

## 低成本航空实现逆周期扩张

## 春秋航空首次覆盖报告

## 核心观点

- 独特经营模式下，形成错位竞争优势。公司两单、两高、两低的模式奠定了公司成本领先的优势，低成本模式可以细化为两单（单一机型单一舱位）、两高（高客座率、高飞机日利用率）、两低（低销售费用、低管理费用），更低成本优势下能帮助公司穿越航空业的周期波动，与传统航司形成错位竞争。相较于同行，春秋航空净利率稳定性领先三大航，近五年稳定在 10% 以上。
- 低成本航空市场规模广阔，我们以 2030 年国内低成本航空市场份额达到 20% 测算，预计国内低成本航空市场规模有望在 2030 年达到 1533 亿元。春秋航空一直贯彻执行成本领先战略，2019 年公司座公里成本为 0.297 元，扣除燃油之后座公里成本为 0.205 元，比三大航低 24%。极致的成本管控保障了春秋航空在每一轮航空业的周期之中，具备经营主动权，从而实现更低票价错位竞争。
- 逆境之下加速扩张，今年国内航空业受新冠疫情影响，航空出行需求遭遇重大冲击，尤其是国际航线遭遇断崖式下降。随着国内疫情控制得当，国内航线出行需求逐步复苏，但疫情仍对航空公司业绩造成了重大影响。面对疫情的困境，逆境之下春秋加速扩大运力投入。对比三大航，春秋国内航线运力投放从 5 月开始转正，目前单月保持 50% 以上国内线投放增速。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为-0.34/1.43/2.96 元，考虑公司收入端复合增速领先传统航司，近三年复合收入增长比三大航收入增速更快；同时对比公司近五年 ROE 表现，稳定在 11-20% 区间，但同期对比三大航 ROE 表现波动性更大，且 ROE 水平更低。参考可比公司 22 年 PE 的 15 倍，我们给予公司 2022 年 PE 估值 30% 溢价，给予估值水平 20 倍，对应目标价为 59 元，首次覆盖，给予增持评级。

## 风险提示

航空业激烈价格竞争，燃油价格大幅上涨，疫情控制不及预期，新租赁准则切换

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114	14,804	10,088	14,454	18,192
同比增长(%)	19.5%	12.9%	-31.9%	43.3%	25.9%
营业利润(百万元)	1,918	2,311	(414)	1,698	3,535
同比增长(%)	20.1%	20.5%	-117.9%	510.2%	108.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,503	1,841	(308)	1,308	2,713
同比增长(%)	19.1%	22.5%	-116.7%	524.4%	107.4%
每股收益(元)	1.64	2.01	(0.34)	1.43	2.96
毛利率(%)	9.7%	11.4%	-11.6%	6.9%	15.9%
净利率(%)	11.5%	12.4%	-3.1%	9.1%	14.9%
净资产收益率(%)	13.8%	13.0%	-2.1%	8.7%	15.9%
市盈率	31.4	25.6	(153.0)	36.0	17.4
市净率	3.5	3.1	3.3	3.0	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年12月31日)	55.43 元
目标价格	59 元
52周最高价/最低价	52.62/30.32 元
总股本/流通A股(万股)	91,646/91,646
A股市值(百万元)	47,711
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年01月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.34	23.22	23.95	25.81
相对表现	-1.10	17.23	18.68	-2.71
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、基因——低成本航空运营商.....	5
1.1 公司简介：专注低成本航空市场 .....	5
1.2 财务数据：经营业绩稳健增长 .....	6
1.3 经营数据：旅客运输量增长迅速.....	8
二、执行力——成本领先实现穿越周期 .....	9
2.1 盈利能力领先同行 .....	9
2.2 兼具成长性与 ROE 稳定性 .....	10
2.3 贯彻成本领先战略.....	11
三、机遇——逆境之下抢先卡位布局.....	15
3.1 低成本航空市场前景广阔 .....	15
3.2 下沉市场获取增量时刻 .....	16
3.3 逆境之下率先扩张运力 .....	18
盈利预测与投资建议 .....	20
盈利预测 .....	20
投资建议 .....	22
风险提示.....	23

## 图表目录

图 1: 春秋航空近五年收入与增速 (亿元) .....	6
图 2: 春秋航空近五年归母净利润与增速 (亿元) .....	6
图 3: 春秋航空近五年 ROE 与净利率水平 .....	6
图 4: 近五年航空客运业务收入与增速 (亿元) .....	7
图 5: 2019 年公司营业收入构成 .....	7
图 6: 春秋航空近五年航空客运业务毛利与增速 (亿元) .....	7
图 7: 春秋航空 2019 年毛利业务占比拆分 .....	7
图 8: 2019 年春秋航空收入分区域 .....	8
图 9: 2019 年春秋航空毛利分区域 .....	8
图 10: 春秋航空近五年飞机数量 (架) .....	8
图 11: 2019 年春秋航空飞机结构 (架) .....	8
图 12: 春秋航空近五年航线数量与通航城市 .....	9
图 13: 春秋航空旅游周转量 (亿人公里) .....	9
图 14: 春秋航空旅客周转量占比 .....	9
图 15: 春秋航空与三大航净利率对比 .....	10
图 16: 扣汇利润总额/营业收入对比 .....	10
图 17: 2015-2019 年航司 ROE 水平对比 .....	11
图 18: 2015-2019 年航司收入增速对比 .....	11
图 19: 春秋航空与三大航单位客公里收益对比 (元) .....	11
图 20: 春秋航空与三大航单位座公里成本对比 (元) .....	11
图 21: 春秋航空与三大航单位维修成本对比 .....	12
图 22: 春秋航空与三大航单位折旧成本对比 .....	13
图 23: 春秋航空与三大航客座率对比 .....	13
图 24: 春秋航空与三大航飞机日利用小时对比 .....	14
图 25: 春秋航空电子直销比例 .....	14
图 26: 2019 年春秋航空与三大航在销售和管理费用上对比 .....	14
图 27: 航空旅客周转量 (亿人公里) .....	15
图 28: 航空旅客运输量 (亿人) .....	15
图 29: 低成本航空国内航线市场份额 .....	15
图 30: 低成本航空国际航线市场份额变化 .....	15
图 31: 中国低成本航空份额对比 .....	16
图 32: 国内旅游出行人数 (亿人) .....	16
图 33: 春秋航空运力投放结构占比 .....	17

图 34: 春秋航空运力投放增速变化 .....	17
图 35: 春秋航空上海两场起降航次占比 .....	17
图 36: 春秋航空在上海两场客运量 (万人) .....	17
图 37: 春秋航空国内航班机场占比 .....	18
图 38: 三大航国内航班机场占比 .....	18
图 39: 春秋航空航线补贴与占营业利润比 (亿元) .....	18
图 40: 三大航占据一线机场时刻资源 .....	18
图 41: 前三季度三大航与春秋归母净利润对比 (亿元) .....	19
图 42: 春秋航空单季度归母净利润 (亿元) .....	19
图 43: 国内线运力投放增速对比 .....	20
图 44: 2019 年春秋航空国际航班运力投放占比 .....	20
表 1: 不同商业模式下航空服务对比 .....	5
表 2: 春秋航空低成本运营模式 .....	5
表 3: 2019 年三大航与春秋单位座公里成本拆分表 .....	11
表 4: 国内低成本航空市场规模测算 (亿元) .....	16
表 5: 2020 年前三季度航空运营数据对比 .....	19
表 6: 春秋航空运力投入与票价水平预测 .....	21
表 7: 春秋航空业务预测拆分 .....	21
表 8: 航空可比公司估值表 .....	22

