

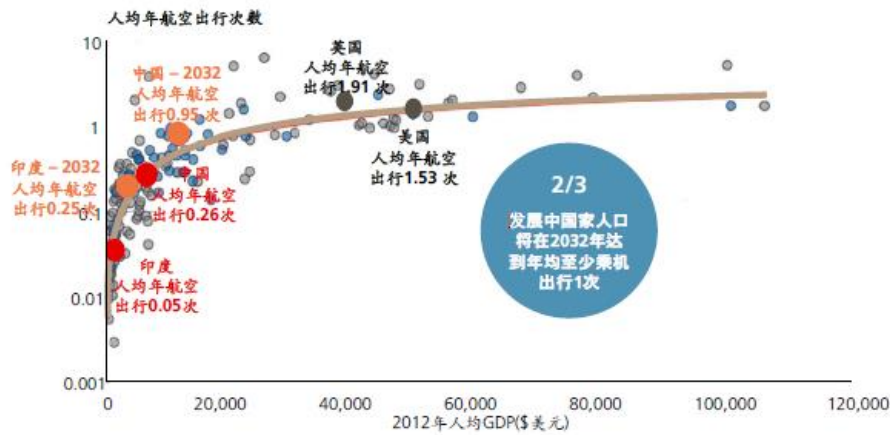
# 春秋航空601021

## 一、行业概况

- 行业特点：
  - 行业集中度：四大航空集团占据国内主要市场份额，占飞机总量的87%。但低成本航空相对来说春秋独大，其他竞争对手：九元、中联航、。
  - 上下游构成：上游产业主要为航油供应商、飞机制造商与机场，下游为旅客和需要进行航空货物运输的企业或个人。航空业的上游产业享有较强的资源优势，具有较大的定价权。航空公司的成本结构中，航油成本、飞机发动机租赁费和折旧、机场起降及导航费用总计约占航空公司主营成本的70%，其中机场起降及导航费用较为稳定，而国际航油价格与人民币外汇汇率波动对航空公司成本的影响较大。
- 行业目前状态：2013年全球航空运输31亿人次，根据空客的市场预测，未来20年亚太地区旅客周转量每年以5.5%的速度扩张。低成本航空行业标杆美国瑞安航空和西南航空，在春秋航空IPO时市值为900亿和1100亿人民币。美日的经验表明：当一个国家从生产型社会逐渐向消费型社会转型（类比美国1980年代，日本1990年代）和人民收入水平（6000美金后航空需求出现跃升）的提升，航空业消费属性和大众化趋势将逐步增强。也就是说航空需求在社会经济发展到一定程度可以脱离GDP增速的限制而增长。
- 行业市场容量：2015年末，人均年航空出行约0.32次。根据全国民航工作会议文件，大众化战略初设目标于2020年满足人均乘机次数0.47次、旅客运输量7亿人次的市场需求；于2030年满足人均乘机次数1次、旅客运输量15亿人次的市场需求，使民航成为大众化的出行方式。目前在韩国和日本等管制较为严格的市场上，低成本航空的市场占有率在短短5年内就超过了20%，2016-10-12王正华表示，低成本航空在全球市场份额已占30%（含远程航线），而在中国市场仅为8.3%，目前主要是低成本航空难以和全服务航企争夺优质航线时刻资源。按照增长率计算的话，未来几年年均旅客运输量增长为10%。



## 2012 年人均国内生产总值和人均乘机次数比较



资料来源：空客《全球市场预测（2013-2032）》

注：人均航空出行次数是基于国际机场协会对每个国家的机场吞吐量统计。

- 境外可比公司：西南航空(LUV)，目前总市值305.34亿美元，PE(TTM)=14.09，PB=3.81。

## 二、公司基本面状况

- 收入构成：航线补贴、财政补贴和其他补贴等补贴收入占同期利润总额的50%以上（吉祥航空占比约在30%左右），营业利润的40%多；与春秋国旅的包机包座收入占营业收入的15%以上。
- 经营成本构成：航油成本占主营业务成本40%以上，
- 公司经营模式：公司定位于低成本航空经营模式，并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。公司经验特点为“两单、两高、两低”；辅助业务收入高，贡献毛利约30%
- 市场占有率&行业地位：专注于国内市场，同时积极开拓周边国家的国际航线

