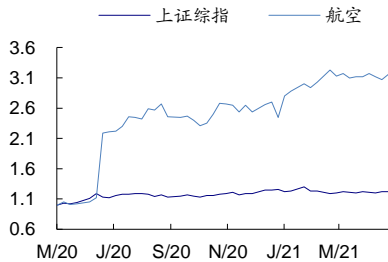


2021年05月28日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业事件点评: 疫苗时间表日趋明晰, 清明五一需求或超预期》——2021-03-15  
 《航空行业 2014 年投资策略: 供求弱平衡, 风险机会并存》——2013-12-17  
 《国信证券-航空行业专题-高铁分流—预期差的现象与逻辑-20130403》——2013-04-03  
 《行业投资策略-航空业: 相对收益或将收敛, 下调至“谨慎推荐”》——2012-07-25  
 《航空业投资策略: 估值折扣决定吸引力, 上调评级》——2012-05-03

证券分析师: 姜明

电话:  
E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

电话:  
E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030003

行业专题

## 盘点海航航空资产, 重组影响深远

### ● 海航招募战投, 破产重组进行中

市场高度关注我国第四大航空派系——海航系航空资产的重组进展。3月19日海航控股发布公告, 明确保留航空资产, 寻求战略投资人, 并提出民营资本优先。近期有上市公司公告拟联合出资方出资参与投资民航实体企业。参考近期航空市场运行情况, 各主流航司中具有一定规模且存在显著债务问题并寻求重组的只有海航一家, 因此我们认为其可能意向投资于海航重组事宜。

### ● 14家航司、625架飞机, 精细盘点海航航空资产及市场格局

海航系航空资产包括14家航空公司。海航控股上市公司体系内目前有6个航空牌照, 8家航空公司。上市公司体系外有8家航空公司, 其中境内6家, 境外2家。在我国由于严格的监管要求, 从无到有申请航空牌照时间跨度较长, 且机队扩张速度需执行较严格的量化考核, 并非有资金就可以自由在民航业大举扩张, 因此对于意图进入航空市场的新玩家, 牌照资源仍相对稀缺。

我们详细拆解了海航系各航空公司的股权结构、机队规模、运营表现、航线网络及市场竞争格局, 估算当前海航系各航司加总机队规模为625架, 仅次于我国三大国有航空公司(南航867架、东航734架、国航707架)。作为一家大型航司, 海航及旗下众多航司的航线网络与其他航司纵横交织, 因此其重组结果、未来战略发展走向将对整个民航业产生极其深远的影响, 需给予密切关注。

### ● 兼顾长期影响及短期矛盾, 继续看好航空复苏

海航重组带来的行业影响偏长远, 短期来看, 民航的核心矛盾仍是国门放开与否对应的市场景气度截然不同。我们认为随着全民免疫的时间窗口逐步临近, 全球重启互联互通终将实现, 民航景气度有望持续回升。如海航重组后放缓扩张节奏, 对行业将产生持续性利好。推荐吉祥航空、春秋航空、三大航, 关注华夏航空。

### ● 风险提示

经济下滑, 油价汇率波动, 海航重组后加速扩张, 安全事故, 疫情反复

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
601111	中国国航	买入	8.80	111692	-0.20	0.89	-44.0	9.9
600029	南方航空	买入	6.74	94115	0.01	0.62	674.0	10.9
600115	东方航空	买入	5.72	79509	-0.08	0.49	-71.5	11.7
601021	春秋航空	买入	64.80	59387	1.55	2.90	41.8	22.3
603885	吉祥航空	买入	16.52	32481	0.41	0.97	40.3	17.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 内容目录

