

春秋航空 (601021.SH)

航空运输行业

评级: 买入 首次评级

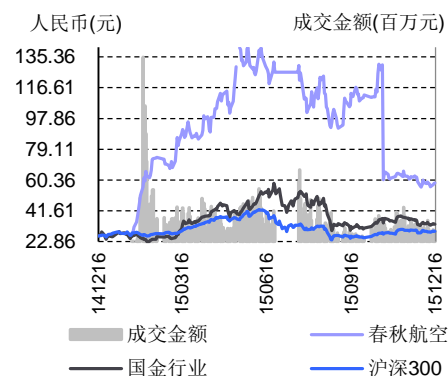
公司研究

市场价格 (人民币): 58.69 元
 目标价格 (人民币): 80.00-100.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 200.00
 总市值(百万元) 46,952.00
 年内股价最高最低(元) 141.22/26.15
 沪深 300 指数 3685.44
 上证指数 3516.19



借力上海迪斯尼, 打造低成本航空新锐

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	2.441	2.947	1.769	2.205	2.780
每股净资产(元)	9.14	11.84	16.51	30.98	37.13
每股经营性现金流(元)	5.12	3.59	5.48	5.94	7.89
市盈率(倍)	24.05	19.91	33.18	26.62	21.11
行业优化市盈率(倍)	30.32	56.53	70.53	70.53	70.53
净利润增长率(%)	17.23%	20.75%	60.03%	24.65%	26.08%
净资产收益率(%)	26.69%	24.88%	28.57%	15.87%	16.70%
总股本(百万股)	300.00	300.00	800.00	800.00	800.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 预计 2015 年净利润同比增长 60%，未来 2 年复合增速达到 25%：2015 年日韩出境游高峰带动国际航线营业收入同比增长 170%，预计未来 2 年公司机队 20% 的增速和上海迪斯尼效应能够使净利润复合增长率达到 25%；春秋国旅包机包座业务未来将使公司客座率继续保持在 92% 以上，高于全球各类公司 10 个百分点。航线补贴收入占比不断下降，盈利结构日趋合理。
- 单位运营成本低于美国低成本航空公司 33%，未来单位成本仍有下降空间：通过采取“两单两低和两高”（单一机型和舱位，低销售费用和管理费用，高客座率和飞机日利用率）策略显著降低公司运营成本；目前单位座公里成本低于美低成本西南航空 33%；预计 2018 年机队规模达到 95 架，单位座公里成本将进一步降低；公司通过外汇套期保值锁定了汇兑损失风险。
- 借力上海迪斯尼，打造面向亚太航空市场的低成本航线网络：预计 2016 年 6 月，上海迪斯尼开园运营，开始年份客流量近 1000 万，运营稳定后年游客至少能达到 3000 万人。保守预计将给浦东机场带来 500 万的新增航空旅客流量。公司 2016 年将在日本成立合资低成本航空公司，在深圳设立面向东南亚的基地，构建面向亚太的低成本航线网络。

投资建议

- 公司作为国内低成本航空公司的领军者，预计今年净利润能够达到 14.1 亿元人民币，在上海迪斯尼的提振下，保守预计未来两年净利润复合增速将达到 25%。机队规模达到 95 架后，单位座公里成本有进一步下降的空间。

估值

- 华东地区出境游持续高速增长，上海迪斯尼将成全球客流量最大的主题乐园。公司是迪斯尼开园最大的受益者，中期成长优势突出。预计公司 2015 年 EPS 为 1.77 元/股，2016 年净利润增速达到 24.6%，EPS 为 2.21 元/股，当前股价对应的 P/E 分别为 33.1 和 26.6。给予目标价格 80 元，对应 36x 2016P/E，给予“买入”评级。

风险

- 国际油价、人民币汇率大幅波动、地区冲突及突发传染疾病

戴亚雄 联系人
 (8621)61038200
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况及股权结构.....	4
未来 5 年航空出境游仍保持两位数的高速增长.....	5
中国航空出境游旅客未来仍保持 20% 增长.....	5
中国低成本航空市场份额将从 6% 提升至 30%	7
未来 5 年收入增速领跑全球航空业.....	8
未来 3 年机队复合增速达到 20%，迅速抢占市场.....	11
春秋国旅包机包座业务带动客座率高于全球 10 个百分点.....	12
客运收入与航线补贴双轮驱动.....	13
单位运营成本低于美国低成本航空 33%，未来有望进一步降低.....	16
“两单、两高和两低”形成强大成本竞争优势.....	16
未来 2 年油价低位徘徊，成低成本航空最大福音.....	17
B2C 票价直销显著降低销售费用.....	18
美元负债的汇率风险敞口可控.....	18
严格控制美元负债规模.....	19
对冲美元负债汇兑风险.....	19
借力迪士尼，打造低成本航线网络.....	20
全球迪斯尼概况.....	20
借助迪斯尼，打造面向亚太的低成本航线网络.....	21
盈利预测与估值.....	21

图表目录

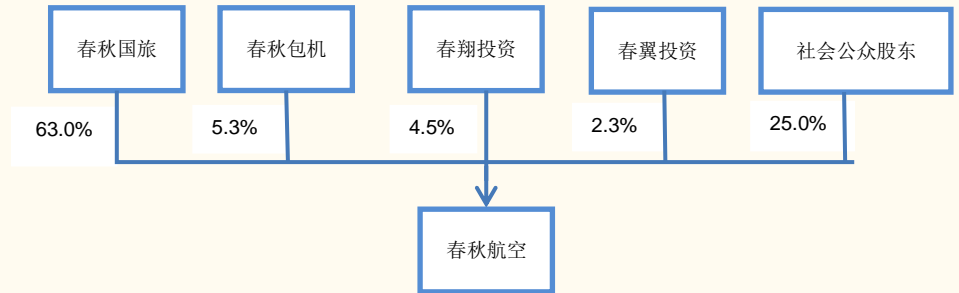
图表 1：春秋航空股权结构.....	4
图表 2：2011-2016 我国旅客运输量及同比增长率.....	5
图表 3：2011-2016 我国国内、国际和港澳台旅客运输量及同比增长率.....	5
图表 4：2011-2016 我国人均可支配收入和国际航线人次.....	6
图表 5：2011-2016 我国航空业航线数目.....	6
图表 6：2011-2016 我国航空业飞机数量及同比增长率.....	7
图表 7：2001-2014 全球低成本航空公司市场份额变化.....	7
图表 8：2011-2014 全球和亚太地区低成本公司份额变化.....	8
图表 9：2014 年中国低成本公司份额.....	8
图表 10：2012-2015 年春秋航空营业收入及同比增长.....	8
图表 11：2012-2015 年春秋航空净利润及同比增长.....	8
图表 12：2011-2015 年春秋航空与全球航空公司销售净利率（%）.....	9
图表 13：2012-2015 年春秋航空国际航线收入和同比增长.....	9
图表 14：2014 年春秋航空主营业务构成（按业务）.....	9
图表 15：2014 年春秋航空主营业务构成（按地区）.....	9
图表 16：2011-2016 春秋航空与吉祥航营业收入（亿元）.....	10

图表 17: 2011-2015 春秋航空与全球航空公司营业收入增长率 (%)	10
图表 18: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司单位座公里收入 (美分/座公里)	11
图表 19: 春秋航空 2011-2016 机队引进计划	11
图表 20: 三大航和春秋航空机队数量表	12
图表 21: 2011-2014 春秋航空机队构成.....	12
图表 22: 2014 年末我国民营航空机队数量	12
图表 23: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司客座率.....	13
图表 24: 2011-2014 春秋航空包机包座业务收入及其占营业收入百分比	13
图表 25: 2011-2014 春秋航空补贴收入构成及增长率.....	14
图表 26: 2011-2014 春秋航空与吉祥、国航补贴收入和占利润总额百分比 ...	14
图表 27: 2011 年-2014 年春秋航空前十大航线票价及增长率	15
图表 28: 2011-2014 春秋航空辅助业务收入 (单位: 万元) 及构成.....	15
图表 29: 2011-2014 公司与行业管理费用占销售收入比	16
图表 30: 2011-2014 春秋航空与行业飞机日利用率	16
图表 31: 2011-2014 春秋与全球航空公司单位客公里成本对比 (美分/座公里)	17
图表 32: 2011-2014 公司航油采购量及航油采购均价.....	17
图表 33: 2011-2014 春秋航空的航油成本及占比.....	17
图表 34: 2014 春秋航空成本构成 (%)	17
图表 35: 2011.01-2015.11WTI 与 BRENT 期货油价走势.....	18
图表 36: 2011-2014 春秋航空与行业销售费用占比	18
图表 37: 2014 年春秋航空渠道分布	18
图表 38: 2013-2015 人民币兑美元汇率	19
图表 39: 2011-2014 春秋航空汇兑损益及总负债占比.....	19
图表 40: 汇率降低 1%公司与三大航利润变化 (亿元)	19
图表 41: 春秋航空与三大航的净利润年变动额占比	19
图表 42: 2013, 2014 春秋航空与三大航对于汇率变动敏感性	20
图表 43: 世界迪士尼公园面积与客流量	20
图表 44: 上海浦东和虹桥机场市场份额占据情况.....	21
图表 45: 亚洲低成本航空包括春秋航空航线图	21
图表 46: 春秋航空盈利预测与估值.....	22
图表 47: 估值比较	23

公司概况及股权结构

春秋航空于 2015 年 1 月 21 日于上海证券交易所 A 股上市，其前身为成立于 2004 年 11 月 1 日的春秋航空有限公司。春秋航空上市后总股本达到 4 亿股，其中包含 2018 年解禁的 75% 限售股份。公司最大股东为春秋国旅，持有公司 63% 股份。目前公司流通市值为 501.92 亿元，在航空业排名处于第 6 名位置。

图表 1：春秋航空股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

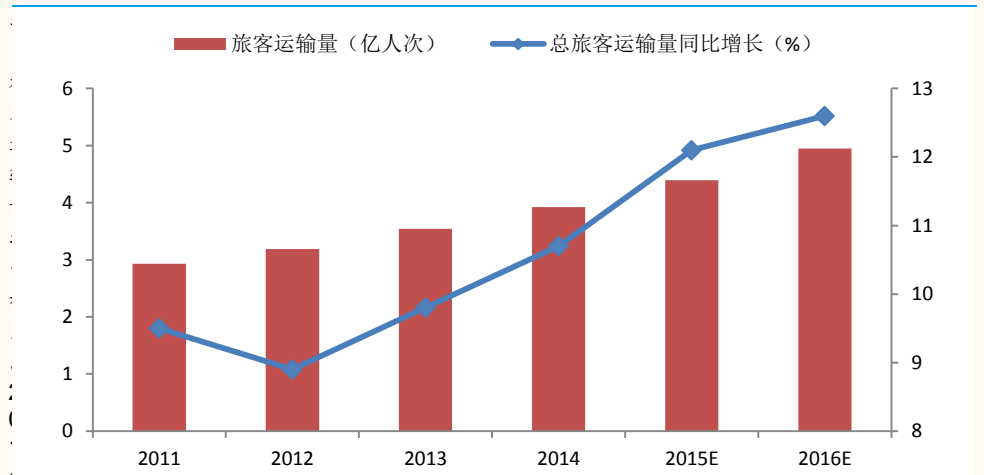
与传统三大航空公司不同，春秋航空定位于低成本航空公司，主要从事航空客运业务，2014 年年报显示春秋航空航空客运业务占 94.8%。春秋航空过去十年经过快速发展，截至 2015 年 6 月已拥有 50 架飞机和 81 条国内外在飞航线，覆盖全国 60 座通航城市，成为国内低成本航空公司的领军者。

未来 5 年航空出境游仍保持两位数的高速增长

中国航空出境游旅客未来仍保持 20% 增长

目前我国航空业处于“居民需求潜力尚未释放，存在持续性增长空间”的发展阶段。2014 年美国人均年航空出行达到 1.54 次，我国人均年航空出行仅为 0.27 次。随着我国居民可支配收入的不断提高，我国市场渗透率将不断与发达国家相接近。预计我国人均年航空出行于 2032 年将达到 0.95 次。不考虑人口增长及带来的新增需求，未来 20 年新增的人均航空出行所带来的旅客增长量是 2014 年我国民航总客运量的 3.5 倍。

