

春秋航空 (601021)

专注低成本航空模式，打造中国“西南航空”

推荐 (首次)

现价: 32元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.ch.com
大股东/持股	上海春秋国际旅行社(集团)有限公司/54.97%
实际控制人	王正华
总股本(百万股)	917
流通A股(百万股)	800
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	294.32
流通A股市值(亿元)	256.85
每股净资产(元)	14.45
资产负债率(%)	49.30

行情走势图



证券分析师

王伟 投资咨询资格编号
S1060518080001
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

研究助理

张功 一般从业资格编号
S1060119010028
ZHANGGONG687@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **聚焦低成本，竞争力领先：**春秋航空是国内首家上市的民营航空公司，基地位于上海，经营国内、国际和港澳台客货航线，超过99%的营收来自于航空客运业务。公司经营采用低成本航空模式，主要特点是“两单”（单一机型和单一舱位布局）、“两高”（高客座率和高飞机利用率）和“两低”（低票价和低管理费用）。该模式目前在全球的市场份额约30%，其竞争力和盈利能力在北美、欧洲、东南亚等地区均得到了证明，并诞生了一些大型低成本航空公司。得益于低成本经营模式，春秋航空能够提供票价低于竞争对手的航线产品降低航空出行门槛，吸引更多对价格比较敏感的旅客，扩大自身目标客源范围，提高竞争力；同时优秀的成本控制能力使得公司能够在低票价水平下仍然能够获取到超过行业平均水平的单位收益，有较强的盈利能力。
- **民航发展前景良好，市场需求持续增长：**国际民航组织、国际航线等国外机构均预测，未来20年亚太地区将成为全球航空运输增长的主要动力源，在此期间中国取代美国将成为全球航空运输量第一。中国航空客运市场中，国内航线、至亚洲发展中国家航线和至亚洲新兴经济体航线将持续保持较高占比，占比超过90%。春秋航空主要机型为空客A320系列飞机，其最大航线飞行时间约5~6个小时，由此决定春秋航空航线布局还将是围绕国内航线以及周边国际航线，与主要客源市场重合度较高，表明有足够的旅客需求量支撑其保持较快的发展速度。另外，根据民航局预测，2019年全国航空旅客运输量将达到6.8亿人次，同比增长11%，仍然处于高速增长阶段，因此判断2019年春秋航空仍然有较好的业绩表现。
- **基础设施建设加速，增长限制逐步放开：**目前由于国内空域资源和机场地面保障资源的限制，我国航班总量增速受到民航局的严格控制。针对上述问题，国家层面的空域建设项目已经开始，特别是“10+3”空中骨干网络项目的逐步推进，将大幅提高航线的航班密度水平；机场建设也正在逐步加速中，根据民航局规划，除了已经饱和的一二线机场的改扩建计划外，我国每年还将至少增加12个运输机场。随着上述规划的逐步完成，航空

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8429	10,971	13,193	15,262	18,360
YoY(%)	4.1	30.1	20.3	15.7	20.3
净利润(百万元)	950.5	1,262	1,459	1,623	1,811
YoY(%)	-28.4	32.7	15.6	11.2	11.6
毛利率(%)	12.8	12.1	12.7	12.4	12.1
净利率(%)	11.3	11.5	11.1	10.6	9.9
ROE(%)	13.0	14.9	11.0	11.0	11.1
EPS(摊薄/元)	1.04	1.38	1.59	1.77	1.98
P/E(倍)	30.87	23.3	20.1	18.1	16.2
P/B(倍)	4.01	3.5	2.2	2.0	1.8

公司扩大航班量的限制将逐步放开，航空公司迎来快速发展机遇。

- **盈利预测及投资建议：**我国航空运输仍将保持高速发展，参考国际平均水平，我国低成本航空的市场份额有较大提升空间，春秋航空发展前景较好。我们预测了公司分行业营收、成本及毛利情况，同时考虑政府补贴的情况下，预计公司 2018-2020 年归属母公司净利润分别为 14.59 亿元、16.23 亿元、18.11 亿元，预计 EPS 分别为 1.59 元、1.77 元、1.98 元，对应 PE 分别为 20.1、18.1 和 16.2。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**
 - （1）政策风险，中国航空发展总体上还处于政府强管控时期，行业主管部门能够通过分公司设立，飞机采购，航权、航线、机场时刻获取等方面进行管理达到控制行业发展规模和发展方向的目的。因此政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险。
 - （2）油价、汇率等风险，航空公司营业成本中燃油成本占比最高，此外飞机和航材的租赁及采购通常采用美元计价，因此油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。
 - （3）安全风险，安全是航空公司最重要的指标，而且对航空公司的考核具有一票否决的决定权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面，并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关，直接影响航空公司发展规模。另外，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故，因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。

正文目录

一、 国内低成本航空领军者	6
1.1 公司基本情况	6
1.2 定位低成本航空	7
1.3 背靠上海市场，建立以上海为中心的航线网络	9
1.4 持续保持运力高增长	10
1.5 低票价带来高客流，低成本带来高收益	12
二、 低成本航空早已席卷全球	14
2.1 低成本全球发展态势	14
2.2 美西南航空——低成本航空公司的标杆	16
三、 春秋航空的发展前景	20
3.1 中国航空发展速度领跑全球	20
3.2 国内航空资源迎来集中释放	22
3.3 依托低成本航空模式抓住航空发展机遇	22
四、 盈利预测与投资建议	24
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1	春秋航空实际控制人（2018 年 6 月 30 日）	6
图表 2	营业收入构成（按行业分类）（单位：亿元）	7
图表 3	营业收入构成（按地区分类）（单位：亿元）	7
图表 4	2017 年营业成本构成（单位：亿元）	7
图表 5	两舱布局与单舱布局座位数对比（单位：座）	8
图表 6	主要上市航空公司客座率情况（%）	8
图表 7	主要上市航空公司窄体飞机日利用率（单位：小时）	8
图表 8	2017 年座公里销售费用（元/座公里）	9
图表 9	2017 年座公里管理费用（元/座公里）	9
图表 10	春秋航空航线网络布局	10
图表 11	春秋航空机队规模（单位：架）	11
图表 12	近 4 年平均每周航班班次（单位：班）	11
图表 13	2015 年—2018 年春秋航空每周班次（单位：班）	11
图表 14	春秋航空可用座公里情况（单位：亿）	12
图表 15	春秋航空官网活动	12
图表 16	每客营收（单位：元）	13
图表 17	客公里营收（单位：元）	13
图表 18	春秋航空收入客公里情况（单位：亿）	13
图表 19	春秋航空旅客运输量情况（单位：万人次）	13
图表 20	春秋航空客座率（%）	13
图表 21	春秋航空营收情况（单位：亿元）	14
图表 22	2017 年主要上市航空公司座公里营业利润和座公里成本情况（单位：元）	14
图表 23	全球和主要地区低成本市场份额（按座位数统计）	15
图表 24	世界主要国际枢纽低成本份额	15
图表 25	美西南航空通航城市分布	16
图表 26	美国西南航空营收情况（单位：亿美元）	17
图表 27	2017 年美西南航空主营收入构成	17
图表 28	美西南航空资产负债情况（单位：亿美元）	18
图表 29	美西南航空飞机租购比例	18
图表 30	美西南航空信用评级	18
图表 31	美西南航空航班飞行时间分布	19
图表 32	美西南航空人机比（单位：人/架次）	19
图表 33	全球航空运输前景预测	20
图表 34	人均 GDP 与人均乘机次数	21
图表 35	未来 20 年不同市场航空客运规模	21
图表 36	未来 20 年中国不同区域航线增长情况	22

图表 37	中国民航年度客运总量（单位：亿人）.....	23
图表 38	春秋航空年客运总量（单位：亿人）.....	23
图表 39	春秋航空营业收入（单位：亿元）.....	23
图表 40	盈利预测表.....	24

一、国内低成本航空领军者

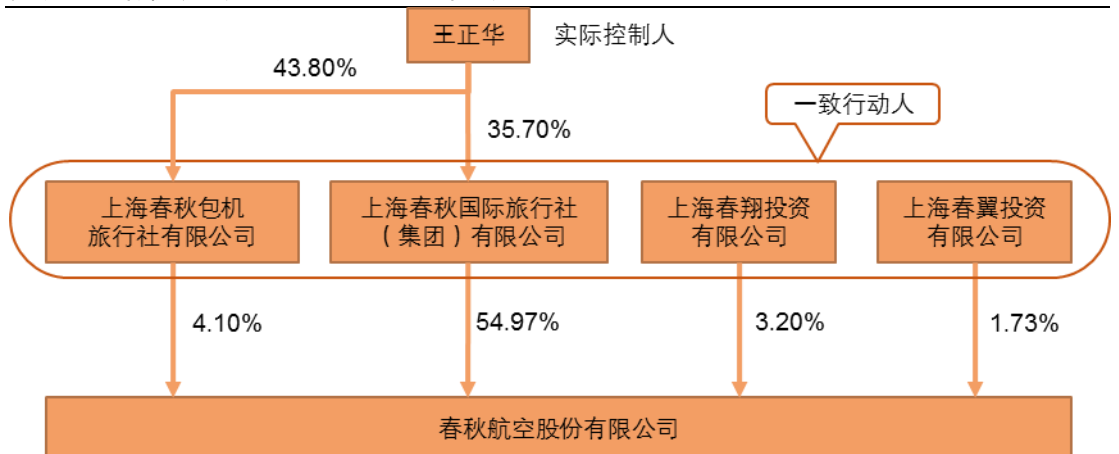
1.1 公司基本情况

春秋航空股份有限公司是中国首批民营航空公司之一，总部位于上海，成立于 2004 年，并于 2005 年 7 月实现首航，主要从事航空客货运输业务及航空运输业务相关的服务，其国际及港澳航线的经营始于 2010 年。