## 一、基因——低成本航空运营商

### 1.1 公司简介：专注低成本航空市场

公司定位于低成本航空运营，依靠低票价稳定服务吸引价格敏感型客户，主要为自费旅游与高性价比商务出行客户。2004 年公司成立，2010 年公司变更为春秋航空股份有限公司，随后在 2015 年公司完成上市 IPO，登陆上交所。截止 2019 年末，公司机队数量合计 93 艘，覆盖了 230 条国内外航线，实现 93 个国内外通航城市。

表 1：不同商业模式下航空服务对比

商业模式	低成本航空	改进版低成本航空	全服务航空
中国航企代表	春秋航空	吉祥航空	三大航
票价水平	票价水平低，平均客公里收益 0.35 元	依托上海基地优质资源，客公里收益 0.44 元	票价水平高，平均客公里收益 0.52 元
舱位设置	单一舱位（不设头等舱、商务舱）	分设商务舱、经济舱	分设头等舱、商务舱、经济舱
附赠服务	无附赠服务，额外服务需收费（餐饮选座、行李托运、快速登记等）	提供基本机上餐饮、娱乐、行李托运服务	无额外收费下提供餐饮、娱乐、选座、托运等服务

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司两单、两高、两低的模式奠定了公司成本领先的优势，低成本模式可以细分为两单（单一机型单一舱位）、两高（高客座率、高飞机日利用率）、两低（低销售费用、低管理费用），更低成本优势下能帮助公司穿越航空业的周期波动，与传统航司形成错位竞争。

表 2：春秋航空低成本运营模式

经营模式	特征	详细内容
两单	单一机型	全部采用空客 A320 系列机型，统一配备 CFM 发动机
	单一舱位	飞机只设置单一经济舱，不设头等与公务舱
两高	高客座率	始终保持 90% 左右较高客座率水平
	高飞机日利用率	紧凑航线排班提升机队利用率达到 11.24 小时
两低	低销售费用	电商直销（含 OTA 旗舰店）占比达到 91.9%
	低管理费用	管理人员相对扁平化单位管理费用低

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 财务数据：经营业绩稳健增长

近五年公司营业收入增长稳健，2019 年实现收入为 148.04 亿元，同比增长 12.88%，近五年收入复合增长达到 15% 以上。利润端，公司 2019 年实现归母净利润为 18.41 亿元，同比增长 22.5%，除 2016 年公司利润下滑之外，近五年内其余年份均维持增长趋势。

图 1：春秋航空近五年收入与增速（亿元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 2：春秋航空近五年归母净利润与增速（亿元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

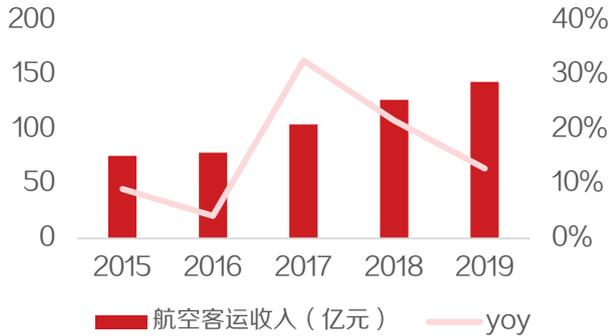
盈利核心指标 ROE 表现上，公司 2015-2019 年加权 ROE 维持在 12-23% 之间，其中公司净利率水平近三年稳定在 11-12%，资产负债率近三年逐步下降，资产周转率近三年稳定在 0.55

图 3：春秋航空近五年 ROE 与净利率水平

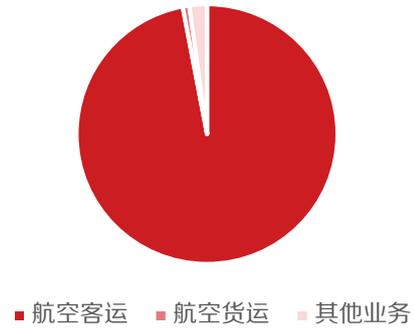


数据来源：公司财报，东方证券研究所

拆分收入端，公司主要收入来源为航空客运服务，2019 年航空客运业务收入为 143.59 亿元，同比增长 12.8%，占收入比重为 96.9%。航空货运业务 2019 年收入 1.23 亿元，占比 0.83%，其他业务收入 3.21 亿元，占比 2.16%。

**图 4：近五年航空客运业务收入与增速（亿元）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

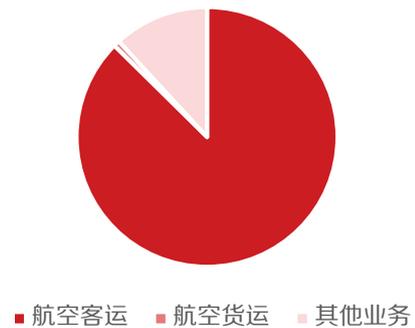
**图 5：2019 年公司营业收入构成**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

毛利环节，公司航空客运毛利占比高，2019 年该业务贡献毛利 14.77 亿元，同比增长 36.1%，占公司毛利比重为 87.4%；航空货运贡献毛利 0.13 亿元，其他业务贡献毛利 2 亿元。

**图 6：春秋航空近五年航空客运业务毛利与增速（亿元）**

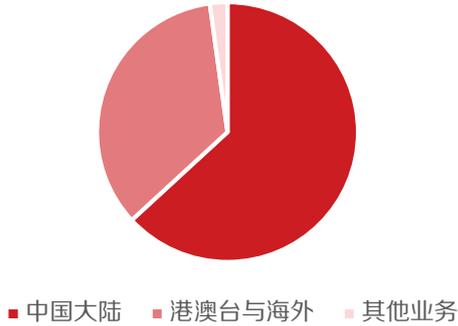

数据来源：公司财报，东方证券研究所

**图 7：春秋航空 2019 年毛利业务占比拆分**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

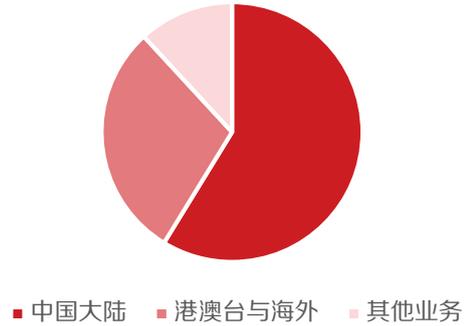
分区域看，公司营业收入 2019 分布较为均衡，中国大陆收入占比 63.13%，港澳台与海外地区占比 34.7%，其他业务占比 2.17%；毛利环节，中国大陆地区毛利占比 58.73%，港澳台与海外地区占比 29.45%，其他业务占比 11.82%。