图表 2：2011-2016 我国旅客运输量及同比增长率

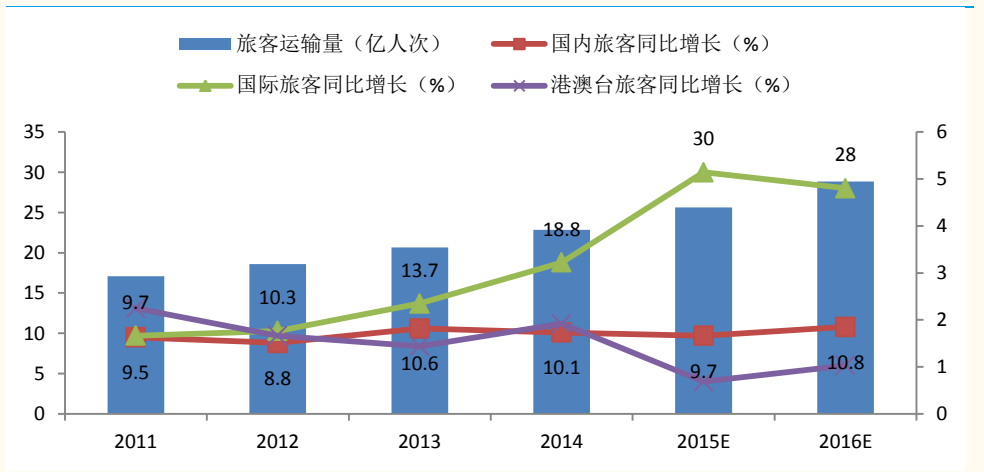


来源：民航行业发展统计公报，国金证券研究所

我

2014 年我国民航业完成旅客运输量 3.92 亿人次，与 2013 年相比增加 3798 万人次，增长 10.7%，过去 4 年我国航空业增长率均保持在 9% 以上。其中国内航线完成旅客运输量 3.6 亿人次，同比增长 10.1%。由于消费基数较大，稳定增长率带来每年大量航空运输需求。

图表 3：2011-2016 我国国内、国际和港澳台旅客运输量及同比增长率



来源：民航行业发展统计公报，国金证券研究所

与国内运输稳定增长相对应的是国际旅客人数的爆发增长，居民消费升级进入新阶段。

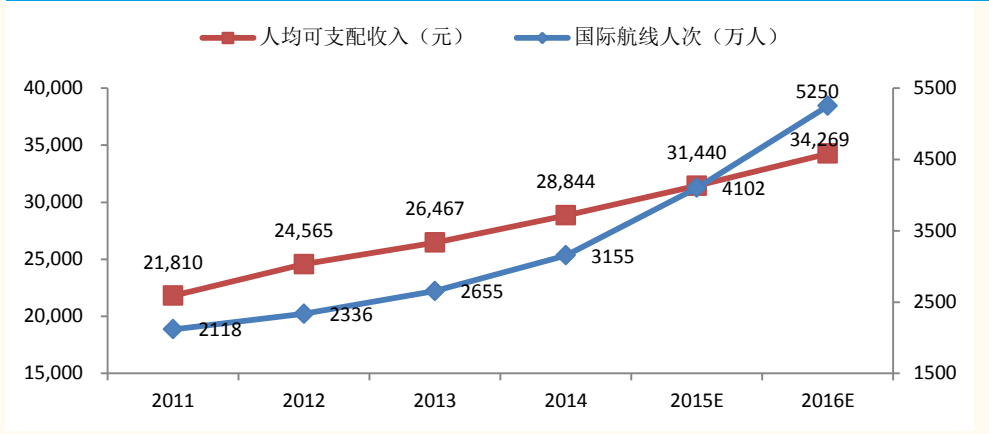
- **人均可支配收入增加极大刺激居民出境游的热潮。**我国每年人均可支配收入增长率在 8% 以上，2014 年达到 4650 美元。2014 年我国国际航线共运输 3155 万人次，同比增长 18.8%，出境游人数呈现加速增长态势。

- **近两年中日关系的缓和、人民币对日元升值、以及日本商品的受欢迎，同时日韩两国放松了对华签证，使得日韩出境游人数不断增长。**根据国家旅游局统计，2014 年我国出境游人数达到 1.17 亿人次，其中日韩旅客人数也大幅上涨，占出境游旅客总人数 40%。2015 年前

三季度国际航线旅客人数已经达到 2757 万人，累计同比增长 35.3%。

预计 2016 年我国民航旅客运输量能够达到 4.95 亿人次，同比增长 12.6%，出境游火爆，预计 2016 年国际航线人数达到 5250 万人次，同比增长 28%。

图表 4：2011-2016 我国人均可支配收入和国际航线人次

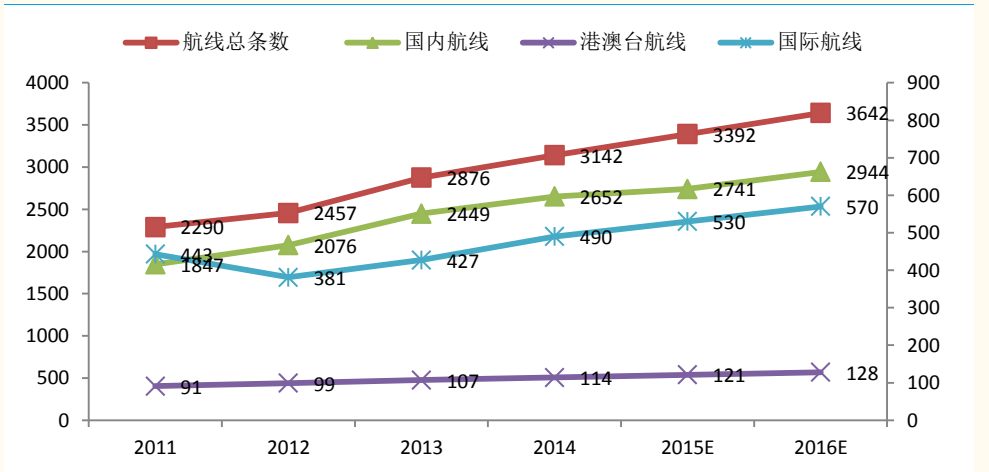


来源：Wind, 民航行业发展统计公报，国金证券研究所

航空业供给每年 10% 增长

从全国航空业来看，过去 4 年我国航空业需求迅速增长，航空公司机队和航线也相应扩张来满足日益增长的出行需求。截至 2014 年年末，我国共有定期航班航线 3142 条，同比增长 9.3%，平均每年国内航线增长 250 条左右。近三年国际航线大幅增长，航空公司不断开辟新国际航线与出境游高增长相呼应，平均每年增长 40 条左右。航空公司的机队规模也受需求拉动而稳健扩充，过去 4 年我国全行业飞机数量保持每年 10.4% 左右的增长率，2014 年达到 2370 架，未来 3 年每年以 250 架的速度增长。

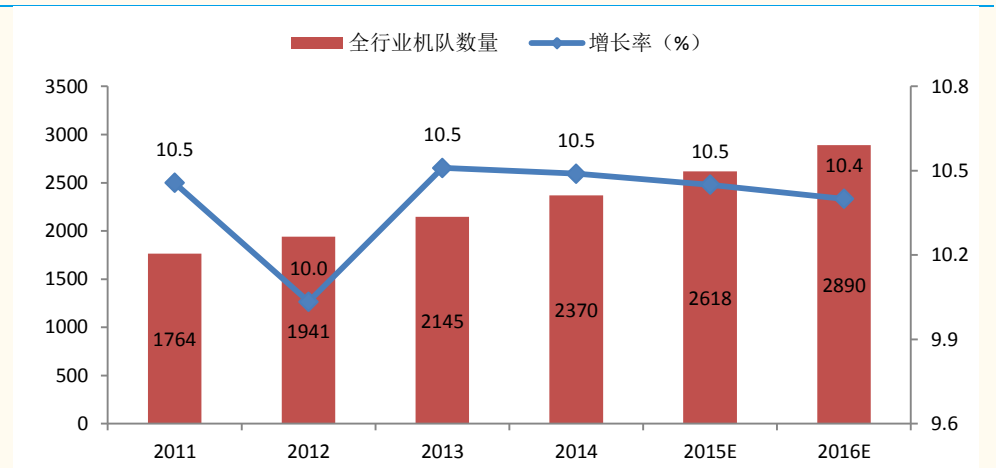
图表 5：2011-2016 我国航空业航线数目



来源：民航行业发展统计公报，国金证券研究所

预计 2016 年全行业航线将增长 7% 至 3642 条，其中包括新增的 80 条国际航线，该增速在未来 5 内能够保持稳定，2016 年我国全行业飞机总数目将达到 2890 架，新增飞机达到 272 架。

图表 6: 2011-2016 我国航空业飞机数量及同比增长率

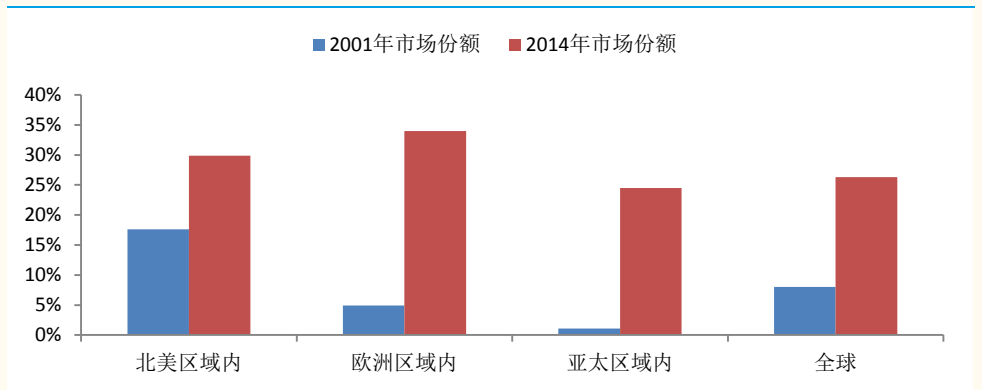


来源: 民航行业发展统计公报, 国金证券研究所

中国低成本航空市场份额将从 6% 提升至 30%

从全球过去 10 年数据来看, 低成本航空公司的规模和市场份额处于加速扩张当中。低成本航空公司的市场份额从 2004 年 13.1% 提升至 2014 年 25.9%, 全球航空业座位数复合增长率为 4.3%, 其中低成本航空公司复合增长率为 11.7%, 远高于其他公司的 2.7% 增长速度。低成本航空公司单一机型点对点的飞行显示出强大的生命力。

图表 7: 2001-2014 全球低成本航空公司市场份额变化

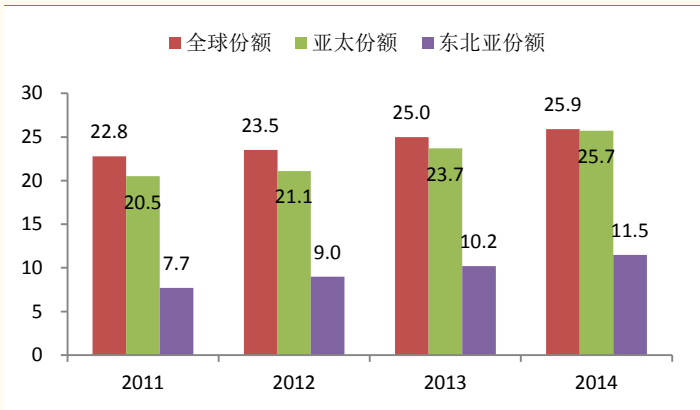


来源: CAPA, 国金证券研究所

国际国内政策不断向低成本航空公司倾斜。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。2014 年 2 月, 民航局印发了《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》, 开始关注并从政策上支持我国低成本航空公司发展。

