

证券研究报告—深度报告

交通运输

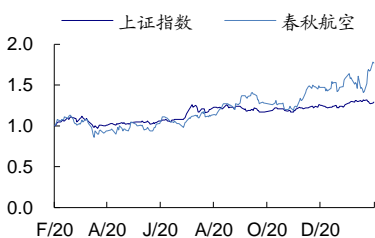
航空机场

春秋航空(601021)
买入

合理估值: 67.4 元 昨收盘: 62.2 元 (首次评级)

2021年02月02日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	916/916
总市值/流通(百万元)	57,004/57,004
上证综指/深圳成指	3,534/15,336
12个月最高/最低(元)	63.29/28.88

证券分析师: 姜明

电话:

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

挖掘航空市场中的确定性, 坚定推荐低成本航空龙头

● 疫情之下春秋凸显阿尔法属性

2020年的新冠疫情再度让市场认识到航空公司的高度波动性,但与此同时,市场的复苏过程中市场也深刻的认识到了低成本航空龙头的高度确定性,凸显了航空公司中难得的阿尔法。

● 供给紧张需求复苏, 民航将迎来中期景气

2020年我国民航整体亏损,经营压力巨大的背景下,供给投放相当谨慎,客机数量增速几乎为零,且2021年也无快速扩张机队规模,即便年内B737MAX复飞,带来的冲击也相对有限。反观需求,民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升,历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线,一旦国门全面开放,民航中期景气可期。

● 疫情冲击并未全面重塑市场格局, 唯有机制的成本管控方可突围

长周期看,本轮疫情暂未促进市场集中度全面提升,这也意味着竞争强化、市场下沉仍将是民航的发展趋势。当竞争依旧激烈之时,唯有成本管控卓越,盈利优势突出的航空公司方可突出重围,实现长远发展。

● 直面竞争, 独到的经营模式实现穿越周期

春秋航空是我国民营干线航司翘楚,与大航差异化竞争,以“两单”、“两高”、“两低”的经营模式实现了从单价劣势到单位利润优势的跨越,盈利能力是我国干线航司中独一档的存在。2020年疫情逐步消退之时率先复苏,实现经营盈利,长期看有望穿越周期,实现持续成长,逐步缩小与大航间的规模差距。

● 风险提示

宏观经济下滑,油价汇率波动,疫情反复,安全事故

● 投资建议

春秋航空20年归母净利润-5.38至-6.29亿元,扣除投资损失后盈利1.02-1.62亿。预计20-22年公司归母净利润分别为-5.81亿、17.81亿、30.86亿, EPS分别为-0.63元、1.94元、3.37元。考虑到公司具备穿越周期的稳健盈利能力及较快的规模成长速度,给予“买入”评级及目标价67.4元,目标价对应公司2022年EPS的PE估值为20倍。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114	14,804	9,195	14,465	21,243
(+/-%)	19.5%	12.9%	-37.9%	57.3%	46.9%
净利润(百万元)	1503	1841	-581	1781	3086
(+/-%)	19.1%	22.5%	-131.6%	406.6%	73.3%
摊薄每股收益(元)	1.64	2.01	-0.63	1.94	3.37
EBIT Margin	6.0%	8.3%	-12.3%	8.3%	14.0%
净资产收益率(ROE)	11.3%	12.2%	-4.0%	11.0%	16.8%
市盈率(PE)	37.9	31.0	-	32.0	18.5
EV/EBITDA	43.6	33.9	-	33.1	18.1
市净率(PB)	4.28	3.79	3.94	3.51	3.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

2020 年的新冠疫情再度让市场认识到航空公司的高度波动性，而在高度不确定的航空市场中，市场追求的是底部反转过程中的贝塔，但与此同时，市场的复苏过程中市场也深刻的认识到了低成本航空龙头的高度确定性，凸显了航空公司中难得的阿尔法。

对于民航市场而言，2021 年静态看依然是压力较大的一年，但复苏方向已定，疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020 年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且 2021 年也无快速扩张机队规模，即便年内 B737MAX 复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。长周期看，本轮疫情暂未促进市场集中度全面提升，这也意味着竞争强化、市场下沉仍将是民航的发展趋势。竞争激烈之时，唯有成本管控卓越，盈利优势突出的航空公司方可突出重围，实现长远发展。

从历史的运营数据来看，春秋航空的盈利能力是我国干线航司中独一档的存在。按照扣汇利润总额/营业收入的指标衡量，2019 年春秋航空的利润率水平相比三大航高 11.3%。如以单位 ASK 指标来看，2019 年单位 ASK 营业收入相比三大航平均水平低 0.1173 元，但单位 ASK 扣汇利润总额相比三大航高 0.0322 元。春秋航空完成从单位收入劣势到单位盈利优势的奥秘是“两单”，“两高”，“两低”的运营模式，其中“两单”为单一机型、单一舱位，“两高”为高客座率及高飞机利用率，“两低”为低销售费用率及低管理费用率。我们对“两单”，“两高”，“两低”如何节省公司成本进行详细分析。

春秋航空因单一机型、单一舱位及高周转率导致单位折旧租赁、维修及餐食成本相比三大航具备较大优势，但由于起降费直接与周转率及客运量挂钩，且工资水平更高，公司 2019 年单位 ASK 营业成本相比三大航低 24.0%，这与主要体现座位密度差异的单位航油成本差异度（23.9%）基本一致，该幅度虽然小幅低于单位营业收入差异度（25.7%），但高于单位含补贴营业收入差异度（21.6%）。由此可见，座位密度优势及低票价竞争策略在一定程度上扩大了公司的毛利润率水平，但相比于其与三大航之间 11.3%的扣汇利润率的差额，此部分经营优势带来的利润贡献并不占据主导地位。春秋航空的低成本基因带来利润率优势更多的体现在其对于费用水平的精细管控上。直销模式、深入骨髓的费用管理以及更优的资产负债结构带来更低的财务费用水平，使公司 2019 年费用率相比三大航平均值低 7.34pct，进一步拉大了利润率优势，实现从单价劣势到利润优势的追赶。

美国西南航空是美国历史上运营最成功的低成本航空，从过去 30 余年的运营数据来看，在行业景气度剧烈波动的大背景下仍然实现全部盈利。值得强调的是，每当美国民航业不景气，大航出现明显亏损之时，西南航空盈利能力确实不能独善其身，同样会出现波动，但每当行业盈利低谷过后，其盈利体量均将上一台阶。从收入规模来看，不论行业是否景气，西南航空均能在规模上实现对传

统大航的追赶。我们认为在疫情冲击之下，春秋航空仍有望通过自身的精细化管理，在传统大航盈利能力低迷，扩张放缓之时，把握机会缩窄与大航之间的规模差异，在行业回暖之时，尽享行业景气带来的盈利增量，在成长的路上持续前行。

春秋航空已披露 2020 年业绩快报，全年归母净利润-5.38 至-6.29 亿元，扣除投资损失后归母盈利 1.02-1.62 亿。我们认为民航有望在中期迎来景气区间，公司运价及客座率有望持续恢复，因此基于 2021-2022 年国际油价 55-60 美金/桶区间，美元兑人民币汇率均值 6.4 左右的假设，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为-5.81 亿、17.81 亿、30.86 亿，EPS 分别为-0.63 元、1.94 元、3.37 元。考虑到公司具备穿越周期的稳健盈利能力及较快的规模成长速度，给予目标价 67.4 元，目标价对应公司 2022 年 EPS 的 PE 估值为 20 倍。

内容目录

新冠疫情扰动民航经营，春秋突出阿尔法.....	7
疫苗接种催生民航中期景气，成本管控强化盈利续航.....	8
现金流高度紧张，供给扩张阶段性乏力.....	8
民航需求增长具备高度韧性，看好疫情消退后的强复苏.....	10
格局未变，卓越的成本管控能力方可穿越周期.....	12
穿越周期长跑领军人，卓越的低成本航空公司.....	13
历史沿革及股权结构.....	13
航线网络围绕上海逐步外拓，盈利能力业内领先.....	15
“两单”、“两高”、“两低”，是实现独一档盈利能力的秘诀.....	18
量化解读春秋航空高利润率的密码.....	20
每一次危均是低成本航空之机，春秋航空有望持续提升份额.....	28
盈利预测及投资建议.....	29
风险提示.....	30
附表：财务预测与估值.....	32
国信证券投资评级.....	33
分析师承诺.....	33
风险提示.....	33
证券投资咨询业务的说明.....	33

图表目录

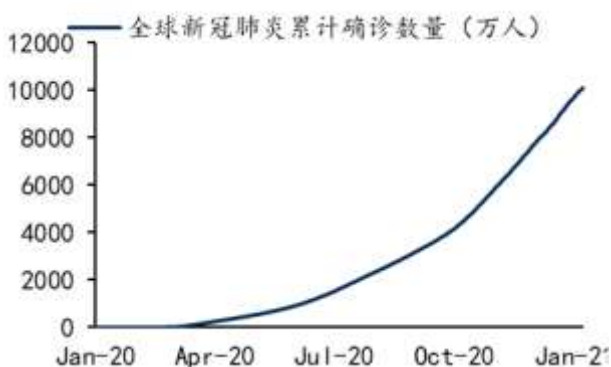
图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量.....	7
图 2: 2020 年 1-3 季度各航司累计归母净利润.....	7
图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所抬头.....	7
图 4: 民航月度客运量及同比增速.....	7
图 5: 航空运输指数明显跑输大盘, 但春秋突出阿尔法.....	8
图 6: 春秋航空亏损幅度快速收窄, 三季度实现盈利.....	8
图 7: 民航运输飞机数量.....	9
图 8: 民航年度利润情况.....	9
图 9: 各航司机队数量(架)走势.....	9
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值(百万).....	9
图 11: 各航司经营性现金流(亿).....	10
图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量(架).....	10
图 13: 全球各国疫苗接种比率(%).....	11
图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降.....	11
图 15: 民航 RPK 及同比增速.....	11
图 16: 美国民航业客运量.....	12
图 17: 我国人均乘机次数.....	12
图 18: 民航有望迎来中期景气.....	12
图 19: 我国民航集中度 CR3.....	13
图 20: 我国民航市场不断下沉.....	13
图 21: 春秋航空股权结构.....	14
图 22: 春秋航空机队规模不断扩大.....	14
图 23: 2020 年末春秋航空机队结构(架).....	14
图 24: 春秋航空 ASK 及同比增速.....	15
图 25: 春秋航空 RPK 及同比增速.....	15
图 26: 春秋航空客运量及同比增速.....	15
图 27: 春秋航空以旅客运输量计的市场份额.....	15
图 28: 春秋航空 2019 冬春季与各机场每周计划离港航班量数量(个).....	16
图 29: 公司于上海两场的航班量占比.....	17
图 30: 公司于石家庄等机场的航班量占比.....	17
图 31: 春秋航空营业收入及同比增速.....	17
图 32: 春秋航空归母净利润及同比增速.....	17
图 33: 各航司销售净利率.....	18
图 34: 春秋航空扣汇利润总额/营业收入与三大航对比.....	18
图 35: 全经济舱 186 座级 A320 座位布局.....	19
图 36: 两舱位 A320 座位布局.....	19
图 37: 春秋航空历年客座率及行业对比.....	19
图 38: 春秋航空历年飞机日利用率(小时)及行业对比.....	19
图 39: 春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班离港时间分布对比.....	20
图 40: 春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班到港时间分布对比.....	20

