

植根于基因的领先商业模式和精细运营能力

——春秋航空系列报告基因篇

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **商业模式：专注于低成本运营模式。**成本优势来自于公司的商业模式，公司商业模式概括为两单、两高、两低带来成本领先，收入端依靠低于行业的票价水平，最终利润端获取了高于行业的利润水平。拆分公司单位座公里成本优势，春秋 2019 年单位 ASK 成本相较于三大航低 24%，并且近五年春秋能持续保持单位成本领先优势。分营业成本科目对比，除了单位起降费和其他成本差异较小之外，其他成本项均领先。具体看，单位航油与工资薪酬这些可变成本科目，由于春秋的高客座率实现了摊薄领先；单位折旧与维修由于公司单一机型高利用率水平，实现固定成本摊薄领先。
- **运营能力：民企机制，贯彻精细化运营。**航空业是网络化经营属性，对经营主体的运营能力要求较高。同时民航经营是一个跨专业、多流程交织的链条，企业较强的运营管理能力可以有效降低成本，提升效率。春秋属于民营机制，管理团队专注稳定，执行力强，在各大经营环境贯彻极致的成本领先理念，极致的精细化管理能力带来公司历年盈利水平的稳定。高管团队多具备航空专业背景，激励机制完善，核心高管团队通过春翔投资和春翼投资两个持股平台合计持有公司 4.16% 股权。
- **可复制性：植根于基因，复制难度大。**公司通过单一机型、单一舱位、高飞机利用小时、高客座率、低销售与管理费用这六项措施，尽可能摊薄一切可摊薄的成本费用。对比同行，除了在飞机日利用小时领域，可以被竞争对手模仿学习，其余举措均难以被竞争对手复制。而参考海外航空历史，全服务航空成立低成本航空很少有成功的案例，核心在于低成本航空深入骨髓的成本控制文化很难复制，因此我们看好春秋长期具备低成本竞争优势。

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，参考可比公司，给予春秋航空 2022 年 PE 估值水平 20 倍，对应目标价为 59 元，维持增持评级。

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	35.0	28.5	(170.5)	40.2	19.4
市净率	3.9	3.5	3.6	3.3	2.9

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。

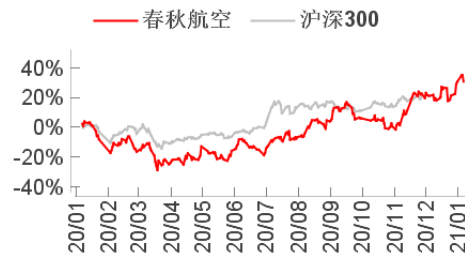
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月06日)	55.5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07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 肖伟

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

相关报告

低成本航空实现逆周期扩张：春秋航空首次覆盖报告 2021-01-03

目 录

一、商业模式：专注于低成本运营模式	4
1.1 公司专注于低成本商业模式	4
1.2 实现单位座公里成本领先	6
二、精细化管理：民企机制带来精细化运营	11
2.1 民营机制带来强经营管理能力	11
2.2 优异高管团队打造精细化管理	13
三、可复制性：植根于基因，复制难度大	14
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图 1: 春秋航空 A320 座位图.....	4
图 2: 春秋航空与三大航客座率对比.....	5
图 3: 春秋航空与三大航飞机日利用小时对比	5
图 4: 春秋航空电子直销比例	6
图 5: 2019 年春秋航空与三大航在销售和管理费用上对比.....	6
图 6: 春秋航空与三大航平均单位 ASK 成本对比 (元)	7
图 7: 2019 年春秋航空成本科目占比拆分	7
图 8: 2019 年中国国航成本科目占比拆分	7
图 9: 春秋与三大航平均单位座公里燃油成本对比 (元)	8
图 10: 春秋航空与中国国航单位燃油成本对比 (元)	8
图 11: 春秋与国航单位座公里油耗对比 (千克/公里)	9
图 12: 春秋航空与三大航平均单位工资对比 (元)	9
图 13: 春秋航空与国航单位工资对比 (元)	9
图 14: 春秋航空与国航单位 ASK 起降费 (元)	10
图 15: 春秋航空与三大航平均单位折旧摊销成本对比.....	11
图 16: 春秋航空与三大航平均维修单位成本对比.....	11
图 17: 春秋航空近五年国际线收入与增速 (亿元)	12
图 18: 春秋航空近五年地区线收入与增速 (亿元)	12
图 19: 春秋航空历史辅助收入 (亿元)	13
图 20: 2019 年全服务航空中国国航机型数据	14
图 21: 中国国航空客 330 机型分设公务舱与经济舱配置	14
表 1: 春秋航空成本管理项目影响	6
表 2: 春秋与国航 2019 年单位 ASK 成本科目对比 (元)	7
表 3: 国航与春秋 2019 年职工数量科目对比	9
表 4: 2017 年机场起降费收费标准	11
表 5: 春秋航空股权激励目标	13
表 6: 春秋航空运力投入与票价水平预测	15
表 7: 春秋航空业务预测拆分	16
表 8: 可比公司估值表	17