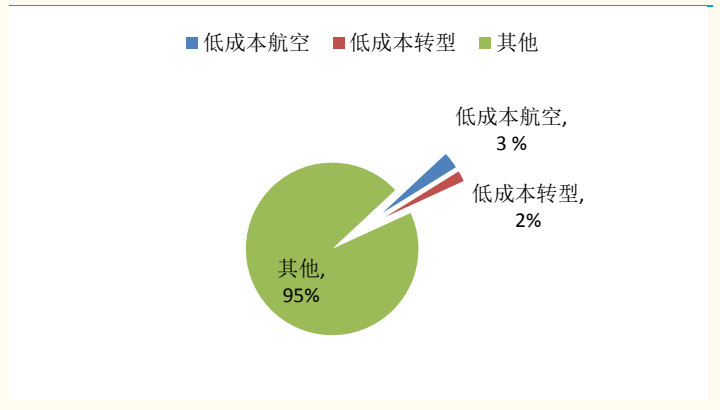
不同地区的低成本航空公司规模差距巨大, 中国低成本航空业与全球相比存在很大发展空间。2014 年欧洲低成本航空占据 36% 以上的份额, 亚太地区低成本航空公司占据市场份额的 25.7%, 而我国起步较晚, 不到 6%。考虑到亚太和东北亚地区低成本航空公司规模每年以 10% 以上速度增长, 我国目前仅有 2 家低成本航空公司, 面对我国占据世界四分之一的人口基数, 以及东南亚地区出境游的热潮, 我国与欧洲相比尚有 30% 以上份额等待开辟, 未来市场潜力巨大。

图表 8: 2011-2014 全球和亚太地区低成本公司份额变化



来源: CAPA, 国金证券研究所

图表 9: 2014 年中国低成本公司份额

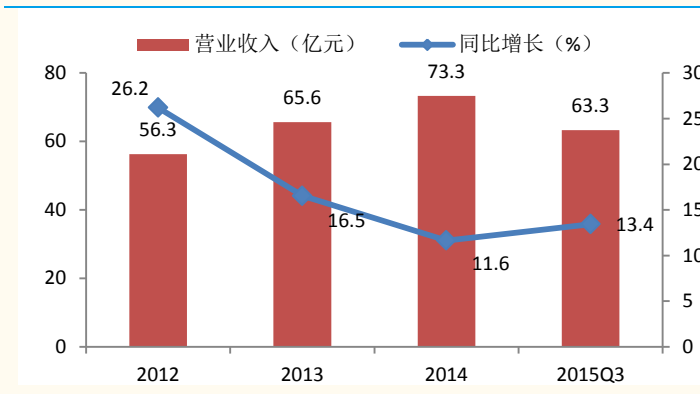


来源: CAPA, 国金证券研究所

未来 5 年收入增速领跑全球航空业

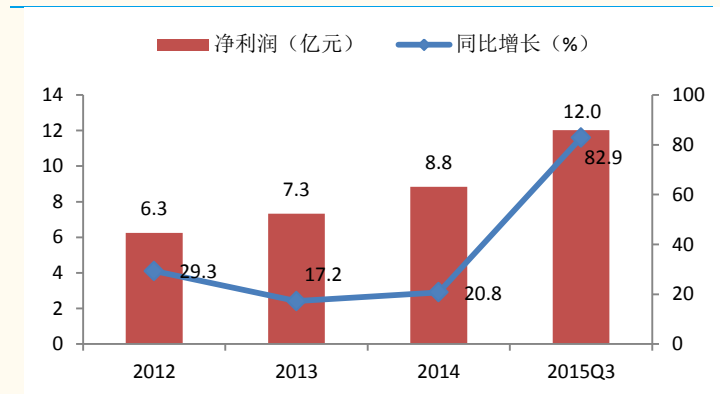
春秋航空近年来营业收入和净利润稳步升高。截至 2015 年 9 月, 公司营业收入达 63.3 亿元, 同比增长 13.4%, 净利润 12.02 亿元, 同比增长 82.9%。过去四年营业收入复合增长率 CAGR 在 13% 以上, 净利润复合增长率 CAGR 达到 20%。未来 3 年华东本地出境高速增长、上海迪士尼客流逐步攀升、春秋包机包座业务拉动和国际油价低位徘徊等将成为带动春秋航空净利润爆发增长的催化剂。

图表 10: 2012-2015 年春秋航空营业收入及同比增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

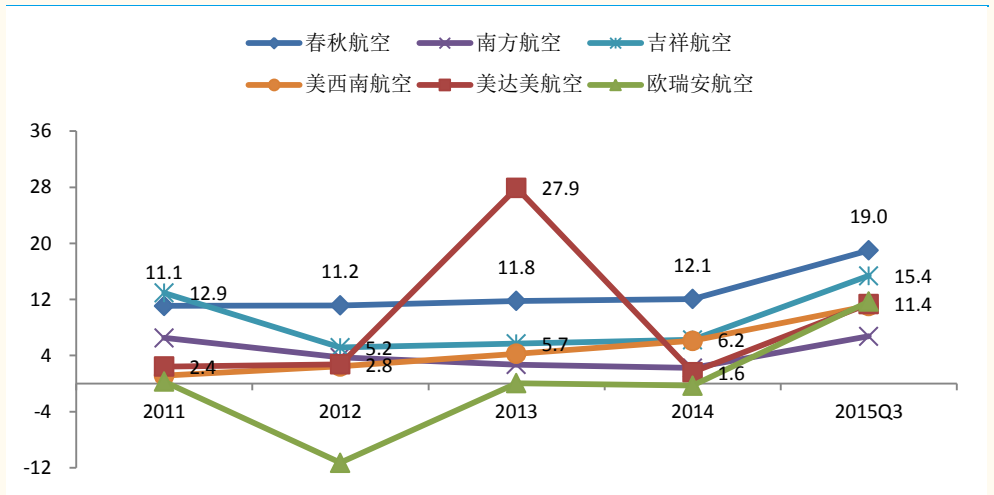
图表 11: 2012-2015 年春秋航空净利润及同比增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

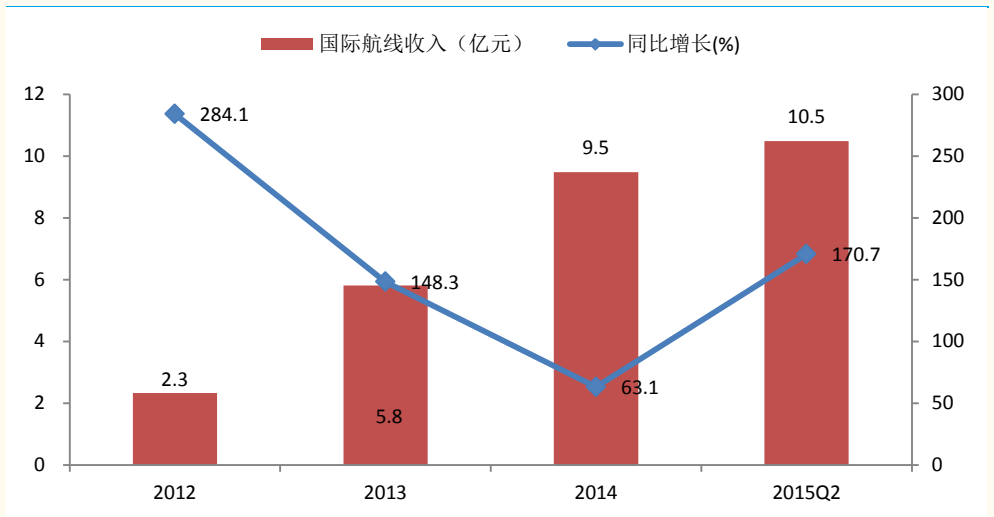
• **高销售净利率:** 春秋航空销售净利率领跑全球航空市场, 低成本的航空运营模式带来了公司的盈利效率提升。过去四年春秋航空销售净利率保持在 11% 以上, 同以上海为基地的吉祥航空销售净利率为 6% 左右。春秋航空销售净利率高于作为全球低成本航空公司代表的美国西南航空和欧洲瑞安航空 6 个百分点, 同时也高于作为全球枢纽航空代表的美国达美航空。2015 年 3 季报显示春秋航空销售净利率为 19.1%, 继续领跑全球航空业。通过低成本、高客座率的高效盈利模式是公司保持高净利率的基石。

图表 12: 2011-2015 年春秋航空与全球航空公司销售净利率 (%)



来源: 国金证券研究所

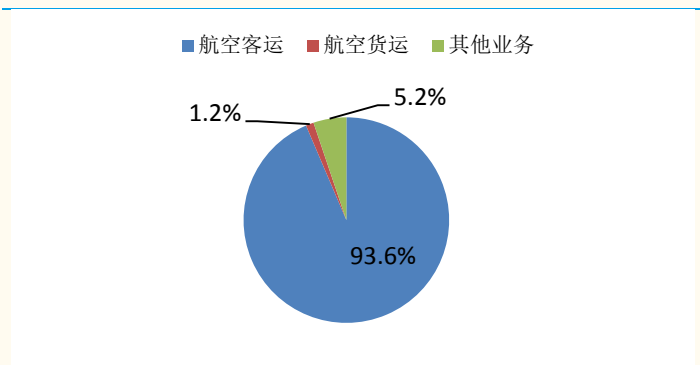
图表 13: 2012-2015 年春秋航空国际航线收入和同比增长



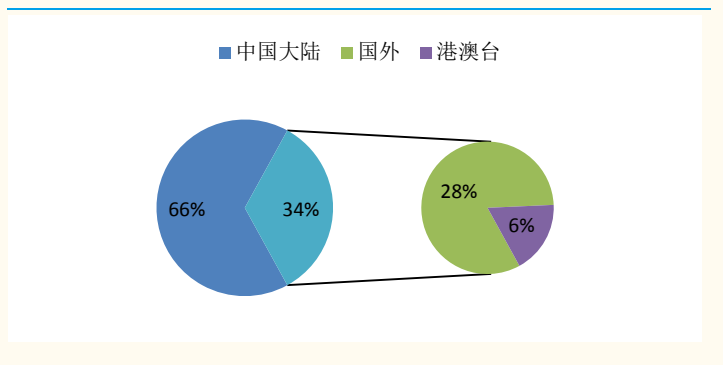
来源: 国金证券研究所

• **爆发增长的国际航线收入:** 春秋航空的主营业务为航空客运, 2014 年公司客运收入占总收入的 93.6%。而在业务的地区分布上, 春秋航空国内航线收入占主营收入的 66%, 近年来国际航线规模飞速增长成为春秋航空一大亮点。2014 年春秋航空国际航线收入 9.5 亿元人民币, 同比增长 63%, 而 2015 年日韩出境游爆发使得国际航线收入同比增长 170.7%, 日韩航线成为公司重要的盈利航线, 尤其韩国航线票价较高。

图表 14: 2014 年春秋航空主营业务构成 (按业务)



图表 15: 2014 年春秋航空主营业务构成 (按地区)

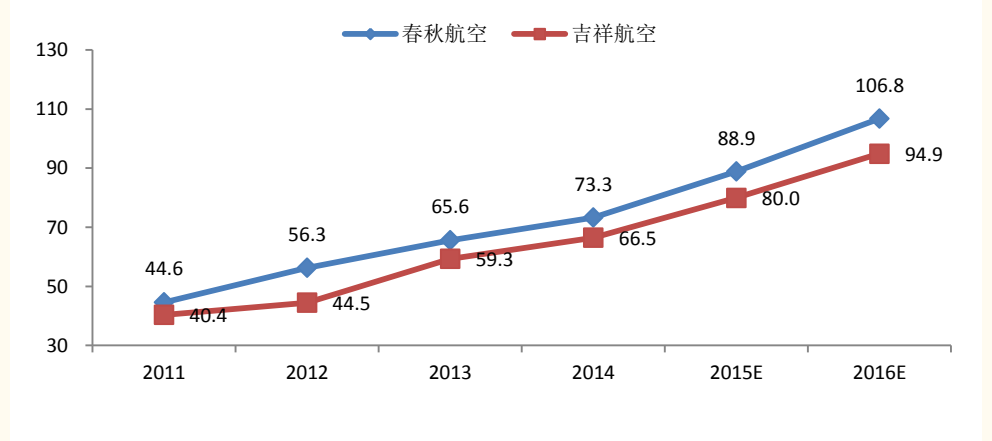


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

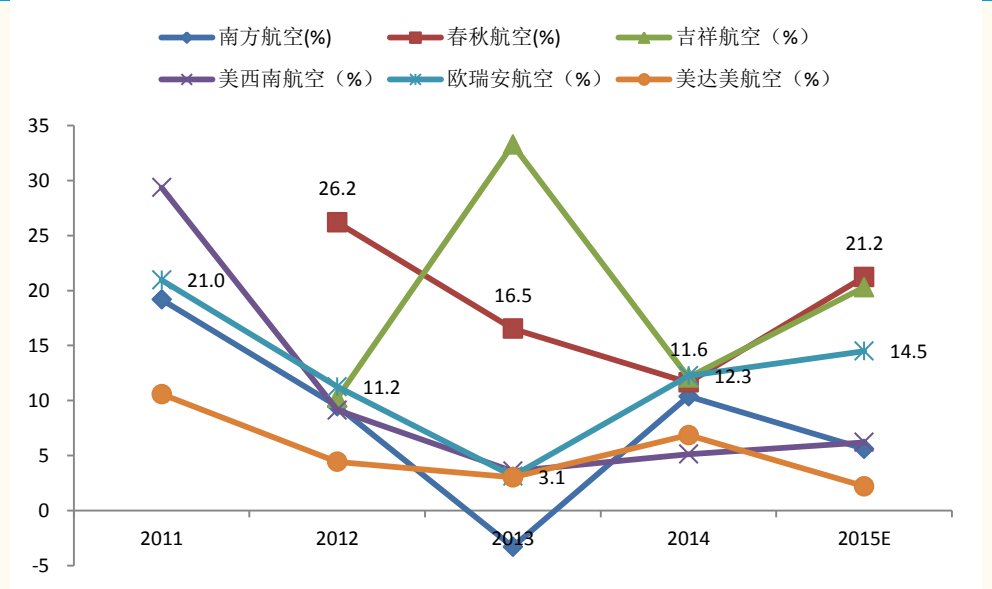
• **收入增长抗波动性强**：春秋航空面对传统枢纽航空公司竞争依然能够保持显著增长。2013 年全球航空业遇冷，我国三大航的营业收入呈现负增长，美国西南航空和欧洲瑞安航空增长率为 3% 左右，而春秋航空当年营业收入增长率达到 16.5%，显著高于行业增长 15 个百分点，其单位座公里收入也几乎保持不变。2014 年春秋航空的营业收入稳定增长 11.6%，**预计高于全球航空业 6 个百分点**。春秋低票价显示出较强的竞争力和抗周期波动性。预计公司 2015 年营业收入增长 21.2%，2016 年下半年开始上海迪士尼项目等催化有望使春秋航空 2016、2017 年营业收入增长达到 20.1% 和 25.4%。春秋快速的机队航线网络快速扩张使它能够抓住我国低成本空业发展的重要机遇期。

图表 16：2011-2016 春秋航空与吉祥航营业收入（亿元）



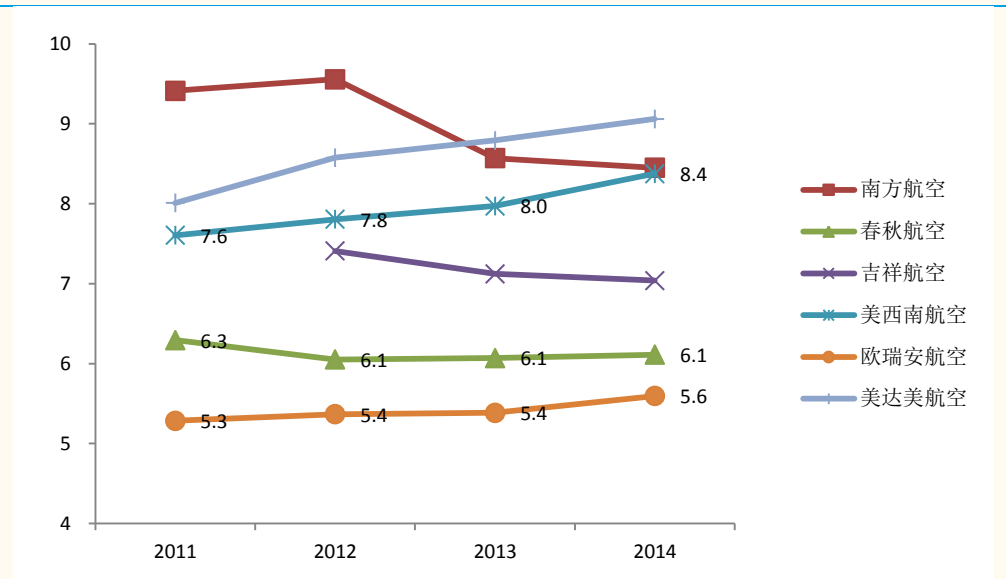
来源：国金证券研究所

图表 17：2011-2015 春秋航空与全球航空公司营业收入增长率 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司单位座公里收入 (美分/座公里)

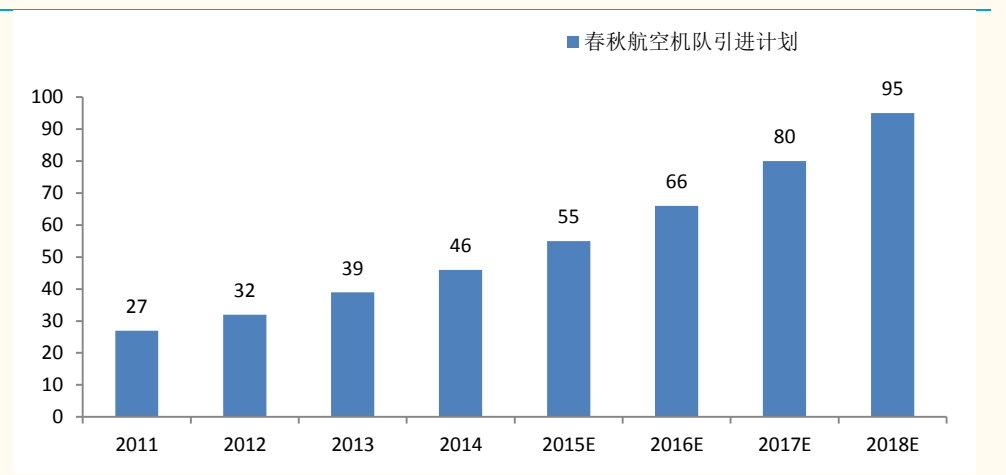


来源: 公司公告, 国金证券研究所

未来 3 年机队复合增速达到 20%，迅速抢占市场

公司将在“十三五”期间不断扩充机队规模并持续优化机队结构，构建庞大有效的点对点航线网络。春秋航空于 2015 年引进 10 架飞机，并将在 2018 年扩充机队到 95 架左右。与三大航平均 8% 的增速相比，2011-2014 年春秋航空机队每年复合增长率达到 19% 以上，远高于传统三大航个位数的机队扩充速度。

图表 19: 春秋航空 2011-2016 机队引进计划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

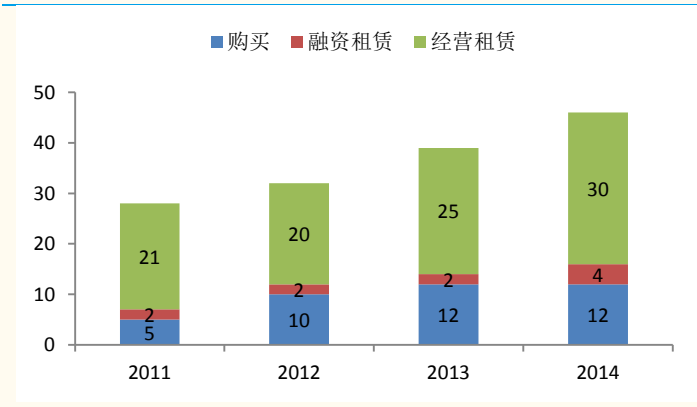
图表 20: 三大航和春秋航空机队数量表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
中国国航	461	497	540	603	639
增长率	6.7%	7.8%	8.7%	11.7%	6.0%
东方航空	428	478	515	549	593
增长率	13.5%	11.7%	7.7%	6.6%	8.0%
南方航空	491	561	612	656	691
增长率	10.6%	14.3%	9.2%	7.3%	5.3%
春秋航空	32	39	46	55	66
增长率	18.52%	21.88%	17.95%	19.57%	20.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

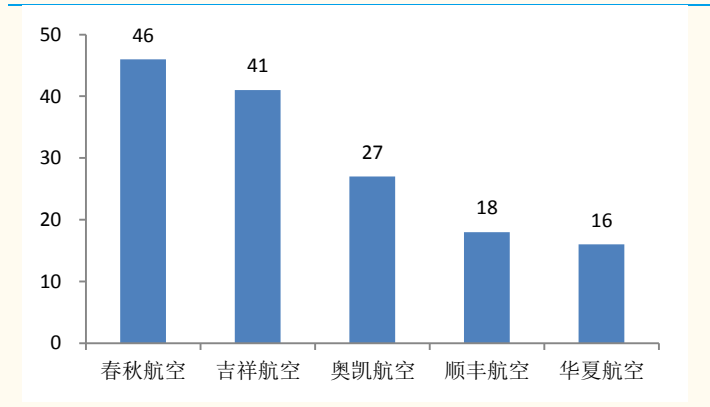
春秋航空机队规模在我国民航低成本航空机队中排名第一。机队构建以经营租赁为主, 融资租赁与购买为辅。新引进飞机将用于以深圳基地为始发点的国内和国际航线, 包括用于日本、韩国、台湾等东北亚市场布局。未来高速的机队增长速度能够显著提高春秋航空的收入增长和航线扩展能力。

图表 21: 2011-2014 春秋航空机队构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 2014 年末我国民营航空机队数量

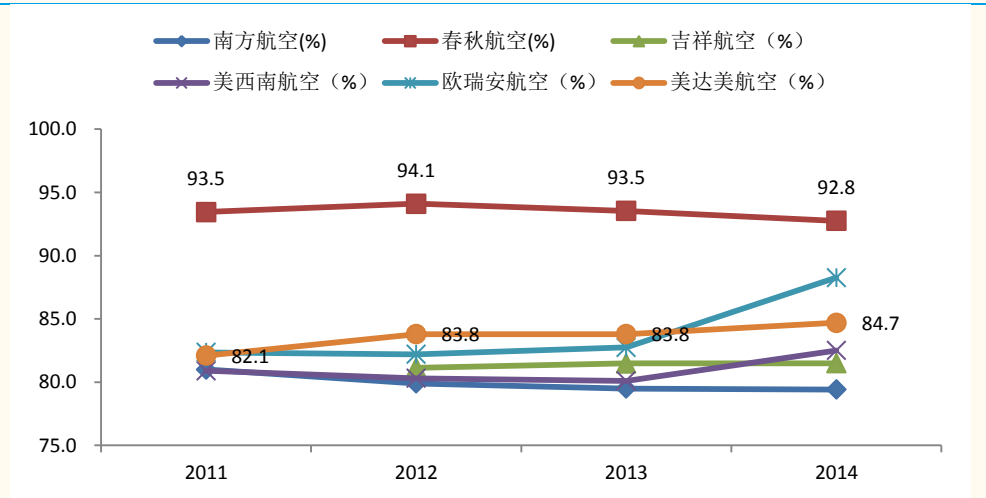


来源: 公司公告, 国金证券研究所

春秋国旅包机包座业务带动客座率高于全球 10 个百分点

受到票价和包机包座模式影响, 春秋航空的高客座率在全球具有显著代表性。中国民航全行业客座率在 81% 上下浮动, 其中三大航客座率略低于行业客座率。在枢纽航空方面, 美国达美航空 2014 年客座率为 84.7%; 全球低成本航空方面, 欧洲瑞安航空和美国西南航空除 2015 年外均低于 84%, 而春秋航空过去四年平均客座率在 92.7% 以上, 高于全球各类航空公司 10 个百分点。预计未来两年春秋航空客座率能够维持在 92% 以上, 继续以高效率运营。