图 41: 2019 年各航司销售费用率水平	20
图 42: 2019 年各航司管理费用率水平	20
图 43: 三大航及春秋单位 ASK 营业收入 (元)	21
图 44: 三大航及春秋单位 ASK 扣汇利润总额	21
图 45: 三大航及春秋单位 ASK 营业收入 (元)	21
图 46: 三大航及春秋单位 ASK 扣汇利润总额	21
图 47: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 航油成本及差异对比	22
图 48: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 起降费及差异对比	22
图 49: 春秋航空与三大航单位 ASK 折旧及经营租赁费对比	23
图 50: 春秋航空与三大航单位 ASK 维修成本对比	23
图 51: 春秋航空与三大航单位 ASK 餐食机供品费用对比	24
图 52: 春秋航空与三大航单位 ASK 员工薪酬对比	24
图 53: 春秋航空与三大航单位 ASK 其他成本项目对比	25
图 54: 春秋航空与三大航历年销售费用率对比	25
图 55: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 销售费用对比	25
图 56: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 管理及研发费用率对比	26
图 57: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 管理及研发费用对比	26
图 58: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用率对比	26
图 59: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用对比	26
图 60: 春秋航空与三大航单位 ASK 营业成本	27
图 61: 单位 ASK 营业收入、含补贴营业收入、营业成本对比	27
图 62: 春秋航空与三大航费用水平	27
图 63: 2019 年春秋航空单位 ASK 相关科目与三大航对比 (元)	28
图 64: 美国三大航及西南航空历史盈利水平 (单位: 百万美元)	29
图 65: 行业重组完成前西南航空不断缩小与传统大航之间的规模差距	29
图 66: 春秋航空股价及 PE 变化趋势	30
表 1: 各航司 2021 年机队规划	10
表 2: 春秋航空历史沿革	13
表 3: 春秋航空 2019 年冬春季运力投放靠前航线的周计划班次量	16

新冠疫情扰动民航经营，春秋突出阿尔法

2020年新冠肺炎席卷全球，至2021年1月底，全球累计确诊人数突破一亿人。疫情扰动下出行板块大幅受损，民航业首当其冲，全球范围内航空公司受到显著冲击，业绩整体亏损，股价表现低迷。2020年我国民航业同样损失惨重，上市公司中除差异化经营支线航空的华夏航空外，其余各航司全面亏损，其中三大航及海航前三季度合计亏超400亿，春秋吉祥亦难盈利。

图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量



资料来源: 世界卫生组织、国信证券经济研究所整理

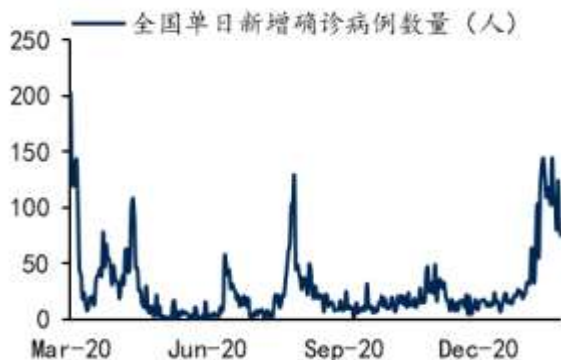
图 2: 2020年1-3季度各航司累计归母净利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

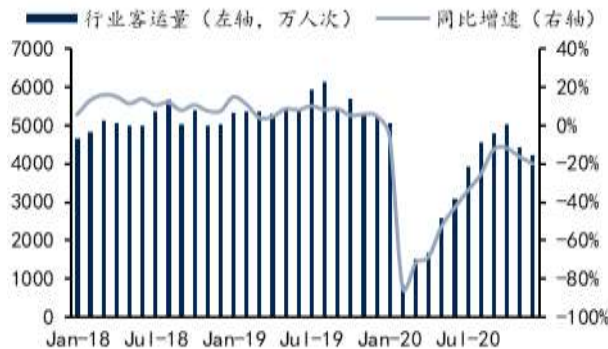
步入冬季后，境外输入压力加大，全国各地散发疫情，2020年11-12月民航客流再度承压，11月民航客流同比降幅16.3%，降幅环比10月扩大4.6pct，12月降幅进一步扩大至19.8%。春运临近，但在疫苗并未全面接种的当下防疫压力依旧较大，全国范围内倡导就地过年，民航春运再度蒙上阴霾。

图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所抬头



资料来源: 卫健委、国信证券经济研究所整理

图 4: 民航月度客运量及同比增速

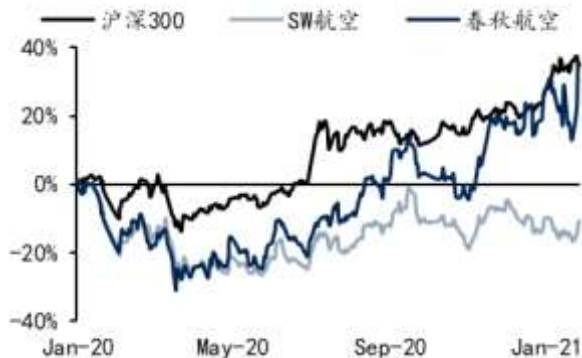


资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

受疫情拖累，2020年初至2021年1月27日申万航空指数累计下跌10.9%，沪深300指数则累计上涨34.9%，航空指数显著跑输大盘，为人称道的贝塔属性被显著压制，但值得一提的是，即便与其他干线航司一样面临着国际航线回流带来的运力消化压力，春秋航空亏损幅度显著小于其他航司，单三季度实现盈

利，从业绩快报中反推四季度再度实现经营盈利，股价同期上涨 35.6%，突显阿尔法属性。

图 5: 航空运输指数明显跑输大盘，但春秋突出阿尔法



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 春秋航空亏损幅度快速收窄，三季度实现盈利



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新冠疫情对民航的影响仍在持续，但当前是民航景气度的底部区间，综合对供给及分析的研判，我们认为民航有望在疫情逐步消退后迎来中期景气，而低成本航空龙头有望持续提高份额，实现快速发展，延续自身独特的阿尔法属性。

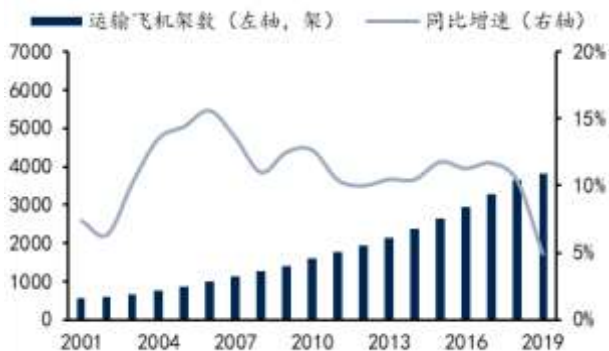
疫苗接种催生民航中期景气，成本管控强化盈利续航

对于民航市场而言，2021 年静态看依然是压力较大的一年，但复苏方向已定，疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020 年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且 2021 年也无快速扩张机队规模，即便年内 B737MAX 复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。长周期看，本轮疫情并未显著改善国内市场的结构，竞争强化、市场下沉仍将是民航的发展趋势，竞争依旧激烈，届时唯有成本管控卓越，盈利优势突出的航空公司方可突出重围，实现长远发展。

现金流高度紧张，供给扩张阶段性乏力

2008 年金融危机过后，我国航空公司迎来大面积重组，集中度得到全面提升，2009 年-2019 年民航业迎来了连续十一年盈利的黄金发展期，各航空公司通过内生增长，外部融资等手段扩张机队规模，全民航运输飞机数量从 2010 年的 1597 架增长至 2019 年的 3818 架，年化增速 10.2%。