一、商业模式：专注于低成本运营模式

1.1 公司专注于低成本商业模式

1) 两单：单一机型单一舱位摊薄固定成本

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。**

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。今年公司新引入 A321Neo 机型，座位数为 240 座，较之前 A320Neo186 座，座位数提升 29%。若仅考虑摊薄折旧科目，座位数提升 29%情况下，光单位 ASK 折旧有望降低接近 20%。

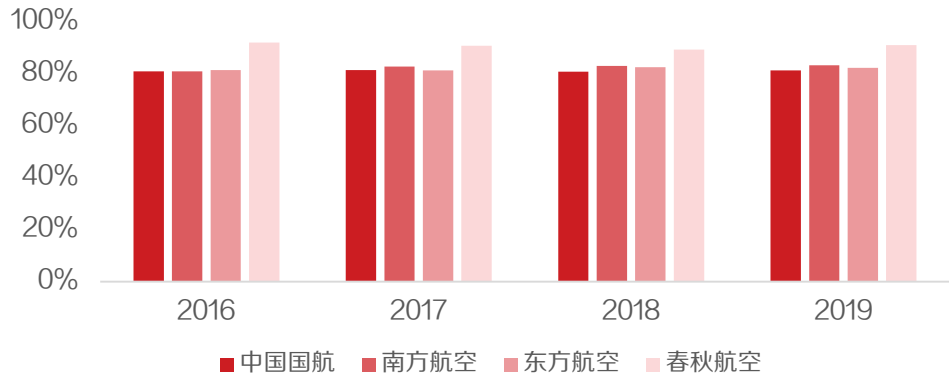
图 1：春秋航空 A320 座位图



数据来源：公司官网，东方证券研究所

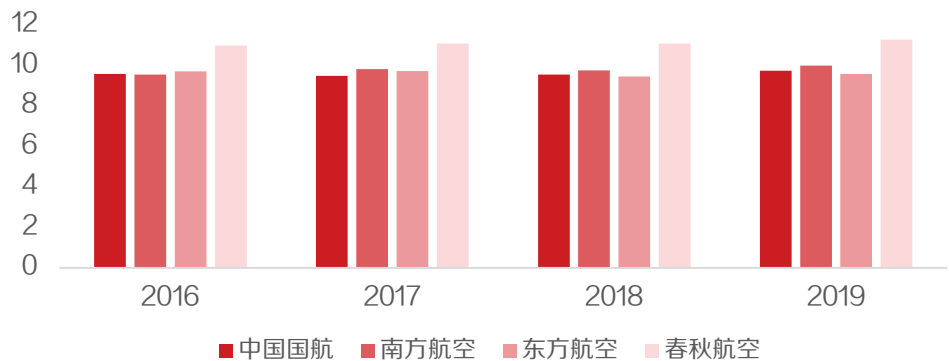
2) 两高：高客座率与飞机日利用率优化可变成本

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 2：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 3：春秋航空与三大航飞机日利用小时对比


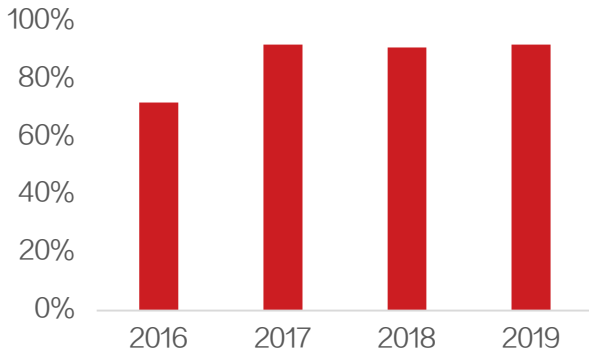
数据来源：公司财报，东方证券研究所

3) 两低：低销售与管理费用率控制费用水平

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。

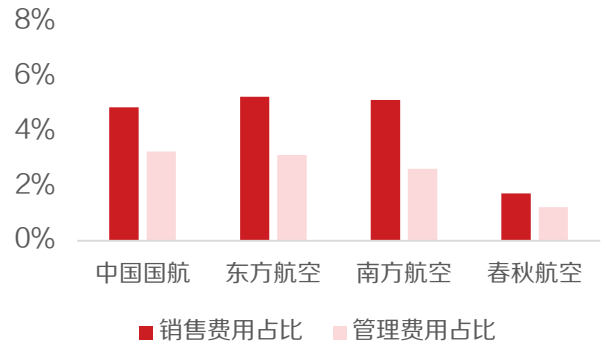
低管理费用——公司通过最大程度地利用第三方服务商在各地机场的资源与服务，尽可能降低日常管理费用。同时通过先进的技术手段实现业务和财务 ERP 一体化，以实现严格的预算管理、费控管理、科学的绩效考核以及人机比的合理控制，有效降低管理人员的人力成本和日常费用。当年管理费用占比 1.23%，同样表现优异。

