

春秋航空(601021)

报告日期: 2020年7月13日

# 盈利能力领先同行, 疫情凸显经营管理水平

——春秋航空深度报告

深度报告

行业公司研究—航空运输—行业

证券研究报告

✍ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003  
☎ : 021-80108040  
✉ : lidan02@stocke.com.cn

## 评级

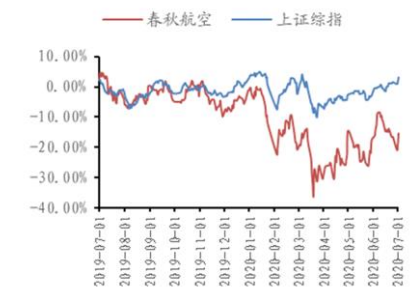
上次评级  
当前价格

## 买入

买入  
¥ 39.59

## 单季度业绩

单季度业绩	元/股
1Q/2020	-0.25
4Q/2019	0.14
3Q/2019	0.94
2Q/2019	0.41



## 公司简介

公司作为中国首批民营航空公司之一, 专注于低成本经营模式, 是国内载运旅客人次、旅客周转量最大的民营航空公司之一, 也是东北亚地区领先的低成本航空公司。

## 相关报告

1 《票价稳定和成本控制优势凸显》  
2020.05.01

报告撰写人: 李丹

数据支持人: 李丹

## 报告导读

春秋航空是中国低成本航空龙头企业, 单位 ASK 盈利能力和运营效率领跑同业上市可比公司。疫情下受损程度行业最小, 低票价和成本控制优势凸显, 中长期在低成本航空市场发展带动下将具备较强成长性。

## 投资要点

### □ 盈利能力领先, 低成本基因或多方面催化业绩上行

2019年, 春秋航空单位 ASK 毛利润和净利润分别为 0.053 元和 0.042 元, 超出第二名 65% 以上。公司 2020 年起将引入最大航程 7400km 的 A321neo 机型, 突破航程瓶颈; 逐步下沉至三四线城市, 时刻增量有所保障; 新航线和新基地成熟度提升亦将成为盈利增长点。

### □ 疫情期间受损程度上市可比公司中最小, 亚洲周边航线率先恢复

2020 Q1, 春秋航空实现营收 23.8 亿元/-34.5%, 实现归母净利润-2.3 亿元/-147.9%, 5 月客运量恢复到上年同期的 70.5%, 业绩受损程度与业务量恢复速度跑赢同行。2020 年夏秋航季公司国内线每周班次较上一航季提升 45.8%, 调整幅度为行业最大, 体现管理决策机制的高效性和灵活性。

由于春秋航空国际航线皆为亚洲周边航线, 其中 82.8% 为泰国、日本和韩国航线, 新冠疫情控制情况较欧美地区更好, 我们认为, 今年底之前或有望恢复部分泰国、日本、韩国及东南亚地区的航班架次, 助力公司业绩恢复。我们认为, 亚洲周边航线恢复时间有望成为超预期的点。

### □ 盈利预测及估值

在疫情对行业需求的冲击下, 考虑公司业务量下滑幅度和业绩受损程度均为行业最小, 我们假设 2020 年公司 ASK 同比下滑 21.1%、客座率同比下滑 9.6pct; 2021 年疫情对行业的影响基本恢复, 公司将进入正常经营状态。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.16、2.16、3.02 元。由于 2020 年是非正常经营年份, 我们无法以 2020 年的业绩对公司做相对估值。我们给予公司 2021 年 PE 25 倍, 对应目标价 54.0 元, 维持“买入”评级。

### □ 风险提示

新冠疫情恢复不及预期, 行业需求不及预期, 油价大幅上涨等。

## 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	14804	9737	15470	18159
(+/-)	12.88%	-34.22%	58.87%	17.39%
净利润	1841	144	1984	2772
(+/-)	22.50%	-92.17%	1277.34%	39.70%
每股收益 (元)	2.01	0.16	2.16	3.02
P/E	19.71	251.93	18.29	13.09

## 正文目录

<b>1. 国内低成本航司龙头，未来发展空间广阔</b>	<b>5</b>
1.1. 国内低成本航空龙头企业，领跑民营航司	5
1.2. 国内立足上海基地，下沉二三线城市，开拓西部市场	7
1.3. 国际深耕日韩东南亚，享周边游爆发红利	9
1.4. 两年机队规模扩长 19.4%，市场份额有望同步提升	12
1.4.1. 现有 96 架 A320，计划两年内机队规模再扩张 19.4%	12
1.4.2. 国内线 2020 夏秋航季总班次增长 45.8%，上海航线占比稳中有升	13
1.4.3. 市场份额为民营航司首位，未来将享行业发展红利	14
<b>2. 低成本文化深入骨髓，助力公司下沉三四线城市</b>	<b>16</b>
2.1. 国内民营航空龙头企业，低成本模式一枝独秀	16
2.2. 春秋单位 ASK 成本比上市航司低 15.0%以上，低成本优势显著	19
2.3. 中国低成本航空行业发展空间广阔	21
<b>3. 盈利能力领先，未来多重催化助力公司业绩上行</b>	<b>22</b>
3.1. 单位 ASK 净利润超出同行 68.0%以上，盈利能力具有领先优势	22
3.2. 未来创收增长点一：2020 年起引入 A321 系列新机型	23
3.3. 未来创收增长点二：新航线+新基地成熟度提升	24
3.4. 未来创收增长点三：在三四线城市生存并盈利	26
<b>4. 疫情期间表现亮眼，航空业受损程度相对最小</b>	<b>27</b>
4.1. 疫情期间业绩下滑幅度最小，并有望领先于全行业恢复速度	27
4.2. 灵活高效决策机制提高防御属性	30
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>30</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 春秋航空发展历程 (2004—2019)	5
图 2: 春秋航空股权架构 (截至 2020Q1)	6
图 3: 2015-2019 春秋航空的营业收入	6
图 4: 2015-2019 春秋航空的归母净利润	6
图 5: 2016-2019 上市民营航司的归母净利润 (百万元)	7
图 6: 2020Q1 上市民营航司的归母净利润与同比	7
图 7: 2016-2019 春秋航空的毛利率和净利率	7
图 8: 2016-2019 上市民营航空公司的销售净利率	7
图 9: 截至 2019 年末公司航线网络覆盖示意图	8
图 10: 2015-2019 中国居民人均可支配收入和同比增速	9
图 11: 2015-2019 中国居民人均消费支出和同比增速	9

图 12: 2015-2019 中国居民人均交通&通信消费	10
图 13: 2015-2019 中国居民人均教育&文化&娱乐消费	10
图 14: 2016-2019 国内旅游人数和同比	10
图 15: 2016-2019 中国公民出境游人数和同比	10
图 16: 2017-2019 春秋航空国际航线占比	11
图 17: 2017-2019 春秋航空国际航线可用座公里及占比	11
图 18: 2016-2019 泰日韩合计运力 (ASK) 占国际航线比例	11
图 19: 2016-2018 泰国线运力 (ASK) 占国际航线比例	11
图 20: 2017-2019 春秋航空分地区主营业务收入 (百万元)	12
图 21: 2017-2019 春秋航空分地区主营业务收入同比增速	12
图 22: 2014-2019 春秋航空可用座公里 (ASK)	12
图 23: 2019 春秋航空各地区 ASK 占比	12
图 24: 2013 年-2020 年 5 月春秋航空机队规模 (架次)	13
图 25: 春秋航空机队引进方式分布 (截至 2020 年 5 月)	13
图 26: 17S-20S 春秋航空国内线总航班数 (含中转)	13
图 27: 17S-20S 春秋航空国内线中上海机场合计航班数占比	13
图 28: 春秋航空上海航线 2020 年夏秋航季变动 (班/周)	14
图 29: 2016-2019 春秋航空旅客周转量 (RPK)	15
图 30: 2016-2019 春秋航空总载客人次	15
图 31: 2016-2019 上市民营航司 RPK (亿人公里)	15
图 32: 2016-2019 上市民营航司 RPK 同比增速	15
图 33: 2016-2019 上市民营航司总载客人次 (万人次)	15
图 34: 2016-2019 上市民营航司总载客人次同比增速	15
图 35: 2017-2019 中国民航旅客周转量在交通体系中的比重	16
图 36: 2017-2019 中国民航旅客周转总量	16
图 37: 2016-2019 上市民营航司 RPK 占行业 RPK 比例	16
图 38: 2016-2019 上市民营航司客运量占行业总量比例	16
图 39: 春秋航空的低成本业务模式: “两单”、“两高”和“两低”	17
图 40: 2019 年上市航司飞机平均日利用率 (小时)	18
图 41: 2017 年 1 月-2020 年 4 月上市航司客座率趋势	18
图 42: 春秋航空官网机票折扣活动示例	18
图 43: 2019 年上市航司单位 ASK 销售费用 (元)	18
图 44: 2019 年上市航司单位 ASK 管理费用 (元)	19
图 45: 2016-2019 春秋航空单位管理费用、单位销售费用 (元)	19
图 46: 2019 年上市航司单位 ASK 成本 (元)	19
图 47: 春秋航空 2019 年营业成本构成	19
图 48: 2019 年上市航司单位 ASK 航油成本 (元)	20
图 49: 2019 年上市航司单位 ASK 扣油成本 (元)	20
图 50: 2019 年上市航司单机航油成本 (百万元)	20
图 51: 2019 上市航司单机扣油成本 (百万元)	20
图 52: 2019 年上市航司单位 ASK 租赁折旧成本 (元)	20
图 53: 2019 上市航司单机租赁折旧成本 (百万元)	20
图 54: 2015-2019 年春秋与三大航单位 ASK 起降费用对比	21
图 55: 2015-2019 春秋单位起降费用与三大航均值的差值 (元)	21

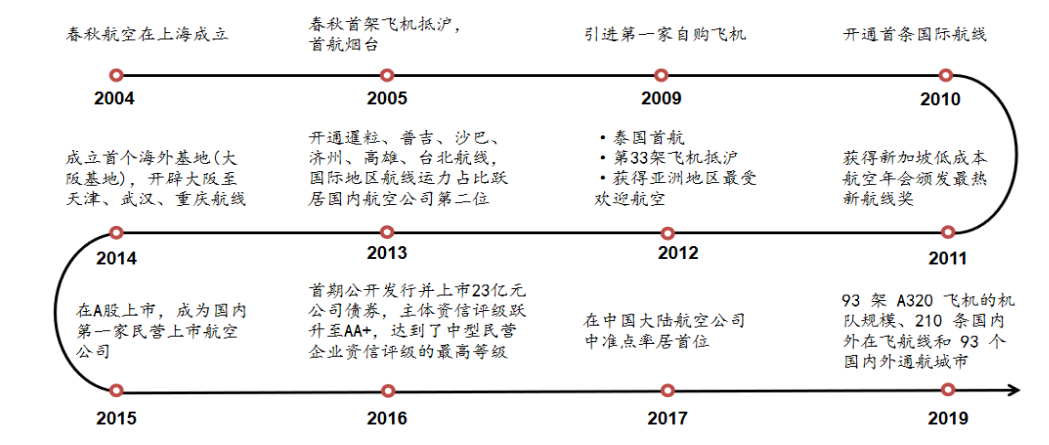
图 56: 2019 年上市航司单位 ASK 维修成本 (元)	21
图 57: 2019 上市航司单位 ASK 薪酬及福利费 (元)	21
图 58: 2010 年 vs 2019 年低成本航空国内航线市场份额	22
图 59: 2010 年 vs 2019 年低成本航空国际航线市场份额	22
图 60: 2019 上市航司单位 ASK 毛利润 (元)	23
图 61: 2018-2019 上市航司营业利润同比增速	23
图 62: 2019 上市航司单位 ASK 净利润 (元)	23
图 63: 2018-2019 上市航司净利润同比增速	23
图 64: 2019 上市航司净利率 (%)	23
图 65: 2019 上市航司期间费用率 (%)	23
图 66: 2017-2019 春秋航空客座率环比涨幅	25
图 67: 2017-2019 春秋航空航线数 (条)	25
图 68: 春秋 2017-2019 新基地机场旅客吞吐量 (万人次)	25
图 69: 春秋 2017-2019 新基地机场旅客吞吐量同比	25
图 70: 2017-2019 春秋航空平均座公里收益 (元)	26
图 71: 2017-2019 春秋航空航线客公里收益 (元)	26
图 72: 2019 年中国航空旅客吞吐量增速 TOP10 省份	26
图 73: 2017-2019 春秋航空航线补贴占营业利润比例	27
图 74: 2017-2019 春秋航空财政补贴占营业利润比例	27
图 75: 2020 年 1-3 月行业和春秋的旅客运输量同比增速	28
图 76: 2020 年 1-5 月上市航司旅客运输量同比增速 (%)	28
图 77: 2020 年 1-5 月上市航司的客座率 (%)	28
图 78: 2019-2020Q1 上市航司资产周转率 (次)	28
图 79: 2019 年 10 月-2020 年 3 月春秋航空的市场份额	28
图 80: 2020 年 1 月-5 月春秋航空旅客周转量	28
图 81: 2020Q1 上市航司营业利润同比下降幅度	29
图 82: 2020Q1 上市航司扣非归母净利润同比下降幅度	29
图 83: 2020Q1 上市航司归母净利润亏损 (亿元)	29
图 84: 2020Q1 上市航司归母净利润同比下降幅度	29
图 85: 2020 年 1-5 月国内民航客运量每日同比	29
图 86: 2020 年 1-5 月春秋航空客运量	29
图 87: 19W-20S 上市民营航司每周航班数 (班/周)	30
图 88: 20S 上市航司每周航班数较 19W 的环比增幅	30
图 89: 春秋航空 PE 中枢为 26 倍	31
图 90: 春秋航空历年平均 PE (TTM) 情况	31
表 1: 2019 年国内机场旅客吞吐量排名 TOP10	8
表 2: 春秋航空区域基地机场 2019 年旅客吞吐量和起降架次	9
表 3: 2017-2019 中国居民出境游热门目的地 TOP10	10
表 4: 春秋航空 2020-2022 年机队规模引进规划 (架)	13
表 5: 春秋航空 2020 夏秋航季国内线大幅提升 (班/周)	14
表 6: 中国主要低成本航空公司对比	17
表 7: A320 系列和 A321 系列机型对比	24
表附录: 三大报表预测值	32

## 1. 国内低成本航司龙头，未来发展空间广阔

### 1.1. 国内低成本航空龙头企业，领跑民营航司

春秋航空是中国低成本航空龙头企业，也是国内最大的民营航空公司，成立于2004年，2005年7月首航，2015年1月在上交所A股上市，成为中国民营航空第一股。春秋航空定位低成本航空业务模式，对内奉行环保、节俭、高效的低成本运营理念，对外凭借价格优势精准打入细分市场，吸引价格敏感性较高的自费旅客和追求高性价比的商务旅客，同时利用会员服务等手段提高目标客户群体消费黏性，开辟区别于全服务航空公司的盈利路径。

图 1：春秋航空发展历程（2004—2019）



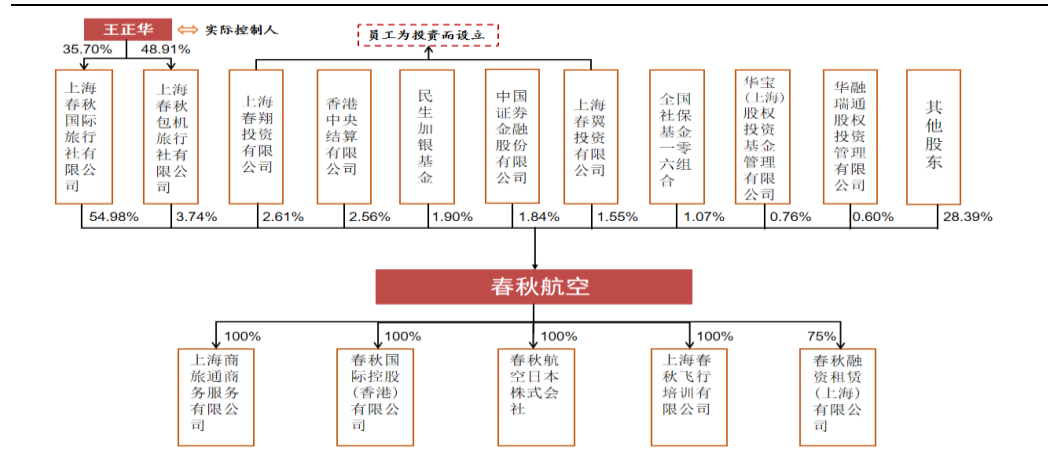
资料来源：公司官网、公司年报、浙商证券研究所

春秋航空控制权相对集中，决策机制高效灵活，民企优势显现。截至2020Q1，春秋国旅持有公司约55.0%的股份，是公司控股股东；第二大股东春秋包机持有超3.7%的股份。创始人王正华先生分别持有春秋国旅与春秋包机35.7%与48.9%的股份，同时还与春秋国旅的其他剩余23名自然人股东签订《一致行动人协议》的方式加强了其控制地位，是春秋航空的实际控制人。作为控制权相对集中的民企，公司决策机制高效便利，能更快速地调整经营策略应对变化的市场，提高企业的竞争力。