图 7: 民航运输飞机数量



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

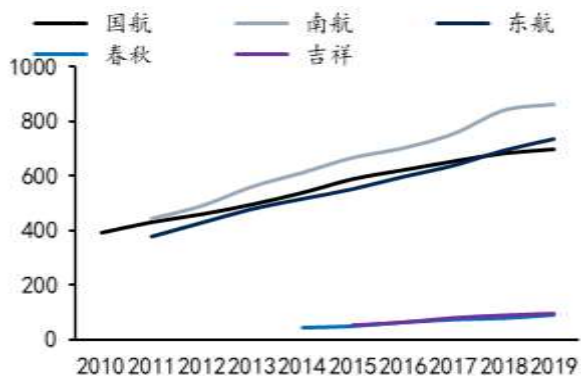
图 8: 民航年度利润情况



资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

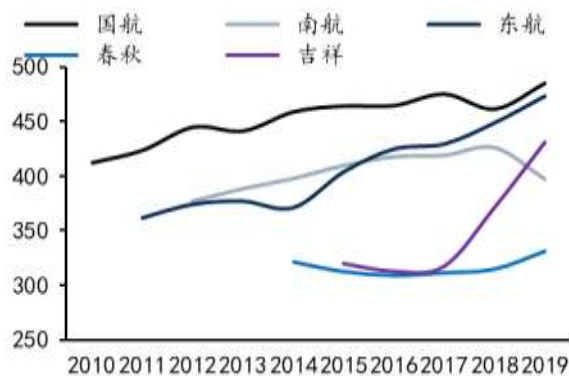
航空公司引进飞机需要消耗大量资金，其或使用自身经营产生的资金，或使用融资募集的资金。考虑到 2019 年三大航经营租赁并表，融资租赁飞机资产从固定资产中被重新划分至使用权资产，因此我们以 2010-2018 年相关数据进行分析。2010 年-2018 年国航飞机总量由 393 架提高至 684 架，其中自购+融资租赁飞机数量从 268 架提高至 480 架，单架入表飞机对应固定资产的原值长期维持在 4.5 亿元附近，东航及南航相关数据与国航类似，春秋及 2018 年以前的吉祥机队规模相对单一，均为窄体机，单机固定资产金额约为 3.1 元。由此可见，航空公司引进飞机消耗的资金体量庞大。

图 9: 各航司机队数量(架)走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

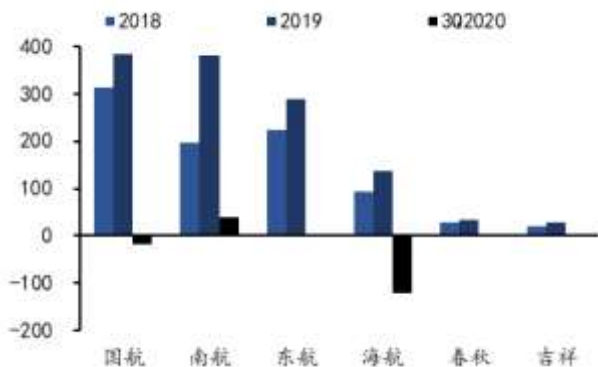
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值(百万)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

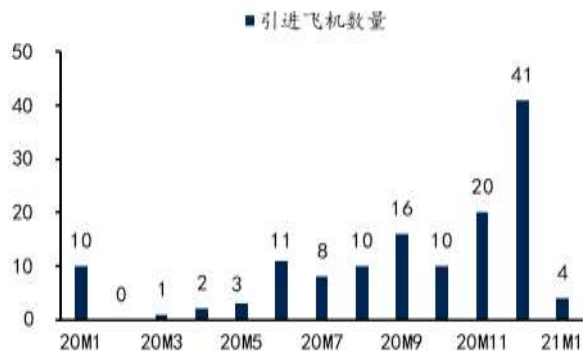
引进飞机对应的庞大资金消耗依靠的是航空公司内生造血及外部融资。2020 年疫情下民航损失惨重，各航司均录得显著亏损，各航司经营性现金流整体压力较大。经营压力下航空公司显著收紧运力投放，民航运力引进几乎停滞，全年引进飞机数量仅 132 架，2021 年 1 月引进飞机数量也仅为 4 架。考虑到 2020 年全年上市航司退出 63 架客机，相比于 2019 年底，当前的运力的绝对增量十分有限。

图 11: 各航司经营性现金流 (亿)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量 (架)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

目前全球疫情仍未平息, 国门仍未开放, 国内需求则因疫情散发重回低谷, 一季度民航大概率再度全面亏损。即便后续二三季度市场逐步复苏, 但年内国门全面开放仍存在高度不确定性, 海外运力回流及 B737MAX 潜在的复飞可能性带来的供给压力犹存, 因此我们认为静态看 2021 年民航经营压力依然较大。

阶段性的行业低谷有望冷却经营压力较大的航空公司的扩张冲动, 如南航在 2021 年度工作会议已经明确表示从重速度向重质量转变, 长期提升盈利能力, 国航、东航也在年度工作会议上强调高质量发展的愿景, 海航系公司更是因破产重整而扩张全面停滞。同样, 短期各航司运力引进计划也显著压低, 三大航 2021 年飞机扩张速度平均不足 5%, 春秋吉祥也仅为 10% 左右, 整体增速仅为 5.1%, 叠加海航系熄火, 2021 年民航机队扩张仍将维持较低速度, 即便 B737MAX 复飞, 也难以回到 2015-2019 年 9.6% 的年化机队增速水平。

表 1: 各航司 2021 年机队规划

	2020 年末机队	2021 引进	2021 退出	净增	增速
国航	708	57	2	55	7.8%
南航	867	30	8	22	2.5%
东航	725	39	9	30	4.1%
春秋	102	10	0	10	9.8%
吉祥	92	14	3	11	12.0%
合计	2494 (占比约 65%)	150	22	128	5.1%

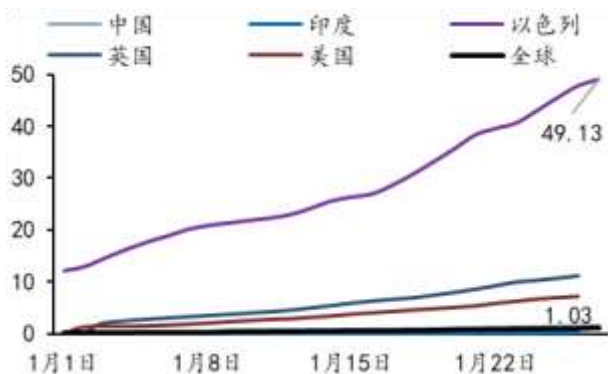
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

民航需求增长具备高度韧性, 看好疫情消退后的强复苏

新冠疫苗研制成功后已经在全球范围内展开接种。截至 2021 年 1 月 28 日, 部分中小国家疫苗接种率已经达到相当高的水平, 如以色列疫苗接种比率已经达到 49.13%, 伴随着疫苗接种, 新增确诊病例数逐步下降。虽然当前全球疫苗接种率仍仅略超 1%, 我国也仅为 1.58%, 但我们认为疫苗量产全面接种只是时间问题。2020 年二三季度国内疫情管控良好, 需求迅速复苏, 9 月民航国内线客流量已经恢复至和 2019 年同期接近持平的水平, 即便冬季疫情再度反弹客流下降,

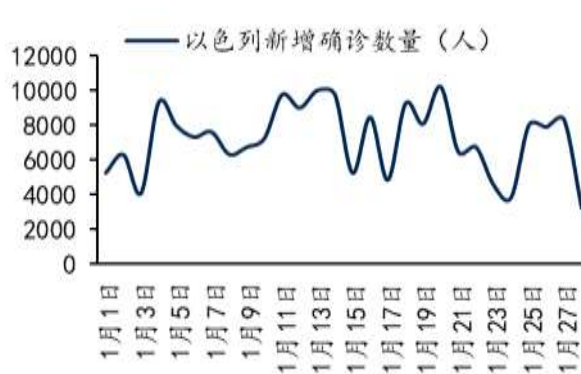
但伴随着全球范围内接种率逐步提高，我们认为人类终将基本控制乃至彻底战胜疫情。

图 13: 全球各国疫苗接种比率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

回顾我国历史上民航客运量遭受事件性冲击的两个年份,2003年及2008年外部冲击消退后的民航需求恢复情况。2003年非典疫情历时半年便基本消退,当年民航 RPK 同比下降 0.4%,但 2004 年同比提高 41.1%,2004 年相比 2002 年增长 40.5%,两年年化增速 18.5%,甚至略高于 2001-2005 年的五年年均 16.1% 的需求增速。

2008 年全球金融危机肆虐,我国民航也受到大幅冲击,全年 RPK 仅增长 3.3%,而随着经济逐步恢复,至 2010 年 RPK 相比 2008 年增长 40.1%,2007-2010 年三年年化增速 13.1%,仅略低于 2006-2010 年 14.6% 的年化增速,高于 2011-2015 年 12.5% 的年化增速。由此可见,当外部变量冲击逐步消退后,民航需求终将恢复至自然增长曲线。

图 15: 民航 RPK 及同比增速

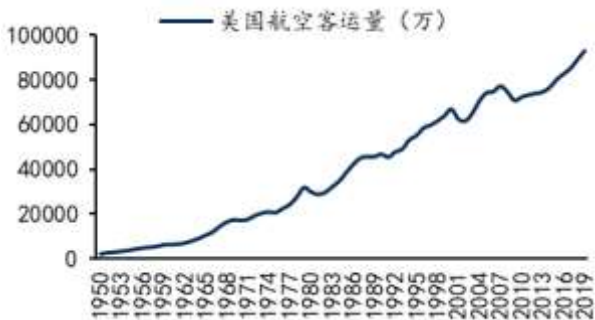


资料来源: 民航局、国信证券经济研究所整理

美国民航业的经验也表明,需求受到外部环境冲击后,能够较快的恢复至外部冲击前的水平。2001 年美国 911 事件后,民航需求明显下降,但拉长时间轴,

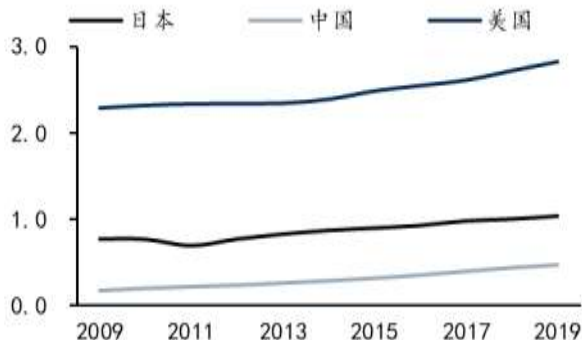
其也不过是需求漫漫上行之路上的一段插曲。民航需求增长本质上还是依托国家宏观经济增长下居民收入的不断提升，我国目前人均乘机次数相比于发达国家仍有较大差距，疫情冲击的扰动不会磨灭民航需求的增长趋势，预计后续需求将持续向好。

