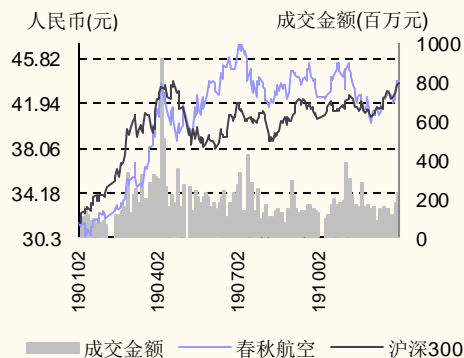


市场价格 (人民币): 43.89 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.17
已上市流通 A 股(亿股)	9.16
总市值(亿元)	402.35
年内股价最高最低(元)	43.89/40.95
沪深 300 指数	4097
上证指数	3050



## 相关报告

1. 《Q4 国内线投入回升, 成本费用控制效果持续-《2019-04-...》, 2019.4.18

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

徐君 联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

## 干线机场时刻释放, 助推收益水平改善

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,971	13,114	15,129	17,652	20,765
营业收入增长率	30.15%	19.54%	15.37%	16.67%	17.64%
归母净利润(百万元)	1,262	1,503	1,768	2,252	2,676
归母净利润增长率	32.73%	19.12%	17.67%	27.32%	18.87%
摊薄每股收益(元)	1.576	1.639	1.929	2.456	2.919
每股经营性现金流净额	2.88	3.16	2.96	3.64	4.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.91%	11.28%	12.28%	14.30%	15.42%
P/E	23.65	19.41	22.75	17.87	15.03
P/B	3.53	2.19	2.79	2.56	2.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 外在表现为低票价, 极致的成本管控是核心护城河。春秋相对于三大航实现了 30% 以上的成本节约, 源于: 两单 (单一机型与单一舱位), 两高 (高客座率与高飞机日利用率) 和两低 (低销售费用与低管理费用)。低成本为公司带来高客座率 (约比三大航高出 6 个百分点以上) 和二三线航空市场更显著的规模效应。
- 中短期看价: 一线机场新产能投放提供了新的时刻机会, 有望打入枢纽机场。公司目前盈利最高的几条航线深圳-虹桥、虹桥-大阪、虹桥-厦门等均连接了一线机场。对于廉价航空来说, 运营热门航线意味着与全服务航司更小的票价差距, 但更明显的成本优势和周转效率带来更高的 ROE。以大兴机场为例, 春秋若每天增加一对时刻用于京沪线, 则在给定客座率 90%, 平均票价 1000 元假设下, 整体客运收益可提升 0.58%, 归母净利润增加 3.42%。
- 中长期看量: 一线城市的时刻资源饱和, 但二三线城市的时刻资源相对充裕, 为廉航提供了广阔的市场, 但同样需要时间培育。随着城市基础设施不断完善, 小机场建设加速, 预计到 2020 年民用机场增加 50 个以上, 达到 260 个; 同时枢纽机场低成本航站楼改善 (如深圳机场) 进一步提升公司成本优势。
- 公司战略不断优化: 由高客座率向高收益管理政策转变, 强化基地建设, 增强航班频次。公司更加注重收益管理, 高客座率开始向高利润转化, 17、18 年公司国内线客公里收益分别提升 16%、8%, 供需改善或推动 2019 年公司客公里收益同增 2% 以上, 收益持续上行。19 年公司新开辟兰州基地。2020 年或投放北京大兴机场, 成熟区域基地不断拓展。若明年有效运力投放 10 架飞机, 测算 20、21 年 ASK 增速或重回 15% 以上。

## 投资建议

- 考虑到航空渗透率不断提升、国内机场产能扩张及公司立足一线、加码二三线的策略有望进一步打开盈利空间。受宏观经济下行及 19H1 公司飞机运力引进节奏放缓影响, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.93/2.46/2.92 元 (分别较前次预测下调 11%/10%/8%), 对应 PE 为 23/18/15 倍。我们给予公司 20 年 20 倍估值, 目标价 50 元。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济增速不及预期; 运力引进不及预期; 油价上涨过快。

## 内容目录

1. 极致的成本管控构筑廉航护城河 .....	4
1.1 单位 ASK 成本较三大航低约 26.9% .....	4
1.2 航油成本受益于低机龄机队和 A320 非凡的经济性 .....	4
1.3 折旧租赁维修成本优势来自于单一机型和单仓布局 .....	6
1.4 高周转率摊薄固定成本 .....	6
1.5 精细化管理降低单位费用水平 .....	6
2. 收益管理卓有成效，未来仍有提价空间 .....	7
2.1 近年廉航机队规模同比增速高于三大航 .....	7
2.2 更注重收益管理，高客座率开始向高利润转化 .....	7
3. 成长视角看春秋，增量关注二三线市场 .....	9
3.1 一线机场时刻、吞吐量增量有限 .....	9
3.2 春秋近两年在二三线城市发力 .....	10
3.3 二三线航线的补贴模式具有可持续性 .....	11
3.4 机场产能扩张带来新的时刻机会 .....	12
4. 估值及盈利预测 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 单位 ASK 营业成本分项比较 (2018) .....	4
图表 2: 单位 ASK 成本优势拆分 .....	4
图表 3: 单位 ASK 成本较三大航低约 26.9% (2018) .....	4
图表 4: 单位 ASK 扣油成本较三大航均值低 27.7% .....	4
图表 5: 春秋机队平均机龄低于三大航机队 .....	5
图表 6: A320 系列中短程航程经济性最优 .....	5
图表 7: 春秋航空三年客机引进指引 .....	5
图表 8: A320 NEO 配装 LEAP 引擎航油成本节约 (百万美元/年) .....	5
图表 9: 上市航司 2018 年座公里折旧租赁成本 (元) .....	6
图表 10: 上市航司 2018 年座公里维修成本 (元) .....	6
图表 11: 春秋飞机日利用率较三大航均值高 15.6% .....	6
图表 12: 高利用率对应春秋高固定资产周转率 .....	6
图表 13: 春秋历年座公里管理费用和销售费用 (元) .....	7
图表 14: 春秋座公里两费均具有较大优势 .....	7
图表 15: 春秋历年引进飞机数量 .....	7
图表 16: 五大航机队规模历年同比增速 .....	7
图表 17: 春秋航空客公里收益近三年处在上升区间 .....	8
图表 18: 各航司客公里收益历年同比变化 .....	8

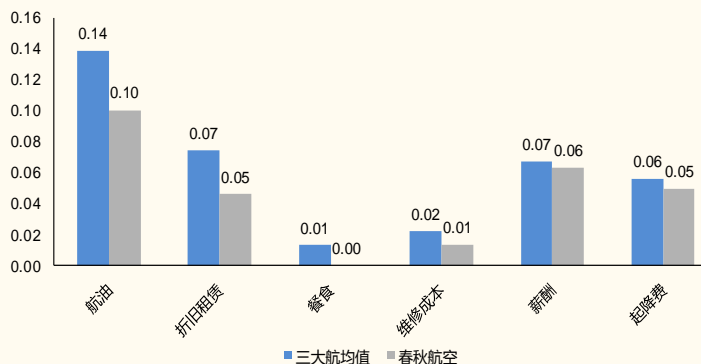
图表 19: 春秋近年客座率呈下降趋势.....	8
图表 20: 与春秋国旅关联收入下降.....	8
图表 21: 五大航客公里收益对比.....	9
图表 22: 西南航空 VS 达美航空客公里收益比较.....	9
图表 23: 一线机场起降架次同比增速低于主协调机场.....	9
图表 24: 19 夏秋航季五大机场起降架次增速.....	9
图表 25: 春秋航空航班周起飞机场分布（机场未完全列出）.....	10
图表 26: 春秋二三线航班增长迅速（2019 夏秋航季）.....	10
图表 27: 春秋分航季航线类型同比增长.....	10
图表 28: 各航司 2018 年航线补贴收入（亿元）.....	11
图表 29: 春秋历年航线补贴收入（计入当期损益部分）.....	11
图表 30: 航线补贴集中度逐年降低（金额口径）.....	11
图表 31: 航线补贴集中度逐年降低（运力口径）.....	11
图表 32: 民航基本建设和技术改造投资额处于高位.....	12
图表 33: 民用航班飞机场数量稳步上升.....	12
图表 34: 国内主要机场扩建计划.....	12
图表 35: 京沪航线时刻利润弹性测算（增加一对时刻）.....	13
图表 36: 2018 年事故征候万时率及航班不正常率.....	13
图表 37: 2018 年旅客投诉万分率及航班执行率.....	13