春秋航空是首个在A股推出股权激励制度的国内民营航空上市公司，与员工共享发展红利。春秋包机主要是春秋国旅24位自然人股东投资春秋航空的员工持股平台，春翔投资和春翼投资均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。此外，公司于2016年9月实施了第一期限制性股票股权激励计划，2018年和2019年连续实施两期员工持股计划。员工与公司的高捆绑度叠加多层次的股权激励制度，确保了高稳定性和强积极性的管理与核心技术团队，增强了公司发展的可持续性。



图 2：春秋航空股权架构（截至 2020Q1）

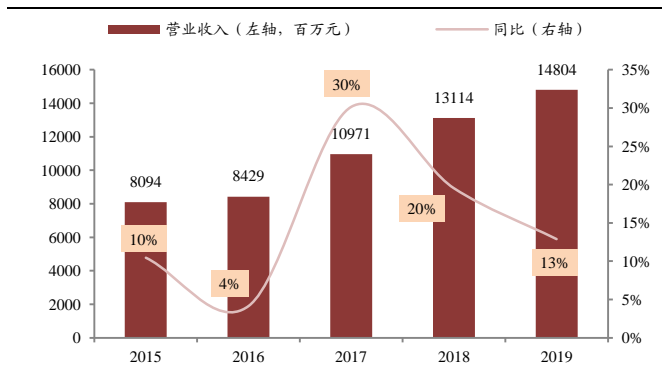


资料来源：公司官网、公司年报、浙商证券研究所

春秋航空凭借非传统经营模式、精细成本控制和灵活管理建立优势，盈利能力和抗风险能力领跑民营航空公司。从 2015 年上市到 2019 年，公司营业收入和归母净利润的年复合增长率分别为 16.3% 和 8.5%，显现成长属性。2019 年，公司实现营业收入 148.0 亿元，同比增长 12.9%，实现归母净利润超 18.4 亿元，同比增长 22.5%，销售净利率高达 12.4%，盈利能力在民营航司中稳坐榜首。

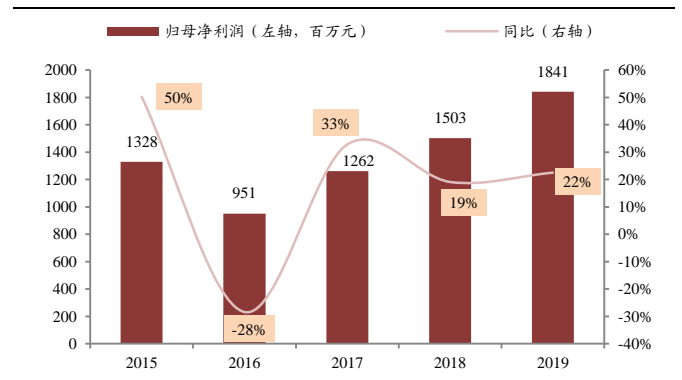
2020Q1，受疫情影响，行业遭遇重大打击，公司归母净利润同比下降 147.9%，在上市民航公司中受损程度最小，强抗风险能力主要得益于公司的票价稳定和成本控制等优势。因此，我们认为春秋航空中长期在低成本航空市场发展带动下将具备较强成长性。

图 3：2015-2019 春秋航空的营业收入



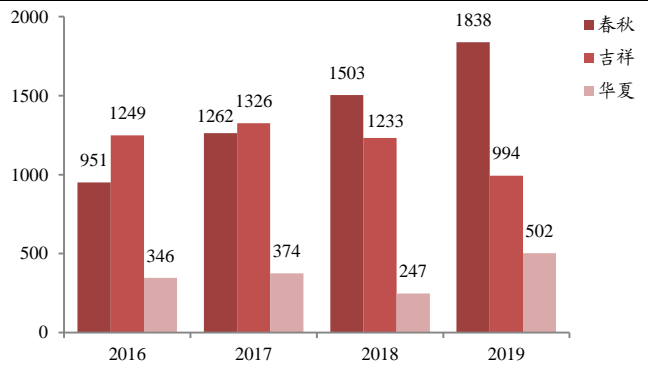
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：2015-2019 春秋航空的归母净利润



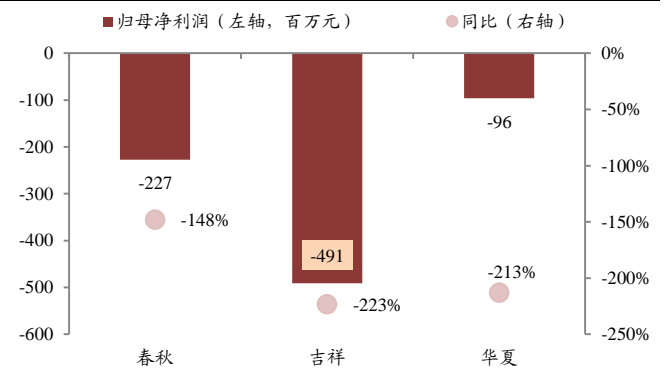
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：2016-2019 上市民营航司的归母净利润（百万元）



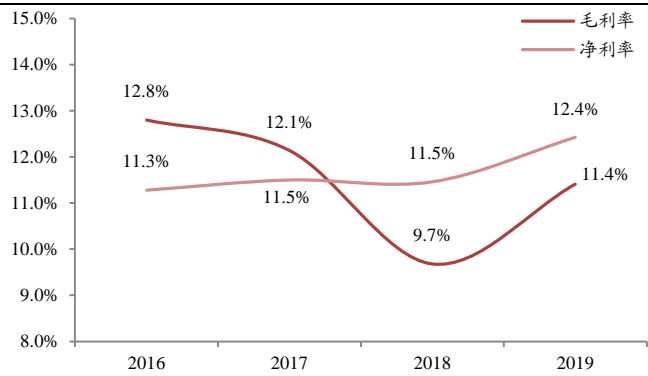
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：2020Q1 上市民营航司的归母净利润与同比



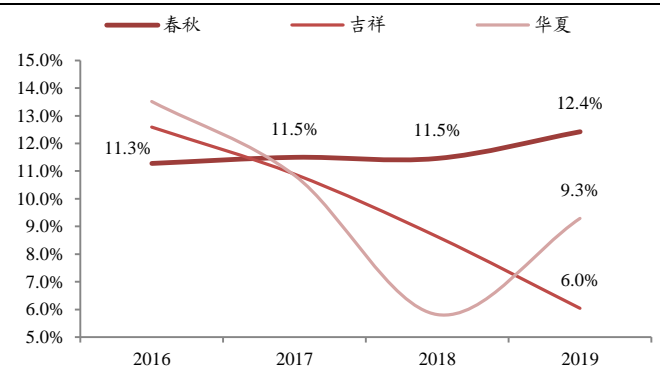
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：2016-2019 春秋航空的毛利率和净利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 8：2016-2019 上市民营航空公司的销售净利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 1.2. 国内立足上海基地，下沉二三线城市，开拓西部市场

春秋航空总部设在上海，以上海浦东机场和虹桥机场作为主枢纽基地。上海是我国重要的经济、金融、航运中心城市，影响力辐射华东区域，其独特的地理位置优势为公司的航空运输服务持续发展提供了充足保障。2019 年，上海两机场起降架次合计 78.5 万架次/+1.7%，旅客吞吐量共 1.2 亿人次/+3.5%，两场合计位列榜首，其中上海浦东机场是国内第二大枢纽机场，仅次于北京首都机场。

表 1：2019 年国内机场旅客吞吐量排名 TOP10

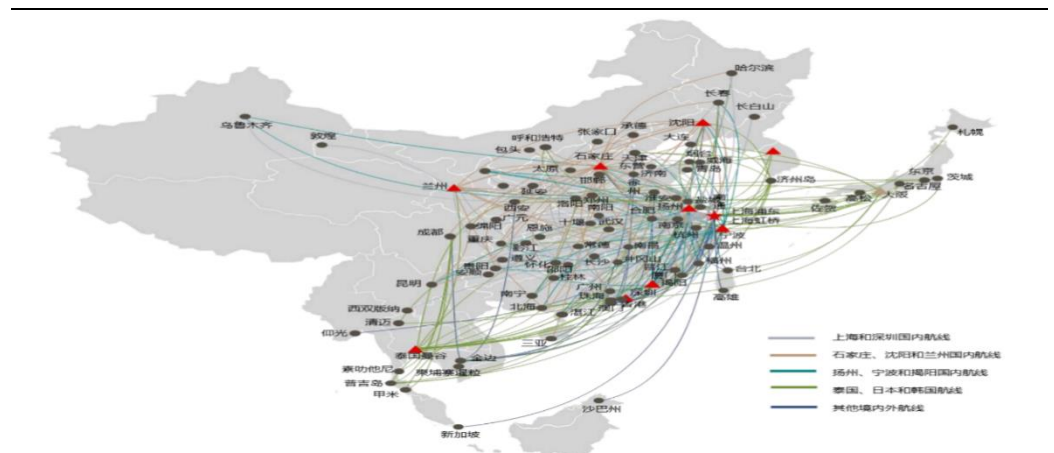
机场	名次	旅客吞吐量 (万人次)	同比增速 (%)	名次	起降架次 (万架次)	同比增速 (%)
全国		135162.9	6.9		1166.1	5.2
北京/首都	1	10001.4	-1.0	1	59.4	-3.2
上海/浦东	2	7615.4	2.9	2	51.2	1.4
广州/白云	3	7337.9	5.2	3	49.1	2.9
成都/双流	4	5585.9	5.5	5	36.7	4.2
深圳/宝安	5	5293.2	7.3	4	37.0	4.0
昆明/长水	6	4807.6	2.1	6	35.7	-1.0
西安/咸阳	7	4722.1	5.7	7	34.6	4.6
上海/虹桥	8	4563.8	4.6	10	27.3	2.3
重庆/江北	9	4478.7	7.7	8	31.8	5.9
杭州/萧山	10	4010.8	4.9	9	29.1	2.1

资料来源：中国民航局、浙商证券研究所

春秋航空立足上海，同时贯彻与传统大航司的差异化竞争策略，不断扩张区域基地布局版图。截至 2019 年，公司已形成以服务长三角区域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，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，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，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。

春秋航空近两年将运力下沉至二三线城市，构建更为多元化的航线网络和基地结构。2019 年以来，公司新投入运力于兰州和西安机场，以此作为开拓西北区域的基石，2020 夏秋航季（20S）相较 18 冬春航季（18W）每周新增兰州和西安相关的航班分别为 204 班/+237.2%和 54 班/+75.0%。未来公司还计划逐步增加西南重要城市的投入，使区域基地版图覆盖全国，打通全国主要市场。

图 9：截至 2019 年末公司航线网络覆盖示意图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所



表 2：春秋航空区域基地机场 2019 年旅客吞吐量和起降架次

枢纽	基地/机场	名次	旅客吞吐量 (万人次)	同比增速 (%)	名次	起降架次 (万架次)	同比增速 (%)
华东	上海/浦东	2	7615.4	2.9	2	51.2	1.4
	上海/虹桥	8	4563.8	4.6	10	27.3	2.3
	宁波/栎社	33	1241.4	5.9	42	9.0	4.7
	扬州/泰州	57	298.0	25	65	4.1	-18.1
华南	深圳/宝安	5	5293.2	7.3	4	37.0	4.0
	揭阳/潮汕	43	735.4	13.2	56	5.6	0.6
华北	石家庄/正定	37	1192.3	5.2	41	9.1	1.4
东北	沈阳/桃仙	22	2054.4	8.0	25	14.5	5.6
西北	西安/咸阳	7	4722.1	5.7	7	34.6	4.6
	兰州/中川	27	1530.3	10.4	29	11.9	8.4

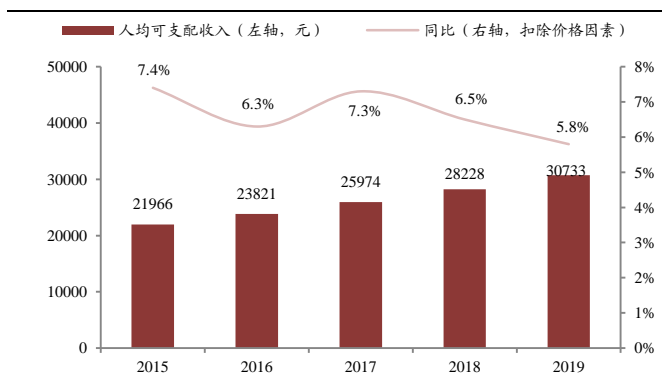
资料来源：中国民航局、浙商证券研究所

### 1.3. 国际深耕日韩东南亚，享周边游爆发红利

春秋航空以国内市场为基石，积极实施国际化发展战略，国际航班运力投入占比位列民营航司第一、国内航空公司第二。2010 年，公司开通首条国际航线，也成为我国第一家“走出国门”的民营航空公司，之后逐步开通日本、新加坡、泰国、韩国等航线，深耕日韩东南亚等周边国家和地区。截至 2019 年，公司国际航线达 69 条，占航线总数的 32.9%。

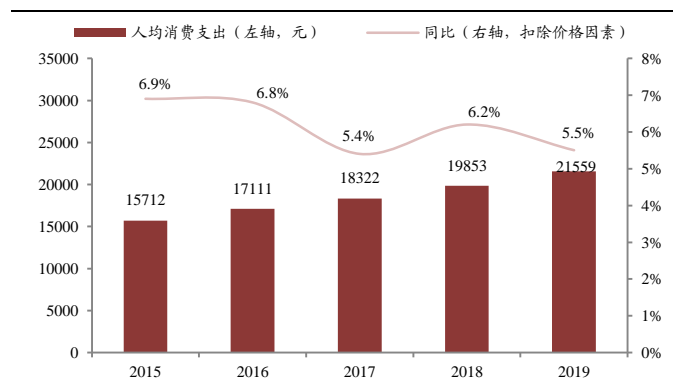
随着经济持续发展，我国居民人均可支配收入和消费支出呈现同步增长态势，2019 年分别达 30733 元和 21559 元。居民的消费热点由实物商品消费向旅游、交通、娱乐等服务消费转变，其中交通通信和教育文化娱乐在人均消费支出中的占比分别稳定在 13.0% 和 11.0% 以上，消费升级和热点转变有助于提升国际航空运输需求。2019 年，国内旅游人数达 60.1 亿人次，同比增长 8.4%；中国公民出境旅游人数达 1.6 亿人次，同比增长 3.3%。

图 10：2015-2019 中国居民人均可支配收入和同比增速



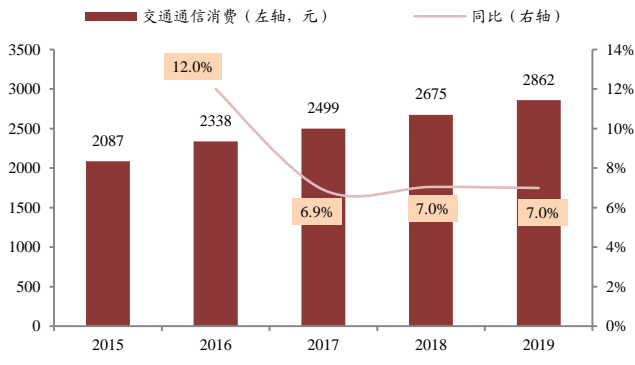
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 11：2015-2019 中国居民人均消费支出和同比增速



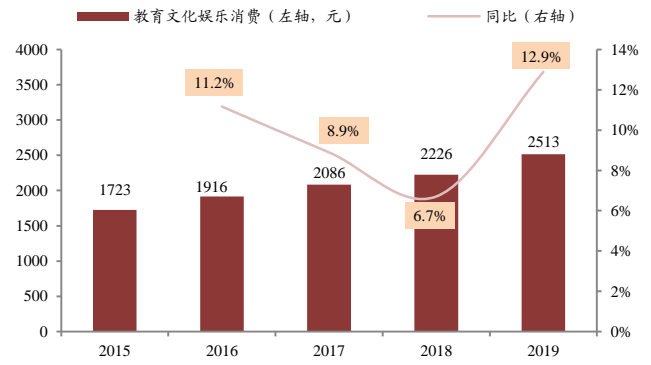
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 12: 2015-2019 中国居民人均交通&通信消费