核心观点.....	5
海航系航空公司综述.....	6
上市公司表内航空资产梳理.....	8
海南航空.....	8
新华航空.....	12
山西航空.....	14
祥鹏航空.....	15
北部湾航空.....	18
福州航空.....	21
乌鲁木齐航空.....	23
长安航空.....	26
上市公司表外航空资产梳理.....	29
大新华航空.....	29
天津航空.....	30
首都航空.....	33
西部航空.....	35
金鹏航空.....	37
桂林航空.....	39
上市公司表外海外航司.....	41
香港航空.....	41
非洲世界航空公司.....	42
投资建议.....	43
风险提示.....	43
国信证券投资评级.....	45
分析师承诺.....	45
风险提示.....	45
证券投资咨询业务的说明.....	45

## 图表目录

图 1: 海航控股股权结构示意图 .....	9
图 2: 海航历年引进飞机数量 .....	10
图 3: 海航机队规模 .....	10
图 4: 海航本部主要投放机场时刻量及占自身时刻总量比重 .....	11
图 5: 海航本部前十大航线班次量及其占自身航班总量比重 .....	11
图 6: 海航本部主要投放机场市场结构 .....	11
图 7: 海航本部前十大航线市场结构 .....	11
图 8: 海航本部 (HU) 航网结构 .....	11
图 9: 历史各航司净利润率对比 .....	12
图 10: 海航控股母公司历史净利润 .....	12
图 11: 新华航空股权结构示意图 .....	13
图 12: 新华航空机队规模 .....	13
图 13: 新华航空资产负债情况 .....	13
图 14: 新华航空营业收入表现 .....	14
图 15: 新华航空净利润 .....	14
图 16: 山西航空股权结构示意图 .....	14
图 17: 山西航空营业收入 .....	15
图 18: 山西航空净利润 .....	15
图 19: 祥鹏航空股权结构示意图 .....	16
图 20: 祥鹏航空机队规模 .....	16
图 21: 祥鹏航空资产负债情况 .....	16
图 22: 祥鹏航空主要投放机场时刻量及占自身时刻量比重 .....	17
图 23: 祥鹏航空前十大航线班次量及其占自身航班量比重 .....	17
图 24: 祥鹏航空运力主要投放机场的市场结构 .....	17
图 25: 祥鹏航空前十大航线市场结构 .....	17
图 26: 祥鹏航空 (8L) 航网结构 .....	18
图 27: 祥鹏航空营业收入表现 .....	18
图 28: 祥鹏航空净利润 .....	18
图 29: 北部湾航空股权结构示意图 .....	19
图 30: 北部湾航空机队规模 .....	19
图 31: 北部湾航空 (GX) 航网 .....	19
图 32: 北部湾航空主要投放机场时刻量及占自身时刻比重 .....	20
图 33: 北部湾航空前十大航线班次量及其占自身航班比重 .....	20
图 34: 北部湾航空运力主要投放机场的市场结构 .....	20
图 35: 北部湾航空前十大航线市场结构 .....	20
图 36: 北部湾航空营业收入表现 .....	20
图 37: 北部湾航空净利润 .....	20
图 38: 福州航空股权结构示意图 .....	21
图 39: 福州航空机队规模 .....	21
图 40: 福州航空资产负债情况 .....	21
图 41: 福州航空主要投放机场时刻量及占自身时刻量比重 .....	22
图 42: 福州航空前十大航线班次量及其占自身航班量比重 .....	22
图 43: 福州航空运力主要投放机场的市场结构 .....	22
图 44: 福州航空前十大航线市场结构 .....	22
图 45: 福州航空 (FU) 航网结构 .....	23
图 46: 福州航空营业收入表现 .....	23
图 47: 福州航空净利润 .....	23
图 48: 乌鲁木齐航空股权结构示意图 .....	24
图 49: 乌鲁木齐航空机队规模 .....	24
图 50: 乌鲁木齐航空 (UQ) 航网 .....	24
图 51: 乌鲁木齐航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重 .....	25
图 52: 乌鲁木齐航空前十大航线班次及其占自身航班比重 .....	25
图 53: 乌鲁木齐航空运力主要投放机场的市场结构 .....	25
图 54: 乌鲁木齐航空前十大航线市场结构 .....	25
图 55: 乌鲁木齐航空营业收入表现 .....	25
图 56: 乌鲁木齐航空净利润 .....	25

图 57: 长安航空股权结构示意图 .....	26
图 58: 长安航空机队规模 .....	27
图 59: 长安航空资产负债情况 .....	27
图 60: 长安航空主要投放机场时刻量及占自身时刻量比重 .....	27
图 61: 长安航空前十大航线班次量及其占自身航班量比重 .....	27
图 62: 长安航空运力主要投放机场的市场结构 .....	28
图 63: 长安航空前十大航线市场结构 .....	28
图 64: 长安航空 (9H) 航网结构 .....	28
图 65: 长安航空营业收入表现 .....	29
图 66: 长安航空净利润 .....	29
图 67: 大新华航空股权结构示意图 .....	30
图 68: 天津航空股权结构示意图 .....	31
图 69: 天津航空机队规模 .....	31
图 70: 天津航空 (GS) 航网 .....	31
图 71: 天津航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重 .....	32
图 72: 天津航空前十大航线班次及其占自身航班比重 .....	32
图 73: 天津航空运力主要投放机场的市场结构 .....	32
图 74: 天津航空前十大航线市场结构 .....	32
图 75: 天津航空营业收入表现 .....	32
图 76: 天津航空净利润 .....	32
图 77: 首都航空股权结构示意图 .....	33
图 78: 首都航空机队规模 .....	34
图 79: 首都航空 (JD) 航网 .....	34
图 80: 首都航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重 .....	34
图 81: 首都航空前十大航线班次及其占自身航班比重 .....	34
图 82: 首都航空运力主要投放机场的市场结构 .....	34
图 83: 首都航空前十大航线市场结构 .....	34
图 84: 西部航空股权结构示意图 .....	35
图 85: 西部航空机队规模 .....	36
图 86: 西部航空资产负债情况 .....	36
图 87: 西部航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重 .....	36
图 88: 西部航空前十大航线班次及其占自身航班比重 .....	36
图 89: 西部航空运力主要投放机场的市场结构 .....	36
图 90: 西部航空前十大航线市场结构 .....	36
图 91: 西部航空 (PN) 航网结构 .....	37
图 92: 西部航空营业收入表现 .....	37
图 93: 西部航空净利润 .....	37
图 94: 金鹏航空股权结构示意图 .....	38
图 95: 金鹏航空机队规模 .....	38
图 96: 金鹏航空 (Y8) 航网 .....	38
图 97: 金鹏航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重 .....	39
图 98: 金鹏航空前十大客运航线班次及其占自身航班比重 .....	39
图 99: 金鹏航空运力主要投放机场的市场结构 .....	39
图 100: 金鹏航空前十大客运航线市场结构 .....	39
图 101: 桂林航空股权结构示意图 .....	40
图 102: 桂林航空机队规模 .....	40
图 103: 桂林航空 (GT) 航网 .....	40
图 104: 桂林航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重 .....	41
图 105: 桂林航空前十大航线班次及其占自身航班比重 .....	41
图 106: 桂林航空运力主要投放机场的市场结构 .....	41
图 107: 桂林航空前十大航线市场结构 .....	41
图 108: 香港航空股权结构示意图 .....	42
图 109: 香港航空航网结构 (疫情前) .....	42
图 110: 香港航空核心内地航线竞争格局 .....	42

表 1: 海航系航司股权、机队及资产、收入利润梳理 .....	6
---------------------------------	---

表 2: 海航系各航司运力分布及市场竞争情况 .....	7
------------------------------	---

表 3: 海航控股旗下机队情况 .....	9
-----------------------	---

## 核心观点

2021年民航国内市场强势复苏，航空公司盈利能力显著修复，但受制于国门尚未开放，海外运力回流，全面的高景气区间暂未到来。近期市场关注重点在于我国第四大航空派系——海航系航空资产的重组进展，我们将在本报告中对海航系航空公司资产进行详尽梳理。

海航系公司资产繁杂，巅峰时期业务横跨航空、物流、基础、金融等七大板块。大而广的业务范畴，循环交错的股权关系使得海航系公司长期是资本市场中相对神秘的存在。随着国家大力推动去杠杆，依托大量举债实现高速扩张的海航亦主动收缩自身业务范围和战略方向。2018年海航缩减七大主业至“两主两辅”四大主业，2019年初进一步缩减至航空和物流两大主业，2019年底仅航空主业得以保留。

2018-2019年海航系部分航空公司寻求出让股权给地方政府或实体企业，但相关事项均出现搁置。2020年大量海航系公司宣告破产，2021年3月19日海航控股发布公告，明确保留航空资产，并以航空资产作为主体寻求战略投资人，并提出民营资本优先。近期有上市公司公告称拟联合出资方投资航空实体企业，参考近期航空市场运行情况，各主流航司中具有一定规模且存在显著债务问题并寻求重组的只有海航一家，因此我们认为其可能意向投资于海航重组事宜。

海航系航空资产包括14家航空公司，其中上市公司体系内目前有6个航空牌照，8家航空公司。海航于海航控股上市公司体系外具有8家航空公司，其中境内6家，境外2家。在我国，由于严格的监管要求，从无到有申请航空牌照时间跨度较长，且机队扩张速度需执行较严格的量化考核，并非有资金就可以自由在民航业大举扩张，因此对于意图进入航空市场的新玩家，牌照资源仍相对稀缺。

我们详细拆解了海航系各航空公司的股权结构、机队规模、运营表现、航线网络及市场竞争格局。我们估算当前海航系各航司加总机队规模为625架，仅次于我国三大国有航空公司（南航867架、东航734架、国航707架）。作为一家大型航司，其航线网络与其他航司纵横交织，因此其重组结果、未来战略发展走向将对整个民航业产生极其深远的影响，需给予密切关注。

海航重组带来的行业影响偏长远，短期来看，民航的核心矛盾仍是国门放开与否对应的市场景气度截然不同。我们认为随着全民免疫的时间窗口逐步临近，全球重启互联互通终将实现，民航景气度有望持续回升。如海航重组后放缓扩张节奏，对行业将产生持续性的利好。推荐吉祥航空、春秋航空、三大航，关注华夏航空。

## 海航系航空公司综述

截至 2020 年底，我们统计海航系航空公司合计 16 家，其中上市公司海航控股并表范围内 8 家航司，包括海南航空、新华航空、山西航空、祥鹏航空、北部湾航空、福州航空、乌鲁木齐航空、长安航空，表外航司 8 家，包括天津航空、首都航空、西部航空、金鹏航空、桂林航空、大新华航空以及两家海外航司香港航空和加纳非洲世界航空。海航系航空公司共拥有飞机 625 架，其中上市公司体系内 346 架，表外 279 架。各航司中，海航本部、天津航空、首都航空、祥鹏航空规模相对较大，福州航空、乌鲁木齐航空、长安航空、桂林航空规模相对较小。

海南航空母公司 2020 年资产规模 1409 亿，资产负债率 116.2%，处于破产状态，海航控股上市公司口径资产规模 1646 亿，资产负债率 113.5%，同样处于破产状态。海航集团旗下各航司资产规模不一，大如天津航空资产规模达到 391 亿（2018 年数据），小如福州航空资产规模仅略超 20 亿（2018 年数据）。业绩方面，汇总各航司历史业绩，海航系公司 2017 年以前整体盈利能力尚可，但 2018 年起经营状况恶化，2020 年整体巨亏。

表 1：海航系航司股权、机队及资产、收入利润梳理

	代码	航司名称	持股比例	机队规模	资产体量 (亿)	资产负债率 (%)	收入 (亿)	净利润 (亿)
海航控股	HU	海南航空	-	180	1408.7	116.2	175.3	-549.8
		新华航空	73.92%	44	154.3 (2019)	20.2 (2019)	28.5	-29.7
		山西航空	100%	1	-	-	12.1	-9.5
	8L	祥鹏航空	73.48%	54	168.1 (2019)	49.2 (2019)	39.3	-33.1
	GX	北部湾航空	70%	24	-	-	15.8	-19.1
	FU	福州航空	65.22%	16	21.8 (2018)	28.9 (2018)	10.1	-14.2
	UQ	乌鲁木齐航空	84.02%	16	-	-	9.5	-8.4
	9H	长安航空	70.5%	11	122 (2019)	42.1 (2019)	13.8	-18.0
上市公司合计	-	-	-	346	1645.8	113.5	294.0	-687.4
表外航司	GS	天津航空	47.82%	86	391.2 (2018)	60.7 (2018)	130.0 (2018)	-13.2 (2018)
	JD	首都航空	19.6%	81	-	-	-	-
	PN	西部航空	28.43%	36	143.3 (2019)	65.3 (2019)	56.7 (2019)	0.79 (2019)
	Y8	金鹏航空	11.58%	22	-	-	-	-
	GT	桂林航空	-	11	-	-	-	-
	HU	大新华航空	-	3	-	-	-	-
海航系外航	HX	香港航空	-	32	-	-	-	-
	-	非洲世界航空	-	8	-	-	-	-
	合计	-	-	625	-	-	-	-

资料来源:公司公告, 民航统计年鉴, 民航休闲网站, 国信证券经济研究所整理

海航系各航司中，海航本部、天津航空、首都航空机队规模较大，航网遍布全国，其余中小航司运力投放相对集中，但地理分布差别较大，如祥鹏航空在云南、北部湾航空在广西、福州航空在福建、乌鲁木齐航空在新疆、长安航空在陕西、西部航空在重庆、桂林航空在广西运力占比较高，但整体来看，海航系航空公司在核心机场或热点航线中均与三大航形成相对充分的竞争关系，仅部分中小航司涉及的非公商务航线方才存在独飞或高市占率的情况。