图 4：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 5：2019 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

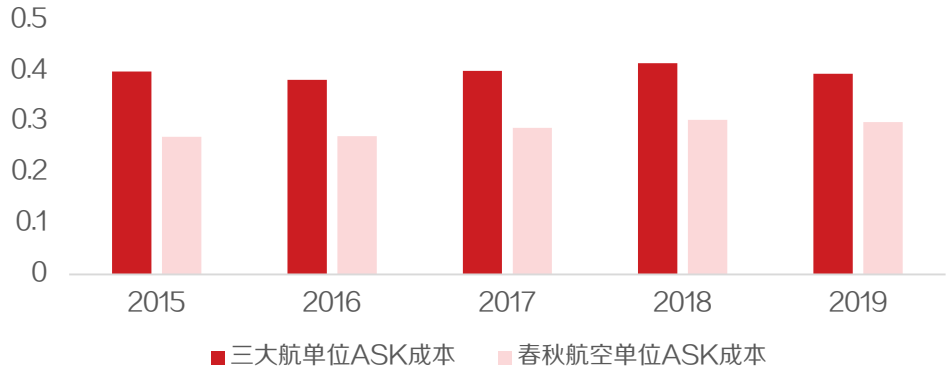
表 1：春秋航空成本管理项目影响

项目	影响	比例
单一机型	降低单位维修成本	2%
单一舱位	摊薄折旧与租赁成本	15%
高客座率与利用率	摊薄固定成本	5%
低销售与管理费用	降低单位费用率	5%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

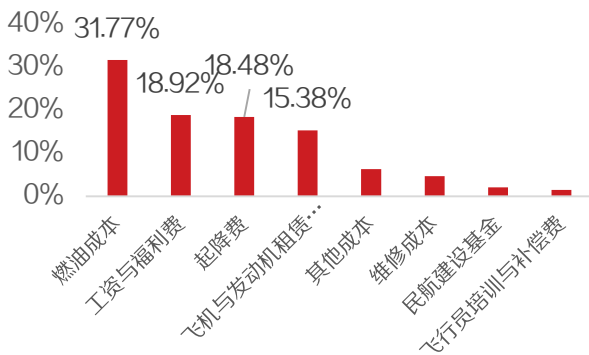
1.2 实现单位座公里成本领先

定性分析航司单位 ASK 成本总量，以三大航 2019 年单位 ASK 成本作对比，2019 年春秋航空单位成本仅为 0.3 元，同期三大航平均单位 ASK 成本为 0.395 元，春秋单位 ASK 成本相较于三大航低 24%，并且以近五年单位成本对比，春秋持续保持单位成本领先优势。

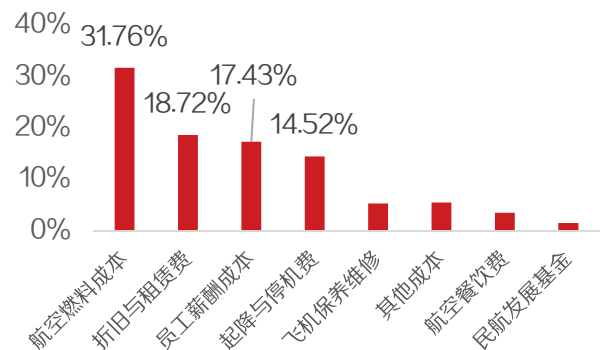
图 6：春秋航空与三大航平均单位 ASK 成本对比（元）


数据来源：公司财报，东方证券研究所

定性分析航空成本每一项科目，以 2019 年成本科目拆分，春秋航空前四大成本占比科目为**燃油（31.77%）**，**工资及福利费（18.92%）**，**起降费（18.48%）**，**飞机与发动机折旧费（15.38%）**，该四项成本合计占比为**84.55%**。以国航对比，2019 年国航前三大成本科目分别为**航空燃油（31.76%）**，**折旧与租赁费（18.72%）**，**员工薪酬（17.43%）**，**起降费与停机费（14.52%）**，合计占比为**82.43%**。对比春秋与国航，我们发现航司前四大成本科目分别为燃油、工资、起降、折旧费，其中燃油、工资、起降费均为可变成本科目，跟随航司业务量正比例波动，而折旧科目相对固定，属于固定成本科目。

图 7：2019 年春秋航空成本科目占比拆分


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 8：2019 年中国国航成本科目占比拆分


数据来源：公司财报，东方证券研究所

分项目对比国航与春秋航空成本结构，除了单位起降费和其他成本差异较小之外，其他成本项均领先国航。其中单位航油与工资薪酬这些可变成本科目，由于春秋的高客座率实现了摊薄领先；单位折旧与维修由于公司单一机型高利用率水平，实现固定成本摊薄领先。

