

行业：交通运输

春秋航空 (601021.SH)

评级表现

盈利能力 **A**资本运用 **A**估值指标 **A**股票流通性 **A**机构持股情况 **C**

目标股价 (人民币元)

48.35**买入**

新加坡

Ted Worley, 全球发布公关
ted_worley@chinaknowledge.com
Tel: (65) 6743 1728

上海

赵中隆, 执行董事
charles@chinaknowledge.com
Tel: (86) 21 6607 5535

香港

Christina 王馨雪
执行董事, 研究部
christina_wang@chinaknowledge.com

分析师

崔诗嘉、何巧航

投资要点

● 航空业需求稳步增长，廉航市场份额将不断扩大

国内人均乘机仅为 0.4 次，根据民航局战略规划，预计到 2020 年，中国人均乘机次数达到 0.47 次。与发达国家普遍大于 1.5 次相比，我国航空业仍有巨大增长空间。随着经济稳定增长，低线消费升级将驱动民航出行需求持续释放。尤其是廉航票价便宜，精准定位价格敏感高的低线居民，受经济增长影响尤为显著。我们认为，作为廉航龙头的春秋航空占据的市场份额将稳步扩大。

● 波音 737MAX 系列飞机停飞，公司区域竞争力上升，客源增长

3 月 14 日起，波音 737MAX 系列飞机全球停飞，我国也第一时间宣布停飞该机型。从订单量看，737MAX 停飞的不利影响将使我国航空业供给降速。但由于公司仅运营空客机队，737MAX 停飞不会对公司造成影响。反而由于其他航空公司的供给下降，经营区域主要为二三四线航线的春秋航空将面临更小的区域竞争力，2019 年以来春秋航空客座率表现明显优于其他公司。

● 春秋航空经营模式高效，有效控制各项成本及费用

公司采用空客 A320 系列机型，有效降低了飞机购买和租赁成本、降低了飞机大修成本和管理成本以及其他管理费用。同时，飞机只设置单一的经济舱位，可提供座位数高于业内平均，有效摊薄了单位成本。并且公司拥有高客座率和高飞机利用率，运营成本较三大航显著降低。此外，公司以电子商务直销为主要销售渠道，2018 年公司单位销售费用为 0.0067 元，远低于业内可比上市公司。公司的科学管理也使得单位管理费用远低于业内可比上市公司，为 0.0052 元。

● 公司采用多种方式规避汇率和油价波动的影响

公司通过持有美元、日元资产对冲部分美元、日元负债，同时采用期权等远期金融产品规避汇率波动的影响。总体来看，汇率对公司业绩影响较小，人民币对美元汇率波动 1%，2018 年对公司净利润的影响仅为 58 万。而油价方面，公司由于客座率较高，导致单位航班的燃油附加费较多，能够转移大量成本。同时公司通过信息化手段做了很多节油工作，小时油耗不断下降。

1 盈利能力

主要利润指标

指标 (亿元人民币)	2017	2018	变化
营业额	109.71	131.14	19.54%
营业总成本	103.94	125.10	20.36%
其他收益 *	10.19	13.03	27.87%
毛利率 (%)	12.14	9.68	-2.46bps
归母净利润	12.62	15.03	19.12%
每股基本盈利 (元)	1.58	1.67	5.70%

来源: China Knowledge 数据库、春秋航空年度报告

注: 其他收益主要为政府对公司的航线补贴和财政补贴



公司名称	股票代码	客座率	飞机利用率 (小时)	座公里收益 (元)	座公里成本 (元)	可提供客公里 (亿人公里)
中国国航	601111.SH	80.6%	9.53	0.50	0.40	2736.0
南方航空	600029.SH	82.4%	9.73	0.46	0.39	3144.2
东方航空	600115.SH	82.3%	9.43	0.47	0.41	2448.8
春秋航空	601021.SH	89.0%	11.06	0.34	0.29	389.7
吉祥航空	603885.SH	86.2%	10.06	0.41	0.32	348.1
平均		84.1%	9.96	0.44	0.36	

