩短消费者对这一行业的认知时间，简单来说就是做大蛋糕更容易了；另一方面看，从过去的发展经验总结，中国企业在以成本制胜的行业中，竞争力是非常强的，钢铁、家电、同质化的电子产品等等，简单来说就是抢占这块蛋糕国内企业是有能力有优势的。

飞行员和航空技术人员供给偏紧

我国民航近年来发展速度加快，对飞行员和航空技术人员的需求也随之迅速增大。以春秋航空为例，2011年末，公司共有员工人数 2663 人，2012 年末上升至 3356 人，到 2013 年末员工人数已达到 3986 人，其中，飞行员 511 人，占员工总人数的 12.82%，专业技术人员 752 人，占员工总人数的 18.87%。

图 7：春秋航空员工人数及变化



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 6：2013 年春秋航空员工构成划分

类别	员工人数 (人)	所占比例 (%)
管理人员	174	4.37%
受聘专业技术人员	752	18.87%
飞行员	511	12.82%
乘务员	701	17.59%
销售人员	304	7.63%
财务人员	40	1.00%
信息技术人员	103	2.58%
地面服务等其他人员	1,401	35.15%
合计	3,986	100.00%

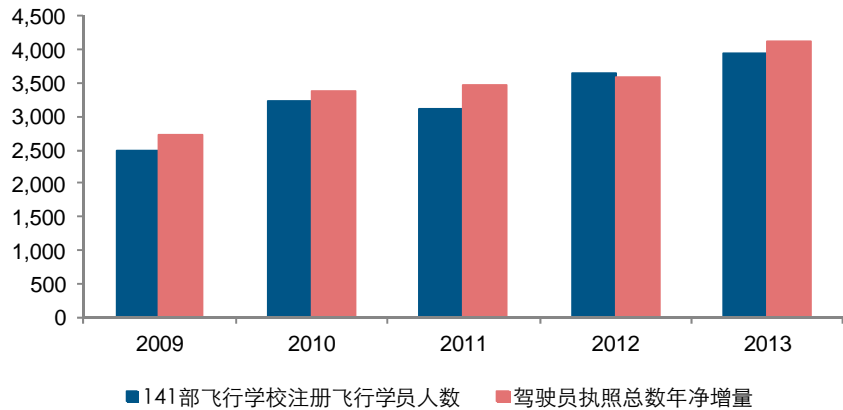
资料来源：CAPA 网站，长江证券研究部

近年来，随着各航空公司机队运力的扩张以及新航空公司的设立，民航业在短期内面临飞行员、技术人员短缺的问题，尤其缺乏驾机经验丰富的成熟机长和拥有较强专业能力技术人员。

1) 飞行员紧缺。目前我国飞行员总数已超过 3.6 万人，按一名机长、一名副驾驶为一组，一架飞机配备四组共 8 名飞行员，则 3.6 万人的人机匹配比例看，国内民用运输航

空飞行员数量刚够用。存量紧张，增量吃紧：未来每年需要新增约 5000 名飞行员才能满足市场需求，而目前民航学校飞行员新注册人数为每年 4000 人左右，仍有一定缺口。

图 8：国内飞行员供求对比



资料来源：《中国民航驾驶员发展年度报告》，长江证券研究部

除了飞行员供求不平衡以外，低成本航空公司还面临以下问题：

- 一名从飞行学院毕业生从飞行学校毕业的飞行学员需累积一定的飞行经历，并经相关培训、考核合格后方可成为成熟飞行员，在培训过程中会出现人员流失的情况；
- 我国对于民航飞行员的流动管理十分严格，影响各低成本航空公司从市场上招录成熟飞行员。

由此可见，在未来十分可能存在飞行员数量无法满足公司机队扩张规划需求的情况，进而影响低成本航空发展战略的有效实施。

2) 航空技术人员紧缺。 专业技术人员的充实可以降低飞机的故障率，提高机队的使用效率，对于低成本经营的影响较大。但由于人员供需的偏紧格局，在激烈的竞争环境下，整个航空业都面临核心技术人员的流失风险，而这部分核心人员的流失将对低成本航空发展产生一定影响。