## 1.极致的成本管控构筑廉航护城河

### 1.1 单位 ASK 成本较三大航低约 26.9%

- 廉价航空经营的核心是成本管控。通过拆分春秋航空的营业成本，我们可以看到在航油、折旧租赁、维修方面，春秋相对于三大航均实现了 30% 以上的成本节约。2018 年，三大航单位 ASK 成本均值为 0.416 元，春秋为 0.304 元，低约 0.112 元 (26.9%)。单位扣油 ASK 成本较三大航均值低约 0.077 元 (27.6%)。
- 从绝对值的角度上看，0.112 元的成本优势中，航油成本节约贡献 32% (0.036 元)，折旧租赁贡献 24% (0.027 元)，餐食贡献 12% (0.013 元)，维修成本贡献 8% (0.0085 元)。公司实现成本优势的路径可以概括为两单 (单一机型与单一舱位)，两高 (高客座率与高飞机日利用率) 和两低 (低销售费用与低管理费用)。

图表 1：单位 ASK 营业成本分项比较 (2018)



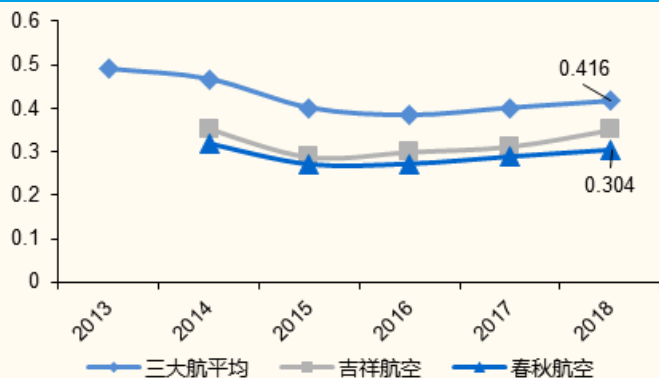
图表 2：单位 ASK 成本优势拆分

三大航均值	0.416	
春秋航空	0.304	
差额	0.112	100%
航油	0.0360	32%
扣油成本	0.0768	68%
折旧租赁	0.0274	24%
餐食	0.0132	12%
维修成本	0.0086	8%
薪酬	0.0037	3%
起降费	0.0065	6%
其他	0.0172	15%

来源：公司年报，国金证券研究所

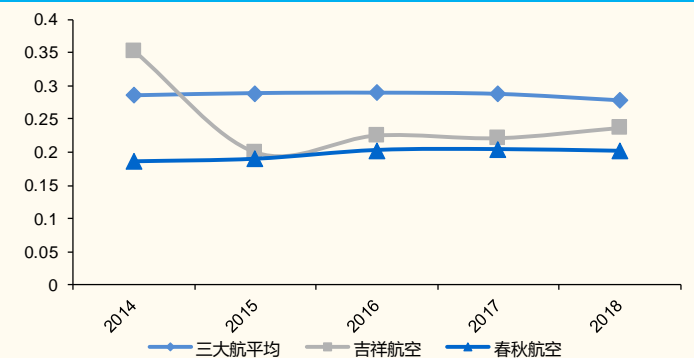
来源：各公司年报，国金证券研究所

图表 3：单位 ASK 成本较三大航低约 26.9% (2018)



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：单位 ASK 扣油成本较三大航均值低 27.7%

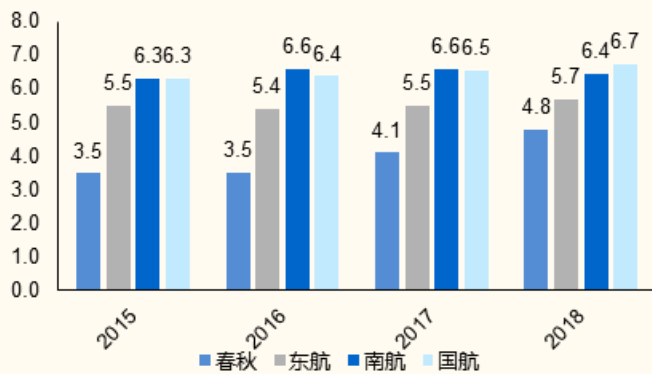


来源：公司年报，国金证券研究所

### 1.2 航油成本受益于低机龄机队和 A320 非凡的经济性

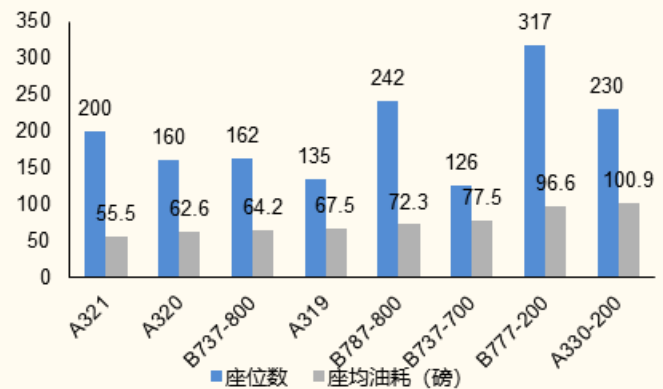
- 春秋航空 2018 年相对于三大航座公里成本优势中，32% 由航油成本贡献。航油成本节约来自于两方面：(1) 低机龄机队；春秋航空机队平均机龄为 4.8 年，低于三大航均值 6.3 年。低机龄机队对应更高的航油经济性。(2) A320 本身的经济性。截至 2019 年 6 月，春秋机队运营 80 架 A320 和 6 架 A320NEO，A320 作为目前中短航程的主力机型，座均油耗小幅优于同是主力机型的 738 (低约 2.5%)。在给定航线和其他假设条件下，A321 和 A320 座均油耗优于其他机型 (低约 5-20%)。

图表 5：春秋机队平均机龄低于三大航机队



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 6：A320 系列中短程航程经济性最优



注：样本航线为北京首都-上海浦东，来源：Fuelplanner，国金证券研究所

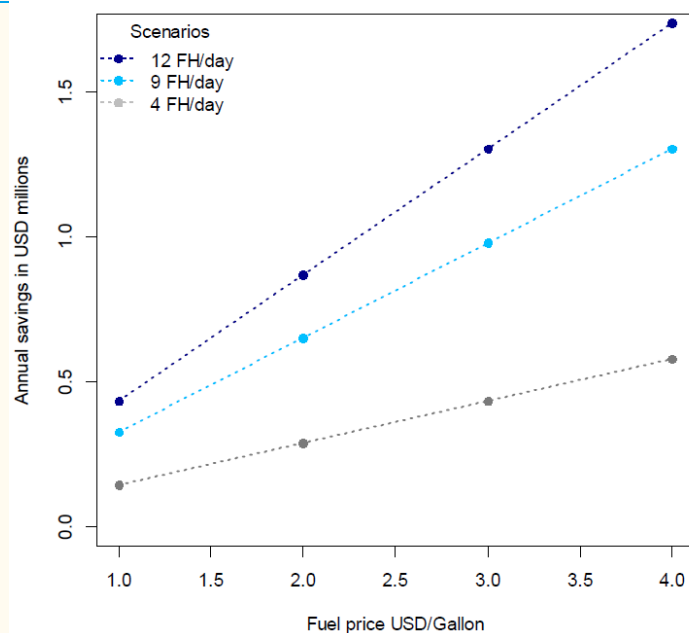
图表 7：春秋航空三年客机引进指引

		2019	2020	2021
购买	A320 NEO	12	0	10
	A321 NEO	0	12	3
经营租赁	A320 NEO	3	0	
合计		15	12	13

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2019 年上半年春秋引进 5 架 A320 NEO，计划全年引进 15 架，根据 2018 年年报，2019-2021 年计划累计引进 22 架 A320 NEO 和 15 架 A321 NEO。新机型的引入继续提高航油效率。根据空客披露的数据，A320 NEO 相对于 A320CEO 航油效率提高 15%，最高座位数达 186。配置 LEAP1-A26 引擎的 A320 NEO 机型在给定 9 小时日均利用时长和 3 美元/加仑的航油价格下，年节约航油成本接近 100 万美元。