来源: China Knowledge 数据库、春秋航空年度报告

注: 指标取自上市公司年报

公司 2018 年营业收入为 131.14 亿元, 较 2017 年增长 19.54%。营业收入增长的主要来源是公司远高于行业平均水平的客座率水平和飞机利用率。高客座率水平使得公司座公里收益较三大航差距并不如票价差距明显。以 2018 年为例, 公司座公里收益水平比三大航低 23%, 比吉祥低 19%, 较客公里收益差距的 29% 及 21% 有明显收窄。尽管 2018 年公司调高了部分航线的价格, 但通过依据不同乘客的需求而进行市场拆分, 公司平衡了价格和客座率之间的关系, 在毛利率下降的同时实现了营业收入的显著增加。此外, 公司还发展了高毛利率的辅收业务, 2018 年公司辅收毛利率为 64%, 盈利能力远高于主业, 贡献了公司业绩的增长。

公司 2018 年其他收益为 13.03 亿元, 主要是政府对公司的航线补贴和财政补贴, 较去年上升 27.87%。随着国内经济增长, 居民航空出行需求将不断上涨, 中国民航局将加大对民航的政策支持, 尤其对能惠及更多群众的低成本航空模式的支持。可以预计, 未来春秋航空这部分补贴收入将进一步增长。

而从营业总成本角度来看, 2018 年公司总成本为 125.10 亿元, 较 2017 年增长 20.36%, 上升原因主要由于 2018 年上半年航油采购价格的上涨。但卓越的成本管控使公司有着较高综合的竞争壁垒, 扣除航油成本, 公司单位非油营业成本较去年同期下降 1.3%。同时, 公司注重数字营销和科学管理, 使得公司单位销售费用、管理费用仅为三大航的 30%、50%~60%。公司的座公里成本为 0.29 元, 远低于行业平均水平 0.36 元, 有效的成本管控保障了公司在票价具有竞争力的同时, 利润也能稳步增长。

作为廉航龙头的春秋航空, 深耕于二三四线航线, 尽管可提供客公里 (ASK) 远低于老牌三大航, 但是与同为后起之秀的吉祥航空相比仍然具有优势, 随着中国经济的增长, 低消费群体出行需求旺盛, 加之 2019 年北京大兴机场和成都二机场的投入使用, 我们预计春秋航空的 ASK 将持续上升, 公司薄利多销的策略将为公司带来大量低消费客流, 实现公司营收与利润的稳健增长。

综上, 在盈利能力方面, 我们给出 “A” 评级。

2 资本运用

指标	2017	2018	行业平均
资产负债率 (%)	58.92	49.86	63.30
流动比率	1.22	1.32	0.64
速动比率	1.20	1.30	0.61
流动负债比总负债 (%)	44.89	52.35	51.22
净负债率 (%)	55.69	33.08	65.87

信用 比率	2017	2018
长期债务与营运资金比率	5.70	2.86
EBITDA 利息保障倍数	8.95	10.08
净资产收益率	16.00	12.49

来源：China Knowledge 数据库、春秋航空年度报告

春秋航空近两年很好地控制了资产负债率，2018 年 49.86% 的资产负债率远低于行业平均，同时流动比率和速动比率都是行业平均的两倍，体现了春秋航空优越的资产变现能力。

春秋航空的负债主要为短期债务，其中截止 2019 年一季度末其短期借款 26.03 亿元，长期借款 33.80 亿元，而公司拥有货币资金 57.76 亿元，可以说无论从短期还是中长期来看，公司的偿债压力都较小，在行业内表现十分突出，净负债率远低于行业水平。同时从营运能力来看，公司长期债务与营运资金比率也从 2017 年 5.70 降低到 2.86，EBITDA 利息保障倍数也有所上升，主要是由于公司利润显著上升导致的，说明公司运作良好，有能力偿还债务，维系长期经营发展。

据此，我们在资本利用方面给予春秋航空“A”评级。



3 估值指标

财务摘要	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	131.14	157.37	188.84	217.17
归属母公司股东净利润 (亿元)	15.03	17.17	22.01	28.85
EPS*	1.64	1.88	2.41	3.15
PE	28.55	24.94	19.46	14.85

来源: China Knowledge 数据库、春秋航空年度报告

注: EPS= 归母净利润 / 总股本

我们预测公司 2019-2021 年分别实现营业收入 157.37 亿元、188.84 亿元和 217.17 亿元, 对应 EPS 分别为 1.88 元、2.41 元和 3.15 元。