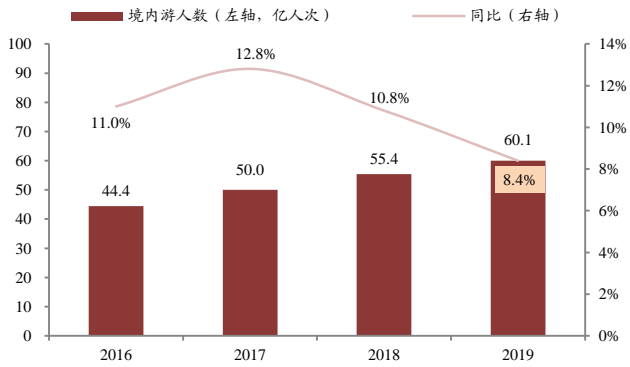
资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

图 13: 2015-2019 中国居民人均教育&文化&娱乐消费



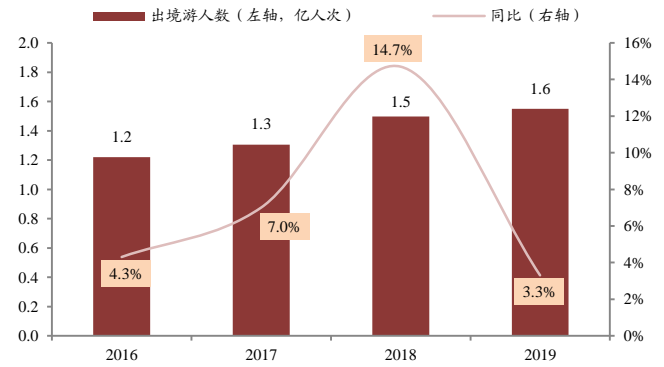
资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

图 14: 2016-2019 国内旅游人数和同比



资料来源: 文化和旅游部、浙商证券研究所

图 15: 2016-2019 中国公民出境游人数和同比



资料来源: 文化和旅游部、浙商证券研究所

**春秋深耕日韩东南亚市场，尽享周边出境游爆发红利。**自 2014 年起，我国出境旅游人数和境外旅游支出稳居世界第一，中国居民从境内游转向出境游的趋势日益凸显，日韩新马泰等周边国家稳定保持在我国最热门出境游目的地的 TOP10 行列。春秋国际航线以国内各主要基地和目的地网络为业务基础，将日本大阪、泰国曼谷和韩国济州作为主要境外过夜航空站，聚焦日韩东南亚重点市场，并向东北亚区域市场辐射发散，主动服务“一带一路”建设等其他国家重大战略。

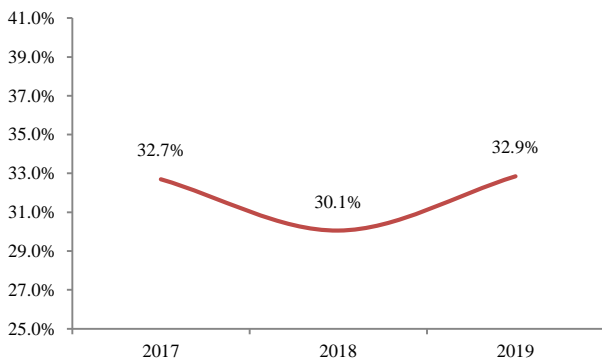
表 3: 2017-2019 中国居民出境游热门目的地 TOP10

名次	2017 年 (携程数据)	2018 年 (飞猪数据)	2019 年 (携程数据)
1	泰国	泰国	日本
2	日本	日本	泰国
3	新加坡	韩国	美国
4	越南	马来西亚	新加坡
5	印尼	美国	马来西亚
6	马来西亚	新加坡	澳大利亚
7	菲律宾	越南	越南
8	美国	澳大利亚	英国
9	韩国	菲律宾	印尼
10	马尔代夫	印尼	法国

资料来源: 携程《2017 年中国出境旅游大数据报告》、飞猪《2018 国民旅游消费新趋势洞察报告》、携程《2019 国民旅游消费报告》、浙商证券研究所

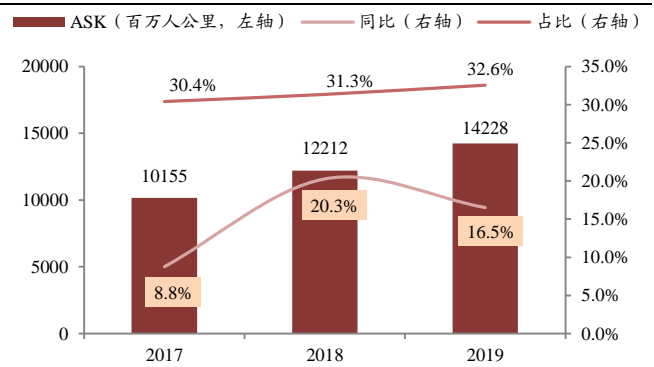
春秋国内外运力投放均衡，国外业务集中于泰日韩。2019年，公司持续积累原有基地及主要出发地国际时刻资源，同时围绕国内主要基地发展境内外航线，截至2019年底已拥有69条国际航线，占总航线数的32.9%。泰国、日本和韩国是公司国际航线中的三大主力线，2019年占据境外目的地的77.8%，运力按可用座公里计算合计同比增长18.2%，占据国际航线的82.8%。运力分布结构有小幅调整，其中泰国航线仍是运力投放最大的目的地市场，但2019年运力增速趋缓，主要是为了消化2018年过多新增运力投放；受东京奥运会带动以及政治形势缓和的催化，2019年日本航线全年运力增速超过65.0%。

图 16：2017-2019 春秋航空国际航线占比



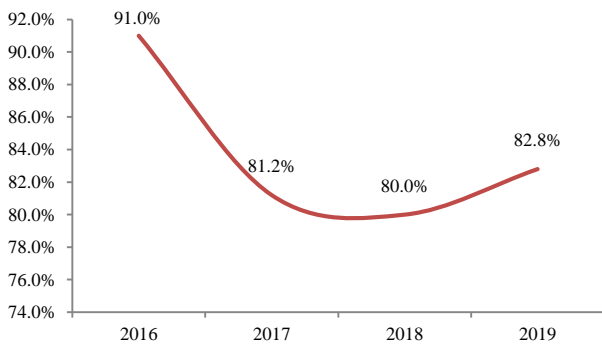
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 17：2017-2019 春秋航空国际航线可用座公里及占比



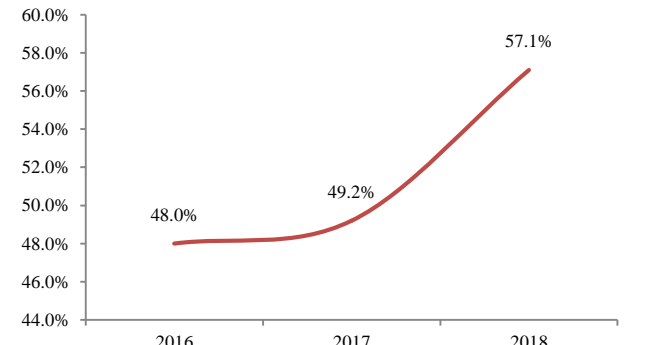
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 18：2016-2019 泰日韩合计运力 (ASK) 占国际航线比例



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

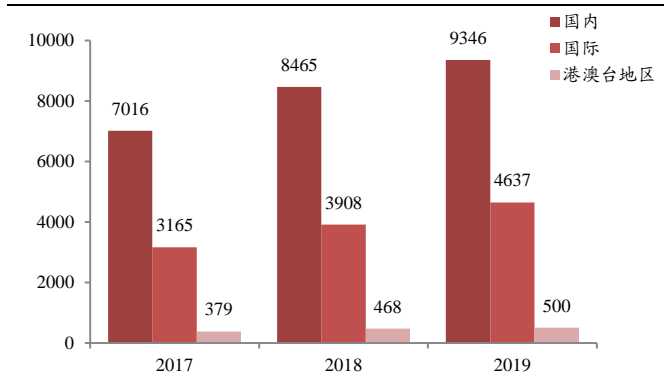
图 19：2016-2018 泰国线运力 (ASK) 占国际航线比例



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

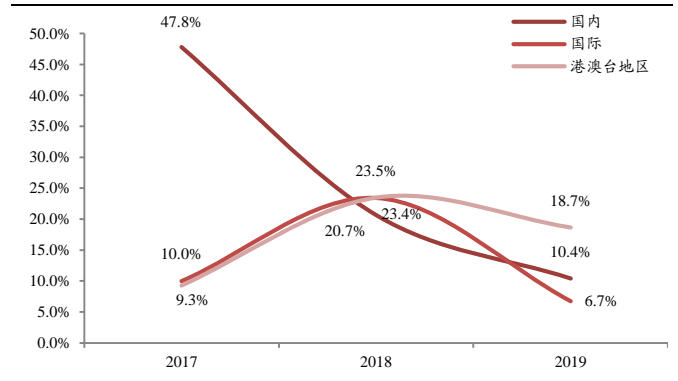
春秋航空境内外营收结构变动较小，国际业务收入稳中有升。春秋航空客运收入=收入客公里 (RPK) \* 客公里收益或可用座公里 (ASK) \* 座公里收益 (RASK)，RASK=客座率\*客公里收益，ASK、RPK、RASK 等是决定公司收入增速的重要因素。2019年，公司总体可用座位公里同比上升12.2%，国内、国际、港澳台航线可用座位公里占比分别为64.1%、32.6%和3.4%。国内航线可用座位公里同比上升10.0%，同时座公里收益同比提升0.6%，带动国内航线主营业务收入上涨10.4%，占主营业务收入比例达到64.5%；而国际航线和港澳台航线可用座位公里同比分别增长16.5%和14.7%，座公里收益同比分别提升1.5%和下降6.8%，使得国际和港澳台航线主营业务收入同比分别上升18.7%和6.8%，占主营业务收入比例分别为32.6%和3.4%。

图 20: 2017-2019 春秋航空分地区主营业务收入 (百万元)



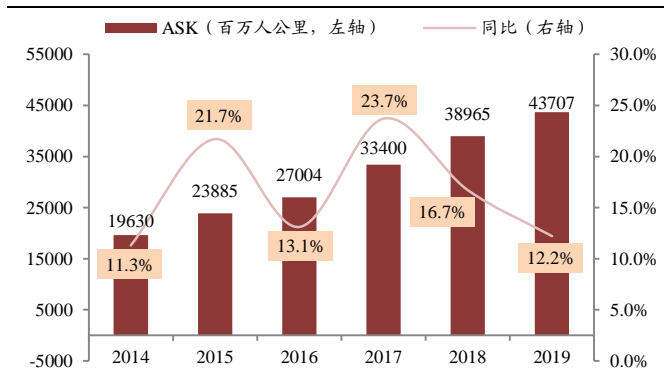
资料来源: 文化和旅游部、浙商证券研究所

图 21: 2017-2019 春秋航空分地区主营业务收入同比增速



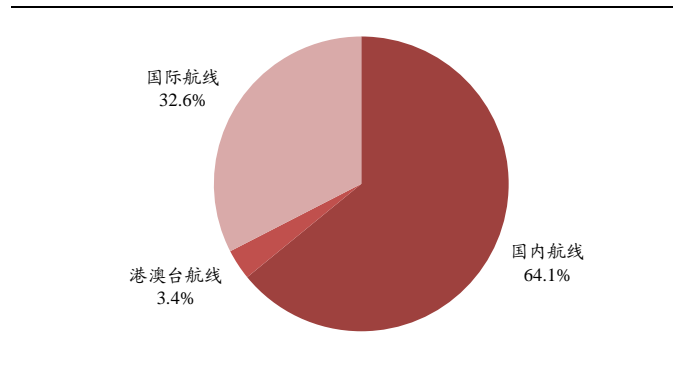
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 22: 2014-2019 春秋航空可用座公里 (ASK)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 23: 2019 春秋航空各地区 ASK 占比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

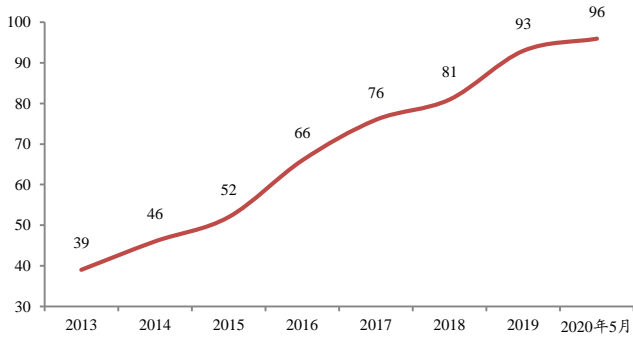
## 1.4. 两年机队规模扩大 19.4%，市场份额有望同步提升

### 1.4.1. 现有 96 架 A320，计划两年内机队规模再扩张 19.4%

**运营机型通航范围广，发展空间大。**截至 2020 年 5 月，春秋机队规模达 96 架 A320 系列飞机，拥有超 210 条航线，航线网络覆盖 93 个国内外城市。公司运营的 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，未来发展空间广阔。

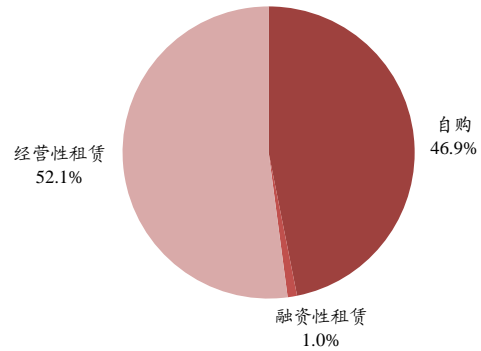
**春秋航空规划 2021 年机队规模达 111 架，逐年扩大运力为稳步增加航线数量和航线里程奠定基础。**截至 2020 年 5 月，公司拥有空客 A320 机型机队共 96 架，其中自购飞机 45 架，融资性租赁飞机 1 架，经营性租赁飞机 50 架，平均机龄 4.95 年；其中 A320neo 机型飞机 16 架，A320ceo 机型 80 架；186 座客舱布局 61 架，180 座客舱布局 35 架。2019 年至 2020 年 5 月，公司共引进 15 架空客 A320neo 机型飞机，其中 4 架为自购引进，其余 11 架通过经营性租赁方式引进，客舱布局均为 186 座。在 2020 至 2021 这 2 年，公司计划继续引进 27 架 A320 系列，除去期间经营租赁到期的 9 架，届时机队规模将扩至 111 架，增幅为 19.4%。

图 24：2013 年-2020 年 5 月春秋航空机队规模（架次）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 25：春秋航空机队引进方式分布（截至 2020 年 5 月）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 4：春秋航空 2020-2022 年机队规模引进规划（架）

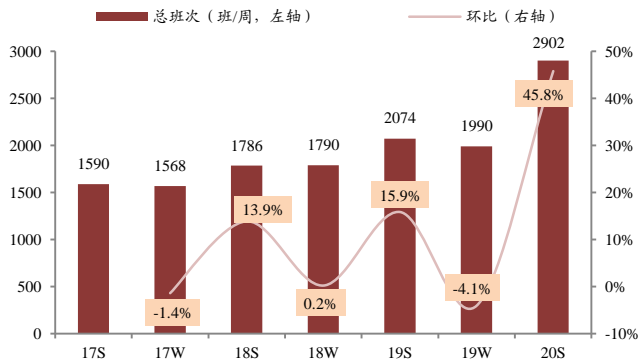
年份	引进规划	经营租赁到期	本年净增	年末规模
2020	12 架 A320 系列 (截至 5 月已引进 6 架)	2 架 A320 系列	10	103
2021	15 架 A320 系列	7 架 A320 系列	8	111
2022	12 架 A320 系列	11 架 A320 系列	1	112

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

#### 1.4.2. 国内线 2020 夏秋航季总班次增长 45.8%，上海航线占比稳中有升

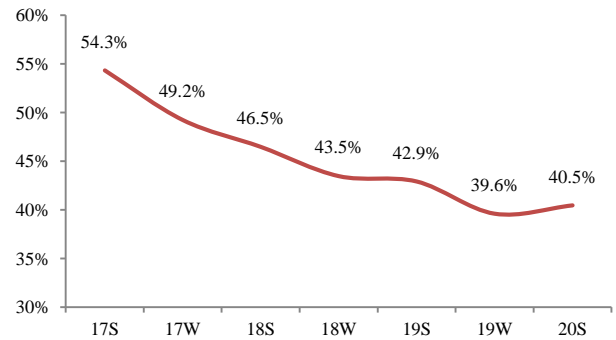
2020 年夏秋航季国内线总班次环比大幅提升 45.8%，上海两场航线占国内线比例稳中有升。根据民航内机预先飞行管理计划，我们统计了 2020 年夏秋航季（20S）春秋航空国内航班时刻增量情况，春秋航空国内线总班次大幅增长至 2902 班/周，较 2019 年冬春航季（19W）环比提升 45.8%，较 2019 年夏秋航季同比提升 39.9%，主要原因公司将大量原国际线运力调整至国内线以提高飞机利用率，弥补国际航线受疫情影响停飞的损失。2020 年夏秋航季，春秋航空从主基地上海机场始发国内班次共 1174 班/周，占国内线总班次的 40.5%，较上一航季占比提升 0.9%，实现稳中有进。