春秋航空的主要发起人和控股股东为上海春秋国际旅行社（集团）有限公司（以下简称春秋国旅），成立于 1981 年，2017 年营业收入六十亿元，业务涉及旅游、航空、酒店预订、机票、会议、展览、商务、因私出入境、体育赛事等行业，是国际会议协会（ICCA）在中国旅行社中最早的会员，被授予上海市旅行社中唯一著名商标企业。

王正华是持有春秋国旅 35.7% 的股权，持股比例远大于其他股东，且一直担任春秋国旅董事长，能够持续性主导春秋国旅以及春秋航空的董事会和股东（大）会的决策，进而能够持续性实际控制春秋国旅和春秋航空。因此，王正华为春秋航空的实际控制人。

图表1 春秋航空实际控制人（2018年6月30日）

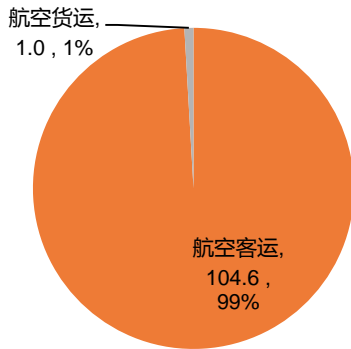


资料来源:公司公告、平安证券研究所

2017 年，完成运输总周转量 273,592 万吨公里，同比增长 22.0%；完成旅客周转量 3,024,804 万人公里，同比增长 22.2%；运输旅客 1,717 万人，同比增长 20.7%；客座率为 90.6%，同比下降 1.1 个百分点；实现营业收入 109.7 亿元，同比增长 30.1%；实现归属于母公司普通股股东净利润为 12.6 亿元，同比增长 32.7%。

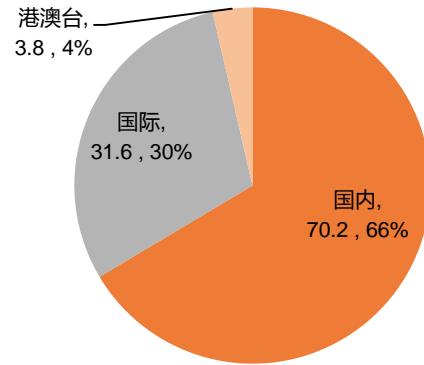
公司的主营业务为航空客运业务，从生产资料采购、航线网络布局、航班产品开发等方面均围绕该业务展开，2017 年该业务对公司整体营收贡献超过 99%。按照行业统一规定，我国航空公司的主要航线根据所飞机场的不同主要分为国内航线、国际航线和港澳台航线。春秋航空超过 70% 的营收来自国内航线业务，国际航线占比为 31.6%，港澳台航线仅占 3.8%，因此可以认为国内航线和国际航线的市场情况对公司的经营影响最大。

图表2 营业收入构成（按行业分类）（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

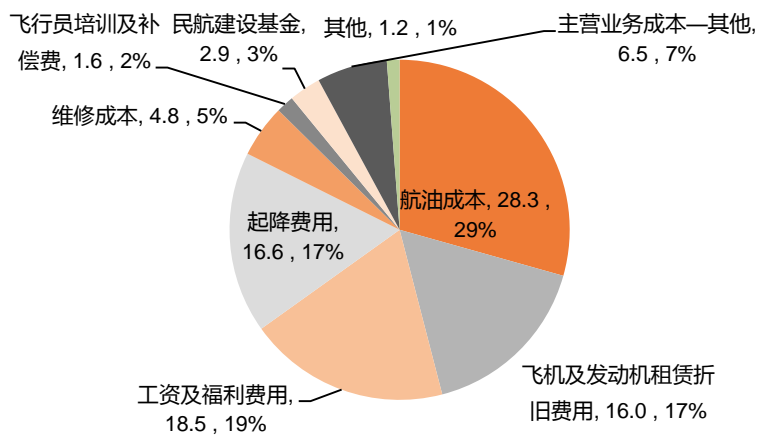
图表3 营业收入构成（按地区分类）（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

2017 年公司营业总成本 96.4 亿元，根据不同项目按照成本占比从大到小排序，前四项依次是，航空燃油成本达到 28.3 亿元，占比超过 29%；工资及福利费用 18.5 亿元，占 19%；起降费用 16.6 亿元，占 17%；飞机及发动机租赁折旧费用 16 亿，占 17%。上述四项成本总和占比超过 80%，除了燃油成本以外，另外三项的费用在一定时间内相对固定或有稳定的预期，出现大幅波动的可能性较低，此外，燃油成本占比明显高于其他成本，因此我们认为春秋航空影响业绩表现的主要成本是燃油成本。航空煤油价格变动对春秋的盈利影响较大。

图表4 2017 年营业成本构成（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.2 定位低成本航空

春秋航空是国内首家也是最大的低成本航空公司，借鉴国外低成本航空的成功经验，采用低成本航空的经营模式，实现生产资料的最大化利用，显著降低单位运行成本，达到高效率的航空生产运营。

春秋航空的低成本经营模式可概括为“两单”、“两高”和“两低”：

(1) “两单”——单一机型与单一舱位

单一机型：全部采用空客 A320 系列机型，统一配备 CFM56-5B 发动机。使用同一种机型和发动机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、自备航材采购成本及减少备用发动机数量；通过将发动机、辅助动力装置包修给原制造商以达到控制飞机发动机大修成本；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。

单一舱位：公司飞机只设置单一的经济舱位，不设头等舱与公务舱。可提供座位数较通常采用两舱布局运营 A320 飞机的航空公司高 15%-20%，可以有效摊薄单位成本。2020 年起，开始引进 A320 系列飞机中的 A321neo 机型，座位数量将达到 240 座接近宽体机的载客能力。

图表5 两舱布局与单舱布局座位数对比（单位：座）

	两舱布局	单舱布局	增幅
A320	158	186	17.7%
A321	188	240	27.7%

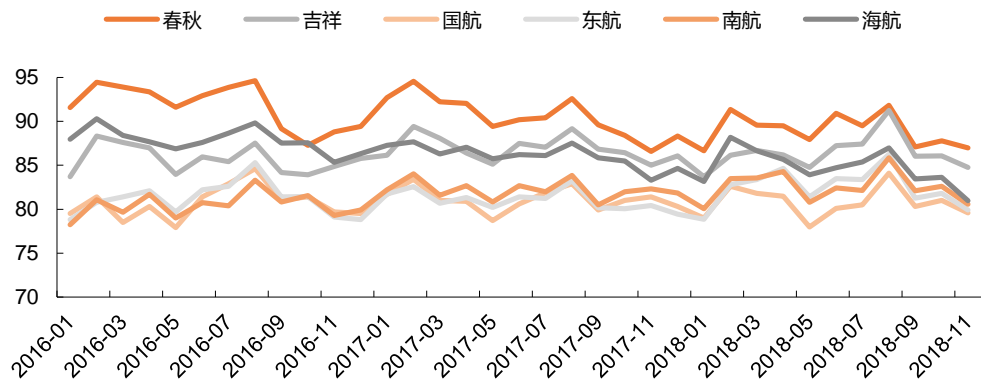
资料来源：公司公告、平安证券研究所

（2）“两高”——高客座率与高飞机日利用率

高客座率：在机队扩张、运力增加的情况下，始终保持较高的客座率水平。

高飞机日利用率（小时）：通过单一机型运营获得更高的保障效率，而更加紧凑的航线排班和较少的货运业务进一步提高了飞机过站时间，此外，利用差异化客户定位的优势更多地利用延长时段（8 点前或 21 点后起飞）飞行，从而增加日均航班班次，提升飞机日利用率。由于公司固定成本占主营业务成本比重约为 1/3，因此通过提高飞机日利用率，能够更大程度地摊薄单位固定成本（固定成本/可用座位公里），从而降低运营成本。

图表6 主要上市航空公司客座率情况（%）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 主要上市航空公司窄体飞机日利用率（单位：小时）

	机型	日利用率
春秋	A320	11.05
吉祥	A320	10.50
	B737	10.62
东航	A320	9.55
	B737	8.83
国航	A320	9.26
	B737	8.83
海航	A320	9.60

	B737	10.45
南航	A320	9.70
	B737	9.50

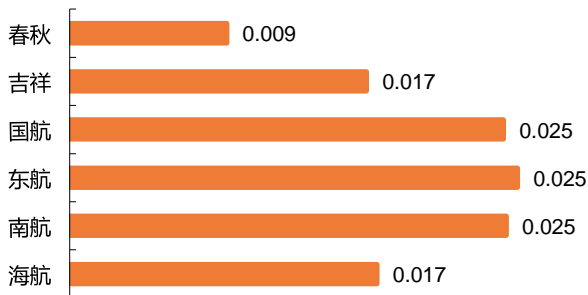
资料来源：公司公告、平安证券研究所

(3) “两低”——低销售费用与低管理费用

低销售费用：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，有效降低了公司的销售代理费用。2017 年，公司除包机包座业务以外的销售渠道占比中，电子商务直销（含 OTA 旗舰店）占比达到 91.7%。2017 年，公司单位销售费用（销售费用/可用座位公里）为 0.0089 元/座公里，远低于行业可比上市公司水平。