公司经营情况：低成本模式开创行业新气象

按照市场占有率统计，春秋航空 2010-12 年均位列第六，落后于四大航空公司南航、国航、东航、海航以及地方航空公司四川航空。2010 年、2011 年、2012 年春秋航空的市场占有率分别为 2.2%、2.4%和 2.9%，呈逐年上升态势。随着中国民航局出台进一步促进低成本航空发展的相关政策，未来国内低成本航空市场份额将逐步增加，中国民航业竞争格局将进一步向多元化发展。

表 7：2010 年至 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

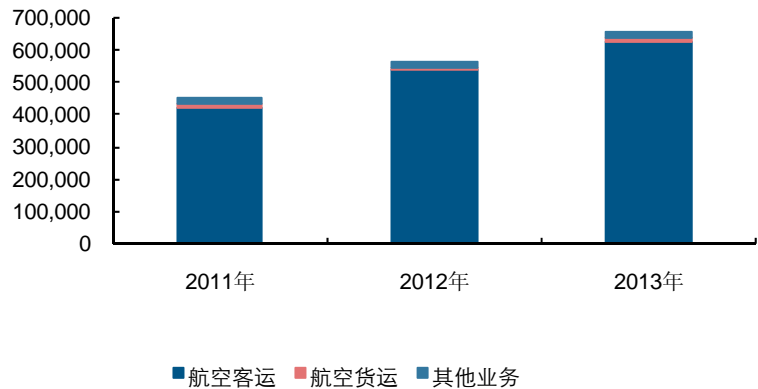
排名	2010年		2011年		2012年	
	航空公司	市场占有率	航空公司	市场占有率	航空公司	市场占有率
1	南航集团	28.6%	南航集团	27.6%	南航集团	26.0%
2	中航集团	27.0%	中航集团	26.6%	中航集团	25.9%

排名	2010年		2011年		2012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
3	东航集团	24.3%	东航集团	23.5%	东航集团	22.9%
4	海航集团	11.4%	海航集团	12.3%	海航集团	12.5%
5	四川航空	4.5%	四川航空	5.0%	四川航空	5.3%
6	春秋航空	2.2%	春秋航空	2.4%	春秋航空	2.9%
7	吉祥航空	1.3%	吉祥航空	1.5%	吉祥航空	1.7%
8	奥凯航空	0.4%	奥凯航空	0.7%	奥凯航空	0.8%
9	华夏航空	0.1%	河北航空	0.2%	河北航空	0.2%
10	东北航空	0.1%	华夏航空	0.1%	华夏航空	0.2%
	总计	99.5%	总计	99.9%	总计	98.2%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

春秋航空主要提供国内航线的客运业务，2010年起开始涉足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，目前已开通了十余条上海及石家庄往返港澳台、东北亚及东南亚城市的国际及地区航线。2011年至2013年，公司的旅客周转量、旅客运输量的平均复合增长率分别为26.79%和21.47%；2010年至2012年，行业平均复合增长率分别为11.38%和9.10%。

图 9：公司各项主要服务的收入金额情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 8：春秋航空主营业务经营数据

业务	指标	2011年	2012年	2013年
客运业务	旅客周转量（万人公里）	1,026,072	1,398,430	1,649,409
	其中：国际、港澳台地区	73,934	123,417	244,546
	可用座位公里数（万人公里）	1,087,493	1,485,947	1,763,364
	其中：国际、港澳台地区	83,628	139,126	273,595
	旅客运输量（万人）	715	911	1,055
	其中：国际、港澳台地区	46	73	127
	平均客座率（%）	94.35	94.11	93.54