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	每股盈利 (元)	营收增长率 (%)	毛利率 (%)
中国国航	601111.SH	1406.00	18.92	1.56	0.53	15.64	15.82
南方航空	600029.SH	949.48	30.75	1.48	0.28	10.72	10.45
东方航空	600115.SH	917.24	33.57	1.64	0.19	18.79	10.90
春秋航空	601021.SH	429.04	26.95	3.06	1.67	21.61	9.68
吉祥航空	603885.SH	235.95	19.65	2.40	0.69	16.07	15.02
华夏航空	002928.SZ	67.88	27.08	3.07	0.63	23.66	14.14
平均			26.15	2.20	0.67	17.75	12.67

来源: China Knowledge 数据库、春秋航空年度报告

注: 市值, 市盈率和市净率截止 2019 年 7 月 3 日, 其他指标取自上市公司年报。

根据春秋航空所处的行业特点, 我们选择了 6 家上市公司与其进行比较。在盈利水平方面, 春秋航空 9.68% 的毛利率略低于行业平均水平 12.67%, 主要原因是公司于 2018 年调整了部分航线价格, 票价水平明显较其他航企收窄, 造成公司客座率同比下降。尽管如此, 作为廉航龙头的春秋航空的客座率表现仍明显优于其他公司, 使得票价提升带来的收益能够超过客座率下降带来的损失, 公司的营收增长率仍位于行业领先。

比较市盈率 (P/E) 水平, 春秋航空的市盈率 26.96 略高于行业平均水平 26.15, 同时市净率为 3.06, 也略高于行业平均水平 2.20, 但由于公司去年营收增长显著, 我们认为目前公司的股票价格处在一个合理的区间内, 且仍有一定上涨空间。

综上, 在估值方面, 春秋航空评级为 “A”。



4 股票流通性

5月31日至7月3日

公司名称	股票代码	Amihud 流动性度量 (10^{10})
中国国航	601111.SH	2.9
南方航空	600029.SH	2.2
东方航空	600115.SH	1.8
春秋航空	601021.SH	1.9
吉祥航空	603885.SH	0.6
华夏航空	002928.SZ	0.3
平均		1.6

来源: China Knowledge 数据库

Amihud 流动性指标是金融文献中广泛使用的流动性指标，它使用每日成交量与收益比率的绝对值来捕捉价格影响。数字越大，股票的流动性越强。

根据 Amihud 流动性指标，春秋航空的股票流动性指标是 1.9，高于行业平均水平 1.6，且接近三大航的流动性水平，说明在 5 月 31 日至 7 月 3 日其股票流动性较好。

我们给出“A”评级。



5 机构持股情况

机构名称	Q42018	Q12019	变化
上海春秋国际旅行社(集团)有限公司	504,000,000	504,000,000	-
上海春秋包机旅行社有限公司	37,615,201	34,295,661	-8.82%
香港中央结算有限公司	25,815,323	29,006,635	12.36%
上海春翔投资有限公司	29,382,081	23,907,711	-18.63%
民生加银基金-平安银行-民生加银鑫牛定向增发82号资产管理计划	-	23,263,542	新进
中国证券金融股份有限公司	16,892,789	16,892,789	-
上海春翼投资有限公司	15,840,015	14,241,639	-10.09%
诺德基金-招商银行-诺德千金217号特定客户资产管理计划	-	13,293,453	新进
鹏华资产-浦发银行-鹏华资产白泽1号资产管理计划	-	13,293,452	新进
华宝(上海)股权投资基金管理有限公司-华宝新趋势私募股权投资基金	-	11,131,771	新进
比尔和梅琳达·盖茨基金会	5,997,290	-	退出
美国摩根大通银行	4,934,377	-	退出
瑞银集团	4,775,129	-	退出
九泰锐益定增灵活配置混合型证券投资基金	4,652,708	-	退出

来源: China Knowledge 数据库, 春秋航空年度、季度报告

截止 2019 年第一季度,除了香港中央结算有限公司,没有其他外国机构投资者持有春秋航空。其中,香港中央结算有限公司持有的股份是其代理的在香港中央结算有限公司交易平台上交易的 H 股股东账户的股份总和,包括沪股通的部分,涉及个人投资者和海外基金。需要引起重视的是,在最近一个季度,有四家公司退出,其中有三家为外国投资者,分别为比尔和梅琳达·盖茨基金会、摩根大通银行和瑞银集团,而同时进入的四家公司均为中国企业。这表明,春秋航空对于外国机构投资者而言正在逐渐失去吸引力。

由此,在机构持股方面,春秋航空评级为“C”。



风险提示及免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中盛不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中盛将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中盛或其附属及关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中盛不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中盛的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中盛及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中盛的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中盛任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中盛成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中盛成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。