图 26：17S-20S 春秋航空国内线总航班数（含中转）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 27：17S-20S 春秋航空国内线中上海机场合计航班数占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所



表 5：春秋航空 2020 夏秋航季国内线大幅提升（班/周）

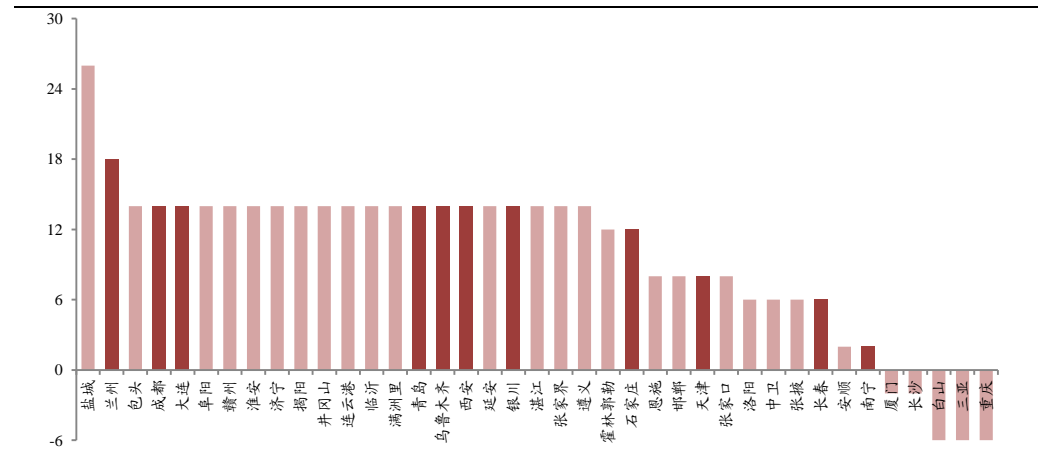
国内线	17W	18S	18W	19S	19W	20S
总班次（含中转）	1568	1786	1790	2074	1990	2902
上海浦东	290	348	296	408	284	670
上海虹桥	482	482	482	482	504	504
石家庄（不含上海）	320	310	320	332	342	378
其他	476	646	692	852	860	1350
上海虹浦占比	49.2%	46.5%	43.5%	42.9%	39.6%	40.5%

资料来源：中国民航局、浙商证券研究所

春秋航空以上海为基石，大力拓展二三线市场，大幅扩增航线。上海机场是春秋航空的主基地，19S 和 19W 春秋航空在上海两场的航线分别有 42 条和 36 条，20S 扩增至 55 条，同时总航班量较 19W 增长 49.0%。

春秋航空 20S 上海航线新增航班中优质航班占比大，同时大力向三四线市场拓展版图，多点开花。相较 19W，春秋航空上海虹浦两场 20S 合计新增 386 班。新增航线方面，上海航线每周新增 408 班，其中航线目的地为旅客吞吐量千万级机场的共 130 班，包括成都 14 班、大连 14 班、天津 8 班、青岛 14 班、乌鲁木齐 14 班、西安 14 班、银川 14 班、长春 6 班、南宁 2 班、石家庄 12 班、兰州 18 班，优质航班占比高达 31.9%。减少航班方面，上海航线每周减少三亚 6 班、厦门 2 班、重庆 6 班、白山 6 班、长沙 2 班。

图 28：春秋航空上海航线 2020 年夏秋航季变动（班/周）



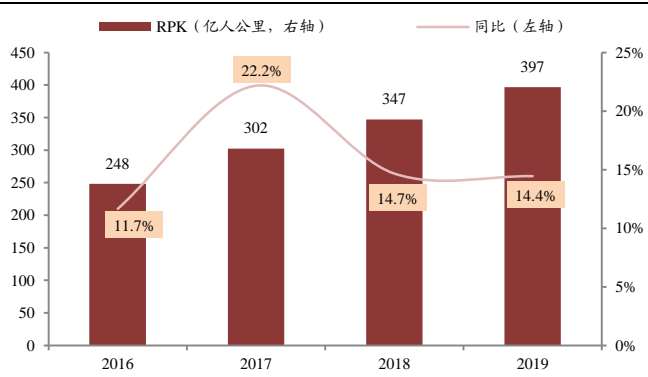
资料来源：中国民航局、浙商证券研究所

注：新增航班中加深的机场 2019 年旅客运输量达千万人次

### 1.4.3. 市场份额为民营航司首位，未来将享行业发展红利

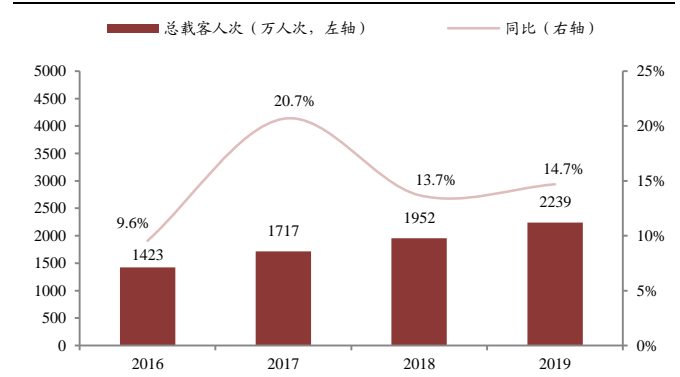
春秋航空已成为国内载运旅客人次、旅客周转量最大的民营航空公司。2019 年，公司完成运输总周转量 36.0 亿吨公里，同比增长 14.5%；完成旅客周转量（RPK）396.9 亿人公里，同比增长 14.4%；运输旅客 2239.3 万人次，同比增长 14.7%；客座率为 90.8%，同比提升 1.8%。

图 29: 2016-2019 春秋航空旅客周转量 (RPK)



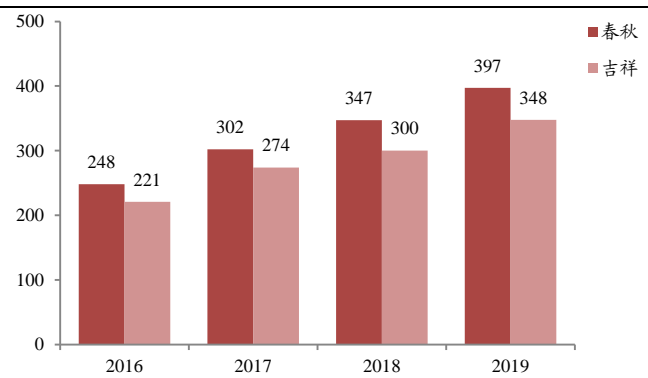
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 30: 2016-2019 春秋航空总载客人次



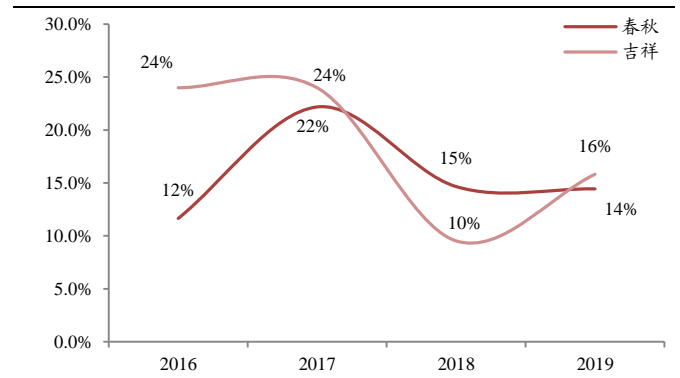
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 31: 2016-2019 上市民营航司 RPK (亿人公里)



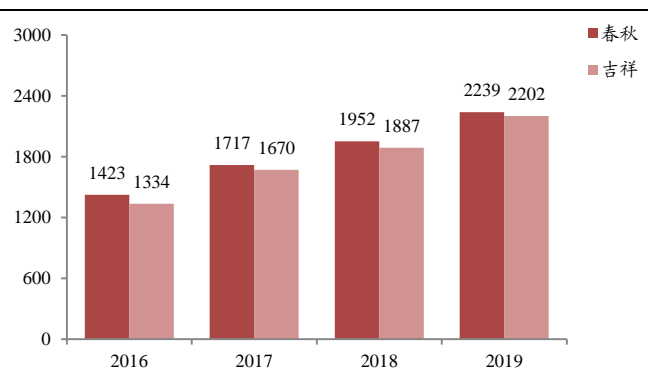
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 32: 2016-2019 上市民营航司 RPK 同比增速



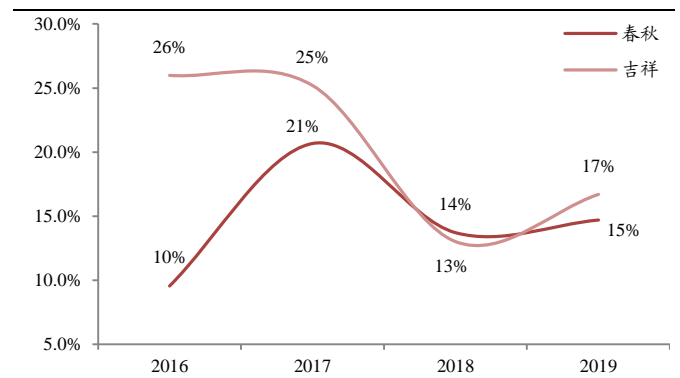
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 33: 2016-2019 上市民营航司总载客人次 (万人次)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 34: 2016-2019 上市民营航司总载客人次同比增速

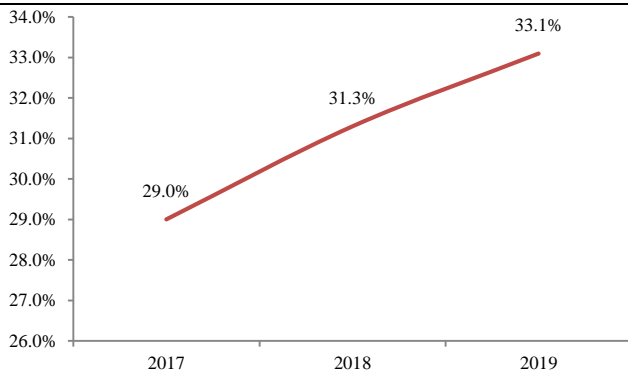


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

春秋航空 2019 年市占率达 3.4%，位列民营航司第一，未来将凭借领先优势享行业成长红利。在中国经济持续增长的推动下，中国航空运输业总体上仍保持增长的行业态势。根据国家统计局数据，2019 年民航旅客周转量 11705 亿人公里，较上年增长 9.3%，占各种运输方式比例为 33.1%，较上年上涨 1.8%，在综合交通运输体系中的地位和份额持续提升。以旅客周转量为评价指标，春秋航空国内市场份额持续上升，2016 年至 2019

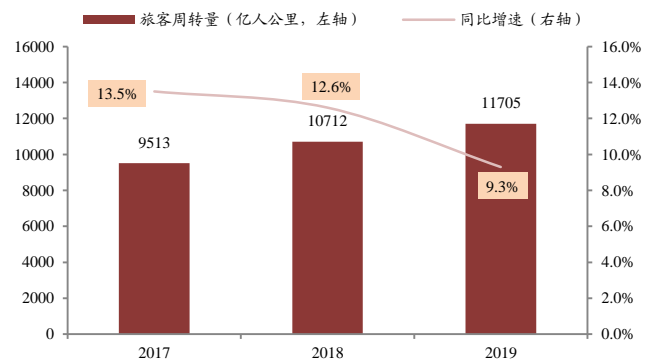
年从3.0%提升至3.4%，超过吉祥航空位列民营航空公司首位，建立了行业领先优势，未来公司有望跟随行业发展而稳步成长。

图 35：2017-2019 中国民航旅客周转量在交通体系中的比重



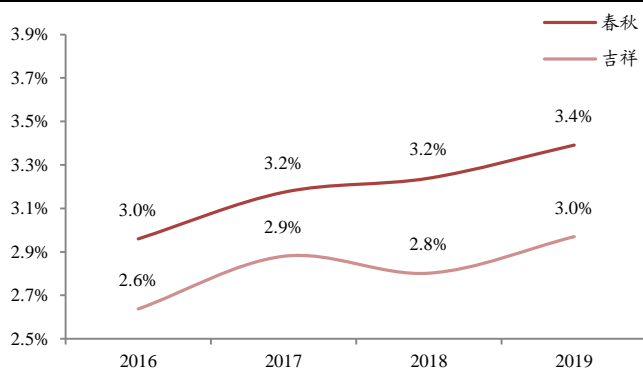
资料来源：中国民航局、公司公告、浙商证券研究所

图 36：2017-2019 中国民航旅客周转总量



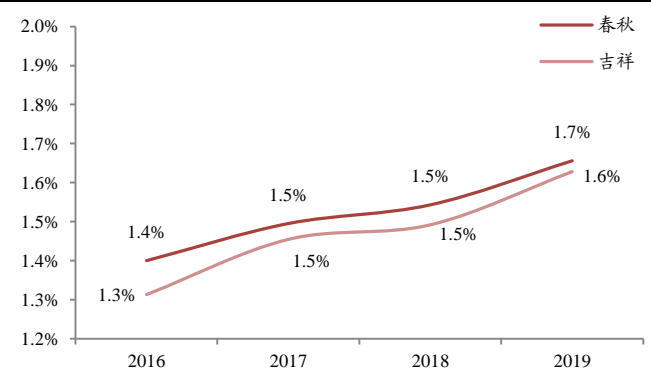
资料来源：中国民航局、公司公告、浙商证券研究所

图 37：2016-2019 上市民营航司 RPK 占行业 RPK 比例



资料来源：中国民航局、公司公告、浙商证券研究所

图 38：2016-2019 上市民营航司客运量占行业总量比例



资料来源：中国民航局、公司公告、浙商证券研究所

## 2. 低成本文化深入骨髓，助力公司下沉三四线城市

### 2.1. 国内民营航空龙头企业，低成本模式一枝独秀

春秋航空是国内低成本航空业务模式的拓荒者，也是中国最大的低成本航司。自成立以来，公司恪守低成本航空的商业模式，借鉴国外低成本航空龙头企业的成功经验，灵活定制管理决策，最大限度地利用现有资产，实现高效率的航空生产运营，以低成本和高效率双管齐下助力发展。近来，以海航旗下多家航司为代表开始进行低成本运营探索转型。以无行李额和无餐食飞机票比例均大于 50% 为标准，中国目前有 11 家低成本模式航司，有 7 家明确提出低成本战略定位，这其中有 5 家开通了国际航线。

在成立时间、机队规模、航线数量、通航城市、市场占有率等维度，春秋航空在中国低成本航司中均位列榜首。截至 2020 年 5 月，春秋航空机队规模为 96 架，可提供座位数较通常运营 A320 机型飞机且采用两舱布局的航空公司高 15.0%-20.0%，航线数量达 210 余条。2019 年，春秋航空旅客运输量约 2239.3 万人次，年客座率达 90.8%，祥鹏航空旅客运输量超 1200 万人次，九元航空旅客运输量 477.6 万人次，春秋航空在低成本航空市场中客座市场占有率占据领先地位。

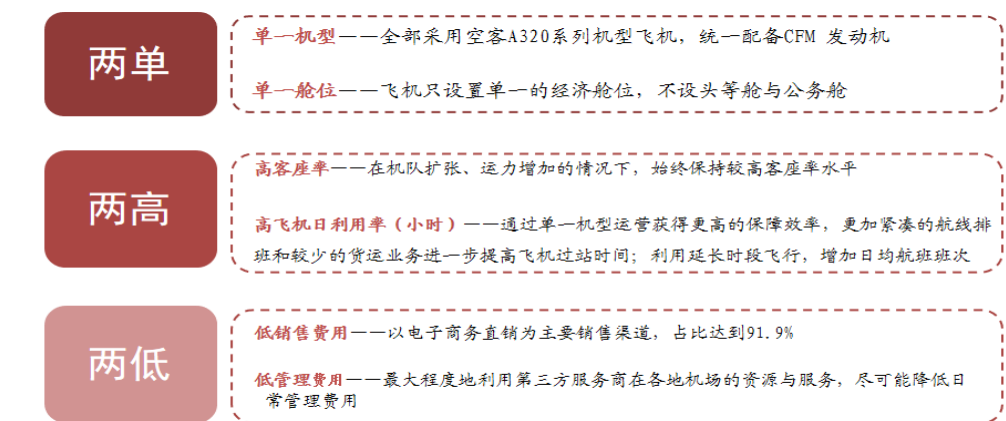
表 6：中国主要低成本航空公司对比

	春秋航空	成都航空	祥鹏航空	中联航	西部航空	幸福航空	九元航空
成立/转型时间	2004	2010	2016 转型	2014 转型	2010 转型	2008	2014
运营机型	A320	A320、ARJ21	A320、A330、B737	737NG	A320	新舟 60、B737	B737
机队规模(架)	96	55	53	49	35	26	20
主运营基地	上海	成都	昆明、丽江、成都、绵阳、郑州	北京	重庆、郑州	西安	广州
总航线数(条)	≥210	≥80	106	88	87	≥30	≥130
国际航线	有	无	有	有	有	无	有
通航城市(个)	93	30	81	81	52	10	≥50
公司类型	独立航司	川航子公司	海航子公司	东航子公司	海航子公司	东航子公司	吉祥子公司

