

公司深度
春秋航空 (601021)
交通运输 | 航空运输
坐拥低成本航空优质赛道，龙头竞争优势彰显

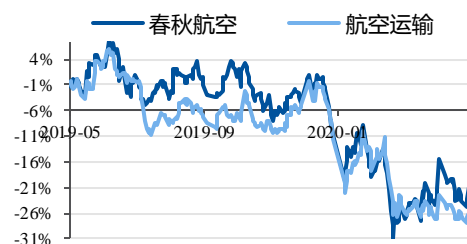
2020 年 05 月 28 日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 维持

合理区间 **37.3-40.7 元**
交易数据

当前价格 (元)	34.68
52 周价格区间 (元)	28.88-47.70
总市值 (百万)	31792.12
流通市值 (百万)	31782.93
总股本 (万股)	91672.77
流通股 (万股)	91646.27

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
春秋航空	4.27	-4.73	-17.47
航空运输	1.87	-9.86	-25.46

黄红卫
分析师

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

0731-89955704

相关报告

- 1 《春秋航空：春秋航空 (601021) 公司点评：疫情将影响 2020 年 H1 业绩，但估值已较低》
2020-05-07
- 2 《春秋航空：春秋航空 (601021) 公司点评：运力投放叠加客座率上行，业绩较快增长》
2019-09-02
- 3 《春秋航空：公司研究*春秋航空(601021)新股点评：国内低成本航空的先行者和领跑者》
2014-12-15

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (亿元)	13114.04	14803.52	12562.26	17318.34	20035.59
净利润 (亿元)	1502.84	1841.01	323.63	2028.41	2492.36
每股收益 (元)	1.64	2.01	0.35	2.21	2.72
每股净资产 (元)	14.54	16.40	16.97	19.04	21.27
P/E	21.15	17.27	98.24	15.67	12.76
P/B	2.39	2.11	2.04	1.82	1.63

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **国内低成本航空龙头：**公司是国内低成本航空龙头，通过“两单（单一机型及单一舱位）、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）”奠定较强的低成本竞争优势。公司在开航以来总平均票价低于同航线市场价 30% 以上的背景下，2011-2019 年，春秋航空的营收 CAGR、归母净利润 CAGR 分别高达 16.17%、18.18%，2015-2019 年加权 ROE 维持在 12.49%-23.01%，业绩较快增长，盈利能力较强。公司依托上海枢纽机场，基地网络优势凸显，以上海两场为出发或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 46.7%，积累起较多优质时刻资源，预计 2020-2022 年公司运力仍将较快增长。
- **国内航空长期前景较好，低成本航空模式更佳：**2018 年中国人均乘机次数仅为 0.44 次（2019 年为 0.47 次），远低于 2018 年发达国家 1 次至 2.72 次的水平。假设航空对 GDP 弹性系数不变，预计十四五期间国内航空旅客量 CAGR 达 10%，航空需求长期向好。低成本航空是航空业中的优质赛道，曾在欧美市场大获成功。2019 年，全球、亚太地区的低成本航空占国内航线市场份额分别为 32.9%、29.7%，2019 年中国低成本航空占国内航线市场份额仅为 10.1%，国内低成本航空的渗透空间巨大。春秋航空在国内低成本航空领域的先发优势及规模优势彰显，参照欧美航空市场，春秋航空或将成长中国低成本航空的寡头。
- **航空指数或在疫情后期取得超额收益：**原油供给过剩格局持续，预计原油价格中枢将从此前 70 美元/桶降低至 50 美元/桶左右，公司受益于低油价环境。在 2003 年非典疫情过后、2008 年经济危机过后，航空指数均出现相对大盘取得超额收益的时期。在 2020 年新冠疫情过后，航空指数或将取得超额收益。上市航空公司中，春秋航空在疫情期间业绩下滑幅度最小，且在疫情后期，公司业务量有望领先同业反弹。
- **投资建议：**预计 2020-2022 年净利润为 3.24/20.28/24.92 亿元，EPS 为 0.35/2.21/2.72 元，BVPS 为 16.97/19.04/21.27 元。国内低成本航空的长期发展前景向好，公司竞争优势凸显，给予 2.2-2.4X PB 估值，对应 2020 年底合理估值区间在 37.3-40.7 元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**新冠疫情失控；油价暴涨；汇率风险；票价大幅下行。

内容目录

1 公司概况：盈利较强的国内低成本航空龙头	4
1.1 公司简介：国内低成本航空龙头	4
1.2 业务综述：两单、两高、两低奠定低成本优势，票价低于同行 30% 以上	5
1.3 业绩概况：业绩较快增长，盈利能力较强	6
2 业务概况：国内低成本航空前景较好，疫情后期或取得超额收益	7
2.1 驱动力一：航空长期需求向好，高铁挤出效应减弱	7
2.2 驱动力二：国内低成本航空占比仅 10.1%，尚存在 2-3 倍的提升空间	10
2.3 驱动力三：国内后期或形成低成本航空寡头格局，龙头发展潜力巨大	12
2.4 汇率及油价：油价下跌将较大程度改善公司业绩，汇率对业绩影响较小	13
2.5 新冠疫情：春秋航空受疫情影响相对可控，疫情后期或取得超额收益	14
2.6 新租赁准则：2021 年经营租赁入表，财务杠杆率及利息费用将上行	16
3 竞争优势：低成本优势+基地网络优势，龙头逐步壮大	17
3.1 竞争优势一：“两单”、“两高”和“两低”奠定低成本优势	17
3.2 竞争优势二：依托上海枢纽机场，基地网络优势凸显	18
3.3 竞争优势三：预计 2020-2022 年公司运力仍将较快增长，龙头逐步壮大	19
4 盈利预测	19
5 投资建议	20
6 风险提示	20

图表目录

图 1：春秋航空的控股结构图	5
图 2：春秋航空的低成本优势来源	6
图 3：2011-2019 年，春秋航空的业绩增速	6
图 4：2011-2019 年，春秋航空的盈利能力走势	6
图 5：2019 年，春秋航空的营收占比（分地区）	7
图 6：2019 年，春秋航空的毛利润占比（分地区）	7
图 7：2011-2019 年，春秋航空销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比	7
图 8：2011-2019 年，春秋航空经营活动现金净流量与净利润之比	7
图 9：2018 年，中国人均乘机次数仅 0.44 次/人，远低于同期发达国家水平	8
图 10：1978-2019 年，航空旅客量年增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍	8
图 11：部分国外国家，人均 GDP 与人均乘机次数走势较为一致，暂时未出现明显拐点	9
图 12：2008-2018 年，中国高铁运距、航空运距的走势	9
图 13：2016-2018 年，高铁平均运距连续 3 年负增长	9
图 14：2010-2019 年，低成本航空国内航线市场份额	11
图 15：2010-2019 年，低成本航空国际航线市场份额	11
图 16：1980-2018 年，中国及欧盟的人均 GDP 走势	12
图 17：中国及欧盟的基尼系数对比	12
图 18：2015 年 3 月-迄今，航空煤油出厂价(含税，元/吨)	14
图 19：2012 年-迄今，美元兑人民币中间价	14
图 20：2020 年 1-3 月，国内主要航空公司的客运量增速	14
图 21：2020 年 Q1，国内主要航空公司的业绩表现	14
图 22：2000 年迄今，航空指数及万得全 A 指数的走势	15

图 23: 2019 年, 三大航、春秋、吉祥的国际及港澳台地区的收入占比.....	16
图 24: 2019 年, 春秋航空国际航线中, 泰国、日本、韩国的可用座公里合计占比达 82.8%	16
图 25: 2019 年末, 春秋航空的航线网络覆盖示意图.....	19
表 1: 春秋航空的发展历程.....	4
表 2: 低成本航空公司与全服务航空公司的比较.....	10
表 3: 美国低成本航空公司的发展历程.....	11
表 4: 中国主要低成本航空公司	12
表 5: 2006-2017 年, 中国主要低成本航空公司的旅客运输量占比.....	13
表 6: 2020 年春秋航空各个月份的客运量及增速预测.....	16
表 7: 两单、两高、两低奠定春秋航空的低成本优势.....	18
表 8: 2020-2022 年, 春秋航空的飞机引进计划.....	19
表 9: 春秋航空的盈利预测假设.....	20

1 公司概况：盈利较强的国内低成本航空龙头

1.1 公司简介：国内低成本航空龙头

国内低成本航空龙头企业：春秋航空成立于 2004 年，总部位于上海，2005 年首航，初期主要提供国内航线客运业务。2010 年公司开通首条国际航线，2011 年起加快开辟国际及地区航线。区别于全服务航空公司，春秋航空定位于低成本航空经营模式，凭借价格优势吸引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。2019 年末，公司拥有 93 架 A320 飞机的机队规模、210 条国内外在飞航线和 93 个国内外通航城市，成为国内乃至东北亚地区领先的低成本航空公司。

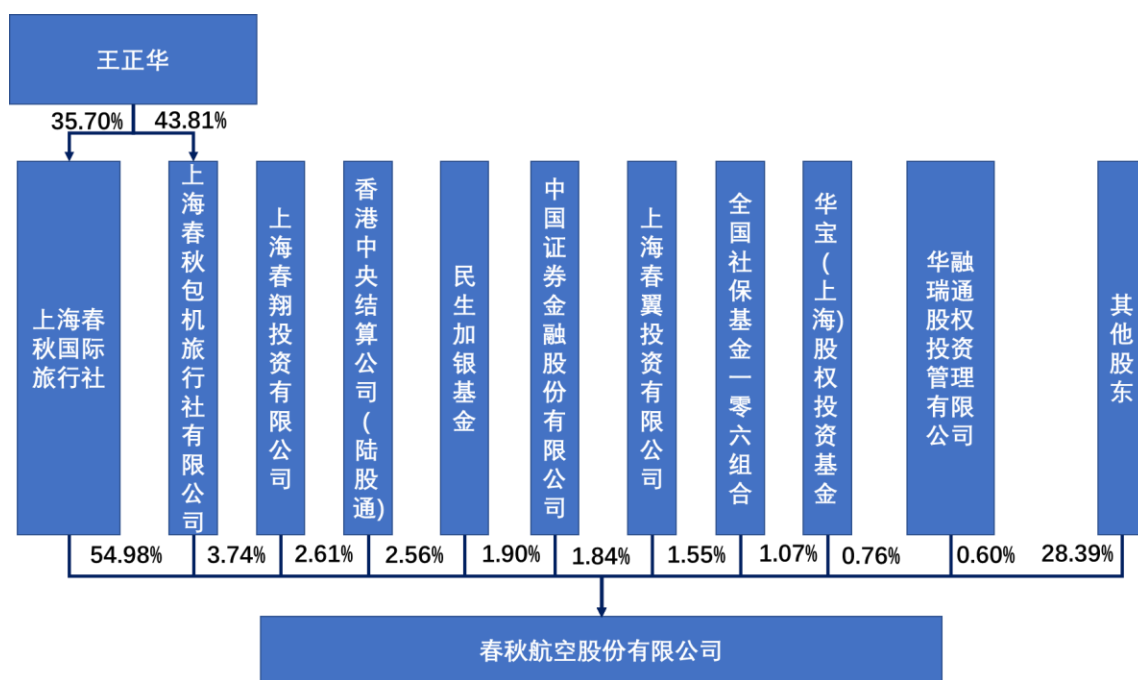
表 1：春秋航空的发展历程

年份	春秋航空的重大历史事件
2019 年	2019 年末，国内在飞航线 128 条，国内各线城市往返东北亚和东南亚国际在飞航线 69 条，港澳台航线 13 条。
2018 年	成立河北分公司
2017 年	春秋航空在大陆航空公司中准点率居首位
2016 年	首期公开发行 23 亿元公司债券，主体资信评级跃升至 AA+，达到了中型民营企业资信评级的最高等级
2015 年	春秋航空在 A 股上市，为国内第一家民营上市航空公司
2014 年	成立首个海外基地（大阪基地），开辟大阪至天津、武汉、重庆航线
2013 年	开通暹粒、普吉、沙巴、济州、高雄、台北航线，国际地区航线运力占比跃居国内航空公司第二位
2012 年	亚洲地区最受欢迎航空
2011 年	获新加坡低成本航空年会颁发最热新航线奖
2010 年	开通首条国际航线
2009 年	第一家自购飞机
2005 年	春秋首架飞机抵沪
2004 年	民航华东局颁发运行合格证

资料来源：公司官网，财信证券

民企决策灵活高效，员工共享成长红利：2020 年 Q1 底，春秋国旅持有春秋航空 54.98% 股份，为公司控股股东。王正华先生为公司实际控制人，并通过春秋国旅及春秋包机合计控制公司股份 58.72%。民企高效便利的决策机制，有利于应对航空业市场竞争。春翔投资持股 2.61%，系春秋航空的员工为投资春秋航空而设立的公司。春翼投资持股 1.55%，系春秋航空和春秋国旅的部分员工为投资春秋航空而设立的公司。通过春翔投资及春翼投资，春秋航空员工可分享公司成长红利，激励员工积极性。

图 1：春秋航空的控股结构图

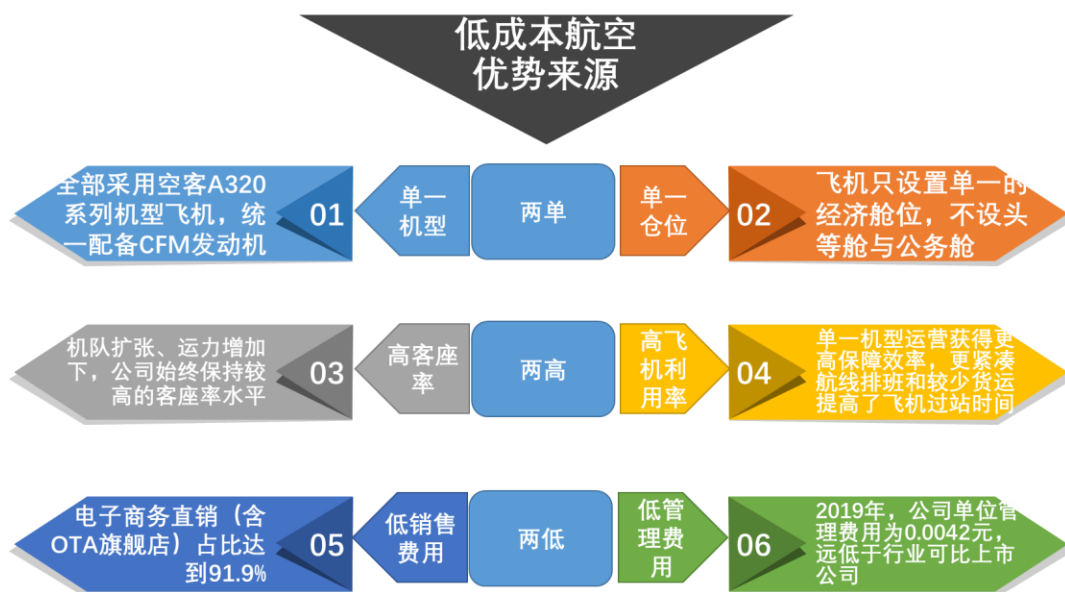


资料来源：Wind 资讯（截至 2020 年 Q1 末），财信证券

1.2 业务综述：两单、两高、两低奠定低成本优势，票价低于同行 30% 以上

两单、两高、两低奠定低成本优势：春秋航空定位于低成本航空模式，主要从事国内、国际及港澳台航空客货运输业务及与航空运输业务相关的服务。公司经营模式可概括为两单（单一机型及单一舱位）、两高（高客座率、高飞机日利用率）和两低（低销售费用、低管理费用）。通过“两单”、“两高”和“两低”，春秋航空充分发挥规模效应、提高飞机等固定资产使用率，并降低各类费用开支，从而形成独特的低成本优势。根据春秋航空官网，开航以来总平均票价低于同航线市场价 30% 以上，相当于让利超过 300 亿元。总平均客座率保持在 95% 左右，居全球同行业前列。

图 2：春秋航空的低成本优势来源



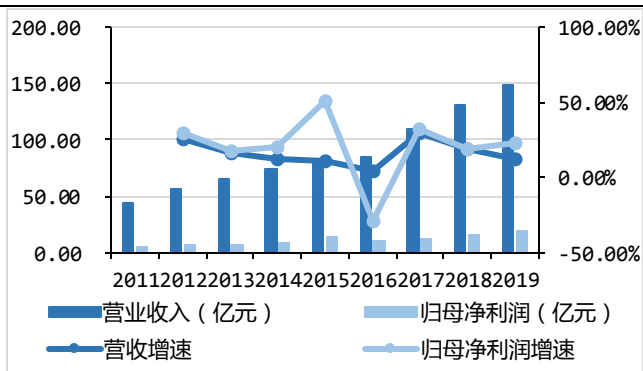
资料来源：2019 年年度报告，财信证券

1.3 业绩概况：业绩较快增长，盈利能力较强

业绩较快增长，盈利能力较强：2011-2019 年，春秋航空的营收 CAGR、归母净利润 CAGR 分别为 16.17%、18.18%。2019 年春秋航空实现营收 148.04 亿元（同比+12.88%），实现归母净利润 18.38 亿元（同比+22.50%），业绩持续较快增长。新冠疫情背景下，中国民航业遭受重大冲击，2020 年 Q1，春秋航空实现营收 23.84 亿元（同比-34.50%），实现归母净利润-2.27 亿元（同比-147.91%）。

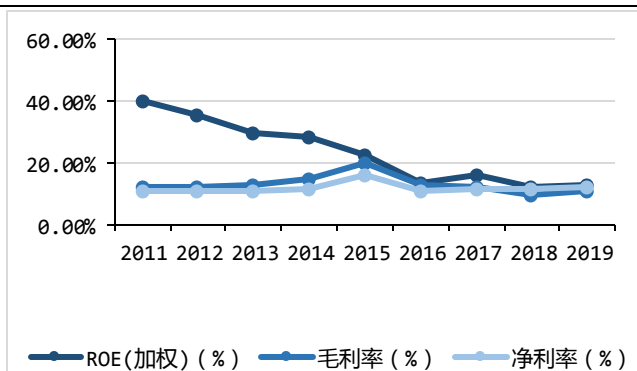
盈利能力而言，2015-2019 年，春秋航空的加权 ROE 维持在 12.49%-23.01%之间，盈利能力较强。

图 3：2011-2019 年，春秋航空的业绩增速



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 4：2011-2019 年，春秋航空的盈利能力走势



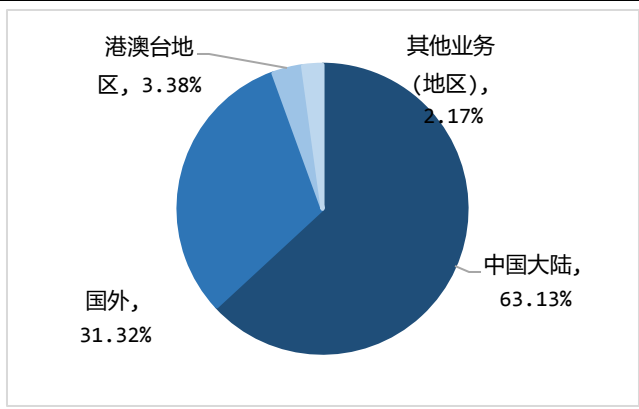
资料来源：Wind 资讯，财信证券

国内、国际业务分布均衡，国际业务集中在日韩及泰国：2019 年公司营收分布而言，中国大陆营收占比 63.13%、国外（不含中国港澳台）营收占比 31.32%、中国港澳台地区营收占比 3.38%，其他业务占比 2.17%。2019 年公司毛利润分布而言，中国大陆毛利润

占比 58.73%、国外（不含中国港澳台）毛利润占比 28.48%、中国港澳台地区毛利润占比 0.95%，其他业务毛利润占比 11.84%。

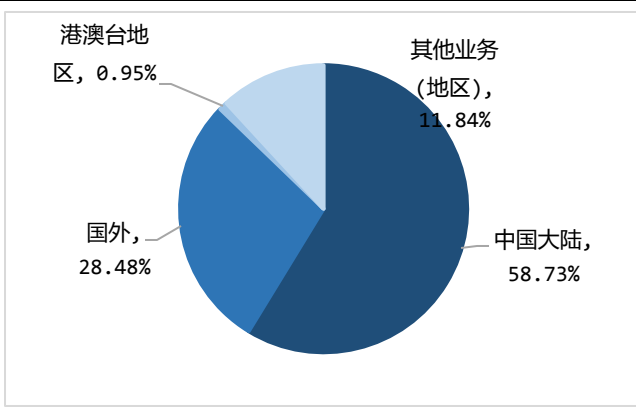
2019 年末，春秋航空的国内在飞航线 128 条，国内各线城市往返东北亚和东南亚国际在飞航线 69 条，港澳台航线 13 条。春秋航空的国际航线，2019 年三大主力航线泰国、日本和韩国航线运力按可用座公里计算，合计占据国际航线比例达到 82.8%。

图 5：2019 年，春秋航空的营收占比（分地区）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

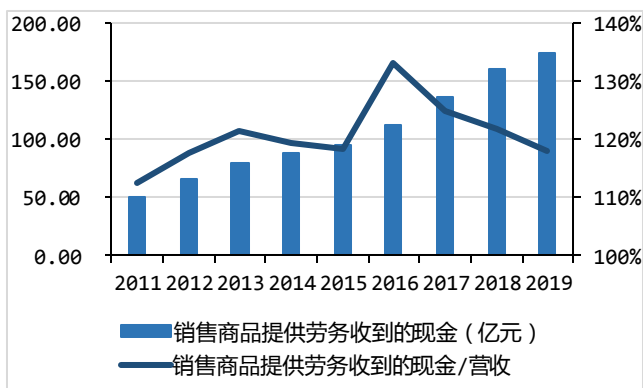
图 6：2019 年，春秋航空的毛利润占比（分地区）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

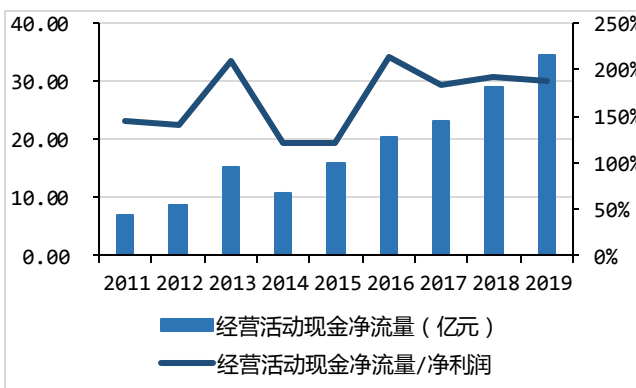
折旧成本占比高，经营现金流状况较佳：由于飞机等固定资产折旧成本高（2019 年公司折旧成本为 8.73 亿元，税后折旧成本为同期净利润为 18.38 亿元的 47.5%），2019 年春秋航空销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比为 118.14%，经营活动现金净流量与净利润之比 186.94%。

图 7：2011-2019 年，春秋航空销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 8：2011-2019 年，春秋航空经营活动现金净流量与净利润之比



资料来源：Wind 资讯，财信证券

2 业务概况：国内低成本航空前景较好，疫情后期或取得超额收益

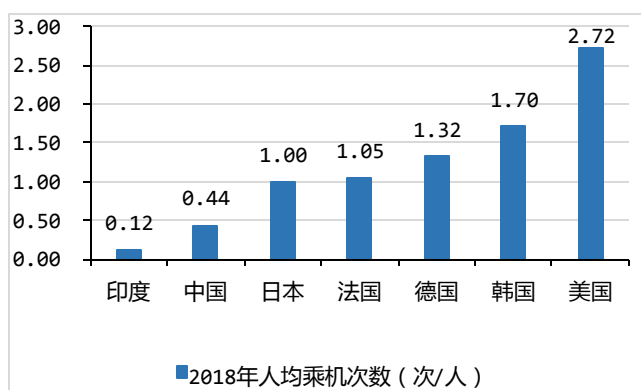
2.1 驱动力一：航空长期需求向好，高铁挤出效应减弱

航空需求长期向好，预计十四五国内航空旅客周转量增速约 10.4%：2018 年中国人均乘机次数仅为 0.44 次（2019 年为 0.47 次），远低于 2018 年发达国家 1 次至 2.72 次的水平，潜在发展空间巨大。航空需求具备消费升级属性，1978-2019 年，国内航空旅客量

年增速、旅客周转量增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍、1.74 倍。即使“十四五”时期国内经济增速目标下调至 6%，如假设航空对 GDP 弹性系数不变，十四五期间国内航空旅客量年增速、旅客周转量增速亦可分别达 10%、10.4%。

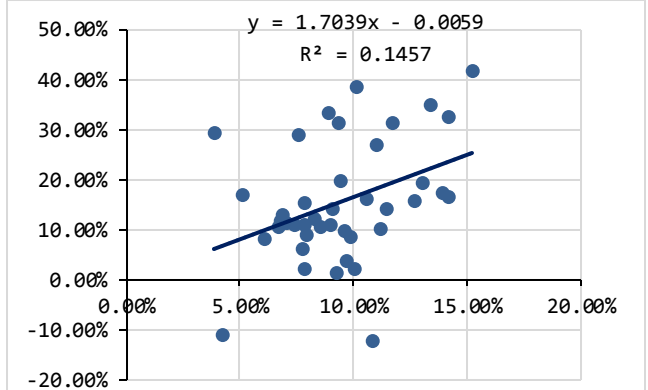
2018 年全国民航工作会议文件显示，中国将于 2035 年满足人均乘机次数 1 次，运输规模全球第一目标，重点发展国际航空、低成本航空等。

图 9：2018 年，中国人均乘机次数仅 0.44 次/人，远低于同期发达国家水平



资料来源：Wind 资讯（注释：中国 2019 年人均乘机次数为 0.47），财信证券

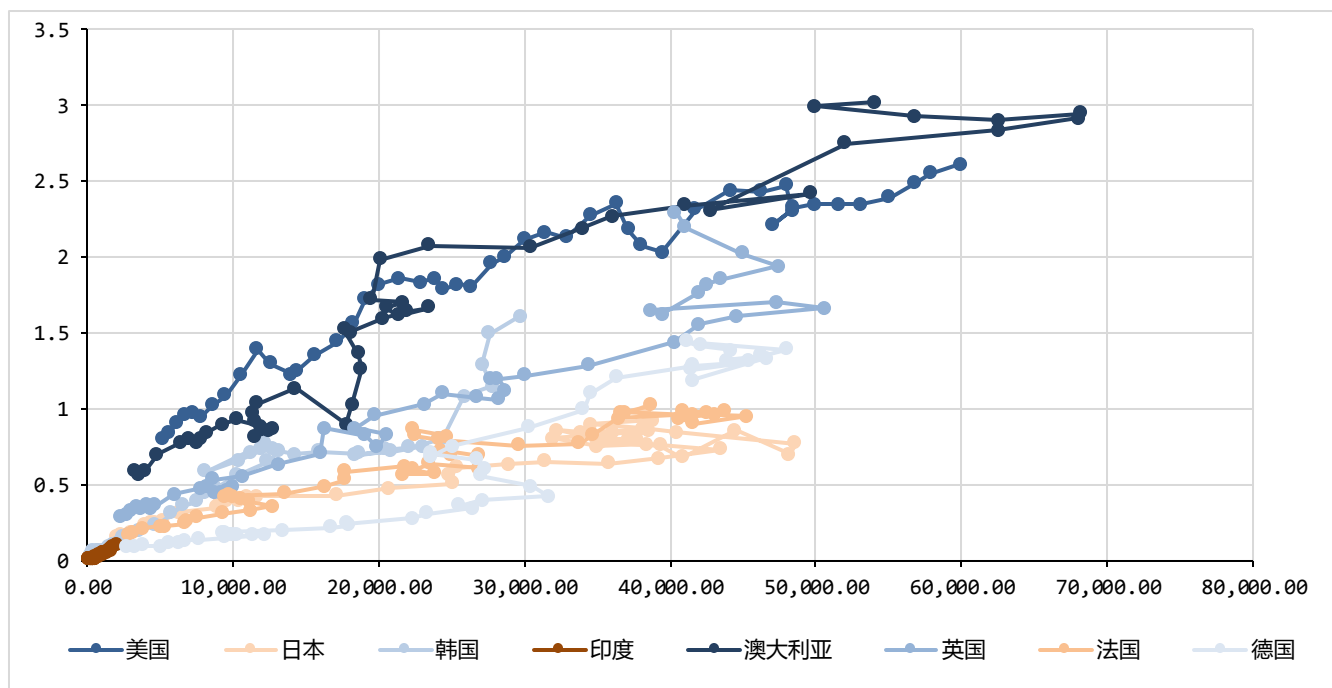
图 10：1978-2019 年，航空旅客量年增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍



资料来源：Wind 资讯（注释：1978-2019 年以旅客周转量、GDP 增速为基准的拟合曲线为： $y = 1.7449x + 0.0006$ ， $R^2 = 0.1701$ ），财信证券

中国理论人均乘机次数更接近美国、澳大利亚情形：国外而言，随着人均 GDP 增加，人均乘机次数均相应增加，并未显示明显拐点迹象，消费升级及航空需求提升将是长期过程。横向对比而言，人均 GDP 一定时，对于地域面积辽阔的国度（如美国、澳大利亚），人均乘机次数将高于地域面积狭窄的国家（如日韩英法德等）。由于中国幅员辽阔，理论人均乘机次数预计偏高（更接近美国、澳大利亚情形）。

图 11：部分国外国家，人均 GDP 与人均乘机次数走势较为一致，暂时未出现明显拐点

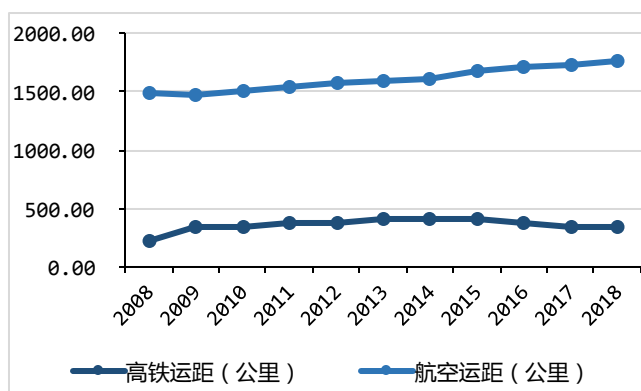


资料来源：Wind 资讯（1970-2018 年统计数据），财信证券

预计国内高铁对航空需求边际替代效应将减弱：国内快速发展的高铁运营线路对航空需求产生一定替代作用。2019 年底，中国高铁营业里程达到 3.5 万公里，根据《中长期铁路网规划》，2020 年、2025 年、2030 年，中国高铁里程规模则分别达 3 万公里（已经超额完成目标）、3.8 万公里、4.5 万公里。根据《规划》，未来 11 年，国内高铁里程还有 28.57% 的增量空间。

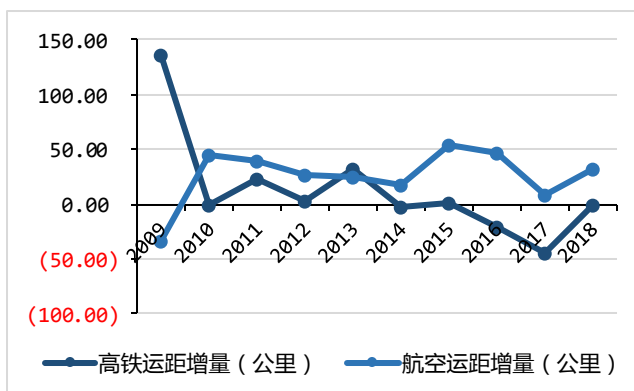
以高铁运行时速 200-250km/h 及 3.5-4 个小时的舒适经济抵达时间计算，高铁主要对 800 公里以下的航线产生替代作用。由于高铁运输替代作用，2008-2018 年，航空平均运距从 1497 公里增长至 1756 公里。而高铁平均运距则从 2008 年 213 公里增加至 2015 年 402 公里，2016/2017/2018 年分别下跌至 380 公里、335 公里、334.5 公里。近三年来高铁平均运距连续放缓，一定程度上说明高铁对短程航线的替代已经较为充分，后续高铁对航空需求的边际替代效应将减弱。

图 12：2008-2018 年，中国高铁运距、航空运距的走势



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 13：2016-2018 年，高铁平均运距连续 3 年负增长



资料来源：Wind 资讯，财信证券

2.2 驱动力二：国内低成本航空占比仅 10.1%，尚存在 2-3 倍的提升空间

低成本航空模式介绍：低成本航空公司是以控制成本为主要战略，提供较低价格机票，并且适当发展辅助收入的航空公司。相较全服务航空公司而言，低成本航空特点主要体现在：1) 目标定位聚焦于价格敏感性的休闲探亲旅客，运营追求利润最大化；2) 飞机配备通常为单一机型、单一舱位（仅经济舱）、座椅密度高、飞机日利用率高（约 11 小时/天）；3) 通常采用中短途、点对点航线为主的航线网络，航程以中短程航程为主，通常在二、三类机场进行起降；4) 机票销售以网络直销为主，机票价格低廉（如春秋航空票价比同行低 30%），仅免费提供基本及简单的服务（额外服务需要另行收费）。

表 2：低成本航空公司与全服务航空公司的比较

项目	全服务航空公司特点	低成本航空公司特点
机队规划	多种机型并存	单一机型（通常为以 A320 或 B737 系列客机）
客舱布局	多级舱位（包括经济舱、商务舱）	单一舱位（仅经济舱）
座椅密度	低	高
飞机日利用率	约 9 小时/天	约 11 小时/天
航线网络	以枢纽轮辐式航线为主	以中短途、点对点航线为主
航程选择	以中长航程为主	以中短程航程为主
起降机场	多为一类机场	多为二、三类机场
销售模式	以代理和营业部销售为主	以网络直销为主
机票价格	价格明显高于其他交通方式	价格低廉，如春秋航空票价比同行低 30%
辅助服务	提供全面多样化服务，服务通常包括在票价内	简单，额外服务需另外收费
目标人群	以追求舒适便捷的高端商务旅客为主	以价格敏感性的休闲探亲旅客为主
战略定位	占据高的市场份额	追求利润最大化

资料来源：《低成本航空运营模式及效率评价研究》硕士论文（王嵘）及航空航天港（www.9ifly.cn），财信证券

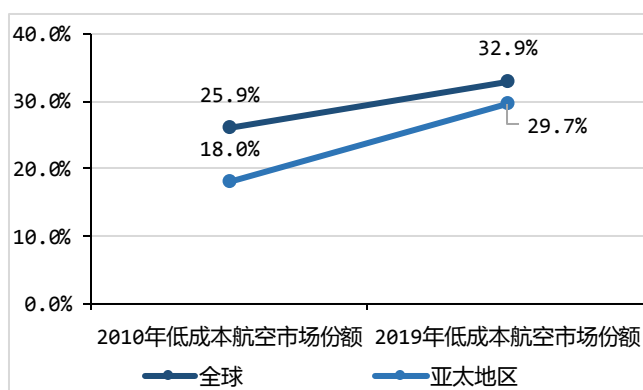
低成本航空在欧美市场大获成功：1971 年设立的美国西南航空公司是全球第一家低成本航空公司，引发了航空运输业的低成本革命，欧洲和亚太地区也相继出现了以瑞安航空、亚洲航空为代表的区域性低成本航空公司，低成本航空模式在欧美、亚太地区均大获成功。欧美地区的低成本航空可分为三种类型：1) 独立成立的低成本航空公司。通过管控成本及精简服务、提高效率，给旅客提供低廉票价和良好服务；如西南航空、瑞安航空、春秋航空。2) 传统全服务航空公司成立低成本航空子公司或下属公司，从而转型为低成本航空公司。如九元航空、西部航空、中国联合航空、云南祥鹏航空。3) 依靠补贴和多样化经营的模式。该类模式虽然可提供较低票价，但竞争力及可持续性较弱。

表 3：美国低成本航空公司的发展历程

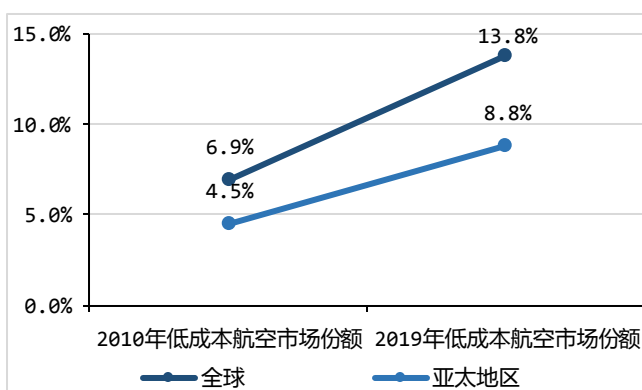
时期	发展阶段	阶段特点或标志
1971-1978	出现创新期	西南航空公司成立
1978-1985	发展成长期	放松航空管制，第一批低成本航空公司成立
1985-1992	巩固期	部分低成本航空公司联合、倒闭
1992-1996	再次成长期	签订天空开放双边协定、出现周期性繁荣，第二批公司成立
1996-2000	再次巩固期	又开始出现联合、倒闭
2000 迄今	成熟期	形成稳定的市场格局，寡头出现

资料来源：《低成本航空运营模式及效率评价研究》硕士论文（王嵘）及《中国——低成本航空公司发展的沃土》论文（姚津津），财信证券

中国低成本航空发展潜力巨大：根据亚太航空中心，2010-2019 年，全球低成本航空的国内航线市场份额从 25.9% 提高至 32.9%，国际航线市场份额从 6.9% 提升至 13.8%；同期，亚太地区的国内航线市场份额从 18.0% 攀升至 29.7%，国际航线市场份额从 4.5% 提升至 8.8%。2019 年，我国低成本航空占国内航线市场份额为 10.1%，但随着国内大众化航空出行需求的日益旺盛，低成本航空的潜力巨大。

图 14：2010-2019 年，低成本航空国内航线市场份额


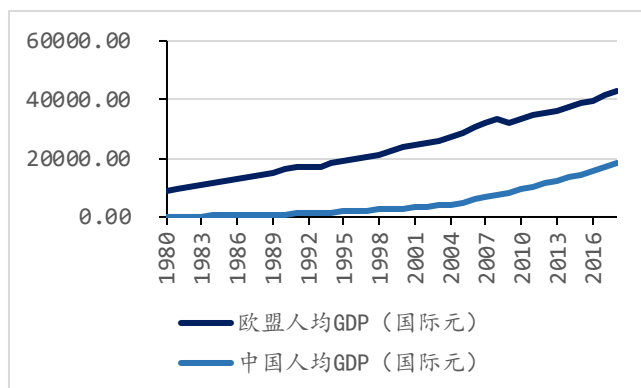
资料来源：2019 年年度报告及亚太航空中心，财信证券

图 15：2010-2019 年，低成本航空国际航线市场份额


资料来源：2019 年年度报告及亚太航空中心，财信证券

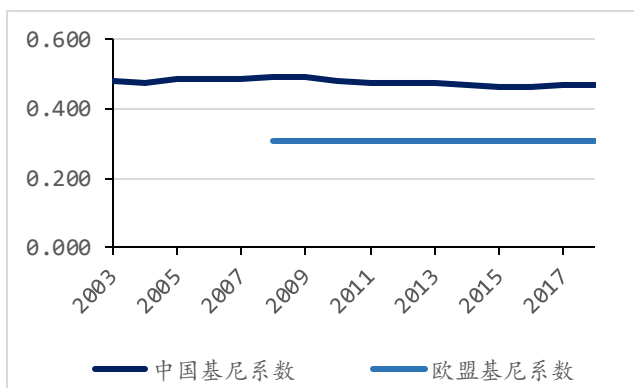
中国人均收入低、基尼系数高，或对低成本航空的偏好更强：根据证券时报对春秋航空董事长王煜的采访，目前全球的低成本航空领域，美国份额有 40% 多，欧洲也有 40% 左右。由于低成本航空主要吸引价格敏感性的旅客，简单分析可认为：1) 人均收入越低，价格敏感性越高，低成本航空总体占比越大；2) 基尼系数越大（收入越集中在少数人手中，大部分人的收入较低），大部分群体的人均收入较低，价格敏感性群体规模越大，低成本航空占比越大。由于中国的人均 GDP 低于欧盟，中国的基尼系数也大于欧盟，因此若仅考虑收入及收入分配，中国的低成本航空占比或将超过欧盟地区，中国低成本航空占比尚存在 2-3 倍的提升空间。中国大部分居民收入比较低，例如经济学家李迅雷预测国内还有 10 亿人没坐过飞机，低成本航空对该部分群体的吸引力较大。

图 16：1980-2018 年，中国及欧盟的人均 GDP 走势



资料来源：国际货币基金组织及世界银行（以购买力平价计算），财信证券

图 17：中国及欧盟的基尼系数对比



资料来源：中国国家统计局及欧盟统计局，财信证券

2.3 驱动力三：国内后期或形成低成本航空寡头格局，龙头发展潜力巨大

春秋航空在国内低成本航空领域的先发优势及规模优势明显：2004 年 5 月，春秋航空作为中国首个低成本航空公司在上海成立。2004-2006 年，成都航空、西部航空、祥鹏航空等低成本航空相继成立，2008 年幸福航空成立，2014 年吉祥航空发起设立低成本航空子公司（九元航空），中国联合航空（1986 年成立）在 2014 年 7 月转型为低成本航空。2019 年末，春秋航空拥有 93 架 A320 飞机的机队规模、210 条国内外在飞航线和 93 个国内外通航城市。从成立时间、机队规模、航线条数、通航城市而言，相较国内其他低成本航空而言，春秋航空都具有明显的先发优势及规模优势。

表 4：中国主要低成本航空公司

项目	春秋航空	中联航	西部航空	祥鹏航空	成都航空	九元航空	幸福航空
成立时间	2004	2014 转型	2005	2006	2004	2014	2008
运营机型	A320	737NG	A319、A320	B737、A320	A320、ARJ21	B737	新舟 60、B737
机队规模	93	49	35	50	55	20	26
航线条数	210 余条	88	87	106	80 余条	≥130 条	30 余条
通航城市	93	81	52	81	30	50 多个	10
主运营基地	上海、石家庄、沈阳	北京	重庆、郑州	昆明、大理	成都	广州	西安

资料来源：《低成本航空运营模式及效率评价研究》硕士论文（王嵘）及各家低成本航空公司官网介绍，财信证券

国内后期或将形成低成本航空寡头垄断格局，春秋航空市占率有望继续提升：国内旅客运输量占比而言，2006-2017 年，春秋航空、祥鹏航空、西部航空、联合航空、成都航空、幸福航空等六家低成本航空占国内旅客运输量的比例从 0.52% 快速提升至 10.23%（占比年均提升 0.88pct）。2017 年，春秋航空、祥鹏航空、西部航空、联合航空、成都航空、幸福航空占比分别为 3.46%、2.12%、1.69%、1.55%、1.24%、0.18%。根据吉祥航

空 2019 年年报，九元航空 2019 年旅客运输总量达 477.63 万人次（同比+24.77%），据此测算，2018 年、2019 年九元航空占同期中国国内旅客运输量比例分别为 0.70%、0.72%。由于现阶段国内的低成本航空仍处于快速发展时期，龙头（春秋航空）在低成本航空中的市占率提升尚不明显。但随着春秋航空的规模、品牌持续积累，叠加低成本优势持续凸显，参照欧美低成本航空的竞争格局（如 2000 迄今的美国低成本航空寡头垄断格局），我们预计在中国低成本航空在发展后期，春秋航空在低成本航空中的市占率亦将提升，形成低成本航空寡头垄断格局。

表 5：2006-2017 年，中国主要低成本航空公司的旅客运输量占比

年份	春秋航空	成都航空	祥鹏航空	联合航空	西部航空	幸福航空	六家合计
2017	3.46%	1.24%	2.12%	1.55%	1.69%	0.18%	10.23%
2016	2.87%	1.08%	1.71%	1.36%	1.45%	0.06%	8.53%
2015	2.62%	0.87%	1.38%	1.24%	1.16%	0.05%	7.32%
2014	2.31%	0.65%	1.14%	1.11%	0.87%	0.05%	6.14%
2013	2.13%	0.52%	0.94%	1.00%	0.67%	0.05%	5.32%
2012	1.84%	0.48%	0.75%	0.71%	0.54%	0.06%	4.37%
2011	1.44%	0.40%	0.63%	0.53%	0.40%	0.05%	3.46%
2010	1.18%	0.28%	0.55%	0.44%	0.34%	0.03%	2.82%
2009	0.87%	0.17%	0.47%	0.31%	0.25%	0.01%	2.07%
2008	0.59%	0.15%	0.35%	0.25%	0.16%	0.00%	1.50%
2007	0.47%	0.14%	0.25%	0.15%	0.05%	0.00%	1.06%
2006	0.23%	0.13%	0.11%	0.06%	0.00%	0.00%	0.52%

资料来源：中国交通年鉴及中国民用航空局（注释：2018 年、2019 年九元航空旅客运输总量分别为 382.81 万人次、477.63 万人次，占同期中国国内旅客运输量比例分别为 0.70%、0.72%），财信证券

2.4 汇率及油价：油价下跌将较大程度改善公司业绩，汇率对业绩影响较小

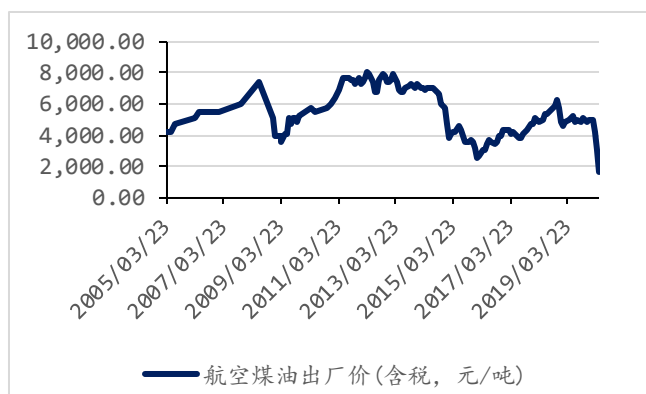
油价通过燃油成本影响航司业绩，汇率通过美元负债及油价采购等影响业绩。近年来，油价波动幅度超过汇率，加之航司主动降低了美元负债比重，因此油价对业绩影响程度要超过汇率。

油价下跌将较大程度改善公司业绩：2020 年一季度，由于新冠疫情造成全球经济停摆、原油消费大幅下滑。加之 OPEC+ 就进一步减产谈判破裂后，沙特大幅调低其主要原油定价，并大幅提高原油产量，导致近期原油期货价格及现货价格均暴跌至低位（甚至期货市场一度出现负油价），航空煤油出厂价亦随之大幅下调。2020 年 5 月初，航空煤油出厂价为 1680 元/吨（同比-66.85%）。2019 年，春秋航空航油成本为 41.7 亿元（占营业成本比重为 31.8%），航油消耗量为 88.23 万吨。根据《春秋航空 2019 年年度报告》中的测算，如果公司年度平均采购航油价格上涨或下降 10%，其它因素保持不变，则公司将减少或增加利润总额约 4.2 亿元。虽然原油价格长期维持在低位的动力不足，但随着全球经济增长中枢下降及原油消费下滑，原油过剩的格局不可避免。即使后期减产推进顺利、原油价格出现反弹，预计原油价格中枢将从此前 70 美元/桶降低至 50 美元/桶左右，春秋航空受益于低油价环境。

汇率变动对春秋航空业绩影响较小：2019 年底，公司外币资产及负债主要为美元和

日元，其中美元资产为 12.6 亿元等值人民币，美元负债为 12.9 亿元等值人民币；日元资产为 2.6 亿元等值人民币，日元负债为 2.0 亿元等值人民币。根据《2019 年年度报告》中的测算，2019 年底，如果人民币对美元升值或贬值 10%，其它因素保持不变，则公司将减少或增加净利润约 200 万元。对于公司各类日元金融资产和日元金融负债，如果人民币对日元升值或贬值 10%，其它因素保持不变，则公司将减少或增加净利润约 448 万元。

图 18: 2015 年 3 月-迄今, 航空煤油出厂价(含税, 元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 19: 2012 年-迄今, 美元兑人民币中间价

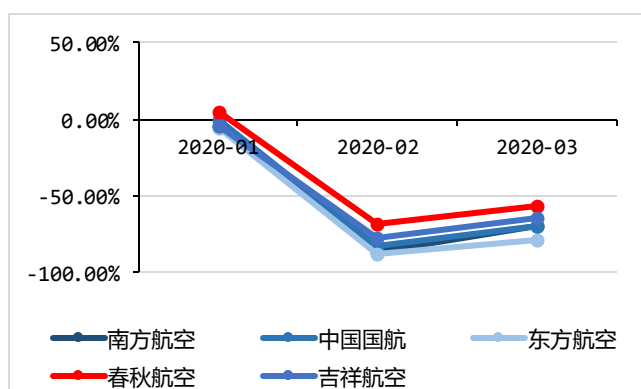


资料来源: Wind 资讯, 财信证券

2.5 新冠疫情: 春秋航空受疫情影响相对可控, 疫情后期或取得超额收益

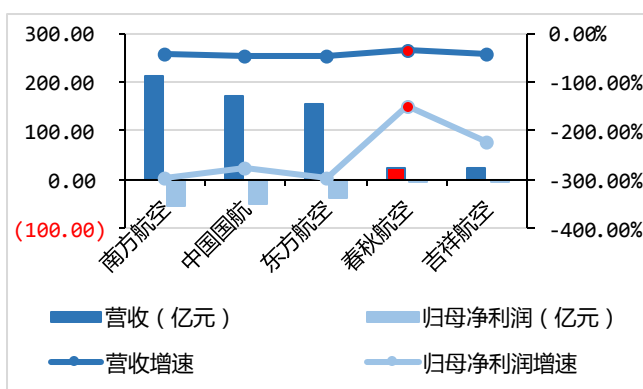
春秋航空在疫情期间的业绩下滑幅度最小: 新冠疫情背景下, 中国民航业遭受重大冲击, 2020 年 1-3 月, 中国民航客运量分别下滑-5.24%/-84.51%/-71.68%, 同期春秋航空客运量分别变动 4.69%/-67.74%/-56.91%, 春秋航空的客运量增速表现好于行业平均, 在上市的五家航空公司中表现最优。2020 年 Q1, 春秋航空实现营收 23.84 亿元 (同比-34.50%), 实现归母净利润-2.27 亿元 (同比-147.91%), 疫情期间业绩下滑幅度亦远低于其他四家上市航空公司 (2020 年 Q1, 南方航空、中国国航、东方航空、吉祥航空的归母净利润分别下滑-298.64%、-276.48%、-296.06%、-222.73%)。春秋航空作为国内低成本航空龙头, 体现出更强的应对行业危机能力。

图 20: 2020 年 1-3 月, 国内主要航空公司的客运量增速



资料来源: Wind 资讯 (当月值), 财信证券

图 21: 2020 年 Q1, 国内主要航空公司的业绩表现



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

当前航空指数或严重低估，新冠疫情过后，航空指数或将取得超额收益：2000 年迄今，以周收盘价统计（基准值为 2000 年 1 月 9 日），航空指数仅 7.89% 的时间段周收盘价低于万得全 A 指数周收盘价。因此我们认为当前航空指数跑输万得全 A 指数并非常态，相较大盘而言，航空指数或存在严重低估。另一方面，虽然航空股在 2003 年非典疫情期间、2008 年经济危机期间大幅跑输大盘。但在 2003 年非典疫情过后、2008 年经济危机过后，航空指数均出现相对大盘取得超额收益的时期。在 2020 年新冠疫情过后，航空指数或将取得超额收益。

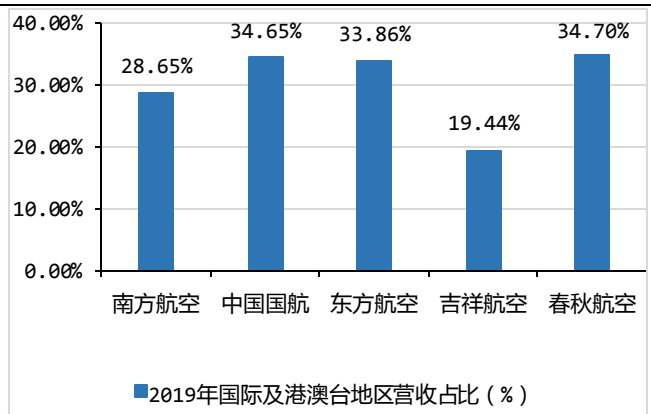
图 22：2000 年迄今，航空指数及万得全 A 指数的走势



资料来源：Wind 资讯（周收盘价，数据统计截止至 2020 年 5 月 8 日），财信证券

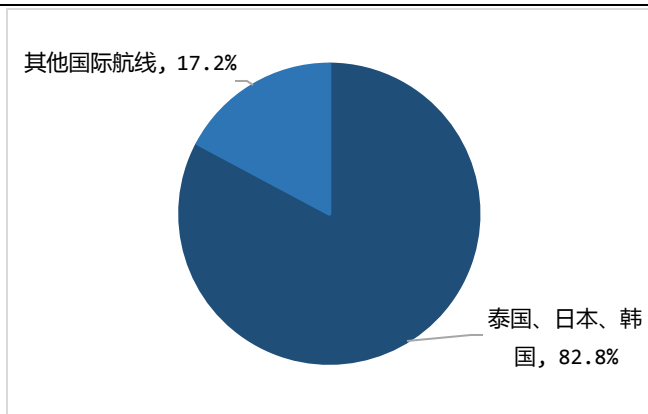
疫情后期，春秋航空业务量有望领先同业反弹：2019 年，春秋航空的国际及港澳台地区的营收占比为 34.7%，与国航及东航接近，高于南方及吉祥航空。由于国外新冠疫情持续发酵，中国民航局 3 月 26 日《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》：1) 国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；2) 在抵离中国的航班客座率不高于 75%。由于春秋航空的机票价格低廉（票价约比同行低 30%），春秋航空的国际航线运力向国内运力投放的阻力较小。同时，由于日本、韩国及东南亚地区的新冠疫情控制较好，而欧美地区的新冠疫情较为严重，如果后续民航局改变新冠疫情期间航班的一刀切的调控政策，或者有望增加日本、韩国及东南亚地区的航班架次。2019 年春秋航空的国际航线而言，按可用座公里计算，2019 年三大主力航线泰国、日本和韩国航线运力合计占据春秋航空的国际航线比例达到 82.8%，期待公司在泰国、日本、韩国的国际航线复苏。最后，新冠疫情对国内经济及居民可支配收入造成较大负面影响，居民乘机时的价格敏感性增加，春秋航空票价较低，业务量在疫情后期有望领先同业反弹。

图 23：2019 年，三大航、春秋、吉祥的国际及港澳台地区的收入占比



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 24：2019 年，春秋航空国际航线中，泰国、日本、韩国的可用座公里合计占比达 82.8%



资料来源：公司公告，财信证券

预测 2020 年春秋航空的总体客运量下降 10.84%：现阶段，国内新冠疫情基本控制，假设国内航空旅客增速在 2020 年 6 月起开始复苏，国外及地区的航空旅客增速在 2020 年 8 月起开始复苏，复苏期为 3 个月，复苏后的航空旅客增速均与 2019 年春秋航空的总体旅客增速一致（为 14.70%）。据此，我们预测 2020 年春秋航空的总体客运量同比下降 10.84%，其中国内容运量下滑 7.08%、国际客运量下滑 19.27%、地区客运量下滑 29.56%。

表 6：2020 年春秋航空各个月份的客运量及增速预测

	客运量合 计	国内客运 量	国际客运 量	地区客运 量	客运量同 比	国内客运 量同比	国际客运 量同比	地区客运 量同比
2020-01	1816.06	1209.15	538.27	68.64	4.69%	-3.42%	31.36%	-5.83%
2020-02	556.68	459.66	90.90	6.12	-67.74%	-63.28%	-77.27%	-91.70%
2020-03	761.05	675.26	81.76	4.03	-56.91%	-46.43%	-81.14%	-94.42%
2020-04	1080.64	921.17	141.90	17.58	-40.31%	-30.95%	-64.91%	-75.54%
2020-05	1425.48	1176.51	218.70	30.27	-24.50%	-15.48%	-48.68%	-56.65%
2020-06	1681.22	1351.60	286.59	43.03	-8.88%	0.00%	-32.46%	-37.77%
2020-07	1979.82	1543.04	374.11	62.68	-1.61%	3.68%	-16.23%	-18.88%
2020-08	2164.09	1605.69	487.88	70.52	5.35%	7.35%	0.00%	0.00%
2020-09	2071.62	1527.60	474.62	69.39	9.00%	11.03%	3.68%	3.68%
2020-10	2218.40	1639.52	504.15	74.73	12.69%	14.70%	7.35%	7.35%
2020-11	2074.03	1467.91	531.03	75.09	13.60%	14.70%	11.03%	11.03%
2020-12	2135.06	1466.23	594.87	73.96	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%
2020 年合计	19964.15	15043.34	4324.78	596.03	-10.84%	-7.08%	-19.27%	-29.56%

资料来源：公司公告（1）黑色加粗部分为预测值；2）复苏期为 3 个月；3）假设国内客运量从 3 月至 6 月，6 月至 10 月均呈线性变化；4）假设国际、地区客运量从 3 月至 8 月，从 8 月至 12 月均呈线性变化），财信证券

2.6 新租赁准则：2021 年经营租赁入表，财务杠杆率及利息费用将上行

2021 年新租赁准则或将一定程度拖累业绩：新租赁准则下，承租人不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。由于经营租赁纳入报表，将导致财务杠杆率增加，总资产周转率下降，折旧费用增加，租赁负债利息增加。对于三大航而言，

由于在境内外同时上市，自 2019 年 1 月 1 日起执行新租赁准则。其他执行企业会计准则的企业（包括 A 股上市公司、如春秋航空），自 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，预计财务费用增长或将拖累 2021 年春秋航空净利润降低 1.5%-5.5%。

3 竞争优势：低成本优势+基地网络优势，龙头逐步壮大

3.1 竞争优势一：“两单”、“两高”和“两低”奠定低成本优势

春秋航空票价低于同行 30%以上：春秋航空的经营模式可概括为“两单”、“两高”和“两低”。通过“两单”、“两高”和“两低”，春秋航空形成独特的低成本优势，开航以来总平均票价低于同航线市场价 30% 以上。

- ✓ **两单。**1) **单一机型：**春秋航空全部采用空客 A320 系列机型飞机，统一配备 CFM 发动机；2) **单一舱位：**春秋航空飞机只设置单一经济舱位，不设头等舱与公务舱。
- ✓ **两高。**1) **高客座率：**在机队扩张、运力增加下，始终保持较高客座率水平；2) **高飞机日利用率：**更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。同时，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。
- ✓ **两低。**1) **低销售费用：**以电子商务直销为主要销售渠道，降低销售费用率；2) **低管理费用：**最大程度地利用第三方服务商的资源与服务，尽可能降低日常管理费用。

表 7：两单、两高、两低奠定春秋航空的低成本优势

优势	来源	描述	具体操作
两单	单一机型	全部采用空客 A320 系列机型飞机，统一配备 CFM 发动机。	1) 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；2) 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；3) 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；4) 降低维修工程管理难度；5) 降低飞行员、机务人员与客舱乘务人员培训的复杂度。
	单一舱位	飞机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。
	高客座率	高客座率可摊薄固定成本。	票价优惠吸引旅客。
两高	高飞机日利用率	公司固定成本占比约 1/3，提高飞机日利用率，能更大程度地摊薄单位固定成本，从而降低运营成本。	1) 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；2) 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。
	低销售费用	2019 年，公司单位销售费用为 0.0060 元，远低于同行。	1) 公司以电子商务直销为主要销售渠道；2) 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；3) 推广移动互联网销售，拓展电子商务直销渠道，有效降低了销售代理费用。
两低	低管理费用	2019 年，公司单位管理费用为 0.0042 元，远低于同行。	1) 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；2) 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。

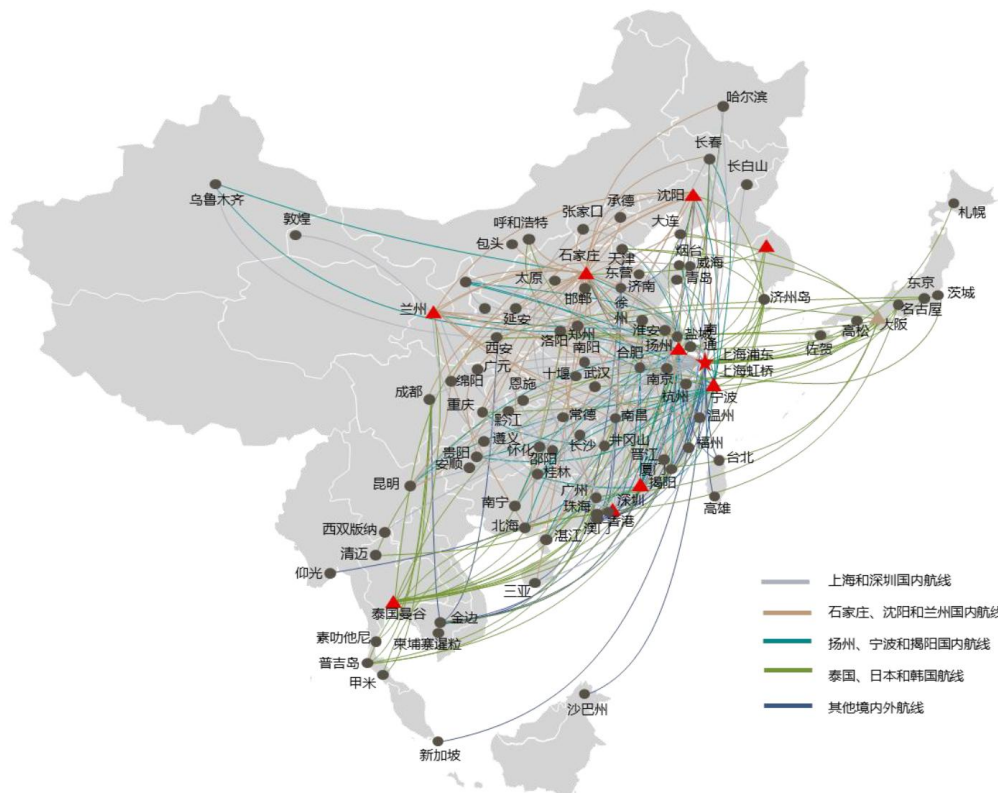
资料来源：2019 年年度报告，财信证券

3.2 竞争优势二：依托上海枢纽机场，基地网络优势凸显

依托上海枢纽机场，基地网络优势凸显：春秋航空以上海虹桥机场和浦东机场作为枢纽基地。以上海为中心，春秋航空运营的 A320 机型飞机飞行范围可通航 26 个国家和地区的 266 个城市，覆盖约 37 亿人口，未来发展潜力巨大。2019 年，以上海两场为出发或目的地的航线起降架次占公司总起降架次约 46.7%，运送旅客人次占上海两场旅客吞吐量合计比例约为 8.5%。一线机场的时刻资源紧缺、时刻价值量高，春秋航空在上海浦东机场及上海虹桥机场积累了较丰富的时刻资源。

春秋航空同样注重开发上海以外的市场，在国内航线网络方面，已形成：1) 以服务长三角区域经济一体化建设的上海基地为核心，江苏扬州和浙江宁波为支撑的华东枢纽；2) 以服务粤港澳大湾区建设的以深圳为核心、揭阳为支撑的华南机场枢纽；3) 以服务京津冀一体化建设的以石家庄机场为核心的华北机场枢纽；4) 和以服务“振兴东北”战略建设的以沈阳机场为核心的东北枢纽；5) 2019 年新投入运力的兰州和西安机场作为开拓西北区域的基石。在国际航线方面，以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站，聚焦东南亚重点市场，并向东北亚区域市场辐射发展。

图 25：2019 年末，春秋航空的航线网络覆盖示意图



资料来源：2019 年年度报告，财信证券

3.3 竞争优势三：预计 2020-2022 年公司运力仍将较快增长，龙头逐步壮大

预计 2020-2022 年公司运力仍将较快增长，国内低成本航空龙头逐步壮大：2019 年，春秋航空自行保有飞机 43 架、融资租赁 1 架、经营租赁 49 架，合计拥有 93 架 A320 飞机的机队规模。2019 年公司经营租赁到期 6 架，根据《2018 年年度报告》，2019 年经营租赁到期的 6 架飞机中已有 5 架签署续约协议，1 架签署续约意向性协议。根据《2019 年年度报告》，2020-2022 年，公司拟分别引入 12 架、15 架、12 架，均不低于 2019 年引入计划（12 架）。考虑到 2020-2022 年飞机引入计划较多，以及航空市场行情较好时，公司大概率继续续约经营租赁合同，推测 2020-2022 年公司投放运力仍将较快增长。

表 8：2020-2022 年，春秋航空的飞机引进计划

引进方式	引进	经营租赁到期
2020 年	12 架 A320 系列	2 架 A320 系列
2021 年	15 架 A320 系列	7 架 A320 系列
2022 年	12 架 A320 系列	11 架 A320 系列

资料来源：2019 年年度报告（注释：2019 年原计划为引进飞机 12 架，经营租赁到期为 6 架），财信证券

4 盈利预测

为预测 2020-2022 年春秋航空业绩，对公司业务做出以下核心假设：

- ✓ **假设一：**根据国内航空旅客量年增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍。假设“十四五”时期国内经济增速目标下调至 6%、且航空对 GDP 弹性系数不变，预测十四五期间国内航空旅客量年增速达 10%。
- ✓ **假设二：**由于 2006-2017 年，春秋航空、祥鹏航空、西部航空、联合航空、成都航空、幸福航空等六家低成本航空的占比从 0.52% 快速提升至 10.23%（占比年均提升 0.88pct）。假设 2020-2022 年低成本航空占比年均提升幅度为 0.88pct。
- ✓ **假设三：**预测 2020 年春秋航空的总体客运量同比下降 10.84%。
- ✓ **假设四：**自 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，预计财务费用增长或将拖累 2021 年春秋航空净利润降低 1.5%-5.5%。
- ✓ **假设五：**预计原油价格中枢将从此前 70 美元/桶降低至 50 美元/桶左右。汇率中枢不变。

其他盈利预测的关键假设如下表：

表 9：春秋航空的盈利预测假设

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
中国民航旅客量增速（%）	13.00%	10.90%	7.90%	-13%	27%	10%
中国低成本航空占比提升（pct）	1.70%	—	—	0.88%	0.88%	0.88%
春秋航空在低成本航空中市占率提升（pct）	—	—	—	1.50%	0.00%	0.50%
春秋旅客量运输量增速（%）	20.67%	13.71%	14.70%	-10.84%	28.02%	11.52%
春秋旅客周转量增速（%）	22.17%	14.66%	14.44%	-10.11%	28.75%	12.25%
春秋（周转量-运输量）增速	1.50%	0.95%	-0.26%	0.73%	0.73%	0.73%
春秋客运人公里收益增速（%）	8.58%	7.06%	-1.41%	-3.50%	8.54%	4.74%
营收增速-【（1+周转量增速）*（1+运价增速）-1】	-2.50%	-3.21%	0.05%	-1.89%	-1.89%	-1.89%
春秋营收增速（%）	30.15%	19.54%	12.88%	-15.14%	37.86%	15.69%
春秋营业收入（亿元）	109.71	131.14	148.04	125.62	173.18	200.35

资料来源：财信证券

5 投资建议

预计 2020-2022 年净利润为 3.18/20.28/24.92 亿元，EPS 为 0.35/2.21/2.72 元，BVPS 为 16.96/19.03/21.26 元。国内低成本航空的长期发展前景向好，公司竞争优势凸显，给予 2.2-2.4X PB 估值，对应 2020 年底股价估值区间在 37.3-40.7 元，维持“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

新冠疫情失控；油价暴涨；汇率风险；票价大幅下行。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13114.04	14803.52	12562.26	17318.34	20035.59	成长性					
减:营业成本	11,844.40	13,114.56	11,745.72	14,234.08	16,367.23	营业收入增长率	19.5%	12.9%	-15.1%	37.9%	15.7%
营业税费	15.46	17.43	15.34	20.65	23.98	营业利润增长率	20.1%	20.5%	-84.7%	639.4%	23.6%
销售费用	259.79	261.07	219.03	298.50	341.32	净利润增长率	19.1%	22.5%	-82.4%	526.8%	22.9%
管理费用	201.72	181.60	151.59	205.52	233.76	EBITDA 增长率	8.9%	30.5%	-39.0%	163.1%	15.5%
财务费用	83.71	110.41	97.18	-70.26	-164.18	EBIT 增长率	7.5%	54.2%	-63.3%	464.6%	20.5%
资产减值损失	-	-3.77	-1.26	-1.67	-2.23	NOPLAT 增长率	10.0%	23.2%	-81.7%	464.6%	20.5%
公允价值变动收益	25.54	-16.26	23.90	-9.16	-1.86	投资资本增长率	31.3%	-3.9%	11.7%	-18.9%	6.1%
投资和汇兑收益	-21.39	12.34	-4.53	-4.53	1.09	净资产增长率	57.4%	12.9%	3.4%	12.2%	11.7%
营业利润	1,918.37	2,310.74	354.03	2,617.83	3,234.93	利润率					
加:营业外净收支	83.93	93.47	77.25	84.88	85.20	毛利率	9.7%	11.4%	6.5%	17.8%	18.3%
利润总额	2,002.30	2,404.21	431.28	2,702.71	3,320.14	营业利润率	14.6%	15.6%	2.8%	15.1%	16.1%
减:所得税	499.46	566.02	107.82	675.68	830.03	净利润率	11.5%	12.4%	2.6%	11.7%	12.4%
净利润	1502.84	1841.01	323.63	2028.41	2492.36	EBITDA/营业收入	12.3%	14.2%	10.2%	19.5%	19.5%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.1%	8.3%	3.6%	14.7%	15.3%
货币资金	4,892.90	7,718.86	1,004.98	4,924.82	6,016.36	运营效率					
交易性金融资产	16.75	-	8.86	8.54	5.80	固定资产周转天数	290	268	319	214	170
应收账款	122.85	597.29	1,473.09	590.98	1,630.57	流动营业资本周转天数	20	1	-1	1	-4
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	216	229	201	130	159
预付账款	424.59	1,126.67	478.51	782.77	790.52	应收账款周转天数	26	9	30	21	20
存货	123.93	168.53	55.74	227.52	106.89	存货周转天数	3	4	3	3	3
其他流动资产	3,560.44	108.30	1,265.02	1,644.59	1,005.97	总资产周转天数	648	680	745	504	469
可供出售金融资产	986.76	-	346.54	444.43	263.66	投资资本周转天数	370	365	447	310	247
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	31.52	24.08	24.08	24.08	24.08	ROE	11.3%	12.2%	2.1%	11.6%	12.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	6.3%	1.4%	7.8%	9.5%
固定资产	10,454.33	11,546.15	10,716.62	9,887.08	9,057.55	ROIC	12.9%	12.1%	2.3%	11.6%	17.3%
在建工程	4,481.36	5,540.17	5,540.17	5,540.17	5,540.17	费用率					
无形资产	67.09	65.87	61.11	56.34	51.57	销售费用率	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	1,412.88	2,470.82	1,659.79	1,733.93	1,838.58	管理费用率	1.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
资产总额	26,575.39	29,366.74	22,634.52	25,865.24	26,331.72	财务费用率	0.6%	0.7%	0.8%	-0.4%	-0.8%
短期债务	2,695.16	3,456.82	689.78	-	-	三费/营业收入	4.2%	3.7%	3.7%	2.5%	2.1%
应付账款	599.89	962.03	477.17	1,189.09	767.82	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	49.9%	48.8%	31.3%	32.5%	26.0%
其他流动负债	3,641.24	4,230.77	3,235.36	4,746.76	3,880.07	负债权益比	99.4%	95.2%	45.5%	48.2%	35.1%
长期借款	2,984.33	4,257.99	-	-	-	流动比率	1.32	1.12	0.97	1.38	2.06
其他非流动负债	3,330.10	1,417.80	2,675.81	2,474.57	2,189.39	速动比率	1.30	1.10	0.96	1.34	2.03
负债总额	13,250.72	14,325.40	7,078.12	8,410.43	6,837.28	利息保障倍数	9.52	11.13	4.64	-36.26	-18.70
少数股东权益	-	2.79	2.63	1.27	-0.94	分红指标					
股本	916.90	916.74	916.73	916.73	916.73	DPS(元)	0.20	0.20	0.04	0.25	0.29
留存收益	12,350.28	14,003.58	14,637.05	16,536.82	18,578.65	分红比率	12.2%	10.0%	11.3%	11.2%	10.8%
股东权益	13,324.68	15,041.34	15,556.40	17,454.82	19,494.44	股息收益率	0.6%	0.6%	0.1%	0.7%	0.8%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,502.84	1,838.19	323.63	2,028.41	2,492.36	EPS(元)	1.64	2.01	0.35	2.21	2.72
加:折旧和摊销	877.07	940.26	834.30	834.30	834.30	BVPS(元)	14.54	16.40	16.97	19.04	21.27
资产减值准备	-	36.10	-	-	-	PE(X)	21.15	17.27	98.24	15.67	12.76
公允价值变动损失	-25.54	16.26	23.90	-9.16	-1.86	PB(X)	2.39	2.11	2.04	1.82	1.63
财务费用	37.07	74.41	97.18	-70.26	-164.18	P/FCF	-17.76	10.58	-4.32	7.53	21.69
投资收益	21.39	-12.34	4.53	4.53	-1.09	P/S	2.42	2.15	2.53	1.84	1.59
少数股东损益	-	-2.82	-0.17	-1.38	-2.26	EV/EBITDA	20.93	14.94	25.43	8.18	6.77
营运资金的变动	-2,482.15	2,920.20	-1,766.32	2,206.97	-1,759.73	CAGR(%)	10.5%	10.6%	-36.5%	10.5%	10.6%
经营活动产生现金流量	2,895.79	3,436.31	-482.95	4,993.41	1,397.54	PEG	2.02	1.62	-2.69	1.49	1.20
投资活动产生现金流量	-5,513.14	-2,280.41	-368.80	-101.76	187.34	ROIC/WACC	1.32	1.23	0.23	1.19	1.76
融资活动产生现金流量	3,148.42	1,554.08	-5,862.13	-971.81	-493.34	REP	1.68	1.73	8.47	1.75	1.06

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438