

北京大兴国际机场正式通航， 三大航空公司影响几何？

核心观点：

1. 事件回顾：

2016年7月，中国民航局下发《关于北京新机场航空公司基地建设方案有关事项的通知》，要求中国国航等星空联盟成员保留在首都机场运营，东方航空和南方航空等天合联盟成员整体搬迁至大兴机场运营，东航和南航分别承担北京新机场航空旅客业务40%的目标。2019年4月，民航局发布通知，同意东航“京沪快线”留守首都机场运营，将东航在大兴国际机场的时刻占比从40%下调至30%，同意中航集团部分航线航班转场至大兴国际机场运营，并使用东航调整出的10%时刻资源进行配置。2019年9月25日，北京大兴国际机场正式投入运营。

2. 我们的观点：

(1) 北京大兴国际机场建成后将成为中国规模最大的空地一体化综合交通枢纽，未来将与首都国际机场形成首都航空“双枢纽”，入驻大兴机场将有利于南航和东航的双基地战略布局。到2021年大兴机场基本实现年吞吐4500万人次旅客的目标，到2025年可实现年吞吐量7200万人次旅客的目标。对于南航而言，作为我国体量最大的航空公司，此次入驻大兴机场为其“北上”战略打开了突破口，同时大兴机场获取国际航权占优也有利于提升南航的国际航线质量，为增收提供动力。对于东航而言，拥有国内最赚钱的京沪航线和优质国际航线，入驻北京大兴机场将与上海枢纽联动发展，届时东航将成为唯一一家坐拥京沪两大核心枢纽的航企。

(2) 国航可优先享受南航和东航在首都机场腾让出的航班时刻资源，成为未来新的利润增长点。根据《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，当大兴机场实现4500万人次旅客吞吐量阶段性目标之后，或自2021/22年冬春航季始，可在首都机场集中新增航班时刻，届时国航将优先享有南航和东航腾让出的航班资源。

(3) 从长期来看，大兴机场投产和首都机场新增航班时刻将明显增厚三大航利润。我们预计至2025年，南航、东航和国航净利润将分别增长至19174百万元、15023百万元和25831百万元。从短期来看，转场对南航、东航净利润的负面影响相对有限。虽然南航与东航转场新机场存在客流量流失和成本费用提升的风险，但这部分客流量收益和成本费用金额占企业总体收支比重较低，预计转场新机场对南航和东航的负面影响有限。

3. 投资建议：

新机场转场投运是一个循序渐进的过程，一定期间内转场或增加的航班数量可能占航司整体航班比重较小，因此在不考虑油价和汇率风险的情况下，三大航业绩总体上波动有限。从长期来看，“一市两场”将有利于推动南航和东航的双基地政策落地，巩固国航在首都机场的市场份额，并带来客流量的稳步提升。建议持续跟踪关注三大航空公司的投资机会。

4. 风险提示：

转场新机场后客座率低于预期产生的风险；油价和汇率波动产生的风险；民航政策法规及安全运营产生的风险。

交通运输行业

推荐 维持评级

分析师

刘兰程

☎：8610-83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517100001

联系人

王靖添

☎：8610-66568837

✉：wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

宁修齐

☎：8610-66568837

✉：ningxiuqi_yj@chinastock.com.cn

感谢实习生陈依雯为研究报告提供支持

相关研究

2019年9月20日，《中国交通强国纲要正式发布，未来交通迎来立体式投资机遇》

目录

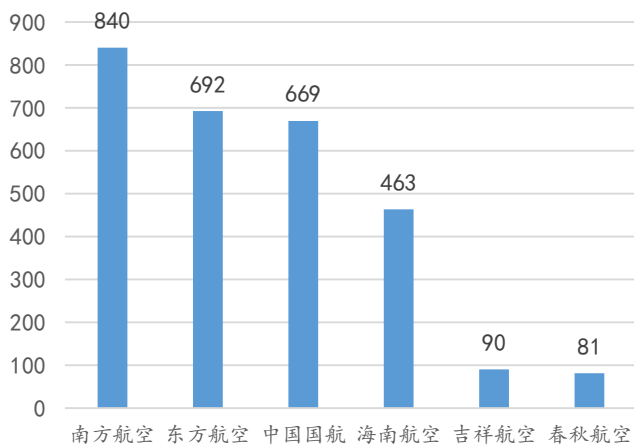
一、大兴国际机场通航对三大航空公司影响的定性分析	3
(一) 南方航空：广州-北京“双枢纽”战略即将落地，国际化战略为高质量发展开拓空间	3
(二) 东方航空：“现金牛”京沪航线留守首都机场，“双龙出海”格局值得期待	7
(三) 中国国航：欧美市场竞争加剧，优先享受东航南航腾让空间将增厚收益	11
二、大兴国际机场转场投运计划	12
三、大兴国际机场转场投运对三大航影响的定量分析	14
(一) 研究思路	14
(二) 对南航影响的定量分析	14
(三) 对东航影响的定量分析	18
(四) 对国航影响的定量分析	22
四、投资建议	26
五、风险提示	26

一、大兴国际机场通航对三大航空公司影响的定性分析

(一) 南方航空：广州-北京“双枢纽”战略即将落地，国际化战略为高质量发展开拓空间

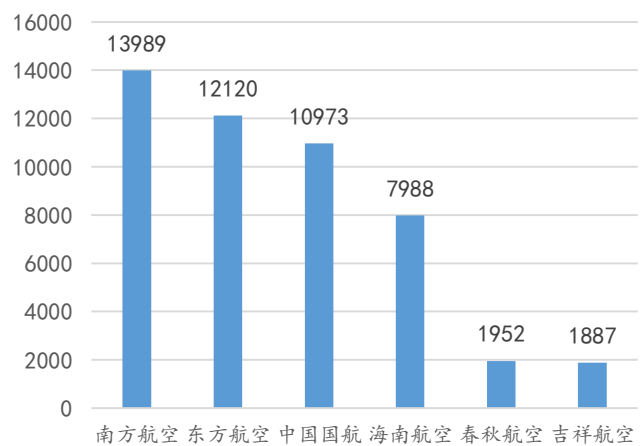
南航：我国最大航空公司，以广州为核心枢纽推进国际化战略。南方航空是中国运输飞机最多、航线网络最发达，年客运量最大的航空公司。截止 2018 年，南航运输飞机规模为 840 架，旅客运输量近 1.4 亿人次。目前，公司每天有 3000 多个航班飞至全球 40 多个国家和地区、224 多个目的地，提供座位数 30 万余个。公司总部在广州，是广州白云机场的主基地公司。2017 年南航在广州白云机场运力投入的市场份额为 49.09%（包括厦门航），国航（包括深航）和东航（包括上海航）分别占比 14.10%和 9.78%。

图 1：2018 年国内主要航司机队规模（单位：架）



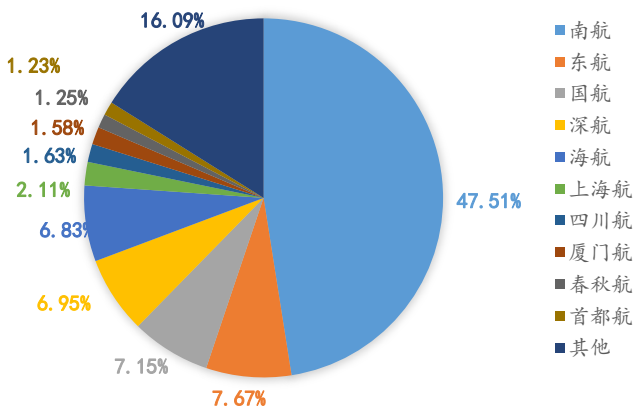
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：2018 年国内主要航司旅客运输量（单位：万人）



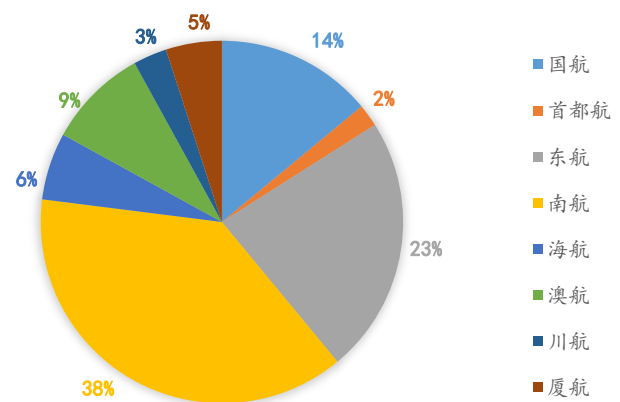
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：2017 年广州白云机场航司可用座位数投入占比