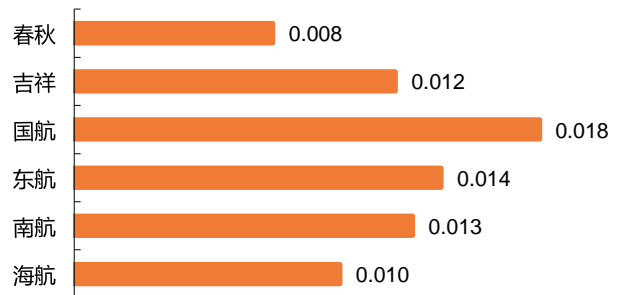
低管理费用：公司在确保飞行安全、运行品质和服务质量的前提下，通过最大程度地利用第三方服务商在各地机场的资源与服务，尽可能降低日常管理费用。同时通过现金的技术手段显现业务和财务 ERP 一体化，以实现严格的预算管理、费控管理、科学的绩效考核以及人机比的合理控制，有效降低管理人员的人力成本和日常费用，2017 年，公司人机比为 86.7:1，大幅度领先行业水平。2017 年，公司单位管理费用（管理费用/可用座位公里）0.0075 元/座公里，远低于行业可比上市公司水平。

图表8 2017 年座公里销售费用（元/座公里）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 2017 年座公里管理费用（元/座公里）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 背靠上海市场，建立以上海为中心的航线网络

上海作为我国重要的经济、金融、航运中心城市，辐射华东地区，有利于春秋航空持续发展航空运输业务，上海独特的地理位置优势也为公司的进一步扩张奠定了坚实的基础。2017 年上海浦东机场和虹桥机场旅客吞吐量合计达到 1.12 亿人次，较 2016 年增长 5.1%，其中上海浦东机场是仅次于北京首都机场的三大五千万级枢纽机场之一。以上海为中心，春秋运营的 A320 机型的飞行范围可通航 26 个国家和地区的 266 个城市，覆盖约 37 亿人口，未来发展拥有巨大潜力。

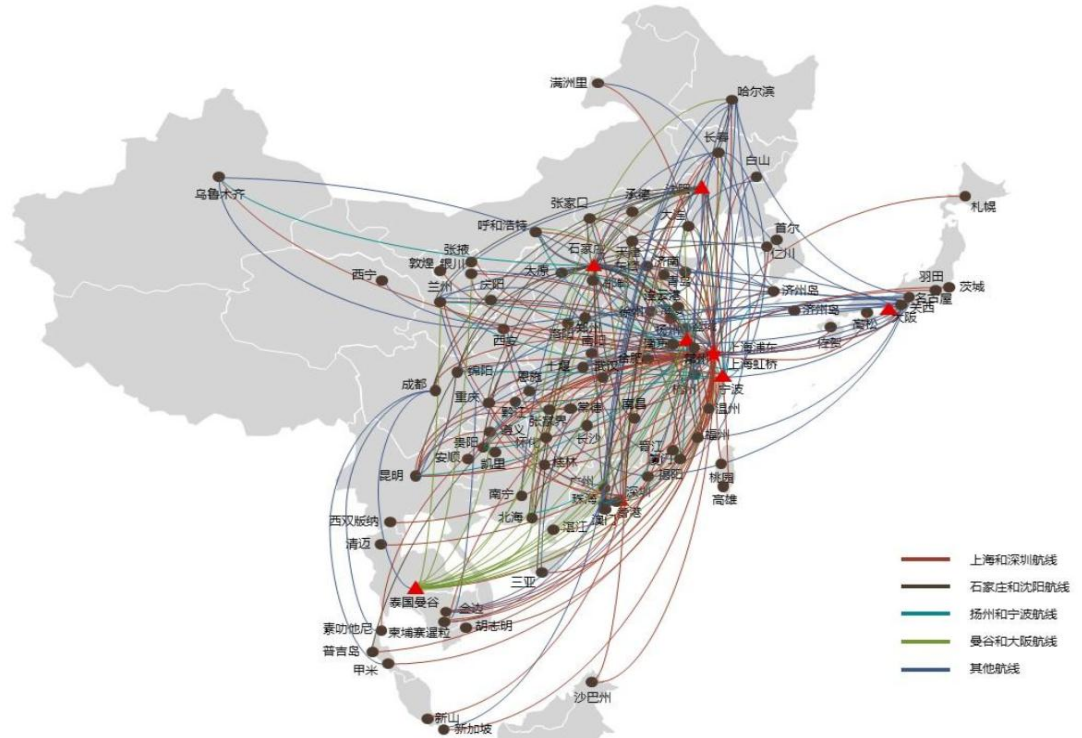
春秋航空在主枢纽基地虹桥机场和浦东机场总计投放过夜飞机 31 架，占总机队规模的 38%。2017 年以上海两场为出发或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 55.3%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.3%。

除上海以外，春秋航空还在国内各区域设立区域基地，目前已形成以华东上海基地为核心，以东北沈阳基地、华北石家庄基地、华南深圳基地为区域支撑点，以华东扬州、宁波基地和华南汕头基地作为战略培育基地的多层次航线网络结构；国际航线则以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的

境外过夜航站，背靠国内各主要基地和目的地网络，聚焦东南亚重点市场，并向东北亚区域市场辐射发展。

图表10 春秋航空航线网络布局

截至 2017 年末公司航线网络覆盖示意图



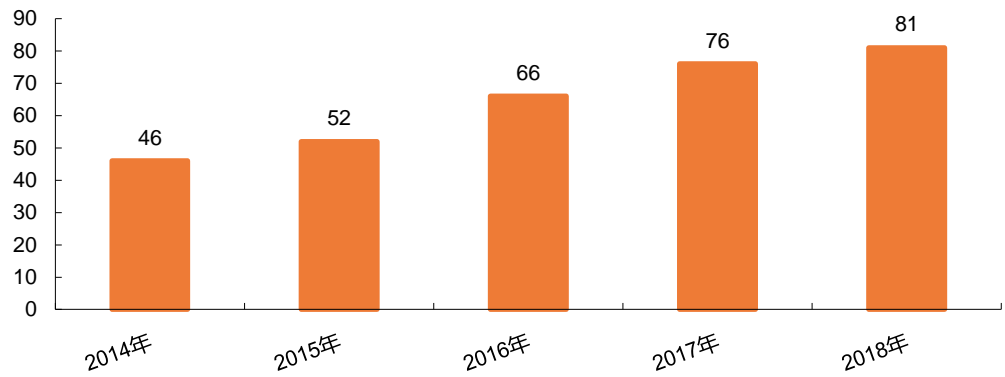
资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.4 持续保持运力高增长

截止 2018 年底,春秋航空预计机队规模为 81 架空客 A320 系列飞机,2014-2018 的年均增速约 15%。2018 年的平均周航班班次为 2397 班,同比增长超过 20%,2015-2018 的年均增速约 13%。在高航班量的带动下,春秋航空可用座公里(ASK)保持高速增长,2013-2017 的年均增速为 17%远高于国内民航平均水平。

我们认为,得益于公司良好的市场表现以及对国内民航运输业发展前景的乐观判断,春秋航空未来还将保持高于全国平均水平的增速。

图表11 春秋航空机队规模（单位：架）



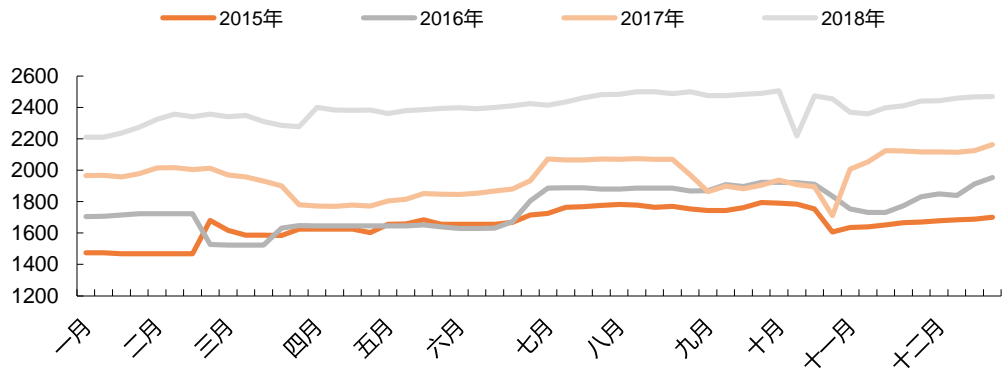
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表12 近4年平均每周航班班次（单位：班）