图 16: 美国民航业客运量



资料来源: BTS、国信证券经济研究所整理

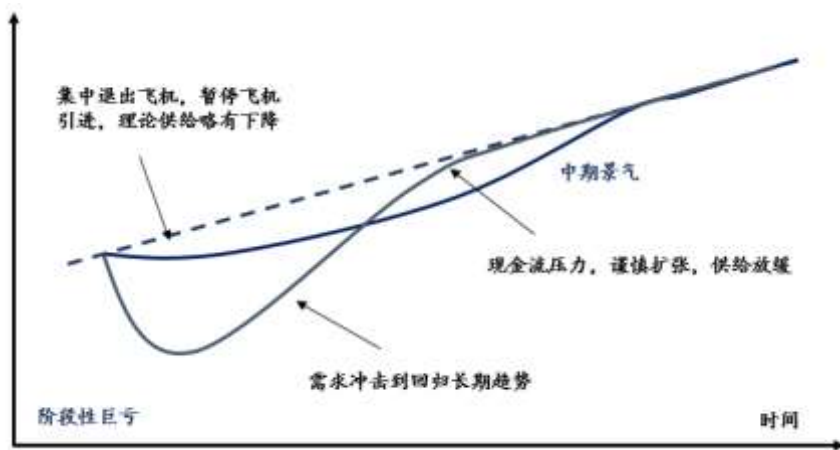
图 17: 我国人均乘机次数



资料来源: BTS、日本国土交通省、国信证券经济研究所整理

综合供需分析，我们认为随着疫情的逐步消退，需求终将企稳复苏，而由于机队引进的显著降速，供给阶段性不足，一旦国门全面开放，宽体机运力得以消化，民航中期景气可期。

图 18: 民航有望迎来中期景气



资料来源: 国信证券经济研究所整理

格局未变，卓越的成本管控能力方可穿越周期

不同于非典疫情前的 2002 年全面重组，也不同于 2008 年金融危机后的大整合，虽然 2020 年民航出现巨亏，但得益于 2009 年-2019 年的持续景气，主流航空公司并未伤筋动骨，海航系的破产重整大概率也并非因航空主业的经营不善，如海航的航空主业得以保留，则民航国内市场的竞争格局未能重塑，仅部分小型航司被地方政府或民营企业收购，市场集中度未能大幅提升。从长远的角度看，集中度的分散将导致中期景气过后竞争激烈程度难以弱化，且民航市场下沉的趋势不改，增量运力投放依然将主要集中于低线市场，多玩家的激烈搏杀

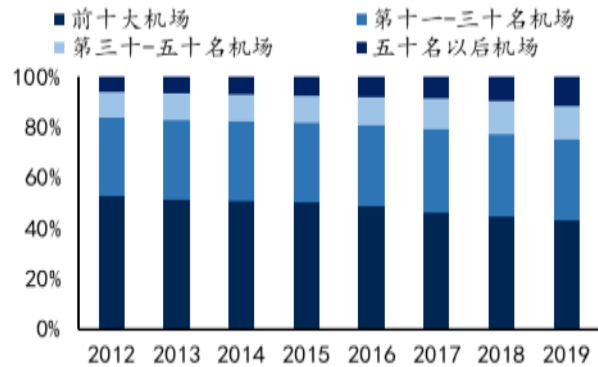
中，唯有成本管控能力卓越的航空公司能够突出重围，穿越周期，实现长久发展。

图 19: 我国民航集中度 CR3



资料来源: Wind、民航局、国信证券经济研究所整理

图 20: 我国民航市场不断下沉



资料来源: Wind、民航局、国信证券经济研究所整理

穿越周期长跑领军人，卓越的低成本航空公司

历史沿革及股权结构

春秋航空的前身春秋航空有限公司成立于 2004 年 11 日，成立之初注册资本 8000 万，此后于 2009 年 5 月增资至 2 亿元。2010 年，经公司股东会同意及民航局批准，春航有限变更为春秋航空股份有限公司，并于 2015 年 1 月成功完成 IPO，登陆上交所。

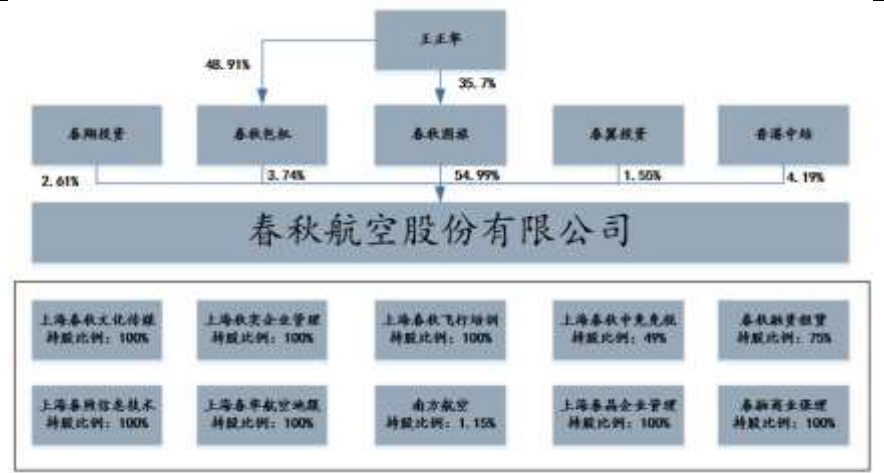
表 2: 春秋航空历史沿革

时间	事件
2004 年 11 月	春秋航空有限公司（春航有限）成立
2009 年 5 月	大股东春秋国旅单方面向春秋航空有限公司增资 1.2 亿，增资后春航有限注册资本增至 2 亿元。
2010 年 11 月	春航有限整体变更为春秋航空股份有限公司
2015 年 1 月	完成 IPO，登陆上交所

资料来源: 国信证券研究所整理

春秋航空创始人王正华先生。王正华先生于 1981 年创立上海春秋旅行社（春秋国旅的前身），目前通过持有春秋国旅 35.7% 的股权及春秋包机 48.91% 的股权实现对公司的实际控制。截至 2020 年一季报，公司大股东春秋国旅持有公司 54.99% 的股权，此外春秋包机、春翔投资、春翼投资各持有公司 3.74%、2.61%、1.55% 的股权。参股与控股公司方面，公司旗下囊括众多为航空主业提供上下游服务支持的企业，如春航融资租赁、春秋飞行培训、春融商业保理、春华航空地服、春秋文化传媒等。

图 21: 春秋航空股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

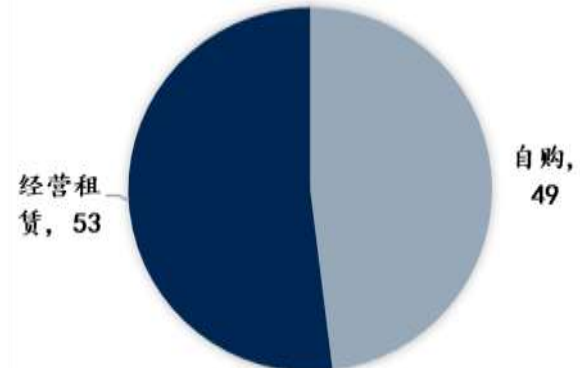
春秋航空成立之初仅通过租赁方式拥有 3 架飞机，经过 15 年的不懈努力，公司机队规模持续扩张，即便在疫情肆虐的 2020 年，公司依然保持着较快增速，截至 2020 年底，公司机队规模已经达到 93 架，其中自购飞机 49 架，经营租赁飞机 53 架。公司机队飞机均为空客 A320 系列机型。

图 22: 春秋航空机队规模不断扩大



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

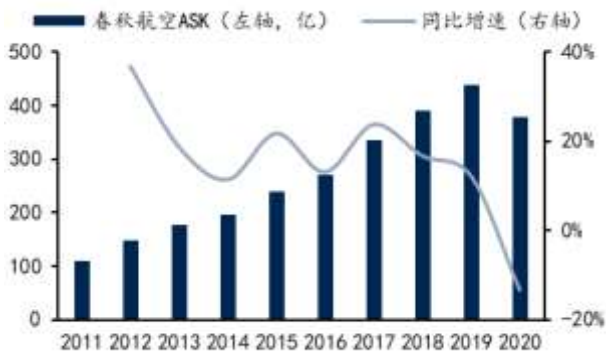
图 23: 2020 年末春秋航空机队结构 (架)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司的业务量规模随着机队扩张不断提升，2019 年 ASK 达到 437.1 亿，同比增速 12.2%，RPK396.9 亿，同比增长 14.4%，客座率 90.8%，同比提高 1.8pct，客运量 2239.3 万人次，同比增长 14.70%，2019 年公司以客运量计的市场份额达到 3.4%，同比提高 0.2pct。2020 年新冠疫情下公司依然保持稳健经营，全年扣除非经营性因素依然实现盈利，运营指标相比其他航司优势明显，市占率提升至 4.5%。

图 24: 春秋航空 ASK 及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 春秋航空 RPK 及同比增速



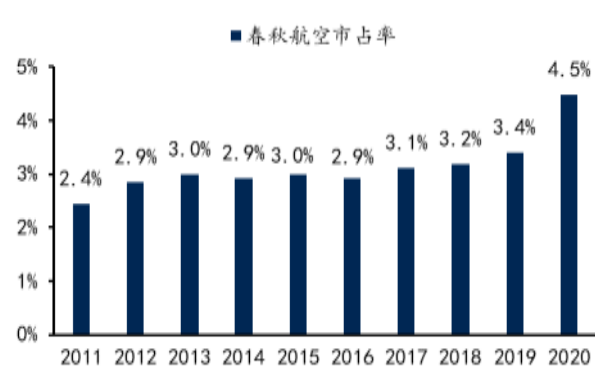
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 春秋航空客运量及同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 春秋航空以旅客运输量计的市场份额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