资料来源：中国民用机场发展蓝皮书，中国银河证券研究院整理

图 4：2017 年中澳航线航司客运量份额



资料来源：民航资源网，中国银河证券研究院整理

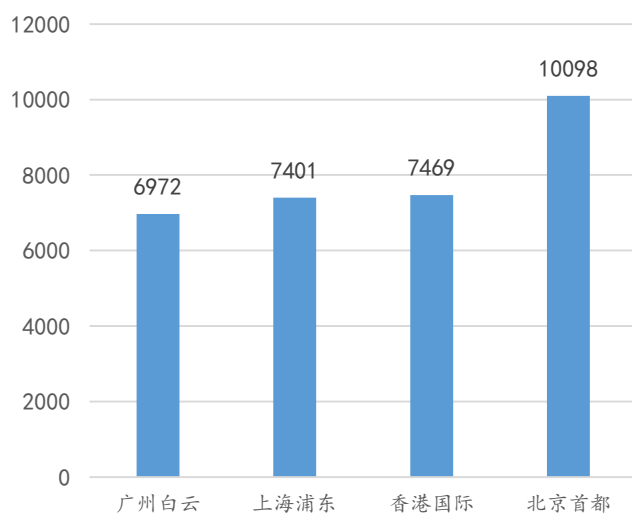
2005年，南航提出了建设国际化规模网络型航空公司的战略转型目标。2009年，公司发布澳洲中转战略，将澳洲中转作为国际化战略突破口。由于澳洲与欧洲交往频繁，以广州为核心枢纽发展澳洲中转，将有利于推动联通欧洲和大洋洲的国际化战略。2017年，公司在中澳航线的客运量市场份额达到38%，远高于东航的23%和国航的14%，是中澳市场第一大承运人。2017年，公司提出要全力打造“广州之路”国际航空枢纽，并布局一带一路沿线国家，形成以欧洲、大洋洲两个扇形为核心，以东南亚、南亚、东亚为腹地，辐射北美、中东、非洲的航线网络。

图 5：南航国际航线图



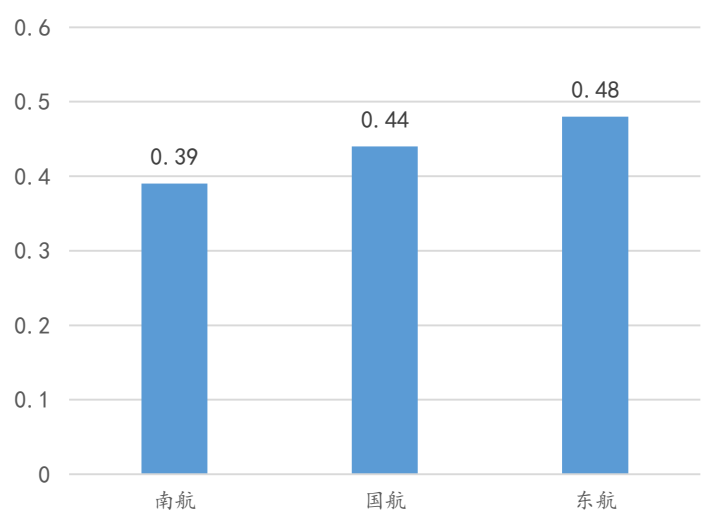
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 6：2018年相关机场旅客吞吐量（单位：万人次）



资料来源：中国民用机场发展蓝皮书，中国银河证券研究院整理

图 7：2018年三大航国际航线客公里收益（单位：元）

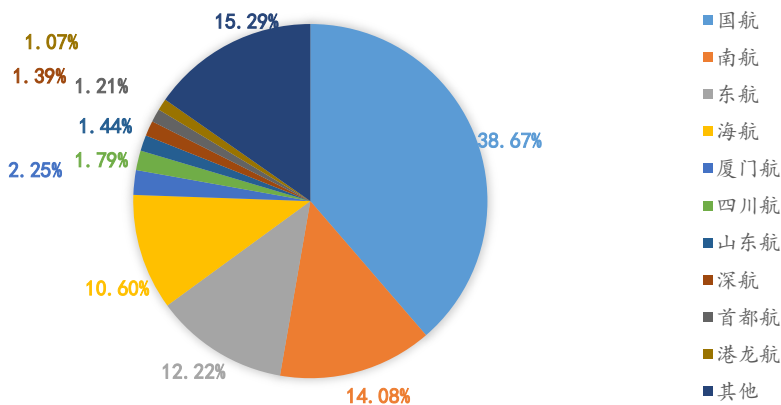


资料来源：公司2018年年度报告，中国银河证券研究院整理

国际航线质量低于国航和东航，北京枢纽发展受到压制。相较于北京和上海，广州区位优势较弱，加之其毗邻香港，受香港国际机场客流量分流影响，广州机场发展相对受限。从市场规模上看，2018年广州白云机场年旅客运输量为6972万人次，分别较上海浦东机场、香港国际机场和北京首都机场低6.15%、7.13%和44.84%。从国际航线质量上看，三大航中南航国际航线的盈利能力最弱。2018年，南航的国际航线客公里收益仅为0.39元，而国航和东航的客公里收益为0.44元和0.48元。地域限制和缺乏优质国际航权在一定程度上制约了南航的发展。

根据2018年中国民用机场发展蓝皮书，2017年首都机场运力投放份额最高的为国航（包括深航、山东航），占比41.5%，其次是南航（包括厦门航）16.33%和东航12.22%。因此，虽然南航一直致力于将北京打造为广州之外的超级枢纽，直至2018年明确了北京大兴机场的投运计划后，才开始真正提出了打造“北京-广州”双枢纽战略。

图 8：2017 年北京首都机场航司可用座位数投入占比



资料来源：中国民用机场发展蓝皮书 2018，中国银河证券研究院

大兴机场获取国际航权占优势，将助力南航获取优质国际航线。根据民航局发布的《北京“一市两场”国际航权资源配置政策》，北京“一市两场”国际航权资源配置政策在基地航空公司、中转比重等指标的赋值上，将对北京新机场给予适度倾斜。此外大兴机场在今年6月份扩充了一批国际一类航权资源，所谓一类航权即承运人数量、航班量在额度上没有限制的航权，打破了民航业“一条远程国际航线一家承运人”的惯例，意味着大兴机场的入驻航司在国际航权的竞争上会比以往存在更大优势。

目前在新增国际航权上，南航、东航、首都航、春秋航、中联航等航司已经获得了大兴机场至英国、俄罗斯、韩国、埃及等多国际航线经营许可。大兴至法国巴黎航线也已完成航权资源配置的初期工作，大兴至日本的航线正在综合评估。其中南航申请的12条国际航线已经通过民航局初审，航线及航班数量在当前申请的航司中均位列第一。此外，北京与广州双枢纽建成以后，南北通道打通，从东南亚到欧洲打通，将有利于南航国际化战略布局。受益于优质航线运营，我们预计南航未来国际航线单位收益将得到逐步提升。

表 1：大兴机场国际航线经营许可

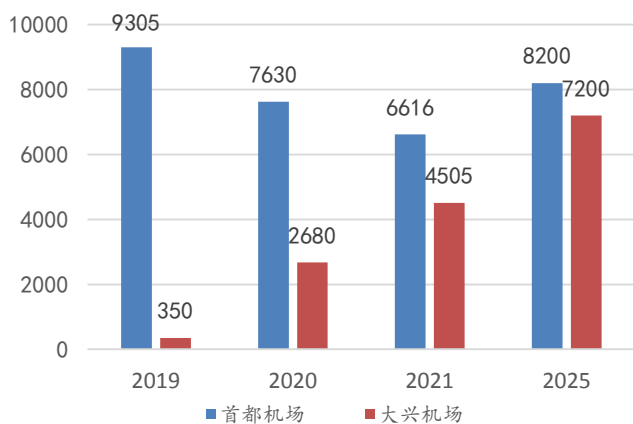
控股股东	航司	国家	航线	运力频度（班次）	客货性质	申请类型	拟开航月份
	南航	俄罗斯	北京大兴-圣彼得堡	3	客货混合	新开航线	-
	南航	英国	北京大兴-伦敦（此前已配置）	7	客货混合	新开航线	-
	南航	法国	北京大兴-巴黎	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	南航	韩国	北京大兴-首尔	7	客货混合	增班	2019年10月
	南航	韩国	北京大兴-釜山	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	南航	韩国	北京大兴-襄阳	7	客货混合	新开航线	2020年3月
南航	南航	韩国	北京大兴-光州	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	南航	韩国	北京大兴-大邱	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	南航	韩国	北京大兴-清州	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	厦门航	韩国	北京大兴-首尔	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	厦门航	韩国	北京大兴-釜山	7	客货混合	新开航线	2020年3月
	河北航	韩国	北京大兴-首尔	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	合计			12 条航线，80 个班次			
	东航	法国	北京大兴-巴黎	7	客货混合	新开航线	2020年1月
	东航	韩国	北京大兴-首尔	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	东航	韩国	北京大兴-釜山	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	东航	韩国	北京大兴-襄阳	3	客货混合	新开航线	2020年1月
	东航	韩国	北京大兴-光州	2	客货混合	新开航线	2020年1月
东航	东航	韩国	北京大兴-大邱	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	东航	韩国	北京大兴-清州	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	东航	韩国	北京大兴-济州	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	中联航	韩国	北京大兴-首尔	7	客货混合	新开航线	2020年4月
	中联航	韩国	北京大兴-大邱	7	客货混合	新开航线	2020年4月
	中联航	韩国	北京大兴-清州	7	客货混合	新开航线	2020年4月
	中联航	韩国	北京大兴-济州	7	客货混合	新开航线	2020年4月
	合计			12 条航线，75 个班次			
	首都航	法国	北京大兴-巴黎	3	客货混合	新开航线	2020年3月
	首都航	法国	北京大兴-马塞	3	客货混合	新开航线	2020年3月
	首都航	韩国	北京大兴-首尔	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	首都航	韩国	北京大兴-济州	7	客货混合	新开航线	2019年10月
海航	首都航	韩国	北京大兴-釜山	7	客货混合	新开航线	2019年10月
	首都航	埃及	北京大兴-西安-开罗	2	客货混合	新开航线	2019年10月
	首都航	埃及	北京大兴-开罗	3	客货混合	新开航线	2019年9月
	首都航	俄罗斯	北京大兴-莫斯科	5	客货混合	新开航线	2019年9月
	首都航	俄罗斯	北京大兴-圣彼得堡	2	客货混合	新开航线	2019年9月
	合计			9 条航线，39 个班次			
春秋航空	春秋航	韩国	北京大兴-济州	7	客货混合	新开航线	2019年10月
吉祥航空	吉祥航	法国	北京大兴-巴黎	7	客货混合	新开航线	2020年1月