表 2：春秋与国航 2019 年单位 ASK 成本科目对比（元）

单位 ASK 成本对比：	春秋航空	中国国航	春秋/国航

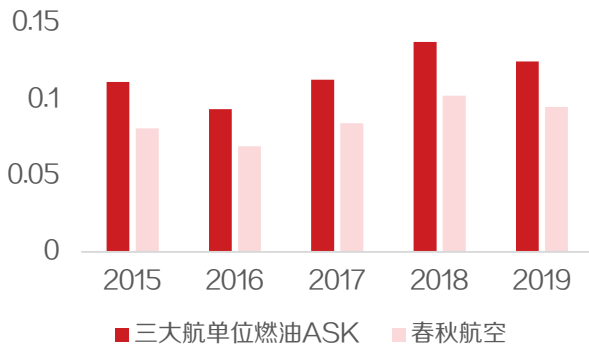
航油成本	0.095	0.125	76.27%
飞机与发动机租赁折旧	0.046	0.08	57.69%
工资与福利	0.057	0.069	82.77%
起降费	0.055	0.057	97.05%
维修成本	0.014	0.021	65.53%
飞行员培训与补偿	0.004	0	
民航建设基金	0.006	0	
餐食	0	0.014	春秋无餐食
其他主营业务成本	0.019	0.022	86.52%
合计:	0.297	0.388	76.62%

数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

1) 控制单位油耗, 实现燃油成本优化

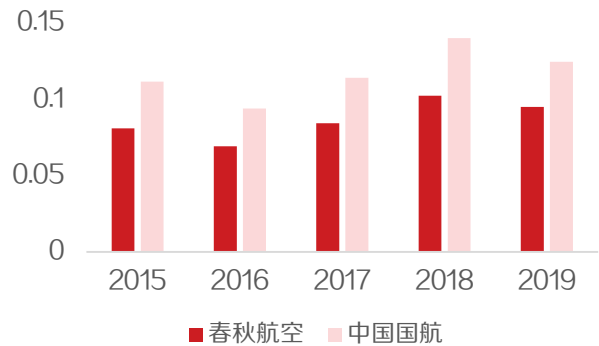
2019 年春秋航空单位燃油成本为 0.0953 元, 相较于三大航平均水平 0.125 元, **领先了 24%**。选取国航历史单位燃油对比看, 春秋航空凭借其优异的成本管控与座位密度, 实现了单位燃油成本领先。

图 9: 春秋与三大航平均单位座公里燃油成本对比 (元)



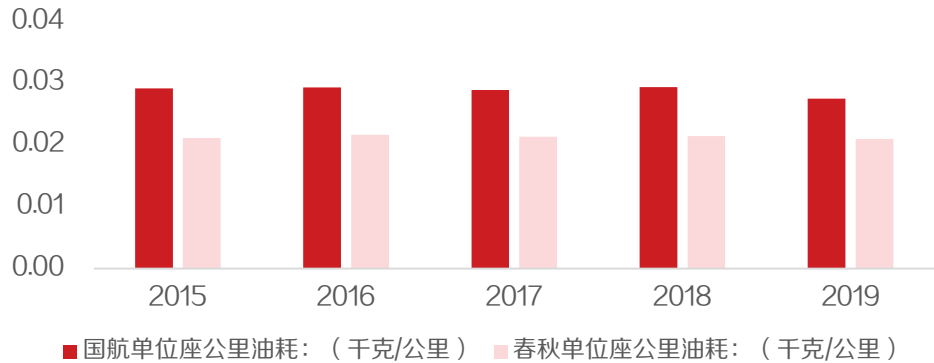
数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 10: 春秋航空与中国国航单位燃油成本对比 (元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

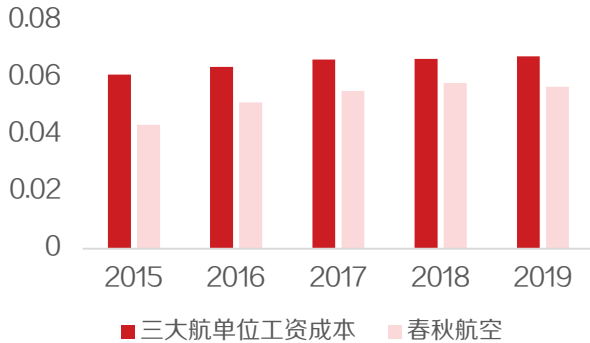
航司燃油成本由采购价与耗油量决定, 耗油量与企业的运力投入相挂钩。我们以 2015-2019 年国航与春秋单位座公里油耗拆分, 春秋 2019 年单位座公里油耗 0.021 千克/公里, 相较于国航的 0.0274 千克/公里, 同比低 23.4%。