资料来源：各公司官网、春秋 2019 年报、吉祥 2019 年报、Planespotters、浙商证券研究所

“两单”、“两高”和“两低”的低成本经营模式深入春秋航空骨髓。春秋航空借助“两单”（单一机型&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）的低成本航空业务模式，提高运营效率，获取竞争优势。

图 39：春秋航空的低成本业务模式：“两单”、“两高”和“两低”

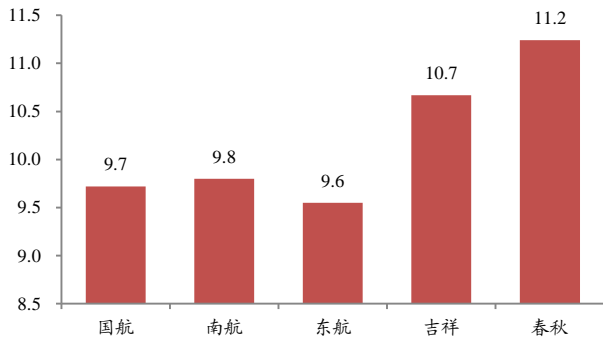


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**“两单”**：公司通过单一机型运营能够充分发挥规模效应，降低飞机采购、维修、仓储的管理成本，降低维修工程管理难度，使用单一舱位的紧密布局可以增加座位数而摊薄固定成本。截至 2020 年 5 月，公司拥有 96 架 A320 系列飞机，其中 61 架飞机为 186 座，可提供座位数较通常运营 A320 机型飞机且采用两舱布局的航空公司高 15.0%-20.0%。

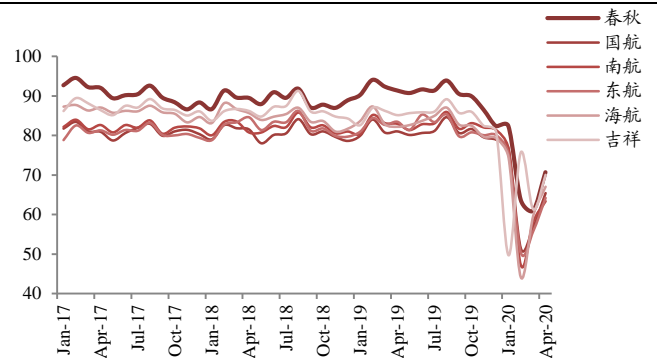
**“两高”**：以“两单”为基础，在机队扩张、运力增加的情况下，公司能始终保持较高的客座率水平，2019 和 2020Q1 分别为 90.8%和 72.5%，在行业中稳居榜首。同时，公司通过单一机型运营获得更高的保障效率，而更加紧凑的航线排班和较少的货运业务进一步提高了飞机过站时间。此外，公司利用差异化客户定位的优势在确保飞行安全的前提下，更多地利用延长时段（8 点前或 21 点后起飞）飞行，从而增加日均航班班次，提升飞机日利用率，摊薄固定成本。2019 年，春秋航空日平均利用率高达 11.2 小时，高出吉祥航空 5.3%，高出三大航 14.7%-17.7%，由于公司固定成本占主营业务成本比重约为 1/3，因此春秋航空能够因高日利用率拥有 5.0%左右的成本优势。

图 40：2019 年上市航司飞机平均日利用率（小时）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 41：2017 年 1 月-2020 年 4 月上市航司客座率趋势



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**“两低”：公司电子商务直销渠道占比达 91.9%，有效降低销售费用。**一方面通过销售特价机票等各类促销优惠活动的发布，吸引大量旅客在本公司网站预订机票；另一方面通过积极推广移动互联网销售，拓展电子商务直销渠道，有效降低了公司的销售代理费用。2019 年，公司除包机包座业务以外的销售渠道占比中，电子商务直销（含 OTA 旗舰店）占比达到 91.9%。

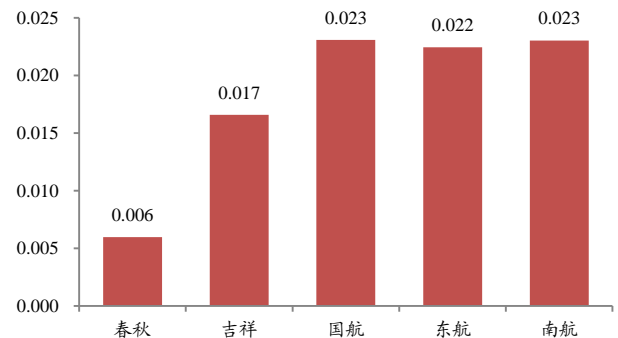
2019 年，公司单位 ASK 销售费用为 0.006 元，比吉祥航空节省 64.7%，比三大航平均水平节省 73.9%。公司拥有国内唯一独立于中航信体系并且是自主研发的分销、订座、结算、离港系统和后台核心运行管理系统，避免了高额的全局分销系统使用费及代理人佣金，每年为公司节省大量的销售费用支出。

图 42：春秋航空官网机票折扣活动示例



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 43：2019 年上市航司单位 ASK 销售费用（元）



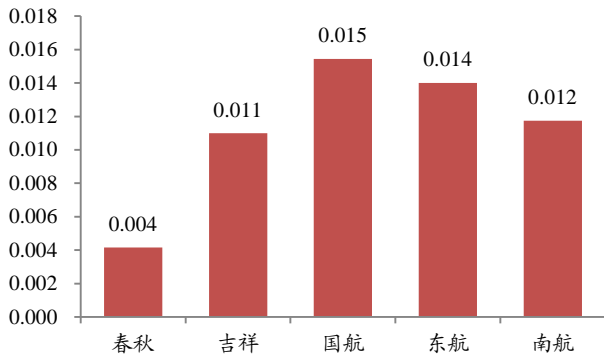
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2019 年，公司单位 ASK 管理费用为 0.004 元，比四大上市航司平均水平节省 69.2%。公司在确保飞行安全、运行品质和服务质量的前提下，通过最大程度地利用第三方服务商在各地机场的资源与服务，尽可能降低日常管理费用。同时通过先进的技术手段实现业务和财务 ERP 一体化，以实现严格的预算管理、费控管理、科学的绩效考核以及人机比的合理控制，有效降低管理人员的人力成本和日常费用。

公司凭借精细成本控制管理，从 2016 年至 2019 年，公司的单位销售费用和单位管理费用呈持续下降趋势，分别下降 36.8%和 42.9%，未来仍有下降空间。

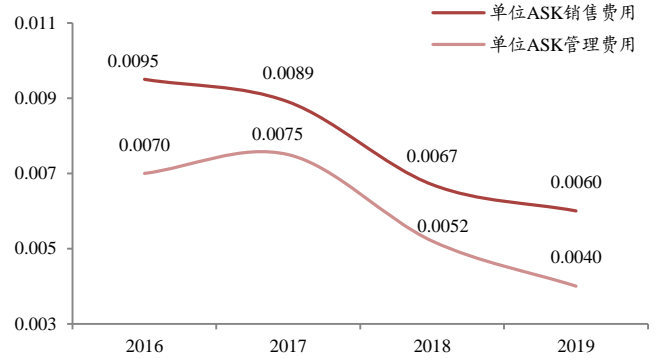


图 44：2019 年上市航司单位 ASK 管理费用（元）



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 45：2016-2019 春秋航空单位管理费用、单位销售费用（元）

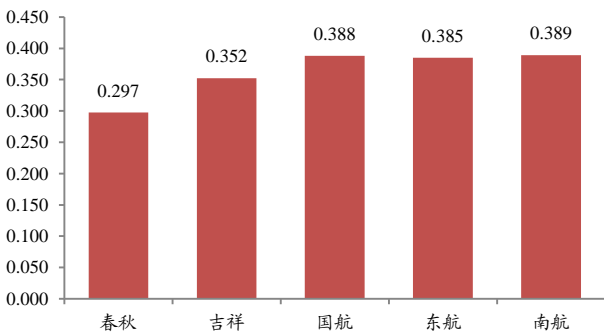


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 2.2. 春秋单位 ASK 成本比上市航司低 15.0%以上，低成本优势显著

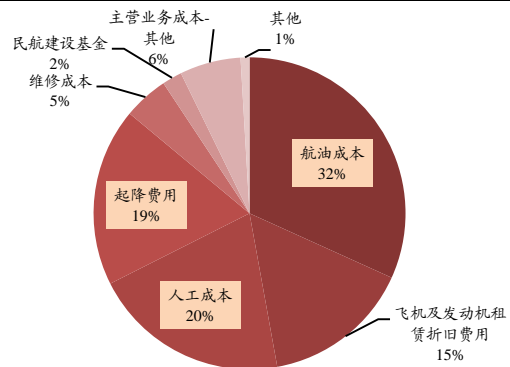
显著低成本优势是春秋航空的核心竞争力，与传统三大航构成差异化竞争。成本端，春秋航空 2019 营业成本 131.1 亿元，同比增长 10.7%；2020Q1 为 28.3 亿元，同比下降 11.2%。其中，2019 年航油成本 41.7 亿元，同比增长 4.0%，占营业成本的 31.8%，是公司最主要的成本；人工成本和起降费用紧随其后，分别占比 20.4%和 18.5%。对比行业上市可比公司，2019 年公司单位 ASK 成本 0.297 元，比吉祥航空低 15.6%，比三大航平均水平低 23.3%。

图 46：2019 年上市航司单位 ASK 成本（元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 47：春秋航空 2019 年营业成本构成

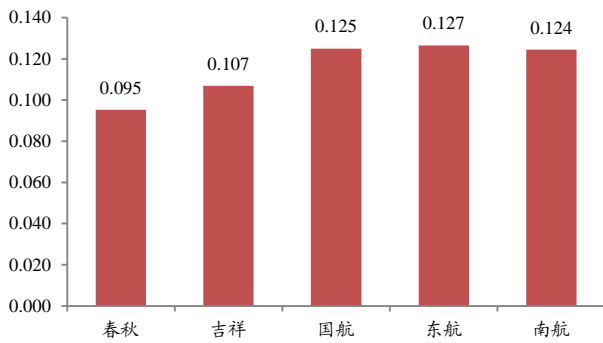


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

航油方面，公司 2019 年单位 ASK 航油成本 0.095 元，单位 ASK 非油成本 0.202 元，在行业可比上市公司中表现最优，单位航油成本比吉祥航空低 10.8%，比三大航平均水平低 23.9%，跑赢三大航的航油采购规模效应，这主要是得益于春秋航空的单一机型与单一舱位运营，单机座位数较高。

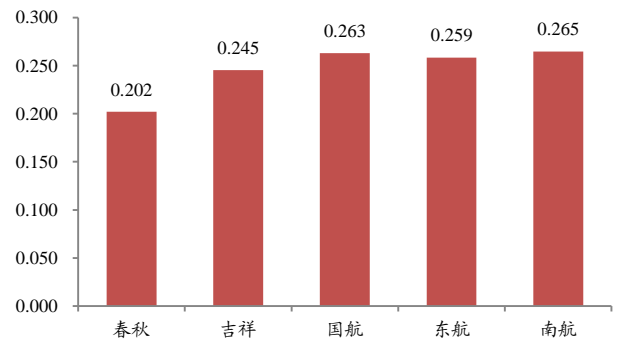
公司 2019 年单机航油成本 4479 万元，在可比上市公司中极具竞争优势，小胜吉祥 1.3%，比三大航平均水平低 9.5%。这主要得益于公司的机队低龄化，平均机龄接近 5.0 年，低于三大航平均水平 23.9%；而且公司目前的机队全部为低油耗主力机型 A320 系列，此机型具备更高的燃油经济性。

图 48：2019 年上市航司单位 ASK 航油成本（元）



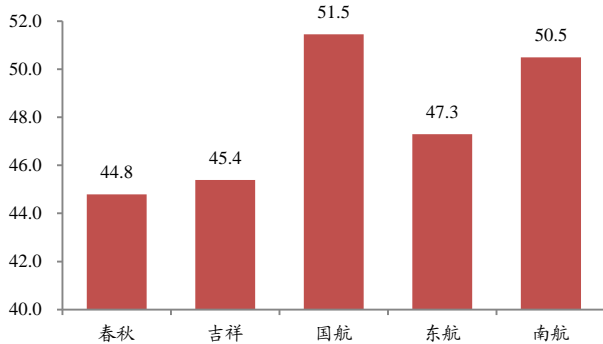
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 49：2019 年上市航司单位 ASK 扣油成本（元）



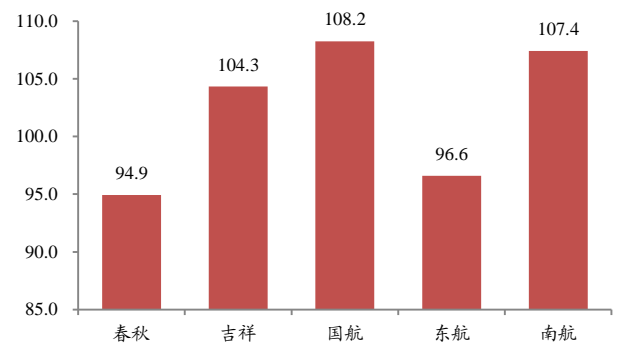
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 50：2019 年上市航司单机航油成本（百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

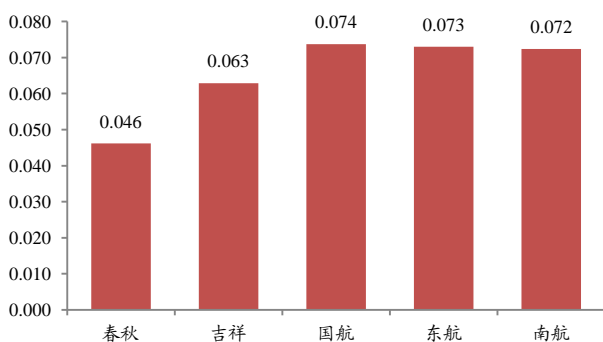
图 51：2019 上市航司单机扣油成本（百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

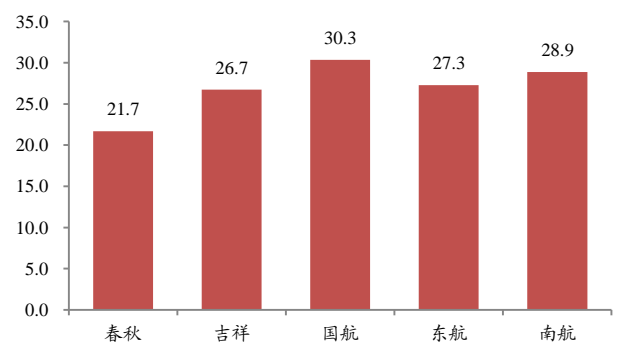
飞机及发动机租赁折旧成本方面，在单架飞机和单位 ASK 两个维度春秋航空均保持全行业最低，2019 年单机租赁折旧成本为 21.7 百万元，较三大航均值低 24.8%；单位 ASK 租赁折旧成本为 0.046 元，较三大航均值低 36.1%。这主要得益于其“两单”策略，一方面使用同一种机型和发动机可通过集中采购降低飞机购买和租赁成本、飞机自选设备项目成本、自备航材采购成本及减少备用发动机数量；另一方面，公司利用单舱布局使得座位数较同机型标准两舱航班或三舱航班高 15.0%-20.0%，有助于摊薄固定成本。

图 52：2019 年上市航司单位 ASK 租赁折旧成本（元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

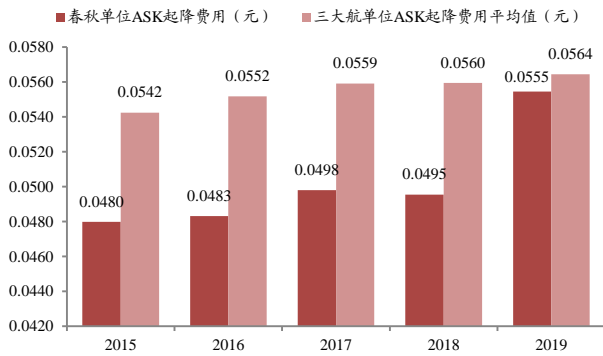
图 53：2019 上市航司单机租赁折旧成本（百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

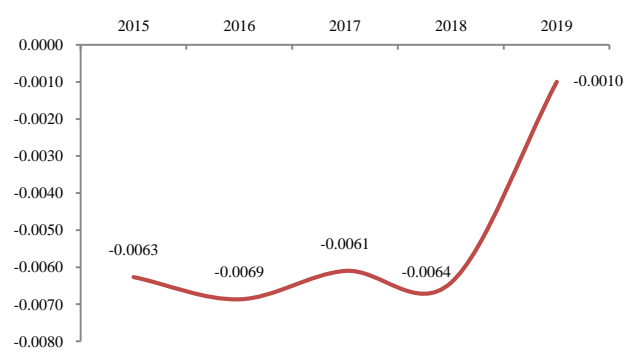
起降费用方面，春秋的优势不明显。2019年，春秋单位ASK起降费用为0.0555元，增幅达12.1%，比三大航平均成本水平仅节省1.6%，两者间的差值明显缩小，主要原因是2019年起降费较高的国际航线占比增加，从19S到19W提升了4.9个百分点。一般而言，国际航班单机起降费较国内航班高2倍左右，而春秋拥有上市公司中最高的国际航班占比。

图 54：2015-2019 年春秋与三大航单位 ASK 起降费用对比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

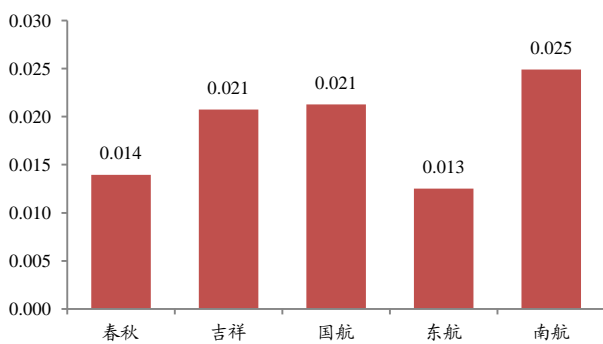
图 55：2015-2019 春秋单位起降费用与三大航均值的差值 (元)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

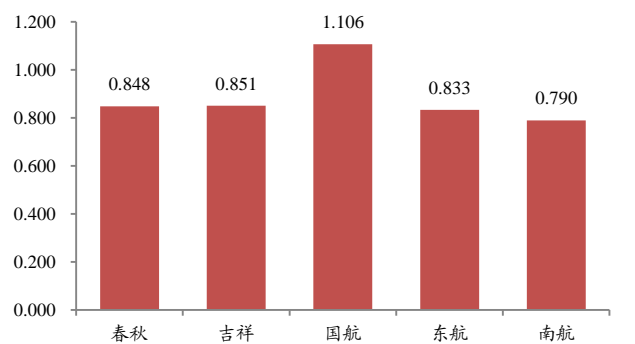
维修成本方面，春秋航空2019单位ASK维修成本0.014元，仅高于东航7.7%，比其他三家航司低至少33.3%，位于全行业领先地位。这主要得益于其单一机型的规模效应，能够将发动机、辅助动力装置包修给原制造商以达到控制飞机发动机大修成本，还能通过集约航材储备降低航材日常采购、送修、仓储的管理成本，并降低维修工程管理难度。此外，高客座率有助于摊薄固定成本。

图 56：2019 年上市航司单位 ASK 维修成本 (元)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 57：2019 上市航司单位 ASK 薪酬及福利费 (元)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

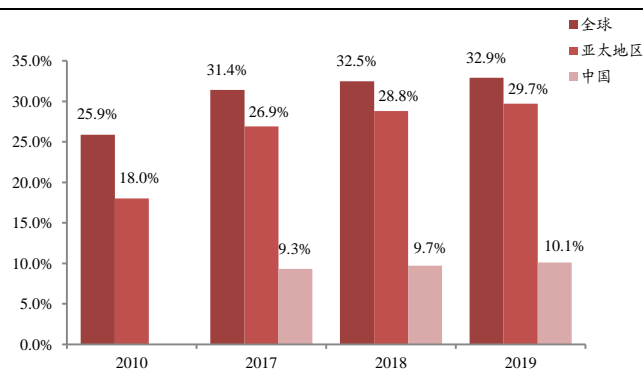
餐食成本方面，2019年，吉祥航空平均单人餐食成本为15.6元，三大航平均单人餐食成本为31.4元，春秋航空作为低成本航空公司，不提供餐食服务，能节省成本大约3.4亿元，使得春秋航空主营业务成本缩减2.6%。

### 2.3. 中国低成本航空行业发展空间广阔

根据亚太航空中心统计,2010年至2019年,全球低成本航空的国内航线市场份额从25.9%提升至32.9%,国际航线市场份额从6.9%提升至13.8%;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,以飞机票无餐食和无行李服务比例均大于50%为标准,我国目前有11家低成本航空公司,占国内航线市场份额为10.1%,低成本航空公司无论从数量还是市场份额来看仍然较少。

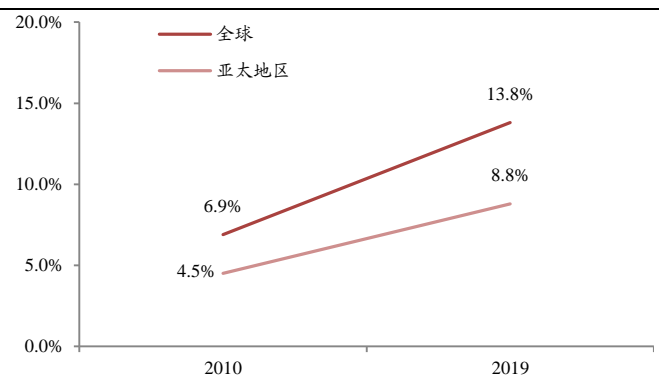
国内低成本航空产业市场仍在成长期,未来潜力巨大,春秋航空有望享用行业规模扩张红利。随着国内人均收入增长,航空出行需求日益上涨,航运在综合交通体系内的地位和作用不断提升,我国低成本航空市场还有很大发展空间,前景广阔。春秋航空是国内低成本航空公司龙头,并已在整个航空产业中排名前列,凭借其先发优势和领先优势,未来将能更大程度受益行业发展,加速成长壮大。

图 58: 2010 年 vs 2019 年低成本航空国内航线市场份额



资料来源: 亚太航空中心、春秋 2019 年报、浙商证券研究所

图 59: 2010 年 vs 2019 年低成本航空国际航线市场份额



资料来源: 亚太航空中心、春秋 2019 年报、浙商证券研究所

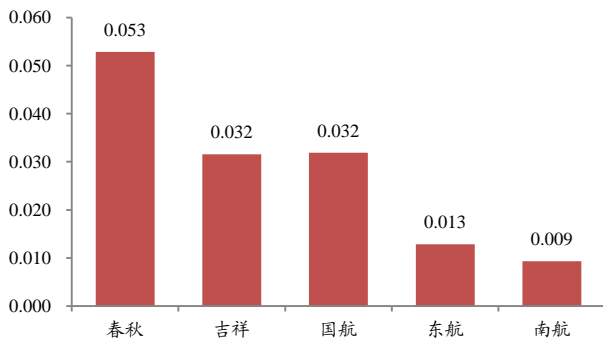
### 3. 盈利能力领先, 未来多重催化助力公司业绩上行

#### 3.1. 单位 ASK 净利润超出同行 68.0%以上, 盈利能力具有领先优势

春秋航空的单位 ASK 盈利能力具有明显优势。毛利方面,主要取决于公司现有航线资源的优质程度以及公司成本管控能力。2019 春秋航空单位 ASK 毛利润 0.053 元,超出第二名国航和吉祥 65.6%。期间费用方面,2019 年公司单位 ASK 销售费用、管理费用分别为 0.006 元和 0.004 元,费用管控能力位居可比上市公司首位。

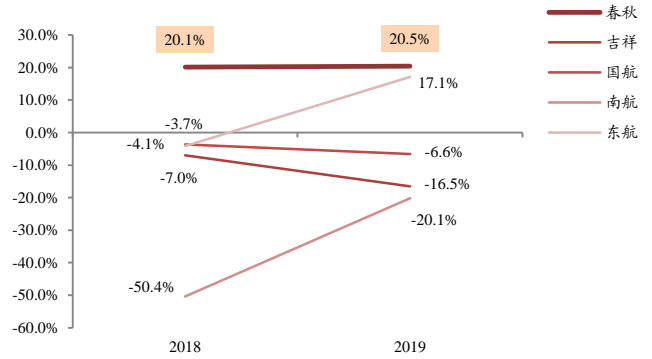
净利方面,2019 年春秋航空单位 ASK 净利润 0.042 元,超出第二名吉祥和国航 68.0%,优势显著。从 2017 年到 2019 年,春秋航空是上市航司中唯一始终保持营业利润同比增长率和净利润同比增长率均为正值的,呈现出较强成长属性。

图 60: 2019 上市航司单位 ASK 毛利润 (元)



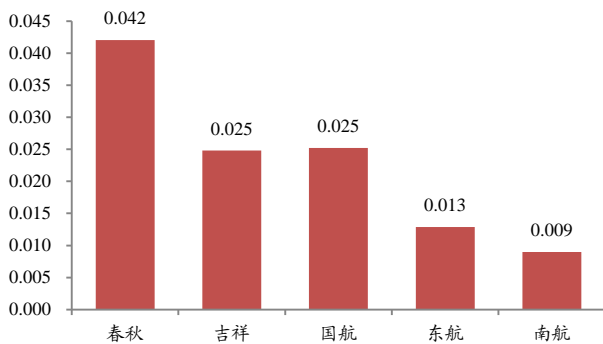
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 61: 2018-2019 上市航司营业利润同比增速



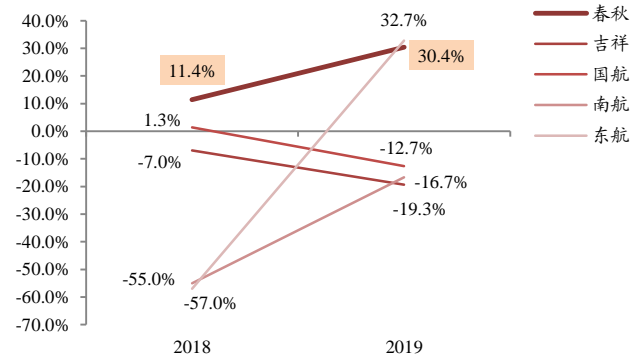
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 62: 2019 上市航司单位 ASK 净利润 (元)



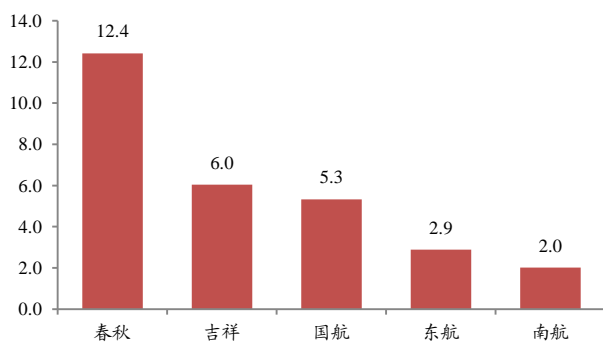
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 63: 2018-2019 上市航司净利润同比增速



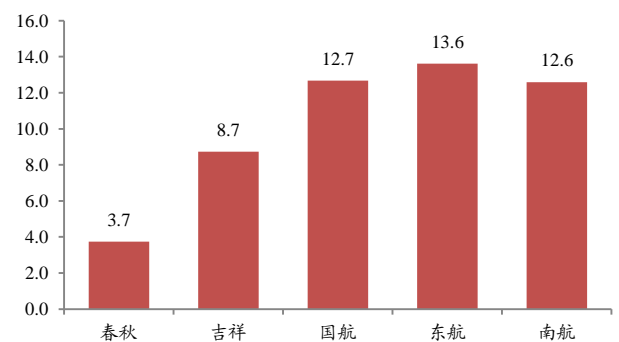
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 64: 2019 上市航司净利率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 65: 2019 上市航司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 3.2. 未来创收增长点一: 2020 年起引入 A321 系列新机型

春秋航空将于 2020 年内引入 240 座级、最大航程 7400km 的 A321neo 客机, 收益水平有望进一步提升。A321 系列飞机具有载客量大、航程长、单位航油成本较低的特点, 能够进一步稳固低成本航空公司的成本优势。A321neo 在 2 舱布局下可容纳 206 名乘客, 在春秋的单一舱位布局下为 240 座, 较 A320neo 机型的 186 座增加 29.0%, 能有效摊薄固定成本 (约占营业成本的 1/3)。此外, A321 机型与现有 A320 机型的零部件通用程度高, 在充分利用现有有机务、维修保障、机组的前提下, 能有效降低维护成本和日常运行



成本,以最小成本进一步开拓低成本航空市场,扩展公司的运营能力,进一步提升收益。根据民航资源网报道,春秋航空董事长王煜提及将于2020年正式引入240座的A321neo机型,其预订客机被拍到已进入交付前试飞阶段。

**A321neo 航程的飞跃能够助力春秋航空突破低成本航司发展瓶颈。**A321neo的最大航程为7400km,较A320neo增加17.5%,飞机航程的大幅增加可以使春秋航空等低成本航空公司在不购买宽体机的前提下执飞中距离航线的航班,既能保持低成本优势,又能增加未来拓展航线的潜力。我国国土面积大,一二线空域时刻资源紧张,春秋作为民营航司不具备先发优势,而直飞中距离航线的能力可以助力其拓展一二线城市的部分周边国际航线,突破发展瓶颈。

根据民航资源网报道,2019年底春秋航空创始人王正华公开表达了对A321XLR机型的浓厚兴趣,未来将有望引入。在A321neo机型的基础上,空客还推出A321LR和A321XLR两款衍生机型,其中A321XLR将于2023年面世。A321XLR的最大航程提升至8700km,较A321neo增加17.6%,实现质的突破。此外,空客还宣称A321XLR的单座燃油消耗将比上一代竞争机型B757-200降低30%,在座位数上升提高收入的同时降低成本,能够有效提高收益。

**表 7: A320 系列和 A321 系列机型对比**

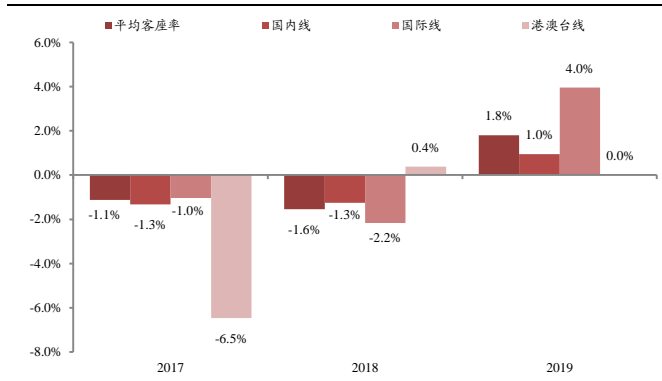
机型	座位数 (2 舱布局)	座位数 (春秋布局)	最大航程 (km)	单座燃油 消耗	目录价格 (亿美元/架)	状态
A320ceo	140-170	180/186	6200		1.06	已引入 80 架
A320neo	165	180/186	6300	比 A320ceo 节省约 20%	1.11	已引入 16 架
A321neo	206	240	7400		1.30	交付前试飞
A321LR	220	253-264	7600			
A321XLR	180-220	207-264	8700	比 B757-200 降低 30%		实际控制人王正华表达了浓厚兴趣

资料来源:空客官网、公司公告、民航资源网、浙商证券研究所

### 3.3. 未来创收增长点二:新航线+新基地成熟度提升

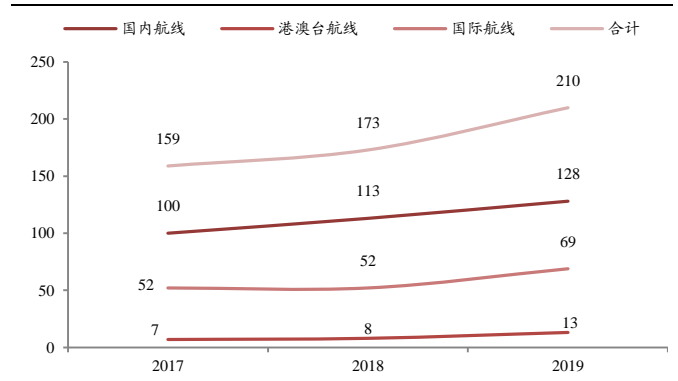
**新航线培育成熟,客座率提升效果明显。**2017年-2019年,公司新增航线51条,增幅达32.1%,经过一段时间的培育,新增航线成熟度有所提升,2019年平均客座率为90.8%,国内线客座率为92.4%,较上两年均实现正增长。自2017年起,公司针对客座率较高的国内成熟航线进行收益管理优化尝试,实现高客座率的有效变现,当年国内客公里收益较上年涨幅达到13.5%,而客座率仅下降1.3pts,成熟市场基地综合收益提升幅度均显著高于行业水平。