图 8：2019 年春秋航空收入分区域



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 9：2019 年春秋航空毛利分区域



数据来源：公司财报，东方证券研究所

### 1.3 经营数据：旅客运输量增长迅速

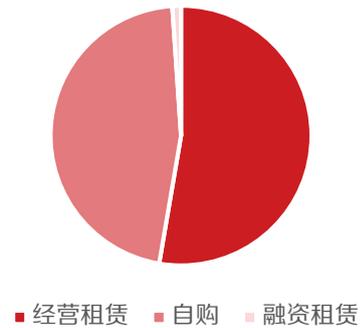
机队数量逐步抬升，统一机型为空客 A320 系列。公司成立时机队规模小，随着公司逐步扩张规模，2019 年公司机队数量合计 93 架，其中自购飞机数量 43 架，融资租赁 1 架，经营租赁 49 架。目前公司机队均为空客 A320 系列，机龄为 5.1 年。

图 10：春秋航空近五年飞机数量（架）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 11：2019 年春秋航空飞机结构（架）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

开通航线数量快速提升，通航城市覆盖范围扩大。截止 2019 年末，公司在飞国内航线合计 128 条，国际航线合计 69 条，港澳台航线 13 条，通航城市合计 93 个。

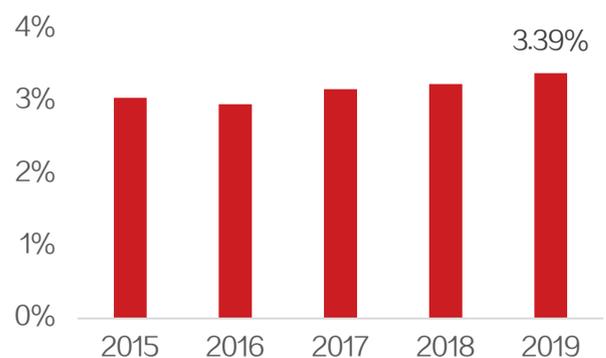
**图 12：春秋航空近五年航线数量与通航城市**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

旅客运输量增长迅速，市场份额逐步提升。2019 年公司旅客周转量合计 397 亿人公里，同比增长 14.4%，周转量占行业比重为 3.39%，客运量合计 2239.3 万人次，同比增长 14.7%。

**图 13：春秋航空旅游周转量（亿人公里）**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

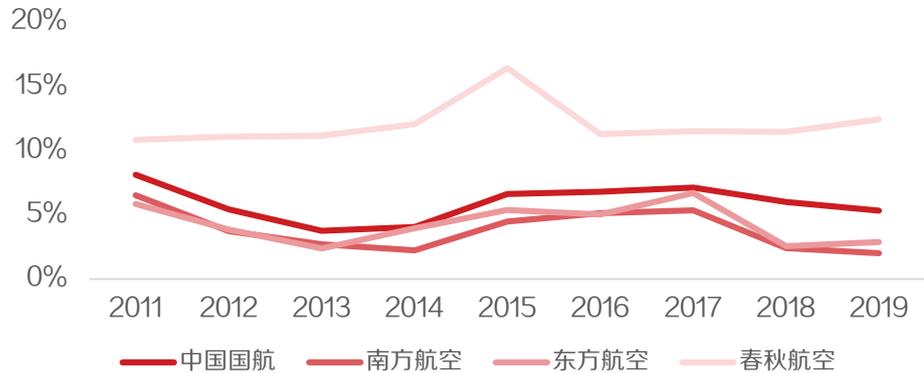
**图 14：春秋航空旅客周转量占比**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 二、执行力——成本领先实现穿越周期

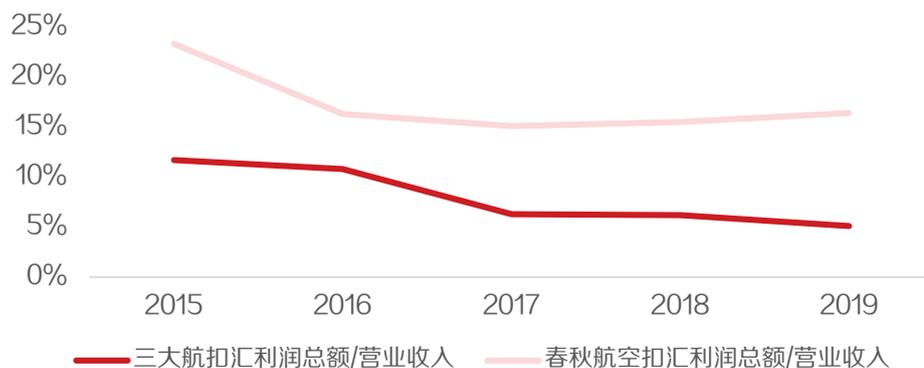
### 2.1 盈利能力领先同行

相较于同行，春秋航空净利率稳定性领先三大航，近五年稳定在 10% 以上。复盘三大航经营表现，整体经营业绩呈现较大波动性，尤其在遭遇外部事件冲击下，往往盈利会出现大幅亏损。2011-2019 年春秋净利率区间为 11%-16%，但同期三大航净利率波动区间在 2%-8%。

**图 15: 春秋航空与三大航净利率对比**


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

考虑到三大航存在汇率波动, 影响汇兑损益科目, 导致经营业绩受到汇率影响较大。若剔除汇兑因素之后, 以扣汇利润总额/营业收入对比, 春秋航空 2019 年该指标为 16.4%, 领先三大航平均为 5.1%, 且近五年稳定性也是强于三大航。

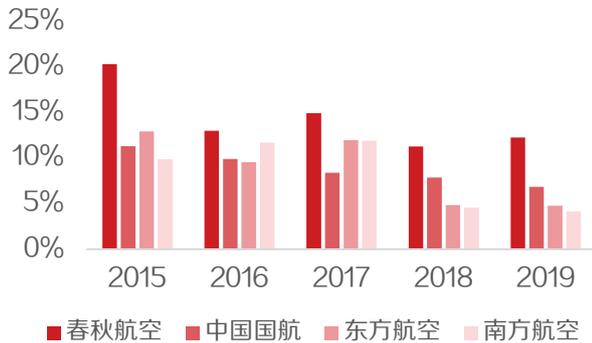
**图 16: 扣汇利润总额/营业收入对比**


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

## 2.2 兼具成长性与 ROE 稳定性

公司收入端复合增速领先传统航司, 近三年复合收入增长达 18%, 比三大航收入增速更快; 同时, 对比公司近五年 ROE 表现, 稳定在 11-20% 区间, 但同期对比三大航 ROE 表现波动性更大, 且 ROE 水平更低。春秋航空在收入端成长性更快, 并且在 ROE 表现上可以实现更高的稳定性。