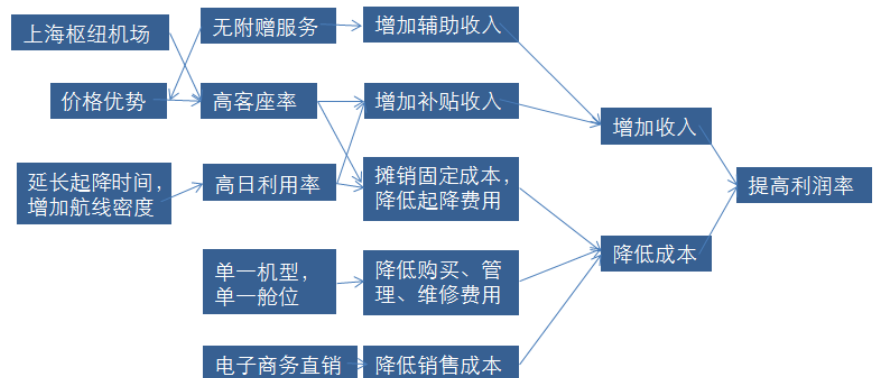
	其中：国际、港澳台地区	88.41	88.71	89.38
	飞机日平均利用小时数（在册）	11.38	11.35	11.63
货运业务	货邮周转量（万吨公里）	5,615	7,168	7,518
	可用吨位公里数（万吨公里）	7,728	10,608	12,733
	货邮运输量（吨）	38,651	46,800	49,232
	平均货邮载运率（%）	72.65	67.57	59.04
	经营航线数目（截至期末）	48	55	64
航线航班	通航城市（截至期末）	43	44	45
	定期航班班次（每周航班数目）	842	1,085	1,263

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

经营模式分析：开源节流有效提高利润率

区别于全服务航空公司，春秋航空定位于低成本航空业务模式，依靠单一机型及舱位、高飞机日利用率、网络直销机票和发展辅助服务等低成本航空的主要经营模式，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。

图 10：春秋航空经营模式分析



资料来源：长江证券研究部

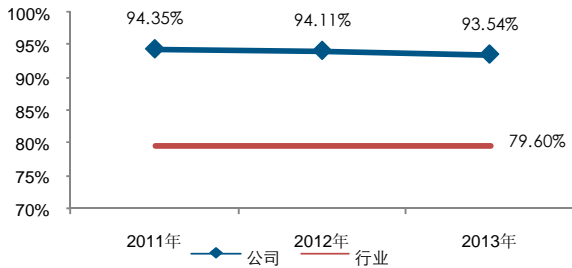
下面我们着重分析春秋航空在客座率及日利用率、电子商务直销、发展辅助服务、上海枢纽机场和单一机型及舱位方面的经营优势。

高客座率、日利用率有效摊薄单位成本并增加补贴收入

春秋航空 2006 至 2012 年客座率指标连续蝉联中国航空公司榜首。2011 年、2012 年和 2013 年，在机队扩张、运力增加的情况下，公司始终保持较高的客座率水平，分别为 94.35%、94.11%和 93.54%，超过《从统计看民航 2013》统计的 2012 年全行业正班客座率平均水平 79.6%约 14 个百分点。

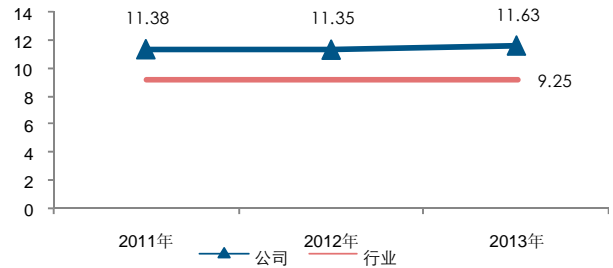
延长起降时间以及增加航线密度等措施也大大增加了春秋航空的飞机日利用率。2011 年、2012 年和 2013 年，公司平均在册飞机日利用率分别为 11.38、11.35 和 11.63 小时，较《从统计看民航 2013》统计的 2012 年全行业平均水平 9.25 小时高出约 2 小时。

图 11: 春秋航空客座率



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 12: 春秋航空飞机日利用率 (单位: 小时):



