

方夏虹

执业证书编号: S0730511010006

021-50588666-8042

fangxh@ccnew.com

业绩符合预期, 成长空间可期

—春秋航空(601021)年报点评

证券研究报告-公司点评

买入(维持)

发布日期: 2015年3月25日

报告关键要素:

15年是公司上市元年,也是作为廉价航空龙头企业再次腾飞的元年,借助良好的发展空间和优秀的管理机制,公司业绩将继续保持高速增长。

事件:

- **春秋航空(601021)公布年报**,报告期内,公司实现营业收入73.28亿元,同比增长11.64%,营业利润5.4亿元,同比增长24.83%,净利润8.84亿,同比增长20.75%。每股收益2.21元,拟每10股派2.4元(含税)。

点评:

- **业务量保持两位数增长,客座率维持高位,单位客公里收入保持稳定**。14年公司总周转量为168553万吨公里,同比增长10%,旅客周转量为1826998万人公里,同比增长10.77%。其中国际航线旅客周转量同比增长56.72%,体现了公司立足国内,加快拓展国际业务的经营策略。15年前2个月公司总周转量和客运周转量分别同比增长了20.13%和21.13%,借A股上市之际,快速提升运力增加市场份额的势头明显;14年公司总载运率为88.32%,客座率为93.07%,基本维持高位平稳运行,90%以上的客座率水平也远高于传统类航空公司;反映运价水平的单位客公里收入为0.38元,近3年均基本维持该水平,并低于传统类航空公司。
- **毛利率提升明显,三项费用率控制良好**。14年公司毛利率为14.78%,同比提升1.81个百分点。一方面14年4季度以来国际油价大幅下跌使公司航油成本有所节省,另一方面毛利率高达85%以上的辅助业务高速增长了46%也对整体毛利率提升起到关键作用;14年公司销售费用率为2.52%,小幅上升0.19个百分点(国内四大航空公司销售费用率都在6%以上)。管理费用率为2.23%,维持稳定,人机比从13年102人/每机下降到90.3人/每机。财务费用率为1.58%,净汇兑收益为1772万元,人民币兑美元每贬值1%,影响每股收益0.05元,对业绩影响没有上市的其他四家航空公司大。
- **国内领先的廉价航空**。一方面全球廉价航空市场占有率14年为26%,而我国不到10%。公司是国内首批成立并领先的廉价航空公司,未来发展空间巨大。另一方面,在我国民航大众化战略和扶持廉价航空的背景下,公司发展有着良好的政策支持基础。公司通过A股上市融资加速飞机引进,15年计划将机队规模从46架增加到年底的60架。借助春秋国旅的支持以及国内旅游客源和对票价敏感型商务客源对廉价航空的需求,公司将通过快速提升运力来抢占市场。
- **辅助业务收入快速增长**。14年公司辅助收入为41462.26万元,同比大幅增长46.18%,平均毛利率达到85.13%,对公司整体平均毛利贡献约33%。旅客人均辅助收入提升34.74%,达到36.22元。辅助业务包括机供品销售、快速登机服务、保险代理、逾重行李运输等收费项目,由于其高毛利率,是廉价航空重要的收入利润来源。以欧洲廉价航空瑞安航空为例,13年其辅助收入占比为21.8%,而公司目前辅助业务收入占比不到6%,未来这项业务有很大的开发空间。

- **低成本低费用抵抗经济周期。**首先公司是目前低油价的直接受益者。航油成本14年占公司营业成本的41.65%，14年公司营业收入同比增长11.64%，而航油成本只增长了5.43%。15年国际原油均价大幅下降是大概率事件，将极大的缓解公司的成本压力。根据敏感性分析，国内航油价格每下降100元/吨，将提升公司每股收益0.07元（对业绩影响没有上市的其他四家航空公司大）；公司的“两单两高两低”策略极大的降低了期间成本和费用。“两单”是指单一机型单一舱位，可以降低采购成本、维修费用和摊薄单位成本。“两高”是客座率和高飞行利用率，既可以摊薄固定成本又可以获得各种机场优惠。“两低”是指低销售费用和低管理费用，通过电子商务渠道为主要销售渠道、独立的航空分销订座系统，公司有比传统航空公司低近4个百分点的销售费用率。另外，通过对人员的有效管理来控制管理费用率。正是由于公司对成本和费用的控制以及低票价制度，使得在经济不景气时有更好的抗周期性。
- **补贴收入占比高。**14年公司补贴收入为61646万元，其中航线补贴为47887万元，增长15.65%，财政补贴为13759万元，增长27.29%。公司低成本航空业务模式在与当地机场或政府合作共赢中产生航线补贴收入。主要是有关地方政府或机场根据公司在特定航线的旅客运输量、投放飞机运力等，按照一定标准给予定额或定量补贴。航线相关补贴安排有利于通过低票价优势吸引大量乘客，促进当地民航业发展，又使公司迅速扩大当地市场份额，获得区域市场优势地位。11-14年公司航线补贴收入占公司总利润比例分别为59.74%、43.43%、41.95%、39.39%，比重呈现下降趋势，但仍对公司业绩有较大影响。由于航线补贴收入均有期限约定，在到期后存在无法与合作方续签合作协议及续约补贴标准大幅下降的风险，亦存在拓展新增补贴航线的不确定性。
- **给予公司“买入”的评级。**预计公司2015年和2016年每股收益分别为3.27元和3.69元，对应动态市盈率为28.22倍和25.01倍，结合公司良好的市场发展空间、稳定的业绩增长表现和身处上海获得的“迪士尼”红利，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**补贴收入的不稳定性；油价大幅上升；汇率波动

盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(亿元)	65.63	73.28	84.27	96.91
增长比率(%)	16.53	11.64	15.00	15.00
净利润(亿元)	7.32	8.84	13.08	14.74
增长比率(%)	17.12	20.75	47.96	12.69
每股收益(元)	1.83	2.21	3.27	3.69
市盈率(倍)	52.42	43.40	28.22	25.01

市场数据 (2015-03-24)

收盘价(元)	92.28
一年内最高/最低(元)	95.92/26.15
沪深300指数	3973.05
市净率(倍)	6.88
流通市值(亿元)	92.28

基础数据 (2014-12-31)

每股净资产(元)	8.88
每股经营现金流(元)	3.59
毛利率(%)	14.78
净资产收益率(%)	24.88
资产负债率(%)	68.45
总股本/流通股(万股)	40000/10000
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。