图 17: 2015-2019 年航司 ROE 水平对比



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 18: 2015-2019 年航司收入增速对比

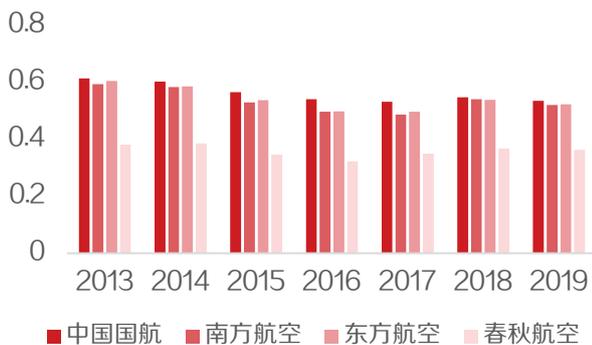


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

## 2.3 贯彻成本领先战略

春秋航空一直贯彻执行成本领先战略, 2019 年公司座公里成本为 0.297 元, 扣除燃油之后座公里成本为 0.205 元, 比三大航低 24%。极致的成本管控保障了春秋航空在每一轮航空业的周期之中, 具备经营主动权, 从而实现更低票价错位竞争。依靠低成本低票价, 吸引价格敏感型客户需求, 与三大航避开正面竞争。

图 19: 春秋航空与三大航单位客公里收益对比 (元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 20: 春秋航空与三大航单位座公里成本对比 (元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

表 3: 2019 年三大航与春秋单位座公里成本拆分表

单位座公里成本 (元)	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	春秋与三大航均值差
航油成本	0.125	0.127	0.124	0.095	-0.030
职工薪酬	0.069	0.073	0.062	0.057	-0.011

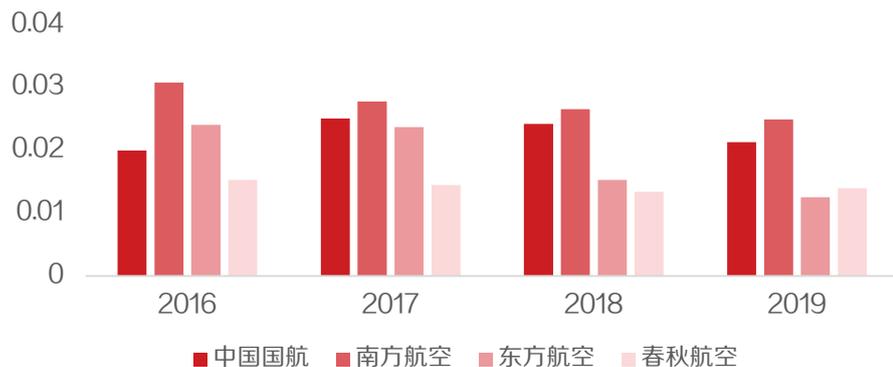
折旧与经营租赁	0.074	0.073	0.072	0.046	-0.027
起降费	0.057	0.061	0.051	0.055	-0.001
飞机与发动机维修费	0.021	0.013	0.025	0.014	-0.006
餐食费	0.014	0.014	0.012	0	-0.013
其他	0.028	0.025	0.043	0.03	-0.002
合计	0.388	0.386	0.389	0.297	-0.091

数据来源：公司财报，东方证券研究所

### 1) 成本控制——单一机型降低维修费用，单一舱位摊薄折旧成本。

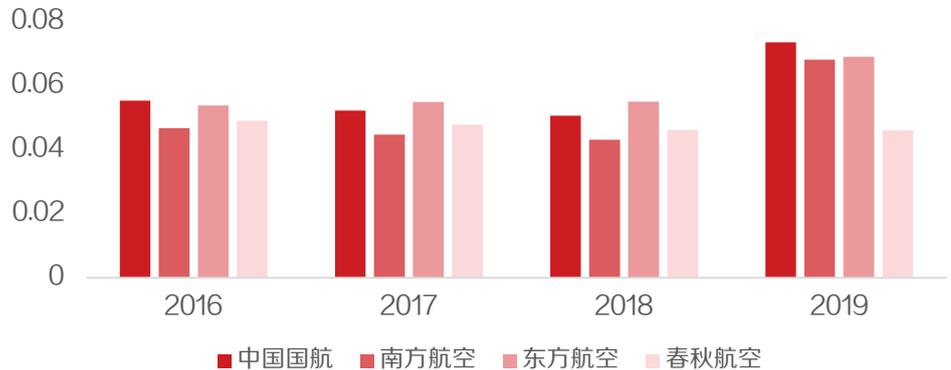
春秋航空采用统一机型运营，采用空客 A320 系列机型，统一配备 CFM 发动机。使用同一种机型和发动机可通过集中采购降低飞机购买和租赁成本、飞机自选设备项目成本、自备航材采购成本及减少备用发动机数量；通过将发动机、辅助动力装置包修给原制造商以达到控制飞机发动机大修成本；通过集约航材储备降低航材日常采购、送修、仓储的管理成本；降低维修工程管理难度；降低飞行员、机务人员与客舱乘务人员培训的复杂度。2019 年春秋航空单位维修成本为 0.013 元，仅为国航与南航的一半。

图 21：春秋航空与三大航单位维修成本对比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

春秋航空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 机型飞机的航空公司高 15%-20%，可以有效摊薄单位成本。2019 年开始公司开始引进空客新客舱布局的 A320 机型飞机，座位数量在保持间隔不变的情况下由 180 座增加至 186 座。2019 年春秋航空单位折旧成本为 0.046 元，低于三大航约 35%。

**图 22：春秋航空与三大航单位折旧成本对比**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

## 2) 成本控制——高客座率与飞机利用率

高客座率——在机队扩张、运力增加的情况下，公司始终保持较高的客座率水平。除 2018 年外，历年客座率水平均保持在 90%以上。2015-2019 年公司客座率水平领先三大航，以 2019 年数据，公司全年客座率水平为 90.8%，比三大航高约 8%左右。

**图 23：春秋航空与三大航客座率对比**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

高飞机日利用率——公司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，公司利用差异化客户定位的优势在确保飞行安全的前提下，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。2016 年以来，公司保持飞机日利用小时 11 小时以上，高于三大航。

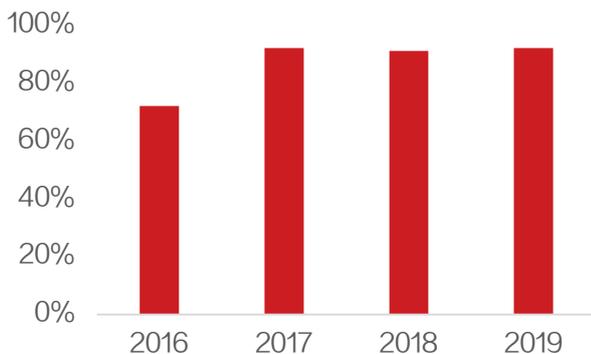
**图 24：春秋航空与三大航飞机日利用小时对比**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

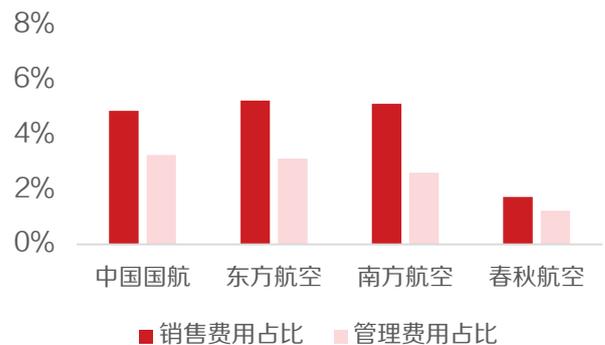
### 3) 费用控制——低销售与管理费用。

**低销售费用**——公司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，吸引大量旅客在本公司网站预订机票；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。2019 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 91.9%。当年销售费用占比为 1.76%，低于三大航。