**表 2: 海航系各航司运力分布及市场竞争情况**

代码	航司名称	排序	运力投放 前十机场 集中度	前十航线 集中度	运力投放 核心机场 及占自身航班量	核心机场 竞争者	核心航线及占公司航 班量比重	核心航线主要竞争者及相 关市占率
HU	海南航空 新华航空 山西航空 大新华航空	1			北京首都 (9.7%)	国航	首都-深圳 (2.0%)	国航 (36%)、南航 (30%)、 海航本部 (15%)
		2	51.1%	13.2%	海口 (8.2%)	南航	首都-广州 (1.7%)	国航 (28%)、南航 (36%)、 海航本部 (14%)
		3			深圳 (5.7%)	国航、南航	广州-海口 (1.5%)	南航 (55%)、海航本部 (36%)
8L	祥鹏航空	1			昆明 (23.9%)	东航	昆明-西双版纳 (3.2%)	东航 (38%)、祥鹏 (14%)
		2	57.1%	21.5%	郑州 (6.0%)	南航	昆明-郑州 (2.9%)	南航 (29%)、东航 (21%)、 祥鹏 (23%)
		3			成都 (5.0%)	国航	成都-昆明 (2.7%)	国航 (21%)、东航 (39%)、 祥鹏 (19%)
GX	北部湾航空	1			南宁 (14.7%)	国航、南航	南宁-济南 (3.1%)	海航系其他 (50%)、北部 湾 (50%)
		2	52.0%	21.1%	榆林 (7.1%)	东航	长沙-徐州 (3.1%)	北部湾 (100%)
		3			长沙 (6.0%)	南航	南宁-常德 (2.4%)	北部湾 (100%)
FU	福州航空	1			福州 (20.7%)	南航	福州-宜昌 (2.6%)	福州 (100%)
		2	55.3%	22.8%	哈尔滨 (5.6%)	南航	福州-昆明 (2.3%)	南航 (37%)、东航 (26%)、 福州 (18%)
		3			宜昌 (5.3%)	-	福州-贵阳 (2.3%)	南航 (67%)、福州 (17%) 南航 (22%)、乌鲁木齐 (17%)、海航系其他 (29%)
UQ	乌鲁木齐 航空	1			乌鲁木齐 (25.1%)	南航	乌鲁木齐-兰州 (6.8%)	南航 (37%)、乌鲁木齐 (7%)、海航系其他 (45%) 南航 (33%)、乌鲁木齐 (33%)
		2	67.5%	39.8%	兰州 (10.5%)	南航、东航	乌鲁木齐-郑州 (3.7%)	
		3			郑州 (5.5%)	南航	乌鲁木齐-绵阳 (3.7%)	
9H	长安航空	1			西安 (27.6%)	东航	西安-哈尔滨 (2.8%)	东航 (30%)、长安 (15%)
		2	55.9%	27.6%	宜昌 (4.7%)	-	西安-珠海 (2.8%)	东航 (25%)、长安 (25%)
		3			贵阳 (4.1%)	南航	西安-敦煌 (2.8%)	东航 (56%)、长安 (28%)
GS	天津航空	1			天津 (12.7%)	国航、南航	呼和浩特-锡林浩特 (3.4%)	天津 (77%)
		2	56.1%	22.9%	西安 (9.6%)	东航	西安-天津 (3.1%)	天津 (51%)
		3			呼和浩特 (9.0%)	国航、南航	呼和浩特-赤峰 (3.1%)	国航 (22%)、天津 (39%)
JD	首都航空	1			杭州 (8.0%)	南航	海口-武汉 (1.7%)	南航 (32%)、首都 (27%)、 海航系其他 (32%)
		2	54.3%	13.8%	海口 (7.7%)	南航	海口-南昌 (1.6%)	国航 (19%)、首都 (23%)、 海航系其他 (29%)
		3			丽江 (7.4%)	-	杭州-昆明 (1.3%)	东航 (39%)、首都 (16%)
PN	西部航空	1			重庆 (22.4%)	国航、南航	重庆-拉萨 (3.2%)	南航 (25%)、西部 (25%)
		2	61.6%	22.1%	郑州 (14.3%)	南航	重庆-三亚 (2.1%)	南航 (32%)、西部 (21%)、 海航系其他 (32%)
		3			合肥 (6.0%)	国航、东航	重庆-广州 (2.1%)	南航 (46%)、西部 (8%)、 海航系其他 (19%)
Y8	金鹏航空	1			上海浦东 (18.7%)	东航	浦东-三亚 (3.8%)	南航 (26%)、金鹏 (9%)
		2	74.6%	38.5%	深圳 (10.8%)	国航、南航	浦东-琼海 (3.8%)	金鹏 (100%)
		3			杭州 (7.1%)	南航	浦东-哈尔滨 (3.8%)	南航 (21%)、金鹏 (5%)
GT	桂林航空	1			桂林 (16.3%)	-	徐州-南昌 (3.9%)	南航 (41%)、桂林 (59%)
		2	58.9%	28.2%	徐州 (8.8%)	-	桂林-福州 (2.7%)	南航 (37%)、桂林 (37%)
		3			郑州 (8.2%)	南航	桂林-济南 (2.7%)	桂林 (29%)
HX	香港航空	1			香港 (100%)	国泰等	上海浦东-香港	东航 (22%)、港航 (11%)
		2	-	-	-	-	北京首都-香港	国航 (26%)、港航 (13%)
		3			-	-	三亚-香港	香港航空 (42%)

资料来源:Pre-Flight, 国信证券经济研究所整理

## 上市公司表内航空资产梳理

海航系各航司于不同时间成立，成立后股权变更频繁，且运力投放地点区分度高，发展速度不一，经营业绩也有明显差异，因此在此部分，我们将对涉及各航司历史沿革及股权结构、机队状况、当前航线网络及核心航线市场竞争情况、历史经营业绩等多个维度进行详细分析。首先我们优先分析当前仍在上市公司体系内的航空公司。