每周班次	2015年	2016年	2017年	2018年	CAGR
平均值	1660	1759	1957	2397	13.0%

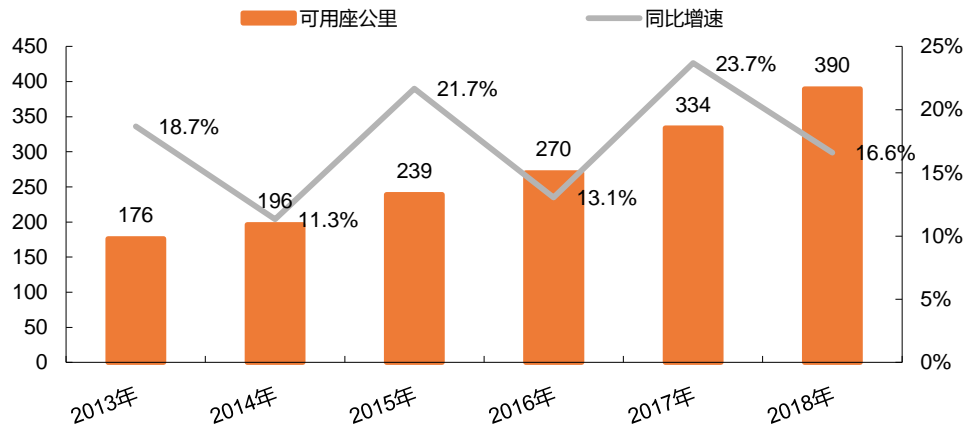
资料来源:CAPA、平安证券研究所

图表13 2015年—2018年春秋航空每周班次（单位：班）



资料来源:CAPA、平安证券研究所

图表14 春秋航空可用座公里情况（单位：亿）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.5 低票价带来高客流，低成本带来高收益

春秋航空在成立伊始就将目标旅客定位于自掏腰包的个人出行人群，这部分人对机票价格比较敏感，机票价格是其选购机票的优先参考指标。依托优秀的成本控制，春秋航空能够针对目标客户制定“低票价”的市场营销策略，并辅助以“99系列”特价机票和“超级会员日机票1元起”等其他优惠活动，大量吸引旅客选择春秋的航班，使得公司业务能够快速增长。

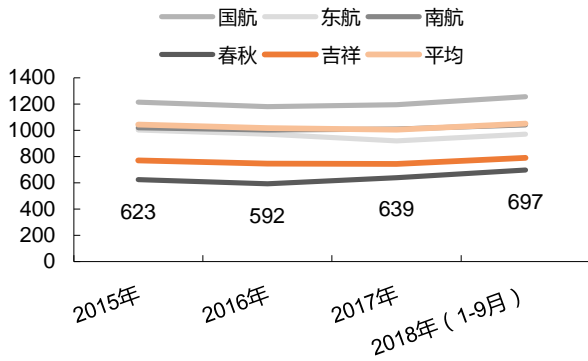
图表15 春秋航空官网活动



资料来源:春秋航空官网、平安证券研究所

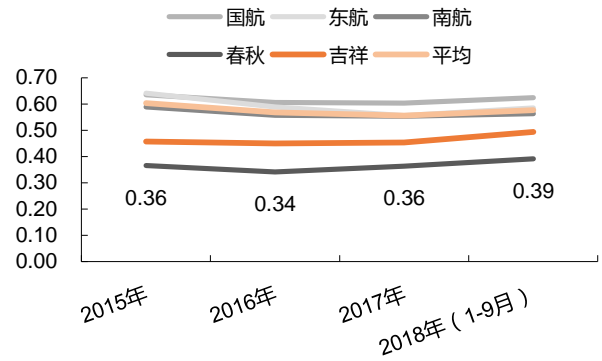
在“低票价”营销策略下，反映客票价格的每客营收和客公里营收两个指标均显著低于行业其他上市公司，较平均值低 30%~40%。从吸引旅客购买角度而言，机票价格非常有竞争力，真是因此，春秋航空收入客公里（RPK）和客运量能够保持 16%和 13%的年均增幅，客座率也能常年高于行业平均，在所有上市航空公司中高居第一位。

图表16 每客营收 (单位: 元)



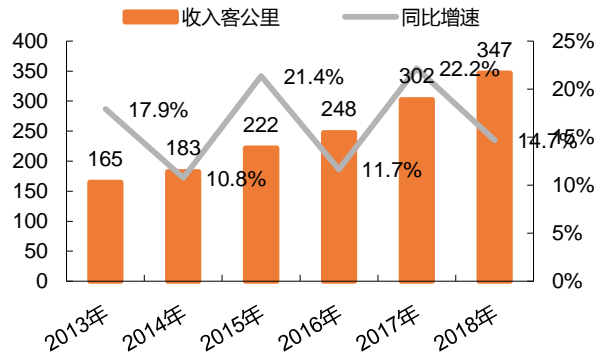
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表17 客公里营收 (单位: 元)



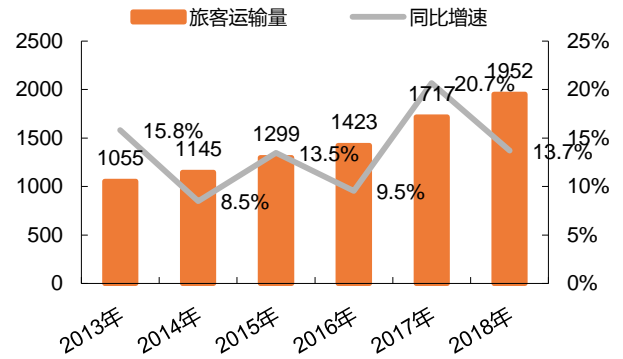
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表18 春秋航空收入客公里情况 (单位: 亿)



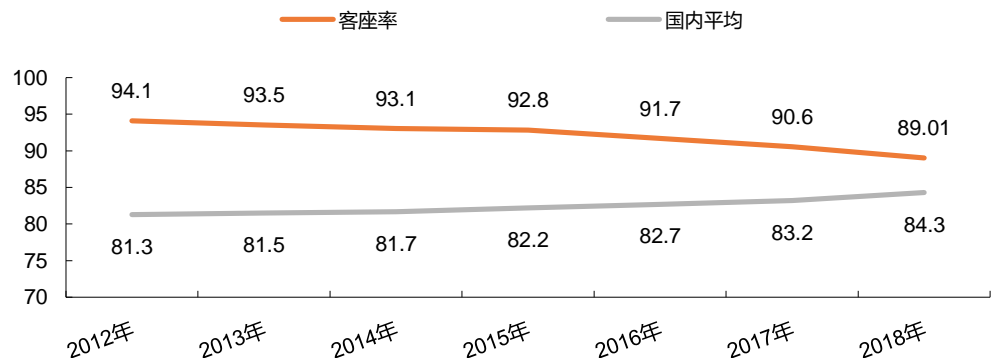
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表19 春秋航空旅客运输量情况 (单位: 万人次)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表20 春秋航空客座率 (%)



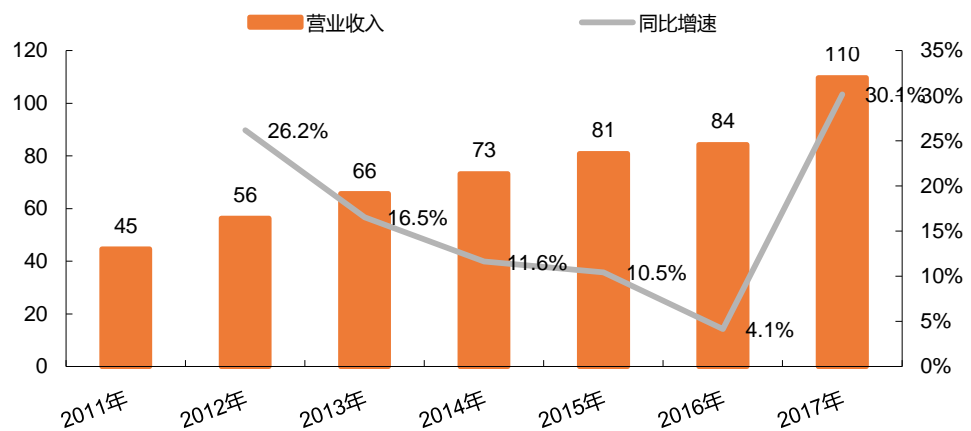
资料来源:公司公告、Wind、平安证券研究所

在远高于行业平均的客座率和飞机利用率的保证下，春秋航空实现了营收快速增长，年均复合增长率超过 16%。

较好的成本控制使得春秋航空座公里成本在可比上市公司中最低，大幅度领先国航、东航、南航和海航等大型航空公司，虽然采用“低票价”的营销策略，春秋航空在座公里营业利润方面仍然达到了 0.048 元，略低于吉祥航空，处于国内航空公司前列。

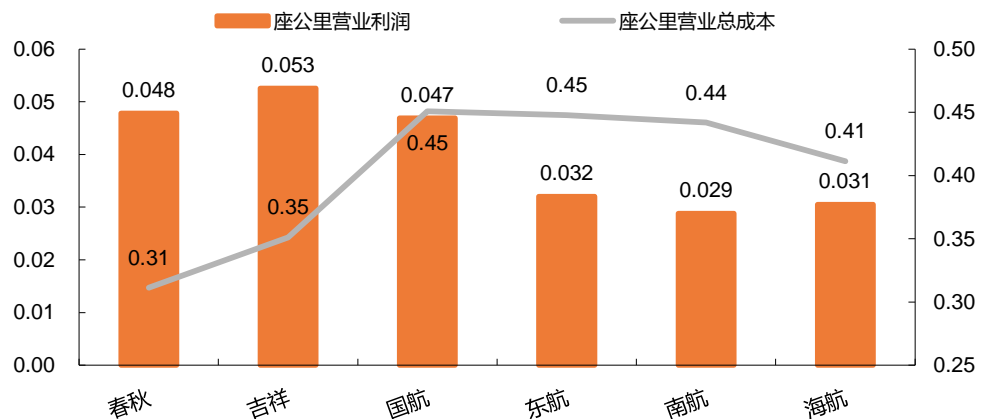
我们认为，低成本模式下的春秋航空，能够通过较低票价使得旅客航空出行的门槛明显降低，能够有效开发和吸引自费出行旅客，有较强的竞争力；受惠于优秀的成本控制能力，春秋的单位运营成本能够明显降低，即使票价水平低于行业平均，仍然能够获得到超平均水平的营业利润，有较强的盈利能力。