### 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	2012年		2011年		2010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	26.0%	南航集团	27.6%	南航集团	28.6%
2	中航集团	25.9%	中航集团	26.6%	中航集团	27.0%
3	东航集团	22.9%	东航集团	23.5%	东航集团	24.3%
4	海航集团	12.5%	海航集团	12.3%	海航集团	11.4%
5	四川航空	5.3%	四川航空	5.0%	四川航空	4.5%
6	<b>春秋航空</b>	<b>2.9%</b>	<b>春秋航空</b>	<b>2.4%</b>	<b>春秋航空</b>	<b>2.2%</b>
7	吉祥航空	1.7%	吉祥航空	1.5%	吉祥航空	1.3%
8	奥凯航空	0.8%	奥凯航空	0.7%	奥凯航空	0.4%
9	河北航空	0.2%	河北航空	0.2%	华夏航空	0.1%
10	华夏航空	0.2%	华夏航空	0.1%	东北航空	0.1%
	总计	98.2%	总计	99.9%		99.5%

资料来源：2010年、2011年和2012年数据系查阅《2011年从统计看民航》、《2012年从统计看民航》和《2013年从统计看民航》中各航空公司旅客运输量经整理后统计。

- 竞争对手（市场份额&毛利率）：公司特点为“两单、两高、两低”
- 基地情况：目前主要占据上海、深圳、石家庄、沈阳等基地，境外主要是东京成田机场。
- 二线国际直飞模式：绕开国际航权限制，且保持了较高的客座率和客公里收益。

## 三、股东情况

- 上市概况：2015-01-21原来为3亿股，18.16元新发行1亿股，募集约17.55亿，买9架飞机，3台飞行模拟机。无战略投资者，原75%的股东锁定36个月。
- 募资增发历史：

预案日期	融资金额(亿元)	单价	项目	实施情况
2015-7-21	45	58.6(调整后)	21架飞机&互联网航空建设	股价走低, 流产
2016-8-24	40	43.71	10架飞机&一台飞行模拟机	

- 近一年来内部交易：
- 员工持股：
- 股权激励：2016-11-21登记，58万股，30人，18、30、42、54个月，比例均为25%，解锁条件，近三年单机利润算术平均值不少于2000万元。
- 股票解禁：
- 分红情况：2014年报10派2.4元，2015年中报10转10，2015年报10派2.1元。

#### 四、公司未来增长驱动

- 机队扩大：根据民航局给春秋航空的批文，公司在2014-2018年批文期限内净增引进飞机61架，公司中报中披露8月30日时机队数量为63架，已经净增其中22架，预计2016年末达到66架飞机。
- 单机净利润：按照公司的股权激励计划，基本保持单机2000万的数额
- 利润预测：按照批文允许数量全部引进来，约100架飞机的机队规模，单机净利润2000万元，则可达到年净利润20亿元，按照300亿的市值，PE为15。
- 机场资源的占据：二线城市尤其是中西部地区的省会城市是航空旅客增长最快区域，因为机场的时刻资源是稀缺品，且目前几大航空枢纽相较国外还有大量的时刻潜力可以挖掘。如果先进入者占据了黄金时刻、热门航线的航权，后来者再进入这个市场所付出的成本、获得的回报完全不可同日而语。
- 卡位战略：“卡位”体现在对于枢纽、时刻、航权、补贴等特殊航空资源的争夺，这种竞争策略使得航空公司有效在市场占据先发优势而持续获得超额利润，而实施卡位战略的武器就是飞机，机队数量是谈判的筹码。