资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院整理

作为主基地航空公司入驻大兴机场，业务量有望大幅提升。根据民航局《北京新机场航空公司基地建设方案有关事项的通知》，南航和东航将从北京首都机场整体搬迁至北京新机场，并作为主基地航空公司，分别承担未来北京新机场航空旅客业务量 40% 的目标，整体搬迁过渡期为 4 年。根据北京两场旅客吞吐规划，到 2021 年大兴机场基本实现年旅客吞吐量 4500 万人次的目标，到 2025 年可实现年旅客吞吐量 7200 万人次的目标。届时，首都机场因为放开航班资源限制，年旅客吞吐量预计也将上升至 8200 万人次。至 2025 年，南航预计在北京大兴国际机场投入飞机超过 200 架，日起降航班超过 900 班次。

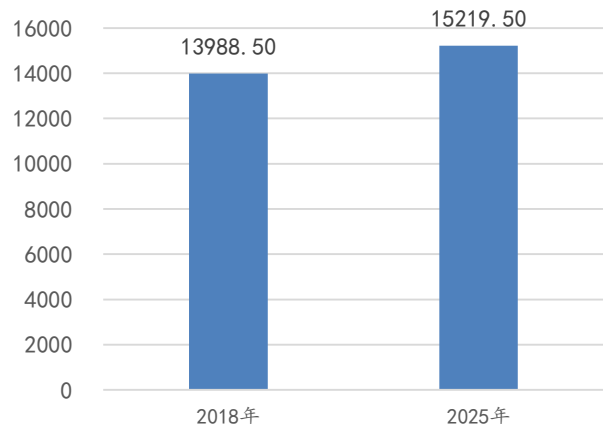
根据南航在首都机场和大兴机场的市场份额，我们估算出 2025 年南航可实现的旅客周转量为 2880 万人次，该体量相当于 2018 年首都机场旅客周转量的 29%。若仅考虑大兴机场的旅客增量，我们估算出 2025 年南航旅客有望增加 1231 万人，增幅 8.8%。考虑到大兴机场的航线质量更优，收益增厚可能更加显著。

图 9：北京一市两场旅客吞吐量规划（单位：万人次）



资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院整理

图 10：到 2025 年南航预计旅客运输量（单位：万人）



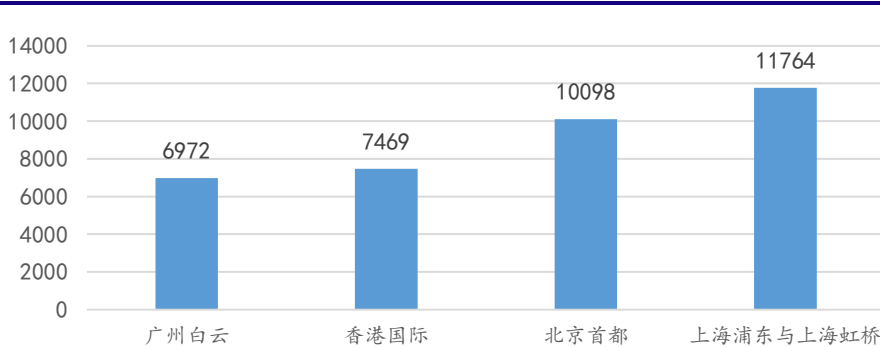
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）东方航空：“现金牛”京沪航线留守首都机场，“双龙出海”格局值得期待

东航：处于长三角发达经济带，区位优势显著。东航运营主基地位于国际大城市上海。上海位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时左右，飞往亚洲主要城市时间在 2 至 5 小时内，航程适中；2 小时飞行圈资源丰富，涵盖中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源、90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和东亚大部分地区。受惠于国家实施长江经济带、“长三角一体化”战略和上海推进国际“经济、金融、航运、贸易、科创”五个中心建设，上海的航空市场存在较大的增长潜力。

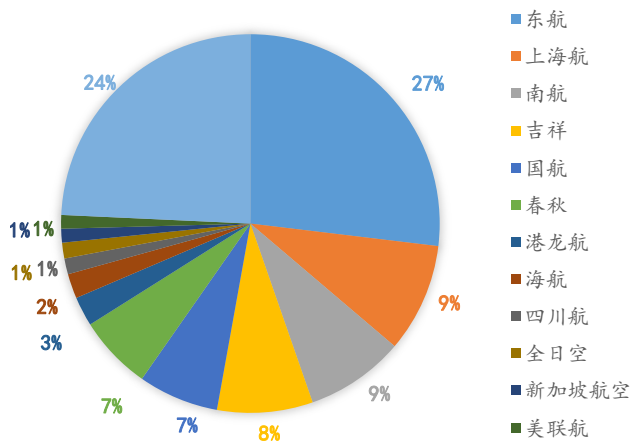
2018 年，上海仍然是中国最大的航空市场，浦东机场及虹桥机场旅客吞吐量突破 1.17 亿人次。2017 年，东航在上海浦东机场的运力投入份额（包括上海航）约为 36.21%，国航的市场份额为 6.87%，南航的市场份额为 8.45%；东航在上海虹桥机场的运力投入份额为 49.22%，国航和南航的市场份额分别为 8.04%、14.03%。两场合计，东航的市场份额占比约为 41%。

图 11：2018 年相关机场年旅客吞吐量（单位：万人次）



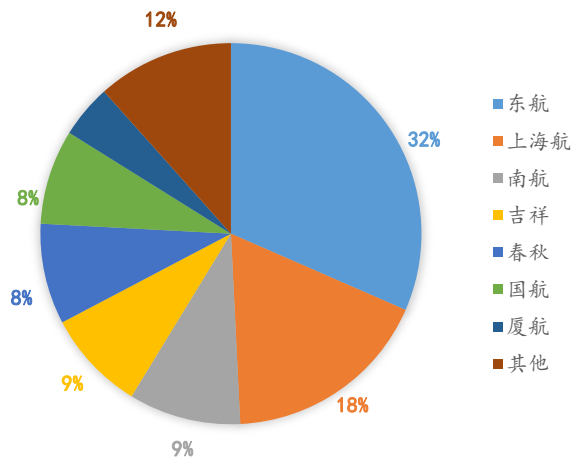
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 12：2017 年浦东机场航司可用座位数投入占比



资料来源：中国民用机场发展蓝皮书，中国银河证券研究院整理

图 13：2017 年虹桥机场航司可用座位数投入占比



资料来源：中国民用机场发展蓝皮书，中国银河证券研究院

拥有京沪“黄金航线”，国际航线质量较高。根据飞常准数据统计，2017年8月至2018年7月国内最繁忙航线前三名是北京首都-上海、上海虹桥-深圳宝安、上海虹桥-广州白云。其中东航在北京首都-上海和上海虹桥-深圳宝安的运力投入为47.80%和27.90%，均排名第一。尤其是京沪航线，被誉为国内利润最丰厚的“黄金航线”，其执飞航班数量和旅客运量均位居全国第一。根据CADAS数据，2018年1-4月京沪航线航班量近1万架次，客运量232.22万人次，平均客座率达到89.95%。

在国际航线运营上，根据飞常准数据统计，2017年中国最热门境外航线中，东航在其中12条航线中运力投入排名前三（包括上海航空），国航在7条航线中运力投入排名前三（包括山东航空），南航仅在4条航线中运力投入排名前三。优质的国际航线对东航收益起到较大的提振作用。2018年东航国际航线的客公里收益为0.48元，分别高出国航和南航0.04元和0.09元。

表 2：2018 年国内最繁忙前 20 航线

排名	航线	运力占比最高的航司	占比
1	北京首都-上海	东航	47.80%
2	上海虹桥-深圳宝安	东航	27.90%
3	上海虹桥-广州白云	南航	37.60%
4	成都双流-北京首都	国航	49.40%
5	北京首都-深圳宝安	国航	32.60%
6	西双版纳-昆明长水	东航	35.60%
7	广州白云-北京首都	南航	46.60%
8	成都双流-广州白云	南航	33.20%
9	杭州萧山-北京首都	国航	51.40%
10	杭州萧山-广州白云	南航	37.50%
11	重庆江北-广州白云	重庆航	76%
12	成都双流-深圳宝安	国航	24.40%
13	重庆江北-深圳宝安	深圳航	23.10%
14	西安咸阳-北京首都	东航	41.30%
15	重庆江北-北京首都	国航	53.60%
16	深圳宝安-杭州萧山	南航	29.70%
17	上海浦东-大连国际	东航	34.20%
18	成都双流-昆明长水	东航	39.50%
19	北京首都-昆明长水	东航	48.30%
20	广州白云-昆明长水	东航	42.70%