航线网络围绕上海逐步外拓，盈利能力业内领先

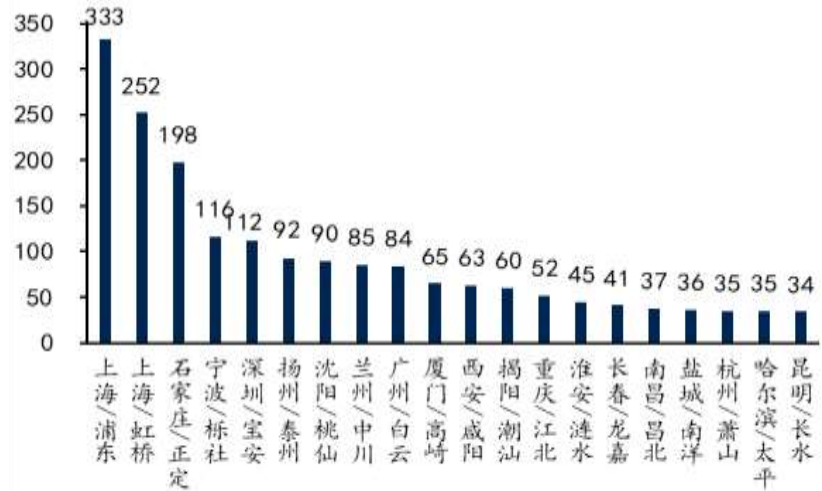
立足上海，拓展航线，业务规模持续扩张

1) 公司运力核心布局于上海

上海地区经济发达，居民出行频次高。春秋航空以上海为大本营，上海相关航线目前依然是公司盈利的重要支撑。鉴于疫情影响，2020 年夏秋航季民航时刻表相对特殊，因此我们以 2019 年冬春航季时刻表进行分析。

2019 年冬春航季公司于上海浦东、虹桥机场周计划离港航班量分别为 333 个、252 个，分别占公司计划离港班次总量的 11.0%和 8.3%。公司运力投放量较大，周班次量超过 28 班的 19 条航线中有 18 条与上海两场相关，其中班次量最大的航线为上海虹桥-深圳航线，周班次量为 70 班，其次为周班次 63 班的上海虹桥-厦门航线和周班次 56 班的上海虹桥-广州航线。班次密集的航线中亦不乏国际线的身影，如上海-泰国普吉、泰国曼谷、泰国清迈、韩国济州、日本札幌等航线运力投放同样具备一席之地。

图 28: 春秋航空 2019 冬春航季与各机场每周计划离港航班量数量 (个)



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

表 3: 春秋航空 2019 年冬春季运力投放靠前航线的周计划班次量

航线	周班次
上海-深圳	70
上海-厦门	63
上海-广州	56
上海-泰国普吉	42
上海-泰国曼谷	42
上海-哈尔滨	38
上海-石家庄	36
上海-韩国济州	36
上海-重庆	28
上海-长春	28
上海-沈阳	28
上海-西安	28
上海-泉州	28
上海-日本札幌	28
上海-泰国清迈	28
上海-大阪关西	28
上海-香港	28
深圳-柬埔寨金边	28

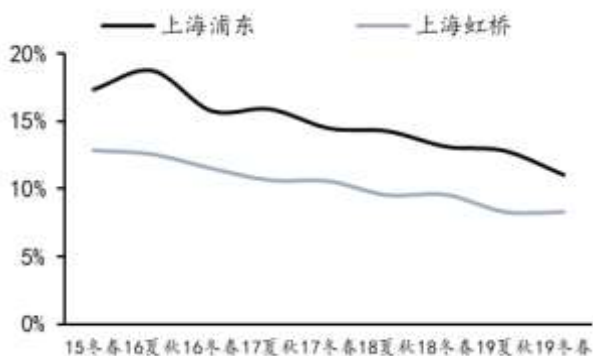
资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

2) 石家庄、沈阳等地运力布局持续增长

由于枢纽机场时刻饱和，且受到民航控总量调结构政策影响，全民航市场整体下沉，公司于上海两场的计划班次量占比已经从 2015 年冬春季的 30.2% 下降至 2019 年冬春航季的 19.3%，降幅为 10.9 个百分点。

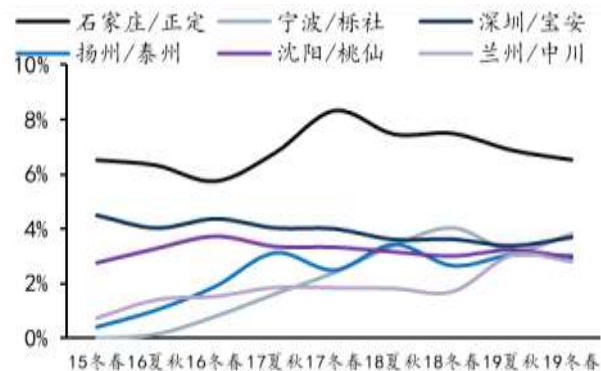
公司的战略十分明确，即牢牢握紧上海市场宝贵的时刻资源，集中培育几个新增市场，新增运力主要投放至石家庄、宁波、深圳、扬州、沈阳、兰州等地，公司于上述六机场的计划班次量占比从 2015 年冬春航季的 15.0% 上升至 2019 年冬春航季的 22.9%。

图 29: 公司于上海两场的航班量占比



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

图 30: 公司于石家庄等机场的航班量占比



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

春秋航空利润率长期保持领先

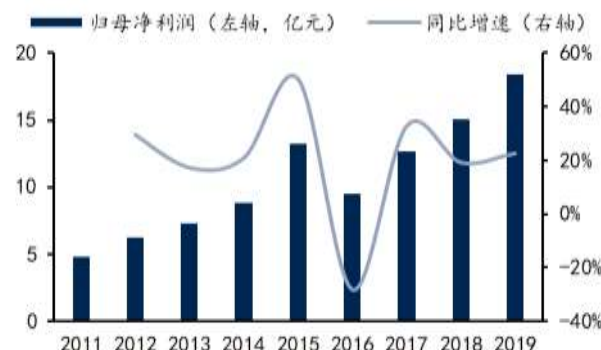
历史上春秋航空的经营能力和盈利能力一直是业内独一档的存在, 2019 年宏观经济增速放缓, 公商务需求低迷, 全民航利润水平下降, 2019 年公司仍实现归母净利润 18.41 亿, 同比增长 22.5%, 在我国干线航司中表现最佳, 而在新冠疫情冲击民航市场的 2020 年, 公司扣除减值损失后依然实现盈利。

图 31: 春秋航空营业收入及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 春秋航空归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从净利润率上来看, 2019 年公司净利润率 12.4%, 远高于三大航 3.40% 的平均水平, 也明显高于吉祥同期 6.04% 的净利润率水平, 是我国干线航司中独一档的存在, 也是唯一一家净利润率长期维持在 10% 以上的航司。

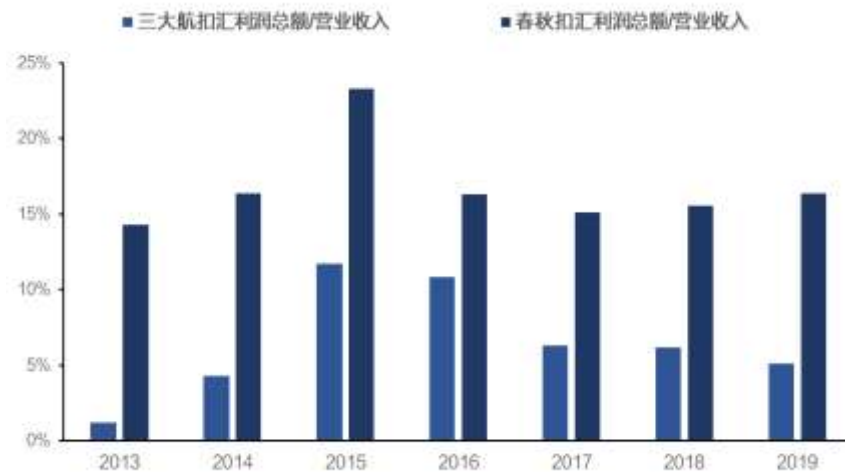
图 33: 各航司销售净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到过去几年汇兑损益对三大航的利润扰动较大, 因此我们使用扣汇利润总额/营业收入这一指标衡量各航司利润率水平, 2012年起各航司该指标走势如下图所示, 2019年春秋航空扣汇利润总额/营业收入为 16.4%, 三大航平均为 5.1%, 同样遥遥领先。

图 34: 春秋航空扣汇利润总额/营业收入与三大航对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

“两单”、“两高”、“两低”，是实现独一档盈利能力的秘诀

春秋航空以低廉的票价闻名于世, 低票价下盈利能力全面领先的背后是对成本端管控的极致努力, 其主要特点可简要总结为“两单”、“两高”、“两低”。

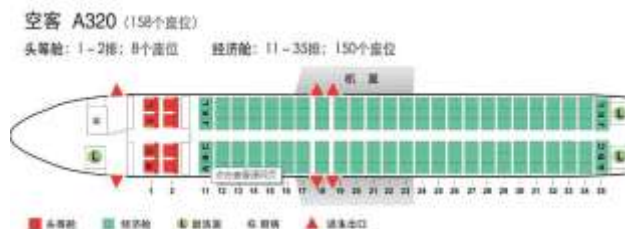
“两单”指单一机型与单一舱位

单一机型：公司全部飞机为空客 A320 系列飞机，统一配备 CFM 发动机，降低飞机购买、租赁成本、自选设备项目成本、自选航材采购成本，减少备用发动机数量，也降低了后续维修、养护等成本，降低了飞行员、机务人员的培训复杂度。

单一舱位：公司飞机不设置头等舱、公务舱，只设置经济舱，相比于传统两舱布局的 A320 飞机，单机可用座位数要高 15-20%。公司老款 A320 飞机座位数量为 180 座，2015 年 9 月起引进新客舱布局的 A320 飞机，单机座位数 186 座，截至 2019 年底，公司 186 座客舱布局飞机已经达到 58 架。