图表21 春秋航空营收情况（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表22 2017年主要上市航空公司座公里营业利润和座公里成本情况（单位：元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

二、低成本航空早已席卷全球

2.1 低成本全球发展态势

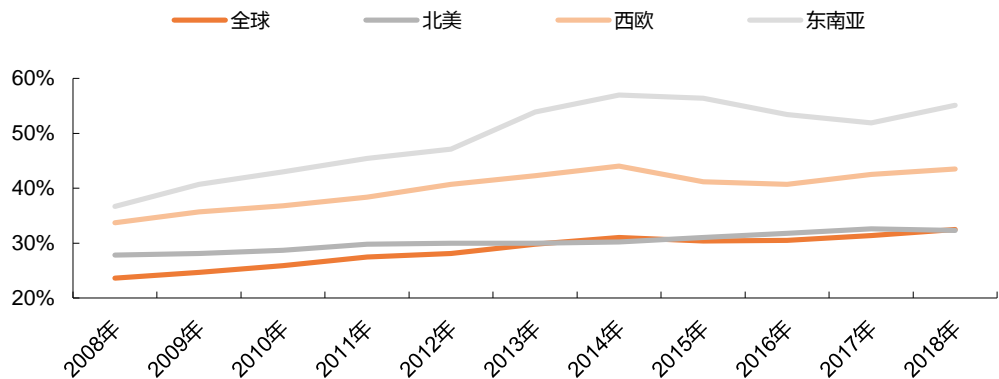
低成本航空模式发源于美国，世界最大的低成本航空公司美国西南航空也是世界上第一家低成本航空公司，其创造的连续盈利记录至今仍在延续，其穿越经济周期的超强盈利能力，造就了无数低成本航空追随者。随着低成本航空模式在全球范围内的兴起，低成本航空已经成为全球航空市场中非常重要的组成部分。

目前，低成本航空在航空较为发达的欧美地区已经被民众普遍接受，无论是，全球低成本航空市场份额约在 30%左右，而且呈现逐年上升趋势，特别是在近几年航空增速较快的东南亚地区，低成本份额已经超过 50%。在这些地区均出现了足够与传统大型航空公司体量相当的低成本航空公司，例如美国的西南航空（745 架飞机）、欧洲的瑞安航空（441 架飞机）。

当前我国仅有 7 家低成本航空公司（民航局认定的施行差异化服务的航空公司），分别是春秋航空、中联航空、祥鹏航空、西部航空、九元航空、乌鲁木齐航空和桂林航空，其中机队规模超过 50 架的航空公司仅春秋航空（81 架）和祥鹏航空（50 架）两家，与传统三大航相比差距甚大。

当前国内低成本份额不到 10%，与世界平均水平相差较大，特别是在大型国际枢纽机场，差距更加明显。由此可见，我国低成本航空仅仅处于起步阶段，发展潜力巨大。

图表23 全球和主要地区低成本市场份额（按座位数统计）



资料来源:CAPA、平安证券研究所

图表24 世界主要国际枢纽低成本份额

机场	2017 年吞吐量	低成本份额（按座位数）
纽约肯尼迪	5900 万	28%
洛杉矶	8460 万	26%
巴塞罗那	4700 万	68%
罗马	4100 万	26%
悉尼	4300 万	20%
迪拜	8800 万	20%
东京成田	4070 万	28%
首尔仁川	6200 万	30%
新加坡	6200 万	31%
北京首都	9580 万	<2%
上海浦东	7000 万	10%

资料来源: CAPA、平安证券研究所

2.2 美西南航空——低成本航空公司的标杆

美国西南航空公司是世界上第一家低成本航空公司，也是最成功的低成本航空公司之一。西南航空 1971 年 6 月 18 日开始运营，总部位于德克萨斯州的达拉斯，提供在美国国内航线以及与拉美和加勒比国家之间的航空运输。自 1973 年首次盈利开始，持续盈利至今，创造了世界航空史上前无古人的记录。

2017 年旅客运输总量超过 1.3 亿人次，是全球第一大低成本航空公司，运营 745 架波音 B737 系列机型。执飞 675 条航线，通航机场 99 个，其中美国国内 84 个，拉美和加勒比地区 15 个，每周航班量超过 28000 班。

图表25 美西南航空通航城市分布

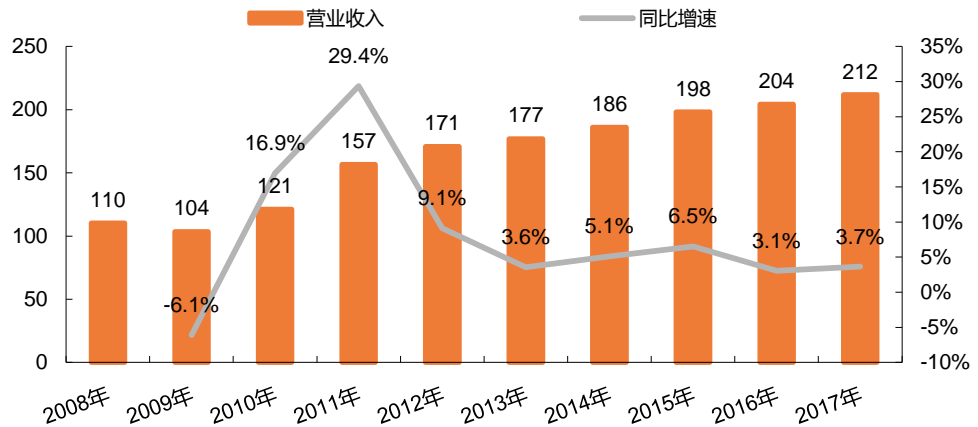


资料来源:公司官网、平安证券研究所

2017 年，公司总营收 211.7 亿美元，同比增长 3.7%，2008 年金融危机导致 2009 年营收同比减少后，自 2010 年起连续保持正增长。其中 2011 年的大幅增长主要是因为收购了一家中小型低成本航空公司 AirTran Airways。

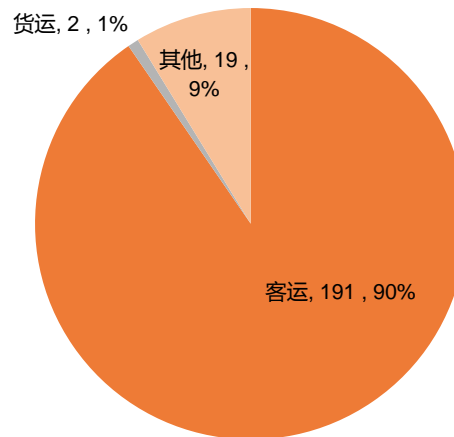
作为一家典型低成本航空，美西南专注于航空客运领域，其航空客票收入占总收入的 90%。特别是美国国内航空客运市场，美西南在此投放超过 95% 的运力，市场份额占比达到 24%，排名全美航空公司第一位。

图表26 美国西南航空营收情况（单位：亿美元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

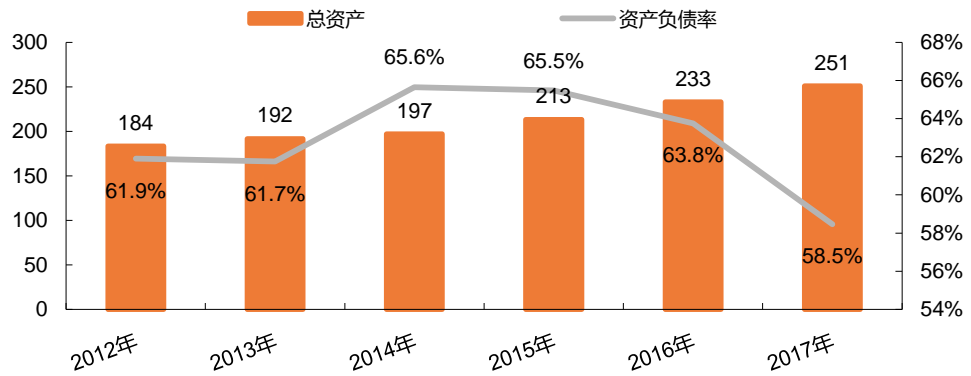
图表27 2017年美西南航空主营收入构成



资料来源:公司公告、平安证券研究所

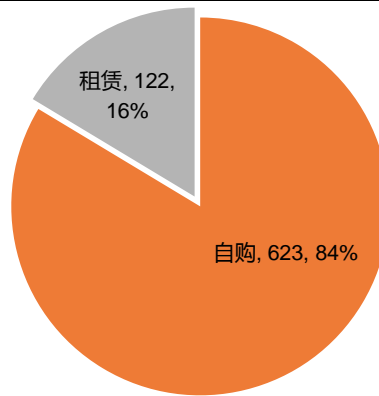
2017年末,美西南航空总资产达到251亿美元,同比增长7.8%,资产负债率达到近几年的最低值58.5%。得益于良好的经营状况以及合理的资产配置,公司资产负债率长期稳定在60%左右,目前美西南航空机队租购比约1:4,并储备有大量购机订单,确保企业正常发展。此外,美西南航空的发展也得到资本市场的充分肯定,在三大信用评级机构的评级中,美西南航空在全美航空公司中独领风骚。