图 11: 春秋与国航单位座公里油耗对比 (千克/公里)


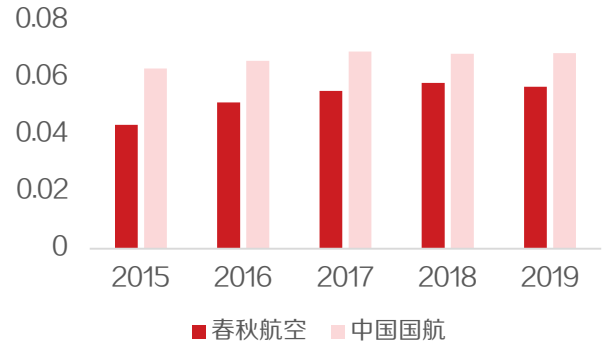
数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

2) 低人机比高经营效率, 降低单位工资成本

单位工资福利费对比, 春秋 2019 年单位 ASK 工资费用为 0.0568 元, 同一时间三大航平均为 0.0674 元, 而中国国航 2019 年单位工资福利费用为 0.0686, 春秋航空比三大航低 16%。

图 12: 春秋航空与三大航平均单位工资对比 (元)


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 13: 春秋航空与国航单位工资对比 (元)


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

一架航班在起飞之后, 其可变成本立即变成为了固定成本, 因此该机队上所承载的旅客越多, 单位可变成本变越低。我们以人机比来衡量春秋与国航在人员经营效率上的差异, 2019 年春秋在职员工合计 8484 人, 机队总数为 93 架, 对应人机比为 91 人; 国航 19 年合计在职员工 89824 人, 机队总数 699 架, 人机比为 128 人。春秋依靠更高的经营效率, 实现单位人员工资成本领先。

表 3: 国航与春秋 2019 年职工数量科目对比

	春秋航空	中国国航
管理人员	250	10538

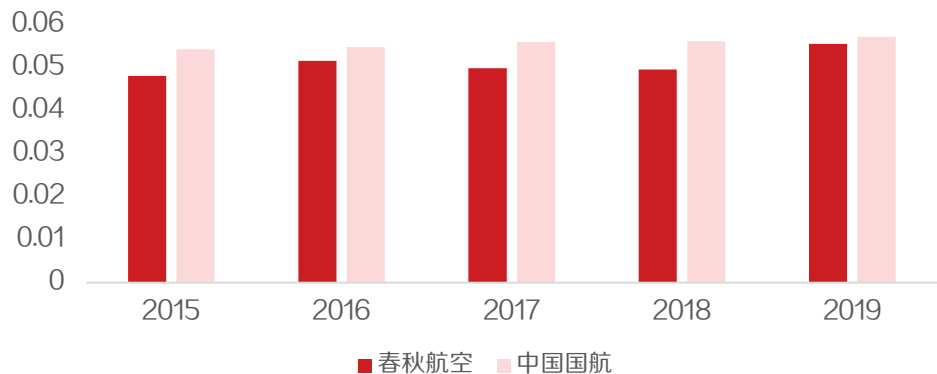
销售人员	474	6709
飞行员	1518	8899
空乘人员	1211	23501
财务人员	67	
专业技术人员	2021	13724
信息技术人员	518	730
地面服务人员	2425	11146
生产运行人员		4708
生产支持人员		8331
其他		1538
合计:	8484	89824
机队数量:	93	699
人数/飞机	91	129

数据来源：公司财报，东方证券研究所

3) 起降费收费标准固定，与同行差异较小

起降费成本主要包括旅客服务费、安检费、起降服务等，收费标准由机场等级与飞机重量相关，以 2019 年单位起降费拆分，春秋航空为 0.0555 元，国航为 0.057 元，三大航均值为 0.056 元，春秋与三大航差距较小。

图 14：春秋航空与国航单位 ASK 起降费（元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

2017 年 1 月，民航局印发《民用机场收费标准调整方案》，自 2017 年 4 月 1 日起实施。《方案》调整了机场分类和管理方式，理顺收费结构，合理确定收费标准，扩大实行市场调节价的非航空性

业务重要收费项目范围等。按照机场收费标准,起降费按民航局规定,不同航司收费标准差异较小,导致春秋与国航在单位座公里起降费并未明显差异。但结构上,由于春秋的航线逐步往三线与四线城市扩张,同样的机型在当地机场收费高于一线二线机场,因此春秋在起降费上由于航线开拓因素,相较于国航在单位起降成本更会存在劣势。