图表 23: 2011-2014 春秋航空与全球航空公司客座率

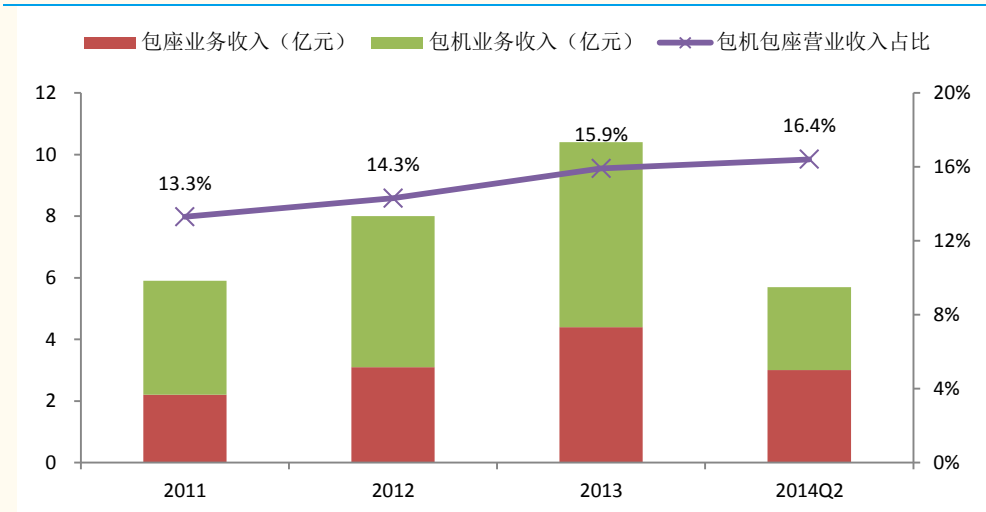


来源: 民航行业发展统计公报, 国金证券研究所

包机包座业务提高春秋航空客座率和业务收入的稳定性提供了业务支持: 春秋航空为控股股东春秋国旅的旅行团提供“按完整航季、满座进行承包”的包机服务。作为 2013 年度全国百强旅行社第一的春秋国旅, 有效搭建主要旅游包机航线(上海往返三亚、桂林、张家界)等。春秋航空又与携程旅行社和途牛旅行社等合作, 将某些航线的完整航季或其中一段时间的部分座位承包。合作方就包座业务所购买的座位结合旅游产品进行销售。

2014 年 1-6 月, 春秋航空来自春秋国旅包机包座业务的交易收入达 5.6 亿元, 占当期营业收入的 16.4%; 其中包机业务贡献收入 2.7 亿元, 包座业务收入 3.0 亿元。过去 4 年春秋航空与春秋国旅的包机包座业务在营业收入中占比 15%左右, 包机包座业务收入的年平均增速达到 30%, 这种互补合作的业务模式有效提升了其客座率。

图表 24: 2011-2014 春秋航空包机包座业务收入及其占营业收入百分比

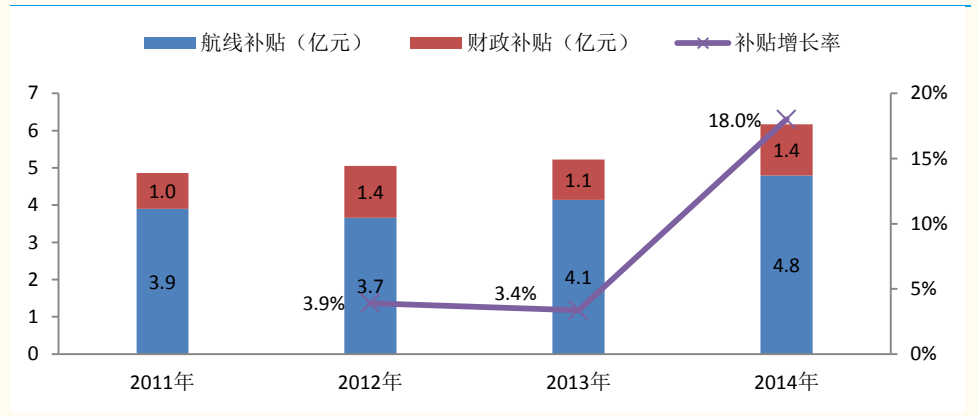


来源: 公司公告, 国金证券研究所

客运收入与航线补贴双轮驱动

春秋航空正逐步向东北地区与内陆城市渗透, 与当地政府和机场展开互利合作。2011 年与河北省政府签订的相关合作协议, 按照公司投放飞机运力以及新增旅客运输量等, 河北省政府将给予公司定额或定量补贴。2014 年春秋航空收到的财政和航线补贴总额为 6.2 亿元, 占利润总额的 51%。过去 4 年间, 春秋航空补贴收入的复合增长率为 8%, 呈现稳健增长态势。

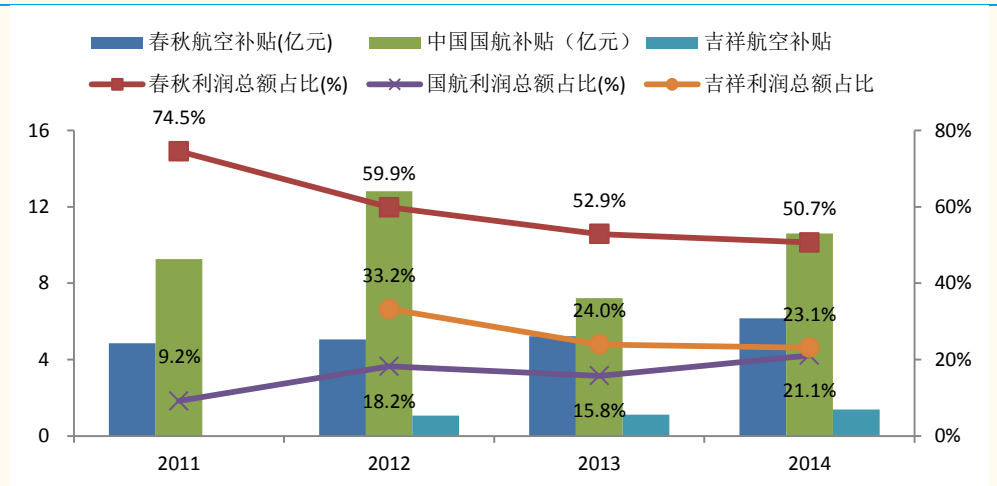
图表 25: 2011-2014 春秋航空补贴收入构成及增长率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

与传统国有三大航相比, 春秋航空由于自身规模扩展速度高于补贴增长速度。2011 年到 2014 年间, 春秋航空的补贴总额占比从 75% 下降至 51%, 而国航的航线补贴总额占比从 9% 上升至 21%。春秋航空自身盈利模式和成本控制使得利润总额对于补贴收入的依赖程度逐年降低。

图表 26: 2011-2014 春秋航空与吉祥、国航补贴收入和占利润总额百分比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

预计未来春秋航空将继续与政府签订合作协议, 航线补贴收入为春秋航空带来稳定现金流入。从美国交通部 (DOT) 统计数据来看, 航空每一个单位的投入, 将拉动当地经济 12 个单位的经济产出。公司在低成本航空运营上的巨大优势使其能够加速与优质二三线城市确立合作关系, 通过低廉票价、高频次航班刺激当地旅游和航空消费需求, 拉动当地经济的同时从而给公司带来较大收益。

稳定票价保证利润来源

中长期票价下降是大趋势, 平民出行, 低成本航空大行其道。春秋航空以上海为其主要的航线基地, 旅客运输量最大的十条国内航段票价在过去 4 年间基本保持稳定。春秋航空 2014 年主要的十条航线中, 有 8 条航线是 2011 年运输量最大的航线。通过计算和比较发现春秋航空的国内票价在过去四年中保持平稳, 按照航线收入加权后票价平均每年降低 4% 左右。而其国际航线票价基本保持不变。

图表 27: 2011 年-2014 年春秋航空前十大航线票价及增长率

序号	航段	旅客运输量 (万人)	航线收入 (万 元)	2014 年 1-6 月 平均票价 (元)	2013 年 (元)	2012 年 (元)	2011 年 (元)	票价平均增 长率
1	上海-厦门	38	15812	419	455	459	440	-1.2%
2	上海-哈尔滨	25	15081	604	694	710	738	-4.9%
3	上海-沈阳	24	10699	445	537	538	546	-5.0%
4	上海-深圳	24	14198	593	661	715		-5.9%
5	上海-广州	21	13449	636	664	642	663	-1.0%
6	上海-重庆	17	9276	533	609	643	615	-3.5%
7	上海-大连	17	5938	350	500	507	466	-6.9%
8	上海-三亚	14	9346	653	577	817	728	-2.7%
9	上海-泉州	13	4875	387				
10	上海-长春	12	6467	527	517		673	-5.9%
按照航线收入加权平均票价增长率								-3.8%

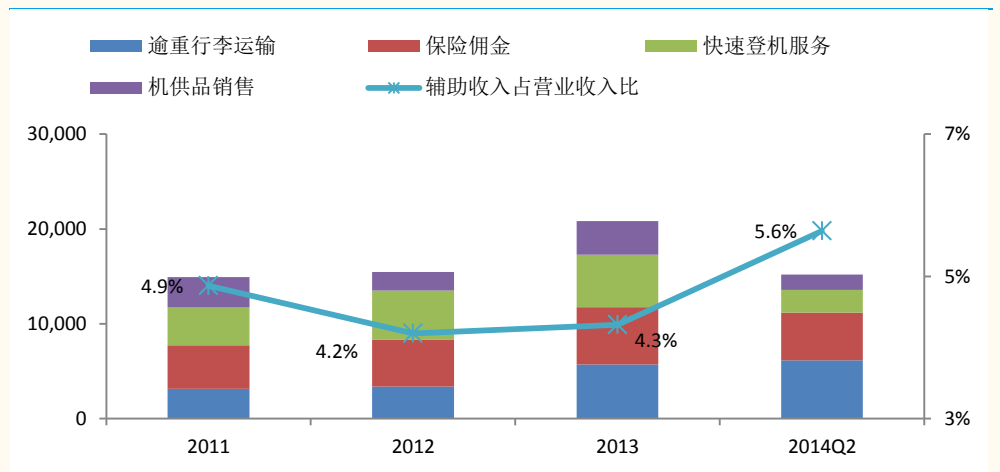
来源: 公司公告, 国金证券研究所

辅助业务有望成为的种子业务

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, 推出的辅助业务主要包括“机供品销售、逾重行李运输、快速登机服务和保险代理、空中商城网络零售服务”等与客运直接相关服务。2014 年人均辅助收入达到 36.22 元/人, 相较 2013 年提升 34.7%。

与国外成熟低成本航空公司相比, 春秋航空在辅助业务占比还存在巨大发展空间。2014 年瑞安航空辅助收入占 23%, 春秋航空占比为 4.3%。春秋航空未来将加强电子平台建设, 提高精准广告营销投放、流量共享; 与滴滴合作开拓机票+租车, 机票+酒店等业务; 并已于 2015 年引进两架经过机舱 WiFi 局域网改装的 A320 飞机, 提供辅助业务支付手段。过去 4 年春秋航空辅助业务的平均毛利率约 79%, 对本公司的平均毛利贡献约 30%, 辅助业务高效率的盈利能力在未来有望成为主要利润来源。

图表 28: 2011-2014 春秋航空辅助业务收入 (单位: 万元) 及构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