图表28 美西南航空资产负债情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表29 美西南航空飞机租购比例



资料来源: CAPA、平安证券研究所

图表30 美西南航空信用评级

S&P/Fitch Moody's	Non-Investment Grade						Investment Grade			
	B-	B	B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	BBB+	A-
	B3	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Baa3	Baa2	Baa1	A3
Southwest									F S&P	M
Alaska Airlines						S&P	F			
Allegiant Air			M	S&P						
American Airlines			M	F S&P						
Delta							M F S&P			
Hawaiian Airlines			M F	S&P						
jetBlue				F	S&P	M				
Spirit Airlines				S&P		F				
United Airlines				M S&P	F					

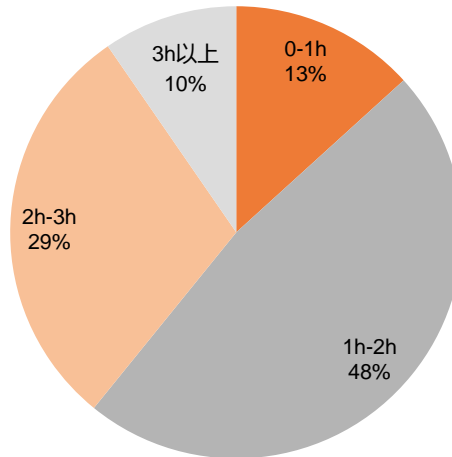
S&P Standard & Poor's
 F Fitch Ratings
 M Moody's

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

美西南的成功主要得益于四点：**精准定位、高效率、低成本和特色服务。**

精准定位。在美西南航空发展初期，美国国内航空运输业已经比较发达，但受限于航空运营的高成本和高竞争压力，整个美国民航业处于盈亏平衡状态，迫于盈利压力，传统航空巨头主要关注重点集中在高利润的中长程航线，并开始重点打造中转枢纽支撑远程航线。美西南航空此时则选择避开传统航空巨头优势领域，选择当时利润水平较低的短程航线，并专注于打造点对点直航的航线网络，并通过利用城市第二机场（非主用机场）进入大城市市场，成功避免了被行业巨头围杀的局面。

图表31 美西南航空航班飞行时间分布



资料来源:CAPA、平安证券研究所

高效率。业内普遍的认知是航程越长，飞行时间越长，飞机的利用率越高，对于专注短航程的航空公司而言，频繁的起降必然带来飞机大量的地面等待时间降低飞机的飞行时间。美西南航空通过优化过站准备程序、提高工作效率等手段尽可能的缩短飞机过站时间，提高飞机利用率，根据统计，美西南航空的飞机平均过站时间曾达到 20 分钟左右，同时期传统航空公司要 40 分钟以上，其飞机利用率一度超过 12 小时/天，曾长期保持在行业第一。

低成本。作为低成本模式的开创者，美西南航空是单一机型、单一舱位布局的绝对执行者，从开始的 3 架飞机发展到今天的 745 架飞机，全部都采用全经济舱布局的波音 B737 系列飞机，大幅度节约了飞机维护成本，并能通过灵活调配飞机进一步提高飞机利用率。在人机比控制方面，美西南航空公司更是走在大型公司的前列，在其他航空公司普遍超过 100 人/架次的情况下，美西南控制在 80 人/架次以下，特别是 2015 年以前曾长期低于 70 人/架次，极大程度上节约了人力成本。此外，美西南航空还通过采用简单、高效的销售系统大力发展直销模式，相比于传统公司的代理销售模式，省去机票销售过程中的代理费用，显著降低销售成本。根据统计，美西南直销机票比例达到 80%。

图表32 美西南航空人机比（单位：人/架次）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
人机比	66.1	64.2	63.7	65.0	66.1	65.8	69.6	70.4	74.0	79.5

资料来源：公司公告、平安证券研究所

特色服务。传统航空公司为了维持高票价以及留住高附加值的商务客人通常会采用“一价全包”的产品模式，部分服务很多旅客都会忽视，但是航空公司的却不得不因此负担高额成本。美西南航空则根据短程旅客特点，将机上服务重新定制。机上餐食，取消了免费的餐食，仅提供一些坚果和饮料；中转联程，不提供行李中转服务，购买联程票的旅客需要自己取行李并办理联程手续；登机服

务，在登机牌上不打印座位号，旅客根据登机顺序登机，自行选择座位；行李托运，美西南是全美唯一一个坚持为每张机票提供 2 件免费托运行李的航空公司，此项服务已经成为该公司的标志。

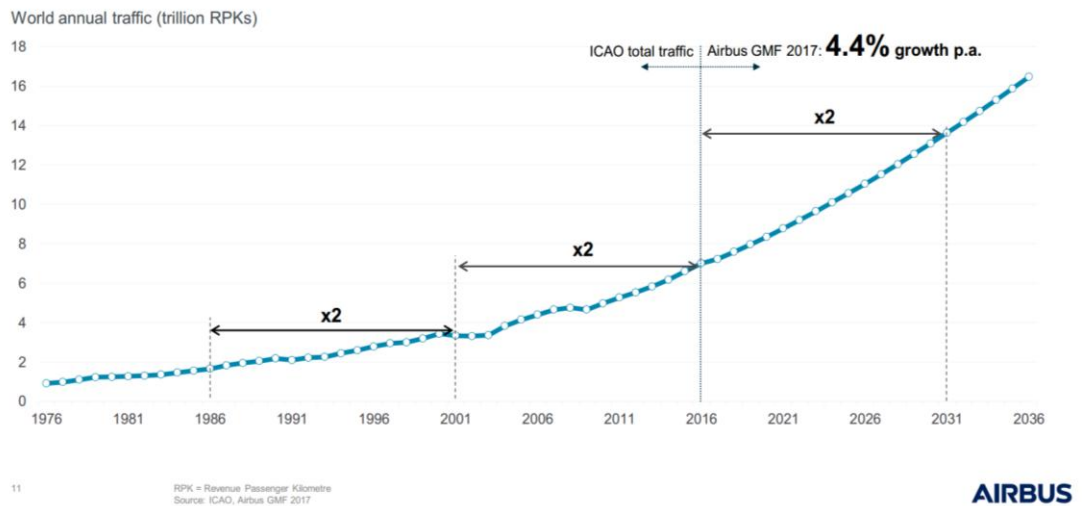
三、春秋航空的发展前景

3.1 中国航空发展速度领跑全球

国际民航组织 (ICAO) 和空客的研究表明，全球航空客运水平大约每 15 年增长一倍，在长周期内，无论是否发生经济危机，收入客公里 (RPK) 总能保持 4.4% 的年均增速，因此可以判断航空客运行业在今后相当长一段时间内仍然具有稳定市场需求，发展前景比较乐观。

根据国际航协 (IATA) 的预测，2018 年全球航空运输旅客将达到 43.43 亿人次，增长 6.1%，2019 年全球航空旅客运输量将达到 45.86 亿人次，增长 5.6% 左右，航空运输在年内仍将保持良好的发展形势。