图表 8：A320 NEO 配装 LEAP 引擎航油成本节约 (百万美元/年)

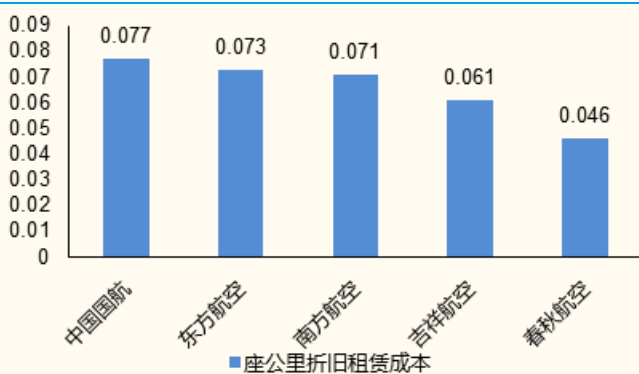


来源：FDP-Amentum，国金证券研究所

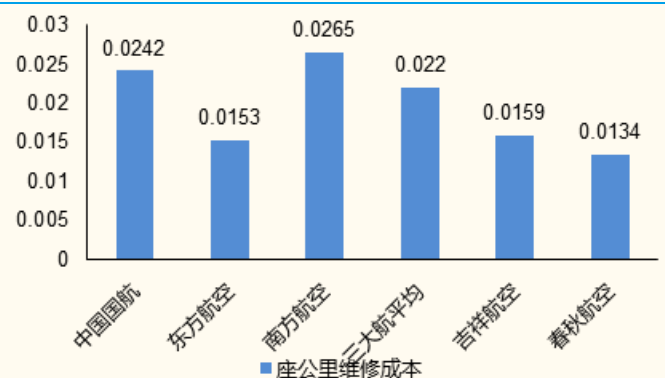
### 1.3 折旧租赁维修成本优势来自于单一机型和单仓布局

- 春秋一方面采用单一机型机队策略，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。春秋航空 2018 年座公里折旧租赁成本为 0.046 元，三大航均值为 0.074 元，相对差距明显。另一方面利用单仓布局使得座位数较标准两仓航班或三仓航班高 15-20%，调整此因素后，春秋座公里折旧租赁成本仍较三大航均值低约 28.5%。
- 根据空客公司披露的数据，A320NEO 机型有 95%的零件和 A320CEO 和通用。因此，新机型的引入不会显著增加额外的维修成本。而另一方面，低机龄机队也对应比较低的座公里维修成本。三大航中，东航机队平均机龄 5.7 年低于南航的 6.4 年和国航的 6.7 年。对应 2018 年东航和春秋航空两家航司较低的座公里维修成本。未来三年，根据春秋目前披露的机队引进计划，平均机龄将进一步降低，对应座公里维修成本有望进一步下降。

图表 9：上市航司 2018 年座公里折旧租赁成本（元）



图表 10：上市航司 2018 年座公里维修成本（元）



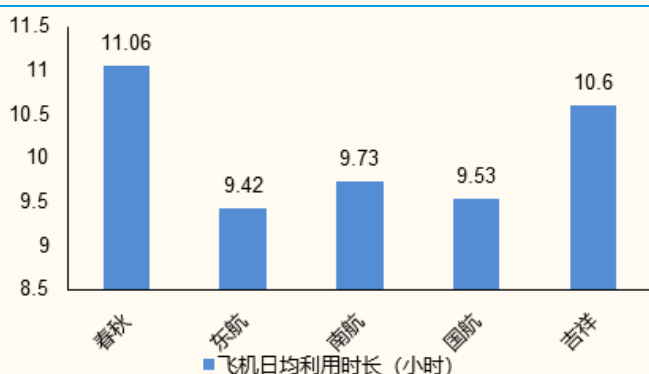
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

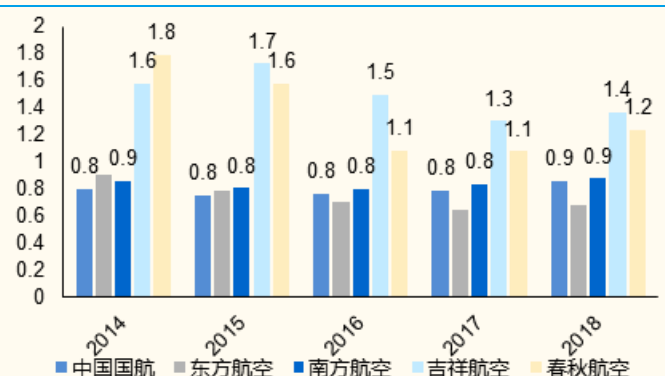
### 1.4 高周转率摊薄固定成本

- 高周转率摊薄固定成本。春秋航空 2018 年飞机日均利用时长达 11.06 小时，较三大航均值高 15.6%。高利用率来自于春秋对时刻资源的有效协调以及航线网络的渗透和优化。此外，春秋 18 年建立飞行实力信息共享机制，最大限度地减少飞行实力和规划小时不匹配的问题。飞机利用效率的提升反映在报表上是高于行业水平的固定资产周转率，春秋和吉祥的固定资产周转率历年均高出三大航约 30%。

图表 11：春秋飞机日利用率较三大航均值高 15.6%



图表 12：高利用率对应春秋高固定资产周转率



来源：公司年报，国金证券研究所

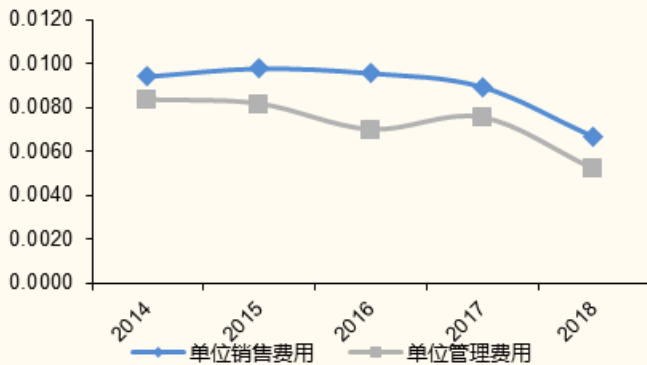
来源：公司年报，国金证券研究所

### 1.5 精细化管理降低单位费用水平

- 春秋在费用控制方面表现同样出色。公司 2018 年座公里销售费用为 0.0067 元，较去年同期下降 25.4%，仅为三大航均值的 30%。2018 年销

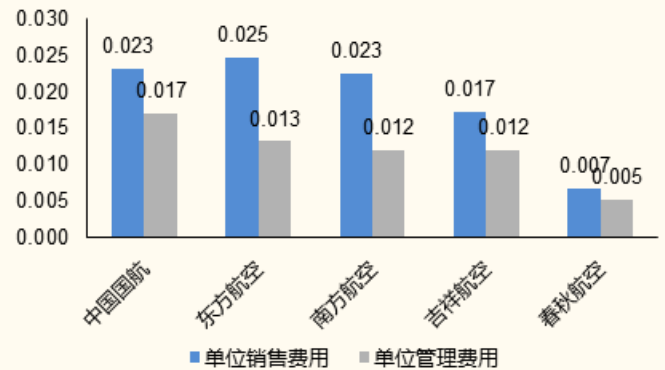
售费用主要降幅来自于广告费用的削减，同比下降约 45%。座公里管理费用同比下降 31%，降幅来自于在可用座公里数同比增加 16.5%的情况下，管理费用绝对值同比下降 19.5%。

图表 13：春秋历年座公里管理费用和销售费用（元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 14：春秋座公里两费均具有较大优势