**低管理费用**——公司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。同时通过先进的技术手段实现业务和财务 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。当年管理费用占比 1.23%，同样表现优异。

**图 25：春秋航空电子直销比例**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

**图 26：2019 年春秋航空与三大航在销售和管理费用上对比**


数据来源：公司财报，东方证券研究所

### 三、机遇——逆境之下抢先卡位布局

#### 3.1 低成本航空市场前景广阔

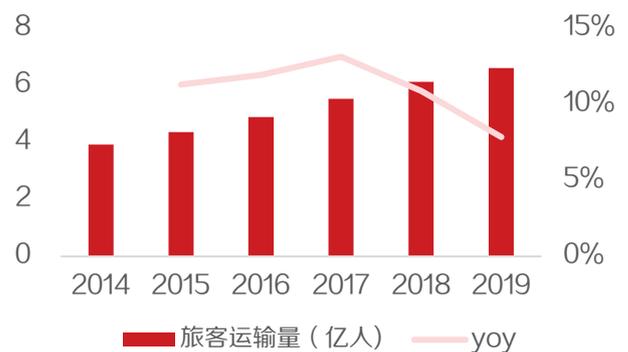
国内民航业周转量持续提升，除极端因素之外，国内航空出行需求呈现稳定增长。2019 年行业完成运输周转量为 1292.7 亿吨公里，旅客运输量为 6.6 亿人次，货邮运输量为 752.6 万吨，同比增长 7.1%、7.9%、1.9%。当前，民航旅客运量占国内旅客运输总量比例为 33.1%，民航出行在交通运输体系中占比逐步攀升。

图 27：航空旅客周转量（亿人公里）



数据来源：民航局，东方证券研究所

图 28：航空旅客运输量（亿人）



数据来源：民航局，东方证券研究所

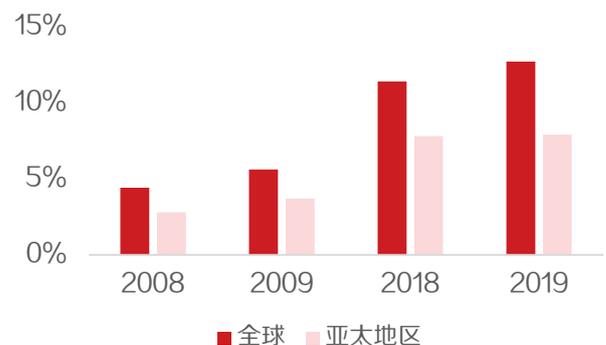
全球范围内，低成本航空发展趋势明显。从全球范围看，2009 年至 2019 年十年间，全球低成本航空的国内航线市场份额从 24.7% 提高至 32.5%，国际航线市场份额从 5.6% 提升至 12.7%；亚太地区的国内航线市场份额从 16.1% 攀升至 28.8%，国际航线市场份额从 3.7% 提升至 7.9%。低成本航空市场份额提升趋势显著，发展预期可观。

图 29：低成本航空国内航线市场份额



数据来源：亚太航空中心，东方证券研究所

图 30：低成本航空国际航线市场份额变化

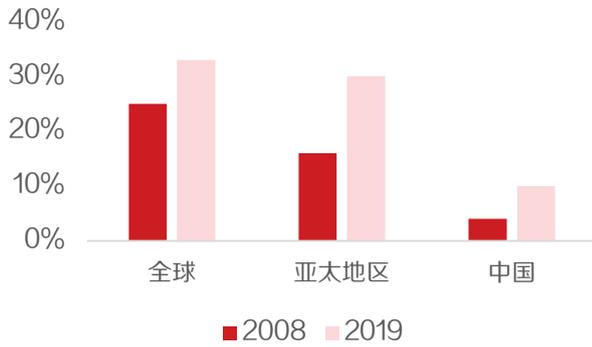


数据来源：亚太航空中心，东方证券研究所

在经济形势相对下行的背景下，因私出行的旅客对票价敏感性得到放大，对于票价相对低廉的低成本航空需求旺盛，预期支撑低成本航空快速发展。2019 年我国低成本航空占国内航线市场份额为

9.7%，尽管低成本航空公司市场份额仍然较少，但随着国内出行需求的日益旺盛，未来市场前景广阔，预计 2030 年有望达到 20%-30%。

图 31：中国低成本航空份额对比



数据来源：亚太航空中心，东方证券研究所

图 32：国内旅游出行人数（亿人）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

我们以 2030 年国内低成本航空市场份额达到 20% 测算，其中国内人口预计为 14.2 亿人，人均航空出行次数为 0.9 次，以国内低成本航空票价均值 600 元估算，则国内低成本航空市场规模有望在 2030 年达到 1533 亿元。并且，假设人均乘机次数提升或者低成本航空渗透率扩大，对应国内低成本航空市场规模有望继续放大。

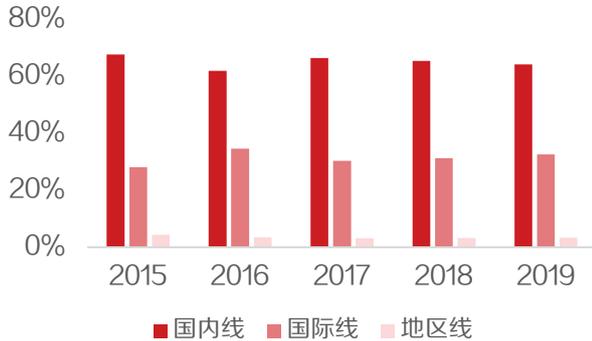
表 4：国内低成本航空市场规模测算（亿元）

	2020	2025E	2030E
国内人口（亿人）	14	14.1	14.2
人均乘机次数	0.5	0.7	0.9
航空旅客数（亿人）	7	9.87	12.78
低成本航空平均票价（元）	500	550	600
低成本航空市场份额	10%	15%	20%
市场规模（亿元）	350.00	814.28	1533.60

数据来源：东方证券研究所整理

## 3.2 下沉市场获取增量时刻

从当下公司运力投放区域看，目前国内航线运力占公司目前总运力比例为 64.1%，国际航线运力投放占比为 32.6%，地区航线运力占比为 3.4%。从运力投放增速看，国内航线 2019 年运力 ASK 增速为 10%，过去五年复合增速 11.7%，国内线 ASK 投放增速呈现放缓趋势。