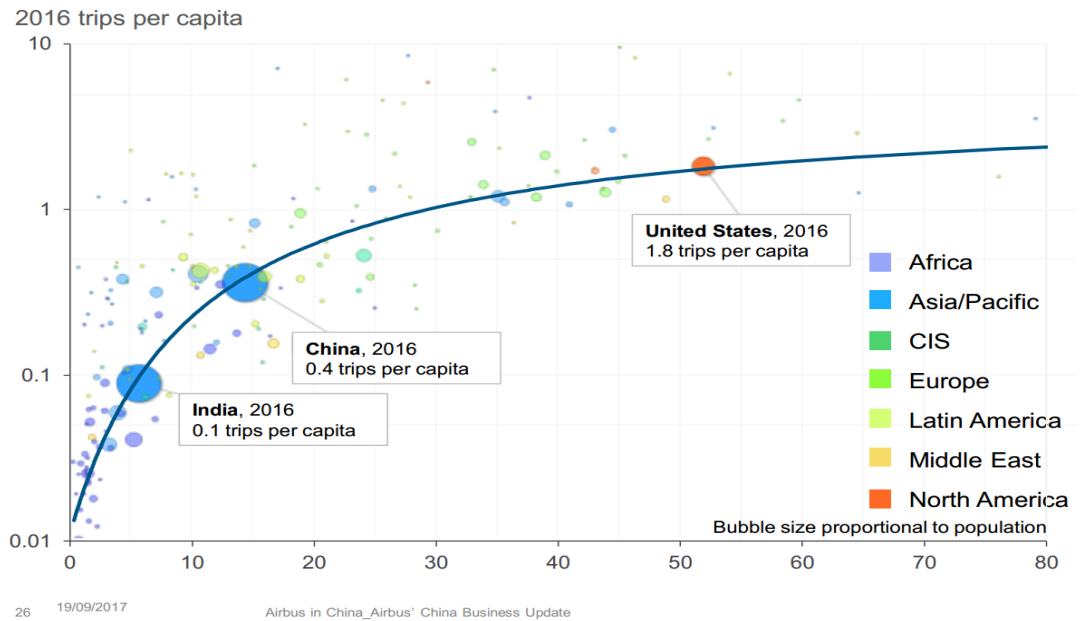
图表33 全球航空运输前景预测



资料来源:ICAO、AIRBUS、平安证券研究所

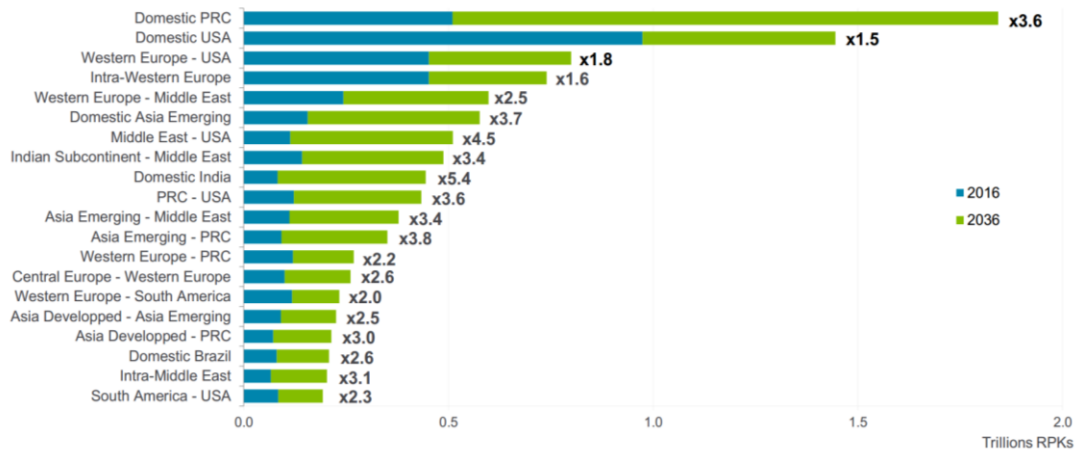
针对不同国家的人均 GDP 和人均乘机次数研究表明，两者呈现正相关的关系，目前我国每年人均乘机次数约 0.4 次，随着经济的持续发展，将会带来人均乘机次数的显著提升，加上庞大的人口基数，空客公司预测未来我国国内航空规模将超越美国，成为全球第一，并且将是未来 20 年全球航空运输增长的重要贡献来源。

图表34 人均 GDP 与人均乘机次数



资料来源: AIRBUS、平安证券研究所

图表35 未来 20 年不同市场航空客运规模

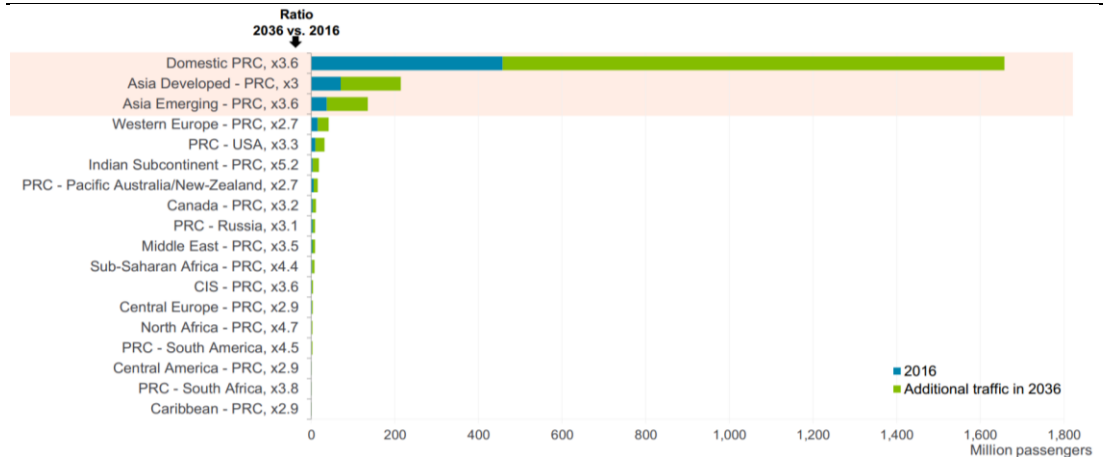


资料来源: AIRBUS、平安证券研究所

空客公司还就未来不同航线的旅客增长情况进行了预测,根据预测,未来 20 年,国内航线、至亚洲发展中国家航线和至亚洲新兴经济体航线仍然是中国航空旅客量的主要组成部分,占比超过 90%。其中,国内航线旅客数量增长约 260%,年均增长近 7%,至 2036 年将超过 16 亿人次/年;至亚洲发展中国家航线旅客数量增长 200%,年均增长近 6%,至 2036 年将超过 2 亿人次/年;至亚洲新兴经济体航线旅客数量增长 260%,年均增长近 7%,至 2036 年将超过 1.5 亿人次/年。

春秋航空当前主要机型为空客 A320 系列飞机,以春秋航空主基地上海为中心可覆盖国内绝大部分主要机场,以及周边主要国家和地区,此外春秋还有深圳、沈阳、石家庄等其他基地,航线范围可进一步扩展。春秋航空航线覆盖范围就是公司主要航空市场,其与旅客量贡献超过 90% 的 3 个航线市场几乎重叠,因此我们认为,春秋航空未来发展的市场前景非常乐观,有足够的旅客需求量支撑其保持较快的发展速度。

图表36 未来 20 年中国不同区域航线增长情况



资料来源: AIRBUS、平安证券研究所

3.2 国内航空资源迎来集中释放

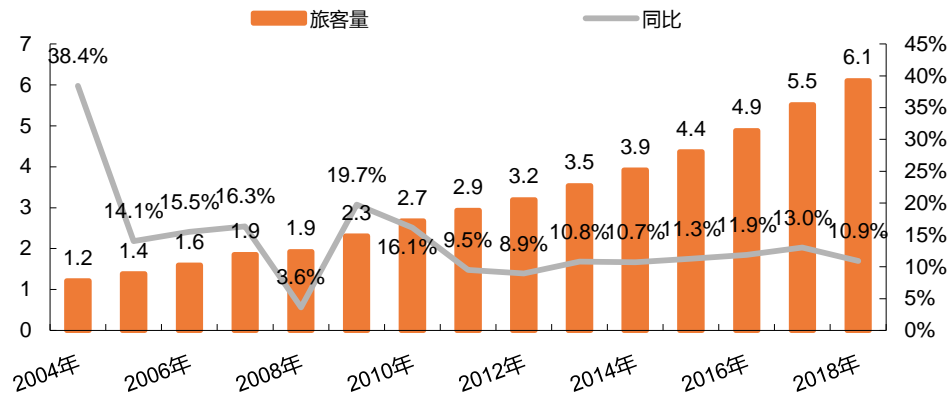
空域改革让天空不再拥挤。最近十年，我国民航航路航线的年均增速约 3.3%，明显低于航班量增速和旅客量增速，部分航路航线已经无法再增加航班，导致沿线航空市场发展受限。针对上述情况，国家空管部门实施了“10+3”空中骨干网络建设，包括京昆、京广、京沪、沪广、沪哈、沪昆、中韩、沪兰、广兰、胶昆等 10 条空中大通道和成都-拉萨、上海-福州、兰州-乌鲁木齐三条复线。2018 年 12 月 6 日，中韩空中大通道正式建成启用标志着空中骨干网络工程完成过半，即京昆、广兰、沪兰、沪哈和中韩五条大通道和成都-拉萨、兰州-乌鲁木齐两条复线，剩下的工程也将于 5 年内完成。根据测算，空中大通道相比于原有航线可提高 50%的航班量，将可大幅缓解当前航路拥堵问题，为航空公司增加航班提供空间。

机场建设带来新机遇。2018 年 12 月民航局出台了《新时代民航强国建设行动纲要》，其中提出至 2035 年，国内运输机场数量 450 个左右，地面 100 公里覆盖所有县级行政单元。2017 年末，国内在用运输机场仅 229 个，至 2035 年末需要增加 221 个，即每年增加至少 12 个。此外，很多国内一二线城市机场在近几年也有新改扩建计划，例如北京大兴国际机场、浦东机场 T3 航站楼以及卫星厅、青岛胶东机场、深圳机场卫星厅和三跑道、成都天府国际机场等等。随着上述机场项目的逐步完工，国内航空资源（停机位、时刻、地面保障能力等）的供应能力将大幅度提升，航空运输规模将持续扩大。

3.3 依托低成本航空模式抓住航空发展机遇

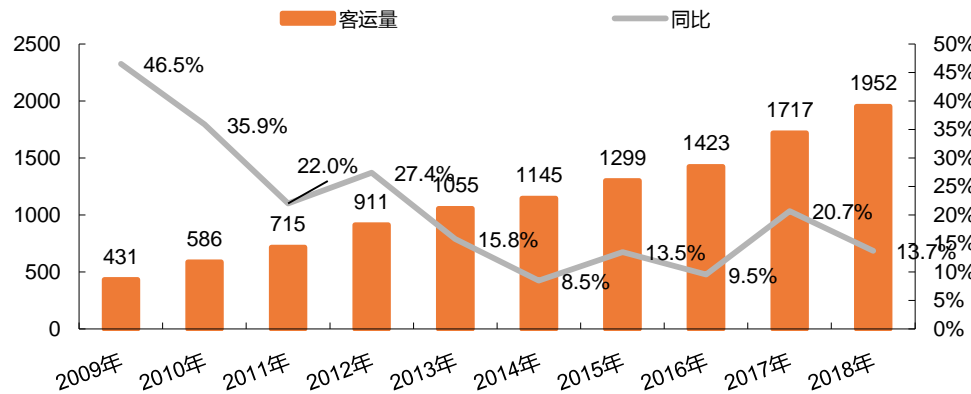
时代成就春秋航空。春秋航空成立和发展均处于中国民航高速发展时期，特别是最近几年，民航客运增速稳定保持在 10%以上，最新公布的官方数据显示 2018 年全民航旅客运输总量超过 6.1 亿人次，同比增长 10.9%，好于此前 10.5%左右的预期。得益于良好的市场形势，春秋航空旅客运输总量逐年递增，同时，凭借低成本模式带来的低票价、高竞争力优势，除了 2014 年和 2016 年同比略小于全国平均以外，全部明显高于平均水平。