来源：公司年报，国金证券研究所

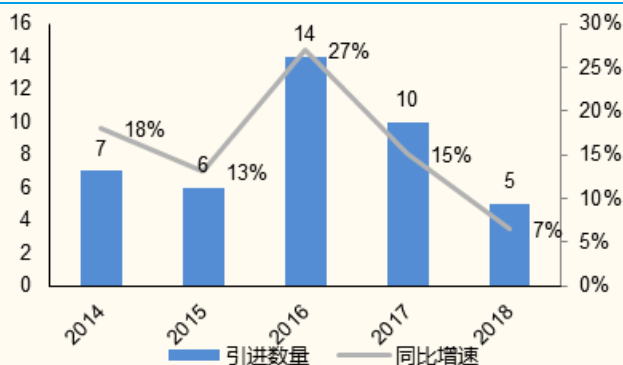
- 总体来看，作为国内廉价航空的领头羊，春秋航空将成本控制做到了极致。0.304 元的座公里成本较三大航均值 0.416 元低约 26.9%。成本优势中，最大两块来自于航油成本和折旧租赁成本。春秋通过单仓布局增加了同等条件下 ASK，从而摊薄座公里固定成本（15-20%），利用 A320 机队的经济性降低座均油耗。不提供餐食较三大航节约 0.013 元座公里成本。随着新机型的引入和精细化管理方面的进一步加强，春秋的成本优势可以保持并且继续扩大，为公司在收入管理方面提供更多施展空间。

## 2. 收益管理卓有成效，未来仍有提价空间

### 2.1 近年廉航机队规模同比增速高于三大航

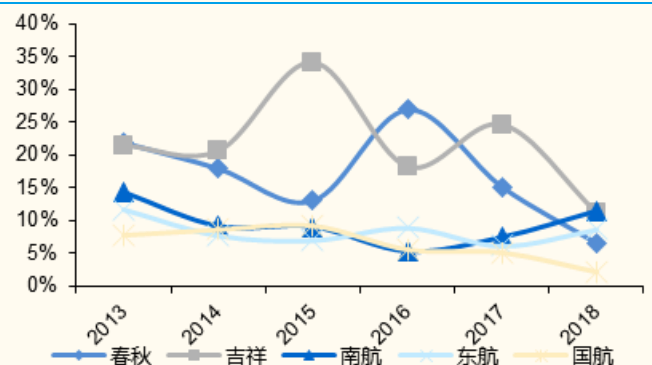
- 从近年五大航飞机引进节奏来看，春秋和吉祥的同比增速均大于三大航，同时波动也大于三大航。由于春秋机队机型单一，在不考虑航距增长的情况，机队规模增长基本和 ASK 增长相一致。2013-2018 期间，春秋运营飞机数量 CAGR 为 15.7%，三大航均值为 7.4%。

图表 15：春秋历年引进飞机数量飞机数量



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 16：五大航机队规模历年同比增速



来源：公司年报，国金证券研究所

### 2.2 更注重收益管理，高客座率开始向高利润转化

■ 2018 年春秋航空引进 5 架客机，机队规模同比增速为 7%，为公司历年最低。同期全行业客机数量同比增速为 10.5%。机队引进速度的调整受三方面因素影响。

1) 公司自身的引进节奏。春秋 2016,2017 客机引进 10 架, 14 架, 引进速度较快。2018 年希望调整自身引进节奏。

2) 空客交付期延后, 2018 年公司计划引进 7 架客机, 其中含 4 架 A320CEO 及 3 架 A320NEO。因空客公司 A320NEO 产能问题, 两架 NEO 机型未如期交付。

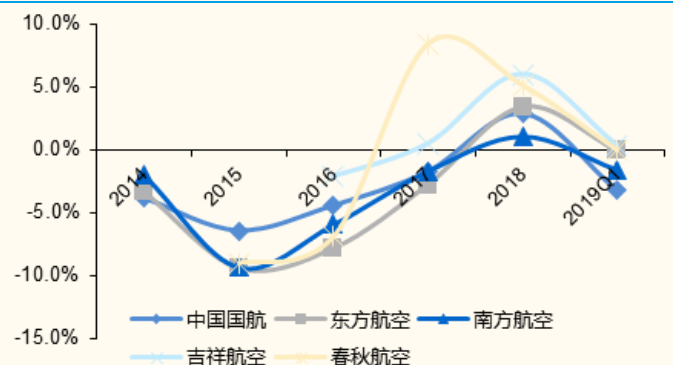
3) 2018 年控总量调结构的基调不变, 在时刻增速供给, 尤其是热门航线不乐观的情况下, 公司选择谨慎扩张机队。

■ 春秋 2018 年整体客公里收益为 0.389 元, 较 2017 年同比上升 6.1%。从结构上看, 国内客公里收益同比上涨 7.8%, 是主要的推动力。国际和地区航线客公里收益同比上涨 5.7%和 3.4%。客公里收益上涨来自于公司主动对部分优质航线进行调价。结合民航局对部分航线开放实行市场价调节的政策, 春秋从 2018 年 5 月起陆续选择 14 条优质航线实行市场调节价。

图表 17: 春秋航空客公里收益近三年处在上升区间



图表 18: 各航司客公里收益历年同比变化

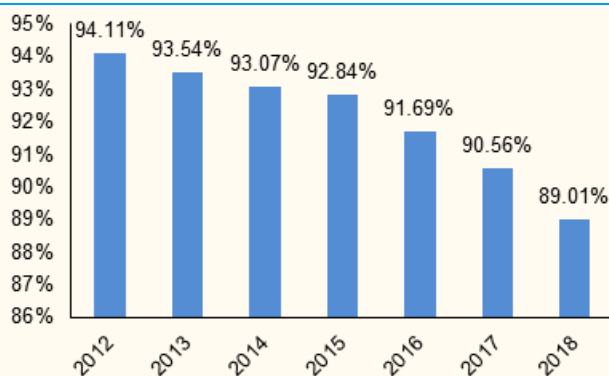


来源: 公司年报, 国金证券研究所

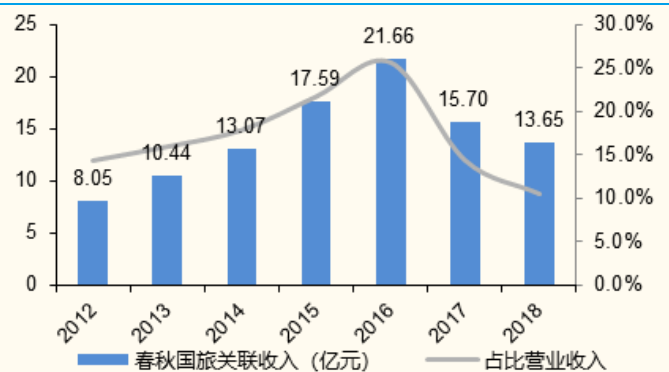
来源: wind, 国金证券研究所

■ 客公里收益提升配合高客座率。以市场化调节为主要内容的票价改革使得春秋在收益管理方面更为从容。2017,2018 年连续两年客运里收益同比增长。同时, 客公里收益的提升没有大幅牺牲客座率。2018 年春秋全年客座率为 89.01%, 同比下降 1.55 个百分点。近年春秋客座率总体呈下降趋势。原因来自两方面: (1) 春秋近年努力新开辟新基地, 新航线在培育初期, 客座率不如成熟航线。(2) 春秋航空自 16 年始, 与春秋国旅的关联收入占比降低。春秋国旅相关业务属于包机包座, 有助于特定航线的客座率的提升。这方面收入的占比下降部分解释了总体客座率的下滑。总体来看, 春秋客座率随着新航线的成熟未来将趋稳乃至回升。