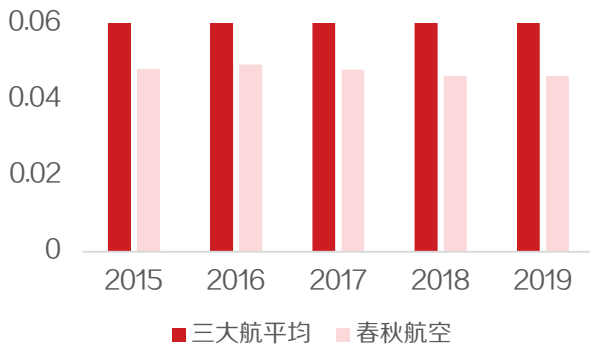
表 4: 2017 年机场起降费收费标准

飞机最大安全起降	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
25 吨以下	240	250	250	270
26-50 吨	650	700	700	800
51-100 吨	1200+24* (T-50)	1250+25*(T-50)	1300+26* (T-50)	1400+26* (T-50)
101-200 吨	2400+25* (T-50)	2500+25* (T-50)	2600+26* (T-50)	2700+26* (T-50)
201 吨以上	5000+32* (T-200)	5100+32* (T-200)	5200+33* (T-200)	5300+33* (T-200)

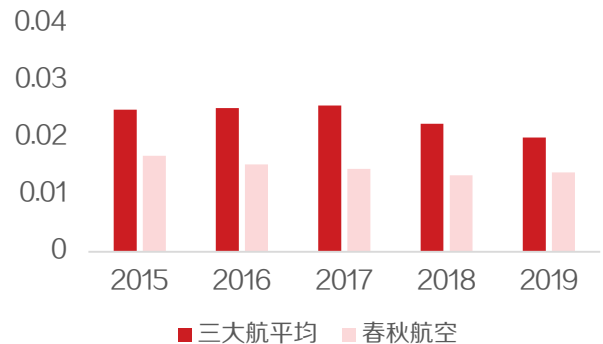
数据来源: 民航局, 东方证券研究所

4) 最大优势为单位折旧租赁与维修费用

由于 2019 年三大航已经完成租赁准则的修改,若以 2019 年单位折旧租赁成本对比,三大航平均为 0.073 元,春秋航空则是 0.0462 元,春秋低于三大航约 37%;以 2015-2018 年可比年份看,春秋单位折旧租赁成本比三大航低 35-40%;维修成本比较,春秋航空单位维修成本 2019 年为 0.0139 元,低于三大航约 30%。

图 15: 春秋航空与三大航平均单位折旧摊销成本对比


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 16: 春秋航空与三大航平均维修单位成本对比


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

二、精细化管理: 民企机制带来精细化运营

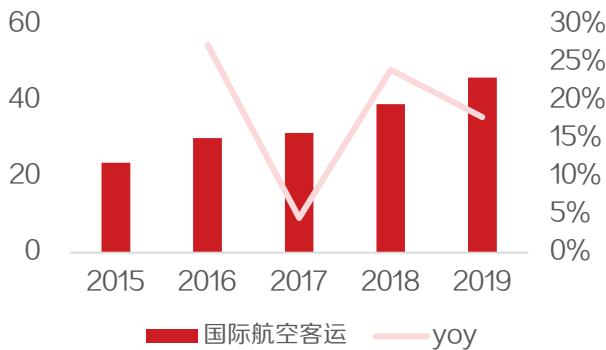
2.1 民营机制带来强经营管理能力

民航生产是一个跨专业、多流程交织的链条,较强的运营和管理能力可以有效降低成本、提升效率,较强的经营管理能力成为公司的主要竞争优势。我们从三个方面观察春秋航空的经营管理能力:

1) 具备强大的新航线开拓运营能力

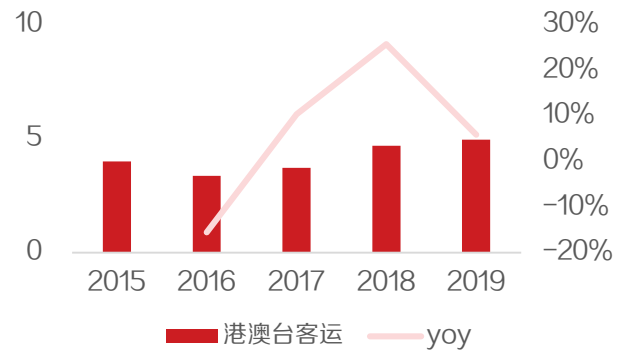
公司依靠精准的市场定位、持续营销能力和春秋国旅的战略合作,能够快速拓展新航线。公司在 2015 年全球成功首创“二线直飞”模式,即从国内二三线城市直飞国外,实现错位竞争并在最短的时间内实现航线的成功运营(以客座率达到 90%为准),快速实现新航线的培养和成熟。

图 17: 春秋航空近五年国际线收入与增速(亿元)



数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

图 18: 春秋航空近五年地区线收入与增速(亿元)



