



增持(首次)

所属行业: 交通运输
当前价格(元): 62.98

证券分析师

田照丰

资格编号: S0120521030004

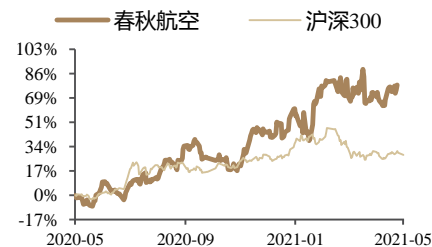
邮箱: tianzf@tebon.com.cn

研究助理

郭晓月

邮箱: guoxy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.98	4.42	0.94
相对涨幅(%)	4.92	8.25	8.64

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

春秋航空(601021.SH): 低成本优势显著, 疫后恢复可期

投资要点

- 效率至上, 成本为王。**公司定位低成本航空业务模式, 通过“两单、两高、两低”的成本及费用管控模式实现了低于可比公司的单位成本, 从而能够通过更低的票价吸引价格敏感的旅客群体。公司航线主要分布在国内, 且近年来进一步向二三线城市倾斜, 经营部分非核心城市的航线为公司带来了高额的航线补贴和财政补贴。低成本经营模式叠加高额的补贴, 使公司获得了高于行业的净利率以及净资产回报率。
- 极高寡占型市场, 春秋份额稳中有升; 替代品冲击下, 民航周转量份额仍占据重要地位。**我国民航市场属于极高寡占型市场, 80%以上的运输周转量份额由国航、东航、南航及海航四大航空集团把控, 留给其余航司市场空间有限, 春秋航空通过其独特的经营模式实现了运输周转量占比的整体提升。近年来, 面对高铁的冲击, 民航市场整体份额仍占据30%以上的市场份额。
- 行业长期增长确定性较强; 低成本航空方兴未艾, 前路可期。**民航行业属于典型周期性行业, 受宏观经济环境、政策、汇率、原油价格等因素影响较大, 从上述方面综合分析, 民航行业长期增长确定性较强。细分市场来看, 我国低成本航空国内航线市场份额较亚太地区及全球地区差距分别为24%和20.4%, 提升空间较大, 春秋航空作为首批民营低成本航空, 低成本运营模式深植基因, 有望率先受益于低成本航空发展。
- 国内航线恢复良好, 国际航线长期有望放开。**从3月运营数据来看, 公司国内航线主要客运指标已超过或接近19年同期水平, 恢复情况优于三大航, 业绩有望率先修复。国际航线方面, 全球疫苗接种率持续提升, 部分国家新增拐点, 虽近期印度及欧洲部分地区疫情持续反复, 短期国际疫情或呈持续波动态势, 但长期向好趋势不变, 届时“五个一”政策放松, 公司国际业务有望得到修复。
- 投资建议:**我们预计公司2021至2023年营业收入为145.28/188.23/216.29亿元, 同比增长率为55%/29.6%/14.9%, 实现归母净利10.41/21.88/25.40亿元, 同比增长276.9%/110.1%/16.1%, 21年至23年对应EPS(摊薄)为1.14/2.39/2.77元, PE为55.44/26.38/22.73倍。基于公司近期国内客运各项数据恢复良好, 低成本优势显著, 给予公司“增持”评级。
- 风险提示:**疫情恢复不及预期、宏观经济增速不及预期、人民币汇率波动、国际原油价格上涨、行业竞争加剧、替代品竞争加剧、公司航线补贴协议无法续签等。

股票数据

总股本(百万股):	916.46
流通A股(百万股):	916.46
52周内股价区间(元):	32.83-67.20
总市值(百万元):	57,718.82
总资产(百万元):	38,006.46
每股净资产(元):	14.66

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,804	9,373	14,528	18,823	21,629
(+/-)YOY(%)	12.9%	-36.7%	55.0%	29.6%	14.9%
净利润(百万元)	1,841	-588	1,041	2,188	2,540
(+/-)YOY(%)	22.5%	-132.0%	276.9%	110.1%	16.1%
全面摊薄EPS(元)	2.01	-0.64	1.14	2.39	2.77
毛利率(%)	11.4%	-6.4%	8.7%	12.0%	11.9%
净资产收益率(%)	12.2%	-4.1%	6.9%	12.8%	13.0%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 效率至上，成本为王.....	6
1.1. 公司概况.....	6
1.1.1. 股权结构.....	6
1.1.2. 主营业务.....	7
1.1.3. 航线网络.....	7
1.2. 公司优势.....	8
1.2.1. 严格的成本管控：效率至上，成本为王.....	8
1.2.2. 具有竞争力的票价.....	11
1.2.3. 高于行业的 ROE，来源于较高净利率.....	12
2. 极高寡占型市场，春秋份额稳中有升；替代品冲击下，民航份额稳步提升.....	14
2.1. 行业上下游.....	14
2.2. 行业壁垒高，新进者威胁较小.....	15
2.3. 内部竞争格局稳定，春秋份额稳中有升.....	16
2.3.1. 四大航空集团的形成.....	16
2.3.2. 极高寡占型市场，竞争格局较为稳定.....	17
2.4. 替代品冲击下，民航旅客周转量份额仍占据重要地位.....	18
3. 行业长期增长确定性较强；低成本航空方兴未艾，前路可期.....	19
3.1. 主要影响因素.....	19
3.2. 行业空间较大，长期增长确定性较强.....	20
3.3. 我国低成本航空市场份额仍有较大提升空间.....	22
4. 国内航线恢复良好，国际航线长期有望放开.....	23
4.1. 公司国内客运基本恢复至 19 年同期水平.....	23
4.2. 全球新冠疫苗接种率持续提升，国际航线有望逐步复苏.....	24
5. 盈利预测与投资建议.....	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 投资建议.....	27
6. 风险提示.....	28

图表目录

图 1: 春秋航空发展大事记.....	6
图 2: 春秋航空股权结构	6
图 3: 春秋航空营业收入按产品构成 (亿元)	7
图 4: 春秋航空主营业务收入占比 (按地区)	7
图 5: 春秋航空运营基地分布	7
图 6: 春秋航空航线网络	7
图 7: 春秋航空运力分布	8
图 8: 春秋航空二线市场及新设基地运力投放.....	8
图 9: 春秋航空经营模式	8
图 10: 春秋航空 A320 系列机队	9
图 11: 可比航司客座率 (%) 比较	10
图 12: 可比航司飞机日利用率 (小时) 比较	10
图 13: 可比航司单位营业非财费用 (元/人公里) 比较	10
图 14: 可比航司单位财务费用 (扣汇) (元/人公里) 比较.....	10
图 15: 春秋航空成本构成	11
图 16: 可比航司单位营业成本比较 (元/人公里)	11
图 17: 可比航司单位营业总成本比较 (元/人公里)	11
图 18: 民航国内航线旅客运输基准票价主要定价规定	12
图 19: 航空票价市场化改革	12
图 20: 可比航司单位客公里收益 (元) 比较	12
图 21: 春秋航空 99 元机票及新航线特惠机票票价	12
图 22: 可比公司 ROE 比较 (%)	13
图 23: 可比公司权益乘数比较	13
图 24: 可比公司总资产周转率比较	13
图 25: 可比公司净利率比较 (%)	13
图 26: 春秋航空日本航线图	13
图 27: 可比公司毛利率 (%) 比较	14
图 28: 航空运输企业供应商与客户	15
图 29: 国有控股、民营及民营控股航空公司 (家)	16
图 30: 中国民航发展	16
图 31: 1987 年民航系统管理体制改革改革前后对比	17
图 32: 三大航空集团组成	17

图 33: 航空 (集团) 公司运输总周转量比重	17
图 34: 四大航空集团主要控股和参股航空公司	18
图 35: 旅客周转量 (亿人公里)	19
图 36: 旅客周转量份额	19
图 37: 航司利润总额、营收及同比变化及影响因素	19
图 38: 中美旅客周转量对比	20
图 39: 美国 GDP 不变价及旅客周转量	20
图 40: 中国 GDP 不变价及同比增速	20
图 41: 中国人均可支配收入及人均交通通信消费支出占比	20
图 42: “十五”至“十三五”期间民航业务规模增长	21
图 43: 民航发展基金降费过程	22
图 44: 2011vs2020 低成本航空国内航线市场份额	22
图 45: 2011vs2020 低成本航空国际航线市场份额	22
图 46: 我国主要低成本航司	23
图 47: 春秋航空可用座公里 (万人公里)、旅客周转量 (万人公里) 及客座率 (%) 变化	24
图 48: 春秋航空国内可用座公里 (万人公里)、国内旅客周转量 (万人公里) 及国内客座率 (%) 变化	24
图 49: 春秋航空国际可用座公里 (万人公里)、国际旅客周转量 (万人公里) 及国际客座率 (%) 变化	24
图 50: 春秋航空地区可用座公里 (万人公里)、地区旅客周转量 (万人公里) 及地区客座率 (%) 变化	24
图 51: 三大航 ASK 及 RPK (百万人公里)	24
图 52: 三大航客座率	24
图 53: 每百人新冠疫苗接种剂数	25
图 54: 每百万人每日新冠确诊新增数 (7 日滚动平均)	25
图 55: 主要国际航班削减政策	25
图 56: 春秋航空客公里收益 (元)	26
表 1: 可比航司 A320 系列机型座位数比较	9
表 2: 公司 2020 年政府补助情况 (元)	14
表 3: 春秋航空截至 2020 年底持有的外币金融资产和负债人民币折算金额	15
表 4: 部分机型公开市场报价参考	15

表 5: “十五”至“十三五”期间民航业务规模相关指标完成情况.....	21
表 6: 我国民航行业旅客、货物运输周转量及增速	26
表 7: 公司旅客周转量、单位客公里收益、邮货运输周转量及增速	26
表 8: 业务拆分 (亿元, %)	27
表 9: 盈利预测.....	27
表 10: 可比公司估值比较	28

1. 效率至上，成本为王

1.1. 公司概况

春秋航空成立于 2004 年，定位于低成本航空业务模式，是国内首批民营航空公司之一。2015 年，公司于上交所 A 股上市，发展至今，春秋航空已发展成为国内载运旅客人次、旅客周转量最高的民营航空公司之一。

图 1：春秋航空发展大事记

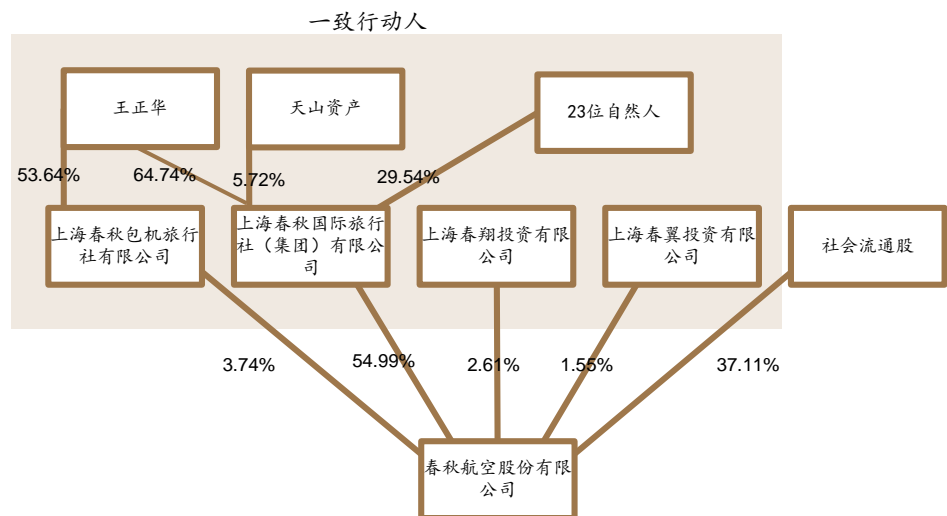


资料来源：公司官网，德邦研究所

1.1.1. 股权结构

公司第一大股东为上海春秋国际旅行社（集团）有限公司，持有公司 54.99% 的股份，控股股东及其一致行动人（包括春秋包机、春翔和春翼投资）合计持有公司 62.9% 的股份；实际控制人为王正华，通过上海春秋国际旅行社（集团）有限公司及上海春秋包机旅行社有限公司间接持有公司 37.61% 的股份。

图 2：春秋航空股权结构

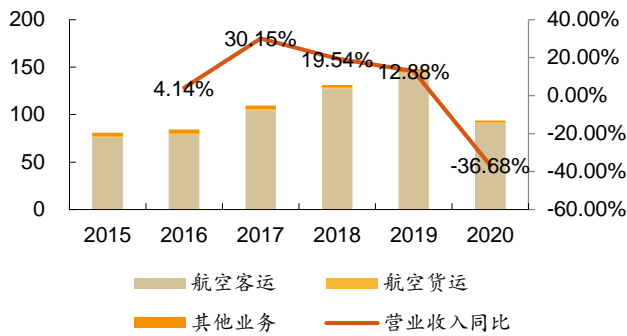


资料来源：公司公告(2021.2.10)，德邦研究所

1.1.2. 主营业务

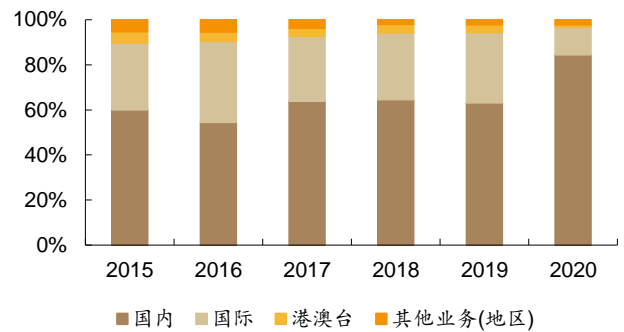
公司主要从事国内、国际和地区航空客货运输业务以及其相关的服务。上市以来，公司营业收入持续增长，15年至19年CAGR为16.29%，19年实现营业收入148.03亿元，2020年，受新冠疫情影响，公司营收同比下降36.68%，为93.73亿元。分业务类型来看，客运业务是公司主要的收入来源，上市以来营收占比均在90%以上，2020年为96.23%，货运收入和其他业务营收占比分别在1.58%和2.20%，上市以来结构稳定。按地区来看，国内业务是收入的主要来源，2019年国内、国际、地区及其他的营收占比分别为63.13%、31.33%、3.38%和2.17%，2020年，因新冠疫情爆发，营收占比有所变化，分别为84.49%、12.33%、0.98%和2.20%。

图 3：春秋航空营业收入按产品构成（亿元）



资料来源：WIND，德邦研究所

图 4：春秋航空主营业务收入占比（按地区）



资料来源：WIND，德邦研究所

1.1.3. 航线网络

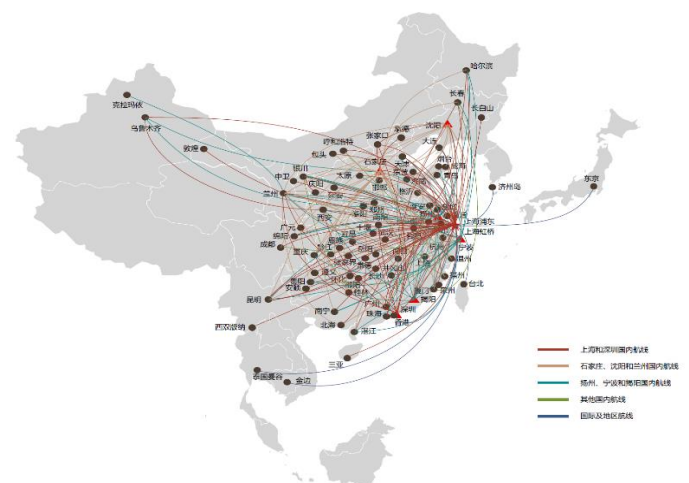
具体来看，截至2020年，公司形成了以上海基地、深圳、石家庄、沈阳为核心，周围地区为支撑的多个枢纽，覆盖华东、华南、华北及东北地区。同时，公司正以兰州、西安机场为核心开拓西北地区，并将逐步增加华中、西南区域重要城市的投入。境外方面，公司主要以曼谷、大阪、济州为过夜航站。航线方面，在国内，公司主要围绕主要基地和目的地建设航网，国际地区则主要聚焦东南亚，同时向东北亚辐射。2020年，受新冠疫情及其带来的“五个一”政策（即“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”）影响，公司将较大比重的国际运力撤回国内，截至年末，公司在飞航线共计219条，国内航线、国际及地区航线分别为210、7、2条。

图 5：春秋航空运营基地分布



资料来源：公司官网，德邦研究所

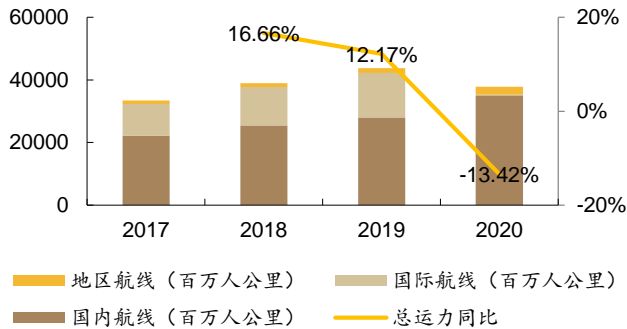
图 6：春秋航空航线网络



资料来源：公司官网，德邦研究所

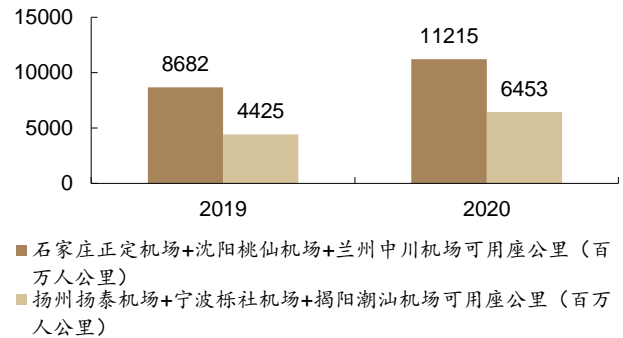
客运运力方面，公司 ASK 近年来稳步提升，2019 年 ASK 为 43707 百万人公里，2020 年因新冠疫情影响，ASK 同比降低 13.42%，为 37842 百万人公里。分布上，ASK 主要投放在国内航线，2019 年国内、国际及地区航线 ASK 占比分别为 64.09%、32.55%和 3.35%，2020 年受新冠疫情影响，国内航线 ASK 占比达 92.7%。国内运力分布上，公司向国内二三线基地投放 ASK 占国内比重进一步提升，由 19 年的 31.2%、15.9%提升至 20 年的 32%和 18.4%。

图 7：春秋航空运力分布



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 8：春秋航空二线市场及新设基地运力投放



资料来源：公司官网，德邦研究所

1.2. 公司优势

1.2.1. 严格的成本管控：效率至上，成本为王

作为低成本航空，公司成本及费用管控能力深植基因。公司的成本及费用管控模式可概括为“两单、两高、两低”。“两单”即采用单一的空客 A320 系列机型、单一经济舱位，“两高”即高于行业的客座率及高于行业的飞机日利用率，两低即独立信息系统以及高直销比例带来的低营销费用，以及严格预算控制和低人机比带来的低管理费用。

图 9：春秋航空经营模式

两单

- 单一系列机型：空客 A320
- 单一舱位：经济舱位

两高

- 高客座率：高于行业的客座率水平
- 高飞机利用率：高于行业的飞机日利用率

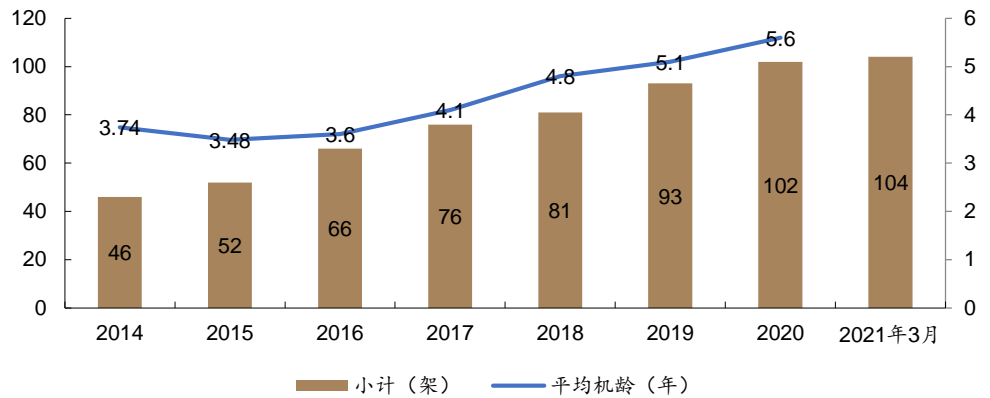
两低

- 低营销费用：独立信息系统以及高直销比例
- 低管理费用：严格预算控制及低人机比

资料来源：公司年报，德邦研究所

单一机型：公司采用单一空客 A320 系列机型，并统一配备 CFM 发动机。截至 2021 年 3 月，拥有 A320 机队共计 104 架，其中包括 80 架 A320ceo、18 架 A320neo 和 6 架为 A321neo。采用单一系列机型和发动机，公司可通过集中采购降低飞机及航材的采购成本，降低库存，降低维修工程的管理难度以及相关员工的培训复杂度。

图 10: 春秋航空 A320 系列机队



资料来源：公司年报，德邦研究所

单一舱位：公司飞机均采用全经济舱布局，对比可比航司两舱布局的机型，可提供座位数平均高 15%-20%。可比航司 A320 飞机座位数多为 158 座，A321 为 177-198 座；公司 A320 飞机主要为 186 座，其余为 180 座，A321 飞机为 240 座（截至 2020 年 2 月末，公司 180 座、186 座、240 座飞机数量分别为 33 架、65 架、6 架），座位数较可比航司相同机型有显著提升。

表 1: 可比航司 A320 系列机型座位数比较

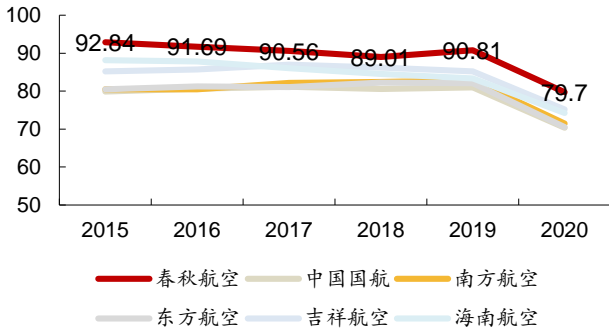
航司名称	机型	座位数
中国国航	A319	128
	A320	158
	A321	177-194
南方航空	A319	122-138
	A320	152-166
	A321	179-195
东方航空	A319	122
	A320	158
	A321	175-182
吉祥航空	A320	158
	A321	190-198
华夏航空	A320 系列	172-180

资料来源：各航司官网，德邦研究所

高客座率：上市以来公司客座率水平一直保持 90% 左右，居行业前列，2020 年受新冠疫情影响客座率下滑至 79.7%，仍显著高于三大航平均的 70.9%。

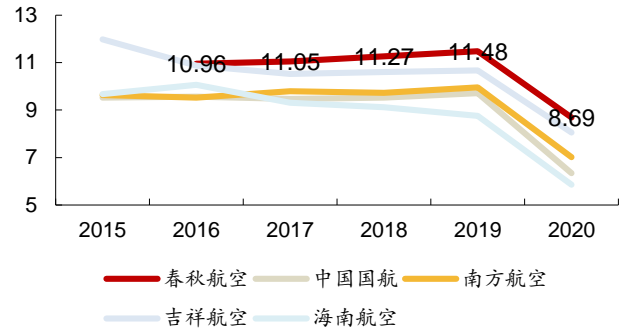
高飞机日利用率：公司通过单一机型运营获得更高保障效率，使排班更加紧凑；与此同时，利用更多地延长时段（8 点前或 21 点后起飞）飞行，以提升飞机日利用率。公司飞机日利用小时居行业前列，即使在 2020 年新冠疫情的影响下，飞机日利用率仍达 8.69 小时。

图 11: 可比航司客座率 (%) 比较



资料来源: 各航司年报, 德邦研究所

图 12: 可比航司飞机日利用率 (小时) 比较

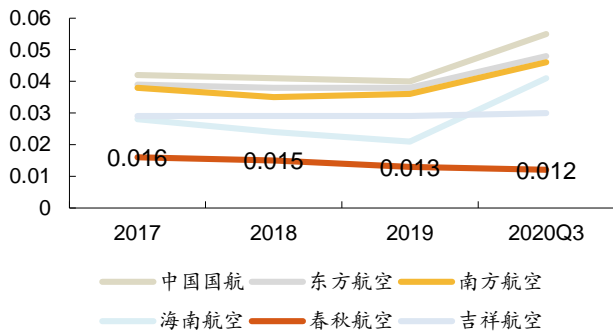


资料来源: 各航司年报, 德邦研究所

低营销费用: 公司拥有独立于中航信系统的航空分销、订座系统, 2020 年, 除包机包座业务外的销售渠道中, 电子商务直销(含 OTA 旗舰店)占比达到 97.2%, 极大减少了公司代理销售等环节费用, 公司单位销售费用为 0.0054 元/人公里, 远低于可比上市公司水平。

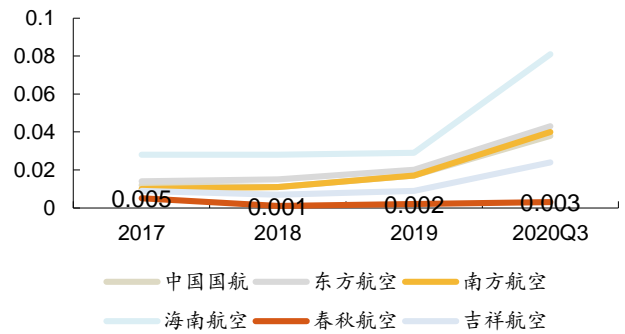
低管理费用: 公司通过严格的预算管理、科学的绩效考核以及合理的人机比控制, 有效降低了公司的管理费用。2020 年, 公司单位管理费用为 0.0042 元/人公里, 远低于可比上市公司水平。

图 13: 可比航司单位营业非财费用 (元/人公里) 比较



资料来源: 各航司年报, 德邦研究所

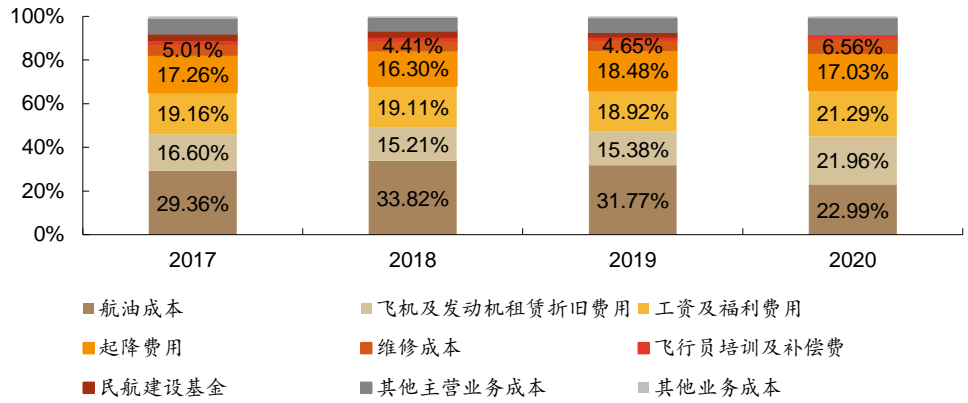
图 14: 可比航司单位财务费用 (扣汇) (元/人公里) 比较



资料来源: 各航司年报, 德邦研究所

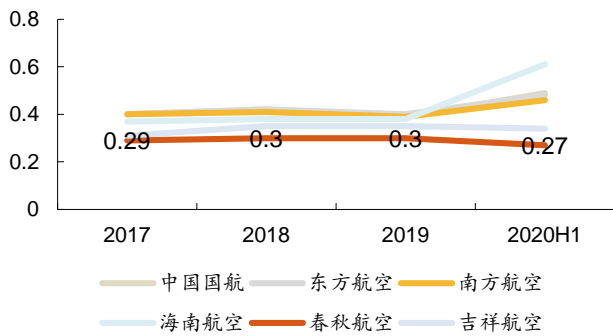
公司成本主要由航油成本、工资及福利费用、起降费用以及飞发租赁折旧费用构成。2019 年以上项目总成本占比分别为 31.77%、18.92%、18.48% 和 15.38%, 固定成本占营业成本比重约 1/3, 2020 年受新冠疫情影响, 航油成本占比有所下降, 租赁折旧、工资福利等成本较为刚性, 占比有所提升。通过“两单、两高、两低”的经营模式, 公司能够降低采购租赁、维修管理等成本, 减少营销管理费用, 并通过提升座公里数摊薄单位成本, 相较可比公司, 公司单位营业成本及单位总成本优势均显著。

图 15: 春秋航空成本构成



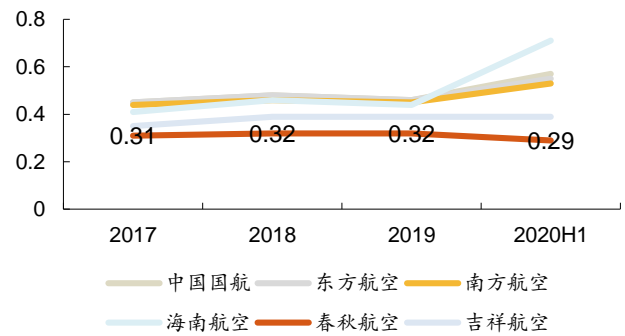
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 16: 可比航司单位营业成本比较 (元/人公里)



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 17: 可比航司单位营业总成本比较 (元/人公里)



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

1.2.2. 具有竞争力的票价

国内航线票价逐步由政府指导价转向市场化。根据《民航国内航线旅客运输基准票价定价规则》(民航发[2014]107号), 对于实行政府指导价的国内航线旅客运输票价, 航空公司可以基准票价为基础, 在上浮不超过 25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平; 对于部分相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的部分短途航线 (共计 101 条) 旅客运输票价, 航空公司可以自主确定具体价格水平。2017 年, 5 家以上 (含 5 家) 航空运输企业参与运营的国内航线, 国内旅客运价调整为市场调节价, 新增实行市场调节价的国内航线目录超过 300 条, 包含绝大多数商务干线。2020 年, 3 家以上 (含 3 家) 航空运输企业参与运营的国内航线, 国内运价实行市场调节价, 市场化定价航线新增 370 条。

图 18: 民航国内航线旅客运输基准票价主要定价规定

<p>定价公式:</p> <p>普通航线旅客运输基准票价最高水平 = $L06(150, \text{航线距离} \times 0.6) \times \text{航线距离} \times 1.1$</p> <p>高原航线旅客运输基准票价最高水平 = $L06(150, \text{航线距离} \times 0.6) \times \text{航线距离} \times 1.3$</p>
<p>高原航线指起飞或降落机场海拔高度超过 2000 米的国内航线。</p>
<p>国内航线旅客运输基准票价最小计价单位为 10 元, 不足 10 元部分四舍五入。</p>
<p>新开通的国内航线旅客运输基准票价, 由航空公司在不超过定价公式测算值的范围内自主制定。</p>
<p>每家航空公司在不超过定价公式测算值范围内, 每航季上调国内航线旅客运输基准票价不得超过 10 条航线, 每条航线每航季基准票价上调幅度不得超过 10%。</p>

资料来源:《民航国内航线旅客运输基准票价定价规则》(民航发[2014]107号), 德邦研究所

图 19: 航空票价市场化改革

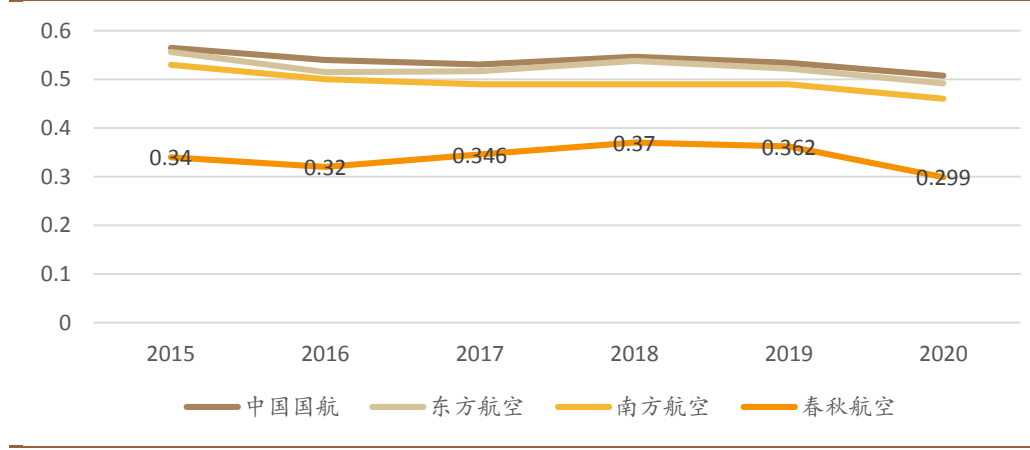
《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》(民航发[2017]146号): 5家以上(含5家)航空运输企业参与运营的国内航线, 国内旅客运价实行市场调节价, 由航空运输企业依法自主制定。实行市场调节价的国内航线目录, 由民航局商国家发展改革委根据运输市场竞争状况实行动态调整, 具体目录在民航局网站公布。

《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》(民航函[2020]887号): 3家以上(含3家)航空运输企业参与运营的国内航线, 国内运价实行市场调节价, 由航空运输企业依法自主制定。

资料来源:《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》(民航发[2017]146号), 《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》(民航函[2020]887号), 德邦研究所

票价逐步市场化的背景下, 春秋航空凭借优秀的成本控制能力, 以及将全服务航空含入票价内的客舱餐饮、行李、选座等产品和服务以可选、有偿的方式向旅客提供, 为大量对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场客户提供相对低廉的票价。

图 20: 可比航司单位客公里收益(元)比较



资料来源: 各航司年报, 德邦研究所

图 21: 春秋航空 99 元机票及新航线特惠机票票价

上海 ➡ 菏泽	¥199 元起 立即购买	张家界 ➡ 扬州(泰州)	¥99 元起 立即购买	上海 ➡ 柳州	¥99 元起 立即预订	上海 ➡ 通辽	¥299 元起 立即预订
上海 ➡ 加格达奇(大兴安岭)	¥299 元起 立即购买	南昌 ➡ 盐城	¥99 元起 立即购买	上海 ➡ 赣州	¥129 元起 立即预订	哈尔滨 ➡ 加格达奇(大兴安岭)	¥59 元起 立即预订
哈尔滨 ➡ 加格达奇(大兴安岭)	¥59 元起 立即购买	沈阳 ➡ 忻州	¥99 元起 立即购买	上海 ➡ 菏泽	¥199 元起 立即预订	加格达奇(大兴安岭) ➡ 哈尔滨	¥59 元起 立即预订
加格达奇(大兴安岭) ➡ 哈尔滨	¥59 元起 立即购买	忻州 ➡ 沈阳	¥99 元起 立即购买	上海 ➡ 临沂	¥199 元起 立即预订	三明 ➡ 揭阳(潮汕)	¥79 元起 立即预订
温州 ➡ 阜阳	¥99 元起 立即购买	盐城 ➡ 南昌	¥99 元起 立即购买	上海 ➡ 加格达奇(大兴安岭)	¥299 元起 立即预订	揭阳(潮汕) ➡ 三明	¥79 元起 立即预订

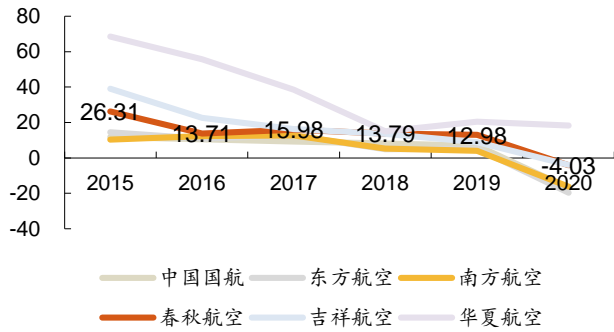
资料来源: 春秋航空微信小程序, 德邦研究所

1.2.3. 高于行业的 ROE, 来源于较高净利率

公司 ROE 高于行业平均, 主要来自于其较高的净利率。2015 年上市以来, 公司 ROE 处在行业较高水平, 2020 年公司 ROE 为-4.03%, 居于 A 股上市航司中的第三位。拆分来看, 公司权益乘数(平均资产/归属于母公司股东权益)处于可比航司中的低位, 2020 年为 2.11, 为 A 股上市航司中最低, 债务负担相对较

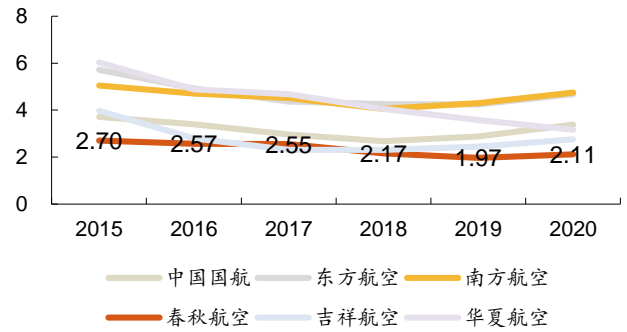
轻。公司总资产周转量位于可比航司中游，较高的 ROE 主要来自于高于行业的净利率(归母净利润/营业总收入)，**2017 至 2019，公司净利润居 A 股可比航司中首位，2019 年公司销售净利率为 12.44%，成倍于部分可比航司，2020 年，受新冠疫情影响，公司主营业务业绩不及预期，海外联营企业春秋航空日本(主要经营中日直飞航线)受创严重，计提 3.29 亿元资产减值损失，致使公司净利率下滑至 -6.28%。**

图 22: 可比公司 ROE 比较 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

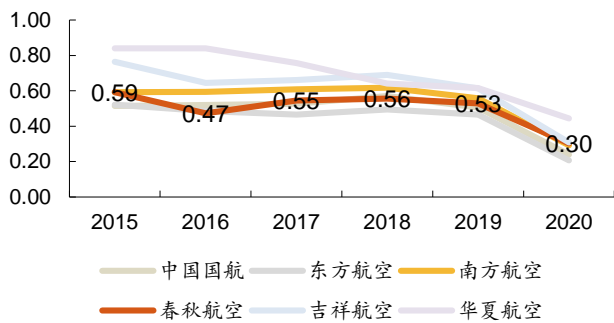
图 23: 可比公司权益乘数比较



*权益乘数=平均总资产/归属于母公司股东权益

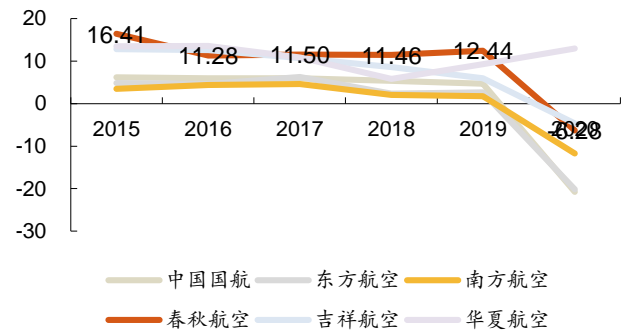
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 24: 可比公司总资产周转率比较



资料来源: WIND, 德邦研究所

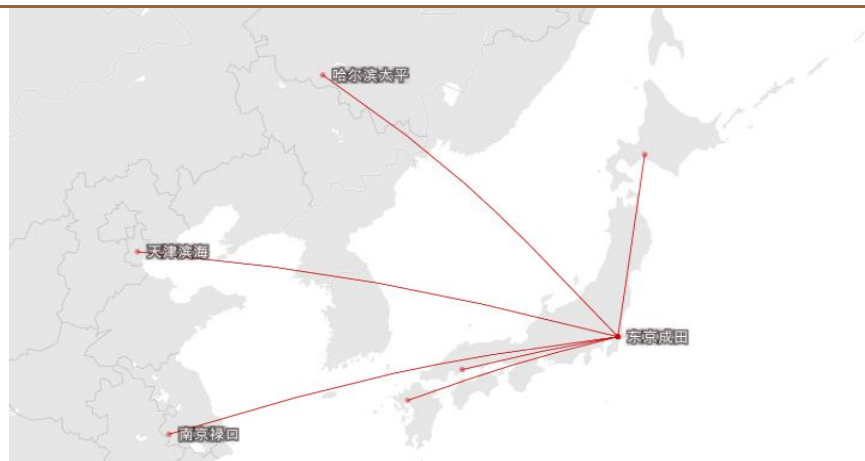
图 25: 可比公司净利率比较 (%)



*净利率=归母净利润/营业总收入

资料来源: WIND, 德邦研究所

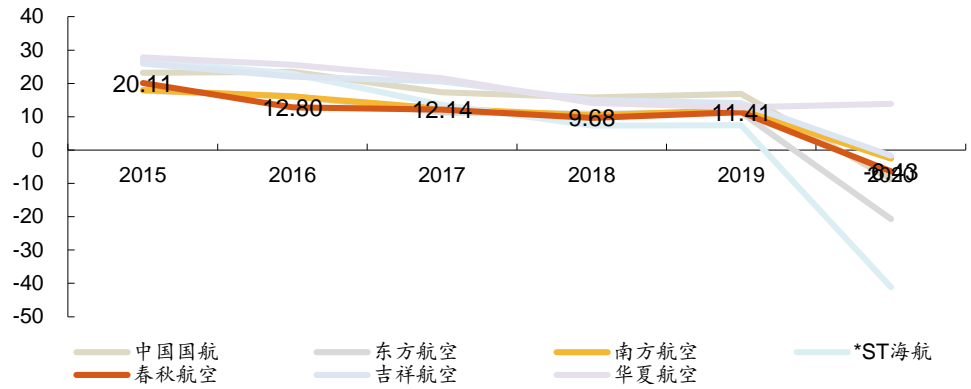
图 26: 春秋航空日本航线图



资料来源: 飞常准, 德邦研究所

公司较高的净利率水平主要来源于公司低成本航空的独特经营模式以及较高的航线与财政补贴。对比 A 股可比航司，公司毛利率水平处于同业较低位，主要因票价较低，而营业成本相对刚性所致，净利率水平却高于同业，主要由于其较低的费用率和其他收益中较高的航线及财政补贴（17 年以来均在 10 亿元以上）。

图 27：可比公司毛利率（%）比较



资料来源：WIND，德邦研究所

表 2：公司 2020 年政府补助情况（元）

种类	金额（元）	列报项目	计入当期损益的金额
航线补贴	938,822,143	其他收益	938,822,143
财政补贴	330,079,187	其他收益	330,079,187
财政补贴	15,211,873	营业外收入	15,211,873
总额	1,284,113,203		1,284,113,203

资料来源：公司年报，德邦研究所

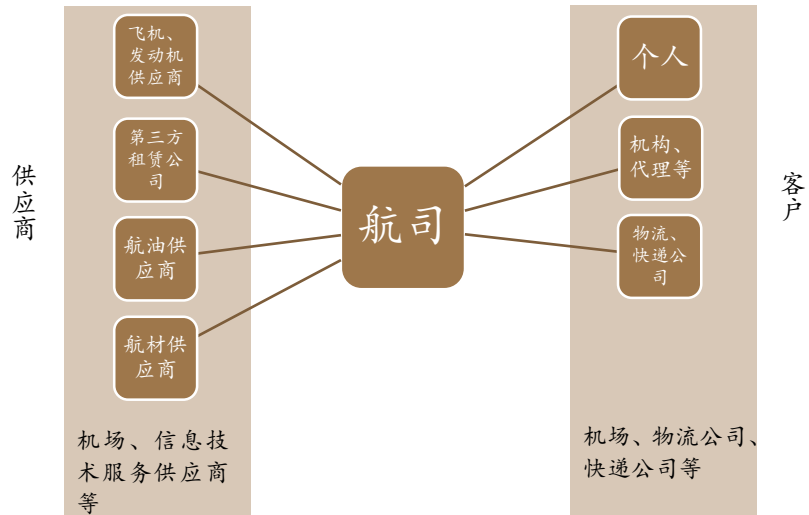
2. 极高寡占型市场，春秋份额稳中有升；替代品冲击下，民航份额稳步提升

2.1. 行业上下游

航司上游供应商主要包括飞机公司、发动机公司、第三方租赁公司、航油供应商、航材供应商等。下游客户包括个人客户及旅行社、包销商等。飞机公司方面，2020 年，国内 A 股上市航司（除华夏航空主要采用庞巴迪公司飞机）机队 90% 以上均由波音公司、空客公司生产，航司在飞机购买、租赁，航材采购上有较强议价能力。航油主要来自中航油及其下属代理机构，航司没有太多议价能力。

飞机、发动机、航材等的采购以及飞机租赁等，以往主要以美元等外汇计价，航司因此产生大量外汇负债，人民币汇率（主要对美元）对航司盈利能力有较大影响，截至 2020 年底，公司外汇负债折合人民币共计 19.51 亿元，资产 12.56 亿元，负债敞口约合 6.95 亿元人民币；航空煤油方面，可选供应商主要为中航油下属代理机构，价格随国际原油价格波动，同时航空煤油成本也是航司成本占比最大的部分，国际原油价格对航司盈利能力产生重大影响。

图 28: 航空运输企业供应商与客户



资料来源: 公司年报, 公开资料, 德邦研究所

表 3: 春秋航空截至 2020 年底持有的外币金融资产和负债人民币折算金额

项目	美元 (折合元, 人民币)	日元 (折合元, 人民币)	其他外币 (折合元, 人民币)	合计 (折合元, 人民币)
资产	1,030,733,367	203,261,668	21,709,983	1,255,705,018
负债	1,810,023,487	134,784,960	6,565,446	1,951,373,893

资料来源: 公司年报, 德邦研究所

2.2. 行业壁垒高, 新进者威胁较小

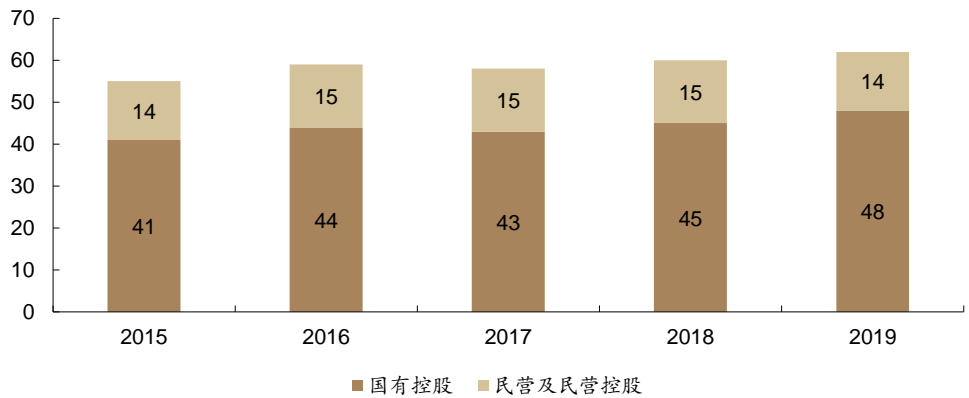
民航运输行业是资金及技术密集型行业, 行业门槛较高, 目前仍为国有企业主导。以各航司拥有较多的空客 A320 系列机型和波音 B737 系列机型为例, A320 ceo 和 A320 neo 平均公开市场报价分别约为 1.06 和 1.15 亿美元/架, B737 系列约 0.89 至 1.35 亿美元, 不同航司议价能力有所差异; 与此同时, 航空运输飞机驾驶有较高技术性要求, 飞行学员需经历规定时间以上的技能培训和飞行小时积累才能成为专业的飞行员, 培养周期长、投入大。另一方面, 固定成本, 例如飞发及高周转件的折旧通常采取平均年限或工作量法, 航司需增加飞机日利用率及客座率等指标需达到较高水平方可实现盈利, 而枢纽及干线机场时刻、航权等均为稀缺资源, 竞争激烈, 且多数被掌握在几大航空集团手中。截至 2019 年末, 我国仅有 62 家航空运输企业, 其中 48 家为国有控股, 仅 14 家为民营或民营控股, 国有控股航司占据市场主导地位。

表 4: 部分机型公开市场报价参考

机型	公开市场参考报价 (亿美元)
A320 ceo	1.06
A320 neo	1.15
B737-700	89.1
B737-800	106.1
B787-8	248.3
B787-9	292.5

资料来源: 公司官网, 波音公司官网, 德邦研究所

图 29: 国有控股、民营及民营控股航空公司 (家)



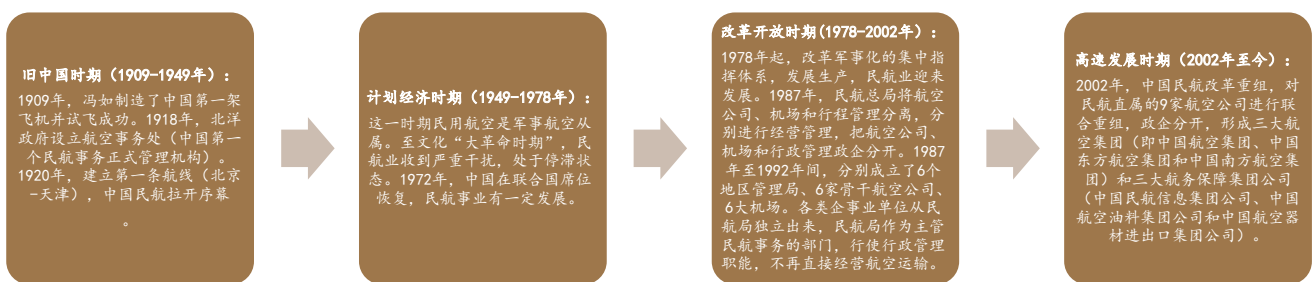
资料来源:《民航行业发展统计公报》(2015-2019), 德邦研究所

2.3. 内部竞争格局稳定, 春秋份额稳中有升

2.3.1. 四大航空集团的形成

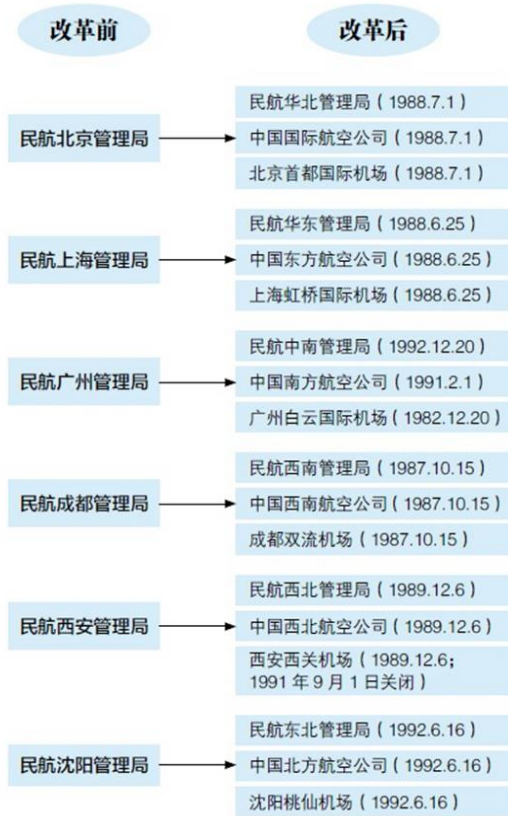
中国民航发展史中有两个重要的转折点, 即 1987 年和 2002 年的的民航体制改革。1987 年, 民航总局将航空公司、机场及行政管理按性质分离, 陆续成立了 6 个地区管理局、6 家骨干航空公司和 6 大机场, 实现政企分离。2002 年, 民航总局直属的 9 家航空公司进行了联合重组, 形成 3 家大型航空集团公司, 并鼓励其他航空公司联合重组或加入三大集团, 奠定了当下市场格局的基础。海南航空把握住了联合重组的机遇, 先后收购重组多家航空公司, 实现全系列航空产品覆盖, 跻身第四大集团行列。

图 30: 中国民航发展



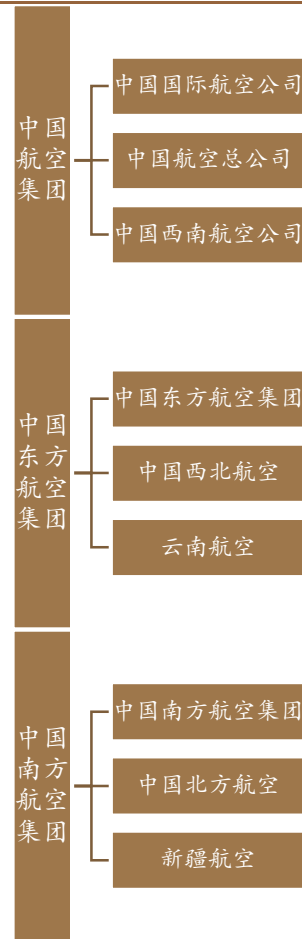
资料来源:《民航概论》(2017), 民航局官网, 德邦研究所

图 31: 1987 年民航系统管理体制改革改革前后对比



资料来源: 民航局官网, 德邦研究所

图 32: 三大航空集团组成

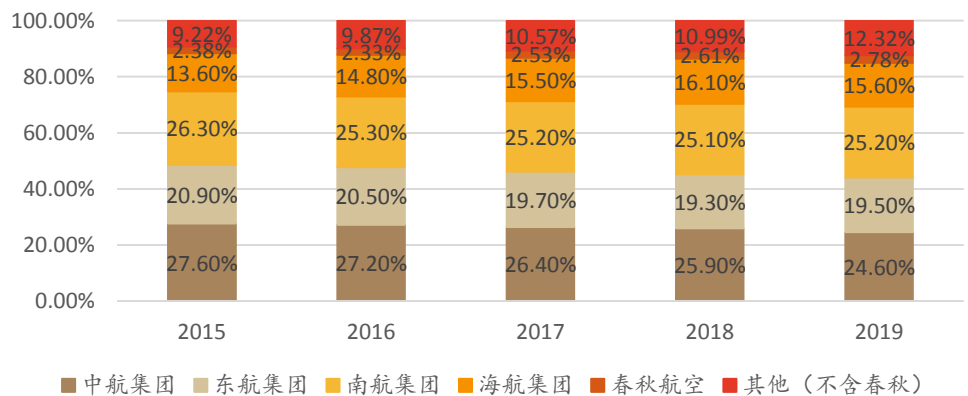


资料来源: 《民航体制改革方案的通知》(国发〔2002〕6号), 德邦研究所

2.3.2. 极高寡占型市场, 竞争格局较为稳定

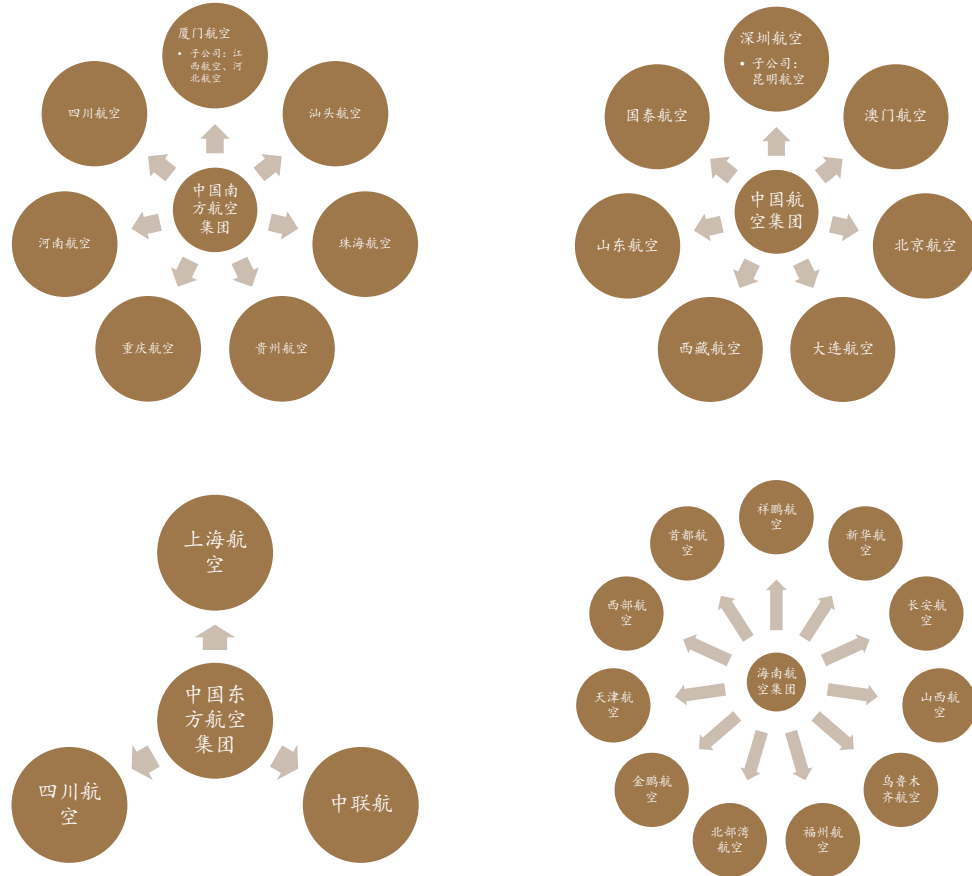
截至 2019 年底, 我国共有航空运输企业 62 家, 其中四大航空集团及其控股/参股航司约占半数。2015 至 2018 年, CR4 运输总周转量占比超 85%, 属于极高寡占型市场, 然占比持续小幅下滑, 2019 年 CR4 运输总周转量占比为 84.9%。春秋航空运输总周转量占比整体有所提升, 2019 年约为 2.78%。

图 33: 航空 (集团) 公司运输总周转量比重



资料来源: 《民航行业发展统计公报》(2015-2019), 公司年报, 德邦研究所

图 34：四大航空集团主要控股和参股航空公司

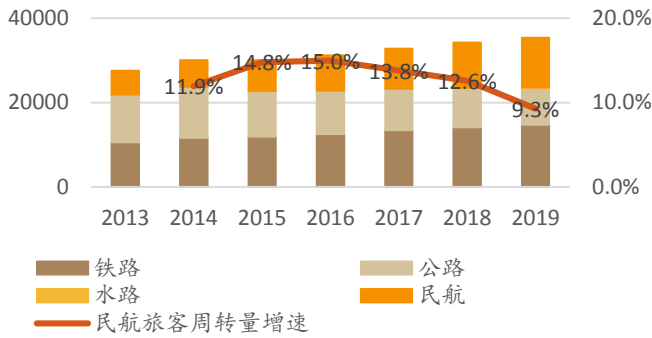


资料来源：WIND，公司年报，德邦研究所

2.4. 替代品冲击下，民航旅客周转量份额仍占据重要地位

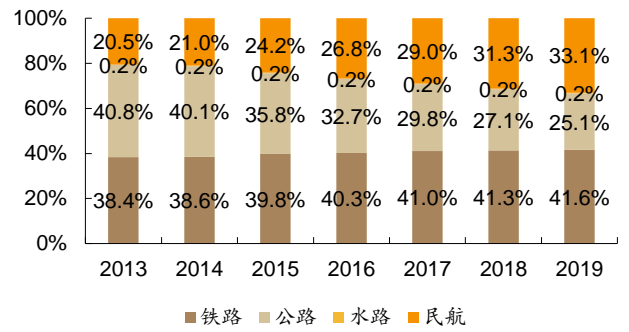
民航运输替代品主要来自两个层面，其一是其他交通方式，包括铁路、公路及水路运输等，另一方面是来自如线上视频会议 APP 等应用的普及。其他交通方式中，高铁因其较高便捷性和更亲民的价格在短距离运输上对民航产生了一定程度的冲击，远距离运输（通常认为大于 1000KM）上，民航地位仍不可动摇。根据交通运输部数据，2013 至 2019 年，民航旅客周转量及其占比均持续提升，2019 年，民航旅客周转量 11705 亿公里，同比增长 9.3%，旅客周转量占比约 33%，主要受到挤占的是公路运输份额；2020 年，根据国家统计局发布的《2020 年国民经济和社会发展统计公报》，全年旅客运输周转量为 19251.4 亿人公里，受新冠疫情影响，同比下降 45.5%，民航旅客周转量 6311.2 亿人公里，同比下降 46.1%，占比为 32.8%，同比下降 0.3 个百分点，在综合交通运输体系中仍占据重要地位。线上视频会议方面，主要影响部分商务出行，旅游、探亲等需求仍需通过民航运输实现。预计未来民航需通过降低价格（价格方面，低成本航空较全服务航空有明显优势）、提升服务、“空铁联运”等方式来保持并提升市场份额，与上述替代品或将保持竞争与互补的双重关系，寻求合作共赢的解决方式。

图 35: 旅客周转量 (亿人公里)



资料来源: 交通运输行业发展统计公报 (2013-2019), 德邦研究所

图 36: 旅客周转量份额



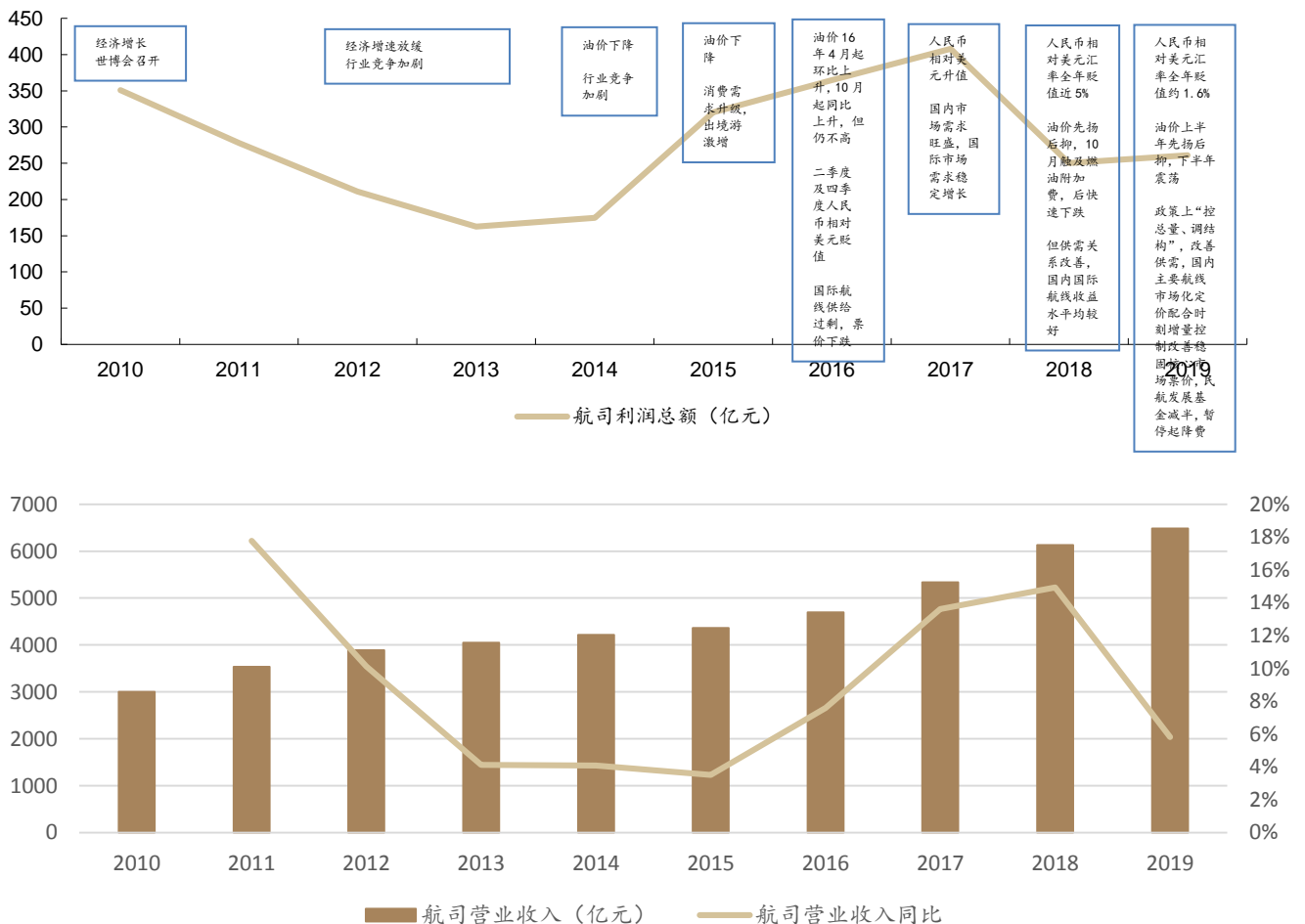
资料来源: 交通运输行业发展统计公报 (2013-2019), 德邦研究所

3. 行业长期增长确定性较强; 低成本航空方兴未艾, 前路可期

3.1. 主要影响因素

宏观经济环境、政策、人民币汇率 (主要对美元) 波动、国际原油价格波动及重大突发事件等对民航运输业收入及利润水平产生重大影响。

图 37: 航司利润总额、营收及同比变化及影响因素



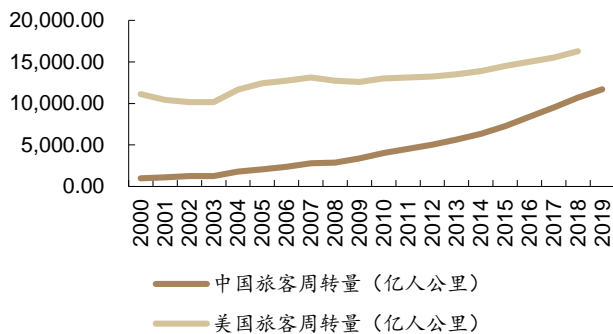
资料来源: 民航行业发展统计公报 (2010-2019), 公司年报, 德邦研究所

3.2. 行业空间较大，长期增长确定性较强

对比美国，我国民航行业多项数据仍有提升空间。从旅客周转量来看，我国2019年旅客周转量为11705.3亿人公里，与美国2004年数据相当，近年来虽持续增长，然较美国水平仍有超5000亿人公里的差距。人均乘机次数方面，根据《2020中国副省级以下城市航空通达性报告》，美国、加拿大、澳大利亚等国家均超过2次，2019年，我国人均乘机次数为0.47次，也有较大提升空间。

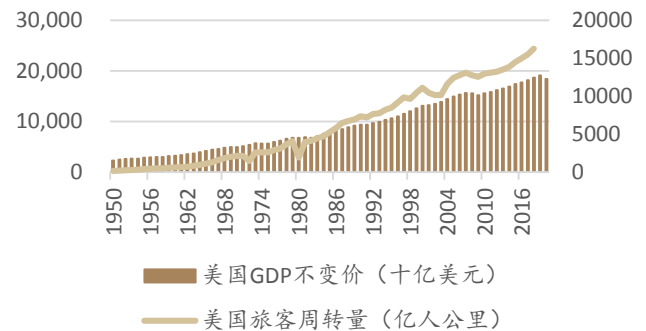
经济方面，历史数据显示，美国航空旅客周转量与其GDP呈现正相关关系，我国GDP不变价近年来均保持6%以上的增速增长（除2020年受新冠疫情影响为2.3%），预计旅客周转量也将持续增长。随着我国人均可支配收入持续提升，在交通通信消费支出占人均可支配收入占比相对稳定的情况下，人均乘机次数有望得到提升。

图 38：中美旅客周转量对比



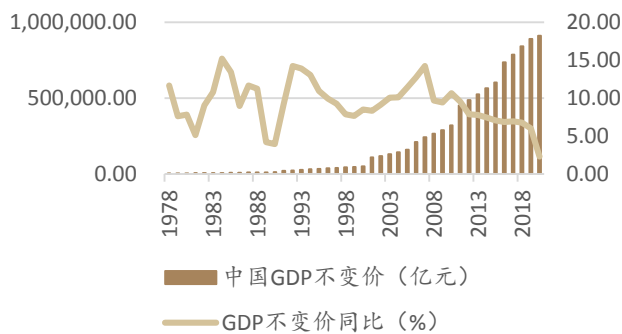
资料来源：WIND，德邦研究所

图 39：美国 GDP 不变价及旅客周转量



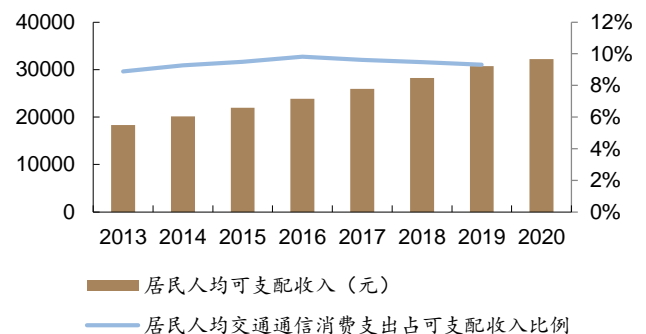
资料来源：WIND，德邦研究所

图 40：中国 GDP 不变价及同比增速



资料来源：WIND，德邦研究所

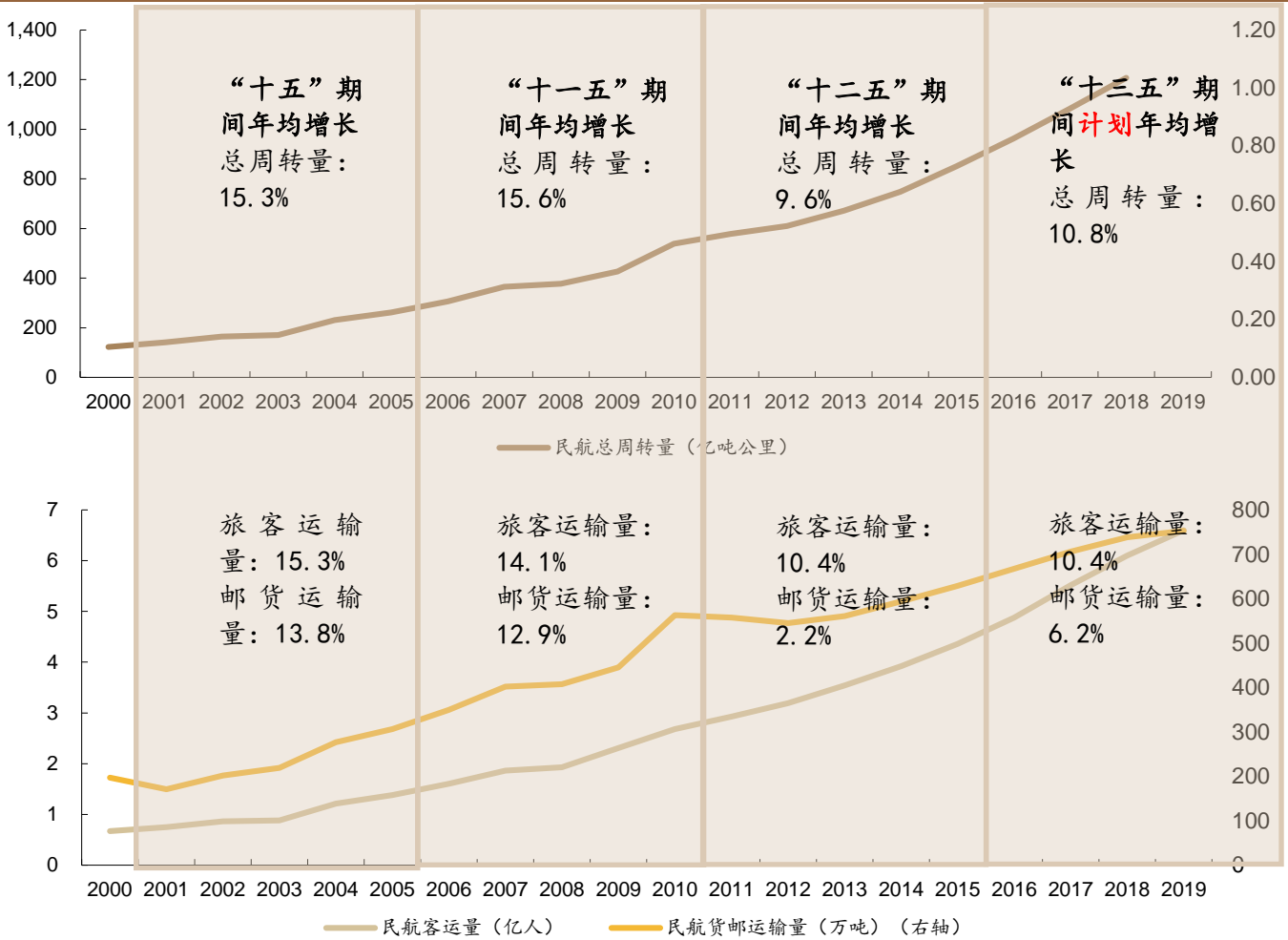
图 41：中国人均可支配收入及人均交通通信消费支出占比



资料来源：国家统计局，德邦研究所

政策方面，从行业规划角度来看，从“十五”期间至今行业规模均保持稳定增长，且业务规模相关指标与预先制定的数值偏差不大。2020年起，受新冠疫情影响，“十三五”目标达成或受影响，“十四五”期间相关指标增速规划或将进一步下调，但排除“黑天鹅”事件影响，长期来看，行业增长确定性仍然较强。

图 42：“十五”至“十三五”期间民航业务规模增长



资料来源：WIND，中国民用航空发展第十一个五年至第十三个五年规划，德邦研究所

表 5：“十五”至“十三五”期间民航业务规模相关指标完成情况

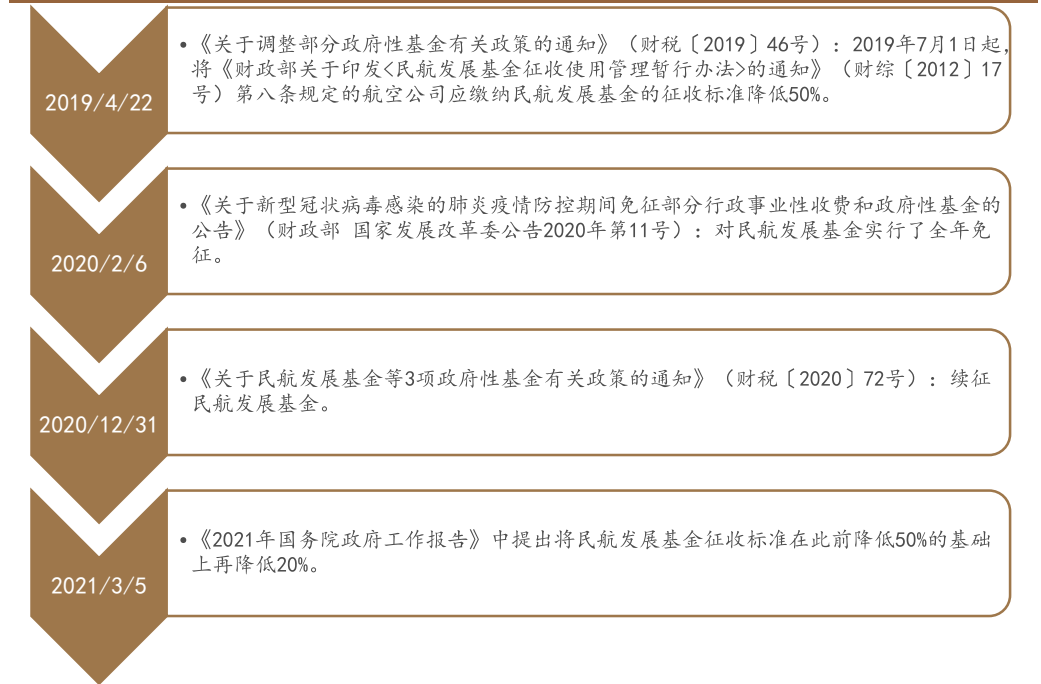
规划期	目标	至期末完成情况
“十五”	总周转量：205 亿吨公里	总周转量：261 亿吨公里
	旅客运输量：1 亿人次	旅客运输量：1.38 亿人次
	邮货运输量：280 万吨	邮货运输量：307 万吨
“十一五”	总周转量：500 亿吨公里	总周转量：538 亿吨公里
	旅客运输量：2.7 亿人次	旅客运输量：2.68 亿人次
	邮货运输量：570 万吨	邮货运输量：563 万吨
“十二五”	总周转量：830 亿吨公里	总周转量：852 亿吨公里
	旅客运输量：4.5 亿人次	旅客运输量：4.4 亿人次
	邮货运输量：670 万吨	邮货运输量：629 万吨
“十三五”	总周转量：1420 亿吨公里	-
	旅客运输量：7.2 亿人次	-
	邮货运输量：850 万吨	-

资料来源：中国民用航空发展第十一个五年至第十三个五年规划，德邦研究所

另外，为应对新冠疫情，我国出台了包括减免民航发展基金、起降费、航油进销差价等多项扶持政策，减轻民航运输业运营成本，助力行业复苏。民航发展基金经 19 年及 21 年两次降费后，较 2012 年征收标准累计降低 60%。起降费、航油进销差价方面，根据《民航局关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》（民航函〔2020〕145 号），2020 年 1 月 23 日起，降低境内、港澳台地区及

外国航空公司机场、空管收费标准。一类、二类机场起降费收费标准基准价降低10%，免收停场费；航路费（飞越飞行除外）收费标准降低10%。境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低8%。

图 43：民航发展基金降费过程



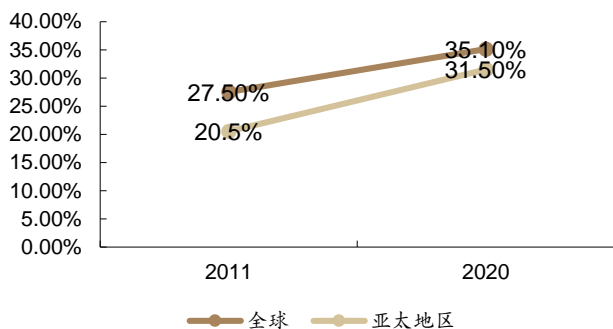
资料来源：财政部官网，《2021 政府工作报告》，德邦研究所

人民币汇率方面，根据德邦研究所大势研判组观点，未来半年看好人民币区间震荡，中长周期随人民币在世界经济占比提升，看好人民币上行。**原油价格方面**，根据德邦研究所石油化工组观点，预计未来一年布伦特原油价格将在 60-65 美元/桶上下。

3.3. 我国低成本航空市场份额仍有较大提升空间

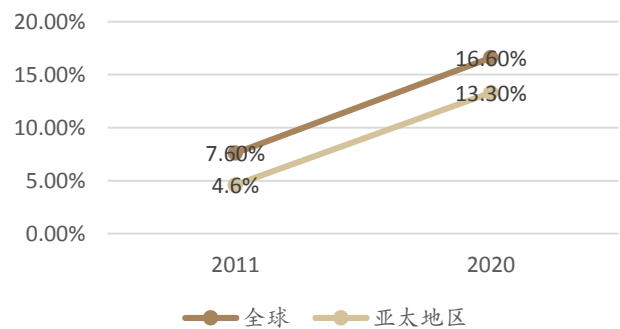
根据亚太航空中心数据，2011 至 2020 年，全球低成本航空国内航线市场份额由 27.5% 提升至 35.1%，其中亚太地区由 20.5% 提升至 31.5%；国际航线市场份额由 7.6% 提升至 16.6%，亚太地区由 4.6% 提升至 13.3%。国内航线方面，亚太地区低成本航空增速快于全球，20 年已接近全球平均水平，然发展并不均衡，东南亚地区市场份额较高，而我国低成本航空国内航线市场份额仅为 11.1%，仍有约 20% 以上的空间，考虑我国高铁的替代效应，实际可提升空间预计或小于上述数据；国际航线方面，亚太地区整体市场份额较全球水平也仍有 3% 差距。

图 44：2011vs2020 低成本航空国内航线市场份额



资料来源：亚太航空中心，公司年报，德邦研究所

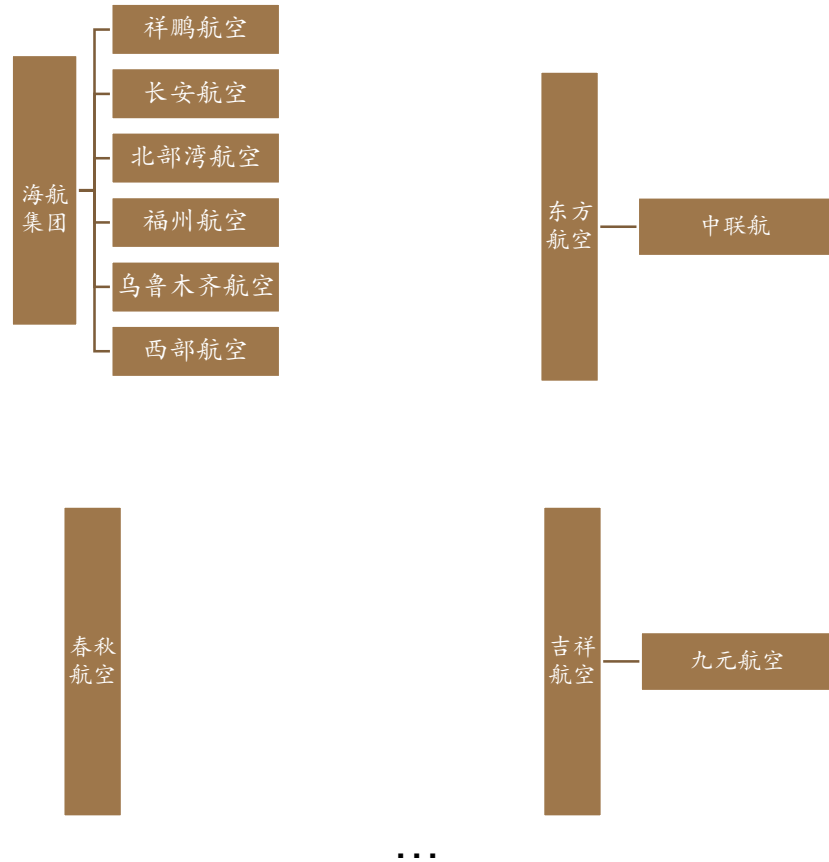
图 45：2011vs2020 低成本航空国际航线市场份额



资料来源：亚太航空中心，公司年报，德邦研究所

我国低成本航空参与者主要包括以春秋为代表的独立低成本航空公司，以及全服务航空公司设立或转型的子公司等。春秋航空作为我国首批民营低成本航空公司，低成本运营模式深植基因，有望率先受益于低成本航空发展。

图 46：我国主要低成本航司



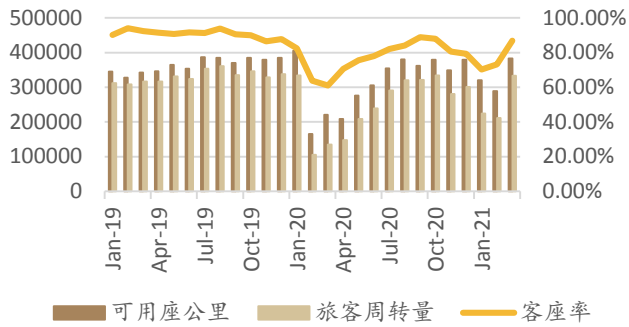
资料来源：公开资料，各航司年报，德邦研究所

4. 国内航线恢复良好，国际航线长期有望放开

4.1. 公司国内客运基本恢复至 19 年同期水平

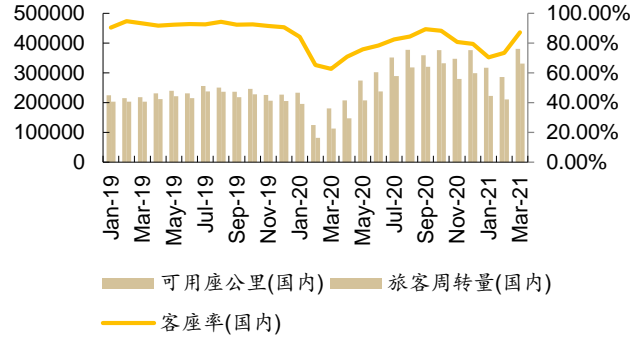
公司九成以上收入来自客运，2021 年 3 月，公司可用座公里为 383,332.59 万人公里，同比及环比分别提升 73.90%和 32.83%，对比 2019 年同期，恢复至 111.9%，其中国内航线恢复至 174%（主要由于国际及海外运力投入国内），国际航线恢复至 2.17%，地区恢复至 7.19%。旅客周转量方面，21 年 3 月为 333,085.52 万人公里，同比提升 148.04%，环比提升 57.74%，整体、国内、国际及地区分别恢复至 19 年同期的 105.27%、162.89%、1.36%和 4.21%。客座率方面，21 年 3 月数据为 86.89%，同比和环比分别提升 25.97%、13.72%，整体及国内恢复至 19 年同期的九成以上，国际及地区恢复至六成左右。总体来讲，公司国内航线客运运营数据基本恢复 19 年同期水平，国际及地区数据暂仍处于低位。

图 47: 春秋航空可用座公里 (万人公里)、旅客周转量 (万人公里) 及客座率 (%) 变化



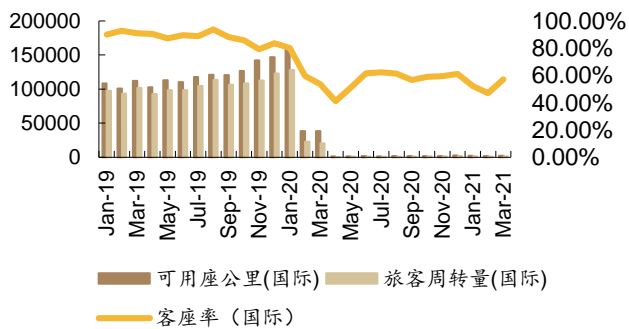
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 48: 春秋航空国内可用座公里 (万人公里)、国内旅客周转量 (万人公里) 及国内客座率 (%) 变化



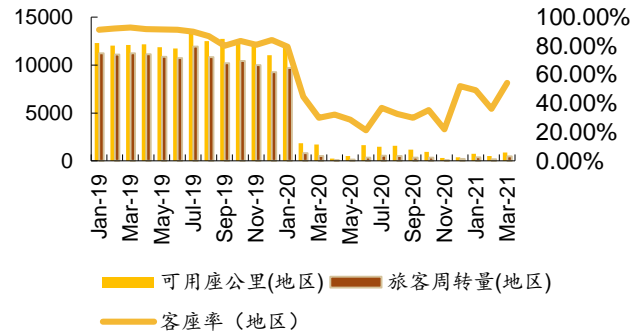
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 49: 春秋航空国际可用座公里 (万人公里)、国际旅客周转量 (万人公里) 及国际客座率 (%) 变化



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

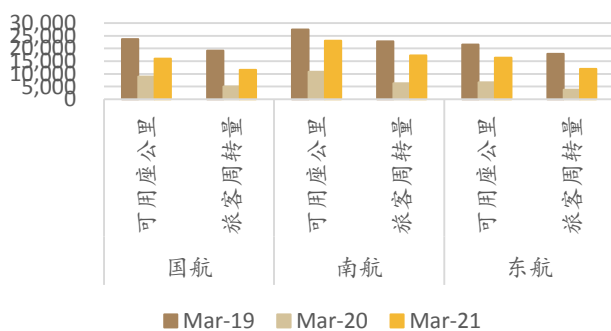
图 50: 春秋航空地区可用座公里 (万人公里)、地区旅客周转量 (万人公里) 及地区客座率 (%) 变化



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

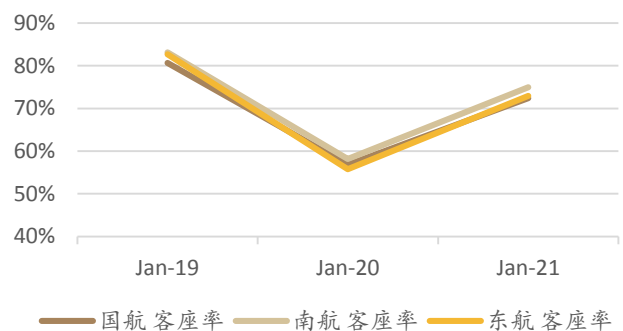
2021 年三月, 中国国航可用客公里、旅客周转量、客座率分别恢复至 19 年同期的 67.4%、60.5% 和 89.8%, 南方航空上述指标恢复至 19 年同期的 84.2%、75.9% 和 90.2%, 东方航空恢复至 75.8%、66.8% 和 88.2%。21 年 3 月数据显示, 公司国内客运主要运营数据恢复情况优于三大航, 业绩有望更快得到修复。

图 51: 三大航 ASK 及 RPK (百万人公里)



资料来源: 各航司公告, 德邦研究所

图 52: 三大航客座率



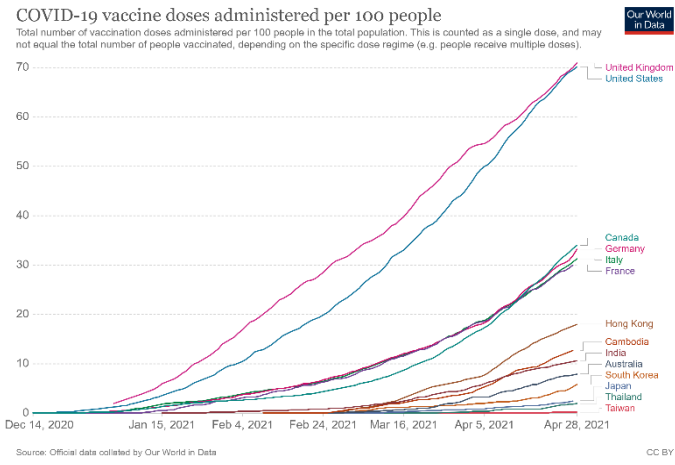
资料来源: 各航司公告, 德邦研究所

4.2. 全球新冠疫苗接种率持续提升, 国际航线有望逐步复苏

根据 Our World in Data 数据, 全球热门目的地包括北美、欧洲、东南亚、东北亚等地区的国家的每百人新冠疫苗接种剂数都在持续提升, 其中部分国家 (例如美国、英国) 每日新增确诊人数已经出现拐点, 大幅下滑, 然近期部分欧洲国

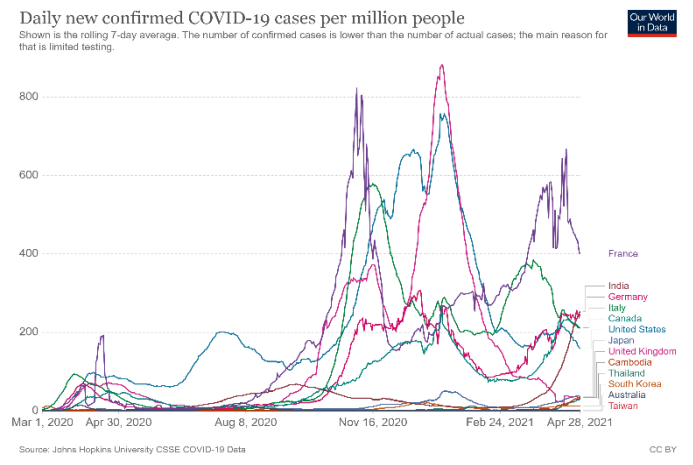
家及印度疫情近期有所反复，短期来看，全球疫情可能仍呈持续波动态势，但长期来看，随疫苗接种率提升，新增下滑的大趋势不变。

图 53：每百人新冠疫苗接种剂数



资料来源：Our World in Data，德邦研究所

图 54：每百万人每日新冠确诊新增数（7 日滚动平均）



资料来源：Our World in Data，德邦研究所

2020 年 3 月，海外疫情大规模爆发，我国出台了一系列对国际航班的数量、客座率、第一入境点等进行限制政策以防控疫情。其中，沿用至今的“五个一”政策（即以“国际航班信息发布（第 5 期）”为基准，“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”）于 2020 年 3 月 29 日起实施，实施首月（4 月），我国国际航线旅客运输量仅为 7.7 万人，较上年同期下降 98.7%。后续虽对未列入航班计划的外国航司有条件的放开，并实施航班奖励及熔断措施，我国国际航线旅客周转运量仍保持在低位，根据民航局月度运输生产统计，2021 年 2 月，国际航线旅客运输量仅为 9.1 万人，较 20 年同期下降 91.4%，较 19 年同期下降 98.5%。21 年 4 月，民航局将国际客运航班“熔断措施”调整为“航班熔断或控制客座率运行措施”，未来，从长期来看，随疫苗接种率提升，各国新增确诊人数下降，逐步清零，“五个一”政策有望逐步放宽，叠加国内外商务及因私出行需求反弹，各航空公司国际航线有望逐步恢复。

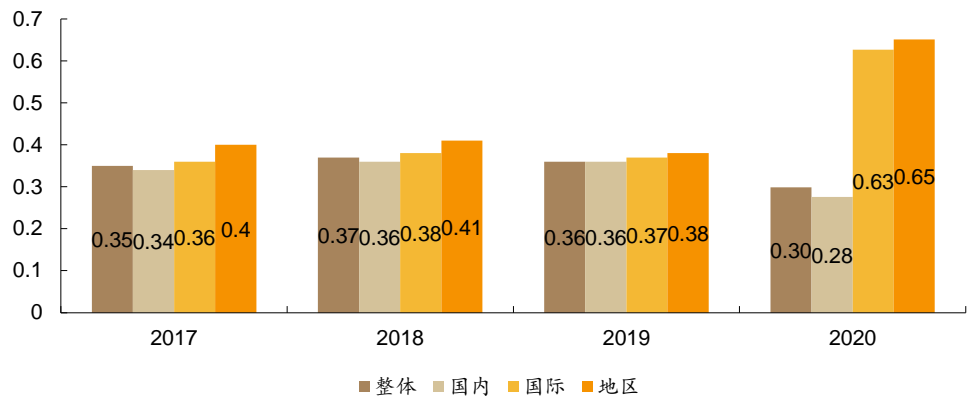
图 55：主要国际航班削减政策

- 2020/3/12
 - 国际航班计划信息发布（第5期）：发布中外航空公司国际航班计划（3月16日-22日）。
- 2020/3/19
 - 关于疫情防控期间控制国际客运航班量的通知（民航发〔2020〕11号）：以民航局3月12日官网发布的“国际航班信息发布（第5期）”为基准，每家航空公司在每条航线上的航班量只减不增。
- 2020/3/26
 - 关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知（民航发〔2020〕12号）：1、以民航局3月12日官网发布的“国际航班信息发布（第5期）”为基准，国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留1条，且每条航线每周运营班次不得超过1班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留1条，且每周运营班次不得超过1班。2、各航空公司可利用客机执行全货运航班，不计入客运航班总量。3、各航空公司根据本通知第一条调整的航班计划自2020年3月29日起执行。4、自本通知生效之日起，民航发〔2020〕11号通知失效。
- 2020/6/4
 - 民航局关于调整国际客运航班的通知（民航发〔2020〕27号）：1、已列入民航局3月12日官网发布的“国际航班信息发布（第5期）”（以下简称“第5期”）航班计划的中外航空公司可上述航班计划为基准，继续执行自/至中国的国际客运航班。2、自2020年6月8日起，所有未列入“第5期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择1个具备接收能力的口岸城市（具体城市名单可在民航局官网查询），每周运营1班国际客运航线航班。3、自2020年6月8日起，实施航班奖励和熔断措施。奖励措施：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续3周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周1班，最多达到每周2班。熔断措施：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数达到5个的，暂停该公司该航线运行1周；达到10个的，暂停该公司该航线运行4周。“熔断”的航班量不得调整用于其他航线。“熔断”期结束后，航空公司方可恢复每周1班航班计划。4、在风险可控且具备接收保障能力的前提下，可适当增加部分具备条件国家的航班增幅。
- 2020/12/16
 - 民航局关于调整国际客运航班熔断措施的通知（民航发〔2020〕60号）：对《民航局关于调整国际客运航班的通知》（民航发〔2020〕27号）的第七条第三款国际客运航班“熔断措施”进行调整：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数达到5个的，暂停该公司该航线运行2周；达到10个的，暂停该公司该航线运行4周。“熔断”的航班量不得调整用于其他航线。“熔断”期结束后，航空公司方可恢复每周1班航班计划。
- 2021/4/28
 - 民航局关于国际定期客运航班熔断措施调整试行的通知：将《民航局关于调整国际客运航班的通知》（民航发〔2020〕27号）第七条第三款国际客运航班“熔断措施”调整为“航班熔断或控制客座率运行措施”。民航局关于调整国际客运航班熔断措施的通知（民航发〔2020〕60号）同时废止。

资料来源：中国民用航空局官网，德邦研究所

若“五个一”政策放开,公司在东南亚及东北亚的国际航线及地区航线复飞,根据公司官网数据,公司国际及地区航线客公里收益均高于国内航线,新冠期间因各航司将运力转移回国,国内运力供给增加,客公里收益下降,国际及地区客公里收益较高。适时国际及地区航线复飞,公司业绩将得到进一步改善。

图 56: 春秋航空客公里收益 (元)



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

行业增速来看,根据交通运输部和国家统计局数据,15至19年,我国民航旅客周转量及货物周转量均保持正增长,15至19年CAGR分别为12.6%和6.2%。公司方面,旅客周转量及邮货周转量15至19年CAGR分别为15.7%和13.1%,旅客周转量近三年来有所放缓。

表 6: 我国民航行业旅客、货物运输周转量及增速

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015-2019年 CAGR
旅客周转量(亿人公里)	7270.66	8359.54	9512.78	10711.59	11705.12	6311.2	
YOY		15.0%	13.8%	12.6%	9.3%	-46.1%	12.6%
货物周转量(亿吨公里)	207.27	221.13	243.54	262.42	263.19	240.2	
YOY		6.7%	10.1%	7.8%	0.3%	-8.7%	6.2%

资料来源: 交通运输部, 国家统计局, 德邦研究所

表 7: 公司旅客周转量、单位客公里收益、邮货运输周转量及增速

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015-2019年 CAGR
旅客周转量(万人公里)	2217554.84	2475905.33	3024803.94	3468280.92	3969122.02	3014832.08	
YOY		11.7%	22.2%	14.7%	14.4%	-24.0%	15.7%
客公里收益(元)	0.34	0.32	0.35	0.37	0.36	0.30	
YOY		-5.9%	8.1%	6.9%	-2.2%	-17.4%	1.6%
货物周转量(万吨)	7323.60	7102.45	8273.77	10057.05	11966.06	15236.06	

吨公里)

YOY	-3.0%	16.5%	21.6%	19.0%	27.3%	13.1%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司年报，德邦研究所

排除新冠疫情影响，未来两至三年公司旅客及邮货周转量均有望保持 10% 左右的平均增速增长，然考虑新冠疫情影响，未来增速存在较大不确定性。在国内疫情保持基本控制，海外疫情不出现大的爆发的情况下，预计公司运输周转量或逐步恢复疫前水平，再稳定增长。公司收入占比九成以上的客运业务单位客公里收益上市以来较为稳定，基于以上，我们预计春秋航空 21 年至 23 年营业收入增速分别为 55%/29.6%/14.9%，实现营业收入为 145.28/188.23/216.29 亿元，其中，预计航空客运收入增速为 55%/30%/15%，航空货运收入增速为 55%/30%/15%。其他业务主要为空中服务销售收入、快速登机服务、保险佣金等，预计 21 至 23 年增速为 55%/10%/10%。营业成本方面，公司固定成本约占营业成本的 1/3，较为刚性，波动幅度小于营业收入，预计 21 年至 23 年营业成本为 132.7/165.7/190.5 元，实现毛利率 8.66%/11.97%/11.93%。

表 8：业务拆分 (亿元，%)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	93.73	145.28	188.23	216.29
YOY	-36.7%	55.0%	29.6%	14.9%
毛利率	-6.43	8.66	11.97	11.93
航空客运	90.19	139.79	181.73	208.99
YOY	-37.2%	55.0%	30.0%	15.0%
毛利率	-	7.46	11.02	11.02
航空货运	1.48	2.29	2.98	3.43
YOY	20.3%	55.0%	30.0%	15.0%
毛利率	-	7.46	11.02	11.02
其他	2.06	3.19	3.51	3.86
YOY	-35.8%	55.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-	61.82	61.82	61.82

资料来源：WIND，德邦研究所

5.2. 投资建议

我们预计公司 2021 至 2023 年营业收入为 145.28/188.23/216.29 亿元，同比增长率为 55%/29.6%/14.9%，实现归母净利润 10.41/21.88/25.40 亿元，同比增长 276.9%/110.1%/16.1%，21 年至 23 年对应 EPS (摊薄) 为 1.14/2.39/2.77 元，PE 为 55.44/26.38/22.73 倍。参考可比公司估值，基于海外疫情暂存不确定性，国内方面，公司作为低成本航空，票价优势显著，运营效率较高，有望率先受益于国内出行需求的反弹，同时，考虑低成本航司在我国市场份额仍有较大提升空间，给予公司“增持”评级。

表 9：盈利预测

主要财务数据和预测	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,373	14,528	18,823	21,629
(+/-)YoY (%)	-36.7%	55.0%	29.6%	14.9%
净利润(百万元)	-588	1,041	2,188	2,540
(+/-)YoY (%)	-132.0%	276.9%	110.1%	16.1%
全面摊薄 EPS (元)	-0.64	1.14	2.39	2.77
毛利率 (%)	-6.4%	8.7%	12.0%	11.9%
净资产收益率 (%)	-4.1%	6.9%	12.8%	13.0%

资料来源：WIND，德邦研究所

表 10: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	参考市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			P/E		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601111.SH	中国国航	1054.35	-21.65	64.67	95.07	-0.15	0.45	0.65	-	18.55	12.62
600115.SH	东方航空	729.17	-9.29	44.66	73.02	-0.06	0.27	0.45	-	19.07	11.66
600029.SH	南方航空	867.24	-1.18	47.32	69.61	-0.01	0.31	0.45	-	19.99	13.59
603885.SH	吉祥航空	279.19	6.15	14.08	20.26	0.31	0.72	1.03	45.37	19.82	13.78
002928.SZ	华夏航空	152.34	7.24	9.82	12.42	0.71	0.97	1.22	21.05	15.51	12.27
	平均	616.46	-3.75	36.11	54.07	0.16	0.54	0.76	33.21	18.59	12.78
601021.SH	春秋航空	577.19	10.41	21.88	25.40	1.14	2.39	2.77	55.44	26.38	22.73

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 6 日

资料来源: WIND, 德邦研究所

6. 风险提示

疫情恢复不及预期、宏观经济增速不及预期、人民币汇率波动、国际原油价格上涨、行业竞争加剧、替代品竞争加剧、公司航线补贴协议无法续签等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	-0.64	1.14	2.39	2.77
每股净资产	15.47	16.51	18.72	21.31
每股经营现金流	0.90	1.76	3.43	4.49
每股股利	0.00	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	—	55.44	26.38	22.73
P/B	3.58	3.81	3.36	2.96
P/S	6.16	3.97	3.07	2.67
EV/EBITDA	-525.58	54.96	29.09	26.53
股息率%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	-6.4%	8.7%	12.0%	11.9%
净利润率	-6.3%	7.2%	11.6%	11.7%
净资产收益率	-4.1%	6.9%	12.8%	13.0%
资产回报率	-1.8%	2.7%	5.1%	5.4%
投资回报率	-3.8%	0.9%	2.7%	2.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.7%	55.0%	29.6%	14.9%
EBIT 增长率	-198.7%	134.4%	273.8%	13.5%
净利润增长率	-132.0%	276.9%	110.1%	16.1%
偿债能力指标				
资产负债率	56.3%	60.1%	59.9%	58.2%
流动比率	0.9	1.2	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.5
现金比率	0.8	1.1	1.3	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.4	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	8.0	7.0	7.0	7.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	0.7	1.0	1.2	1.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-588	1,041	2,188	2,540
少数股东损益	-3	1	3	6
非现金支出	1,332	786	813	803
非经营收益	377	220	490	571
营运资金变动	-292	-435	-353	197
经营活动现金流	826	1,614	3,140	4,117
资产	-4,357	-2,429	-2,535	-2,480
投资	-731	-200	0	0
其他	200	-164	43	9
投资活动现金流	-4,887	-2,793	-2,492	-2,472
债权募资	12,686	1,366	1,000	1,100
股权募资	0	0	0	0
其他	-7,086	2,693	1,228	-857
融资活动现金流	5,600	4,059	2,228	243
现金净流量	1,460	2,872	2,896	1,908

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 6 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,373	14,528	18,823	21,629
营业成本	9,976	13,271	16,570	19,049
毛利率%	-6.4%	8.7%	12.0%	11.9%
营业税金及附加	14	25	23	26
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业费用	206	363	320	368
营业费用率%	2.2%	2.5%	1.7%	1.7%
管理费用	159	291	282	324
管理费用率%	1.7%	2.0%	1.5%	1.5%
研发费用	107	203	226	270
研发费用率%	1.1%	1.4%	1.2%	1.3%
EBIT	-1,089	375	1,402	1,592
财务费用	80	200	312	291
财务费用率%	0.9%	1.4%	1.7%	1.3%
资产减值损失	-348	0	0	0
投资收益	-379	-203	6	9
营业利润	-626	1,284	2,796	3,263
营业外收支	21	87	87	87
利润总额	-605	1,371	2,882	3,350
EBITDA	-106	1,161	2,215	2,395
所得税	-13	329	692	804
有效所得税率%	2.2%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	-3	1	3	6
归属母公司所有者净利润	-588	1,041	2,188	2,540

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,192	12,063	14,959	16,867
应收账款及应收票据	63	100	129	148
存货	218	255	318	365
其它流动资产	853	1,127	1,231	1,417
流动资产合计	10,325	13,544	16,637	18,798
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	12,957	14,208	15,539	16,830
在建工程	6,212	6,712	7,212	7,712
无形资产	775	758	742	722
非流动资产合计	22,105	24,337	26,152	27,924
资产总计	32,430	37,882	42,789	46,722
短期借款	5,334	5,500	5,500	5,500
应付票据及应付账款	681	773	1,007	1,189
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,874	4,943	4,589	4,857
流动负债合计	10,890	11,216	11,096	11,546
长期借款	5,983	7,183	8,183	9,183
其它长期负债	1,377	4,350	6,350	6,450
非流动负债合计	7,360	11,533	14,533	15,633
负债总计	18,249	22,749	25,629	27,179
实收资本	916	916	916	916
普通股股东权益	14,181	15,132	17,156	19,532
少数股东权益	0	1	4	10
负债和所有者权益合计	32,430	37,882	42,789	46,722

信息披露

分析师与研究助理简介

田照丰，交运&石化首席分析师，8年交通运输教育背景，10年石油化工工作经历——6年产业工作经验，丰富的投资并购、战略规划、财务分析等产业经历；近3年卖方研究经验，以扎实的行业研究为基础，以差异化的分析为突破口，敢于在市场底部发掘个股投资机会。

郭晓月，商学硕士，2021年3月加入德邦证券研究所交运和石化团队，核心覆盖航空、机场领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后6个月内的 公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基 准；香港市场以恒生指数为基准；美 国市场以标普500或纳斯达克综合指 数为基准。	股票投资评 级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评 级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。