图表 19: 春秋近年客座率呈下降趋势



图表 20: 与春秋国旅关联收入下降



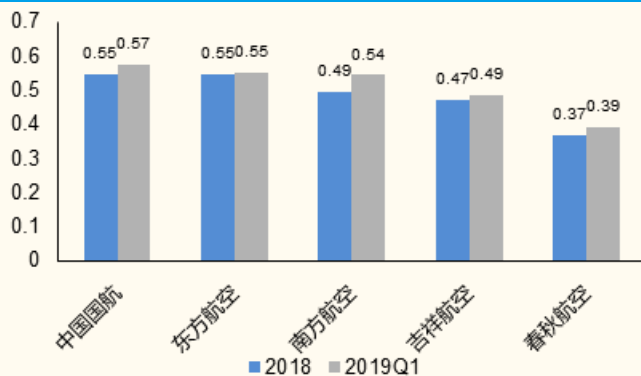


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

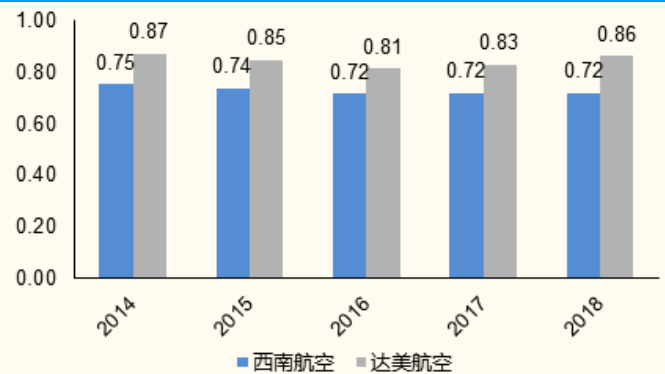
- **对比美国市场，国内廉航仍有提价空间。**以美国市场最大廉价航空公司西南航空和全服务航司达美航空为例。2018 财年，西南航空客英里收入为 0.72 美元，而达美航空为 0.86 美元，较达美低约 16.3%。春秋航空 2018 年座公里收入为 0.378 元，三大航均值均值为 0.582 元，低 35.1%。从这个角度上看，春秋票价（客公里收益）仍有向上的空间。
- 西南航空票价结构中包含“Anytime”和“Business Select”两种票型，这两种机票类型含有额外的服务。因此，西南航空的客公里收益不仅仅反映单纯的廉航模式。但从另外一个角度上看，西南航空的差异化定价或许是春秋未来进一步提升客单价的可能性路径。

图表 21：五大航客公里收益对比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 22：西南航空 VS 达美航空客公里收益比较



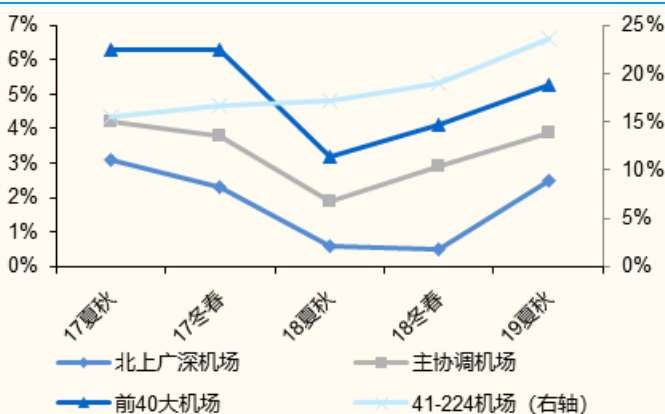
来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 3. 成长视角看春秋，增量关注二三线市场

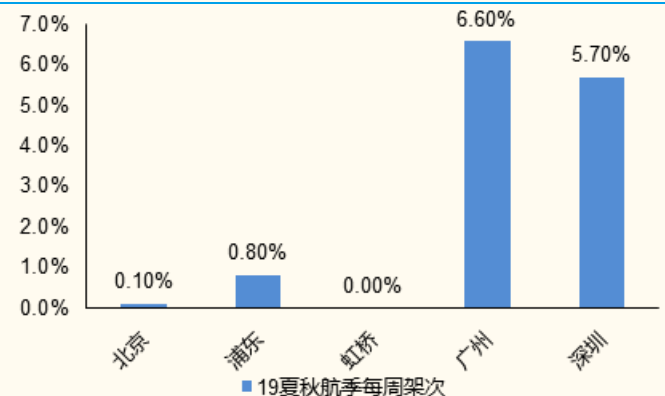
#### 3.1 一线机场时刻、吞吐量增量有限

- 根据 19 年夏秋航季预先飞行计划，五大机场实现 17 年冬春航季以来最大起降架次增长（2.50%）。但我们认为未来一线机场的时刻增量仍不明朗。  
 (1) 从结构上看，五大机场的起降架次分布并不均匀。北京、浦东、虹桥、广州、深圳机场每周起降架次同比分别是 0.1%/0.8%/0.0%/6.6%/5.7%。其中白云机场受益于新产能的投放。北上三大机场时刻增速仍然被严格控制 (2) 时刻释放后，一线机场航班正常率存在回落的压力。目前来看，民航局的基调仍然是保证准点率和运行安全。

图表 23：一线机场起降架次同比增速低于主协调机场



图表 24：19 夏秋航季五大机场起降架次增速



来源：民航预先飞行计划，国金证券研究所

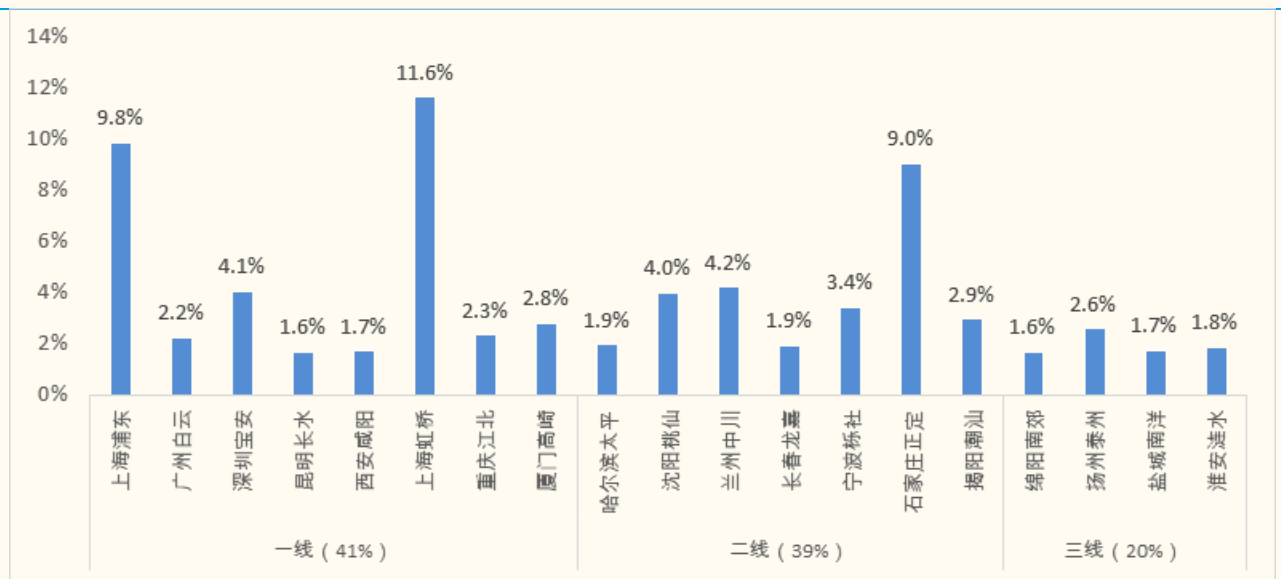
来源：民航预先飞行计划，国金证券研究所

- 有限的时刻资源供给对应旅客吞吐量的低增速。从数据上看，2018 年旅客吞吐量排名前十的机场，旅客吞吐量同比增速平均为 6.1%。对于 10-30 名机场，这一数字为 9.0%。

### 3.2 春秋近两年在二三线城市发力

- 春秋除上海主基地外，在国内各区域设立区域基地，包括东北沈阳基地、华北石家庄基地、华南深圳基地以及华东扬州基地和宁波基地、华南揭阳潮汕基地。19 年夏秋航季，从航班起飞机场分布来看，一线、二线、三线机场比例约为 4:4:2，基本上反映了春秋以上海两场为主基地，同时倚重区域基地开拓市场的策略。

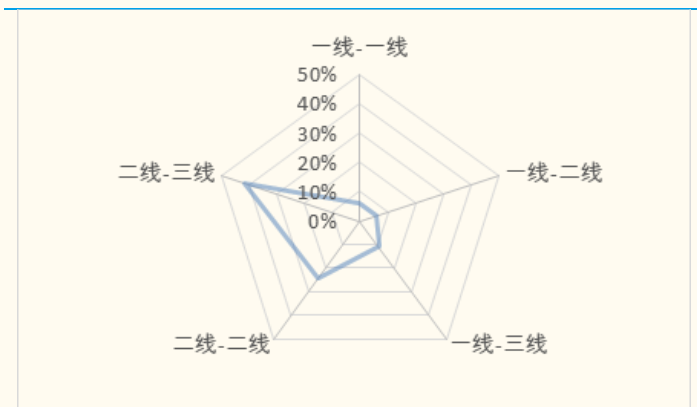
图表 25：春秋航空航班周起飞机场分布（机场未完全列出）



备注：口径为 19 夏秋航季，一线机场 2018 年旅客吞吐量 2000 万以上，二线机场 500-2000 万，三线机场 500 万以下。来源：国金证券研究所，民航预先飞行计划