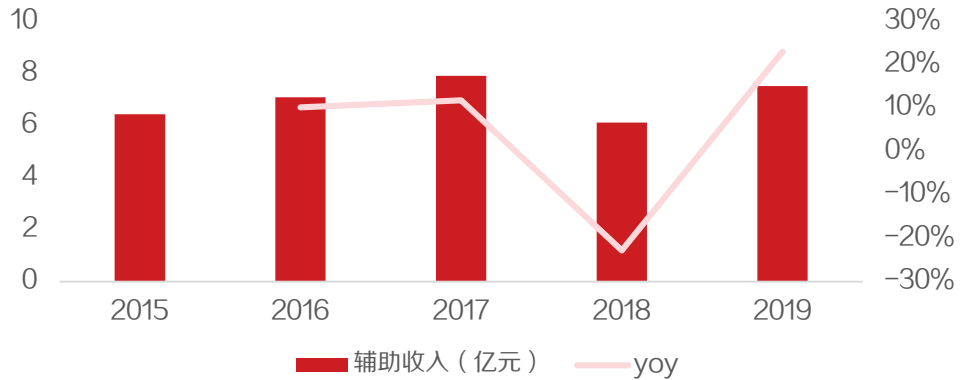
数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

2) 完善的考核体系

经过多年的探索,公司内部已经建立起一整套完善的考核体系,比如机长的主要考核是飞行安全和燃油消耗(有节油奖),空中服务人员考核是客舱安全、服务质量、销售额,地面服务主要考核飞机的适航状态、派遣率。通过制度和考核体系最大程度地激发每一个员工的积极性,来保证整个公司在高速增长过程中始终保持竞争力。我们可以从一点观察,春秋航空的座公里成本全行业最低,但是机长、乘务长等骨干员工的工资奖金全行业最高。

3) 辅助收入——航空产业链延伸

航空公司的辅助收入主要指客票收入以外的收入,类似机场的非航业务。春秋航空开发了诸多产品以提升辅助收入,包括保险佣金、逾重行李运输、快速登机服务和机供品销售等。2019 年,公司在不断探索客户需求,完善机票衍生辅助收入产品的同时,不断加强产品运营,实现辅助业务收入 7.5 亿元。此外,公司于 2019 年大力发展航司零售业务,并逐渐从客舱主场景向线上场景转移,实现高频与低频消费之间的双向转换。

图 19: 春秋航空历史辅助收入 (亿元)


数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

2.2 优异高管团队打造精细化管理

春秋航空高盈利能力一部分受益于其商业模式的先天选择, 另一部分来自于管理层对公司商业模式进行精细化管理。

目前公司高管团队多具备航空专业背景, 现任董事长王煜 2017 年接任公司董事长, 现任总裁王志杰是公司创始团队成员之一, 航空专业技术人员出身。包含总裁、副总裁、财务总监、总工程师和总飞行师的 9 人高管团队中, 有 8 人具备航空专业的学历背景, 并长期从事与航空相关的工作。

公司激励机制完善, 核心高管团队通过春翔投资和春翼投资两个持股平台合计持有公司 4.16% 股权; 高管平均薪酬 145 万元, 显著高于三大航 (东航、海航多数高管在关联公司领取薪酬), 仅次于吉祥航空。此外公司在 2016 年发布股权激励计划, 向激励对象授予不超过 58 万股股票, 占公司总股本的 0.0725%。

表 5: 春秋航空股权激励目标

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	公司 2015、2016、2017 年度单机利润三年算数平均值不少于 2000 万元
第二个解锁期	公司 2016、2017、2018 年度单机利润三年算数平均值不少于 2000 万元
第三个解锁期	公司 2017、2018、2019 年度单机利润三年算数平均值不少于 2000 万元
第四个解锁期	公司 2018、2019、2020 年度单机利润三年算数平均值不少于 2000 万元

数据来源: 公司财报, 东方证券研究所

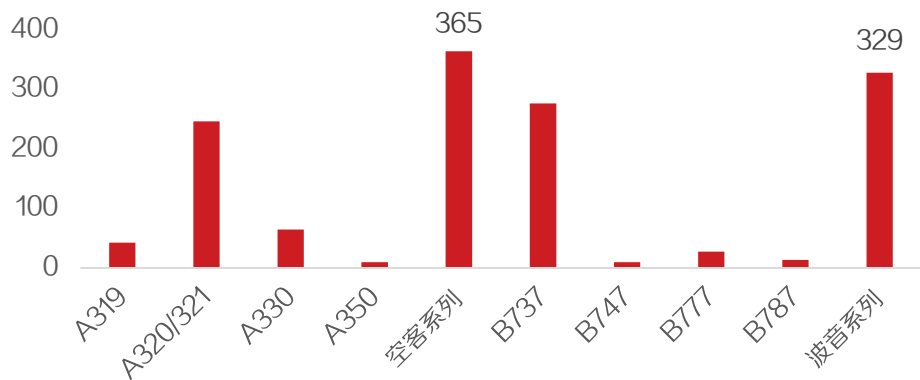
三、可复制性：植根于基因，复制难度大

我们分成本科目比较了春秋航空与同行的竞争优势，公司依靠两单两高两低的措施，实现了低成本运营优势，我们判断对于全服务航空很难实现复制春秋的低成本优势。

1) 单机型运作：难以复制

单机型运营是低成本航空固有的优势，对比三大航，为了提供全服务产品开拓远程航线，机队采用宽体机、窄体机相结合发展，并且均配备有空客与波音的不同机型。以国航 2019 年机队结构为例，其波音系列合计 329 架，空客系列合计 365 架，涵盖多种机型。

图 20：2019 年全服务航空中国国航机型数据



数据来源：公司财报，东方证券研究所

2) 单一舱位布局：复制性较差

全服务航空舱位分为经济舱与商务舱、头等舱，难以实现单一舱位布局。但是座位加密是可以实现，加密经济舱布局。但考虑用户支付较高的票价，因此全服务加密座位布局反而会影响客户体验度，因此该措施可复制较差。

图 21：中国国航空客 330 机型分设公务舱与经济舱配置



数据来源：公司官网，东方证券研究所

3) 高飞机利用率：具备可复制性

以吉祥航空的全服务模式为例，其飞机日利用率同样可以达到 10 小时以上，而对三大航近年来飞机利用小时也呈现上升趋势，因此该措施可以实现复制。

4) 高客座率水平：复制性较差

春秋实现高客座率的核心在于其客户群体是价格敏感型，更低的票价下优先保障了更高的客座率水平。而三大航由于成本不占优势，票价同等情况下高于春秋，因此很难达到春秋这样的高客座率水平。

5) 低管理与销售费用率水平：复制性一般

低管理费用率：复制性较难，三大航在管理费用方面难以与春秋竞争。

低销售费用率：春秋航空低销售费用率来自高直销比例，对比同行各大航司已经对 OTA 形成了渠道依赖，提高直销降低代理比例难度较大。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

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 年销售费用率为 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%
航空货运					
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%
其他业务					
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%
合计	13,113.0	14,803.0	10,088.4	14,454.0	18,192.1
增长率		12.9%	-31.8%	43.3%	25.9%
综合毛利率	9.7%	11.4%	-11.6%	6.9%	15.9%

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，维持增持评级。

表 8：可比公司估值表

公司	代码	最新股价(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中国国航	601111.SH	7.40	0.44	-0.74	0.31	0.50	16.82	-10.00	23.87	14.80
东方航空	600115.SH	4.62	0.20	-0.64	0.16	0.30	23.10	-7.22	28.88	15.40
南方航空	600029.SH	5.90	0.22	-0.63	0.22	0.40	26.82	-9.37	26.82	14.75
华夏航空	002928.SZ	13.06	0.84	0.45	0.75	1.00	15.55	29.02	17.41	13.06
吉祥航空	603885.SH	11.16	0.51	-0.34	0.41	0.70	21.88	-32.82	27.22	15.94

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
流动资产合计	9,141	9,720	8,897	6,491	6,867	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	营业利润	1,918	2,311	(414)	1,698	3,535
非流动资产合计	17,434	19,647	20,813	25,028	27,662	营业外收入	87	97	11	12	12
资产总计	26,575	29,367	29,710	31,518	34,529	营业外支出	3	3	0	0	0
短期借款	2,695	3,457	5,223	5,223	5,223	利润总额	2,002	2,404	(403)	1,710	3,547
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	净利润	1,503	1,838	(308)	1,308	2,713
流动负债合计	6,936	8,650	9,798	10,301	10,729	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	归属于母公司净利润	1,503	1,841	(308)	1,308	2,713
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						
非流动负债合计	6,314	5,676	5,501	5,468	5,468	主要财务比率					
负债合计	13,251	14,325	15,299	15,769	16,197		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					
股东权益合计	13,325	15,041	14,411	15,750	18,332	毛利率	9.7%	11.4%	-11.6%	6.9%	15.9%
负债和股东权益总计	26,575	29,367	29,710	31,518	34,529	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
经营活动现金流	2,896	3,436	1,529	2,697	4,311	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
投资活动现金流	(5,513)	(2,280)	(3,008)	(5,407)	(4,007)	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	35.0	28.5	-170.5	40.2	19.4
其他	244	1,669	1,481	(175)	(350)	市净率	3.9	3.5	3.6	3.3	2.9
筹资活动现金流	3,148	1,554	1,348	(190)	(350)	EV/EBITDA	19.9	17.4	110.2	18.9	10.9
汇率变动影响	50	15	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.9	23.1	-178.9	29.8	14.9
现金净增加额	581	2,725	(132)	(2,900)	(46)						

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