图 66: 2017-2019 春秋航空客座率环比涨幅



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

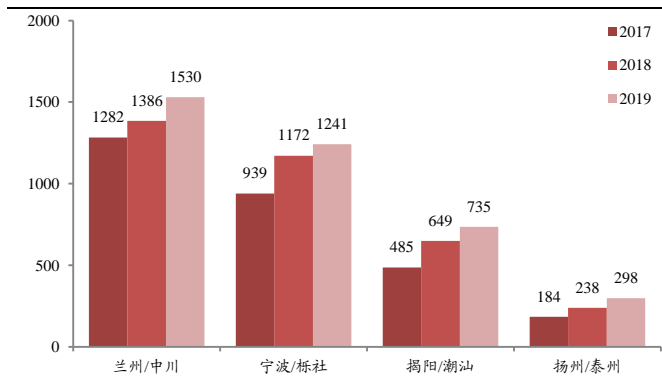
图 67: 2017-2019 春秋航空航线数(条)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

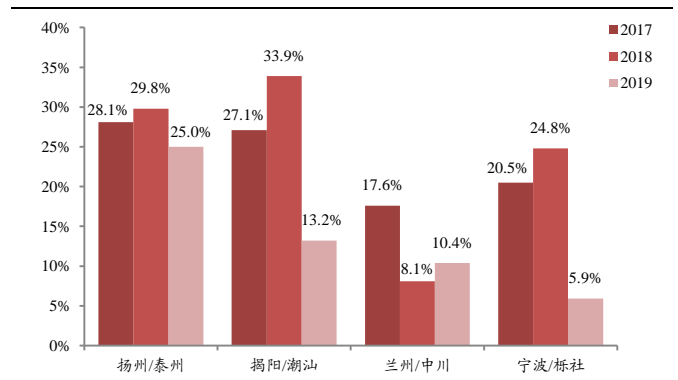
新基地培育成熟度提高, 座公里收益同步增加, 助力春秋航空增加创收。自 2017 年起, 公司开始培育华东扬州、宁波基地和华南汕头基地, 并于 2019 年上半年进入兰州中川国际机场, 投入三架过夜飞机运力作为开拓西北市场的第一站, 提升西北区域的航网纵深。2019 年, 宁波栎社机场、揭阳潮汕机场和扬州扬泰机场的旅客吞吐量分别为 1241.4 万人/+5.9%、735.4 万人/+13.2%和 298.0 万人/+25.0%。新基地经过两三年的市场培养, 成熟度上升, 座公里收益将同步增加, 盈利能力提升。

图 68: 春秋 2017-2019 新基地机场旅客吞吐量(万人次)



资料来源: 中国民航局、浙商证券研究所

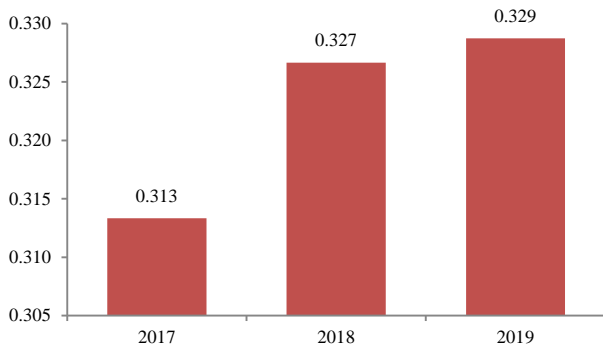
图 69: 春秋 2017-2019 新基地机场旅客吞吐量同比



资料来源: 中国民航局、浙商证券研究所

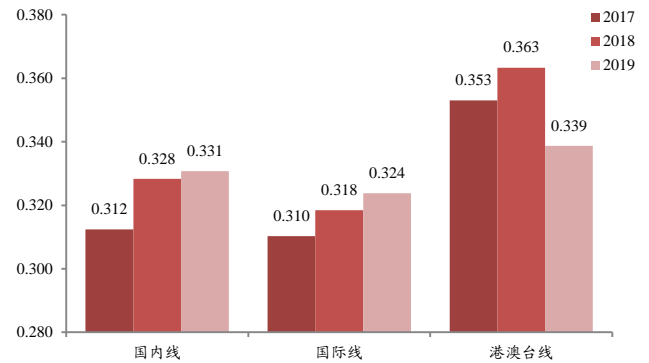
2019 年, 国内航线表现较为平稳, 全年座公里收益较去年同期微涨 0.6%。在各基地中, 当年新设的兰州基地, 以及由于下半年受行业宽体机运力投入增幅较大和周边地区政治局势影响较大的深圳基地, 座收益出现轻微降幅, 其余主要基地国内航线座公里收益同比均有提升。国际座公里收益较去年同期上涨 1.5%, 其中泰国航线收益水平逐渐回暖, 日韩航线则由于新增运力集中投放且过往票价基数较高收益水平有所下降。

图 70: 2017-2019 春秋航空平均座公里收益 (元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 71: 2017-2019 春秋航空航线客公里收益 (元)

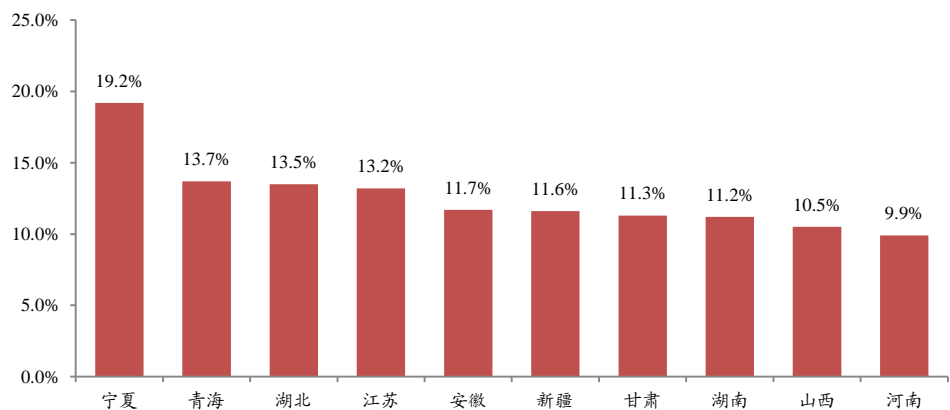


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 3.4. 未来创收增长点三: 在三四线城市生存并盈利

三四线城市航空市场前景广阔, 近年来客运量呈现高增速态势。一方面, 是因为地方经济发展带动了地方居民消费升级, 消费热点从实物转向服务, 居民出行需求以及选择航空出行方式的意愿增加; 另一方面, 是由于一二线机场时刻资源紧张, 压缩了中小航司的市场区间, 而三四线城市政府又提供财政扶持, 大力发展航空运输, 吸引了部分中小航司进驻, 前期推出的优惠措施将对市场有较强的刺激效果。

图 72: 2019 年中国航空旅客吞吐量增速 TOP10 省份



资料来源: 民航局、浙商证券研究所

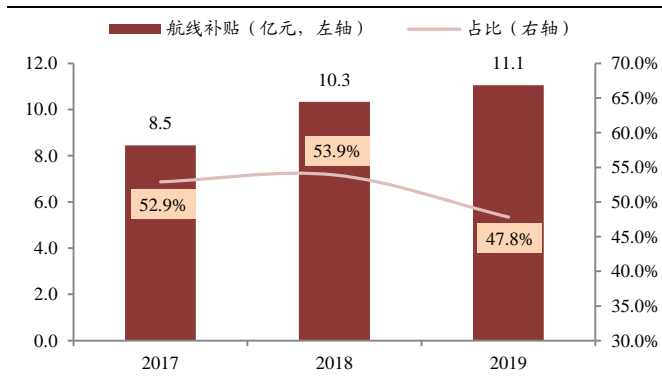
春秋航空逐步将运力下沉至三四线城市, 完善基地布局和航线网络, 保障时刻增量。自 2017 年起, 公司开始培育扬州、宁波、汕头、兰州和西安基地。新基地经过两三年的市场培养, 大概率可以实现盈利, 到时这些机场的时刻资源也会很有价值。春秋航空下沉三四线城市能有效避免传统大航司的强势竞争, 时刻增量空间广阔。

低票价将成为抢占市场利器, 叠加显著低成本优势, 春秋航空能在三四线市场站稳脚跟并实现盈利。目前中国人均收入还不高, 基尼系数较高, 2019 年达 0.5, 三四线旅客对低票价的偏好更强。在进入三四线市场的初期, 为了抢占市场份额, 航司一般都会在票价、服务等方面推出一些优惠政策。票价是春秋航空的一贯优势, 比传统航企平均水

平低 30%，在抢占市场初期投入相对较小，对公司业绩影响不大，能更好地在新兴市场生存。低票价意味低收入，春秋凭借其显著的低成本优势，能够在狭窄盈利空间中获利。

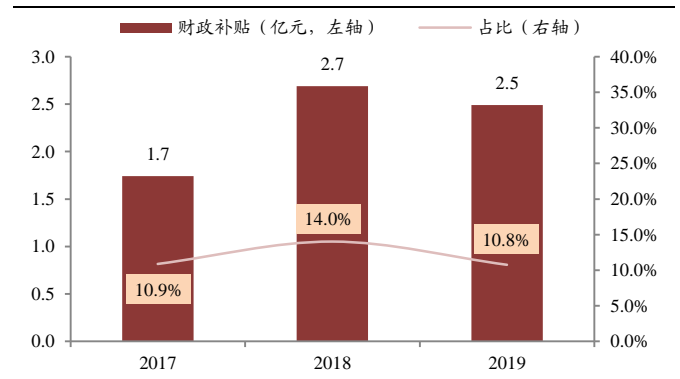
春秋航空在与三四线城市当地机场或政府的合作共赢中获得大额航线补贴收入，在实现盈利的基础上锦上添花。进入三四线城市的航空公司如果与当地合作效果良好，能够为当地机场吸引增量消费者，促进当地机场旅客吞吐量水平的提升，当地机场或政府将会给予航空公司起降费减免、航线补贴等多种方式的支持。2019 年，春秋航空获得航线补贴 11.1 亿元，获得财政补贴 2.5 亿元，分别占当年营业收入的 7.5%和 1.7%，合计来看对于业绩有较大提升作用。

图 73：2017-2019 春秋航空航线补贴占营业利润比例



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 74：2017-2019 春秋航空财政补贴占营业利润比例



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

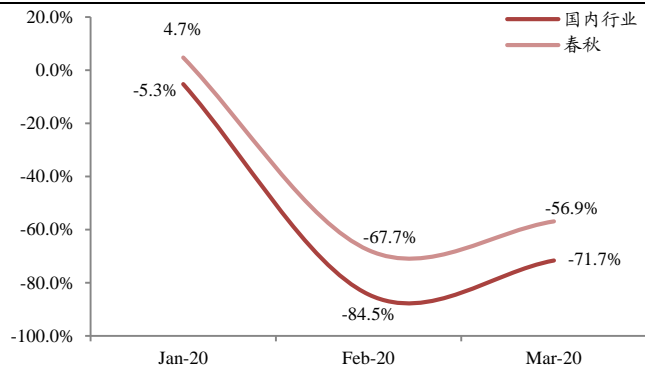
总体来说，三四线城市的经济发展和春秋航空的战略布局相辅相成。一方面，公司在国内北京大兴、上海浦东、广州白云、成都、西安、昆明、重庆等一二线机场基础设施新建和扩建逐步投产运营过程中，争取获得更多的时刻增量。另一方面，公司仍然坚持挖掘有潜力的三四线市场进行渗透和运力下沉，提升总体市场占有率，20S 上海相关国内航线新增 34 个目的地，其中三线及以下城市占比超 76.5%。

## 4. 疫情期间表现亮眼，航空业受损程度相对最小

### 4.1. 疫情期间业绩下滑幅度最小，并有望领先于全行业恢复速度

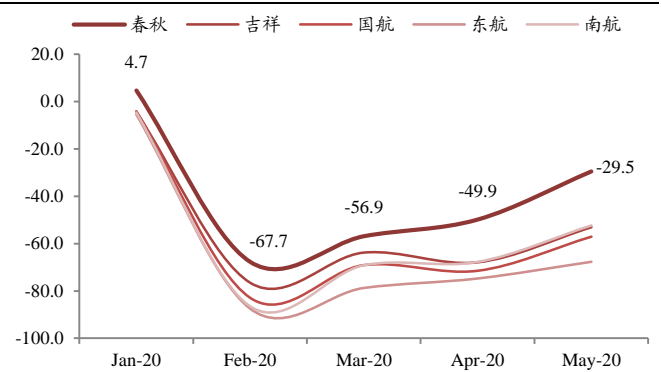
疫情期间，春秋航空显现高抗风险能力，客运量下滑程度为上市航司最小。2020 年初新冠疫情爆发的情况下，中国民航业遭受重大冲击，市场需求直线下降，1-3 月中国民航月度旅客运输量同比增速分别为 -5.3%/-84.5%/-71.7%；而同期春秋航空旅客运输量同比增速分别为 4.7%/-67.7%/-56.9%，跑赢行业水平，在上市可比公司中下滑幅度最小，客座率亦在其中表现最优。2019 年，春秋航空的资产周转率为 0.5，位于上市可比公司的中游水平，比吉祥航空低 13.1%；面对重大突发事件，2020Q1 公司的资产周转率为 0.08，跃升至行业首位，凸显企业的高水平管理效率。

图 75：2020 年 1-3 月行业和春秋的旅客运输量同比增速



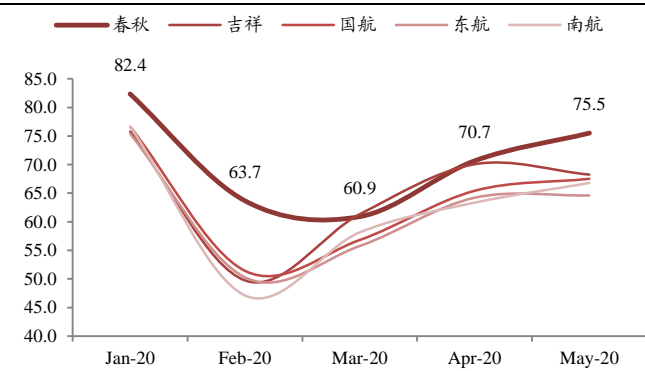
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 36：2020 年 1-5 月上市航司旅客运输量同比增速 (%)



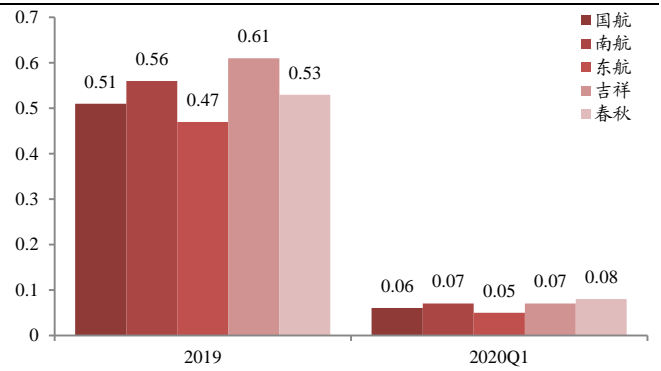
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 77：2020 年 1-5 月上市航司的客座率 (%)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

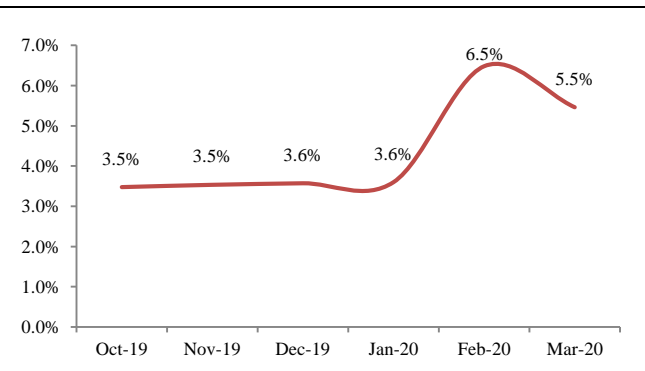
图 78：2019-2020Q1 上市航司资产周转率 (次)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