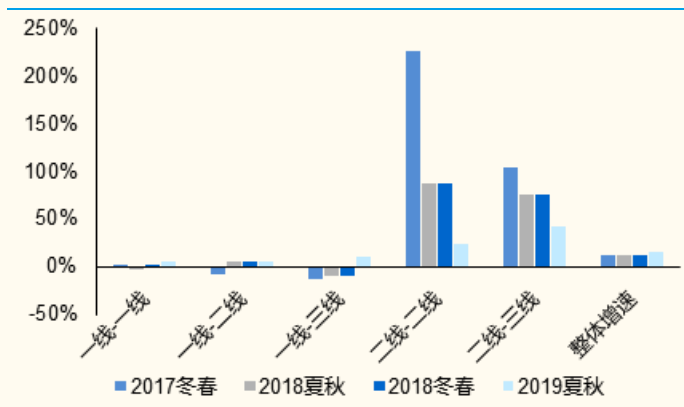
从趋势上看，自 17 年冬春航季局方实施控总量、调结构政策以来，春秋二三线机场航班量增长迅速。非一线航班（起飞、降落机场均不为一线机场）占比由从 2017 年夏秋航季的 17% 上升至 19 年夏秋航季的 33%，提升约 16 个百分点。从同比增长来看，二线机场对飞和二线-三线机场航班增长最为迅速，在过去的四个航季同比增速均大于春秋航班数总体增速。总体来看，春秋在一线机场时刻资源紧缺的情况下，开拓二、三线市场，保证了业绩增长空间。

图表 26：春秋二三线航班增长迅速（2019 夏秋航季）



备注：机场分类同前文。来源：pre-flight，国金证券研究所

图表 27：春秋分航季航线类型同比增长

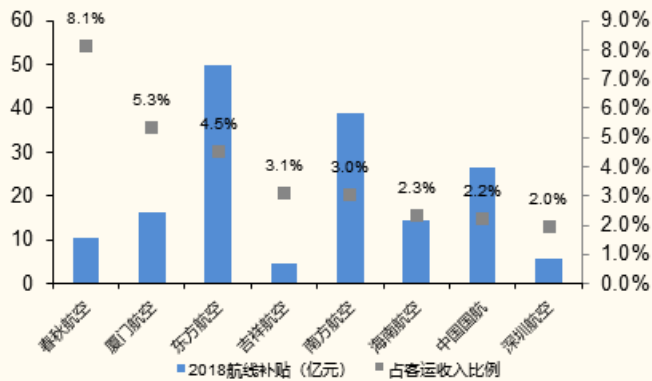


来源：wind，国金证券研究所

### 3.3 二三线航线的补贴模式具有可持续性

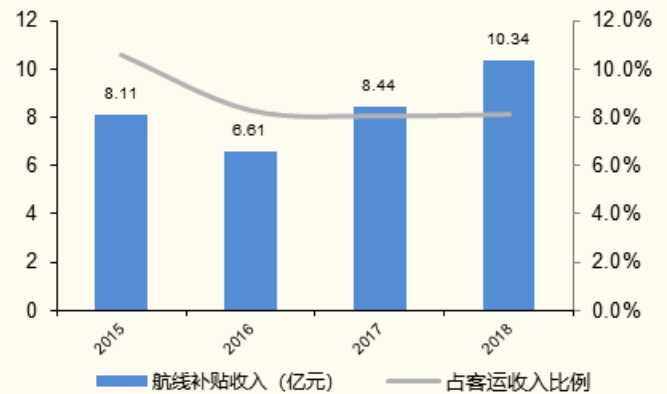
- 总体来看，春秋航线补贴收入占营收比例高于国内其他航司（2018年为8.1%），16年小幅下降后趋稳。理论上春秋近两年以新基地为基础开辟了多条新航线，尤其是链接二三线城市的新航线，航线补贴比例会上升。但另一方面，老航线的成熟使得部分补贴退出。因此整体航线补贴占营收近年趋于稳定。

图表 28：各航司 2018 年航线补贴收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：春秋历年航线补贴收入（计入当期损益部分）

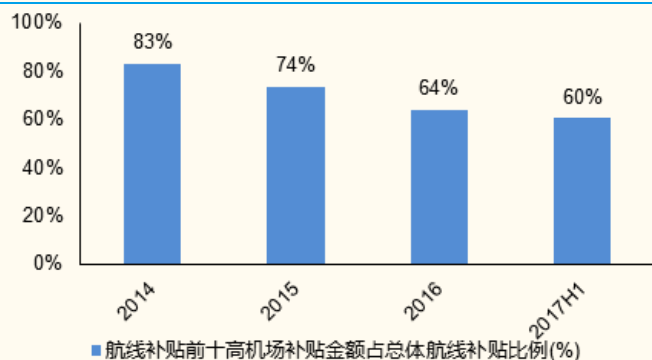


注：2017 年以前航线补贴计入营业外收入，来源：公司年报，国金证券研究所

- 从未来看，航线补贴波动对业绩的影响较小，原因来自三个方面：

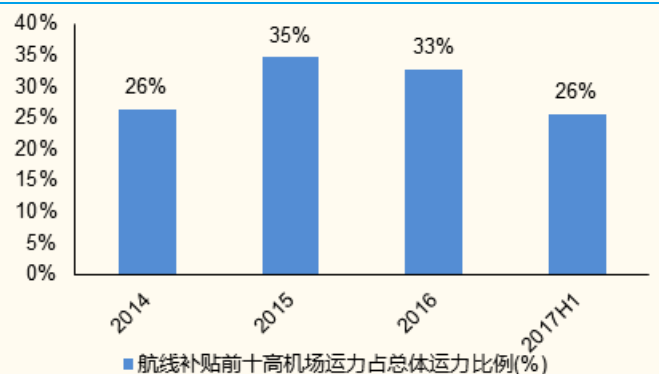
- (1) 航线补贴本身是运力投放的重要决策变量。成熟航线的补贴退出确实对收入产生影响，但公司可以根据航线补贴的情况决定是否经营补贴航线，并对投放多少运力资源给补贴航线拥有主动权。
- (2) 航线补贴集中度低，不存在依赖单一机场补贴的情况。根据公司 17 年披露的数据，2014-2016 及 2017H1，航线补贴最高的前十位机场的补贴之和占当年航线补贴的比重分别为 82.82%、73.64%、63.78% 和 60.34%，呈现逐年下降的趋势；从单个机场来看，补贴金额最高的石家庄机场同期的航线运力占公司当年总运力的比重为 12.48%、11.72%、12.85% 和 12.58%。
- (3) 航线补贴具有可持续性。对于机场和各地政府来说，新航线的开辟有助于吸引更多的旅客，提高机场收入及发展地方经济。因此航司在航线补贴的模式中作为流量提供者，机场和各地政府为流量购买者。目前各地机场产能处在扩张周期，航司运力的增长相对谨慎，三四线机场和政府对流量的需求可以预见，航线补贴作为吸引流量的商业安排，我们认为具有可持续性。

图表 30：航线补贴集中度逐年降低（金额口径）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：航线补贴集中度逐年降低（运力口径）

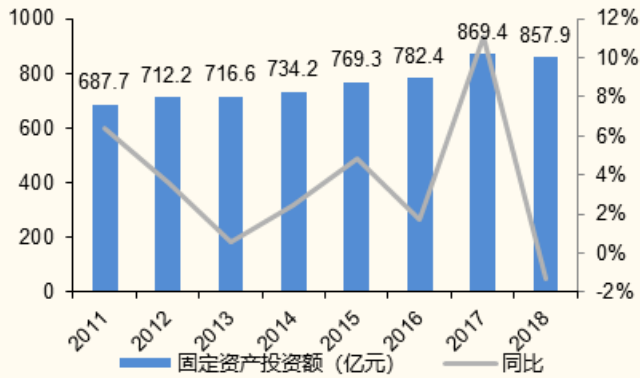


来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.4 机场产能扩张带来新的时刻机会

作为一线机场近年紧张的时刻资源的应对，一城两场的模式和现有机场扩建变得普遍。“十二五”期间，民航业基本建设投资增速较慢。进入“十三五”之后尤其是 2017 年以来，年投资额处于高位。往“十四五”看，补基础设施短板仍是民航局的重点工作之一。