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

高客座率和飞机利用率不仅有效摊薄单位固定成本、获得起降费优惠, 进而降低了公司的单位成本, 而且还给当地机场带来大量的增量客源, 促进当地机场, 尤其是干线、支线机场吞吐量的迅猛增长, 从而使公司获得了当地机场或政府给予的起降费减免、航线补贴等多种方式的支持。

电子商务直销降低销售费用

春秋航空采用电子商务直销方式出售机票, 使得其销售成本一直处于行业最低水平。

2011 至 2013 年, 春秋航空单位销售费用 (销售费用/可用座公里) 比例平均为 0.008 元/座公里, 2011 至 2013 年 A 股航空公司的平均值为 0.040 元/座公里。2013 年, A 股航空公司的平均销售费用占营业收入比例为 7.13%, 而春秋航空销售费用只占营业收入的 2.33%, 不到上市公司平均水平的三分之一。

表 9: 2013 年同行业上市公司销售费用中主要项目占营业收入的比例情况

项目	中国国航	东方航空	南方航空	海南航空	平均值	春秋航空
代理手续费占比	5.37%	3.69%	4.44%	4.56%	4.52%	0.59%
系统服务费占比	-	1.06%	-	0.66%	0.86%	-
电脑订座费占比	1.01%	-	0.54%	-	0.77%	-
职工薪酬占比	-	-	2.08%	1.10%	1.59%	1.08%
其他销售费用占比	0.99%	4.16%	0.95%	1.42%	1.88%	0.66%
销售费用合计占比	7.37%	6.71%	8.00%	6.42%	7.13%	2.33%

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

春秋航空以电子商务直销为主要销售渠道, 一方面通过销售特价机票等各类促销优惠活动的发布, 吸引大量旅客在公司网站预订机票; 另一方面通过积极推广移动互联网销售, 拓展电子商务直销渠道。2011 年、2012 年和 2013 年, 分别有 83.42%、84.22% 和 84.52% 的散客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。若按报告期内公司平均代理费率 3.8% 计算, **2013 年网络直销和移动互联网直销渠道可为公司节省约 2 亿元的代理费用。**

同时, 春秋航空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。

表 10: 公司散客机票销售渠道分布 (按销量统计)

项目	2011	2012	2013
电子商务销售	83.42%	85.62%	93.28%
其中: 网站直销	75.41%	80.25%	60.53%
移动互联网直销	8.01%	3.97%	23.98%
线上代理销售	-	1.40%	8.76%
线下销售	16.57%	14.38%	6.72%
其中: 机场柜台销售	1.63%	1.25%	1.26%
代理销售	14.94%	13.13%	5.46%
总计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

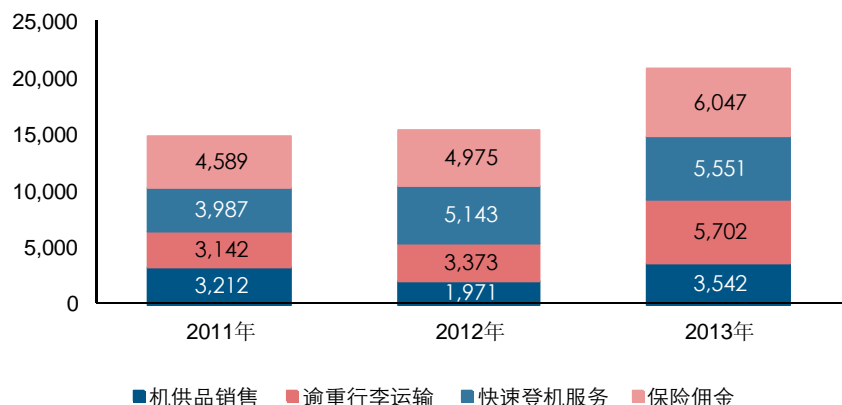
2013 年以来, 公司大力推动移动互联网直销渠道, 采取的优惠措施主要包括: 从 2013 年 7 月开始至 2014 年 1 月, 使用移动终端应用订票付款较通过网站订票优惠 30 元; 采用商旅卡支付可给予 97 折优惠。优惠措施采取后, 移动互联网直销渠道占比在 2013 年显著上升至 23.98%, 较 2012 年和 2011 年分别上涨 20.01 和 15.97 个百分点。