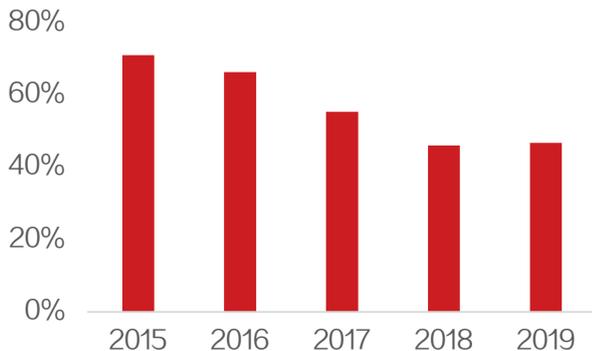
**图 33: 春秋航空运力投放结构占比**


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

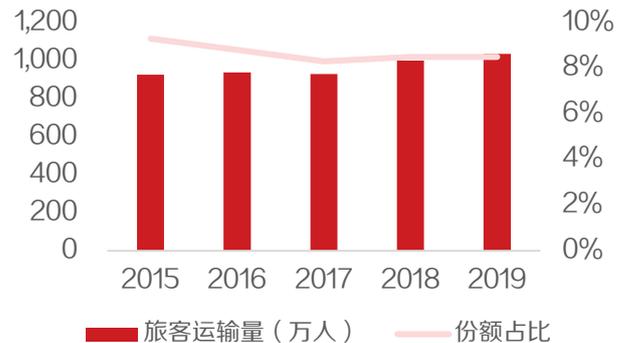
**图 34: 春秋航空运力投放增速变化**


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

一线机场中, 把握上海两场时刻资源基本盘。春秋航空在上海两场是其主要的运力投放地, 2019年在上海两场总的起降航班架次占公司当年总架次比例为 46.7%, 占据上海两场总运输旅客比例为 8.5%。2019年春秋在上海两场旅客运输量合计 1035 万人, 占据份额为 8.5%。上海作为优质时刻资源机场, 主要时刻资源几乎被三大航所分配, 2019年春秋航空目前在浦东机场占据时刻资源比例为 10%, 在虹桥机场比例为 9.8%。未来, 公司有望享受浦东机场卫星厅投放导致增加更多优质时刻资源。

**图 35: 春秋航空上海两场起降架次占比**


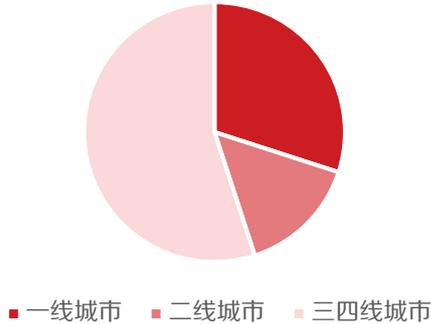
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**图 36: 春秋航空在上海两场客运量 (万人)**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

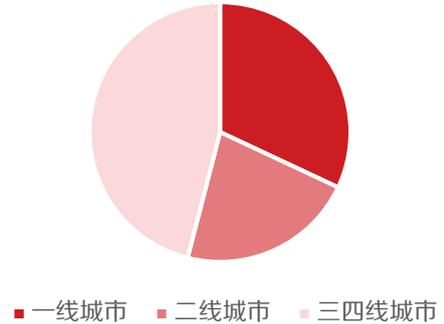
从目前公司运力投放上, 受制于一线机场时刻紧缺, 2019年春秋航空在一线/二线/三线四线机场时刻获取增速分别为 1%/12.3%/21.3%, 公司通过差异化竞争策略逐步实现下沉三四线市场获取份额。目前公司是以华东上海两场为核心基本盘, 在华东以扬州与宁波基地为支持, 华北以石家庄做区域支撑, 华南依靠深圳、揭阳机场, 东北沈阳西北兰州等, 加速构建全国性网络。从时刻资源占比看, 上述几大核心基地时刻占公司总时刻资源比例为 55.2%。

图 37：春秋航空国内航班机场占比



数据来源：民航局，东方证券研究所

图 38：三大航国内航班机场占比



数据来源：民航局，东方证券研究所

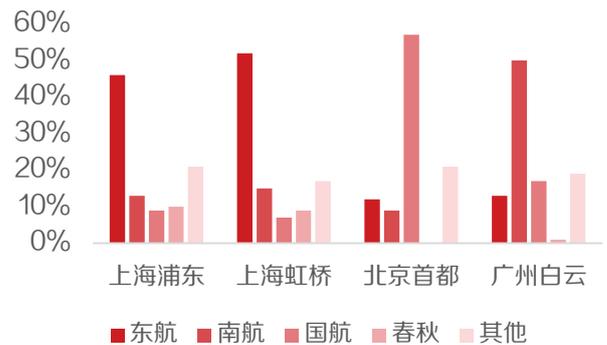
优势资源时刻被三大航瓜分之后，公司依靠低成本优势，下沉三线四线市场获取航线补贴，助力公司发展。开通三线与四线城市运力之后，经营这些航线可以获得当地政府或者机场的补贴。2016年开始，公司航线补贴金额逐步提升，目前 2019 年获取航线补贴收益为 11.05 亿元，占公司当年营业利润比重为 47.8%。航线补贴来自于公司开通航线获取低价客户，在低成本优势下公司获得稳定其他收益。

图 39：春秋航空航线补贴与占营业利润比（亿元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

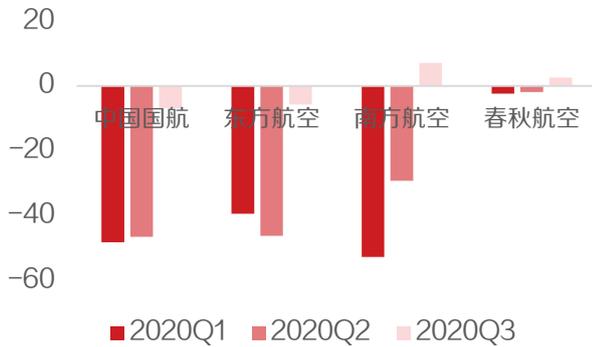
图 40：三大航占据一线机场时刻资源



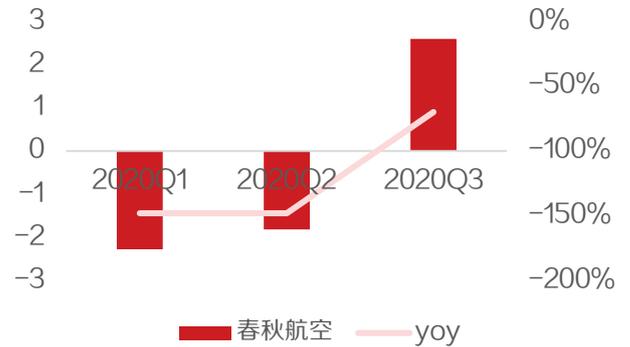
数据来源：民航局，东方证券研究所

### 3.3 逆境之下率先扩张运力

今年国内航空业受新冠疫情影响，航空出行需求遭遇重大冲击，尤其是国际航线遭遇断崖式下降。随着国内疫情控制得当，国内航线出行需求逐步复苏，但疫情仍对航空公司业绩造成了重大影响。三大航前三季度收入端降幅明显，利润端亏损合计超两百亿元。春秋航空 2020 年前三季度营业收入为 68.27 亿元，同比下降 40.96%，归母净利润为-1.49 亿元，从单季度表现看，春秋 Q3 实现扭亏。