资料来源：飞常准，中国银河证券研究院整理

表 3：2017 年中国最热门境外航线

航线	运力第一	占比	运力第二	占比	运力第三	占比
上海浦东-香港	国泰港龙	43.23%	东航	20.93%	香港航空	16.29%
北京首都-香港	国泰港龙	35.64%	国航	24.84%	国泰港龙	18.43%
上海浦东-关西	东航	19.65%	国航	16.97%	全日航	14.49%
青岛流亭-首尔仁川	山东	34.23%	东航	29.52%	大韩航空	15.17%
上海浦东-首尔仁川	韩亚航空	32.34%	大韩航空	23.64%	东航	18.73%
上海浦东-东京成田	全日航	24.69%	东航	22.51%	日本航空	20.77%
上海浦东-曼谷	上海航空	29.48%	泰国国际航空	22.38%	春秋航空	19.65%
广州白云-曼谷	南航	39.82%	泰国国际航空	32.18%	肯尼亚航空	11.22%
上海浦东-台北桃园	长荣航空	26.47%	中华航空	25.28%	东航	13.31%
上海浦东-名古屋中部	东航	39.81%	国航	10.57%	春秋航空	10.28%
上海浦东-樟宜	新加坡航空	61.53%	东航	32.26%	春秋航空	6.21%
广州白云-樟宜	南航	38.45%	新加坡航空	33.77%	酷航	27.78%
北京首都-首尔仁川	国航	35.04%	韩亚航空	30.55%	大韩航空	22.05%
广州白云-吉隆坡	马航	41.10%	南航	34.40%	马印航空	12.33%
北京首都-曼谷	泰国国际航空	48.17%	国航	33.94%	海航	8.98%
北京首都-东京羽田	国航	46.58%	全日空	28.90%	日本航空	24.52%

上海浦东-东京羽田	全日空	32.37%	东航	26.96%	日本航空	24.52%
上海浦东-普吉	春秋航空	42.86%	上海吉祥	28.21%	上海航空	19.29%
杭州萧山-香港	国泰港龙	65.98%	香港航空	23.10%	东航	10.93%
广州白云-首尔仁川	南航	41.63%	韩亚航空	34.97%	大韩航空	23.39%

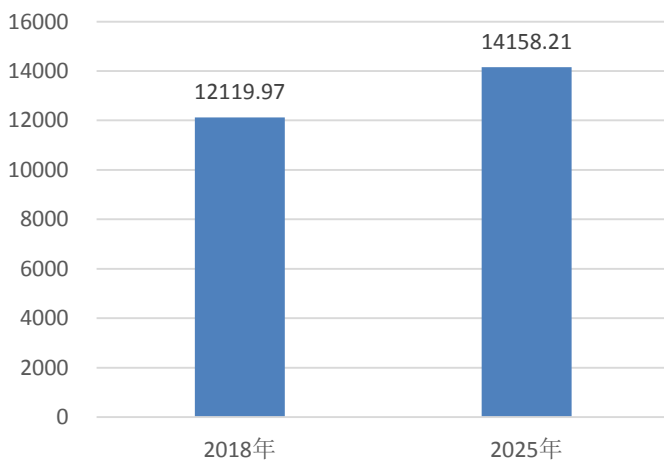
资料来源：飞常准，中国银河证券研究院整理

“现金牛”京沪航线留守首都，优质国际航线均未受到影响。2019年4月，民航局发布通知，同意东航“京沪快线”留守首都机场运营，将东航在大兴国际机场的时刻占比从40%下调至30%，并对其转场奖励政策作出调整；此外，同意中航集团部分航线航班转场至大兴国际机场运营，并使用东航调整出的时刻资源进行配置。京沪航线消费者主要是商务旅客，这类旅客基本集中在北京的东部和北部，对时间要求较高，对价格不敏感。由于首都机场较大兴机场而言存在地理位置优势，京沪航线留守首都机场将有效防止优质的商务旅客流失，保证京沪航线的收益处于稳定状态。此外，2018年6月京沪航线刚刚完成票价从1240元上调至1360元的提价，涨幅近10%，京沪航线留守首都将有利于东航继续享受提价红利。除京沪航线外，东航热门的国际航线由于始发地和目的地都不在北京首都，因此均未受到影响。

布局“双龙出海”航线网络，未来收入有望大幅增长。东航进驻大兴机场后，将着力打造大兴机场为东航的战略门户核心枢纽和天合联盟亚太枢纽的双枢纽中心，成为继上海之后的第二大战略门户枢纽，与上海共同形成“双龙出海”的战略格局。

东航在北京大兴国际机场总体投资规模超1200亿元，其中机队投资规模近1000亿元，未来将投入约200架大中型客机在北京大兴国际机场运营，开通连接美洲、欧洲、大洋洲、东南亚、日韩及中国港澳台地区的航线，与东航现有航线网络实现新的互动。根据规划，2025年的计划航班投放量预计日均始发班次360班，预计旅客吞吐量3000至3500万。这一旅客吞吐量相当于2018年首都机场的30%-35%，远高于当前东航在首都机场的份额占比12%。若仅考虑大兴机场的旅客增量，我们估算出2025年东航旅客有望增加2038万人，增幅17%。由于入驻大兴机场将更易于获取优质的国际航线资源，届时收入增长幅度可能超过业务量增长。

图 14：到 2025 年东航预计旅客运输量（单位：万人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

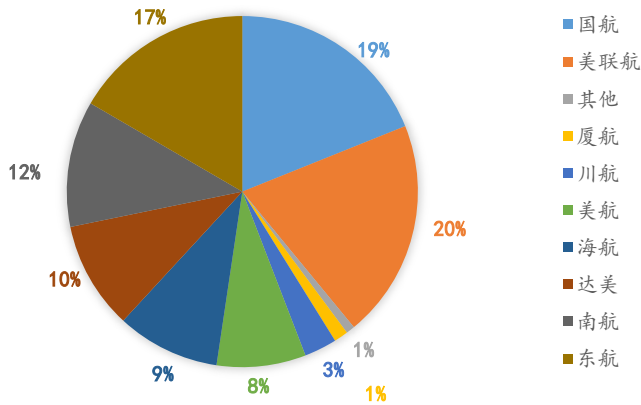
此外，东航旗下低成本航空公司——中国联合航空公司一次性转场大兴，与东航共同实现差异化和互补化运营，东航成为大兴机场唯一一家“全服务、低成本”双模式运营的航司，或将涵盖更多客源，形成未来竞争优势。

（三）中国国航：欧美市场竞争加剧，优先享受东航南航腾让空间将增厚收益

“一条远程航线一个承运人”的市场格局被打破，可能对欧美市场产生影响。自 2007 年加入全球最大的航空联盟——星空联盟以来，国航一直致力于布局国际航线网络，深耕中欧和中美市场。截止 2018 年 5 月，公司拥有中欧航线 29 条，通航 20 个主要城市，每周提供近 300 个往返航班，年旅客运输量达到 300 万人次，占据 23% 的市场份额。2013 年至 2018 年，中欧航线数量和每周航班量增长分别高达 50%、80%，是中欧市场第一承运人。2017 年，公司与德国汉莎航空开展航线联营合作。鉴于汉莎航空在中欧市场拥有约 17% 的市场份额，两者联营后，市场份额将达到近 40%。中美航线方面，截止 2017 年上半年，公司拥有最多的中美航线（8 条）和最多的航点（6 个），占据旅客运量市场份额 18.9%，仅次于美联航的 20.1%。

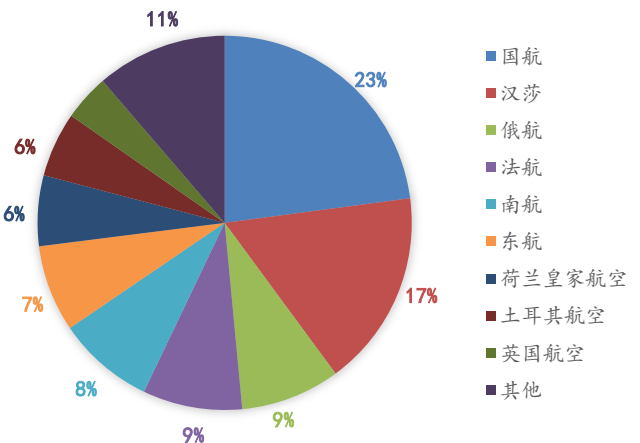
但自 2018 年 10 月民航业实施新的国际航权管理办法以来，原先“一条远程航线一个承运人”的市场格局被打破。2019 年 4 月就出现了南航、东航、海航和吉祥四家航空公司同时申请“北京大兴-巴黎”航线的情形。随着新国际航权管理办法的实施，考虑到南航和东航都有意借助大兴机场航权优势培育欧美市场，我们预计未来欧美航线竞争将更加激烈，或对国航业绩产生一定影响。

图 15：2017 年中美航线市场份额



资料来源：民航资源网，中国银河证券研究院整理

图 16：2016 年中欧航线市场份额

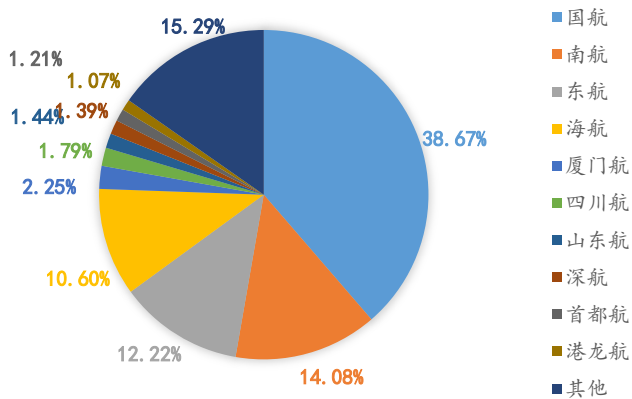


资料来源：民航资源网，中国银河证券研究院整理

独占大兴机场 10% 时刻资源，但优先享有东航和南航腾让空间，预计业务量增长仍然可观。根据民航局通知，东航“京沪快线”留守首都机场，空缺的 10% 的时刻资源由国航补足。从大兴机场时刻资源配置上看，国航的市场份额最低，似乎失去了享受大兴机场发展红利的机会，但偏低的时刻资源配置也意味着若大兴机场的运营出现风险，国航承担的损失也将更低。此外，根据民航局《关于北京新机场航空公司基地建设方案有关事项的通知》，南航和东航迁出首都机场后，腾让的空间优先满足国航发展需要。2017 年国航（包括深航、山东航）、南航（包括厦门航）和东航在首都机场运力投放的市场份额占比分别为 41.5%、16.33% 和 12.22%。假设南