图表 32：民航基本建设和技术改造投资额处于高位



图表 33：民用航班飞机场数量稳步上升



来源：《2018 年民航行业发展统计公报》。国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

图表 34：国内主要机场扩建计划

机场	扩建计划	预计投入使用时间
北京	新建大兴国际机场	2019年10月
成都	新建天府国际机场	2020年
广州白云机场	三期扩建计划 (第四、五跑道和T3航站楼)	2023年后
浦东国际机场	新建S1、S2卫星厅	2019年9月
深圳宝安机场	新建第三跑道, T3卫星厅	2022年
重庆江北机场	第二跑道延长工程, 第三跑道建设	2019年
西安咸阳机场	三期扩建工程	2019年1月获批
杭州萧山机场	三期扩建工程 (T4航站楼)	2022年
乌鲁木齐地窝堡机场	建设第二、第三跑道, 北区航站楼	2022年
南京禄口机场	T1航站楼改造	2020年
海口美兰机场	二期扩建工程	2019年10月
济南遥墙机场	二期扩建工程 (T2航站楼, 两条跑道)	2023年
兰州中川机场	三期扩建工程	2019年2月获批
宁波机场	T2航站楼, 交通中心	2019年底投运
合肥新桥机场	二期扩建工程	2019年开工
拉萨贡嘎机场	T3航站楼	2020年底投运

来源：公开资料整理，国金证券研究所

一线机场新产能投放提供了新的时刻机会。春秋目前盈利最高的几条航线深圳-虹桥、虹桥-大阪、虹桥-厦门等均连接了一线机场。对于廉价航空来说，运营热门航线意味着与全服务航司更小的票价差距，但同时几乎不变的成本，因此盈利丰厚。以大兴机场为例，春秋若每天增加一对时刻用于京沪线，则在给定客座率 90%，平均票价 1000 元假设下，整体客运里收益可提升 0.58%，归母净利润增加 3.42%。

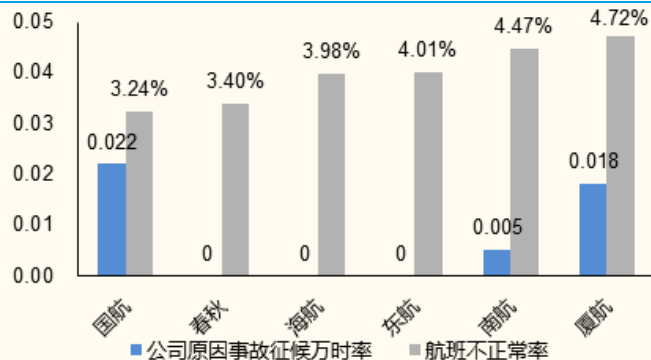
图表 35：京沪航线时刻利润弹性测算（增加一对时刻）

假设	年增加航班数	365*2=750	座公里营业成本（元）	0.304
	静态座位数	186	座公里销售费用（元）	0.0067
	京沪线航距(公里)	1076	座公里管理费用（元）	0.0052
客公里收入增加（%）				
平均客座率	80%	85%	90%	95%
平均票价	800	1000	1200	1400
	0.34%	0.37%	0.39%	0.41%
	0.51%	0.55%	0.58%	0.61%
	0.68%	0.73%	0.77%	0.81%
	0.86%	0.91%	0.96%	1.01%
税后净利润增加（%）				
平均客座率	80%	85%	90%	95%
平均票价	800	1000	1200	1400
	1.63%	1.96%	2.32%	2.70%
	2.49%	2.94%	3.42%	3.93%
	3.36%	3.92%	4.51%	5.15%
	4.23%	4.90%	5.61%	6.37%

来源：wind，国金证券研究所

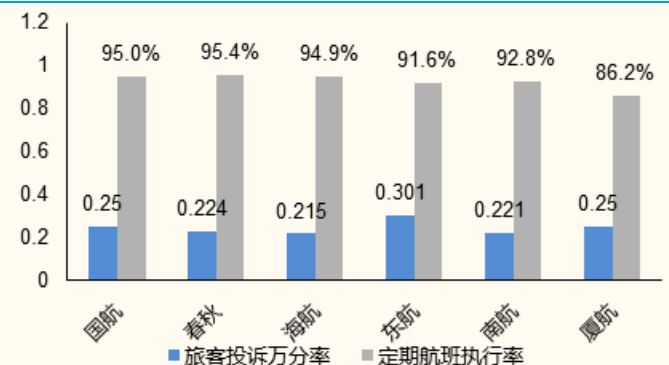
尽管运营一线机场间航线利润丰厚，但三大航在一线机场的话语权极强，且一线机场本身时刻资源紧张，春秋在一线机场的增量不能说乐观。且从目前的公开信息来看，春秋具非天府机场和大兴机场的基地航司，增加大量航班并不现实。但在深圳和虹浦两场，春秋存在增量时刻机会。春秋近年在正常率、执行率、事故征候万时率和方面均位于行业前列，在时刻优先级评分中具有相当优势。

图表 36：2018 年事故征候万时率及航班不正常率



来源：《2020 年运输航空公司机队规划备用指标奖优和基础指标核减数据》，国金证券研究所

图表 37：2018 年旅客投诉万分率及航班执行率



来源：民航局官网，国金证券研究所

#### 4. 估值及盈利预测

高客座率叠加潜在涨价空间助推盈利水平提升。我国航空渗透率较美日等成熟市场还有很大空间，我们预计 2019-2021 年，全行业旅客年均增速维持在 10%左右，受益于廉航市场的成长性，春秋航空有望实现高于行业平均的增速。过去 3 年，春秋航空客座率呈现小幅下降趋势，但仍维持在 90%左右的高位区间，客座率下降主要由于新开航线尚处于培育期，未来有望随

随着新航线进入成熟期而企稳回升，预计 2019-2021 客座率同比增长 0.6/0.4/0.2pcts，客运周转量同比增长 13.9/15.7/16.4pcts。

2018 年公司整体客公里收益为 0.389 元，同比上升 6.1%，受益于公司主动对部分优质航线进行调价。对比美国市场，2018 财年西南航空（美国最大廉航）客英里收入较达美航空（全服务航司）低 16.3%，而同期春秋航空座公里收入较三大航均值低 35.1%，可见未来春秋票价仍有上涨空间，预计 2019-2021 客公里收益同比增长 1.51/1.97/1.32pcts。我们认为，未来在外延因素，如航空渗透率不断提升、国内机场产能扩张、二三线航线补贴具备可持续性；及内生因素，如高客座率、涨价预期的共同作用下，公司立足一线、加码二三线的策略有望进一步打开盈利空间。基于上述分析，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 151 亿、177 亿、208 亿元，同比增长 15.4/17.6/15.8pcts。

公司的成本优势主要受益于三个方面：1) 机队低龄化，平均机龄为 4.8 年，具备更高的燃油经济性，叠加低油耗主力机型 A320 以及未来进一步优化机队结构两大因素，公司燃油成本有望保持竞争优势；2) 单一机型的机队设置带来了更低的折旧租赁维修成本，单仓布局使得单机座位数较标准两仓或三仓机型提升 15%-20%，进一步摊薄了这方面成本，预计 2019-2021 年公司折旧租赁维修成本增速为 14/15/16pcts；3) 2018 年，公司飞机日均利用时长达 11.06 小时，较三大航均值高出 15.6%，更高的飞机利用率使得公司的固定资产周转率显著提升，较三大航高出约 30%，预计 2019-2021 年公司固定资产周转率增速为 13/16/17pcts。同时，公司采取削减广告费用、不提供餐食等多项措施深化细节成本管控。在民航发展基金标准减半，汇率扰动减弱，公司成本管控能力有望获得提升。基于上述分析，我们预计公司 2019-2021 年，营业成本分别为 129/149/175 亿元，同比增长 8.8/15.6/16.1pcts。