**图 41: 前三季度三大航与春秋归母净利润对比 (亿元)**


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

**图 42: 春秋航空单季度归母净利润 (亿元)**


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

2020 年前三季度对比三大航与春秋经营数据, 公司受冲击影响较小, 且恢复进程快于三大航。前三季度三大航 ASK 投入均下降超 40%, 春秋航空仅下滑 16.9%。需求端, 春秋航空 RPK 降幅同样远小于三大航。

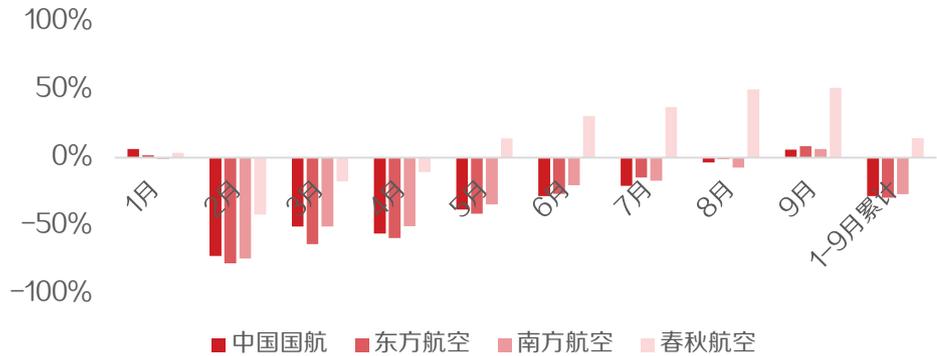
**表 5: 2020 年前三季度航空运营数据对比**

	ASK 增速	RPK 增速	客座率水平	客座率变动
中国国航	-50.10%	-57.10%	69.90%	-11.50%
东方航空	-47.21%	-55.29%	82.63%	-12.64%
南方航空	-43%	-51.64%	70.43%	-12.58%
春秋航空	-16.90%	-28.98%	78.43%	-13.35%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

国内航线上, 面对疫情的困境, 逆境之下春秋加速扩大运力投入。从月度数据看, 国内航线需求恢复平稳, 客座率实现稳定抬升。春秋航空 9 月国内运力 ASK 增速单月同比增长 51.65%, 1-9 月累计运力投放增速为 14.48%。对比三大航, 春秋国内航线运力投放从 5 月开始转正, 目前单月保持 50% 以上国内线投放增速。

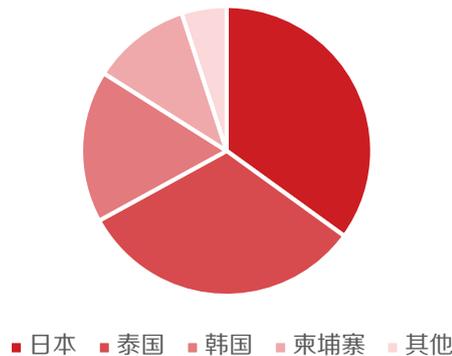
图 43：国内线运力投放增速对比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

国际航线方面，春秋目前三大国际主力航线为泰国、日本、韩国线。2019 年公司共经营 69 条国际航线，按照春秋国际周航班周转量排名看，日本线占 35%，泰国与韩国线分别占 32.2%与 17.2%。运力投放增速上，2019 年日泰韩国线 ASK 同比增长 18.2%，占公司国际航线 ASK 总比例为 82.8%。

图 44：2019 年春秋航空国际航班运力投放占比



数据来源：民航局，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

收入端：我们维持航空业明后两年复苏趋势判断，随着疫情逐步控制之后，国际航线有望逐步复苏与恢复，减轻当前国内航线运力投放过剩的局面。

我们预计公司航空客运业务 2020-2022 年收入规模为 96/139/177 亿元，同比变动为-33%/45%/27%，对应毛利率为-14.5%/5.4%/14.9%；

其中预计公司未来三年运力总投放增速为-14.28%/31.17%/16.1%，预计客公里收入未来三年分别为0.32/0.34/0.36元。

预计公司未来三年收入合计为101/145/182亿元，同比变动幅度为-32%/43%/26%。对应综合毛利率为-11.6%/6.9%/15.9%。

**表 6：春秋航空运力投入与票价水平预测**

	2019	2020E	2021E	2022E
客公里收入（元）	0.36	0.32	0.34	0.36
yoy	-2.16%	-12.36%	6.87%	4.85%
——国内	0.36	0.31	0.33	0.35
yoy	-1.38%	-13.00%	6.00%	5.00%
——国际	0.37	0.38	0.38	0.38
yoy	-3.41%	2.00%	1.00%	1.00%
——港澳台	0.39	0.38	0.38	0.39
yoy	-7.67%	-1.00%	1.00%	1.00%
ASK（亿人公里）	437.06	374.65	491.44	570.57
yoy	12.17%	-14.28%	31.17%	16.10%
——国内	280.12	336.14	396.65	428.38
yoy	9.96%	20.00%	18.00%	8.00%
——国际	142.28	35.57	88.93	133.39
yoy	16.51%	-75.00%	150.00%	50.00%
——港澳台	14.66	2.93	5.86	8.80
yoy	14.71%	-80.00%	100.00%	50.00%

数据来源：wind，东方证券研究所

费用端：预计 20-22 年销售费率为 2.53%/1.99%/1.77%，管理费用率为 1.74%/1.32%/1.14%；研发费用率为 1.2%/1.1%/1%，财务费用率为 0.87%/1.06%/1.12%。

**表 7：春秋航空业务预测拆分**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
航空客运					

销售收入 (百万元)	12,726.0	14,359.0	9,611.2	13,947.8	17,656.5
增长率		12.8%	-33.1%	45.1%	26.6%
毛利率	8.5%	10.3%	-14.5%	5.4%	14.9%
<b>航空货运</b>					
销售收入 (百万元)	115.0	123.0	124.2	135.4	146.4
增长率		7.0%	0.9%	9.1%	8.1%
毛利率	8.7%	9.8%	6.0%	6.6%	8.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	272.0	321.0	353.1	370.8	389.3
增长率		18.0%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	64.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%
<b>合计</b>	<b>13,113.0</b>	<b>14,803.0</b>	<b>10,088.4</b>	<b>14,454.0</b>	<b>18,192.1</b>
增长率		12.9%	-31.8%	43.3%	25.9%
<b>综合毛利率</b>	<b>9.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>-11.6%</b>	<b>6.9%</b>	<b>15.9%</b>

数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

## 投资建议

我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为-0.34/1.43/2.96 元, 考虑公司收入端复合增速领先传统航司, 近三年复合收入增长达 18%, 比三大航收入增速更快; 同时, 对比公司近五年 ROE 表现, 稳定在 11-20%区间, 但同期对比三大航 ROE 表现波动性更大, 且 ROE 水平更低。参考可比公司 22 年 PE 的 15 倍, 我们给予公司 2022 年 PE 估值 30%溢价, 给予估值水平 20 倍, 对应目标价为 59 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

**表 8: 航空可比公司估值表**

公司	代码	股价(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2020/12/31	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E
中国国航	601111.SH	7.49	0.44	-0.74	0.31	0.50	17.02	-10.12	24.16	14.98