由于未来电子商务直销方式的大众化普及和春秋航空销售平台的逐步完善, 预计公司电子商务直销渠道占比将进一步提高, 从而降低数目可观的销售费用。

辅助服务提供多元收入来源

春秋航空借鉴国外低成本航空公司经验, 充分挖掘与核心客运业务相关的配套服务——辅助业务潜力, **基于无免费餐食服务和以网上直销为主的销售模式, 不断推出新的产品与服务, 以获得除客运收入以外的额外收入, 增加单位乘客收益。**2011 年、2012 年和 2013 年, 春秋航空辅助业务收入 (其他业务收入和逾重行李收入合计) 占比分别为 4.87%、4.20% 和 4.32%, 单位乘客的辅助收入分别为 30.40 元、25.93 元和 26.88 元。报告期内, 公司辅助业务平均毛利率约 76%, 对公司的平均毛利贡献约 27%。

图 13: 公司辅助业务收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

近年来春秋航空新推出的辅助服务包括:

- 2011 年初春秋航空与保险公司合作，在境外航线网上直销中推出境外旅行保险项目；
- 2012 年 4 月与 2013 年 7 月，春秋航空分别与大众保险股份有限公司和中国太平洋财产保险股份有限公司上海分公司联合推出航班延误险，为由于恶劣天气、机械故障和航空管制等非旅客自身因素造成的一定小时的延误提供赔偿；
- 公司还致力于升级既有服务项目，为客户提供更加周到的增值服务，如网上值机和选座、回程航班逾重行李和在线预订机上餐食服务等。

上海枢纽机场带来客源优势

春秋航空以虹桥机场和浦东机场为枢纽基地，两大机场为公司开拓航线带来了充足的客源基础。上海为我国重要的经济、金融、航运中心城市，辐射华东地区，根据《2012 年全国机场生产统计公报》，全国各地旅客吞吐量中，华东地区占比 29.2%，位列各地区之首；上海运送旅客近 7,871 万人次，占华东地区 39.7%。

此外，上海独特的地理位置优势也为公司进一步的扩张奠定了基础。通过近几年的发展，春秋航空开通了上海往返国内数十个主要城市的航线，并于 2010 年起陆续开通了十余条上海往返港澳台、东北亚及东南亚城市的国际及地区航线。2010 至 2012 年春秋航空旅客运输量最大的前十条航线中除 2012 年沈阳-杭州航线外均包括上海，体现了上海枢纽机场的基地优势。

表 11：2012 年公司旅客运输量最大的前十条国内航段上的旅客运输量及客座率情况

航段	春秋航空		经营该航段的所有航空公司	
	旅客运输量 (万人)	正班客座率 (%)	旅客运输量 (万人)	正班客座率 (%)
1 上海-厦门	73.12	97.42	245.26	79.9
2 上海-沈阳	52.91	95.71	176.78	84.2
3 上海-广州	50.59	94.53	361.80	83.7
4 上海-哈尔滨	46.36	96.67	142.30	87.7
5 上海-石家庄	43.53	93.22	62.64	83.6
6 上海-大连	42.78	93.26	163.53	84.8
7 上海-三亚	32.71	95.74	147.09	85.6
8 上海-重庆	30.29	93.80	194.94	82.5
9 上海-深圳	25.85	93.46	384.71	80.8
10 沈阳-杭州	22.25	94.08	50.15	84.0

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

单一机型降低运营成本

春秋航空使用同一种机型和发动机能够有效降低其运营成本，包括：

- 可通过集中采购降低飞机购买和租赁成本、飞机自选设备项目成本及自备航材采购成本；
- 通过发动机、辅助动力装置包修降低飞机发动机大修成本，减少备发数量；
- 通过集约航材储备降低航材日常采购、送修、仓储的管理成本；

➢ 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。

春秋航空全部采用空客 A320 机型，截至 2013 年 12 月 31 日，公司共有 39 架 A320 飞机，是国内最大的全空客机队的民营航空公司。作为国内少数几家拥有全空客机队的航空公司，公司自设立日起，即与空客开展积极合作，通过购买、融资性租赁和经营性租赁等方式陆续扩大机队规模。

表 12：公司 A320 机队构成情况（单位：架数）

	2011年12月31日	2012年12月31日	2013年12月31日
购买	5	10	12
融资租赁	2	2	2
经营租赁	21	20	25
合计	28	32	39

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

以上海为中心，春秋航空所使用的 A320 飞机的飞行范围可通航 26 个国家和地区的 266 个城市，覆盖人口 37 亿。

图 14：A320 飞机可飞行范围



资料来源：公司公告，长江证券研究部

另外，公司飞机只设置单一的经济舱位，不设头等舱与公务舱。设置单一舱位使得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。

未来，春秋航空将继续扩大空客 A320 机队规模以增加公司的航空运载能力。然而，使用单一机型也会造成一定风险：若该等型号飞机或发动机被发现严重缺陷或产生严重安全问题，则可能被要求全部停飞纠正或发出适航指令。

未来看点：巩固竞争优势，扩大经营规模

未来几年，受益于中国经济持续增长、人民消费水平不断提升与航空出行日趋大众化等有利因素，春秋航空将继续巩固低成本航空的业务模式与竞争优势，进一步扩大经营规模以及在低成本航空市场的优势。

未来公司的主要增长点来自：

- **低成本航站楼建设。**公司未来将有可能在长三角地区建设低成本航空候机楼，以缓解大型机场过饱和的状态。届时，低成本航站楼的建成将进一步降低公司运营成本，并且大大提升运输效率。
- **增加现有航线的班次密度及增开新航线。**公司除了加密现有主要商务航线外，将争取用三至五年时间，使航线网络基本覆盖国内所有主要城市，加大港澳台及东北亚地区的投资，并进一步拓展港澳台、东北亚和东南亚等周边地区航线。并争取到 2015 年末飞机总数达到约 60 架，以配合航线网络扩展，更好地满足目标市场的需求。
- **完善电子商务销售渠道。**公司拥有自主研发并独立于中航信系统的航空分销、订座、结算和离港系统，并主要通过电子商务直销平台进行散客机票销售。未来，公司将进一步改进包括网站直销和移动互联网直销在内的电子商务直销平台，并开发其他有效的直销渠道。

图 15：春秋航空分销、订座、结算系统流程示意图



注：1、辅助产品销售包括航空保险、逾重行李运输、网上选座等产品与服务。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投资金项目：有效扩大航空载运能力

春秋航空 IPO 净募集人民币 18.16 亿元，其中 13.3 亿用于购置不超过 9 架空客 A320 飞机，3.0 亿元用于购置 3 台 A320 飞机模拟器，余下资金将用于补充流动资金。新购置的空客 A320 飞机将有效扩充机队规模，从而进一步扩充航空载运能力，增加现有航线的班次密度及增开新航线，并且替换使用年限较高的飞机以降低公司运营及管理成本。而新购置的 3 台 A320 飞行模拟机将为公司飞行员培训提供更大的灵活性。

表 13：募集资金主要用途

序号	项目名称	计划使用募集资金	预计募集资金投入时间进度	实施主体
1	购置不超过9架空客A320飞机	约13.3亿元	2011年引进2架 2012年引进5架，2013年引进2架	春秋航空

2	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	飞培公司
3	补充流动资金	1.25亿元	—	春秋航空
	合计	约17.55亿元	—	—

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

盈利预测与估值

我们根据以下假设条件对春秋航空进行 2014-2016 年的盈利预测:

- 根据春秋航空对募投资金的使用规划, **预计公司机队规模在 2014 年-2016 年分别增长 5 架、7 架和 10 架;**
- 由于春秋航空目前飞机日利用率已基本接近饱和状态, 我们预计公司在 2014 年-2016 年的单机飞行时间保持不变;
- 根据机队规模以及单机飞行时间的预测, **我们预计可用座公里在未来三年分别以 13%、16%和 20 %的速度增长;**
- 由于春秋航空强大的价格优势以及上海枢纽机场带来的客源基础, **我们预计 2014 年-2016 年客座率分别为 93.3%、93.1%和 93%;**
- 对于飞机起降成本, 飞机及发动机租赁折旧费用和工资、薪金及福利的变化, 我们基于公司未来三年的机队规模增长速度以及公司员工人数增长速度做出假设。我们预测 2014 年-2016 年飞机起降成本变化幅度分别为 12%, 15%和 20%; 工资、薪金及福利变化幅度分别为 8%, 12%和 12%。

我们预计公司 2014-2016 年收入分别为 72.67 亿、82.87 亿和 98.07 亿, 净利润分别为 7.87 亿、10 亿和 11.61 亿, 对应 EPS 分别为 1.97 元、2.50 元和 2.90 元。

- 从市盈率估值角度看: 从欧美全服务航空股 (10-11X) 与低成本航空股 (13X) 的估值差异来看, 后者较前者有 20%-30%的估值溢价, 目前 A 股 4 大航空公司 2015 年 PE 大约在 20 倍, 保守起见我们给予春秋航空 22 倍估值 (10%溢价), 则对应 2015 年的股价为 55 元。
- 从市净率估值角度看: 预计公司 2015 年每股净资产 20.26 元, 如果按 A 股 4 大航空公司平均的 1.84 倍来估算, 公司合理股价在 37 元。
- 而如果从市值/机队比或者市值/RTK 的角度来看: 预计春秋航空 2015 年底机队总数达到 51 架, RTK 为 20.21 亿吨公里, 对比行业标杆中国国航 2015 年底预计 550 架的机队, RTK 为 213.8 亿吨公里, 国航目前总市值约 950 亿, 则春秋航空对应总市值大约在 88-90 亿, 股价 22 元左右。

结合市盈率、市净率以及市值/机队比或者市值/RTK 的估值方法, 我们认为公司合理股价应该在 (55+37+22) /3=38 元, 目前公司刚刚完成 IPO 股价偏低, 给予公司“推荐”评级。

表 14: 未来 3 年公司营业收入预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
2.1.1 客运收入 (百万)	4,180	5,329	6,227	6,937	7,943	9,443
YoY		27.5%	16.8%	11.4%	14.5%	18.9%

运价 (元/客公里)	0.407	0.381	0.378	0.374	0.370	0.368
YoY		-6.5%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-0.5%
2.1.2货运及邮运收入 (百万)	97	100	110	103	117	138
YoY		3.2%	9.8%	-6.1%	12.9%	18.0%
运价 (元/吨公里)	1.732	1.400	1.465	1.319	1.319	1.319
YoY		-19.2%	4.7%	-10.0%	0.0%	0.0%
航空业务收入	4,277	5,429	6,337	7,040	8,060	9,581
YoY		26.9%	16.7%	11.1%	14.5%	18.9%
2.1.4其他收入	186	203	227	227	227	227
YoY		8.9%	11.9%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	4,463	5,632	6,563	7,267	8,287	9,807
YoY		26.2%	16.5%	10.7%	14.0%	18.4%

资料来源：长江证券研究部

表 15：未来 3 年公司营业成本预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
2.2.1航空油料成本 (百万元)	1,806	2,179	2,467	2,601	2,704	3,165
YoY		20.6%	13.2%	5.4%	4.0%	17.0%
航油消耗量 (万吨)	24	32	38	43	49	59
YoY		34.1%	18.2%	12.1%	15.5%	19.4%
单位耗油量 (吨/吨公里)	2.45	2.42	2.44	2.44	2.44	2.44
YoY		-1.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
航油均价 (元/吨)	7,530	6,771	6,488	6,099	5,489	5,379
YoY		-10.1%	-4.2%	-6.0%	-10.0%	-2.0%
2.2.2飞机起降成本	397	547	663	743	854	1,025
YoY		37.7%	21.3%	12.0%	15.0%	20.0%
2.2.3飞机及发动机租赁折旧费用	585	726	833	933	1,073	1,287
YoY		24.1%	14.7%	12.0%	15.0%	20.0%
2.2.4工资、薪金及福利	482	740	796	859	962	1,078
YoY		53.4%	7.5%	8.0%	12.0%	12.0%
2.2.5飞行员培训及补偿费	104	115	122	132	148	166
YoY		10.1%	6.6%	8.0%	12.0%	12.0%
2.2.6飞机维修成本	240	252	353	381	427	478
YoY		5.0%	40.0%	8.0%	12.0%	12.0%
2.2.7民航基础设施建设基金	117	155	179	206	243	292
YoY		33.1%	15.5%	15.0%	18.0%	20.0%
2.2.8其他成本	116	147	233	302	393	511
YoY		27.2%	58.0%	30.0%	30.0%	30.0%
2.2.9其他业务成本	52	56	66	71	78	86
YoY		6.5%	18.0%	8.0%	10.0%	10.0%
合计	3,900	4,917	5,712	6,229	6,883	8,088

YoY 26.1% 16.2% 9.0% 10.5% 17.5%

资料来源：长江证券研究部

表 16：未来 3 年公司营业收入、成本与毛利率预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入合计（百万元）	4,463	5,632	6,563	7,267	8,287	9,807
YoY		26.2%	16.5%	10.7%	14.0%	18.4%
主营业务成本合计（百万元）	3,900	4,917	5,712	6,229	6,883	8,088
YoY		26.1%	16.2%	9.0%	10.5%	17.5%
综合毛利率	12.6%	12.7%	13.0%	14.3%	16.9%	17.5%

资料来源：长江证券研究部

风险提示

航油价格波动风险；

补贴收入风险；

航空安全风险；

汇率风险；

民航监管政策变化风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6563	7267	8287	9807	货币资金	1475	3634	3685	5001
营业成本	5712	6229	6883	8088	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	851	1039	1403	1720	应收账款	223	246	281	332
%营业收入	13.0%	14.3%	16.9%	17.5%	存货	42	45	50	59
营业税金及附加	14	15	17	20	预付账款	169	185	204	240
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	8	9	10	12
销售费用	153	167	191	226	流动资产合计	1916	4119	4222	5637
%营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	149	167	191	226	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	长期股权投资	98	18	-59	-149
财务费用	81	110	136	160	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	固定资产合计	5649	6922	7251	7249
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	51	49	46	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-22	-80	-85	-90	递延所得税资产	102	0	0	0
营业利润	433	499	784	998	其他非流动资产	-165	-165	-165	-165
%营业收入	6.6%	6.9%	9.5%	10.2%	资产总计	7651	10942	11295	12616
营业外收支	554	550	550	550	短期贷款	700	750	0	0
利润总额	987	1049	1334	1548	应付款项	363	395	437	513
%营业收入	15.0%	14.4%	16.1%	15.8%	预收账款	555	614	700	829
所得税费用	255	262	334	387	应付职工薪酬	141	154	170	200
净利润	732	787	1001	1161	应交税费	339	350	443	515
归属于母公司所有者的净利润	732.2	786.7	1000.9	1161.1	其他流动负债	130	142	157	185
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	2228	2405	1908	2241
EPS (元/股)	1.83	1.97	2.50	2.90	长期借款	1961	2175	2175	2175
					应付债券	675	1090	1090	1090
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	44	44	44	44
					负债合计	4908	5714	5216	5550
					归属于母公司	2743	5228	6078	7065
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	2743	5228	6078	7065
					负债及股东权益	7651	10942	11295	12616
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	1.831	1.967	2.502	2.903
					BVPS	9.14	17.43	20.26	23.55
					PE	15.72	14.63	11.50	9.91
					PEG	0.95	0.88	0.69	0.60
					PB	3.15	1.65	1.42	1.22
					EV/EBITDA	17.01	13.04	8.69	6.26
					ROE	26.7%	15.0%	16.5%	16.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。