图 35: 全经济舱 186 座级 A320 座位布局

图 36: 两舱位 A320 座位布局



资料来源：深圳之窗、国信证券经济研究所整理

资料来源：国航官网、国信证券经济研究所整理

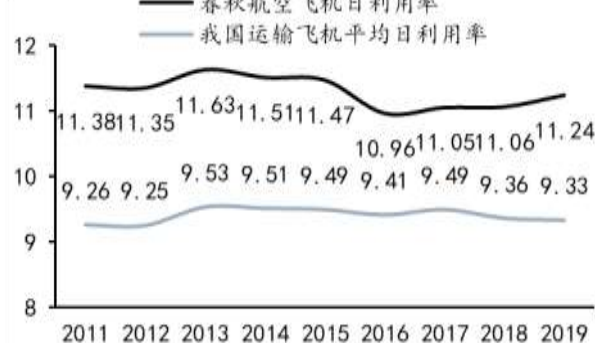
“两高”指高客座率与高飞机日利用率

高客座率：公司在高密度客舱布局的情况下进一步追求高客座率，除 2018 年外，历年客座率水平均保持在 90% 以上。

高飞机日利用率：公司通过航班紧密安排，及更多利用延长时段飞行，提高飞机日利用率，进一步摊薄固定成本。

图 37: 春秋航空历年客座率及行业对比

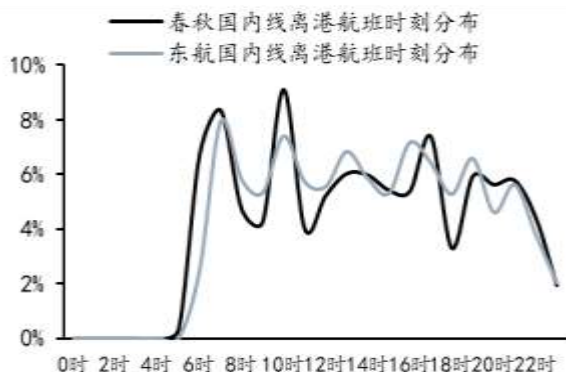
图 38: 春秋航空历年飞机日利用率（小时）及行业对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

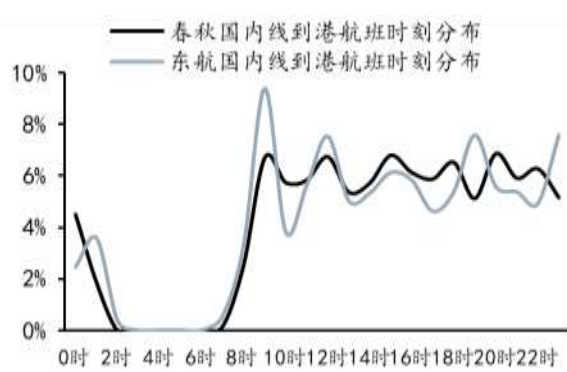
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班离港时间分布对比



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

图 40: 春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班到港时间分布对比



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

“两低”指低销售费用及低管理费用率

低销售费用: 公司机票主要通过电子商务直销, 代理费用保持在极低水平, 进而拉低销售费用, 2019 年非包机包座业务外电商直销占比达到 91.9%, 销售费用率仅为 1.76%, 远低于同业平均水平。

低管理费用: 公司最大程度利用第三方服务商在各地机场的资源与服务, 降低日常管理费用, 通过严格的预算管理、费控管理及科学的绩效考核及人机比的合理控制, 降低人力成本及日常费用, 2019 年公司管理费用率 (含研发) 仅为 2.07%, 同样低于同业平均水平。

图 41: 2019 年各航司销售费用率水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 42: 2019 年各航司管理费用率水平



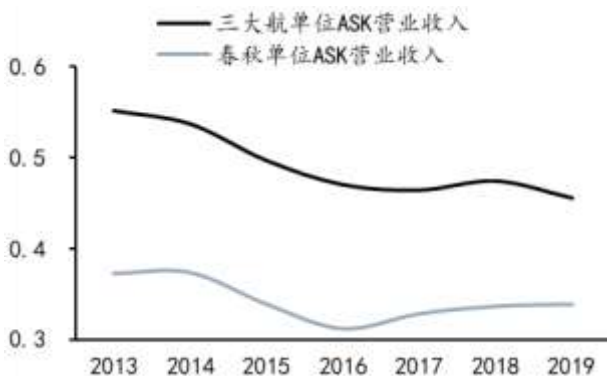
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

量化解读春秋航空高利润率的密码

公司“两单”、“两高”、“两低”的业务模式是公司成本领先的关键所在。春秋航空 2019 年单位 ASK 营业收入 0.3387 元, 三大航平均为 0.4560 元。在单位 ASK 营收能力上, 春秋相比三大航的劣势为 0.1173 元, 而从单位盈利能力看, 公司单位 ASK 扣汇利润为 0.0556 元, 远超出三大航平均 0.0234 元的水平。

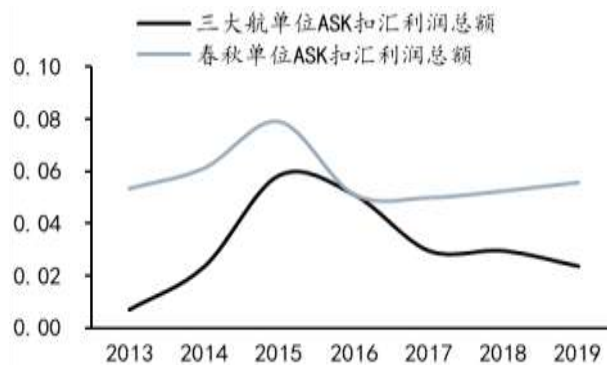
春秋航空通过成本费用端的精细管控，化收入端的劣势为利润端的优势，在单位收入水平明显低于传统全服务航司的情况下，通过成本费用端的努力完成单位盈利的赶超。此部分我们抽丝剥茧，以春秋航空与我国传统大航的经营数据进行对比，量化分析公司高利润率的来源。

图 43: 三大航及春秋单位 ASK 营业收入 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44: 三大航及春秋单位 ASK 扣汇利润总额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

单位收入相比三大航低 25.7%，含补贴单位收入低 21.6%

航空公司收入端包括客货运收入及其他收入。我国航司客运业务收入占比接近或超过 90%，传统大航中，国航、东航已经剥离全货机业务，2019 年客运收入占比分别达到 91.4%和 91.3%，南航客运收入占比则为 89.7%。春秋航空业务更为单一，客运收入占比更高，达到 97.0%。考虑到客货运成本细分项并未分拆，因此我们以单位 ASK 收入作为低成本航空与传统全服务航空的对比指标。

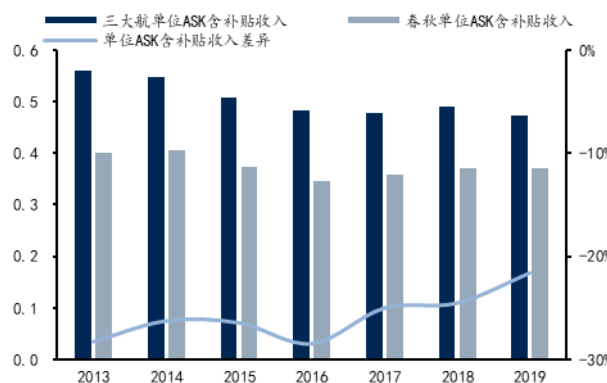
从单位 ASK 收入来看，2019 年三大航平均客公里营业收入为 0.5560 元，而春秋为 0.3730 元。春秋航空客公里营业收入比三大航平均水平低 32.9%，考虑到春秋航空客座率比三大航平均水平高 7.6 个百分点，其座公里营业收入相比三大航平均水平低 25.7%。如进一步考虑补贴，春秋航空单位 ASK 营业收入及补贴收入为 0.3697 元，比三大航平均水平低 21.6%。

图 45: 三大航及春秋单位 ASK 营业收入 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 三大航及春秋单位 ASK 扣汇利润总额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

历史单位航油成本相比三大航低 25%左右

从细分成本项目看，2019 年公司单位 ASK 航油成本为 0.0953 元，相比三大航平均水平低 23.9%，历史上也在低 25%左右的水平，而这是最能够体现公司座位密度高、单机平均创造供给能力最强进而压低单位成本的数据。

图 47: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 航油成本及差异对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

单位起降费优势并不显著

起降费方面，鉴于航空公司起降费中成本项目中包含与客运量挂钩的旅客服务费、安检费等，公司历史单位起降费与三大航差异度仅为 10%左右。2019 年因机场提价，高起降费海外航线占比提升等种种原因，春秋航空单位 ASK 起降费成本明显上升，达到 0.0555 元，相比三大航仅低 1.1%。

图 48: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 起降费及差异对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

单一机型及高周转率有效降低单位折旧租赁费及维修费用

单位 ASK 折旧及经营租赁费方面，由于三大航经营租赁飞机已于 2019 年并表，而春秋航空尚未并表，2019 年公司单位 ASK 折旧及租赁费为 0.0462 元，相比三大航平均水平低 36.7%。可比年份中，春秋航空单位 ASK 折旧及租赁费相比三大航低 35-40%之间，明显高于座位数量优势带来的节约幅度，这说明单一机型及高周转效率对折旧、租赁费用的节约力度十分显著。

图 49: 春秋航空与三大航单位 ASK 折旧及经营租赁费对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

维修成本方面，2019 年公司单位 ASK 维修成本为 0.0139 元，相比三大航平均水平低 30.4%，考虑到经营租赁并表同样对三大航维修成本产生影响，可比年份单位成本差异在 40%左右的水平，同样高于单机座位数差异，说明单一机型及高飞机利用率能够显著摊薄维修成本。

图 50: 春秋航空与三大航单位 ASK 维修成本对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

低成本航空无餐食机供品服务，显著降低成本

鉴于公司为低成本航空公司，不提供机上餐食服务，因此公司无餐食成本科目。相比于三大航，此部分单位 ASK 节约成本在 0.0130 元左右。

图 51: 春秋航空与三大航单位 ASK 餐食机供品费用对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

春秋航空薪酬水平高于三大航

员工薪酬方面, 春秋航空的工资水平高于三大航, 2015 年-2017 年连续涨薪后, 单位员工职工薪酬成本持续高于三大航, 2019 年为 29.25 万元, 而三大航则在 20 万元左右。如按照单位 ASK 成本计算, 2019 年公司单位 ASK 员工薪酬 0.0568 元, 相比三大航平均水平低 15.7%, 差异小于单机供给创造能力差异。