#### 五、估值

- PE：假设2015年旅客运输量4.36亿中低成本航空占比为8%，则总数为0.3488，到2020年旅客运输量增长到7亿，低成本航空占比为15%，则总数为1.05亿，年均复合增长为24.66%，但是考虑市场竞争的加剧以及高铁替代出行的增加，总体来说增长率应该会有所下调。
- PB:2015年上市的新股，按照PB计算，估值较高。
- ROE：

#### 六、主要风险

- 增长的极限：目前市场容量还是没有这个隐患的
- 产能状况：飞机和航线资源就是产能，总体公司的产能还是没有过剩的风险的
- 行业变迁：低成本航空是未来。。。
- 经营风险：航空安全风险，但是一旦这种情况出现可能也是一个买入的黑天鹅的机会；行业突发事件，如传染病等情况。
- 宏观经济：受经济周期影响明显，正相关性较大。但低成本航空相对关联度要略低于其他的航空公司。
- 汇率风险：IPO时的美元资产负债来推算，人民币升值10%，减少利润近2亿元。
- 补贴收入：补贴收入在利润总额中占比超50%，需要关注航线补贴、财政补贴和其他补贴的情况。

## 七、运营数据解析

- 三季度报告显示，营业收入增长只有3.7%，净利润数据上甚至出现了微小的负增长。而在经营数据上，截至到9月底累计的经营数据，ASK增长12.78%，RPK增长11.50%，客座率为92.82%，与上年同比下降1.07%。截至到11月底累计ASK增长12.59%，RPK增长11.06%，客座率为91.92%，与去年同期相比下降1.27%。
- 客运经营的增长速度比营业收入的增速要快，说明客单价总体来说下降的，也反映了市场竞争还是比较激烈的。
- 虽然客运的数量在增长，但是这一个点多的客座率下降给公司带来的影响还是比较大的，基本上也就是因为这部分客座率的下降使得公司的净利润下降。
- 加入两个指标，RRPK，营业收入/RPK，因为货运收入占营业收入比例微乎其微，且有连年减少的迹象，因此不考虑货运营业收入的扣除。主要考量每人每公里带来的营业收入。CASK，就是营业成本/ASK，主要是考量每个座位每公里的成本情况。再结合每个月的经营指标来分析。
  - CASK显得较为刚性，主体波动是跟着原油价格走的。
  - RRPK就出现问题了，总体来说相比去年是全线下滑了约10%，正好把RPK总额增长的量给吞噬掉了。

	2016Q2	2016Q3	2015Q3	2015Q3 累计	2016Q3 累计	2015全 年
RRPK	0.33419	0.37176	0.40164	0.38229	0.35552	0.36498
CASK	0.27266	0.26125	0.25880	0.26855	0.26141	0.27073

## 八、个人结论

- 与同类公司相比估值偏高
- 盈利能力随着市场竞争的加剧在降低
- 限制性股票激励是2000万的单机净利润，2016年预计全年飞机数量算术平均为60架，至少12亿元净利润，这个应该是有问题的
- 因为民航运输行业相对来说固定资产的数额较大，且公司有购置飞机的需求，这部分需求通过内生增长是难以满足的，估计未来还是会推动定向增发来募集资金购买飞机，考虑到目前较高的市值，因此总市值的增长方式应该是外延式大于内生式

## 九、经营数据名词解释

- ATK：可用吨公里，可供总周转量， $\Sigma[\text{可提供业载（公里）} \times \text{航段距离（公里）}]$
- RTK：总周转量（运输周转量）， $\Sigma[\text{实际业载} \times \text{航距}]$
- LF：Load Factor，载运率，总周转量/可用总周转量
- ASK：Available Seat Kilometers，座公里， $\Sigma[\text{座位数} \times \text{航距}]$
- RPK：Revenue Passenger Kilometers，客公里， $\Sigma[\text{承运人数} \times \text{航距}]$
- PLF：Passenger Load Factor，客座率，客公里/座公里
- RASK：Revenue per ASK，座公里收入，收入/座公里
- RRSK：Revenue per RSK，客公里收入，收入/客公里