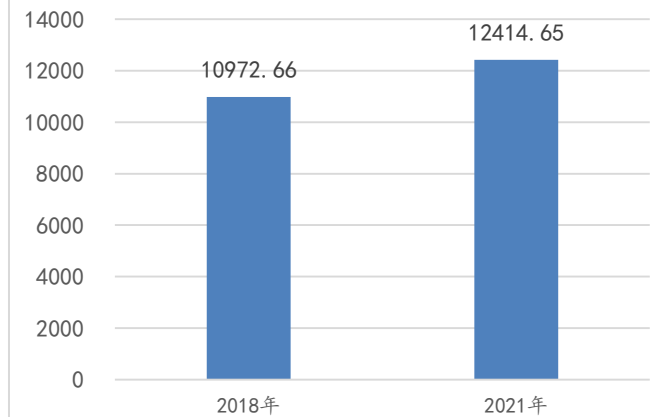
航和东航腾让出的空间有 40% 用于满足国航发展需要，预计 2021 年后，即南航和东航全部撤离首都机场后，国航旅客增长量约为 1442 万人，全年旅客吞吐量较 2018 年将提升 13%。同时，不同于南航和东航，国航不需要在新机场重新建设大量相关设备和配套设施，也不需要为整体搬迁付出大额成本费用，因此国航的业绩变动趋势将更加平稳。

图 17：2017 年北京首都机场航司可用座位数投入占比



资料来源：民航资源网，中国银河证券研究院整理

图 18：到 2021 年预计旅客运输量（单位：万人）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

二、大兴国际机场转场投运计划

主要航空公司将于两年半内完成转场。根据《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》（民航发[2018]126号），南航、厦航、东航、上航、中联航、首都航等航空公司将转场至大兴机场。其中，东航集团转场投运班次为 365-372 班次/日，南航集团转场投运班次为 287-300 班次/日，预计 2021 年夏秋航季和 2021/22 年冬春航季将分别完成夏秋航季和冬春航季航班转场。届时大兴机场运力将增至 1050 航班/日，首都机场运力将逐渐回升至 1350 航班/日。

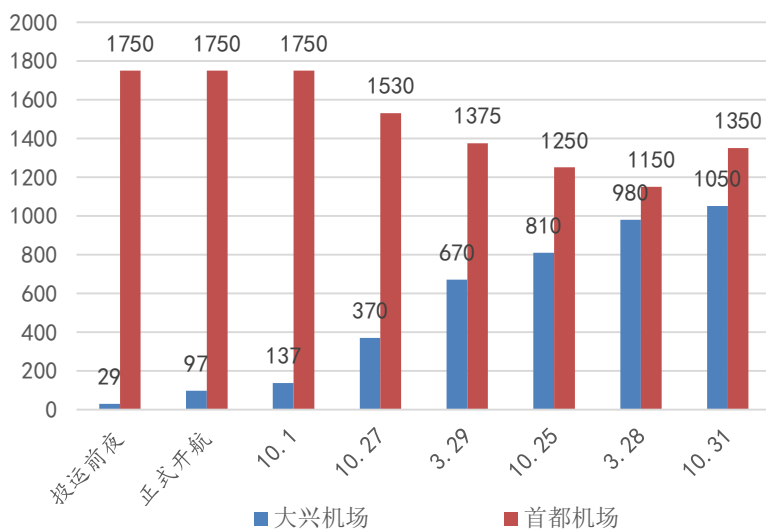
图 19：大兴机场转场投运计划

航班转场数量 (班次/日)	2019年		2019/20年冬春航季		2020年夏秋航季		2020/21年冬春航季		2021年夏秋航季		2021/22年冬春航季 10月31日	合计		
	投运当日	10月10日	比例	10月27日	比例	3月29日	比例	10月25日	比例	3月28日		比例	冬春航季	夏秋航季
东航集团	1			22	10%	139	60%	179	80%	231	100%		224	231
上航									7	100%		10	7	
中联航		30%	131	131	100%	134	100%	131	100%	134	100%	131	134	
合计	1		36%	153	42%	273	73%	310	85%	372	100%	365	372	
南航集团	1		0.4%	25	10%	147	60%	198	80%	245	100%	248	245	
厦航						39	100%	48	100%	39	100%	48	39	
河北航	1		-	新增部分航班		新增部分航班		延续已新增航班		延续已新增航班		-	-	
重庆航						3	100%	4	100%	3	100%	4	3	
江西航												-	-	
合计	2		0.7%	25	8%	189	66%	250	87%	287	100%	300	287	
海航集团				22	100%	22	100%	22	100%	22	100%	22	22	
首都航									4	30%		3	11	
邮政航												4	2	
吉祥航												-	-	
春秋航												-	-	
奥凯航												-	-	
幸福航												-	-	

资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院整理

转场计划包括时刻平移、结构优化和新增航班时刻三个阶段。首都机场和大兴机场的资源配置计划大致上划分为三个阶段。投运初期至 2019 年 10 月 26 日，原则上完全平移首都机场和南苑机场相关航班时刻；2019 年 10 月 27 日至 2022 年 3 月 26 日，首都机场和大兴机场可根据具体情况逐步优化航班结构；当大兴机场实现 4500 万人次旅客吞吐量阶段性目标之后，或自 2021/22 年冬春航季始，可在首都机场集中新增航班时刻，届时国航将优先享有南航和东航腾让出的航班资源；大兴机场和首都机场分别自 2021 年夏秋航季和 2021/22 年冬春航季始，当上一航季两场正常率达到 80% 或 85% 以上时，本航季可在本机场新增 10% 或 20% 的航班时刻。

图 20：北京“一市两场”投运转场期浮动计划航班量（单位：班次/日）



资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院整理

表 4：大兴机场和首都机场资源配置计划

时间	投运初期-2019 年 10 月 26 日	2019 年 10 月 27 日-2022 年 3 月 26 日	2021/22 年冬春航季
转场投运阶段	原则上完全平移首都机场和南苑机场相关航班时刻	当首都机场和大兴机场高峰小时容量分别在 70 架次/小时和 62 架次/小时以下时，首都机场和大兴机场可逐步开展航班时刻结构优化调整	大兴机场实现 4500 万人次旅客吞吐量阶段性目标之后，或自 2021/22 年冬春航季始，可在首都机场集中新增航班时刻； 大兴机场和首都机场分别自 2021 年夏秋航季和 2021/22 年冬春航季始，当上一航季两场正常率均达到 80% 以上时，本航季在本机场可新增预计总增量 10% 的航班时刻； 当上一航季两场正常率均达到 85% 以上时，本航季在本机场可新增预计总增量 20% 的航班时刻

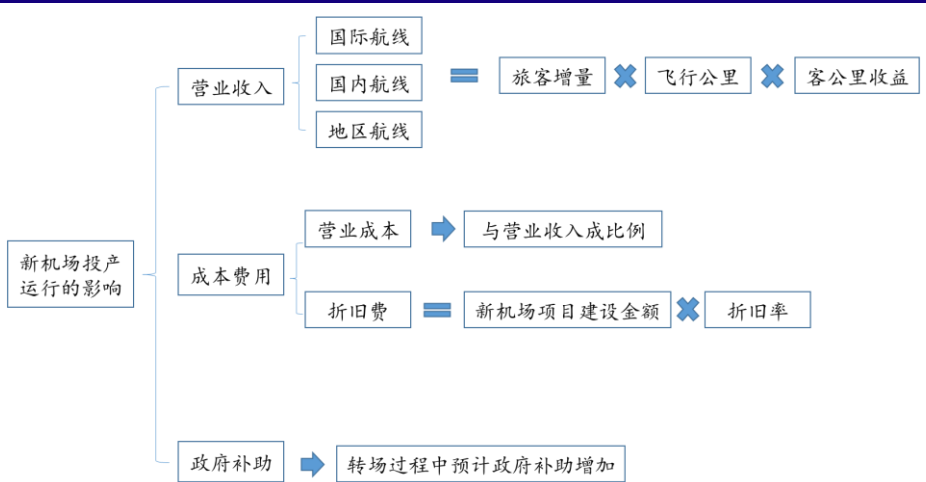
资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院整理

三、大兴国际机场转场投运对三大航影响的定量分析

(一) 研究思路

我们主要从收入和成本费用方面考虑新机场转场投运对三大航的影响。我们将营业收入划分为国际航线、地区航线和国内航线的客运收入，根据“客运收入=旅客数量×每位旅客飞行公里数×客公里收益”，估算转场对营业收入的影响。在成本费用方面，转场航司在大兴机场建立的新基地在投产后开始计提折旧，因此会给企业利润带来负面影响。考虑到转场期间航司收入的下降和成本费用的提升，我们预测航司获得的政府补助可能有所增加。

图 21：研究思路



资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 对南航影响的定量分析

营业收入：按照南航发展规划，到 2025 年，南航预计在北京大兴机场投入飞机超过 200 架，日起降航班超过 900 班次。根据航班转场计划，我们将其分为两个阶段进行分析：一是航班平移阶段，即 2019 年 10 月 27 日起至 2021 年 3 月 28 日，此阶段新机场转场对营业收入的影响主要表现为转场至大兴机场的航班客座率有所下降；二是新增航班阶段，即 2021 年 4 月起至 2025 年，进入该阶段后主要航司基本完成转场工作，营业收入增量主要来自于大兴机场新增航班收益。我们将营业收入划分为国际航线、国内航线和地区或港澳台航线三大业务，以 2018 年相关经营数据为基础，分别估算出航班平移阶段和新增航班阶段新机场投产对航空公司营业收入的影响。

关键假设：

1. 航班平移阶段增量收益=当年平均转场航班数量*每一航班旅客增量*每一旅客飞行公里数*客公里收益；

2. 除 2019 年 10 月 27 日的计划航班是在当天一次性投入以外，其余转场航班在涵盖期间内是均匀投入的，因此跨年度的转场计划可以按照涵盖期间长度在不同年度内简单分配，并且：

当年平均转场航班数量=（本期期末航班数量-上期期末航班数量）/2；

3.2019年-2022年旅客客座率分别为2018年的50%、70%、90%和100%，那么在航班平移阶段：

每一航班旅客增量=2018年每一航班旅客数量*（1-50%/70%/90%/100%）；

4.每一旅客飞行公里数与2018年持平；

5.在航班平移阶段（2019年10月27日-2021年3月28日）客公里收益与公司过去三年平均客公里收益持平；

6.新增航班阶段增量收益=当年新机场平均航班增量*每一航班旅客增量*每一旅客飞行公里数*客公里收益；

7.2021年-2025年南航将按照30%、30%、20%、20%、10%的进度在大兴机场新增航班，并且每一年的投入进度是均匀的，那么：

当年新机场平均航班增量=（本期期末航班数量-上期期末航班数量）/2；

8.每一航班旅客增量=2018年每一航班旅客数量；

9.每一旅客飞行公里数与2018年持平；

10.受益于大兴机场申请国际航权占优，我们预计转场完成后（2021年4月起至2025年），南航国际航线的客公里收益将上升0.04元；同时受益于成本压降措施的推进，我们预计2022年-2025年国内航线和地区航线的客公里收益均将上升0.02元。

根据南航2018年运营数据和以上假设，我们计算出南航2019年10月-2025年的增量收益如下：

表 5：南航 2018 年运营数据

项目	2018年运营数据	项目	2018年运营数据
航班结构		平均每一旅客飞行公里数（公里）	
国内航线	85%	国内航线	1498
港澳台航线	2%	港澳台航线	1306
国际航线	13%	国际航线	4307
平均每一航班旅客数量（人）		客公里收益（元）	
国内航线	156	国内航线	0.53
港澳台航线	177	港澳台航线	0.75
国际航线	173	国际航线	0.39

资料来源：南航2018年年报，中国银河证券研究院整理

表 6：南航航班平移阶段增量收益分析

年度	2019年10月	2020年	2021年3月28日
转场投运计划（班次/日）	91	265	287
国内航线	77	225	244

港澳台航线	2	5	6
国际航线	12	34	37
当年平均转场航班数量 (班次/年)	3468	31356	999
国内航线	2948	26653	849
港澳台航线	69	627	20
国际航线	451	4076	130
每一航班旅客增量 (人次)			
国内航线	-65	-39	-13
港澳台航线	-65	-39	-13
国际航线	-71	-42	-14
每一旅客飞行公里数 (公里)			
国内航线		1498	
港澳台航线		1306	
国际航线		4307	
客公里收益 (元)			
国内航线		0.53	
港澳台航线		0.75	
国际航线		0.39	
增量收益 (万元)			
国内航线	-15,136	-82,112	-872
港澳台航线	-442	-2,399	-25
国际航线	-5,353	-29,040	-308
合计	-20,931	-113,551	-1,206

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 7：南航新增航班阶段增量收益分析

年度	2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
投运计划 (班次/日)	471	655	777	839	900
国内航线	400	557	661	713	765
港澳台航线	9	13	16	17	18
国际航线	61	85	101	109	117
当年新机场平均航班增量 (班次/年)	24827	33102	22068	11034	11034
国内航线	21103	28137	18758	9379	9379
港澳台航线	497	662	441	221	221
国际航线	3227	4303	2869	1434	1434
平均每一航班旅客数量 (人次)					
国内航线	116	129	129	129	129
港澳台航线	117	130	130	130	130
国际航线	127	141	141	141	141
平均每一旅客飞行公里数 (公里)					

国内航线			1,498		
港澳台航线			1,306		
国际航线			4,307		
客公里收益 (元)					
国内航线	0.53			0.55	
港澳台航线	0.75			0.77	
国际航线	0.43			0.43	
增量收益 (万元)					
国内航线	195,040	299,852	199,901	99,951	99,951
港澳台航线	5,698	8,666	5,777	2,889	2,889
国际航线	76,053	112,671	75,114	37,557	37,557
合计	276,790	421,188	280,792	140,396	140,396

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

折旧费：2019年6月29日，南航在北京大兴国际机场基地项目全面竣工，建成亚洲跨度最大机库、亚洲最大运行控制中心和亚洲最大航空食品生产基地，并于9月底与北京大兴国际机场同步投入使用。建设内容包括机务维修设施项目、单身倒班宿舍项目、航空食品设施项目、运行及保障用房项目、货运设施项目共五大功能区，建设规模108.69万平方米，投资金额145.51亿元。根据公司披露的房屋建筑物及设备的折旧政策，房屋建筑物及设备按直线法计提，我们根据往年的固定资产原值和计提折旧，取5%作为该项固定资产的年折旧率。

表 8：大兴机场南航基地项目折旧费用 (单位：百万元)

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
大兴机场南航基地项目折旧	364	728	728	728	728	728	728

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

政府补助：政府补助是航空公益重要的收益来源之一。由于南航在2018年收到的计入其他收益的政府补助为4320百万元，同比增长41%，增速为三大航最高，我们预计2018年以后其政府补助有所下降，但由于转场期间（2019年10月至2021年3月）成本费用的提升，政府补助增速可能仍然保持在较高的水平。我们预测2019年计入其他收益的政府补助同比增长15%，2020年至2021年为集中转场期，计入其他收益的政府补助增速将提升至17%，转场工作基本完成后，将回落至11%。

表 9：南航收到的计入其他收益的政府补助 (单位：百万元)

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
其他收益	4320	4968	5813	6801	7051	8109	9325	10724
yoy		41.27%	15%	17%	17%	11%	11%	11%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

未来盈利预测：根据上文对收入、费用以及政府补助的分析，我们预测南航2019年至2025年的盈利情况如下：

表 10：南航未来盈利预测（单位：百万元）

年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	143623	156549	170638	185996	200876	216946	234301	250702
yoy	13%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	7%
新机场投产影响	-	-209	-1136	2756	4212	2808	1404	1404
调整后的营业收入	-	156340	169503	188752	205088	219754	235705	252106
营业总成本	145051	152936	166146	181155	196361	208153	223210	238187
营业成本	128613	136016	147468	160439	174324	184593	197992	211769
占营收比例	90%	87%	87%	85%	85%	84%	84%	84%
税金及附加	272	297	322	359	390	418	448	479
占营收比例	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
销售费用	7086	7348	7967	8871	9434	10109	10842	11345
占营收比例	4.93%	4.70%	4.70%	4.70%	4.60%	4.60%	4.60%	4.50%
管理费用	3736	4221	4577	5096	5332	5714	6128	6303
占营收比例	2.60%	2.70%	2.70%	2.70%	2.60%	2.60%	2.60%	2.50%
财务费用	5108	4690	5085	5663	6153	6593	7071	7563
占营收比例	3.56%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
新机场项目建设的折旧费	-	364	728	728	728	728	728	728
加：其他收益	4320	4968	5813	6801	7549	8379	9301	10324
yoy	41.27%	15%	17%	17%	11%	11%	11%	11%
营业利润	4009	8372	9170	14397	16276	19980	21796	24244
加：营业外收入	849	868	868	868	868	868	868	868
减：营业外支出	371	209	209	209	209	209	209	209
利润总额	4487	9030	9828	15055	16934	20638	22455	24902
减：所得税	1031	2077	2260	3463	3895	4747	5165	5727
所得税税率	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
净利润	3456	6953	7568	11593	13039	15891	17290	19174

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）对东航影响的定量分析

营业收入：根据东航快速转场方案，在 2019/20 年冬春航季将转场 10% 航班量至大兴机场；2020 年夏秋航季，公司计划将除每天 46 班京沪线之外的首都机场所有航线转场至大兴机场，约占东航在京运营航班的 80%，即公司将在 2020 年夏秋航季提前完成转场。据东航公开披露信息显示，首批东航将转场 12 条航线、24 个航班。根据以上信息，我们对东航的转场计划进行了调整，并预计东航将于 2020 年夏秋航季始（即 2020 年 4 月起）提前进入新增航班阶段。此外，到 2025 年，东上联航预计将在北京大兴机场开通 181 个航点，投入飞机 180-200 架，日均始发班次 360 班。

图 22 调整后的东航转场计划

航班转场数量（班次/日）	2019年		2019/20年冬春航季		2020年夏秋航季		2020/21年冬春航季		2021年夏秋航季		合计	
	投运当日	10月10日	10月27日	比例	3月29日	比例	10月25日	比例	3月28日	比例	冬春航季	夏秋航季
东航	1		24	13%	185	80%	179	80%	185	80%	179	185
东航集团 上航					7	100%	10	100%	7	100%	10	7
中联航	30%	131	131	100%	134	100%	131	100%	134	100%	131	134

资料来源：中国民航局，中国银河证券研究院整理

关键假设：

1. 到 2025 年，预计东航在北京大兴机场的起降航班为 $360 \times 2 = 720$ 班。

2. 受益于成本压降措施的不断推进，我们预计 2022 年-2025 年，新增航班在国内航线和地区航线上的客公里收益均增加 0.02 元。由于东航的国际航线单位收益本身较高，尽管大兴机场获取国际航权占优，我们预计其国际航线的单位收益上升空间有限，预计 2021 年至 2025 年其客公里收益仅上升 0.02 元。

3. 其余假设与上文保持一致。

根据东航 2018 年运营数据和以上假设，我们计算出东航 2019 年 10 月-2025 年的增量收益如下：

表 11：东航 2018 年运营数据

项目	2018 年运营数据	项目	2018 年运营数据
航班结构		平均每一旅客飞行公里数（公里）	
国内航线	84%	国内航线	1273
地区航线	3%	地区航线	1367
国际航线	14%	国际航线	4180
平均每一航班旅客数量（人）		客公里收益（元）	
国内航线	130	国内航线	0.56
地区航线	130	地区航线	0.73
国际航线	126	国际航线	0.49

资料来源：东航 2018 年年报，中国银河证券研究院整理

表 12：东航航班平移阶段增量收益分析

年度	2019 年 10 月	2020 年
转场投运计划（班次/日）	223	320
国内航线	188	269
地区航线	7	10
国际航线	31	45
当年平均转场航班数量（班次/年）	17334	17388
国内航线	14561	14606
地区航线	520	522
国际航线	2427	2434
平均每一航班旅客增量（人次）		
国内航线	-65	-39

地区航线	-65	-39
国际航线	-63	-38
平均每一旅客飞行公里数 (公里)		
国内航线	1273	
地区航线	1367	
国际航线	4180	
客公里收益 (元)		
国内航线	0.56	
地区航线	0.73	
国际航线	0.49	
增量收益 (万元)		
国内航线	-67,772	-40,790
地区航线	-3,380	-2,035
国际航线	-31,114	-18,726
合计	-102,266	-61,551

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 13：东航新增航班阶段增量收益分析

年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
转场投运计划 (班次/日)					
国内航线	370	470	538	571	605
地区航线	13	17	19	20	22
国际航线	62	78	90	95	101
当年新机场平均航班增量 (班次/年)					
国内航线	66528	18144	12096	6048	6048
地区航线	2376	648	432	216	216
国际航线	11088	3024	2016	1008	1008
平均每一航班旅客增量					
国内航线	117	130	130	130	130
地区航线	117	130	130	130	130
国际航线	114	126	126	126	126
平均每一旅客飞行公里数					
国内航线			1273		
地区航线			1367		
国际航线			4180		
客公里收益					
国内航线	0.56		0.58		
地区航线	0.73		0.75		
国际航线	0.51		0.51		
增量收益 (万元)					
国内航线	556382	174622	116415	58207	58207

地区航线	27802	8656	5770	2885	2,885
国际航线	268525	81371	54248	27124	27124
合计	852709	264649	176433	88216	88216

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

折旧费：东航在大兴机场的基地项目建设规模 116.98 万平方米，总投资 132 亿元。主要包括核心工作区、货运区、机务维修及特种车辆维修区、航空食品区及地面服务区、生活区等。其中一期工程总建筑面积 47 万平方米，总投资约 68 亿元，占比 52%，已于 2019 年 6 月 28 日竣工。3 月 16 日，二阶段工程也顺利启动，预算金额约为 62 亿元。根据大兴机场东航基地一期项目的建设进度，我们预计 2019 年年底工程整体完工 76%，2020 年 6 月工程有望全部完工。该工程仍然按照直线法计提折旧，年折旧率 5%。

表 14：大兴机场东航基地项目折旧费用（单位：百万元）

年度	2019		2020		2021	2022	2023	2024	2025
	2019.6	2019.12	2020.6	2020.12					
大兴机场东航基地项目建									
设进度	52%	76%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
完工量	6800	9968	13200	13200	13200	13200	13200	13200	13200
折旧费	0	170	170	330	660	660	660	660	660
合计	170		500		660	660	660	660	660

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

政府补助：2018 年东航收到的计入其他收益的政府补助 5430 百万元，同比增长 9.9%。我们认为转场期间（2019 年 10 月至 2021 年 3 月），为弥补航司成本费用的支出，政府补助将有所提升。我们预测 2019 年其计入其他收益的政府补助同比增长 10%，2020 年至 2021 年是集中转场期，政府补助增长率将提升至 12%，转场工作基本完成后，增速将回落至 11%。

表 15：东航收到的计入其他收益的政府补助（单位：百万元）

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
其他收益	5430	5973	6690	7493	8317	9232	10247	11374
yoy	9.90%	10%	12%	12%	11%	11%	11%	11%

资料来源：中国银河证券研究院整理

未来盈利预测：根据上文对收入、费用以及政府补助的分析，我们预测东航 2019 年至 2025 年的盈利情况如下：

表 16：东航未来盈利预测（单位：百万元）

年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	114930	122975	131583	140794	149242	158196	167688	176073
yoy	13%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%
新机场投产影响	-	-1023	-616	8527	2646	1764	882	882
调整后的营业收入	-	122122	131468	149981	152548	160621	169230	177615
营业总成本	118420	121390	130679	146082	148124	154356	162630	170333

营业成本	102407	106247	114377	127484	129666	134921	142153	149196
占营收比例	89%	87%	87%	85%	85%	84%	84%	84%
税金及附加	347	366	394	450	458	482	508	533
占营收比例	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
销售费用	6058	6228	6705	7649	7627	8031	8462	8703
占营收比例	5.30%	5.10%	5.10%	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%	4.90%
管理费用	3220	3664	3944	4499	4271	4497	4738	4796
占营收比例	2.80%	3.00%	3.00%	3.00%	2.80%	2.80%	2.80%	2.70%
财务费用	5908	4885	5259	5999	6102	6425	6769	7105
占营收比例	5.14%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
新机场项目建设的折旧费	-	170	500	660	660	660	660	660
加：其他收益	5430	5973	6690	7493	8317	9232	10247	11374
yoy	9.90%	10%	12%	12%	11%	11%	11%	11%
营业利润	2958	6706	7479	11392	12741	15496	16847	18656
加：营业外收入	977	1184	1184	1184	1184	1184	1184	1184
减：营业外支出	68	73	73	73	73	73	73	73
利润总额	3867	7817	8590	12503	13852	16607	17958	19767
减：所得税	926	1876	2061	3001	3324	3986	4310	4744
所得税税率	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
净利润	2941	5941	6528	9502	10527	12621	13648	15023

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）对国航影响的定量分析

营业收入：目前国航已经公布了10月27日首批转场至大兴机场的19条航线、38个航班。虽然国航尚未明确透露其在大兴机场的航班转场计划，但依据南航和东航的航班规划以及三大航在大兴机场的航班资源配置，我们估算出2025年国航有望在大兴机场实现日起降航班225班次。此外由于大兴机场实现4500万人次旅客吞吐量阶段性目标之后，或自2021/22年冬春航季始，首都机场可集中新增航班时刻，我们预测2022年左右国航将在首都机场集中增加航班资源，假设南航和东航腾让出的空间将有40%可优先满足国航发展需要，预计国航可在首都机场新增航班194班次/日。

关键假设：

1.2019年10月-2025年，国航在大兴机场按照16%、36%、56%、71%、81%、91%、100%的进度实施转场和新增航班，到2025年，航班数量为225班次/日；

2.2022年-2025年，国航在首都机场按照40%、70%、90%、100%的进度新增航班，新增航班数量为194班次/日；

3.对于国航在大兴机场的转场进度，我们仍将其大致划分为2个阶段：航班平移阶段（2019年10月至2021年）和新增航班阶段（2022年-2025年）；

4. 受益于成本压降措施的不断推进，我们预计2022年-2025年，新增航班在国内航线和地

区航线上的客公里收益均增加 0.02 元。由于国航的国际航线单位收益本身较高，尽管大兴机场获取国际航权占优，我们预计其国际航线的单位收益上升空间有限，预计 2022 年至 2025 年其客公里收益仅上升 0.02 元。

5.其他假设同上。

根据国航 2018 年运营数据和以上假设，我们计算出国航 2019 年 10 月-2025 年的增量收益如下：

表 17：国航在大兴机场和首都机场的航班投入数量与进度

机场	航班投入数量与进度	2019 年 10 月底	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
大兴国际机场	航班转场数量（班次/日）	38	81	126	160	182	205	225
	转场进度	16%	36%	56%	71%	81%	91%	100%
首都国际机场	享有的东航南航腾让出的航班资源（班次/日）	-	-	-	77	136	174	194
	新增航班投入进度	-	-	-	40%	70%	90%	100%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 18：国航 2018 年运营数据

项目	2018 年运营数据	项目	2018 年运营数据
航班结构		平均每一旅客飞行公里数	
国内航线	82%	国内航线	1480
港澳台航线	5%	港澳台航线	1574
国际航线	13%	国际航线	5230
平均每一航班旅客数量		客公里收益	
国内航线	153	国内航线	0.60
港澳台航线	137	港澳台航线	0.70
国际航线	162	国际航线	0.44

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 19：国航航班平移阶段增量收益分析

年度	2019 年 10 月	2020 年	2021 年
转场投运计划（班次/日）	38	81	126
国内航线	31	66	103
港澳台航线	2	4	7
国际航线	5	11	17
当年平均转场航班数量（班次/年）	2691	7740	8100
国内航线	2196	6315	6608
港澳台航线	140	402	421
国际航线	356	1024	1071

平均每一航班旅客增量 (人次)

国内航线	-76	-46	-15
港澳台航线	-69	-41	-14
国际航线	-81	-49	-16

平均每一旅客飞行公里数 (公里)

国内航线	1273
港澳台航线	1367
国际航线	4180

客公里收益 (元)

国内航线	0.60
港澳台航线	0.70
国际航线	0.44

增量收益 (万元)

国内航线	-12864	-22197	-7743
港澳台航线	-917	-1582	-552
国际航线	-5278	-9107	-3177
合计	-19059	-32886	-11472

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 20：国航新增航班阶段增量收益分析

年度	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
转场投运计划 (班次/日)	237	318	379	419
国内航线	194	259	309	342
港澳台航线	12	16	20	22
国际航线	31	42	50	55
当年新机场平均航班增量 (班次/年)	20014.2	14504.4	11019.6	7129.8
国内航线	16328	11833	8990	5817
港澳台航线	1039	753	572	370
国际航线	2647	1918	1457	943
平均每一航班旅客增量 (人次)				
国内航线		153		
港澳台航线		137		
国际航线		162		
平均每一旅客飞行公里数 (公里)				
国内航线		1273		
港澳台航线		1367		
国际航线		4180		
客公里收益 (元)				
国内航线		0.62		
港澳台航线		0.72		

国际航线		0.46		
增量收益 (万元)				
国内航线	197673	143254	108836	70418
港澳台航线	14022	10162	7721	4995
国际航线	82087	59489	45196	29243
合计	293783	212906	161753	104656

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

未来盈利预测：根据上文对收入、费用以及政府补助的分析，我们预测国航 2019 年至 2025 年的盈利情况如下：

表 21：国航未来盈利预测 (单位：百万元)

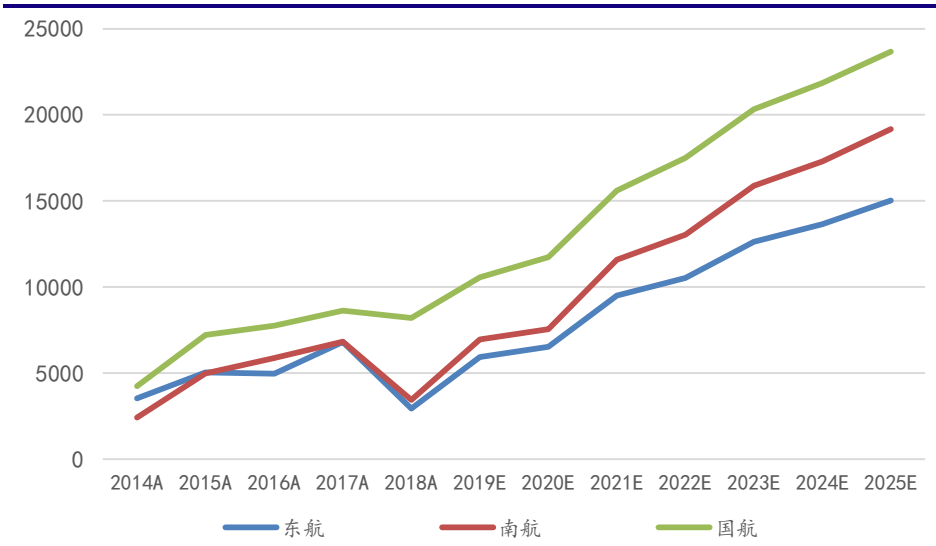
年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	136774	147716	159534	172296	184357	197262	211070	223735
yoy	13%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	6%
新机场投产影响	-	-191	-329	-115	2938	2129	1618	1047
调整后的营业收入	-	147526	159205	172182	187295	199391	212688	224781
营业总成本	131551	138069	149000	157701	171169	180230	192249	202730
营业成本	115131.8	120971	130548	137745	149836	157519	168024	177577
占营收比例	84%	82%	82%	80%	80%	79%	79%	79%
税金及附加	263.108	280	302	327	356	379	404	427
占营收比例	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%	0.19%
销售费用	6348.107	6491	7005	7576	8054	8574	9146	9441
占营收比例	4.64%	4.40%	4.40%	4.40%	4.30%	4.30%	4.30%	4.20%
管理费用	4675.651	5163	5572	6026	6368	6779	7231	7418
占营收比例	3.42%	3.50%	3.50%	3.50%	3.40%	3.40%	3.40%	3.30%
财务费用	5276.273	5163	5572	6026	6555	6979	7444	7867
占营收比例	3.86%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
加：其他收益	3133.872	3761	4513	5190	5968	6565	7221	7944
yoy	26.00%	20%	20%	15%	15%	10%	10%	10%
营业利润	9826.497	13217	14718	19670	22094	25726	27661	29995
加：营业外收入	257.917	519	519	519	519	519	519	519
减：营业外支出	126.509	178	178	178	178	178	178	178
利润总额	9957.905	13559	15059	20012	22436	26068	28002	30336
减：所得税	1757.368	2983	3313	4403	4936	5735	6161	6674
所得税税率	18%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
净利润	8200.537	10576	11746	15609	17500	20333	21842	23662

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

根据我们的盈利预测结果，从长期来看，大兴机场投产和首都机场新增航班时刻将明显增厚三大航的净利润，我们预计至 2025 年，南航、东航和国航净利润将分别增长至 19174 百万

元、15023 百万元和 25831 百万元。从短期来看，虽然南航与东航转场新机场存在客流量流失和成本费用提升的风险，但这部分客流量收益和成本费用金额占企业总体收支比重较低，预计转场新机场对南航和东航的负面影响相对有限。

图 23：三大航未来盈利预测结果趋势（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、投资建议

新机场转场投运是一个循序渐进的过程，一定期间内转场或增加的航班数量可能占航司整体航班比重较小，因此在不考虑油价和汇率风险的情况下，三大航业绩总体上波动有限。从长期来看，“一市两场”将有利于推动南航和东航的双基地政策落地，巩固国航在首都机场的市场份额，并带来客流量的稳步提升。建议持续跟踪关注三大航空公司的投资机会。

五、风险提示

转场新机场后客座率低于预期产生的风险；油价和汇率波动产生的风险；民航政策法规及安全运营产生的风险。

图目录

图 1: 2018 年国内主要航司机队规模 (单位: 架)	3
图 2: 2018 年国内主要航司旅客运输量 (单位: 万人)	3
图 3: 2017 年广州白云机场航司可用座位数投入占比	3
图 4: 2017 年中澳航线航司客运量份额	3
图 5: 南航国际航线图	4
图 6: 2018 年相关机场旅客吞吐量 (单位: 万人次)	4
图 7: 2018 年三大航国际航线客公里收益 (单位: 元)	4
图 8: 2017 年北京首都机场航司可用座位数投入占比	5
图 9: 北京一市两场旅客吞吐量规划 (单位: 万人次)	7
图 10: 到 2025 年南航预计旅客运输量 (单位: 万人)	7
图 11: 2018 年相关机场年旅客吞吐量 (单位: 万人次)	8
图 12: 2017 年浦东机场航司可用座位数投入占比	8
图 13: 2017 年虹桥机场航司可用座位数投入占比	8
图 14: 到 2025 年东航预计旅客运输量 (单位: 万人)	10
图 15: 2017 年中美航线市场份额	11
图 16: 2016 年中欧航线市场份额	11
图 17: 2017 年北京首都机场航司可用座位数投入占比	12
图 18: 到 2021 年预计旅客运输量 (单位: 万人)	12
图 19: 大兴机场转场投运计划	12
图 20: 北京“一市两场”投运转场期浮动计划航班量 (单位: 班次/日)	13
图 21: 研究思路	14
图 22 调整后的东航转场计划	19
图 23: 三大航未来盈利预测结果趋势 (单位: 百万元)	26

表目录

表 1: 大兴机场国际航线经营许可	6
表 2: 2018 年国内最繁忙前 20 航线	9
表 3: 2017 年中国最热门境外航线	9
表 4: 大兴机场和首都机场资源配置计划	13
表 5: 南航 2018 年运营数据	15
表 6: 南航航班平移阶段增量收益分析	15
表 7: 南航新增航班阶段增量收益分析	16
表 8: 大兴机场南航基地项目折旧费用 (单位: 百万元)	17
表 9: 南航收到的计入其他收益的政府补助 (单位: 百万元)	17
表 10: 南航未来盈利预测 (单位: 百万元)	18
表 11: 东航 2018 年运营数据	19
表 12: 东航航班平移阶段增量收益分析	19
表 13: 东航新增航班阶段增量收益分析	20

表 14: 大兴机场东航基地项目折旧费用 (单位: 百万元)	21
表 15: 东航收到的计入其他收益的政府补助 (单位: 百万元)	21
表 16: 东航未来盈利预测 (单位: 百万元)	21
表 17: 国航在大兴机场和首都机场的航班投入数量与进度	23
表 18: 国航 2018 年运营数据	23
表 19: 国航航班平移阶段增量收益分析	23
表 20: 国航新增航班阶段增量收益分析	24
表 21: 国航未来盈利预测 (单位: 百万元)	25

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83451963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@chinastock.com.cn