图 52: 春秋航空与三大航单位 ASK 员工薪酬对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

单位其他成本同样低于三大航

其他成本中, 由于部分航司成本划分口径发生明显改变, 相关单位成本可比性不高, 但 2019 年公司单位 ASK 其他成本 0.0324 元, 相比三大航平均水平低 19.4%, 差值略低于座位数量差异。

图 53: 春秋航空与三大航单位 ASK 其他成本项目对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

“两低”对公司的利润率优势贡献明显

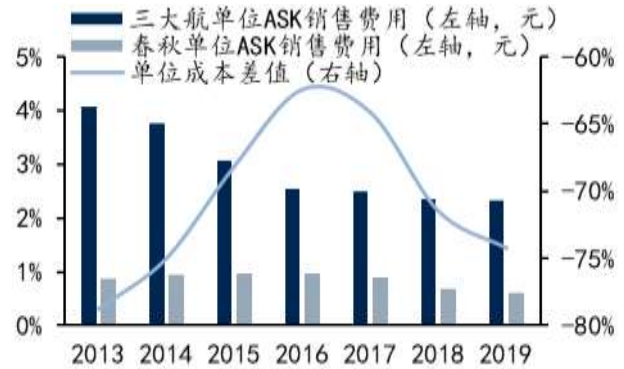
公司偏直销的运营模式显著降低了销售费用水平，销售人员薪酬、代理费、广告费等成本水平显著低于大航。2019 年公司销售费用率 1.76%，相比三大航平均水平低 3.22pct，单位 ASK 销售费用仅 0.0060 元，相比三大航平均水平低 74.2%。

图 54: 春秋航空与三大航历年销售费用率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

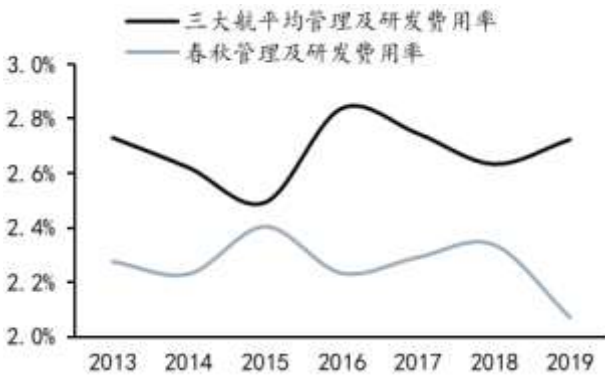
图 55: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 销售费用对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

同样，公司通过精细化管理控制管理费用水平，2019 年公司管理及研发费用率合计为 2.07%，相比三大航平均水平低 0.66pct，单位 ASK 管理及研发费用为 0.0070 元，相比三大航平均水平低 43.5%。

图 56: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 管理及研发费用率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

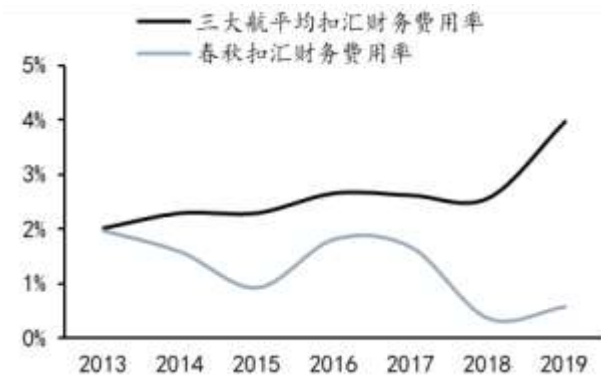
图 57: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 管理及研发费用对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务费用端, 公司财务状况良好, 通过自身在业内较高利润率下的资金运转及再融资, 满足自身机队扩张的同时, 财务费用水平亦保持稳定, 2019 年扣汇财务费用率为 0.59%, 远低于三大航 3.96% 的水平。即便考虑到经营租赁并表对三大航财务费用的提升效应, 如以 2018 年数据进行对比, 春秋航空扣汇财务费用率相比三大航平均水平亦有 2pct 以上的优势。单位成本方面, 2019 年公司单位 ASK 扣汇财务费用仅为 0.0020 元, 比三大航低 89.0%。

图 58: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 59: 春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

小结

从上述分析可以看出, 春秋航空因单一机型、单一舱位及高周转率导致单位折旧租赁、维修及餐食成本相比三大航具备较大优势, 但由于起降费直接与周转率及客运量挂钩, 且工资水平更高, 公司 2019 年单位 ASK 营业成本相比三大航低 24.0%, 与主要体现座位密度差异的单位航油成本差异度 (23.9%) 基本一致, 该幅度虽然小幅低于单位营业收入差异度 (25.7%), 但高于单位含补贴营业收入差异度 (21.6%)。由此可见, 座位密度优势及低票价竞争策略在一定程度上提升了公司的毛利润率, 但相比于其与三大航之间 11.3% 的扣汇利润率差异, 此部分经营优势带来的利润贡献并不占据主导地位。

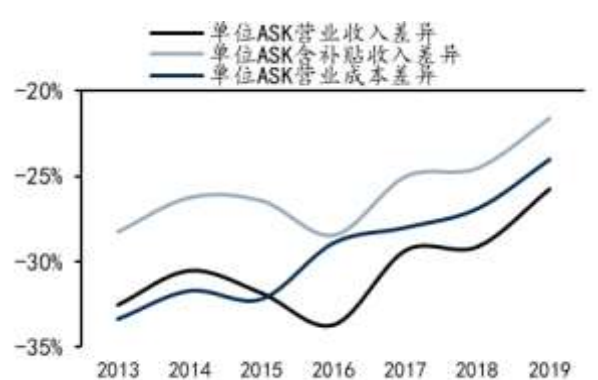
春秋航空的低成本基因带来的利润优势更多的体现在其对于费用水平的精细管控上。直销模式、深入骨髓的费用管理以及更优的资产负债结构带来更低的财务费用水平，使公司 2019 年费用率水平相比三大航平均值低 7.34pct，进一步拉大了其利润率优势，实现了从单价劣势到利润优势的的追赶。

图 60: 春秋航空与三大航单位 ASK 营业成本



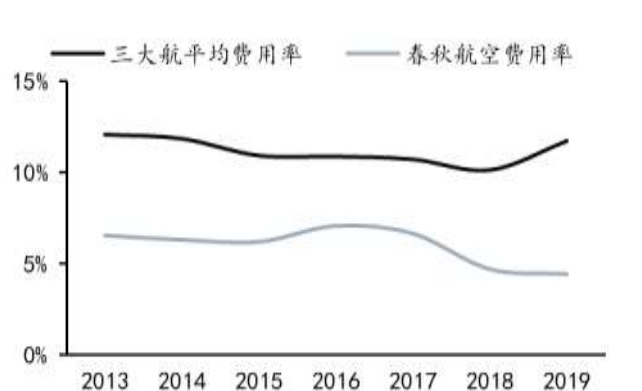
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 61: 单位 ASK 营业收入、含补贴营业收入、营业成本对比



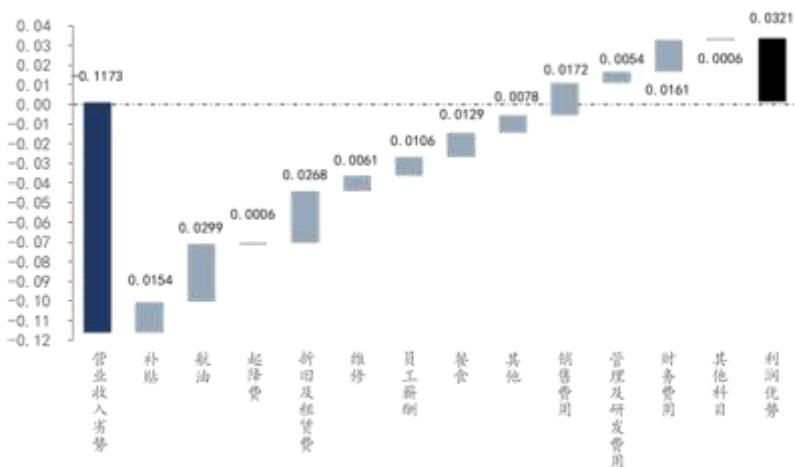
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 春秋航空与三大航费用水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 63: 2019 年春秋航空单位 ASK 相关科目与三大航对比 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

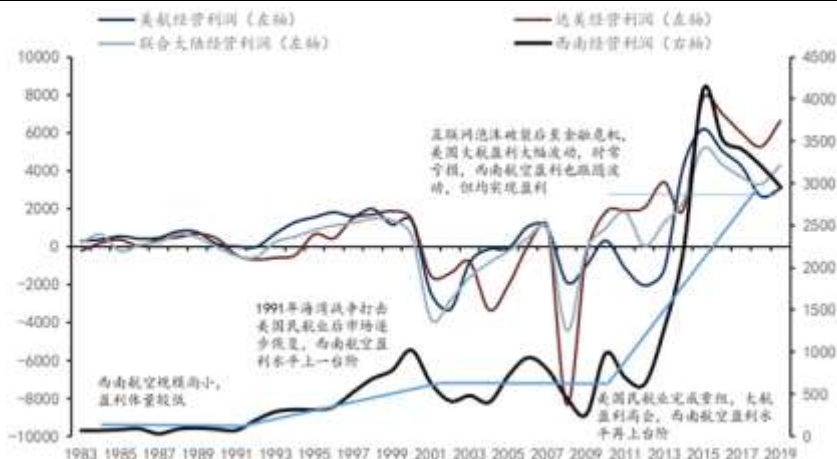
每一次危均是低成本航空之机，春秋航空有望持续提升份额

美国西南航空是美国历史上运营最成功的低成本航空，从过去 30 余年的运营数据来看，在美国民航业景气度剧烈波动的大背景下仍然实现全部盈利。值得强调的是，每当美国民航业不景气，大航出现明显亏损之时，西南航空盈利能力确实不能独善其身，同样会出现波动，但每当行业盈利低谷过后，其盈利体量均将上一台阶，且从收入规模来看，不论行业是否景气，西南航空均能在规模上实现对传统大航的追赶。

细分来看，1983 年-1990 年，西南航空利润体量较低，而此时美国大型航司盈利能力尚可。1991 年海湾战争冲击民航业，此后大航盈利水平爬坡，西南航空也盈利同样改善，且提高速度快于大航，盈利规模上一台阶。2000 年互联网泡沫破裂，2001 年 911 事件重创民航业，美国大型航司复苏之路较长，2008 年金融危机民航业再度受挫，此过程中西南航空盈利能力出现震荡，但依然能够做到盈利。美国民航业完成重组后景气度持续攀升，大航盈利高企，此时西南航空盈利规模再度实现跃升，近年仍保持高位。

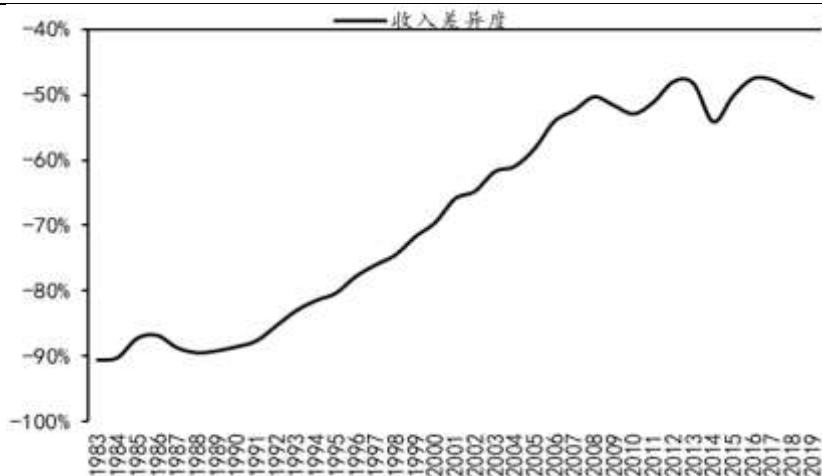
规模方面，1991 年后西南航空与美国大航平均收入水平差距整体持续收窄，由此可见，在行业完成最终的兼并重组之前，不论行业是否景气，盈利能力优秀的航空公司均可收窄与大型航司之间的规模差距。我们认为即便疫情冲击之下，春秋航空仍有望通过自身的精细化管理，在传统大航盈利能力低迷，扩张放缓之时，把握机会缩窄与大航之间的规模差异，在行业回暖之时，尽享行业景气带来的盈利增量，提升份额，在成长的路上持续前行。

图 64: 美国三大航及西南航空历史盈利水平 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 65: 行业重组完成前西南航空不断缩小与传统大航之间的规模差距



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

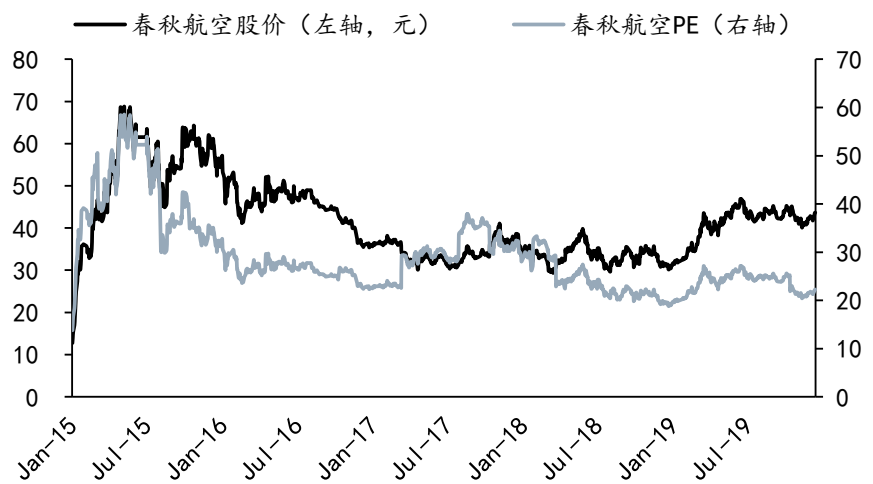
行业层面: 供给端, 即便国内航司暂时看不到大规模合并进而提升市占率, 但疫情带来的现金流束缚和海航系公司破产重整阶段性扩张乏力仍将在中期限制航空公司供给整体扩张; 需求端, 随着疫苗逐步接种, 疫情逐步消退, 需求有望迎来强势复苏, 综合上述判断, 我们认为民航有望迎来中期景气。

公司层面: 春秋航空是我国民营干线航司翘楚, 与大航差异化竞争, 以“两单”、“两高”、“两低”的经营模式实现了从单价劣势到单位利润优势的跨越, 在疫情逐步消退之时率先复苏, 2020 年实现经营盈利, 长期看有望穿越周期, 实现持续成长, 逐步缩小与大航间的规模差距。

春秋航空已披露 2020 年业绩快报，全年归母净利润-5.38 至-6.29 亿元，扣除投资损失后归母盈利 1.02-1.62 亿。我们认为民航有望在中期迎来景气区间，公司运价及客座率有望持续恢复，因此基于 2021-2022 年国际油价 55-60 美金/桶区间，美元兑人民币汇率均值 6.4 左右的假设，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为-5.81 亿、17.81 亿、30.86 亿，EPS 分别为-0.63 元、1.94 元、3.37 元。

在没有疫情影响时，春秋航空当期业绩对应的 PE 估值在 20-30 倍之间，考虑到 2022 年起民航有望迎来中期景气，公司业绩有望显著提升，且考虑到公司具备穿越周期的稳健盈利能力及较快的规模成长速度，我们认为公司股价对应下一年业绩的 PE 水平在 20 倍左右或相对合理，因此给予目标价 67.4 元，目标价对应公司 2022 年 EPS 的 PE 估值为 20 倍。

图 66: 春秋航空股价及 PE 变化趋势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济下滑超预期：民航需求与宏观经济景气度高度挂钩，如宏观经济下滑速度超预期，这民航需求将受到显著影响，影响公司业绩表现。

疫情持续时间超预期：疫情持续时间决定了国际航线的恢复进度，如疫情持续超预期，这国际线恢复速度将明显慢于预期，不利于航空公司消化业绩，影响业绩表现。

油价大幅上涨：虽然近期油价低迷，但如果油价因种种因素出现上涨，将对航空公司成本端带来压力，拖累业绩。

汇率贬值：春秋航空经营租赁飞机占比过半，2021 年因会计准则变更经营租赁进表，汇兑不再基本中性，美元兑人民币汇率波动同样会导致业绩波动。

安全事故：航空公司安全至上，一旦发生安全事故，将对公司的客源产生重大影响，导致出现经营危机。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7719	7200	7800	8400	营业收入	14804	9195	14465	21243
应收款项	597	705	594	873	营业成本	13115	9895	12715	17565
存货净额	169	247	160	223	营业税金及附加	17	11	17	25
其他流动资产	1235	1103	1157	850	销售费用	261	186	240	282
流动资产合计	9720	9256	9711	10345	管理费用	182	237	290	393
固定资产	17086	19450	22880	26858	财务费用	110	53	302	400
无形资产及其他	66	63	61	58	投资收益	12	12	10	11
投资性房地产	2471	2471	2471	2471	资产减值及公允价值变动	(12)	(980)	0	0
长期股权投资	24	29	31	33	其他收入	1192	0	0	0
资产总计	29367	31270	35154	39765	营业利润	2311	(2155)	911	2588
短期借款及交易性金融负债	5416	7687	9809	11407	营业外净收支	93	1370	1460	1520
应付款项	731	990	670	935	利润总额	2404	(785)	2371	4108
其他流动负债	2502	2363	2556	3046	所得税费用	566	(205)	593	1027
流动负债合计	8650	11040	13035	15389	少数股东损益	(3)	1	(3)	(5)
长期借款及应付债券	4450	4450	4450	4450	归属于母公司净利润	1841	(581)	1781	3086
其他长期负债	1226	1318	1429	1529					
长期负债合计	5676	5768	5879	5979	现金流量表 (百万元)				
负债合计	14325	16808	18914	21368	净利润	1841	(581)	1781	3086
少数股东权益	3	4	2	(2)	资产减值准备	36	4	7	8
股东权益	15039	14458	16239	18399	折旧摊销	878	875	1091	1342
负债和股东权益总计	29367	31270	35154	39765	公允价值变动损失	12	980	0	0
					财务费用	110	53	302	400
					营运资本变动	2701	161	135	830
					其它	(38)	(3)	(9)	(12)
					经营活动现金流	5430	1436	3006	5254
					资本开支	(3047)	(4220)	(4526)	(5325)
					其它投资现金流	17	0	0	0
					投资活动现金流	(3023)	(4225)	(4528)	(5327)
					权益性融资	6	0	0	0
					负债净变化	1274	0	0	0
					支付股利、利息	(573)	0	0	(926)
					其它融资现金流	(989)	2270	2122	1599
					融资活动现金流	418	2270	2122	673
					现金净变动	2826	(519)	600	600
					货币资金的期初余额	4893	7719	7200	7800
					货币资金的期末余额	7719	7200	7800	8400
					企业自由现金流	1471	(4022)	(2397)	(921)
					权益自由现金流	1756	(1858)	(530)	378

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	2.01	-0.63	1.94	3.37
每股红利	0.63	0.00	0.00	1.01
每股净资产	16.41	15.78	17.72	20.08
ROIC	4%	-3%	3%	7%
ROE	12%	-4%	11%	17%
毛利率	11%	-8%	12%	17%
EBIT Margin	8%	-12%	8%	14%
EBITDA Margin	14%	-3%	16%	20%
收入增长	13%	-38%	57%	47%
净利润增长率	23%	--	-407%	73%
资产负债率	49%	54%	54%	54%
息率	1.0%	0.0%	0.0%	1.6%
P/E	31.0	-98.1	32.0	18.5
P/B	3.8	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	33.9	-285.2	33.1	18.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032