图表37 中国民航年度客运总量（单位：亿人）



资料来源:Wind、平安证券研究所

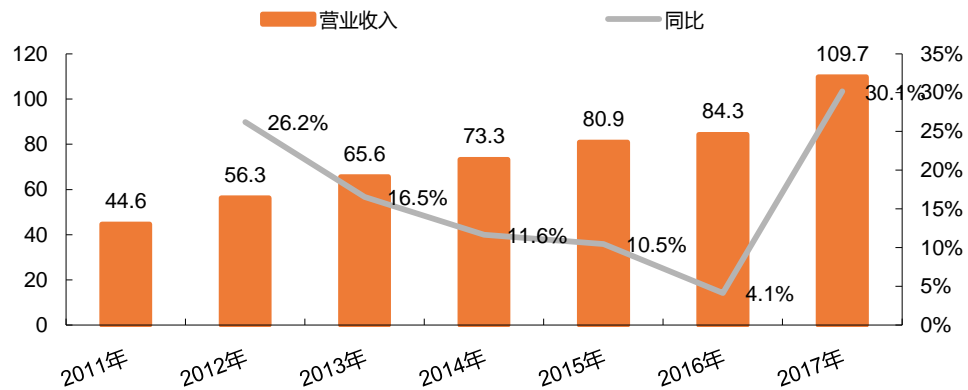
图表38 春秋航空年客运总量（单位：亿人）



资料来源:Wind、公司公告、平安证券研究所

高速增长有高营收。 高速增长的旅客运输量带来公司营业收入的持续增长，其中 2016 年由于日本、韩国等周边政治形势原因导致春秋国际航线发展受阻，营收增速下降比较明显，2017 年经过短暂调整以后，营收增速达到近年来的峰值，同比超过 30%。

图表39 春秋航空营业收入（单位：亿元）



资料来源:Wind、平安证券研究所

上述表明:1,秋航空应对市场变化能力较强,管理层能够根据市场形势变化情况快速调整航线布局;2,目前低成本模式在国内比较有竞争力,潜在客源比较充足,能够满足低成本发展需要。

1月7日至8日,2019年全国民航工作会议在北京召开,会上提出2019年预期全国民航旅客运输量将达到6.8亿人次,同比增长11%,略高于2018年的实际增速,表明行业主管部门对2019年的民航发展形势比较乐观。按照过往数据分析,春秋航空还将能够保持超过平均水平的增长速度。

四、盈利预测与投资建议

未来我国航空运输仍将保持高速发展,参考国际平均水平,我国低成本航空的市场份额有较大提升空间,春秋航空发展前景较好。我们预测了公司分行业营收、成本及毛利情况,同时考虑政府补贴的情况下,预计公司2018-2020年归属母公司净利润分别为14.59亿元、16.23亿元、18.11亿元,预计EPS分别为1.59元、1.77元、1.98元,对应PE分别为20.1、18.1和16.2。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表40 盈利预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8429	10,971	13,193	15,262	18,360
YoY(%)	4.1	30.1	20.3	15.7	20.3
净利润(百万元)	950.5	1,262	1,459	1,623	1,811
YoY(%)	-28.4	32.7	15.6	11.2	11.6
毛利率(%)	12.8	12.1	12.7	12.4	12.1
净利率(%)	11.3	11.5	11.1	10.6	9.9
ROE(%)	13.0	14.9	11.0	11.0	11.1
EPS(摊薄/元)	1.04	1.38	1.59	1.77	1.98
P/E(倍)	30.87	23.3	20.1	18.1	16.2
P/B(倍)	4.01	3.5	2.2	2.0	1.8

资料来源: Wind、平安证券研究所

五、风险提示

1, 政策风险。中国航空发展总体上还处于政府强管控时期,行业主管部门能够通过分公司设立,飞机采购,航权、航线、机场时刻获取等方面进行管理达到控制行业发展规模和发展方向的目的。因此政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险。

2, 宏观经济风险。航空的发展主要是依托整体经济环境,航空繁荣需要经济繁荣来支撑,因此当前宏观经济环境可能导致航空需求增长出现变化,影响航空公司盈利水平。

3, 油价、汇率等风险。航空公司营业成本中燃油成本占比最高,此外飞机和航材的租赁及采购通常采用美元计价,因此油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。

4, 安全风险。安全是航空公司最重要的指标,而且对航空公司的考核具有一票否决的决定权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面,并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关,直接影响航空公司发展规模。另外,消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考,由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故,因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心,从而导致航空公司营收大幅下降。

5, 机型风险。春秋航空自 2018 年底开始引进空客 A320neo 机型, 该机型是空客公司近几年新开发机型, 商业运行时间较短, 不排除有设计缺陷未被发现, 一旦某次事故导致该问题暴露, 可能导致该机型在全球范围内停飞, 给航空公司带来巨额损失。

6, 突发事件风险。国际航线旅客需求容易受到地区局势和双边外交关系等因素的影响, 若此类事件发生, 或将导致受影响航线出现大幅度亏损, 影响公司盈利状况。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6623	9932	9187	8960
现金	4269	7145	6069	5029
应收账款	85	170	125	230
其他应收款	1682	2043	2266	2918
预付账款	358	338	467	502
存货	93	99	124	145
其他流动资产	136	136	136	136
非流动资产	13979	15783	17352	20019
长期投资	21	34	47	60
固定资产	10691	12389	13966	16523
无形资产	66	66	66	67
其他非流动资产	3201	3294	3272	3368
资产总计	20602	25715	26539	28979
流动负债	5449	6281	6403	7704
短期借款	1641	2034	2034	2034
应付账款	426	472	571	688
其他流动负债	3382	3776	3798	4982
非流动负债	6689	6161	5403	4896
长期借款	5703	5174	4417	3910
其他非流动负债	987	987	987	987
负债合计	12139	12442	11806	12601
少数股东权益	0	0	0	0
股本	801	917	917	917
资本公积	1554	4937	4937	4937
留存收益	6121	7399	8824	10413
归属母公司股东权益	8464	13273	14733	16378
负债和股东权益	20602	25715	26539	28979

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2302	2732	2361	3362
净利润	1262	1459	1623	1811
折旧摊销	795	719	854	1022
财务费用	192	238	221	259
投资损失	15	3	4	5
营运资金变动	124	310	-344	259
其他经营现金流	-86	3	4	5
投资活动现金流	-2730	-2528	-2431	-3699
资本支出	2554	1743	1556	2654
长期投资	-13	-13	-13	-13
其他投资现金流	-190	-799	-888	-1059
筹资活动现金流	55	2672	-1007	-702
短期借款	436	393	0	0
长期借款	-449	-529	-757	-507
普通股增加	0	116	0	0
资本公积增加	5	3384	0	0
其他筹资现金流	63	-693	-250	-195
现金净增加额	-470	2876	-1076	-1040

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10971	13193	15262	18360
营业成本	9638	11514	13362	16137
营业税金及附加	14	15	18	22
营业费用	298	369	437	525
管理费用	251	299	348	417
财务费用	192	238	221	259
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-12	-3	-4	-5
投资净收益	-15	-3	-4	-5
营业利润	1597	1876	2086	2337
营业外收入	55	55	55	55
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	1651	1929	2139	2390
所得税	390	470	516	579
净利润	1262	1459	1623	1811
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1262	1459	1623	1811
EBITDA	2794	2768	3076	3506
EPS (元)	1.38	1.59	1.77	1.98

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	30.1	20.3	15.7	20.3
营业利润(%)	452.3	17.5	11.2	12.0
归属于母公司净利润(%)	32.7	15.6	11.2	11.6
获利能力				
毛利率(%)	12.1	12.7	12.4	12.1
净利率(%)	11.5	11.1	10.6	9.9
ROE(%)	14.9	11.0	11.0	11.1
ROIC(%)	8.3	6.8	7.1	7.5
偿债能力				
资产负债率(%)	58.9	48.4	44.5	43.5
净负债比率(%)	55.2	10.2	12.3	15.7
流动比率	1.2	1.6	1.4	1.2
速动比率	1.2	1.6	1.4	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	103.3	103.3	103.3	103.3
应付账款周转率	25.6	25.6	25.6	25.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.59	1.77	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	2.98	2.58	3.67
每股净资产(最新摊薄)	9.23	14.48	16.07	17.86
估值比率				
P/E	23.26	20.11	18.08	16.20
P/B	3.47	2.21	1.99	1.79
EV/EBITDA	12.5	11.4	10.4	9.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033