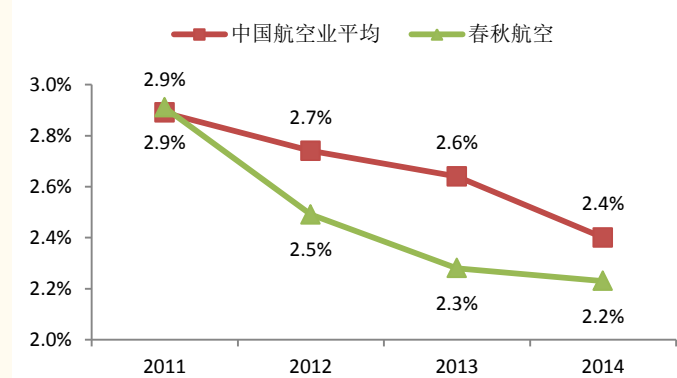
单位运营成本低于美国低成本航空 33%，未来有望进一步降低

“两单、两高和两低”形成强大成本竞争优势

春秋航空作为国内低成本航空公司的领军者，其强大的竞争优势在于典型的低成本航空“两单、两高和两低”运营模式。

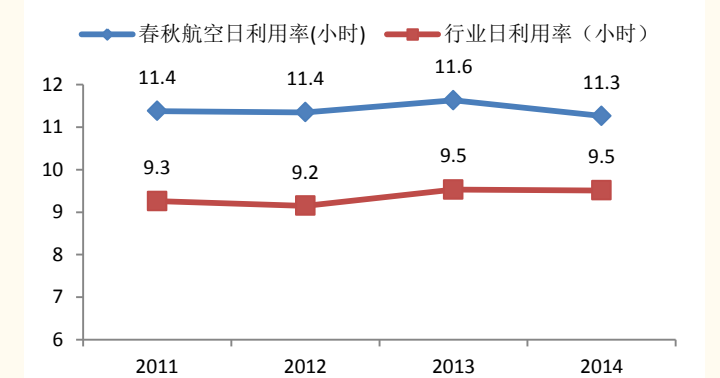
- **两单即采用单一机型空客 A320 和客机内单一的经济舱位。**单一机型与多机型机队相比可通过集中采购降低飞机购买和租赁成本，并降低机长和机务人员的培训成本。不设置头等舱和公务舱，使客机与其他航空公司两舱布局的 A320 相比多提供 15%-20% 座位数。
- **两高即高客座率和高飞机日利用率。**包机包座业务和低廉的票价为高客座率提供有效保证。除此之外春秋航空通过合理安排航线提高飞机日利用率，降低单位时间内固定资产折旧、租赁费用、人工成本和保险费等。过去 4 年春秋航空日利用率为 11.4 小时，显著高于行业平均日运用率 9.3 小时，高利用率能够有效摊薄成本，显示出强大的效率和成本优势。

图表 29：2011-2014 公司与行业管理费用占销售收入比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2011-2014 春秋航空与行业飞机日利用率



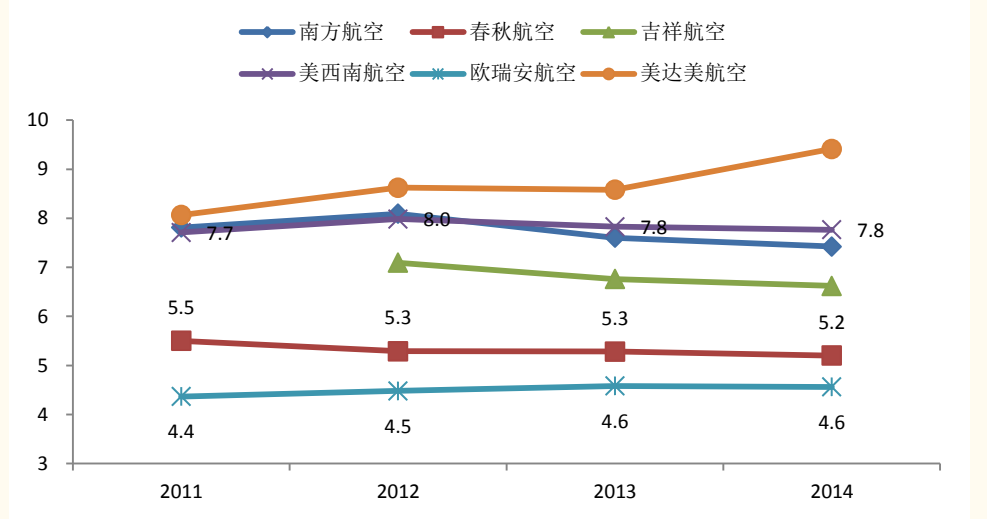
来源：Wind，国金证券研究所

- **两低即低销售费用和低管理费用。**自主研发销售系统帮助春秋航空建立以电子商务直销为主的销售渠道，降低销售费用。同时公司通过合理利用第三方服务商在各地机场的资源服务，降低日常管理费用；严格的预算管理和人机比的合理控制也有效降低管理人员的人力成本费用。

春秋航空在过去四年不断加强主营业务成本控制。2014 年主营业务成本增长 9.5%，低于主营业务收入 11.1% 的涨幅，主营业务单位成本（主营业务成本/可用座位公里数）为 0.32 元，较去年下降 1.6%。从全球来看，2011-2014 年间春秋航空始终保持 5.2 美分/ASK（即 0.32 元/ASK）左右的主营业务单位成本，显著低于美国低成本代表西南航空 7.8 美分/ASK 单位成本，随着机队规模扩大带来的规模效应，公司有望将成本降低至欧洲低成本瑞安航空 4.6 美分/座公里的水平。

预计未来随着春秋航空机队规模的快速扩张，单位飞机维修成本、单位部件仓储费用、单位机组人员培训费用以及单位销售费用等都将随之下降，公司整体运营将不断体现规模效应，春秋航空在全球航空业成本端的控制优势将进一步得到体现。

图表 31: 2011-2014 春秋与全球航空公司单位客公里成本对比 (美分/座公里)

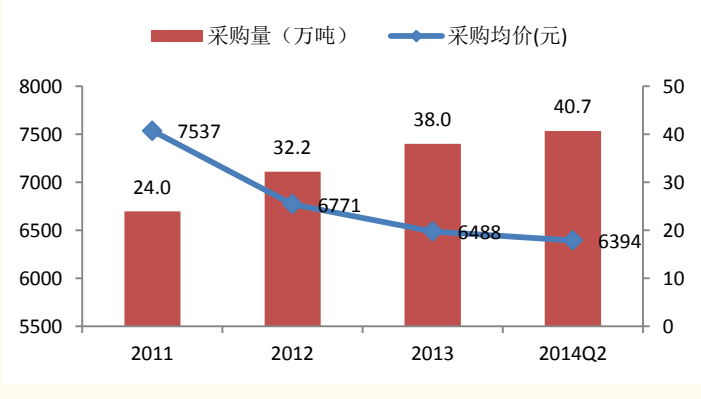


来源: 公司公告, 国金证券研究所

未来 2 年油价低位徘徊, 成低成本航空最大福音

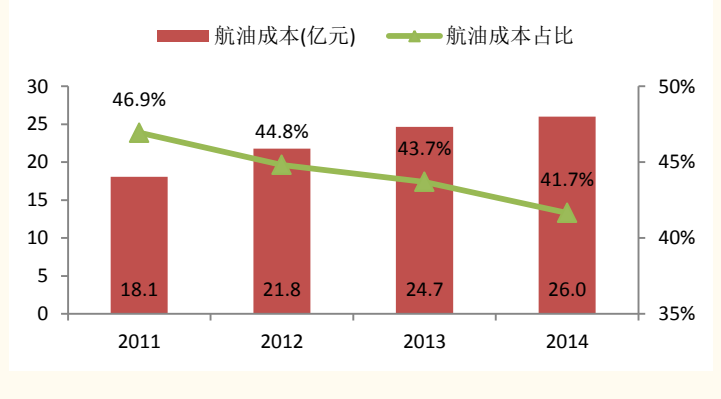
航油成本是在航空公司运营成本中占比最大的一项成本之支出。2014 年春秋航空航油成本为 26.01 亿元, 占公司营业成本的 41.7%。2011 -2014 年国际航油价格不断下降, 使春秋航空采购均价从 7537 元下降到 6394 元, 航油成本在总成本中降低 5.5 个百分点。相对于枢纽航空公司, 低成本航空公司的航油成本是刚性的, 油价维持低位, 低成本航空可以节省大量航油成本。

图表 32: 2011-2014 公司航油采购量及航油采购均价



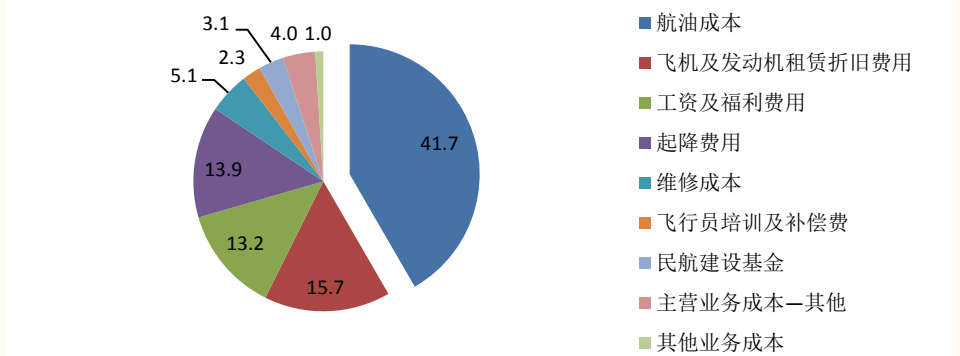
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 2011-2014 春秋航空的航油成本及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

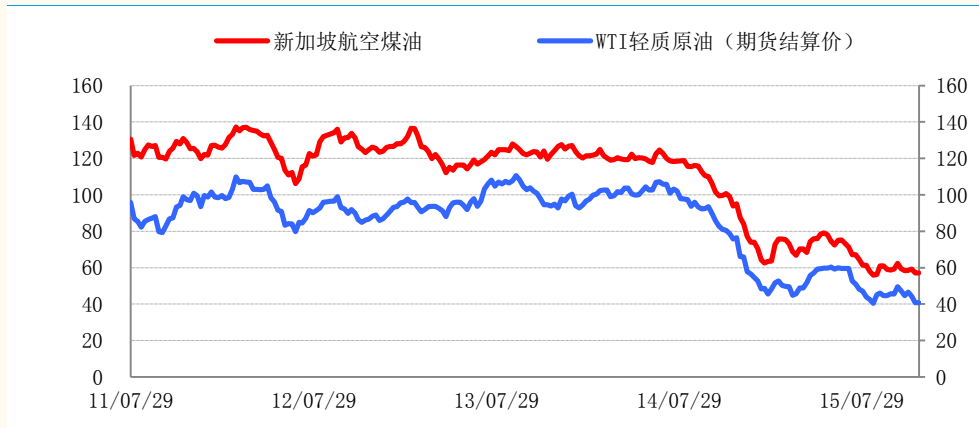
图表 34: 2014 春秋航空成本构成 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

从2014年5月份起，国际原油期货价格不断下跌，从每桶106.55美元跌至每桶44.62美元，跌幅超过50%。同时期国内航空煤油综合采购成本连续两次下调至3812元/吨，同比跌幅达45.9%，达到五年半以来的最低水平。虽然近期油价触底反弹，但从全年角度看，2016年平均航油成本将仍保持在每桶50-70美元之间。如果平均油价较2014年平均水平下跌10%，根据公司年采购量每年增长5.4%测算，预计2015年春秋航空可节省航油成本约2.6亿元，提升净利润比例达26.9%。