东方航空	600115.SH	4.68	0.20	-0.64	0.16	0.30	23.40	-7.31	29.25	15.60
南方航空	600029.SH	5.96	0.22	-0.63	0.22	0.40	27.09	-9.46	27.09	14.90
华夏航空	002928.SZ	12.65	0.84	0.45	0.75	1.00	15.06	28.11	16.87	12.65
吉祥航空	603885.SH	11.37	0.51	-0.34	0.41	0.70	22.29	-33.44	27.73	16.24
调整后平均估值水平:							20.9	-8.9	26.3	15.2

数据来源: wind, 东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 航空业激烈价格竞争, 假设公司座公里收益下滑 1%, 预计减少收入 1.4 亿元, 预计将导致 2021 年归母净利润下滑 6.6%。
- 2) 燃油价格大幅上涨。假设公司燃油价格上涨 1%, 预计增加成本为 0.4 亿元, 预计将导致 2021 年归母净利润下滑 1.8%。
- 3) 疫情程度控制不及预期。航空业受制于疫情影响群众出行需求, 若全球新冠疫情无法有效得到控制, 将影响春秋航空国际航线复苏进程。
- 4) 2021 年执行新租赁准则导致财务信息不可比。航空经营租赁占比高, 随着新的租赁准则今年启用, 将会导致春秋航空部分财务信息不可比。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,893	7,719	7,587	4,687	4,641	营业收入	13,114	14,804	10,088	14,454	18,192
应收票据、账款及款项融资	123	121	81	116	146	营业成本	11,844	13,115	11,256	13,454	15,298
预付账款	425	1,127	706	1,012	1,273	营业税金及附加	15	17	12	17	21
存货	124	169	113	135	153	营业费用	260	261	255	288	322
其他	3,577	585	411	542	654	管理费用及研发费用	307	307	297	350	389
<b>流动资产合计</b>	<b>9,141</b>	<b>9,720</b>	<b>8,897</b>	<b>6,491</b>	<b>6,867</b>	财务费用	84	110	101	175	219
长期股权投资	32	24	24	24	24	资产、信用减值损失	0	36	0	9	8
固定资产	10,454	11,546	13,731	18,053	20,681	公允价值变动收益	26	(16)	0	0	0
在建工程	4,481	5,540	5,550	5,561	5,571	投资净收益	(21)	12	2	3	3
无形资产	67	66	62	58	54	其他	1,310	1,357	1,417	1,533	1,597
其他	2,400	2,471	1,446	1,332	1,332	<b>营业利润</b>	<b>1,918</b>	<b>2,311</b>	<b>(414)</b>	<b>1,698</b>	<b>3,535</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,434</b>	<b>19,647</b>	<b>20,813</b>	<b>25,028</b>	<b>27,662</b>	营业外收入	87	97	11	12	12
<b>资产总计</b>	<b>26,575</b>	<b>29,367</b>	<b>29,710</b>	<b>31,518</b>	<b>34,529</b>	营业外支出	3	3	0	0	0
短期借款	2,695	3,457	5,223	5,223	5,223	<b>利润总额</b>	<b>2,002</b>	<b>2,404</b>	<b>(403)</b>	<b>1,710</b>	<b>3,547</b>
应付票据及应付账款	600	731	563	673	765	所得税	499	566	(95)	402	833
其他	3,641	4,461	4,012	4,405	4,742	<b>净利润</b>	<b>1,503</b>	<b>1,838</b>	<b>(308)</b>	<b>1,308</b>	<b>2,713</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,936</b>	<b>8,650</b>	<b>9,798</b>	<b>10,301</b>	<b>10,729</b>	少数股东损益	0	(3)	0	0	0
长期借款	2,984	4,258	4,258	4,258	4,258	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,503</b>	<b>1,841</b>	<b>(308)</b>	<b>1,308</b>	<b>2,713</b>
应付债券	2,298	192	0	0	0	每股收益(元)	1.64	2.01	-0.34	1.43	2.96
其他	1,032	1,226	1,243	1,210	1,210						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,314</b>	<b>5,676</b>	<b>5,501</b>	<b>5,468</b>	<b>5,468</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>13,251</b>	<b>14,325</b>	<b>15,299</b>	<b>15,769</b>	<b>16,197</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	3	3	3	3	成长能力					
实收资本(或股本)	917	917	917	917	917	营业收入	19.5%	12.9%	-31.9%	43.3%	25.9%
资本公积	4,887	4,886	4,893	4,893	4,893	营业利润	20.1%	20.5%	-117.9%	510.2%	108.2%
留存收益	7,453	9,111	8,619	9,927	12,509	归属于母公司净利润	19.1%	22.5%	-116.7%	524.4%	107.4%
其他	68	125	(20)	10	10	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>13,325</b>	<b>15,041</b>	<b>14,411</b>	<b>15,750</b>	<b>18,332</b>	毛利率	9.7%	11.4%	-11.6%	6.9%	15.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,575</b>	<b>29,367</b>	<b>29,710</b>	<b>31,518</b>	<b>34,529</b>	净利率	11.5%	12.4%	-3.1%	9.1%	14.9%
						ROE	13.8%	13.0%	-2.1%	8.7%	15.9%
						ROIC	7.5%	7.8%	-0.9%	5.4%	10.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	49.9%	48.8%	51.5%	50.0%	46.9%
净利润	1,503	1,838	(308)	1,308	2,713	净负债率	33.1%	14.3%	26.7%	42.9%	37.1%
折旧摊销	799	783	819	1,082	1,376	流动比率	1.32	1.12	0.91	0.63	0.64
财务费用	84	110	101	175	219	速动比率	1.30	1.10	0.90	0.62	0.63
投资损失	21	(12)	(2)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(1,136)	2,529	85	0	(1)	应收账款周转率	125.9	121.4	100.0	147.1	139.2
其它	1,625	(1,812)	833	135	8	存货周转率	109.3	89.7	80.1	108.9	106.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,896</b>	<b>3,436</b>	<b>1,529</b>	<b>2,697</b>	<b>4,311</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.3	0.5	0.6
资本支出	(3,204)	(2,814)	(3,010)	(5,410)	(4,010)	每股指标(元)					
长期投资	(945)	990	0	0	0	每股收益	1.64	2.01	-0.34	1.43	2.96
其他	(1,364)	(457)	2	3	3	每股经营现金流	3.16	3.75	1.67	2.94	4.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,513)</b>	<b>(2,280)</b>	<b>(3,008)</b>	<b>(5,407)</b>	<b>(4,007)</b>	每股净资产	14.54	16.41	15.72	17.18	20.00
债权融资	(559)	(114)	(140)	(15)	0	估值比率					
股权融资	3,463	(1)	7	0	0	市盈率	31.4	25.6	-153.0	36.0	17.4
其他	244	1,669	1,481	(175)	(350)	市净率	3.5	3.1	3.3	3.0	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,148</b>	<b>1,554</b>	<b>1,348</b>	<b>(190)</b>	<b>(350)</b>	EV/EBITDA	18.0	15.8	99.6	17.1	9.8
汇率变动影响	50	15	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.2	20.8	-161.6	27.0	13.4
<b>现金净增加额</b>	<b>581</b>	<b>2,725</b>	<b>(132)</b>	<b>(2,900)</b>	<b>(46)</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)