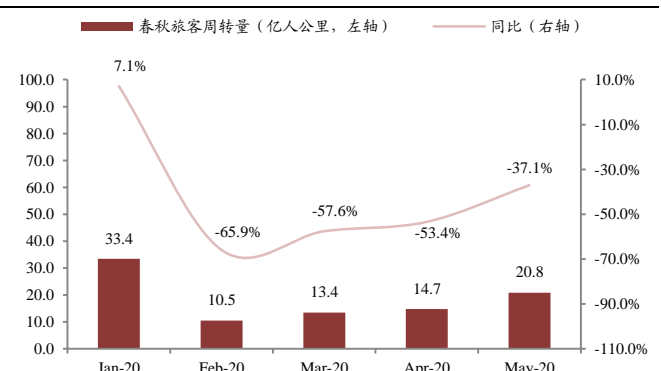
疫情期公司市场份额不降反升，业绩受损程度最低，凸显强韧性。以旅客周转量为衡量指标，2020 年 1 至 3 月春秋航空占比行业总量分别为 3.6%/6.5%/5.5%，在市场冷冻状态下市场份额不降反升，体现出公司的超强韧性。2020 年 Q1，春秋航空实现营业利润-3.0 亿元/-147.2%，归母净利润-2.3 亿元/-147.9%，业绩下滑幅度远低于其他四家上市航空公司，体现出公司在全行业中的领先防御能力。

图 79：2019 年 10 月-2020 年 3 月春秋航空的市场份额



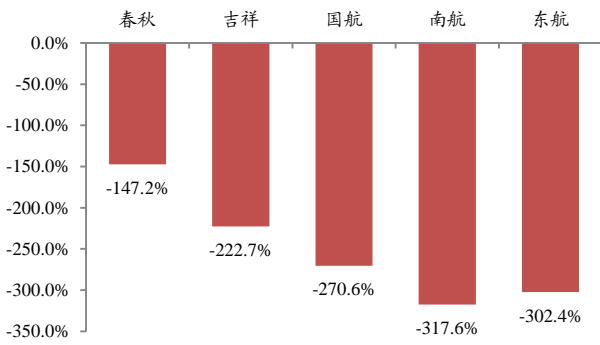
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 80：2020 年 1 月-5 月春秋航空旅客周转量



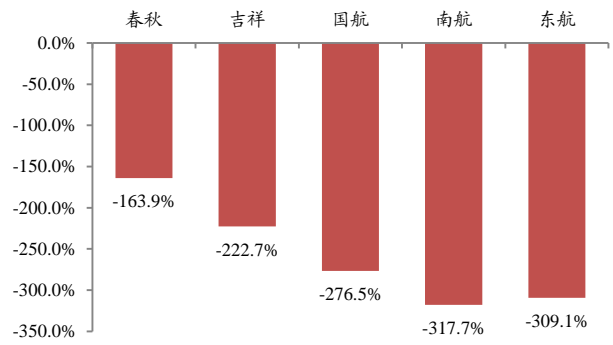
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 81：2020Q1 上市航司营业利润同比下降幅度



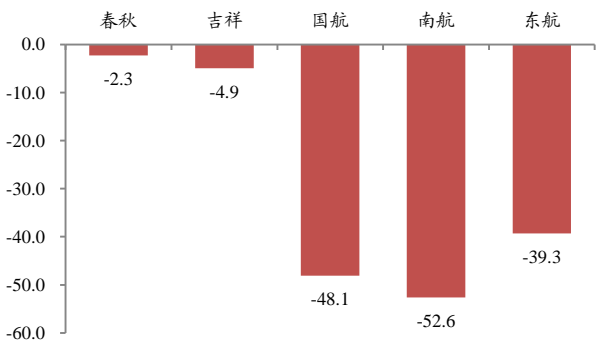
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 82：2020Q1 上市航司扣非归母净利润同比下降幅度



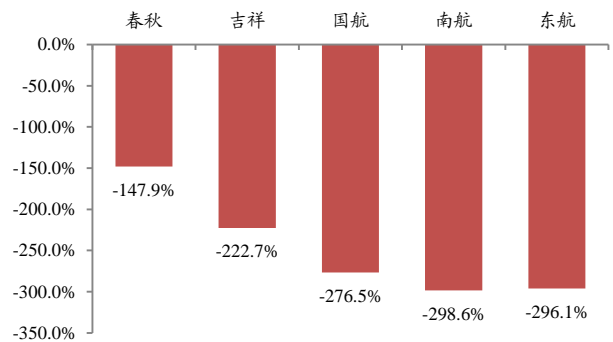
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 83：2020Q1 上市航司归母净利润亏损（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

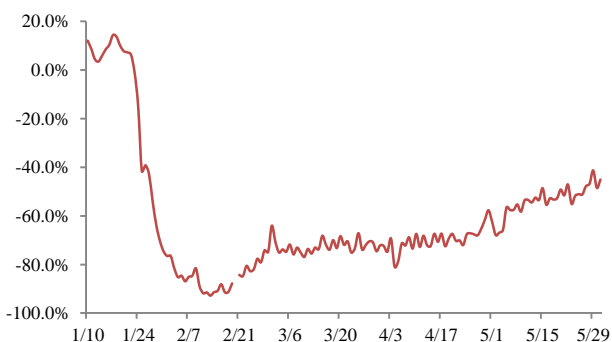
图 84：2020Q1 上市航司归母净利润同比下降幅度



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

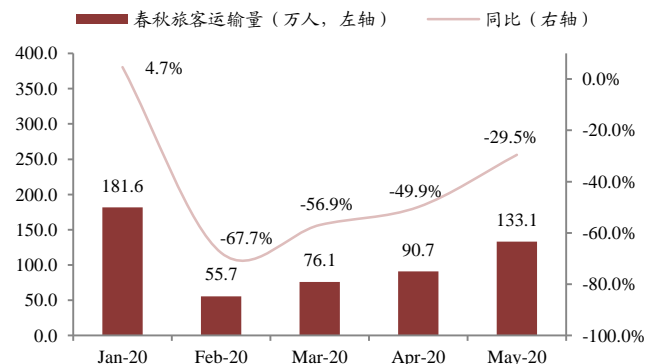
5月春秋航空客运量反弹至133.1万人次，恢复到2019年同期的70.5%，跑赢行业恢复速度。客座率方面，春秋航空一如既往保持行业领先，5月份达75.5%，已恢复到疫情前2019年平均客座率的83.2%。春秋航空实行单一机型策略，运力调整阻力较小，在国际航线严格受限的情况下，公司将大量国际运力转为投入国内航线，2020夏秋航季每周计划国内线班次激增至2902班，较上一航季环比提升45.8%，其中上海虹浦两场航线占比微升至40.5%，进一步扩大一线市场好资源，飞机日利用率也得以有效提高，能够有效缓解国际航线停滞带来的损失。

图 85：2020 年 1-5 月国内民航客运量每日同比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 86：2020 年 1-5 月春秋航空客运量



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

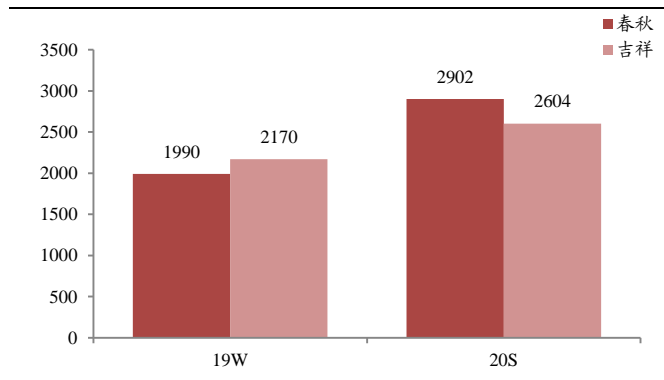


国际航线政策放宽，泰日韩等东南亚地区疫情控制较好，叠加价格优势及疫情间的亮眼表现，春秋航空有望成为全行业恢复最快。由于集中春秋航空国际航线 82.8% 的泰国、日本和韩国的新冠疫情控制较欧美地区更好，在民航局推出国际航班“熔断机制”以后，或有望增加泰国、日本、韩国及东南亚地区的航班架次，助力公司业绩恢复。另外，新冠疫情对经济及居民可支配收入造成较大负面影响，居民对票价的敏感性提升，而春秋航空票价较同业约低三成，业务量增速有望领先同行。以目前形势来看，国内航空需求转好，国际航线逐步解禁，在 1-5 月的建立的优势基础上，公司有望率先扭亏为盈。

## 4.2. 灵活高效决策机制提高防御属性

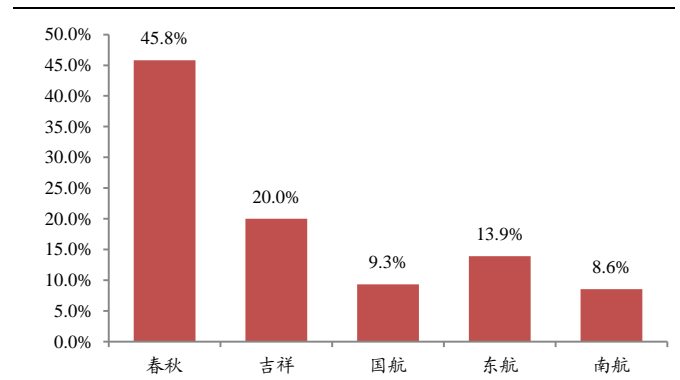
面对重大突发事件，春秋航空将停滞的国际航线运力转投国内线，调整速度和幅度全行业领先，显现灵活高效的决策机制优势。19S 和 19W 春秋航空国内线每周班次分别为 2074 班和 1990 班，面对全球突发疫情对国际航线的冲击，公司迅速调整航线运力投放布局，将闲置的国际航线运力转投到国内线，20S 每周国内线班次激增至 2902 班，较上一航季环比提升 45.8%，反应速度和调整幅度均为行业第一，这主要得益于公司管理决策机制的灵活性和高效率，民企组织架构优越性显现。

图 87：19W-20S 上市民营航司每周航班数（班/周）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 88：20S 上市航司每周航班数较 19W 的环比增幅



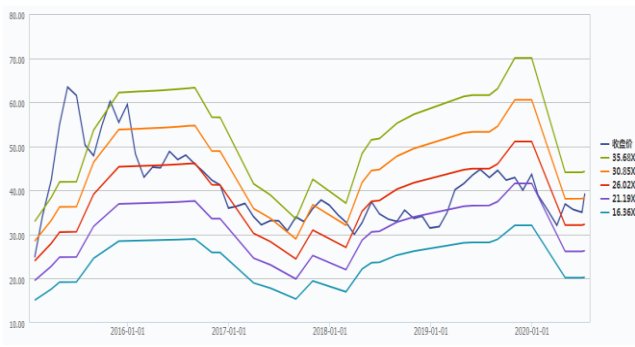
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

2020 年新冠疫情对公司业务量将产生较大影响，但考虑到公司此次表现亮眼，业务量下滑幅度和业绩受损程度均为行业最小，2020Q1 的市场份额较 2019Q4 不降反升，旅客运输量和客座率的恢复速度都优于上市可比公司，公司灵活应对和成本控制的优势凸显，中长期更有望享国内低成本航空市场份额提升带来的行业成长红利，具备较强成长性。我们的假设是 2020 年公司 ASK 同比下滑 21.1%、客座率同比下滑 9.6pct；2021 年疫情对行业的影响基本恢复，公司将进入正常经营状态。

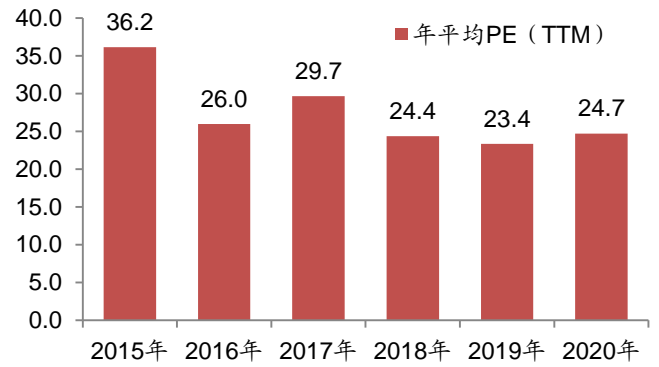
预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.16、2.16、3.02 亿元，对应 PB 分别为 2.42 倍、2.16 倍、1.87 倍。由于 2020 年是非正常经营年份，我们无法以 2020 年的业绩对公司做相对估值。当前市值对应 2021 年 PE 18.29 倍，我们给予公司 2021 年 PE 25 倍（过去三年平均估值），对应目标价 54.0 元，维持“买入”评级。

图 89：春秋航空 PE 中枢为 26 倍



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 90：春秋航空历年平均 PE (TTM) 情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所；注：2020 截止 7 月 10 日。

## 6. 风险提示

新冠疫情恢复不及预期，行业需求不及预期，油价大幅上涨等。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9720	8420	10456	12010	<b>营业收入</b>	14804	9737	15470	18159
现金	7719	7552	9269	10561	营业成本	13115	9861	13320	15244
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	17	12	18	22
应收账款	121	101	119	140	营业费用	261	180	271	309
其它应收款	476	0	0	0	管理费用	182	164	229	266
预付账款	1127	522	776	1002	研发费用	125	82	131	154
存货	169	108	152	179	财务费用	110	441	449	398
其他	108	136	139	128	资产减值损失	36	8	17	26
<b>非流动资产</b>	19647	19814	21330	22562	公允价值变动损益	(16)	27	(17)	28
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	12	12	12	12
长期投资	24	25	27	26	其他经营收益	1357	1068	1489	1762
固定资产	11546	12754	13780	14911	<b>营业利润</b>	2311	96	2519	3544
无形资产	66	62	58	54	营业外收支	93	93	93	93
在建工程	5540	5465	5730	5663	<b>利润总额</b>	2404	189	2613	3638
其他	2471	1508	1736	1909	所得税	566	45	632	870
<b>资产总计</b>	29367	28234	31786	34572	<b>净利润</b>	1838	144	1981	2768
<b>流动负债</b>	8650	6494	7824	8449	少数股东损益	(3)	(0)	(3)	(4)
短期借款	3457	2598	2916	2990	<b>归属母公司净利润</b>	1841	144	1984	2772
应付款项	731	495	695	804	<b>EBITDA</b>	3657	1491	4051	5156
预收账款	1354	838	1380	1614	<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.01	0.16	2.16	3.02
其他	3108	2563	2832	3040	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	5676	6732	7155	6732		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	4258	5458	4958	4508	<b>成长能力</b>				
其他	1418	1274	2197	2224	营业收入	12.88%	-34.22%	58.87%	17.39%
<b>负债合计</b>	14325	13225	14979	15181	营业利润	20.45%	-95.85%	2527.78%	40.68%
少数股东权益	3	3	(0)	(5)	归属母公司净利润	22.50%	-92.17%	1277.34%	39.70%
归属母公司股东权益	15039	15006	16807	19396	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	29367	28234	31786	34572	毛利率	11.41%	-1.27%	13.90%	16.06%
					净利率	12.42%	1.48%	12.81%	15.24%
					ROE	12.98%	0.96%	12.47%	15.32%
					ROIC	8.05%	1.91%	8.56%	10.43%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	48.78%	46.84%	47.13%	43.91%
					净负债比率	67.53%	73.20%	63.48%	60.85%
					流动比率	1.12	1.30	1.34	1.42
					速动比率	1.10	1.28	1.32	1.40
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.53	0.34	0.52	0.55
					应收帐款周转率	121.49	95.95	143.24	126.66
					应付帐款周转率	19.70	16.08	22.37	20.33
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	2.01	0.16	2.16	3.02
					每股经营现金	3.75	2.62	4.22	4.67
					每股净资产	16.40	16.37	18.33	21.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.71	251.93	18.29	13.09
					P/B	2.41	2.42	2.16	1.87
					EV/EBITDA	11.84	26.44	9.27	6.98

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	3436	2398	3872	4279
净利润	1838	144	1981	2768
折旧摊销	940	847	965	1086
财务费用	110	441	449	398
投资损失	(12)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	2807	(53)	743	240
其它	(2247)	1031	(254)	(201)
<b>投资活动现金流</b>	(2280)	(1965)	(2245)	(2129)
资本支出	(2151)	(1916)	(2191)	(2086)
长期投资	994	(1)	(2)	1
其他	(1124)	(47)	(53)	(45)
<b>筹资活动现金流</b>	1554	(600)	90	(858)
短期借款	762	(859)	319	74
长期借款	1274	1200	(500)	(450)
其他	(481)	(941)	271	(481)
<b>现金净增加额</b>	2710	(167)	1717	1292

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>