图表 35：2011.01-2015.11 WTI 与 BRENT 期货油价走势



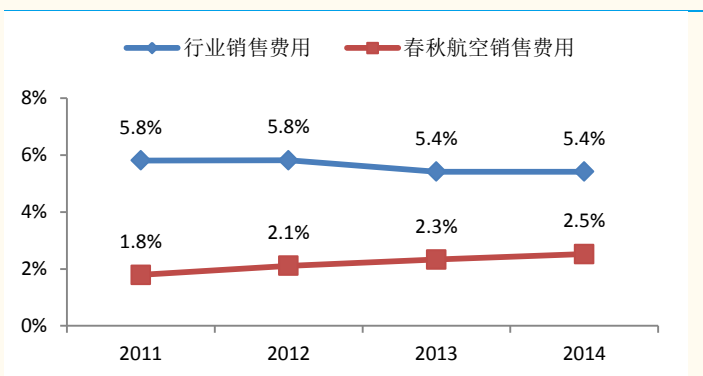
来源：Wind，国金证券研究所

B2C 票价直销显著降低销售费用

自主研发销售系统帮助春秋航空建立以电子商务直销为主的销售渠道。该系统集航空分销、机票销售、自助出票等功能于一体，通过特价机票等促销优惠活动吸引大量旅客在网站预订机票，有效降低了公司的销售代理费用。2014年公司90%以上的散客机票销售通过电子商务渠道进行，其中56%的机票销售来自公司网站直销，24%通过移动端直销。

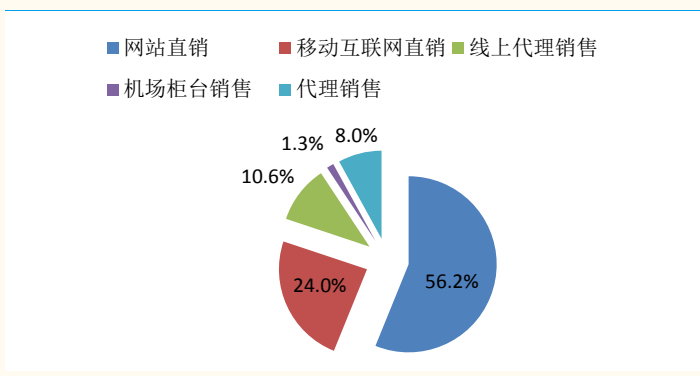
根据 Alexa 网站流量统计，截至2014年6月，公司前三月平均网站流量在国内主要航空公司中名列第一，为网站带来较高的网站流量和页面点击率，为公司基于网站直销发展辅助业务提供良好基础。

图表 36：2011-2014 春秋航空与行业销售费用占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：2014 年春秋航空渠道分布



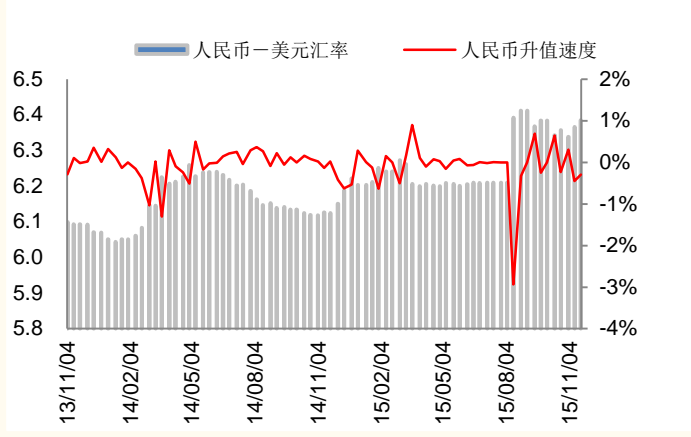
来源：公司公告，国金证券研究所

美元负债的汇率风险敞口可控

严格控制美元负债规模

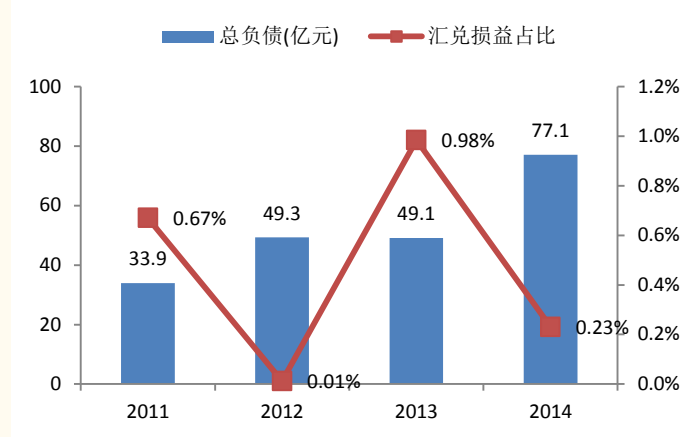
春秋航空很好的控制了汇率的风险，过去 4 年中美元负债占总负债的比率低于 50%。2014 年春秋航空美元总负债为 49.5 亿元，占总负债的 49.3%，当年的汇兑损益额为 0.18 亿元。春秋航空通过严格控制美元负债规模应对人民币贬值风险。

图表 38: 2013-2015 人民币兑美元汇率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 2011-2014 春秋航空汇兑损益及总负债占比



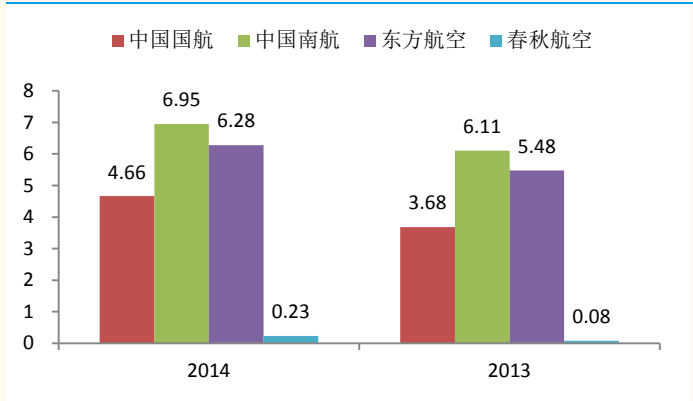
来源: 公司公告, 国金证券研究所

对冲美元负债汇兑风险

过去几年春秋航空通过与中国境内银行签署远期外汇合约和货币互换合约协议达到规避外汇风险的目的。与三大航相比，春秋航空的美元负债规模被更为有效控制。截至 2014 年，春秋航空共持有美元负债 49.53 亿元，占三大航平均美元负债的 7.1%。

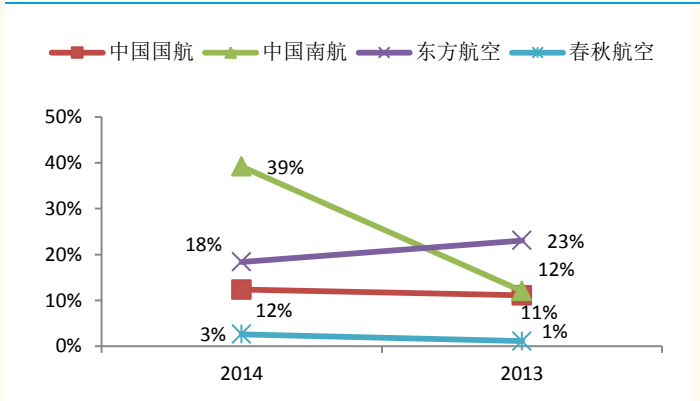
如果人民币对于美元贬值 1%，春秋航空净利润变动为 0.23 亿元，占当期净利润比值为 3%，远低于三大航外净利润占比，减小 EPS 的数额为 0.03 元。2015 年半年报显示春秋航空进一步降低美元负债数额，人民币贬值 1%净利润仅减小 0.16 亿元，减小 EPS 数额为 0.02 元。

图表 40: 汇率降低 1% 公司与三大航利润变化 (亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 41: 春秋航空与三大航的净利润年变动额占比



来源: 国金证券研究所

图表 42: 2013, 2014 春秋航空与三大航对于汇率变动敏感性

	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空
净利润对于汇率				
降低 1% 的变动值 (亿元)	4.66	6.95	6.28	0.23
2014	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空
占净利润比值(%)	12%	39%	18%	3%
2014	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空
对于 EPS 影响(元)	0.04	0.07	0.05	0.03

来源: 公司公告, 国金证券研究所

借力迪士尼, 打造低成本航线网络

全球迪士尼概况

上海迪斯尼是全球第六个迪斯尼主题公园。迪斯尼主题公园为当地交通、旅游、消费及娱乐产业带来极大促进作用。根据前 5 家迪斯尼主题公园的经验, 2016 年上半年上海迪斯尼投入运营后, 在未来 10 年内给春秋航空带来稳定收益将会是持续性的。

对比文化相似的香港和东京迪斯尼, 上海迪斯尼一期面积为 3.9 平方公里, 按照平均单位面积客流量计算, 预计上海迪斯尼开园初期将有 1500 万人次左右的游客, 中期达到运营稳定后, 每年将至少有 3000 万客流量。考虑到高铁、公路自驾、水运等替代交通运输方式的分流, 预计有近 30% 的游客选择乘飞机到上海参观上海迪斯尼, 远期每年为上海带来的航空客流量近 1000 万人次。未来二期三期面积将翻番, 迪斯尼能够容纳的客流量将加倍。

2014 年春秋航空在上海浦东和虹桥机场占据市场份额总比例约为 8.2%, 预计公司 2016 年上海机场的市场份额能够达到近 10%。预计 2016—2017 年上海迪斯尼项目预计将会为春秋航空带来 45 万人的客运增量, 可提升春秋航空约 4.6% 客运量, 并在未来持续增长。

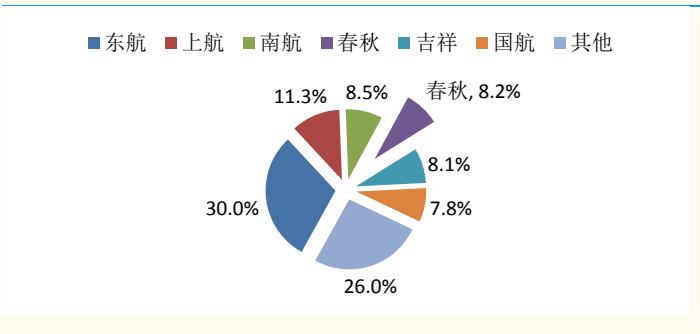
由于在航线时刻不变的情况下, 新增客流不带来其他成本费用, 因此 45 万人的机票收入将直接增加公司的净利润。届时全行业在华东市场维持较高的航空票价水平, 这对于票价水平低于三大航 30% 以上的春秋航空将是利润端的巨大提振。

图表 43: 世界迪士尼公园面积与客流量

	开园时间	面积 (公顷)	2014 年客流量 (万人)	单位面积客流量 (万人/公顷)
加州洛杉矶	1955	206	1677	8.1
佛罗里达奥兰多	1971	10117	5150	0.5
法国巴黎	1992	2023	1420	0.7
日本东京	1983	201	1730	8.6
中国香港	2005	125	750	6.0
中国上海	2016	390	预计 1500	

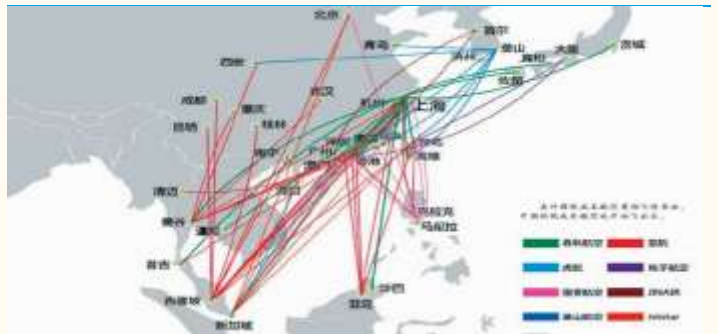
来源: 迪斯尼官网, 公司公告, 国金证券研究所

图表 44：上海浦东和虹桥机场市场份额占据情况



来源：OAG，国金证券研究所

图表 45：亚洲低成本航空包括春秋航空航线图



来源：公司公告，国金证券研究所

借助迪斯尼，打造面向亚太的低成本航线网络

以上海为中心长三角地区出境游客占全国的 30%，未来发展潜力巨大。上海迪斯尼建成后，上海将成为全球重要的金融、贸易、旅游和娱乐中心，成为亚太最有吸引力的城市。将大大增强对日韩、东南亚、港澳台乃至全球的吸引力，入境旅客将明显增多。可以预见的是，上海未来还会申办世界杯、奥运会等大型赛事和商业会展。未来上海两机场的年旅客吞吐量将达到 1.2 亿人次，源源不断的吸引全球的客流和货流，为春秋航空扩展其面向亚太的航线网络提供难得的战略机遇。