受宏观经济下行及 19H1 公司飞机运力引进节奏放缓影响，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.93/2.46/2.92 元（分别较前次预测下调 11%/10%/8%），对应 PE 为 23/18/15 倍。我们给予公司 20 年 20 倍估值，目标价 50 元。维持“买入”评级。

图表 38：公司盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,971	13,114	15,129	17,652	20,765
yoY	30.1%	19.5%	15.4%	17.6%	17.7%
营业成本（百万元）	9,638	11,844	12,890	14,896	17,412
yoY	31.1%	22.9%	8.9%	16.0%	17.3%
净利润（百万元）	1,262	1,503	1,768	2,252	2,676
yoY	32.7%	19.1%	23.9%	29.3%	17.3%
每股收益EPS（基本）（元）	1.6	1.7	1.9	2.5	2.9
PE	24	19	23	18	15
PB	4	2	3	3	2

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5. 风险提示

**油价上涨过快。**航油价格上升或下降 1%，公司航油成本将上升或下降 4000 万元左右，带来公司 18 年归母净利波动 3100 万元（对应波动 2%-3%）。

**运力引进不及预期。**公司经营机队为 A320 单一机队，需要跟踪空客产能情况，延迟交付可能会影响飞机运力投放。

**宏观经济增速不及预期。**宏观经济增速不及预期，将拖累行业客运需求，将对公司经营产生影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,429</b>	<b>10,971</b>	<b>13,114</b>	<b>15,129</b>	<b>17,652</b>	<b>20,765</b>	货币资金	4,709	4,269	4,893	4,662	5,424	6,363
增长率		30.1%	19.5%	15.4%	16.7%	17.6%	应收账款	1,547	1,775	3,545	3,439	3,771	4,151
主营业务成本	-7,350	-9,638	-11,844	-12,890	-14,896	-17,412	存货	68	93	124	105	121	142
%销售收入	87.2%	87.9%	90.3%	85.2%	84.4%	83.9%	其他流动资产	417	486	580	603	664	739
毛利	1,079	1,332	1,270	2,239	2,756	3,353	流动资产	6,741	6,623	9,141	8,810	9,979	11,395
%销售收入	12.8%	12.1%	9.7%	14.8%	15.6%	16.1%	%总资产	34.3%	32.1%	34.4%	36.0%	39.5%	43.4%
营业税金及附加	-7	-14	-15	-18	-21	-25	长期投资	59	74	1,018	1,018	1,018	1,018
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	11,338	12,430	14,936	14,169	13,832	13,425
销售费用	-258	-298	-260	-303	-335	-374	%总资产	57.7%	60.3%	56.2%	58.0%	54.8%	51.1%
%销售收入	3.1%	2.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	503	486	450	441	433	427
管理费用	-188	-251	-202	-272	-309	-353	非流动资产	12,905	13,979	17,434	15,628	15,284	14,870
%销售收入	2.2%	2.3%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%	%总资产	65.7%	67.9%	65.6%	64.0%	60.5%	56.6%
研发费用	0	0	-105	-76	-88	-104	<b>资产总计</b>	<b>19,647</b>	<b>20,602</b>	<b>26,575</b>	<b>24,438</b>	<b>25,263</b>	<b>26,265</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	3,099	3,239	4,015	2,347	2,402	2,278
息税前利润 (EBIT)	626	768	688	1,571	2,002	2,498	应付款项	1,693	1,619	2,215	2,030	2,357	2,764
%销售收入	7.4%	7.0%	5.2%	10.4%	11.3%	12.0%	其他流动负债	432	592	706	582	674	788
财务费用	-246	-192	-84	-251	-349	-386	流动负债	5,224	5,449	6,936	4,960	5,433	5,830
%销售收入	2.9%	1.7%	0.6%	1.7%	2.0%	1.9%	长期贷款	3,864	3,410	2,984	2,984	2,984	1,984
资产减值损失	0	0	0	-2	0	0	其他长期负债	3,235	3,280	3,330	2,098	1,098	1,098
公允价值变动收益	0	-12	26	0	0	0	负债	12,323	12,139	13,251	10,042	9,516	8,912
投资收益	-91	-15	-21	10	10	10	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,323</b>	<b>8,464</b>	<b>13,325</b>	<b>14,396</b>	<b>15,747</b>	<b>17,353</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.4%	0.3%	0.3%	其中：股本	801	801	917	917	917	917
营业利润	289	1,597	1,918	2,327	2,963	3,522	未分配利润	4,624	5,643	6,974	8,035	9,386	10,992
营业利润率	3.4%	14.6%	14.6%	15.4%	16.8%	17.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	994	54	84	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,647</b>	<b>20,602</b>	<b>26,575</b>	<b>24,438</b>	<b>25,263</b>	<b>26,265</b>
税前利润	1,284	1,651	2,002	2,327	2,963	3,522	<b>比率分析</b>						
利润率	15.2%	15.1%	15.3%	15.4%	16.8%	17.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-333	-390	-499	-558	-711	-845	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.9%	23.6%	24.9%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	1.187	1.576	1.639	1.929	2.456	2.919
净利润	951	1,262	1,503	1,768	2,252	2,676	每股净资产	9.148	10.572	14.532	15.704	17.178	18.929
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.548	2.875	3.158	2.964	3.636	4.176
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>951</b>	<b>1,262</b>	<b>1,503</b>	<b>1,768</b>	<b>2,252</b>	<b>2,676</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.771	0.982	1.168
净利率	11.3%	11.5%	11.5%	11.7%	12.8%	12.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.98%	14.91%	11.28%	12.28%	14.30%	15.42%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.84%	6.12%	5.66%	7.24%	8.91%	10.19%
净利润	951	1,262	1,503	1,768	2,252	2,676	投入资本收益率	2.80%	3.37%	2.28%	5.68%	7.10%	8.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	584	795	877	798	865	934	主营业务收入增长率	4.15%	30.15%	19.54%	15.37%	16.67%	17.64%
非经营收益	220	121	74	361	207	175	EBIT增长率	-46.73%	22.67%	-10.47%	128.37%	27.47%	24.76%
营运资金变动	286	124	442	-210	11	43	净利润增长率	-28.42%	32.73%	19.12%	17.67%	27.32%	18.87%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,040</b>	<b>2,302</b>	<b>2,896</b>	<b>2,718</b>	<b>3,334</b>	<b>3,829</b>	总资产增长率	22.57%	4.87%	28.99%	-8.04%	3.37%	3.97%
资本开支	-4,321	-2,521	-3,160	892	-520	-520	<b>资产管理能力</b>						
投资	-56	-13	-862	0	0	0	应收账款周转天数	5.0	3.5	2.9	3.0	3.0	3.0
其他	-715	-197	-1,491	10	10	10	存货周转天数	3.0	3.0	3.3	3.0	3.0	3.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,092</b>	<b>-2,730</b>	<b>-5,513</b>	<b>902</b>	<b>-510</b>	<b>-510</b>	应付账款周转天数	16.5	14.2	15.8	16.0	16.0	16.0
股权募资	14	0	3,457	11	0	0	固定资产周转天数	418.7	355.7	291.0	257.8	224.4	192.4
债权募资	2,908	-237	174	-2,900	-945	-1,124	<b>偿债能力</b>						
其他	1,734	196	-432	-960	-1,117	-1,256	净负债/股东权益	62.01%	55.08%	32.93%	13.55%	1.55%	-10.48%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,656</b>	<b>-41</b>	<b>3,199</b>	<b>-3,850</b>	<b>-2,063</b>	<b>-2,380</b>	EBIT利息保障倍数	2.5	4.0	8.2	6.2	5.7	6.5
<b>现金净流量</b>	<b>1,604</b>	<b>-470</b>	<b>581</b>	<b>-230</b>	<b>761</b>	<b>939</b>	资产负债率	62.72%	58.92%	49.86%	41.09%	37.67%	33.93%

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	7	7	23
增持	0	1	8	8	16
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.53	1.53	1.49

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-25	买入	35.28	N/A
2	2018-05-01	买入	33.19	N/A
3	2018-08-31	买入	32.53	N/A
4	2018-10-31	买入	31.83	N/A
5	2019-04-18	买入	41.43	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH