2014 年 12 月 14 日

国都证券 GUODU SECURITIES

公司研究 | 新股研究 | 建议询价区间： 18.16 元

中国低成本航空领导者，大众化战略生命力旺盛

——春秋航空(601021)新股研究

核心观点

1、中国低成本航空领导者。公司是中国首批民营航空公司之一，也是国内首家低成本航空公司。按市场占有率统计，2010 -2012 年，按旅客运输量统计，春秋航空稳居国内第 6 大航空公司。低成本航空在亚太地区的市场份额从 2001 年的 1.1%攀升至 2013 年的 24.5%，但与欧美等成熟市场相比，低成本航空公司在亚洲仍有发展空间。

2、中国低成本航空业仍有成长空间。据空客发布的《全球市场预测（2013-2032）》，未来 20 年亚太地区的旅客周转量将以每年 5.5%的速度扩张。“十二五”期间，中国民航乘客运输量年复合增速约为 10%左右，高铁快速发展并不会完全取代航空运输的地位。2014 年以来，国际油价已经跌至 60 美元一线，对中国航空业形成明显利好。

3、“两单”、“两高”和“两低”模式。公司 95%左右的收入来自航空客运，绝大部分收入来自上海始发航线，竞争激烈。通过采购空客 A320 单一机型与经济舱单一舱位，控制固定成本；高客座率与高飞机日利用率，最近几年平均客座率为 93%左右，公司在册飞机平均日利用率比行业平均水平高 2 小时；低销售费用与低管理费用，以电子商务直销为主要销售渠道，2013 年公司平均代理费率仅为 3.29%。2011 年-2014 年上半年，公司单位管理费用（管理费用/可用座公里）为 0.009 元/座公里，同期 A 股航空公司平均值为 0.016 元/座公里。

4、因期间费用率低，净利率水平显著高于 A 股航空公司平均水平。2011 年-2014H1，公司毛利率为 12%左右，略低于 A 股航空公司平均水平，但净利率分别为 10.8%、11.1%、7.9%和 11.2%，显著高于 A 股上市航空公司的平均值 7.8%、4.9%、4.0%和 0.5%。

5、航线补贴收入占利润近一半。航线补贴收入在 2011-2014H1 分别占当期利润总额的 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，将可能会对本公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。我们认为，航运业繁荣对内陆城市经济有一定刺激作用，航线补贴有合理性和持续性。

投资建议：公司采取差异化竞争、大众化战略，逐步向东北地区与二线内陆城市（石家庄等）渗透，与当地政府和机场展开互利合作，既迅速扩大当地市场份额，又获得了当地政府给予的补贴。我们认为，低价航空在中国有较大发展空间，周期性较弱，且缓解了北京等一线城市的压力，值得长期投资。预计公司 2014-2016 年的 EPS 为 2.13 元、2.47 元和 2.84 元，参考航空公司估值，建议申购价为 18.16 元，预计上市后二级市场价格在 40 元以上。

基础数据

总股本(万股)	30000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	76.51
每股净资产(元)	9.14
建议询价区间(元)	18.16元

财务数据与估值

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万)	6,563.44	7,547.96	8,604.67	9,723.28
同比增速(%)	16.54	15.00	14.00	13.00
净利润(百万)	732.23	852.92	989.54	1137.62
同比增速(%)	17.23	16.48	16.02	14.97
EPS(元)	2.44	2.13	2.47	2.84

研究员：杨志刚
电 话： 010-84183240
Email： yangzhigang@guodu.com
执业证书编号： S0940511070003

联系人：周红军
电 话： 010- 84183380
Email： zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表					
研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
严凯	TMT 行业	yankai@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	李晨光	医药	lichenguang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	张小强	农林牧渔	zhangxiaoqiang@guodu.com
刘苗	医药	liumiao@guodu.com	程广飞	金融工程	chengguangfei@guodu.com
尹德才	化工	yindecai@guodu.com			