春秋航空不断扩大机队航线网络，2015 年春秋航空公司提升航线管理水平，新开和加密高收益航线，如深圳相关航线等；在未来几年春秋航空计划在国内市场加快发展深圳基地作为华南枢纽，在获得足够航班时刻的情况下增加深圳机场过夜飞机数量部署，增加以深圳基地为始发点面向东南亚的国内和国际航线。在国际及地区航线市场加快在日本、韩国、台湾等东北亚市场的低成本航空发展，未来 50% 的运力将投在国际和地区航线上。

在日韩，春秋航空占据领导优势，2016 年春秋航空将在日本设立合资公司“春秋日本”。春秋航空在日本当地深耕多年，与当地伙伴关系良好，淡季与旺季均能带来稳定客流，并与春秋国旅紧密合作，客源有保障。目前的中日的航权状况是“中国不开放北京、上海。日本不开放东京”，但春秋日本以东京为基地，可从东京飞往中国北京、上海以外的地区。春秋竞争优势巨大，未来能占据更大份额。

盈利预测与估值

假设飞机机队按照引进计划扩增

春秋航空在未来加速进行机队扩张与航线网络构建，快速扩张机队使春秋航空在未来进一步发挥低成本规模优势的基础上，布局建设深圳基地和日韩国际航线网络。2015 年底春秋航空拥有共计 55 架飞机，预计 2016、2017 两年机队将扩张至 66、80 架，增长率分布为 19.6%、20.0%、21.2%。

假设总 ASK 增速与飞机投放增速相当，客座率基本平稳

春秋航空 2016 年将净增长 11 架飞机，机队增速为 20.0%，预计公司 2016 年总 ASK 增速与飞机投放速度相当，达到 23.7%。预计 50% 运力投在国内市场，50% 投在国际市场。2015 年日韩出境游爆发增长，公司国际航线 ASK 增速达到 160%。国际运力中一半运力在东南亚，一半在日韩。韩国首尔时刻安排已经比较密集，航班毛利达到 40%；日本航线毛利为 28%。

预计 2016 年国际及地区航线 ASK 增速放缓，但公司将得益于上海迪斯尼上半年开园，预计国内航线 ASK 增长为 7%，随着迪斯尼客流在 2017 年不断稳定吸引更多游客，预计 2017 年国内航线 ASK 会进一步增长至 8%。作为低成本航空公司的领军者，春秋航空客座率一直稳定保持在 94% 左右。2015 年日韩东南亚等出境游热潮使国际航线客座率提高 5 个百分点，预计未来国际航线客座率依然能够保持 91% 左右。2016 年国内客座率受迪斯尼提振，将增长 1 个百分点达到 96%。

假设未来国际油价小幅回升

目前 WTI 国际油价报收 40 美元每桶，假设未来每年国际油价略有小幅回升，2016 和 2017 年航油成本增长率可达到 27%和 33%。综合考虑其他主营业务成本和辅助成本后，未来两年营业总成本增速为 19.9%和 24.7%。

图表 46：春秋航空盈利预测与估值

收入单位：万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
机队规模	27	32	39	46	55	66	80
增速		18.5%	21.9%	17.9%	19.6%	20.0%	21.2%
营业收入	446,306	563,172	656,344	732,761	888,396	1,067,188	1,338,409
增速		26.2%	16.5%	11.6%	21.2%	20.1%	25.4%
收入客公里 RPK	1,026,072	1,398,430	1,649,409	1,826,998	2,283,503	2,703,725	3,285,125
国际航线	10,825	41,260	137,457	215,420	591,112	877,031	1,315,546
国内航线	952,138	1,275,013	1,404,863	1,513,207	1,589,199	1,718,343	1,855,810
港澳台地区	63,109	82,156	107,089	98,371	103,192	108,351	113,769
可用座位公里 ASK	1,087,493	1,485,947	1,763,364	1,963,029	2,428,133	2,872,127	3,503,128
增速		36.6%	18.7%	11.3%	23.7%	18.3%	22.0%
国际航线	12,946	48,552	154,830	247,121	642,513	963,770	1,445,655
增速		275.0%	218.9%	59.6%	160.0%	50.0%	50.0%
国内航线	1,003,865	1,346,820	1,489,770	1,608,501	1,672,841	1,789,940	1,933,136
增速		34.2%	10.6%	8.0%	4.0%	7.0%	8.0%
港澳台航线	70,682	90,574	118,765	107,407	112,778	118,417	124,337
增速		28.1%	31.1%	-9.6%	5.0%	5.0%	5.0%
客座率	94.4%	94.1%	93.5%	93.1%	94.0%	94.1%	94.7%
国际航线	83.6%	85.0%	88.8%	87.2%	92.0%	91.0%	91.0%
国内航线	94.8%	94.7%	94.3%	94.1%	95.0%	96.0%	96.0%
香港及澳门航线	89.3%	90.7%	90.2%	91.6%	91.5%	91.5%	91.5%
营业成本	390,047	491,740	571,194	624,482	692,761	830,471	1,035,710
增速		26.1%	16.2%	9.3%	10.9%	19.9%	24.7%
其中：航油成本	180,639	217,905	246,734	260,124	280,934	356,786	474,526
增速		20.6%	13.2%	5.4%	8.0%	27.0%	33.0%
毛利	56,259	71,431	85,150	108,279	195,635	236,717	302,699
毛利率	12.6%	12.7%	13.0%	14.8%	22.0%	22.2%	22.6%
增长率		27.0%	19.2%	27.2%	80.7%	21.0%	27.9%
利润	48,319	62,459	73,223	88,418	141,497	176,375	222,377
销售净利率	10.83%	11.1%	11.2%	12.1%	15.9%	16.5%	16.6%
增长率		29.3%	17.2%	20.8%	60.0%	24.6%	26.1%

来源：国金证券研究所

估值与目标价格

图表 47：估值比较

P/E	2015	2016	2017
美西南航	18.7	17.5	23.0
瑞安航空	31.2	29.5	28.2
春秋航空	33.2	26.6	21.1

来源：Bloomberg，国金证券研究所

经计算，2015 年美西南航空 PE 倍数为 18.7，欧洲瑞安航空的 PE 倍数为 31.2。春秋航空成长前景要远大于美西南航空和瑞安航空，其快速成长的前景理应享受更高的估值溢价。给予春秋航空 2016 年 PE 倍数 36 倍，目标价格为 80 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	5,632	6,563	7,328	8,884	10,672	13,384
增长率	16.5%	11.6%	21.2%	20.1%	25.4%	
主营业务成本	-4,917	-5,712	-6,245	-6,928	-8,305	-10,357
%销售收入	87.3%	87.0%	85.2%	78.0%	77.8%	77.4%
毛利	714	851	1,083	1,956	2,367	3,027
%销售收入	12.7%	13.0%	14.8%	22.0%	22.2%	22.6%
营业税金及附加	-23	-14	-15	-19	-22	-28
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-119	-153	-184	-222	-245	-281
%销售收入	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.3%	2.1%
管理费用	-140	-149	-163	-204	-235	-268
%销售收入	2.5%	2.3%	2.2%	2.3%	2.2%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	432	536	720	1,511	1,865	2,450
%销售收入	7.7%	8.2%	9.8%	17.0%	17.5%	18.3%
财务费用	-113	-81	-98	-220	-237	-304
%销售收入	2.0%	1.2%	1.3%	2.5%	2.2%	2.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-10	-22	-81	-90	-30	-10
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	309	433	540	1,201	1,598	2,136
营业利润率	5.5%	6.6%	7.4%	13.5%	15.0%	16.0%
营业外收支	533	554	675	673	754	829
税前利润	843	987	1,216	1,874	2,352	2,965
利润率	15.0%	15.0%	16.6%	21.1%	22.0%	22.2%
所得税	-218	-255	-332	-459	-588	-741
所得税率	25.9%	25.8%	27.3%	24.5%	25.0%	25.0%
净利润	625	732	884	1,415	1,764	2,224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	625	732	884	1,415	1,764	2,224
净利率	11.1%	11.2%	12.1%	15.9%	16.5%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	625	732	884	1,415	1,764	2,224
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	244	302	337	399	545	742
非经营收益	69	61	131	-311	-388	-464
营运资金变动	-54	442	-275	141	209	327
经营活动现金净流	884	1,536	1,076	1,644	2,130	2,828
资本开支	-1,136	-713	-2,446	-1,869	-2,800	-2,924
投资	-40	-89	-93	-10	-10	-10
其他	-9	-29	135	-90	-30	-10
投资活动现金净流	-1,185	-832	-2,404	-1,969	-2,840	-2,944
股权募资	0	0	0	0	4,411	0
债权募资	1,147	-544	2,369	3,667	-1,110	1,917
其他	43	-276	-123	-279	-350	-373
筹资活动现金净流	1,190	-820	2,246	3,388	2,951	1,544
现金净流量	889	-115	918	3,063	2,241	1,428

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,634	1,475	2,400	5,463	7,704	9,132
应收款项	186	223	268	324	386	469
存货	38	42	43	47	57	71
其他流动资产	181	177	211	232	275	340
流动资产	2,040	1,916	2,922	6,066	8,422	10,012
%总资产	29.1%	25.0%	25.9%	36.6%	38.4%	37.7%
长期投资	30	98	110	120	130	140
固定资产	3,849	4,349	6,884	9,086	12,076	15,069
%总资产	55.0%	56.8%	61.1%	54.9%	55.1%	56.8%
无形资产	350	351	417	363	372	380
非流动资产	4,962	5,735	8,340	10,490	13,508	16,529
%总资产	70.9%	75.0%	74.1%	63.4%	61.6%	62.3%
资产总计	7,001	7,651	11,261	16,556	21,930	26,542
短期借款	804	700	2,789	5,428	3,299	4,196
应付款项	621	1,026	1,003	1,119	1,343	1,680
其他流动负债	349	501	425	546	649	801
流动负债	1,774	2,228	4,217	7,093	5,291	6,677
长期贷款	2,431	1,961	2,329	3,329	4,329	5,329
其他长期负债	723	719	1,162	1,180	1,200	1,220
负债	4,928	4,908	7,708	11,602	10,820	13,226
普通股股东权益	2,073	2,743	3,553	4,953	11,110	13,316
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,001	7,651	11,261	16,556	21,930	26,542

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	2.082	2.441	2.947	1.769	2.205	2.780
每股净资产	6.911	9.143	11.844	16.511	30.982	37.134
每股经营现金净流	2.947	5.121	3.588	5.479	5.939	7.886
每股股利	0.000	0.000	0.240	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	30.13%	26.69%	24.88%	28.57%	15.87%	16.70%
总资产收益率	8.92%	9.57%	7.85%	8.55%	8.04%	8.38%
投入资本收益率	6.04%	7.35%	6.03%	8.32%	7.46%	8.05%
增长率						
主营业务收入增长率	26.19%	16.54%	11.64%	21.24%	20.13%	25.41%
EBIT 增长率	110.29%	23.92%	34.34%	110.01%	23.38%	31.41%
净利润增长率	29.26%	17.23%	20.75%	60.03%	24.65%	26.08%
总资产增长率	44.58%	9.29%	47.18%	47.01%	32.46%	21.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.1	2.7	3.4	3.7	4.1	4.5
存货周转天数	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转天数	13.1	13.7	12.2	12.2	12.2	12.2
固定资产周转天数	219.9	211.3	217.8	245.5	281.5	280.6
偿债能力						
净负债/股东权益	77.22%	43.26%	76.50%	66.51%	-0.69%	2.95%
EBIT 利息保障倍数	3.8	6.6	7.3	6.9	7.9	8.1
资产负债率	70.39%	64.15%	68.45%	70.08%	49.34%	49.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD