

# 春秋航空 (601021)

## 解密低成本基因，春秋缘何具备独一档的盈利能力

### 航空公司保证成本领先是能否穿越周期的关键

我国民航运价持续走低的经验表明，在宏观经济持续放缓的情况下，如任由航空公司之间自由竞争，在迈过一轮周期中的盈利高点后，供给大概率是持续过剩的，各航司很难自发的以持续提价的方式获取利润，价格战难以避免，成本端的优势就将成为一家航空公司能否穿越周期的关键所在。

### “两单”、“两高”、“两低”运营模式完成单位收入劣势到单位盈利优势的追赶

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/营业收入衡量，2019年春秋航空的利润率相比三大航具备11.3%的优势。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率，其对于费用水平的精细管控进一步拉大了利润率优势，实现了从单价劣势到利润优势的追赶。

### 行业大周期可遇不可求，中期景气可期，春秋有望率先盈利

疫情冲击下我国航司最困难的日子已经过去，过去几年的盈利积累导致阶段性亏损不至于伤筋动骨，行业大破大立迎来大周期可遇不可求。目前居民出行在一定程度上依然受到抑制，出行需求上行速度较慢；国际市场大规模恢复或需等待全球疫情全面消退，而国际线停摆导致大量宽体客机处于闲置状态，运力回流将导致国内线供给过剩。低油价下航司可以边贡为导向以价换量，加速投放运力，相比于需求，供给恢复速度更快，可能导致运价阶段性低迷。中期来看，考虑到全球疫情发展此消彼长，消退节奏不一，防控境外输入病例的压力犹存，国内需求复苏大概率是渐进的，而在需求缓慢恢复，航空公司过紧日子尚需持续的预期下，供给引进在未来一段时间仍将处于低速状态。如供给持续收紧，一旦未来海外疫情基本解除，出行需求全面释放，行业有望迎来中期景气。

春秋航空利润率优势促使疫情之后运力恢复速度明显快于其他干线航司，且单一机型使国际线低迷之时运力分配更为灵活。东南亚疫情管控向好及公司的国际航线分布也决定了其国际线恢复速度或明显快于大航。随着国内需求向好，国际逐步解禁，公司有望率先实现盈利。

### 危中有机，春秋航空持续前行

美国西南航空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。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。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，在成长的路上持续前行。

### 投资建议

我们自22.0亿下调20年盈利预测90.2%至2.15亿，自24.88亿上调21年盈利预测7.7%至26.81亿，引入22年盈利预测，预计2022年归母净利润29.40亿，同比增长9.7%，20-22年EPS分别为0.23元、2.92元、3.21元，维持“买入”评级及目标价51.6元，目标价对应20-21年EPS的PE估值分别为219.9X、17.7X、16.1X。

**风险提示：**宏观经济下滑，疫情持续，油价上涨，汇率贬值，安全事故

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,114.04	14,803.52	10,023.21	15,566.10	17,246.84
增长率(%)	19.54	12.88	(32.29)	55.30	10.80
EBITDA(百万元)	1,614.36	2,106.36	205.80	3,582.36	4,305.06
净利润(百万元)	1,502.84	1,841.01	215.15	2,680.66	2,940.24
增长率(%)	19.12	22.50	(88.31)	1,145.95	9.68
EPS(元/股)	1.64	2.01	0.23	2.92	3.21
市盈率(P/E)	23.87	19.48	166.73	13.38	12.20
市净率(P/B)	2.69	2.39	2.37	2.04	1.78
市销率(P/S)	2.74	2.42	3.58	2.30	2.08
EV/EBITDA	19.30	18.95	188.35	10.55	9.09

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航空运输
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.76元
目标价格	51.6元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	916.73
流通A股股本(百万股)	916.46
A股总市值(百万元)	34,615.64
流通A股市值(百万元)	34,605.63
每股净资产(元)	15.97
资产负债率(%)	51.27
一年内最高/最低(元)	47.70/28.88

### 作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	分析师
SAC执业证书编号：S1110518110001	
zengfanzhe@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《春秋航空-季报点评:座收稳定成本优化，三季度业绩同比升26.1%》 2019-10-30
- 2 《春秋航空-半年报点评:客座率客收双升，业绩同比增近两成》 2019-08-30
- 3 《春秋航空-季报点评:座收持续回升，业绩增超两成》 2019-05-05



## 内容目录

1. 核心观点	5
2. 民营航司翘楚，十五年打造近百架飞机中型航司	6
3. 压缩成本以盾为矛，直面竞争获取业内头部回报率	8
3.1. 立足上海，拓展航线，业务规模持续扩张	8
3.1.1. 公司运力核心布局于上海	8
3.1.2. 石家庄、沈阳等地运力布局持续增长	10
3.2. 民航高度竞争，低成本是保障盈利能力的关键	10
4. 解析低成本密码，春秋为什么能做到独一档的盈利能力？	12
4.1. 春秋航空利润率长期保持领先	12
4.2. “两单”、“两高”、“两低”	13
4.2.1. “两单”指单一机型与单一舱位	13
4.2.2. “两高”指高客座率与高飞机日利用率	14
4.2.3. “两低”指低销售费用及低管理费用率	15
4.3. 量化解读春秋航空高利润率的密码	15
4.3.1. 单位收入相比三大航低 25.7%，含补贴单位收入低 21.6%	16
4.3.2. 历史单位航油成本相比三大航低 25%左右	16
4.3.3. 单位起降费优势并不显著	17
4.3.4. 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	18
4.3.5. 低成本航空无餐食机供品服务，显著降低成本	19
4.3.6. 春秋航空薪酬水平高于三大航	20
4.3.7. 单位其他成本同样低于三大航	20
4.3.8. “两低”对公司的利润率优势贡献明显	21
4.4. 小结	22
5. 后疫情时代，成本领先策略将持续胜出	24
5.1. 新冠疫情显著冲击民航需求，目前国内市场处于复苏进程中	24
5.2. 后疫情时代的展望，大周期可遇不可求，中期景气可期	25
5.2.1. 如不发生大面积破产重组，大周期可遇不可求	25
5.2.2. 退而求其次，飞机引进的全面放缓有望带来中期景气度全面回升	26
5.3. 春秋航空复苏靠前，干线航司中有望率先实现盈利	26
5.4. 每一次危均是低成本航空之机，春秋航空持续前行	28
6. 盈利预测及投资建议	29
7. 风险提示	30

## 图表目录

图 1：春秋航空股权结构	7
图 2：春秋航空机队规模不断扩大	7
图 3：2019 年春秋航空机队结构（架）	7
图 4：春秋航空 ASK 及同比增速	8

图 5：春秋航空 RPK 及同比增速 .....	8
图 6：春秋航空客运量及同比增速 .....	8
图 7：春秋航空以旅客运输量计的市场份额 .....	8
图 8：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） .....	9
图 9：公司于上海两场的航班量占比 .....	10
图 10：公司于石家庄等机场的航班量占比 .....	10
图 11：宏观经济增速逐步下滑 .....	10
图 12：民航市场 CR3 持续下降 .....	10
图 13：排名靠前机场吞吐量占比降低 .....	11
图 14：居民出行替代品——高铁客运量快速上升 .....	11
图 15：各航季计划时刻增速（个） .....	11
图 16：B737MAX 全面停飞后民航 ASK 逐月变化 .....	11
图 17：春秋航空营业收入及同比增速 .....	12
图 18：春秋航空归母净利润及同比增速 .....	12
图 19：各航司销售净利率 .....	12
图 20：春秋航空扣汇利润总额/营业收入与三大航对比 .....	13
图 21：全经济舱 186 座级 A320 座位布局 .....	14
图 22：两舱位 A320 座位布局 .....	14
图 23：春秋航空历年客座率及行业对比 .....	14
图 24：春秋航空历年飞机日利用率（小时）及行业对比 .....	14
图 25：春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班离港时间分布对比 .....	14
图 26：春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班到港时间分布对比 .....	14
图 27：2019 年各航司销售费用率水平 .....	15
图 28：2019 年各航司管理费用率水平 .....	15
图 29：三大航及春秋单位 ASK 营业收入（元） .....	15
图 30：三大航及春秋单位 ASK 扣汇利润总额 .....	15
图 31：春秋航空与三大航历年单位 ASK 营业收入对比 .....	16
图 32：春秋航空与三大航历年单位 ASK 营业收入及补贴收入对比 .....	16
图 33：春秋航空与三大航历年单位 ASK 航油成本及差异对比 .....	17
图 34：春秋航空与三大航历年单位 ASK 起降费及差异对比 .....	17
图 35：春秋航空与三大航单位 ASK 折旧及经营租赁费对比 .....	18
图 36：春秋航空与三大航单位 ASK 维修成本对比 .....	19
图 37：春秋航空与三大航单位 ASK 餐食机供品费用对比 .....	19
图 38：春秋航空与三大航单位 ASK 员工薪酬对比 .....	20
图 39：春秋航空与三大航单位 ASK 其他成本项目对比 .....	21
图 40：春秋航空与三大航历年销售费用率对比 .....	21
图 41：春秋航空与三大航历年单位 ASK 销售费用对比 .....	21
图 42：春秋航空与三大航历年单位 ASK 管理及研发费用率对比 .....	22
图 43：春秋航空与三大航历年单位 ASK 管理及研发费用对比 .....	22
图 44：春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用率对比 .....	22
图 45：春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用对比 .....	22

图 46: 春秋航空与三大航单位 ASK 营业成本 .....	23
图 47: 单位 ASK 营业收入、含补贴营业收入、营业成本对比 .....	23
图 48: 春秋航空与三大航费用水平 .....	23
图 49: 2019 年春秋航空单位 ASK 相关科目与三大航对比 (元) .....	24
图 50: 国内外每日新增确诊数量 (人) .....	25
图 51: 民航单日客流及同比数据 .....	25
图 52: 各航司历史盈利曲线图 .....	25
图 53: 各航空公司 2019 年底净资产体量 .....	25
图 54: 各航司 2019 年国际线旅客量占比 .....	26
图 55: 各航司 2019 年国际线 ASK 占比 .....	26
图 56: 各航司月度 ASK 同比降幅 .....	27
图 57: 日韩泰疫情高峰已经过去 (人) .....	27
图 58: 春秋航空 2019 冬春季国际线班次分国家分布 (个) .....	27
图 59: 美国三大航及西南航空历史盈利水平 (单位: 百万美元) .....	28
图 60: 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
 表 1: 春秋航空历史沿革 .....	6
表 2: 春秋航空 2019 年冬春季运力投放靠前航线的周计划班次量 .....	9
表 3: 春秋航空盈利预测 .....	30

## 1. 核心观点

我国民航业经历 2008 年金融危机后重组，2010-2011 年运价显著提升后，2012 年起运价一路走低。2018 年时刻收紧，2019 年 B737MAX 停飞并没有使供给增速出现快速下降，也并没有带来运价显著提升，这或许说明当前民航供给仍有创造空间，而供给的持续放量及当前偏弱的经济环境，虽有政策限制、事件推动，供给部分受限，运价仍难有起色。即便没有新冠疫情扰动，一旦 B737MAX 复飞或时刻控制政策松动，依靠民航自然运行导致内生性提价，带来新一轮大周期在短期内仍然是镜花水月。或许我们必须承认的是，在经济增速下行的背景下，如任由航空公司之间自由竞争，在迈过一轮周期中的盈利高点后，供给大概率是过剩的，各航司很难自发的以持续提价的方式获取利润，价格战难以避免，那么成本端的优势就将成为一家航空公司能否穿越周期的关键所在。

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。

2020 年新冠疫情冲击民航业，我们认为在国内疫情整体得到基本控制，减负政策的支持下，我国航司最困难的日子已经过去。过去几年的盈利积累导致阶段性亏损不至于伤筋动骨，行业大破大立迎来大周期可遇不可求。既然大周期难遇，那么民航基本面分析的关键就在于需求恢复是否能有一日超越供给，我们认为可以从短期和中期两个维度进行分析。

**短期民航反转难度大：**需求端，国内市场虽有复苏，但居民出行在一定程度上依然受到抑制，需求上行速度较慢；国际市场方面，纵使民航局已经对“五个一”政策逐步松绑，但需求大规模恢复或需等待全球疫情全面消退。供给端：国际线停摆导致大量宽体客机闲置，国际线运力回流将导致国内线供给依旧过剩，且低油价下航空公司以边贡为导向以价换量，加速投放运力，因此相比于需求，供给短期的恢复速度更快，可能导致运价阶段性低迷。

**中期景气可期：**考虑到全球疫情发展此消彼长，消退节奏不一，防控境外输入病例的压力犹存，国内需求复苏大概率是渐进的，而在需求缓慢恢复，航空公司过紧日子尚需持续的预期下，供给引进在未来一段时间仍将处于低速状态。如供给持续收紧，一旦未来海外疫情全面消退，或疫苗大面积投入使用，出行需求全面释放，行业有望迎来中期景气。

**春秋航空有望率先恢复盈利：**春秋航空利润率优势促使疫情之后运力恢复速度明显快于其他干线航司，且单一机型使国际线低迷之时运力分配更为灵活。东南亚疫情管控向好及公司的国际航线分布也决定了其国际线恢复速度或明显快于大航。随着国内需求向好，国际



逐步解禁，公司有望率先实现盈利。

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。

**盈利预测及投资建议：**站着当前时点，航空股的盈利预测既取决于疫情进展，又与 B737MAX 何时复飞、时刻政策是否改变带来的供需变化高度相关，油价汇率的走势的影响同样较大，假设变量众多。我们在中性偏乐观的假设下认为下半年国内需求显著恢复，国际需求逐步好转，2021 年全年不受疫情影响，基于布油价格中枢 40 美金/桶，美元兑人民币汇率 7.1 的假设下，相比于前次报告，我们自 22.0 亿下调公司 2020 年盈利预测 90.2% 至 2.15 亿，自 24.88 亿上调公司 2021 年盈利预测 7.7% 至 26.81 亿，引入 2022 年盈利预测，预计公司 2022 年归母净利润 29.40 亿，同比增长 9.7%。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.23 元、2.92 元、3.21 元，维持“买入”评级及目标价 51.6 元，目标价对应 2020-2022 年 EPS 的 PE 估值分别为 219.9X、17.7X、16.1X。

**风险提示：**宏观经济下滑超预期，疫情持续时间超预期，油价大幅上涨，汇率贬值，安全事故。

## 2. 民营航司翘楚，十五年打造近百架飞机中型航司

春秋航空的前身春秋航空有限公司成立于 2004 年 11 月，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。

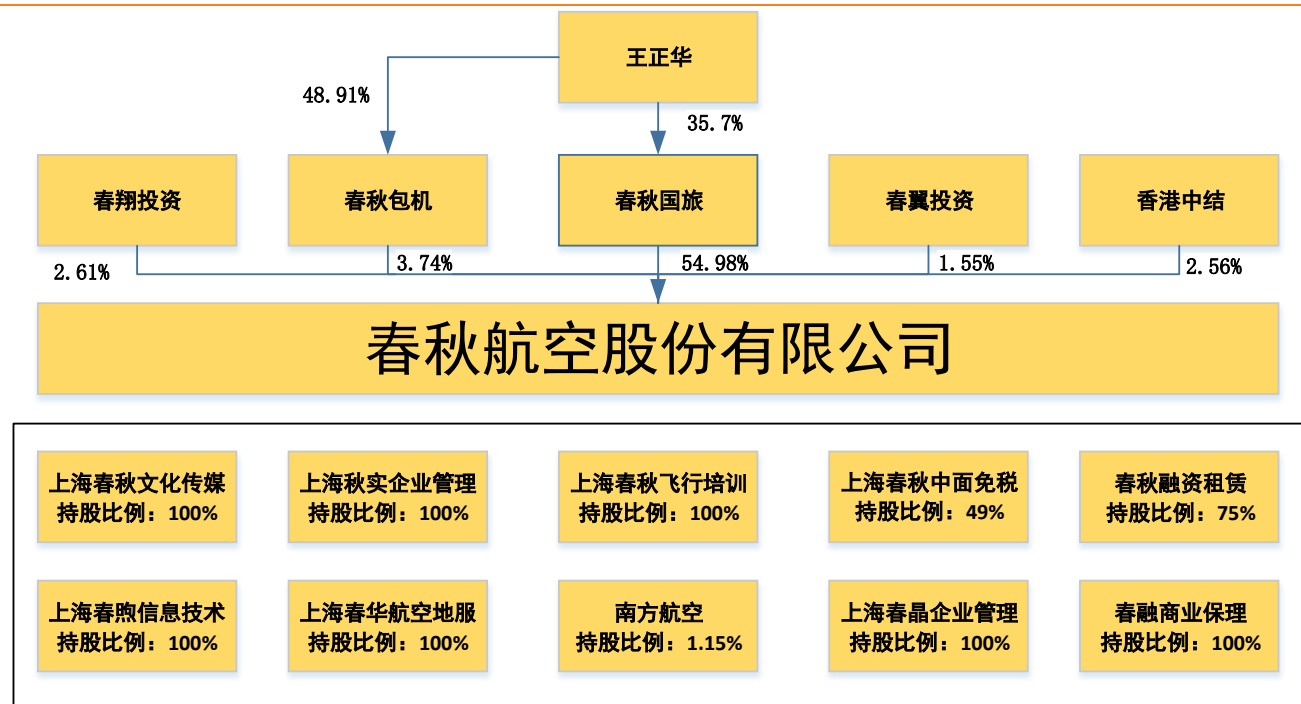
表 1：春秋航空历史沿革

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：招股说明书，天风证券研究所

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 54.98% 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 1：春秋航空股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

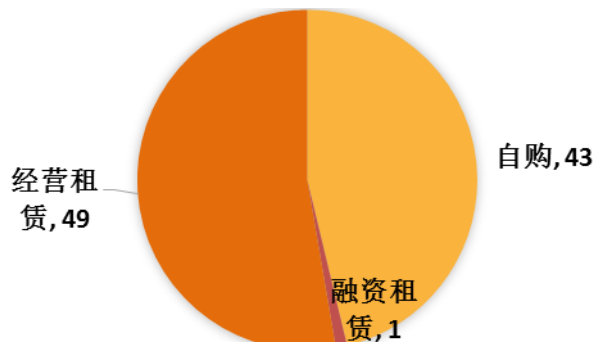
春秋航空成立之初仅通过租赁方式拥有 3 架飞机，经过 15 年的不懈努力，公司机队规模持续扩张。截至 2019 年底，公司机队规模已经达到 93 架，其中自购飞机 43 架，融资租赁飞机 1 架，经营租赁飞机 49 架。公司机队飞机均为空客 A320 系列机型，平均机龄 5.09 年。

图 2：春秋航空机队规模不断扩大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2019 年春秋航空机队结构（架）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

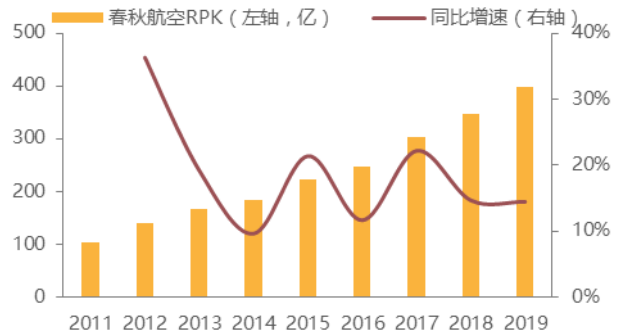
公司的业务量规模随着机队扩张不断提升，2019 年 ASK 达到 437.1 亿，同比增速 12.2%，RPK396.9 亿，同比增长 14.4%，客座率 90.8%，同比提高 1.8pct，客运量 2239.3 万人次，同比增长 14.70%，2019 年公司以客运量计的市场份额达到 3.4%，同比提高 0.2pct。

图 4：春秋航空 ASK 及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：春秋航空 RPK 及同比增速



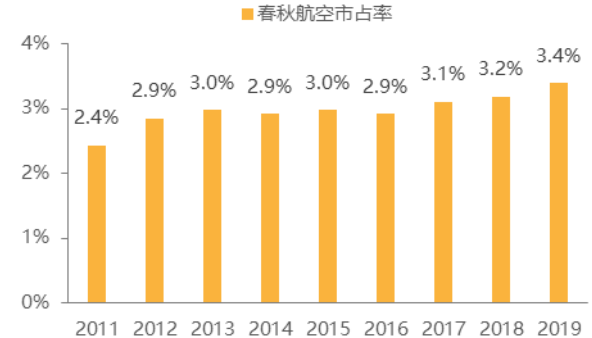
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：春秋航空客运量及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：春秋航空以旅客运输量计的市场份额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 压缩成本以盾为矛，直面竞争获取业内头部回报率

#### 3.1. 立足上海，拓展航线，业务规模持续扩张

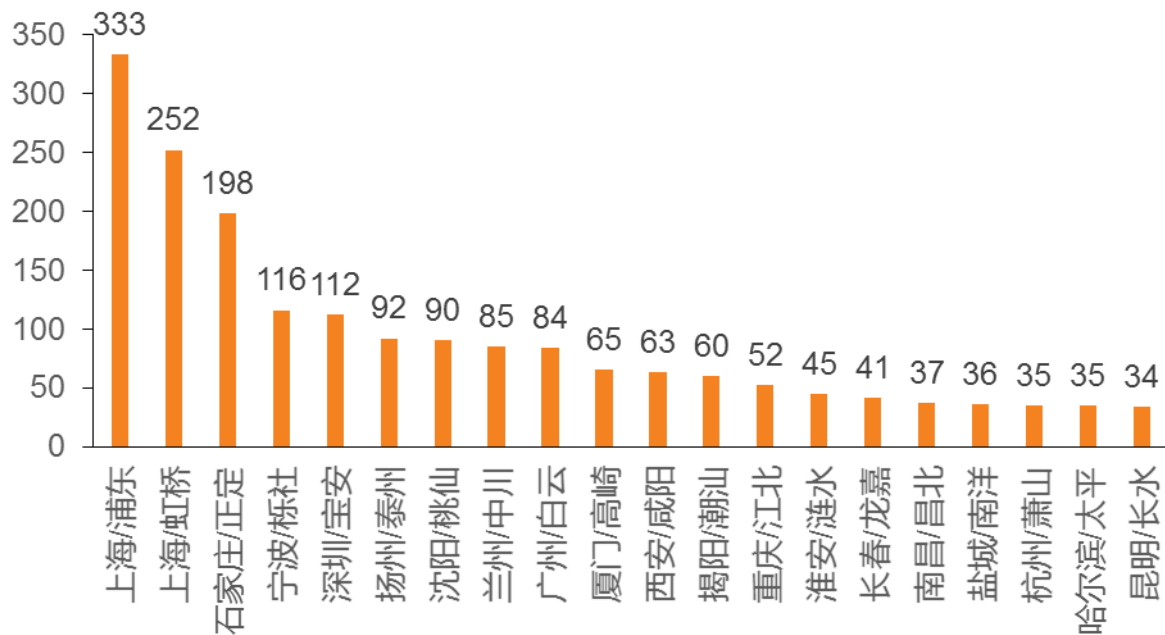
##### 3.1.1. 公司运力核心布局于上海

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 8：春秋航空 2019 冬春季与各机场每周计划离港航班量数量（个）



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

表 2：春秋航空 2019 年冬春季运力投放靠前航线的周计划班次量

	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

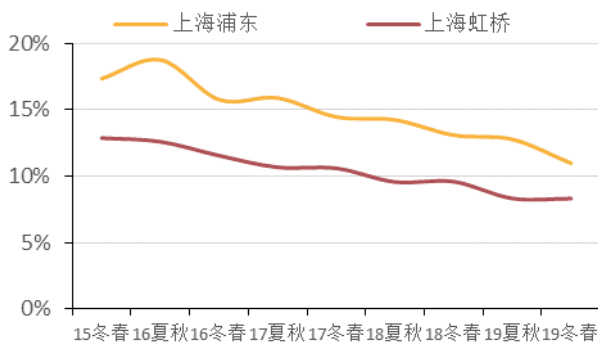
资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

### 3.1.2. 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。

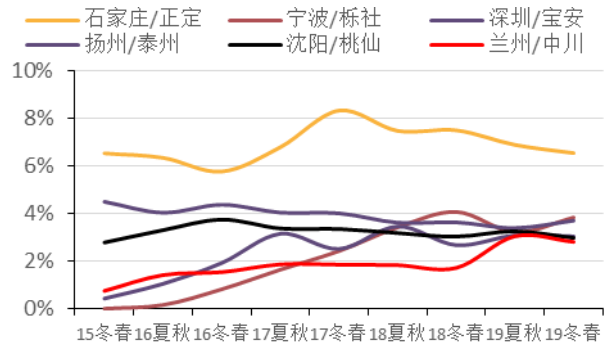
公司的战略十分明确，即牢牢握紧上海市场宝贵的时刻资源，集中培育几个新增市场，新增运力主要投放至石家庄、宁波、深圳、扬州、沈阳、兰州等地，公司于上述六机场的计划班次量占比从 2015 年冬春航季的 15.0% 上升至 2019 年冬春航季的 22.9%。

图 9：公司于上海两场的航班量占比



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 10：公司于石家庄等机场的航班量占比



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

### 3.2. 民航高度竞争，低成本是保障盈利能力的关键

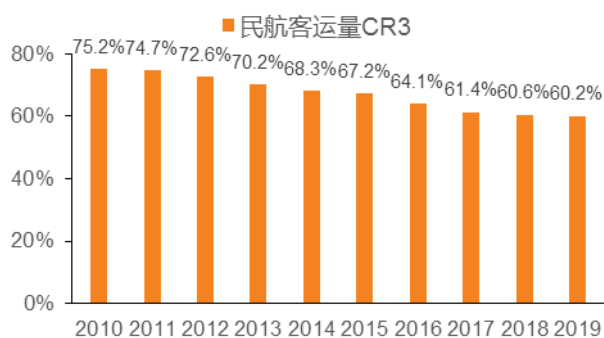
从投资的角度看，民航业一直是一个饱受争议的行业，产品同质化催生高度竞争的市场环境，进而导致了较低的利润水平。此外，我国民航业具备一大特殊性，即直面高铁竞争，高铁运价的刚性从替代品的角度直接影响了民航运价，这点毋庸置疑也无可回避。自我国民航业经历 2008 年金融危机后重组，2010-2011 年运价显著提升后，运力持续引进，随着宏观经济增速放缓，市场集中度下降，一线机场时刻饱和导致市场下沉，高铁成网竞争等因素影响，2012 年起运价一路走低。以三大航为例，2010 年国、南、东航客公里收益水平分别为 0.66 元、0.63 元、0.64 元，而 2019 年为 0.53 元、0.49 元、0.50 元，累计降幅约 20%，即便考虑到营改增影响，实际运价水平也明显下降。

图 11：宏观经济增速逐步下滑



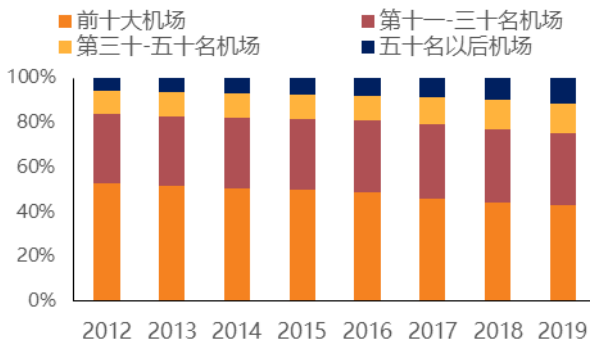
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：民航市场 CR3 持续下降



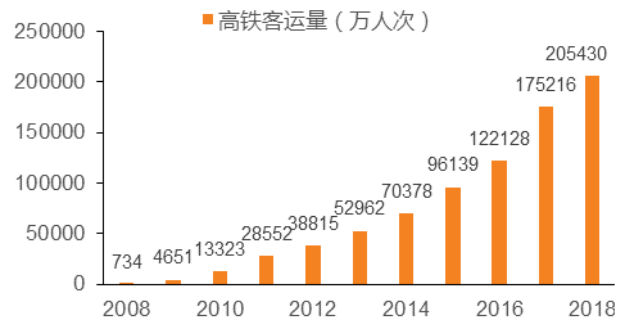
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：排名靠前机场吞吐量占比降低



资料来源：Wind，天风证券研究所

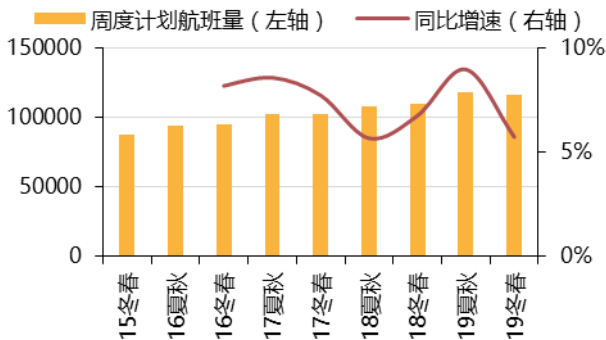
图 14：居民出行替代品——高铁客运量快速上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

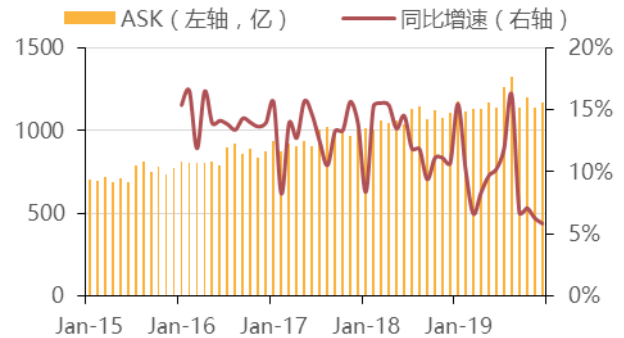
2017 年冬春航季民航局出台控总量调结构政策，控制枢纽机场时刻总量，市场解读为供给侧改革。政策层面限制供给令市场看到了行业性全面提价的曙光，但从后续供给增速及运价的实际表现来看，除时刻控制达到极致的暑运外，2018 年全年供给增速依然较快，运价表现差强人意。2019 年 B737MAX 因两次事故遭全球停飞，硬件层面的供给刚性缺口确实导致供给增速下降，但降幅低于市场预期，民航运价水平依然低迷。这或许说明当前民航供给就好像海绵里的水，挤一挤总还是会有，而供给的持续放量及当前偏弱的经济环境，虽有政策限制、事件推动导致供给受限，运价仍难有起色。即便没有新冠疫情扰动，一旦 B737MAX 复飞或时刻政策松动，依靠民航自然运行导致内生性提价带来新一轮的大周期在短期内仍然是镜花水月。

图 15：各航季计划时刻增速（个）



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 16：B737MAX 全面停飞后民航 ASK 逐月变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

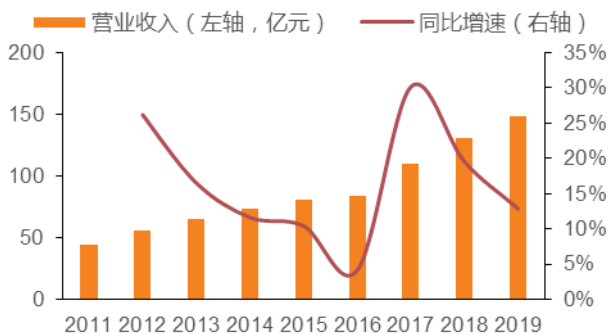
或许我们必须承认的一点是，在宏观经济增速放缓的大背景下，如任由航空公司之间自由竞争，在迈过一轮周期中的盈利高点后，供给大概率是过剩的，各航司很难自发的以持续提价的方式获取利润，价格战难以避免，那么成本端的优势就将成为一家航空公司能否穿越周期的关键所在。

## 4. 解析低成本密码，春秋为什么能做到独一档的盈利能力？

### 4.1. 春秋航空利润率长期保持领先

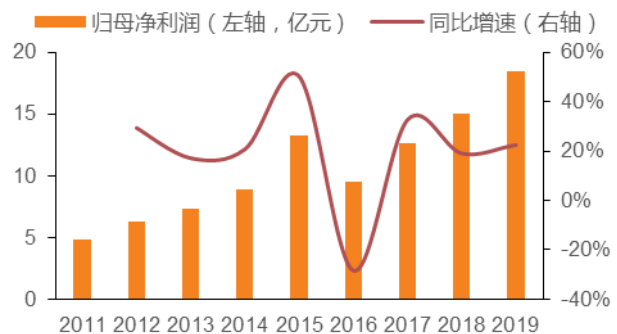
即便 2019 年随着宏观经济增速放缓，公商务需求低迷，全民航利润水平下降，2019 年公司仍实现归母净利润 18.41 亿，同比增长 22.5%，在我国干线航司中表现最佳。

图 17：春秋航空营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

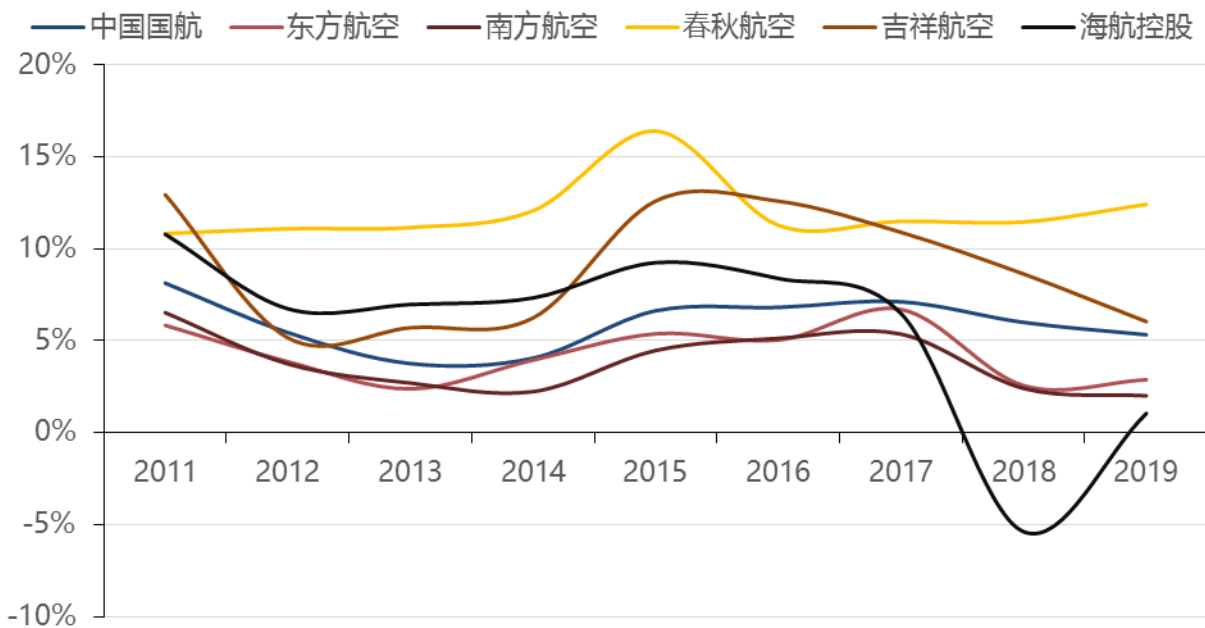
图 18：春秋航空归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

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。

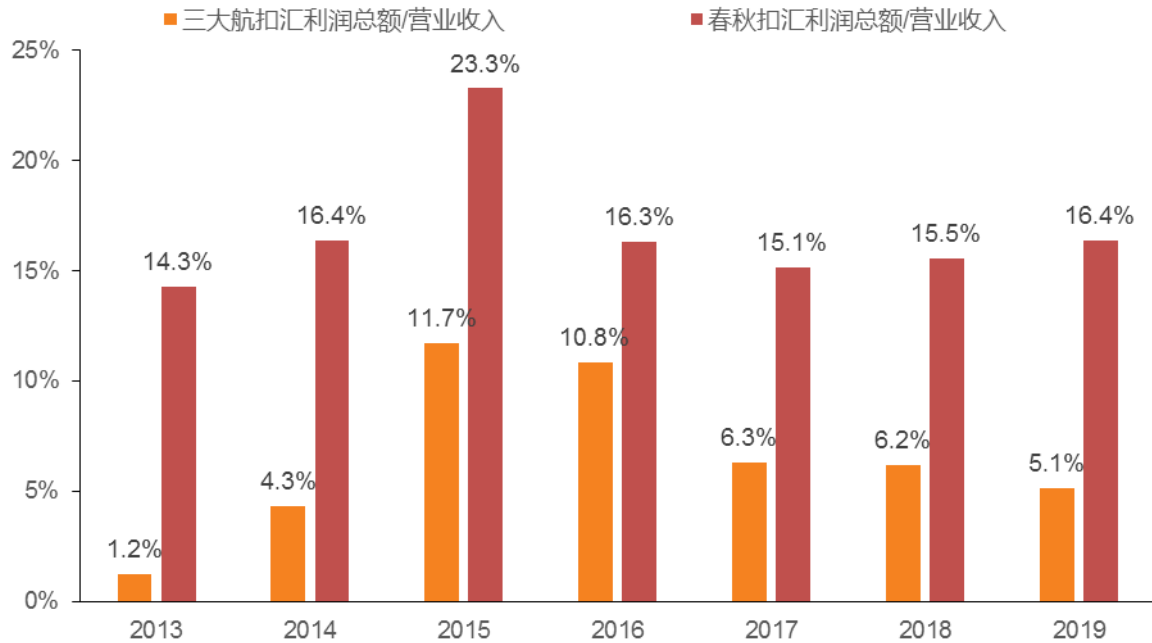
图 19：各航司销售净利润率



资料来源：Wind，天风证券研究所

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 20：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，天风证券研究所

## 4.2. “两单”、“两高”、“两低”

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”。

### 4.2.1. “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。

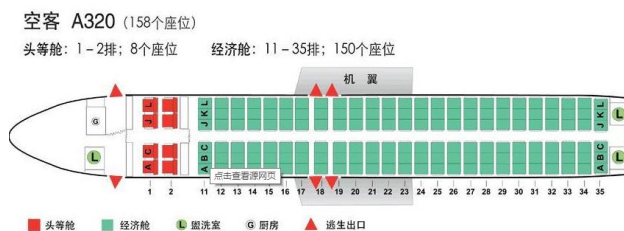


图 21：全经济舱 186 座级 A320 座位布局



资料来源：深圳之窗，天风证券研究所

图 22：两舱位 A320 座位布局



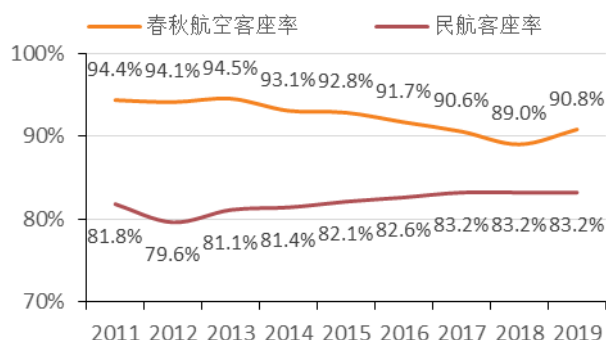
资料来源：国航官网，天风证券研究所

#### 4.2.2. “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。

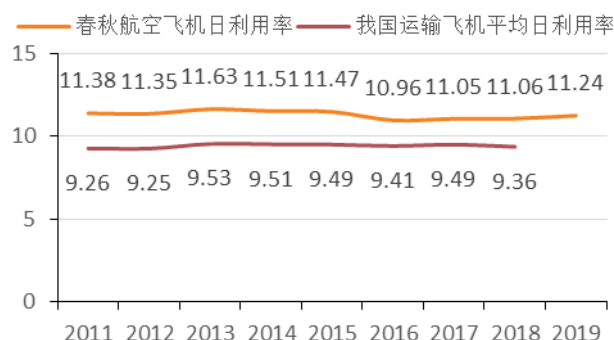
**高飞机日利用率：**公司通过航班紧密安排，及更多利用延长时段飞行，提高飞机日利用率，进一步摊薄固定成本。

图 23：春秋航空历年客座率及行业对比



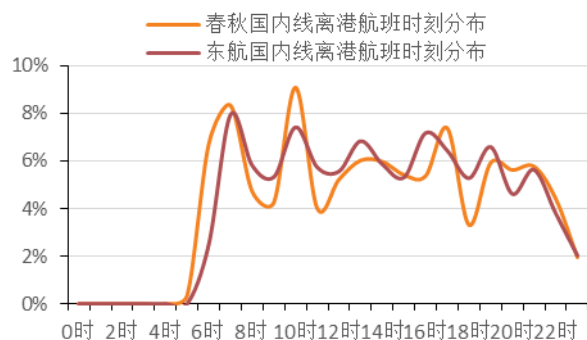
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：春秋航空历年飞机日利用率（小时）及行业对比



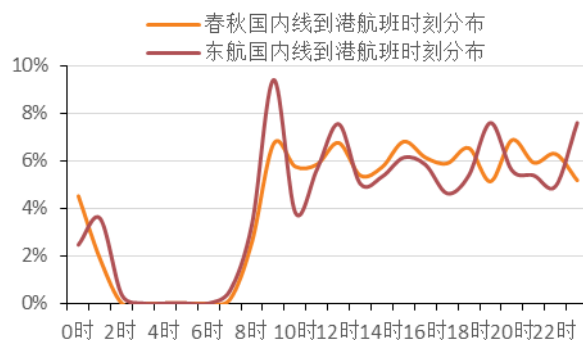
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：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，天风证券研究所

图 26：春秋、东方航空 2019 冬春季国内线航班到港时间分布对比



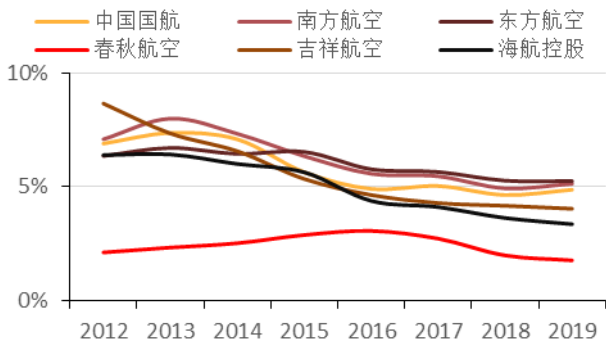
资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

#### 4.2.3. “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。

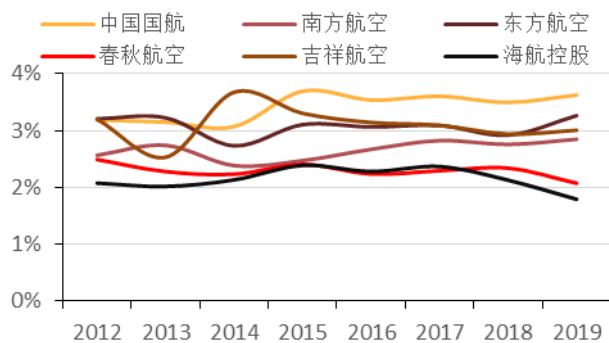
**低管理费用：**公司最大程度利用第三方服务商在各地机场的资源与服务，降低日常管理费用，通过严格的预算管理、费控管理及科学的绩效考核及人机比的合理控制，降低人力成本及日常费用，2019 年公司管理费用率（含研发）仅为 2.07%，同样低于同业平均水平。

图 27：2019 年各航司销售费用率水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：2019 年各航司管理费用率水平



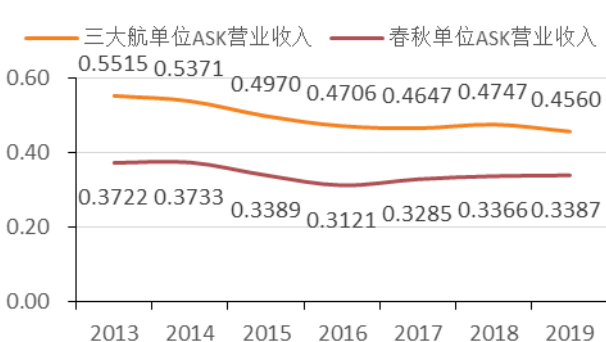
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3. 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。

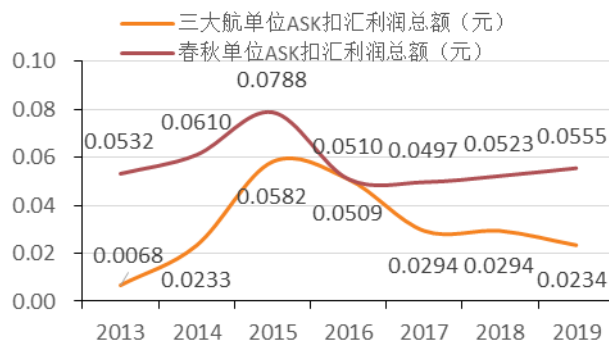
春秋航空通过成本费用端的精细管控，化收入端的劣势为利润端的优势，在单位收入水平明显低于传统全服务航司的情况下，通过成本费用端的努力完成单位盈利的赶超。此部分我们抽丝剥茧，以春秋航空与我国传统大航的经营数据进行对比，量化分析公司高利润率的来源。

图 29：三大航及春秋单位 ASK 营业收入（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：三大航及春秋单位 ASK 扣汇利润总额



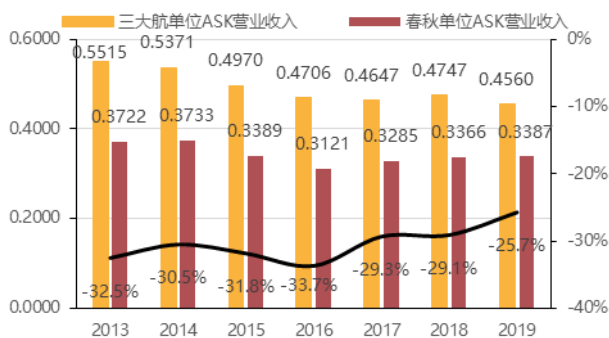
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.1. 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。

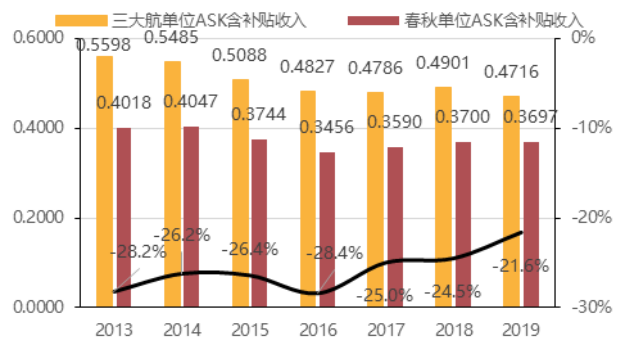
从单位 ASK 收入来看，2019 年三大航平均客公里营业收入为 0.5560 元，而春秋为 0.3730 元。春秋航空客公里营业收入比三大航平均水平低 32.9%，考虑到春秋航空客座率比三大航平均水平高 7.6 个百分点，其座公里营业收入相比三大航平均水平低 25.7%。如进一步考虑补贴，春秋航空单位 ASK 营业收入及补贴收入为 0.3697 元，比三大航平均水平低 21.6%。

图 31：春秋航空与三大航历年单位 ASK 营业收入对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：春秋航空与三大航历年单位 ASK 营业收入及补贴收入对比

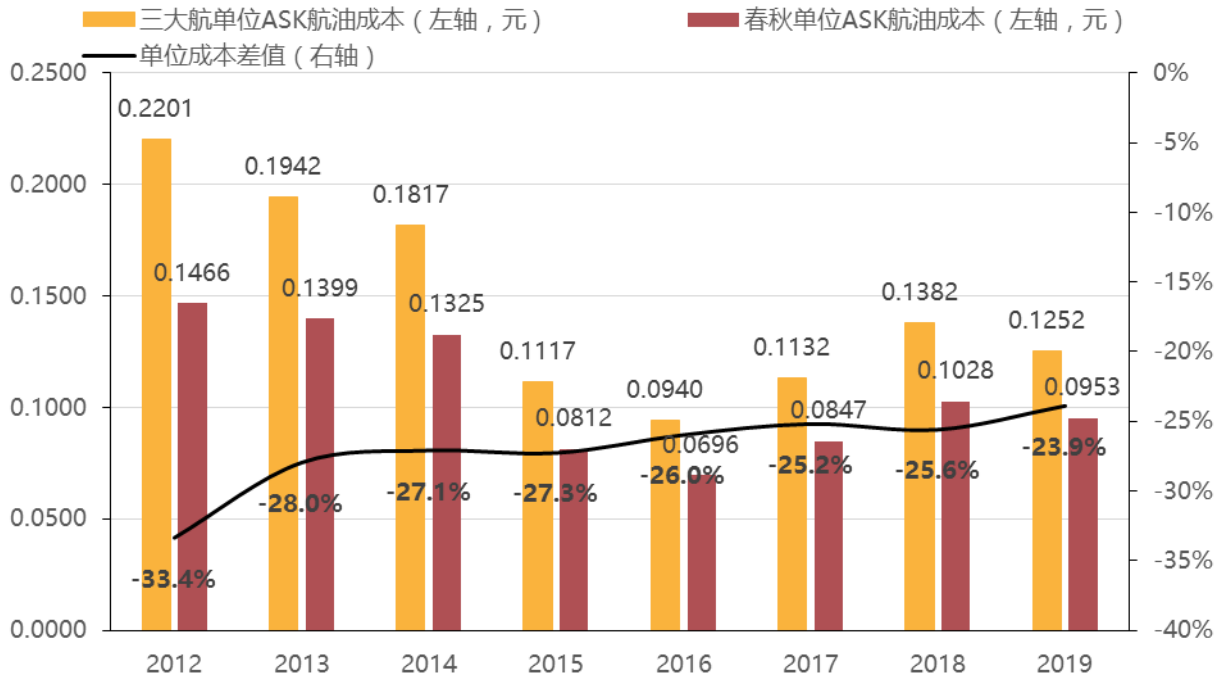


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.2. 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 33：春秋航空与三大航历年单位 ASK 航油成本及差异对比

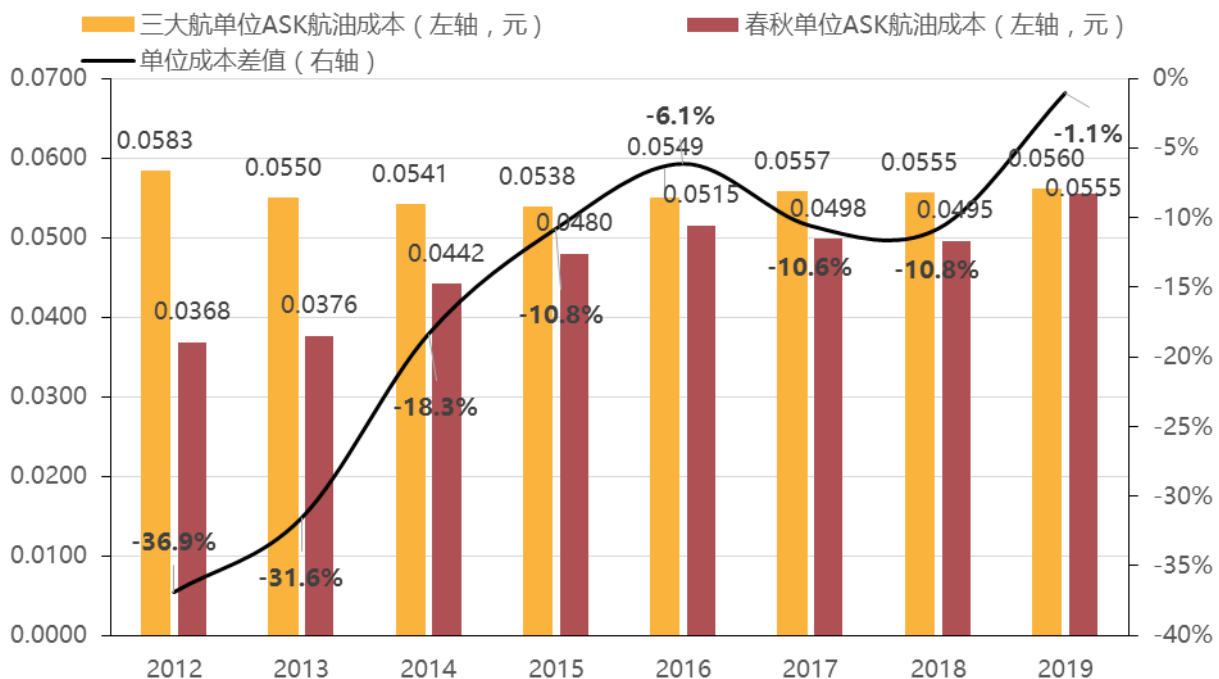


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.3. 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 34：春秋航空与三大航历年单位 ASK 起降费及差异对比

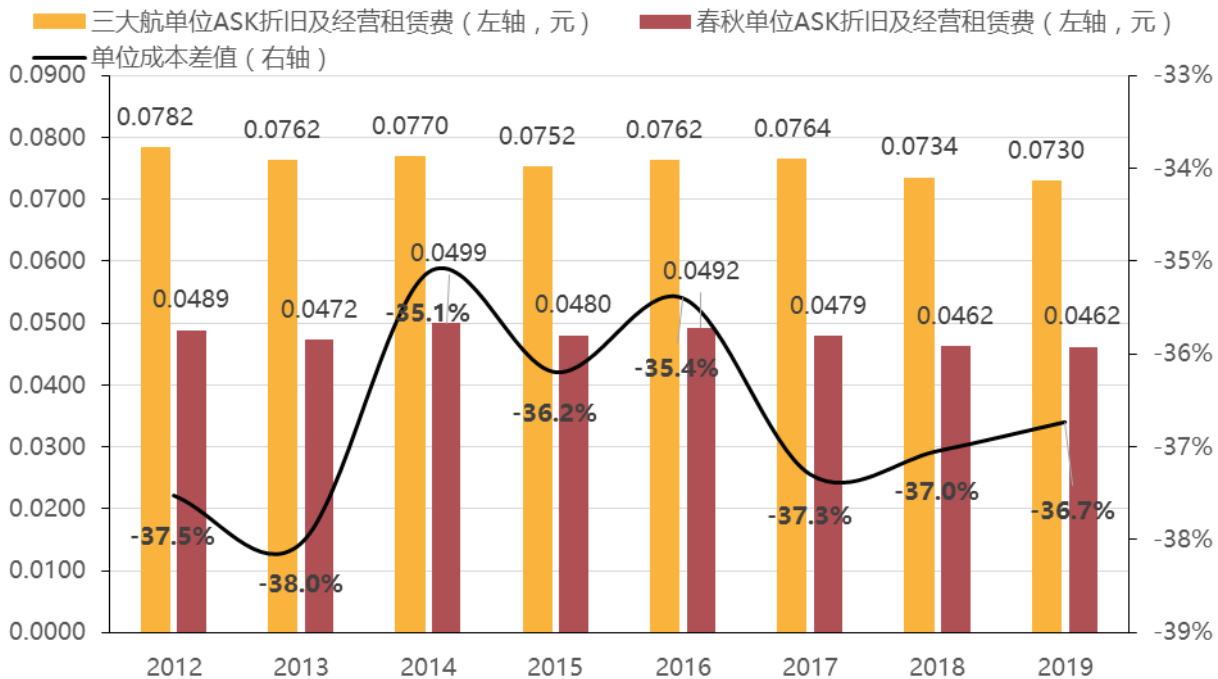


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.4. 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 35：春秋航空与三大航单位 ASK 折旧及经营租赁费对比

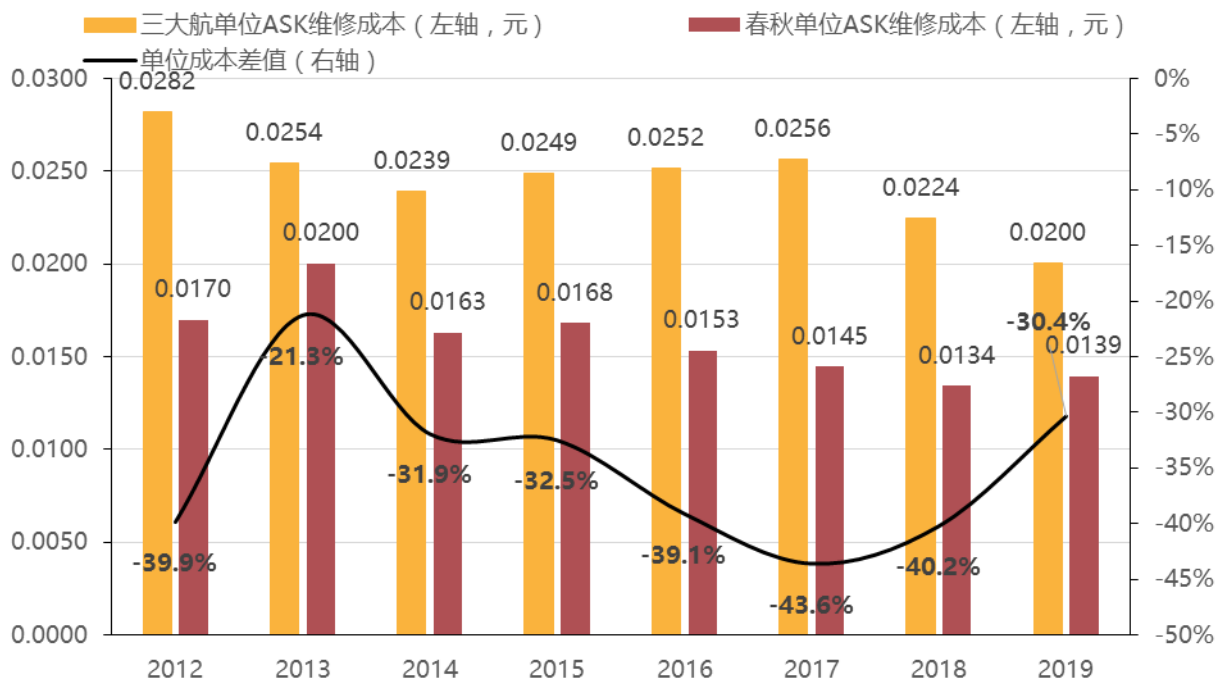


资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 36：春秋航空与三大航单位 ASK 维修成本对比

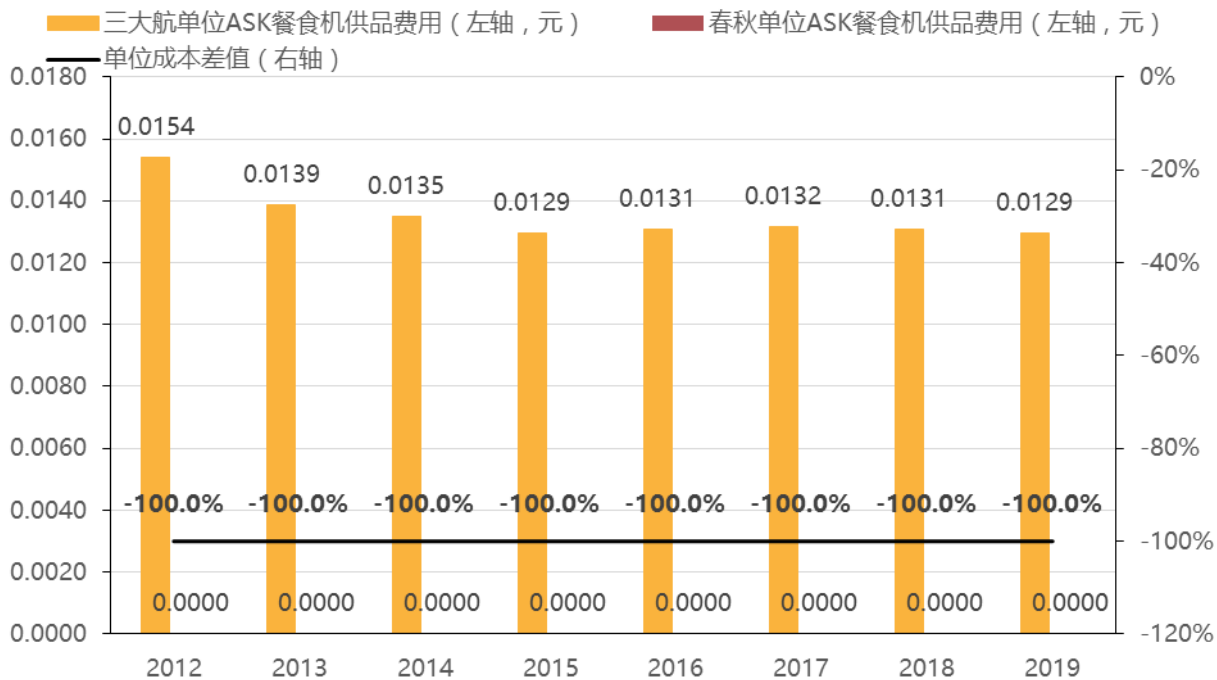


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.5. 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 37：春秋航空与三大航单位 ASK 餐食机供品费用对比

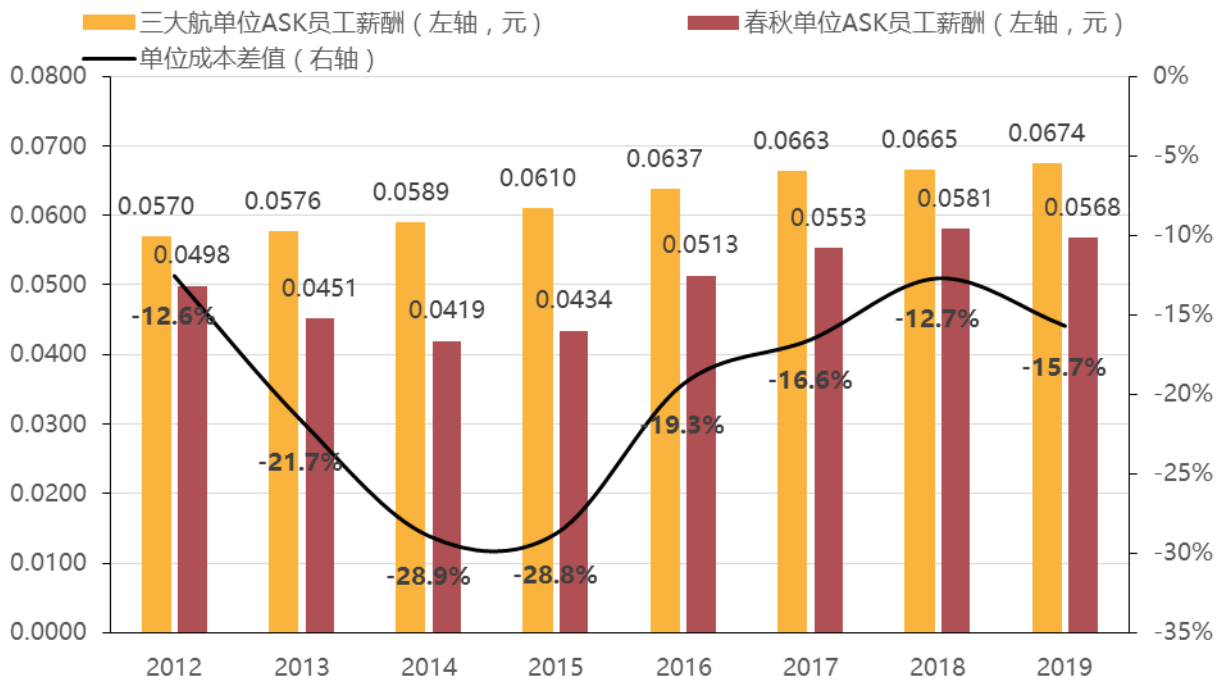


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.6. 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 38：春秋航空与三大航单位 ASK 员工薪酬对比

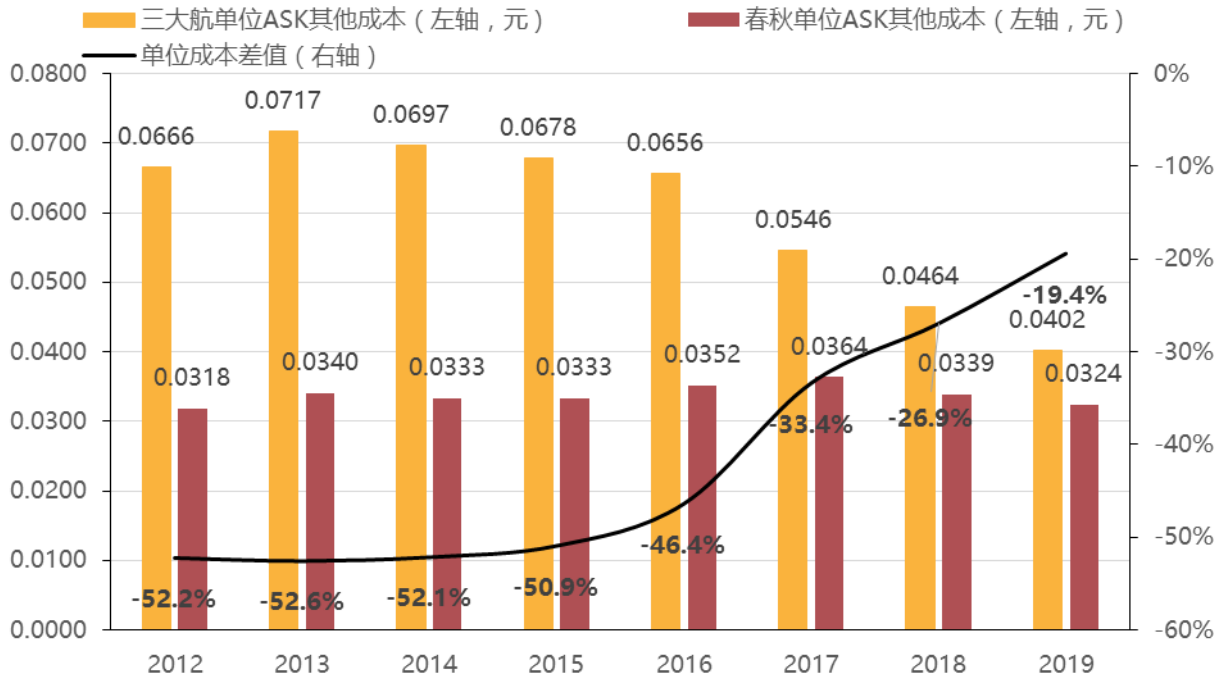


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.7. 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 39：春秋航空与三大航单位 ASK 其他成本项目对比

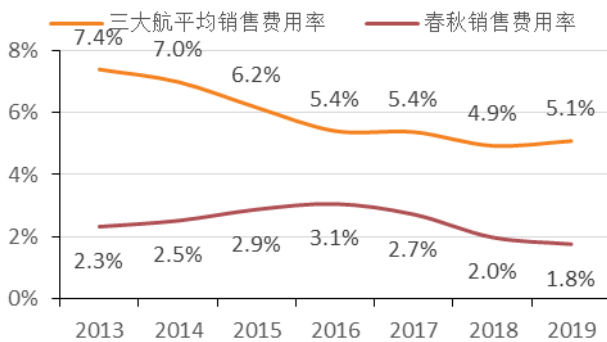


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.3.8. “两低” 对公司的利润率优势贡献明显

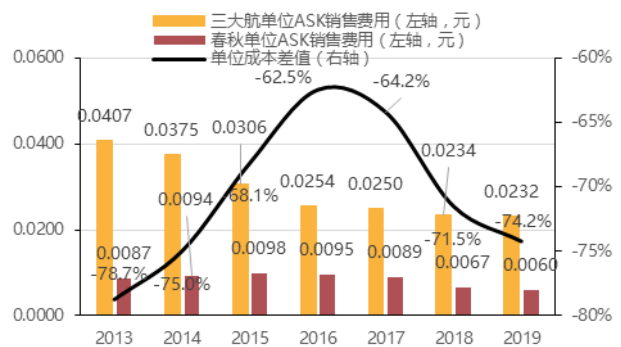
公司偏直销的运营模式显著降低了销售费用水平，销售人员薪酬、代理费、广告费等成本水平显著低于大航。2019 年公司销售费用率 1.76%，相比三大航平均水平低 3.22pct，单位 ASK 销售费用仅 0.0060 元，相比三大航平均水平低 74.2%。

图 40：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，天风证券研究所

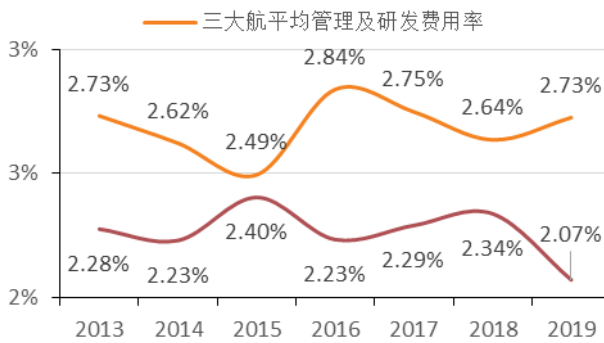
图 41：春秋航空与三大航历年单位 ASK 销售费用对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

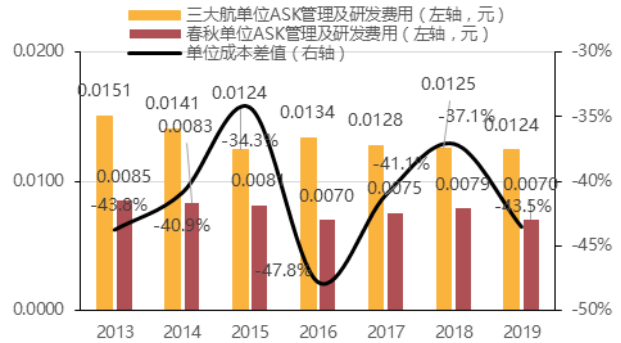
同样，公司通过精细化管理控制管理费用水平，2019 年公司管理及研发费用率合计为 2.07%，相比三大航平均水平低 0.66pct，单位 ASK 管理及研发费用为 0.0070 元，相比三大航平均水平低 43.5%。

图 42：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，天风证券研究所

图 43：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，天风证券研究所

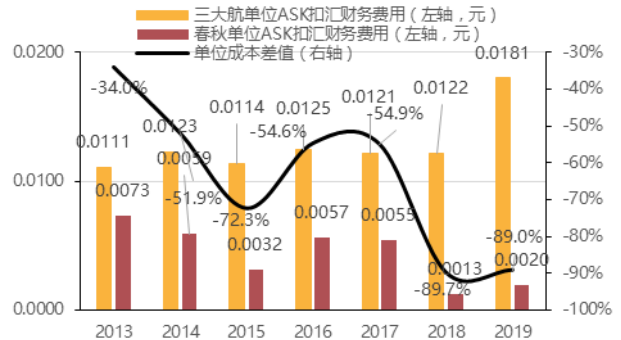
财务费用端，公司财务状况良好，通过自身在业内较高利润率下的资金运转及再融资，满足自身机队扩张的同时，财务费用水平亦保持稳定，2019 年扣汇财务费用率为 0.59%，远低于三大航 3.96% 的水平。即便考虑到经营租赁并表对三大航财务费用的提升效应，如以 2018 年数据进行对比，春秋航空扣汇财务费用率相比三大航平均水平亦有 2pct 以上的优势。单位成本方面，2019 年公司单位 ASK 扣汇财务费用仅为 0.0020 元，比三大航低 89.0%。

图 44：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，天风证券研究所

图 45：春秋航空与三大航历年单位 ASK 扣汇财务费用对比



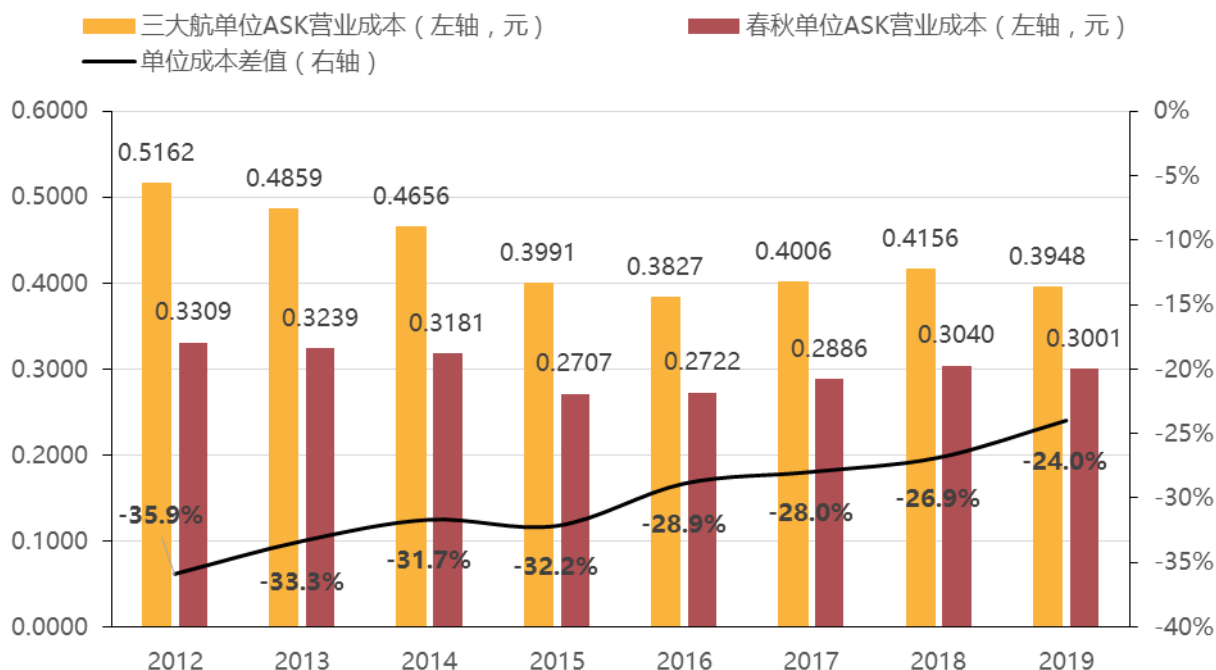
资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4.4. 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。

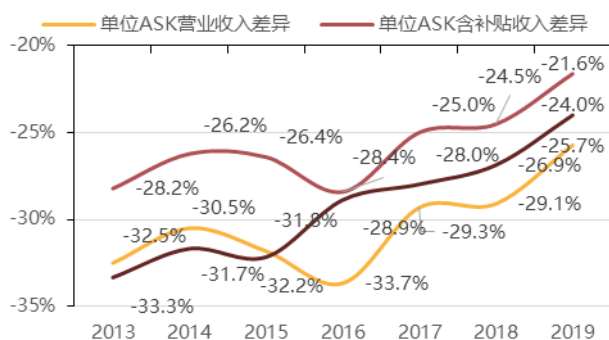
春秋航空的低成本基因带来的利润优势更多的体现在其对于费用水平的精细管控上。直销模式、深入骨髓的费用管理以及更优的资产负债结构带来更低的财务费用水平，使公司 2019 年费用率水平相比三大航平均值低 7.34pct，进一步拉大了其利润率优势，实现了从单价劣势到利润优势的追赶。

图 46：春秋航空与三大航单位 ASK 营业成本



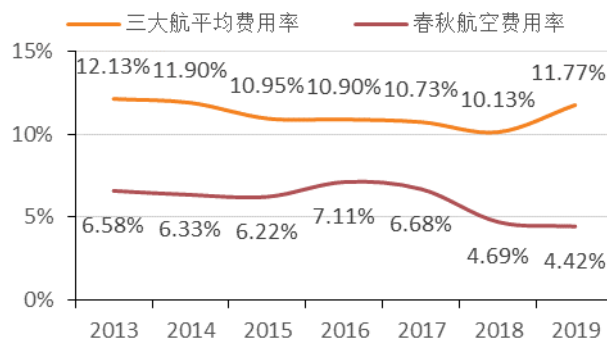
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：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，天风证券研究所

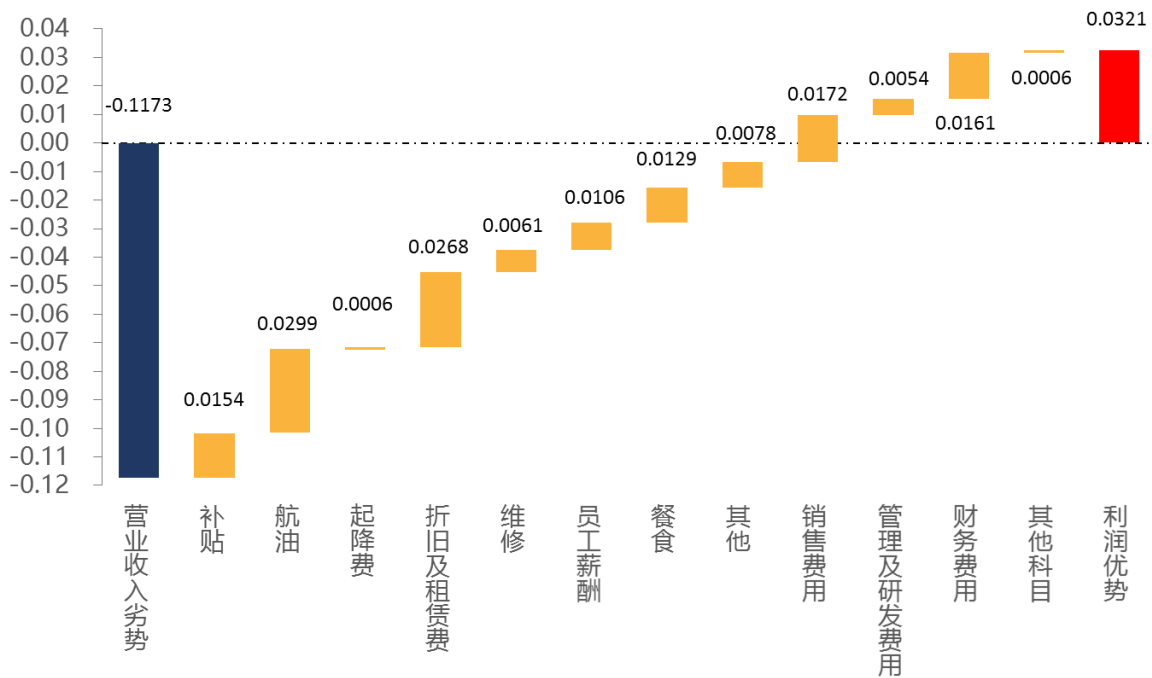
图 48：春秋航空与三大航费用水平



资料来源：Wind，天风证券研究所



图 49：2019 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，天风证券研究所

## 5. 后疫情时代，成本领先策略将持续胜出

### 5.1. 新冠疫情显著冲击民航需求，目前国内市场处于复苏进程中

如果时间倒退至年初，相信没有人能将疫情这一变量纳入民航 2020 年的分析框架并予以量化分析，然而新冠疫情席卷全球，世界范围内民航需求均受到巨大冲击。我国民航受影响相对较早，自武汉封城之日起，居民出行受限严重，民航客流量大幅下挫，降幅最大之时，单日同比降幅超过 90%。受疫情影响，一季度我国民航创造单季度最大亏损，亏损幅度高达 336.2 亿元。

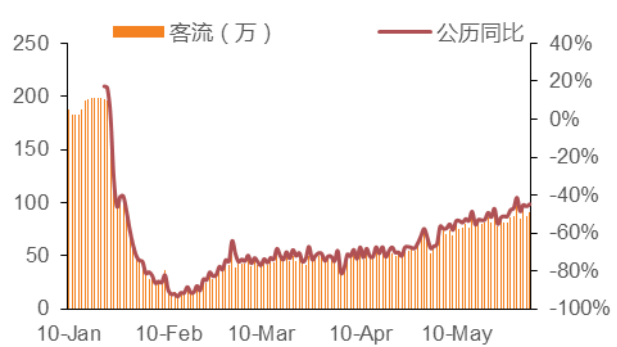
纵使海外疫情尚未出现拐点，国际每日新增新冠肺炎确诊数量仍在上升，目前国内疫情已经已然得到基本控制，新增病例基本为境外输入病例。随着武汉解封、北京防疫等级降低，民航客流逐步恢复，目前客流已恢复至去年同期超 50% 的水平，如考虑到国际线旅客量由于“五个一”政策影响降幅超 95%，目前国内线旅客量已经恢复至去年同期超六成的水平。

图 50: 国内外每日新增确诊数量 (人)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 51: 民航单日客流及同比数据



资料来源: 交通部, 天风证券研究所

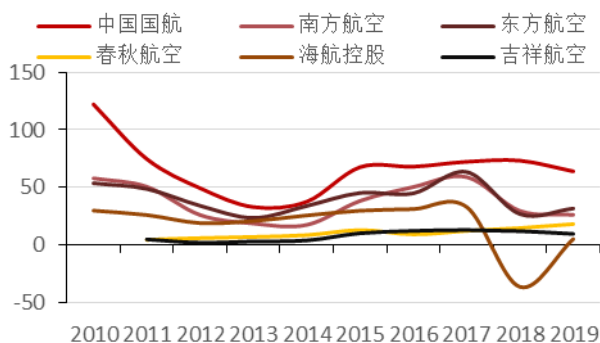
## 5.2. 后疫情时代的展望，大周期可遇不可求，中期景气可期

### 5.2.1. 如不发生大面积破产重组，大周期可遇不可求

民航业真正意义上大周期出现的先决条件是当重大需求端冲击或基本面底部持续煎熬后部分参与者经营难以为继并退出市场。在行业大面积破产重组后，存量玩家阶段性无力引进供给，叠加需求全面恢复产生供需剪刀差，拉动运价及盈利全面爬升，其特征是“蹲的越深，跳的越高”。

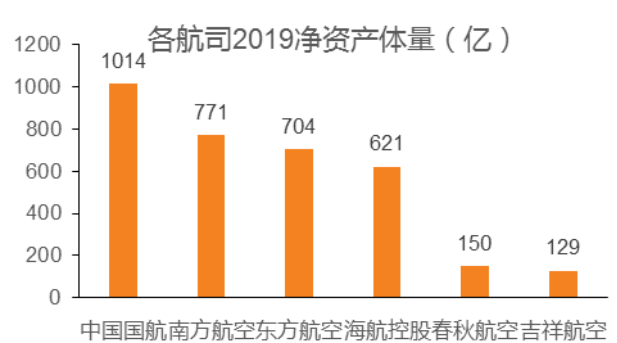
我国民航在 2008 年金融危机后完成重组，此后迎来持续高景气。以三大航为例，2010 年至今连年盈利，叠加数次再融资，净资产体量已经达到数百亿级别，而这也意味着即便因疫情导致一季度的大额亏损，几十亿的亏损幅度从资产负债表的角度来看远未到达伤筋动骨的水平。

图 52: 各航司历史盈利曲线图



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 53: 各航空公司 2019 年底净资产体量



资料来源: Wind, 天风证券研究所

正如同年初我们无法预测新冠疫情来势如此凶猛一样，站在当前时点，我们同样无法判断海外疫情何时基本消退，也无法断言全球范围内全面解封后是否还会有二次疫情。如中性偏乐观估计，随着疫情管控的逐步向好，预计国内外民航需求会逐步复苏，最差的日子已经过去，航空公司亏损幅度也将逐步收窄，并最终实现盈利。

目前民航市场运营情况明显好于疫情最严重之时，那么各主要航司资产负债表足以应对中性偏乐观假设下的疫情冲击。现金流量方面，疫情发生后各主要航司现金流最紧张的时候为民航客流骤减之时的退票潮，而民航出台各种政策如免收民航发展基金、降低机场起降停场费等为航空公司减负，航空公司融资成本也因政策支持显著降低，如近期大航债务融

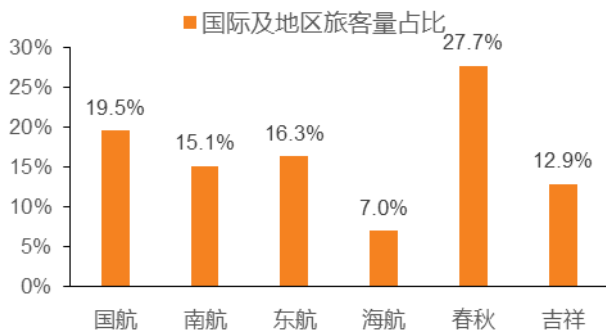
资年利率仅为 2%左右，此外，租赁公司等航空上游行业通过延缓收取费用等方式协助航空公司渡过难关，油价也恰到好处的阶段性走低助攻航司缓解经营压力。在多方因素助力之下，目前尚无国内航空公司破产或出现流动性危机的增量信息，因此我们无法预判到确定性的规模兼并重组发生，大周期可遇不可求。

### 5.2.2. 退而求其次，飞机引进的全面放缓有望带来中期景气度全面回升

如果大规模兼并重组带来行业格局显著改善的假设并不具备确定性，那么民航能否回归景气的的关键就在于需求的复苏速度能否够快，在航空公司无力引进飞机之时显著恢复，带来供需剪刀差提升运价。疫情以来航空公司推迟引进客机，并退出部分在役飞机，客改货同样如火如荼，可以说当前民航理论供给创造能力与去年同期已经出现小幅下降。

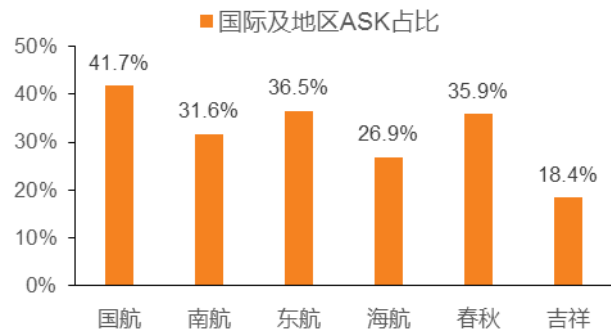
当前航空供需之间的短期矛盾在于：需求端，国内市场虽有复苏，但目前防疫呈现常态化，旅行社跨省游依然没有放开，居民出行在一定程度上依然受到抑制，国内出行需求上行速度较慢；国际市场因“五个一”政策几近归零，纵使民航局已经对“五个一”政策逐步松绑，但需求大规模恢复或需等待全球疫情全面消退。供给端：国际线停摆导致大量宽体客机处于闲置状态，而各上市航司国际线占比普遍在 20%以上，三大航、春秋均超 30%，即便航空公司短期无力引进飞机，国际线运力回流将导致国内线供给依旧过剩，且低油价下航空公司以边贡为导向以价换量，加速投放运力，因此相比于需求，供给短期的恢复速度更快，可能导致运价阶段性低迷，因此景气度短期出现全面反转的概率依然不大。

图 54：各航司 2019 年国际线旅客量占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：各航司 2019 年国际线 ASK 占比



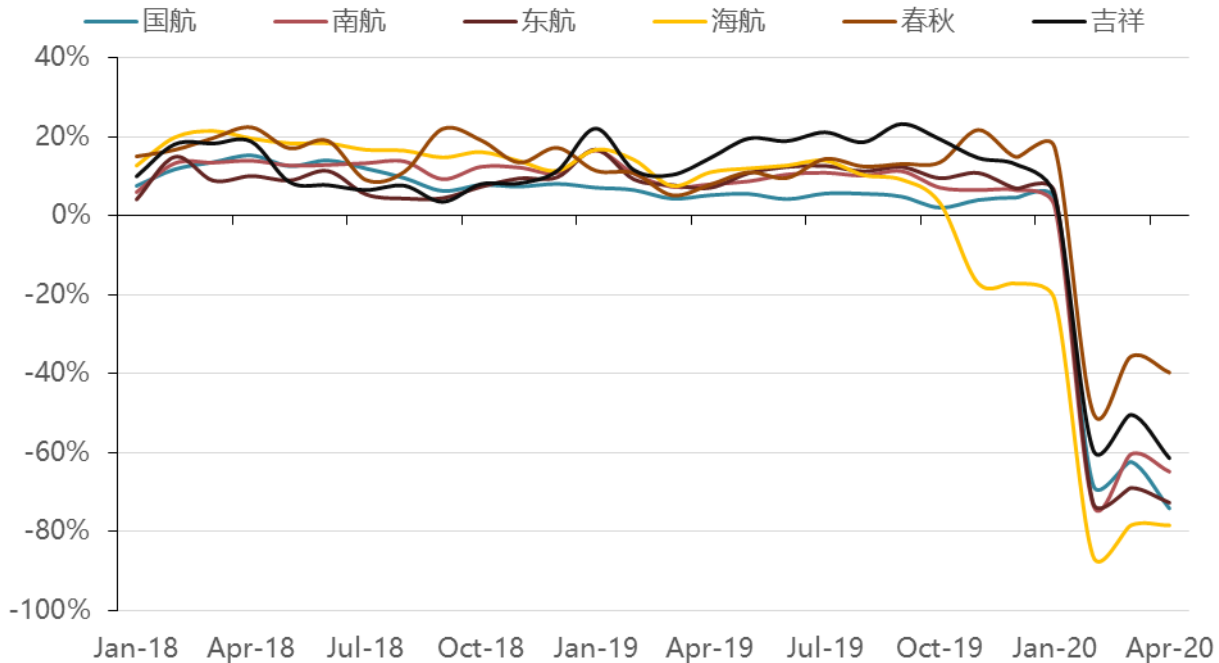
资料来源：Wind，天风证券研究所

中期来看，考虑到全球疫情发展此消彼长，消退节奏不一，防控境外输入病例的压力犹存，国内需求复苏大概率是渐进的，而在需求缓慢恢复，航空公司勒紧裤腰带过紧日子尚需持续的预期下，供给引进在未来一段时间仍将处于低速状态。如供给持续收紧，一旦未来海外疫情基本解除，出行需求全面释放，行业有望迎来中期景气。

### 5.3. 春秋航空复苏靠前，干线航司中有望率先实现盈利

航空公司在疫情期间以航班是否具有边际贡献作为是否执飞的衡量指标。前面分析到春秋航空利润率水平相比三大航更高，这决定了在全市场需求低迷之时，春秋航空对航班单位收益的要求相比三大航更低，运力恢复速度也更快。从过去几个月的数据看，春秋航空的运力恢复速度显著快于其他航司，四月公司 ASK 同比下降 39.7%，而其他上市干线航司降幅仍均超 60%，其中公司国内 ASK 降幅已经收窄至 10.5%，而其他航司降幅则仍然超过 50%，这也说明公司的营收恢复能力快于其他航司。

图 56：各航司月度 ASK 同比降幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国民航国际航线因民航局“五个一”政策全面熄火，4 月公司国际线业务量同比下降 99.4%，但我们必须强调的是，不同于大航，公司机型单一，没有宽体机束缚，不论国际线恢复进度如何，只要国内线持续复苏，国际运力阶段性回流的阻力更小，更有利于公司转化闲置运力为收入，利于业绩恢复。

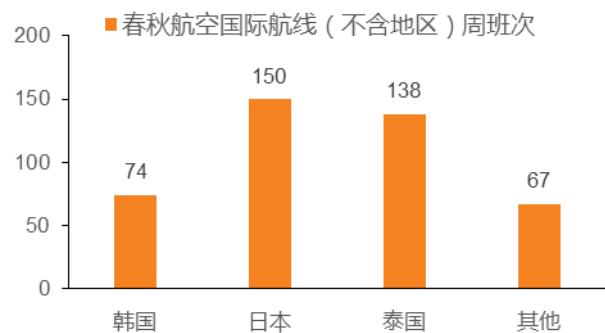
前面提到行业有望迎来中期复苏，我们认为这一点在方向上是确定的，在时间上仍需考虑全球范围的疫情发展趋势。6 月 4 日民航局出台政策逐步放松“五个一”航班量限制，而从目前的病例确诊数据看，东南亚国家疫情管控整体向好，但美洲、印度、中东等地的疫情还在蔓延，因此我们认为即便是国际市场解禁，需求率先出现反弹的大概率是东南亚国家如日韩泰等地，而春秋航空国际航线主要运力集中在上述地区，有望率先受益。综上所述，我们认为随着国内疫情好转，需求复苏，国际航线逐步解禁，预计春秋航空在干线航司中有望率先实现盈利。

图 57：日韩泰疫情高峰已经过去（人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：春秋航空 2019 冬春航季国际线班次分国家分布（个）



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

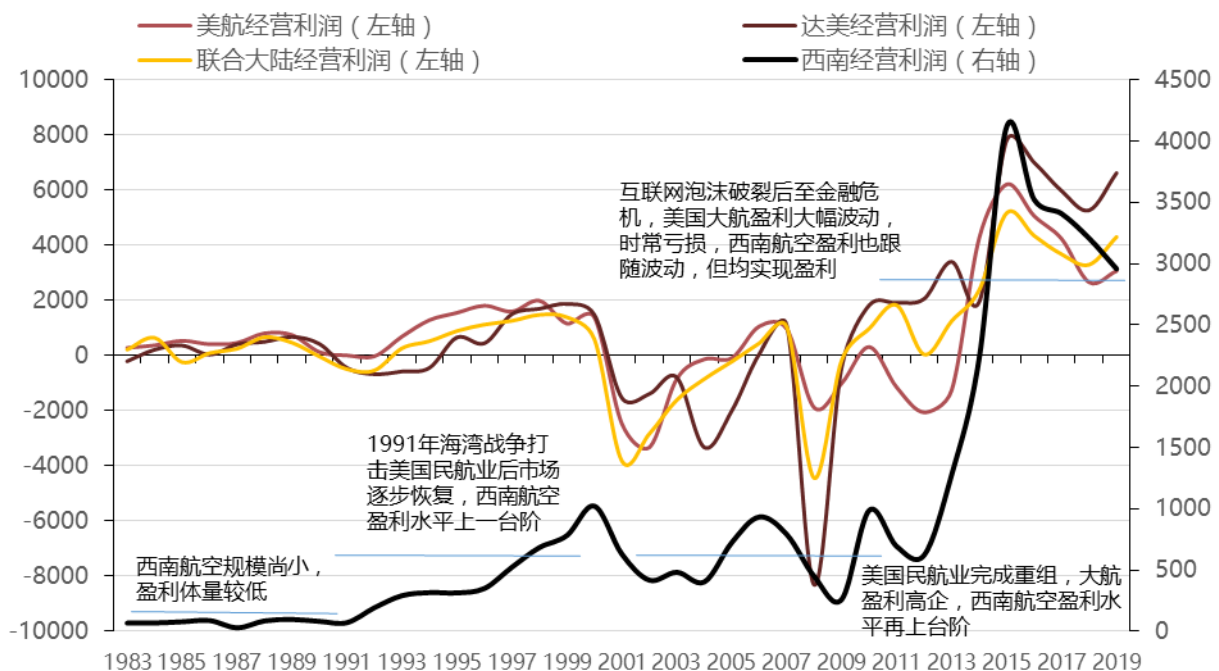
#### 5.4. 每一次危均是低成本航空之机，春秋航空持续前行

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，在成长的路上持续前行。

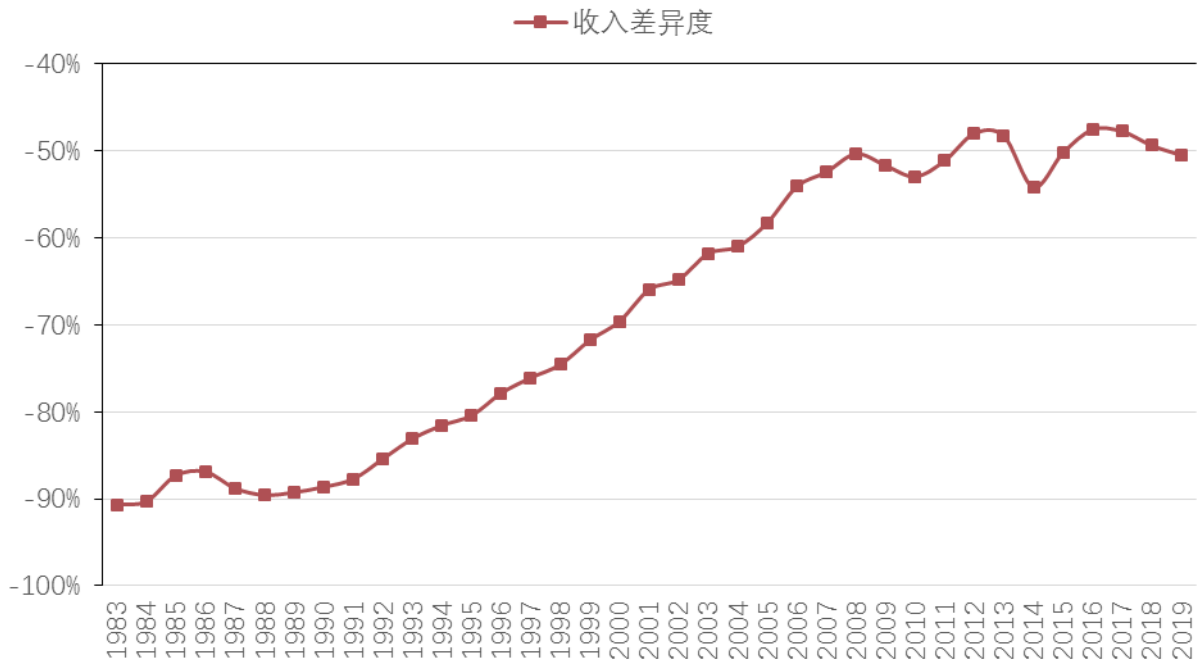
图 59：美国三大航及西南航空历史盈利水平（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所



图 60：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，天风证券研究所

## 6. 盈利预测及投资建议

站着当前时点，航空股的盈利预测既取决于疫情进展，又与 B737MAX 何时复飞、时刻政策是否改变带来的供需变化高度相关，油价汇率的走势的影响同样较大，假设变量众多。我们在中性偏乐观的假设下认为下半年国内需求显著恢复，国际需求逐步好转，2021 年全年不受疫情影响，基于布油价格中枢 40 美金/桶，美元兑人民币汇率 7.1 的假设下，相比于前次报告，我们自 22.0 亿下调公司 2020 年盈利预测 90.2%至 2.15 亿，自 24.88 亿上调公司 2021 年盈利预测 7.7%至 26.81 亿，引入 2022 年盈利预测，预计公司 2022 年归母净利润 29.40 亿，同比增长 9.7%，2020 年公司业绩对应 EPS 分别为 0.23 元、2.92 元、3.21 元。

疫情终将过去，公司长期业绩空间不受影响。考虑到春秋航空利润率较高且相对稳定，抗冲击能力相对较强，在疫情扰动下具备更快的恢复能力，其合理估值水平应高于三大航。三大航正常年份估值水平约在 15X 左右，我们认为春秋航空目标价对应其 2021 年 EPS 的 15-20 倍估值水平相对合理，因此我们维持“买入”评级及目标价 51.6 元，目标价对应 2020-2022 年 EPS 的 PE 估值分别为 219.9X、17.7X、16.1X。

表 3：春秋航空盈利预测

单位：百万	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13114</b>	<b>14804</b>	<b>10023</b>	<b>15566</b>	<b>17247</b>
主营业务收入	12842	14483	9799	15263	16913
航空客运	12727	14359	9603	15056	16706
航空货运及邮运	115	123	196	207	208
其他业务收入	272	321	225	303	334
<b>营业成本</b>	<b>11844</b>	<b>13115</b>	<b>10439</b>	<b>12776</b>	<b>13956</b>
航油费	4006	4166	2349	2998	3275
飞机及发动机租赁及折旧费用	1802	2018	1788	2190	2392
工资及福利费用	2263	2482	2610	3194	3489
起降费	1930	2424	1984	2532	2766
维修成本	523	610	493	630	688
飞行员培训费	209	196	215	228	249
民航建设基金	331	269	72	0	0
其他	684	830	787	867	947
其他业务成本	97	121	143	137	150
<b>销售费用</b>	<b>260</b>	<b>261</b>	<b>233</b>	<b>271</b>	<b>297</b>
<b>管理费用</b>	<b>202</b>	<b>182</b>	<b>177</b>	<b>206</b>	<b>225</b>
<b>研发费用</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>85</b>	<b>125</b>	<b>138</b>
<b>财务费用</b>	<b>84</b>	<b>110</b>	<b>196</b>	<b>112</b>	<b>219</b>
<b>归母净利润</b>	<b>1503</b>	<b>1841</b>	<b>215</b>	<b>2681</b>	<b>2940</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

## 7. 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。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,892.90	7,718.86	5,212.07	8,094.37	6,898.74	营业收入	13,114.04	14,803.52	10,023.21	15,566.10	17,246.84
应收票据及应收账款	122.85	120.85	51.84	207.60	79.85	营业成本	11,844.40	13,114.56	10,439.40	12,776.06	13,955.61
预付账款	424.59	1,126.67	425.29	706.79	634.68	营业税金及附加	15.46	17.43	12.24	18.56	20.64
存货	123.93	168.53	30.80	223.45	45.27	营业费用	259.79	261.07	232.72	271.20	297.05
其他	3,577.18	584.73	2,759.91	3,538.74	2,921.84	管理费用	201.72	181.60	177.16	206.04	225.49
<b>流动资产合计</b>	<b>9,141.45</b>	<b>9,719.65</b>	<b>8,479.91</b>	<b>12,770.95</b>	<b>10,580.38</b>	研发费用	104.92	125.17	85.20	124.53	137.97
长期股权投资	31.52	24.08	24.08	24.08	24.08	财务费用	83.71	110.41	196.22	112.18	218.90
固定资产	10,454.33	11,546.15	13,842.98	16,836.75	19,623.84	资产减值损失	0.00	(3.77)	(1.26)	(1.67)	(2.23)
在建工程	4,481.36	5,540.17	3,819.10	3,526.26	3,456.76	公允价值变动收益	25.54	(16.26)	23.90	(9.16)	(1.86)
无形资产	67.09	65.87	62.96	59.90	56.70	投资净收益	(21.39)	12.34	0.00	0.00	0.00
其他	2,399.64	2,470.82	1,643.29	1,697.43	1,782.08	其他	(1,318.47)	(1,309.76)	(47.80)	18.33	3.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,433.94</b>	<b>19,647.09</b>	<b>19,392.42</b>	<b>22,144.42</b>	<b>24,943.46</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,918.37</b>	<b>2,310.74</b>	<b>(1,094.57)</b>	<b>2,050.04</b>	<b>2,391.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,575.39</b>	<b>29,366.74</b>	<b>27,872.33</b>	<b>34,915.37</b>	<b>35,523.85</b>	营业外收入	86.93	96.71	1,380.00	1,480.00	1,480.00
短期借款	2,695.16	3,456.82	2,745.85	4,577.88	5,302.63	营业外支出	3.00	3.24	2.34	2.86	2.81
应付票据及应付账款	599.89	731.44	312.50	914.68	469.57	<b>利润总额</b>	<b>2,002.30</b>	<b>2,404.21</b>	<b>283.09</b>	<b>3,527.18</b>	<b>3,868.73</b>
其他	3,641.24	4,461.37	3,313.61	5,301.70	3,546.08	所得税	499.46	566.02	67.94	846.52	928.50
<b>流动负债合计</b>	<b>6,936.29</b>	<b>8,649.62</b>	<b>6,371.97</b>	<b>10,794.25</b>	<b>9,318.28</b>	<b>净利润</b>	<b>1,502.84</b>	<b>1,838.19</b>	<b>215.15</b>	<b>2,680.66</b>	<b>2,940.24</b>
长期借款	2,984.33	4,257.99	3,829.11	4,143.31	3,882.60	少数股东损益	0.00	(2.82)	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,297.94	192.27	1,252.00	1,247.40	897.23	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,502.84</b>	<b>1,841.01</b>	<b>215.15</b>	<b>2,680.66</b>	<b>2,940.24</b>
其他	1,032.16	1,225.52	1,281.00	1,179.56	1,228.70	每股收益(元)	1.64	2.01	0.23	2.92	3.21
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,314.43</b>	<b>5,675.79</b>	<b>6,362.11</b>	<b>6,570.28</b>	<b>6,008.52</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13,250.72</b>	<b>14,325.40</b>	<b>12,734.08</b>	<b>17,364.53</b>	<b>15,326.80</b>						
少数股东权益	0.00	2.79	2.79	2.79	2.79	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	916.90	916.74	916.73	916.73	916.73	<b>成长能力</b>					
资本公积	4,897.44	4,892.96	4,892.96	4,892.96	4,892.96	营业收入	19.54%	12.88%	-32.29%	55.30%	10.80%
留存收益	12,350.28	14,003.58	14,218.73	16,631.33	19,277.54	营业利润	20.13%	20.45%	-147.37%	-287.29%	16.66%
其他	(4,839.94)	(4,774.73)	(4,892.96)	(4,892.96)	(4,892.96)	归属于母公司净利润	19.12%	22.50%	-88.31%	1145.95%	9.68%
<b>股东权益合计</b>	<b>13,324.68</b>	<b>15,041.34</b>	<b>15,138.25</b>	<b>17,550.84</b>	<b>20,197.05</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,575.39</b>	<b>29,366.74</b>	<b>27,872.33</b>	<b>34,915.37</b>	<b>35,523.85</b>	毛利率	9.68%	11.41%	-4.15%	17.92%	19.08%
						净利率	11.46%	12.44%	2.15%	17.22%	17.05%
						ROE	11.28%	12.24%	1.42%	15.28%	14.56%
						ROIC	12.88%	12.09%	-4.64%	9.12%	10.20%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产负债率	49.86%	48.78%	45.69%	49.73%	43.15%
净利润	1,502.84	1,838.19	215.15	2,680.66	2,940.24	净负债率	33.05%	14.28%	29.99%	20.56%	25.04%
折旧摊销	877.07	940.26	1,104.15	1,420.13	1,694.61	流动比率	1.32	1.12	1.33	1.18	1.14
财务费用	37.07	74.41	196.22	112.18	218.90	速动比率	1.30	1.10	1.33	1.16	1.13
投资损失	21.39	(12.34)	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	579.02	(123.82)	(1,922.60)	1,224.83	(1,383.29)	应收账款周转率	126.06	121.49	116.08	120.00	120.00
其它	(121.60)	719.61	23.90	(9.16)	(1.86)	存货周转率	120.97	101.23	100.57	122.45	128.36
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,895.79</b>	<b>3,436.31</b>	<b>(383.18)</b>	<b>5,428.65</b>	<b>3,468.61</b>	总资产周转率	0.56	0.53	0.35	0.50	0.49
资本支出	3,289.18	2,826.27	1,621.52	4,219.44	4,359.87	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	10.72	(7.44)	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.64	2.01	0.23	2.92	3.21
其他	(8,813.04)	(5,099.23)	(3,316.25)	(8,336.78)	(8,763.39)	每股经营现金流	3.16	3.75	-0.42	5.92	3.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,513.14)</b>	<b>(2,280.41)</b>	<b>(1,694.73)</b>	<b>(4,117.35)</b>	<b>(4,403.53)</b>	每股净资产	14.54	16.40	16.51	19.14	22.03
债权融资	9,296.99	9,866.39	9,751.96	11,703.21	11,955.43	<b>估值比率</b>					
股权融资	3,445.69	(54.33)	(314.46)	(112.18)	(218.90)	市盈率	23.87	19.48	166.73	13.38	12.20
其他	(9,594.26)	(8,257.97)	(9,866.39)	(10,020.03)	(11,997.24)	市净率	2.69	2.39	2.37	2.04	1.78
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,148.42</b>	<b>1,554.08</b>	<b>(428.88)</b>	<b>1,571.00</b>	<b>(260.71)</b>	EV/EBITDA	19.30	18.95	188.35	10.55	9.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	39.10	32.49	-43.15	17.47	14.99
<b>现金净增加额</b>	<b>531.07</b>	<b>2,709.98</b>	<b>(2,506.79)</b>	<b>2,882.30</b>	<b>(1,195.64)</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com