### 海南航空

1985年民航体制改革，政企合一的模式被打破，政策鼓励各地方各部门积极办民航。1989年海航控股的前身海南省航空公司成立。1993年，海航控股采用“内联股份制”公开发行股票，通过股份制改造成为我国第一家股份制航空企业。1995年海航控股募集外资股2500万美元，成为第一家实现中外合资的航空公司。1997年公司B股上市，1999年发行A股。

2001年-2004年民航重组成为三大航空集团，中航、西南航、西北航、云南航、北方航、新疆航等航空公司悉数被合并，而海航控股也吸收了长安航空（1992年由陕西地方航空公司和大鹏航空合并成立）、山西航空（1987年成立）、新华航空（1992年成立）保持独立发展。

2003年非典疫情后，海航的航空业务发展逐步加速。2004年海航集团与扬子江投资共同出资5亿元创立大新华航空，同年海航控股旗下云南祥鹏航空获批成立。2006年海航控股与天津市政府签署战略合作协议，成立大新华快运，后更名为天津航空，同年海航集团以旗下祥鹏航空联合四家股东联合注册成立西部航空。

2008年金融危机后，民航再度迎来兼并重组，海航集团于2010年重组金鹿航空为首都航空。2013年底海航控股与乌鲁木齐市政府合作设立乌鲁木齐航空，2014年与福州国资投资控股等企业成立福州航空。2015年海航股份与天航控股签署股权转让协议，收购天航控股持有的天津航空全部48.21%股权，2017年完成交割，实现对天津航空控股，2018年进一步收购天津创鑫所持有的天津航空股权。2019年公司转让天津航空48%的股权给海航航空集团，目前公司对天津航空丧失绝对控制权，持股比例为47.82%。



表 3: 海航控股旗下机队情况

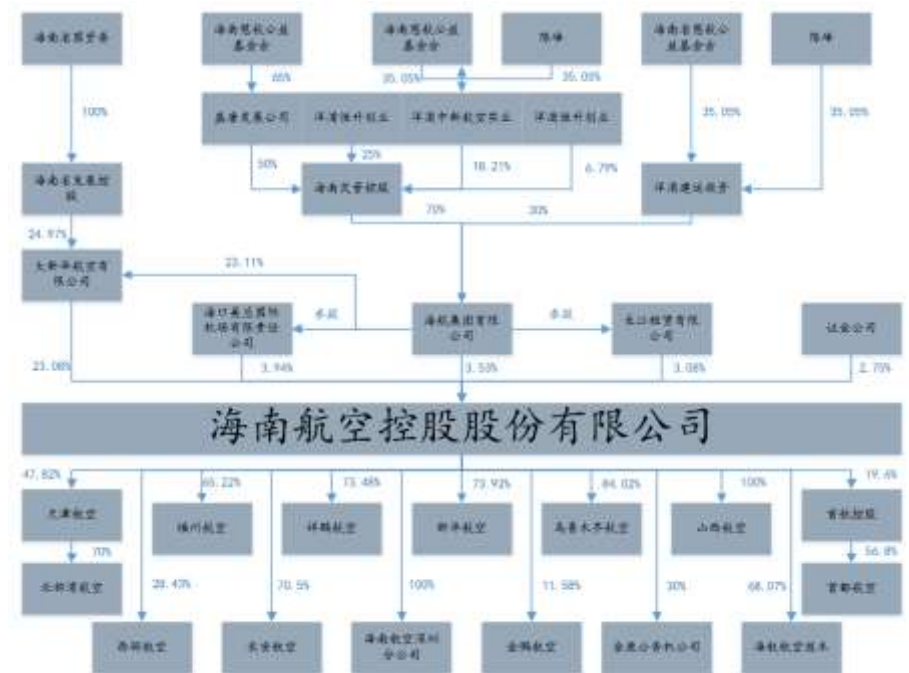
	自购	融资租赁	经营租赁	合计	平均机龄
波音	79	18	167	264	6.14
B737-700	5	2	3	10	6.66
B737-800	55	16	129	200	6.80
B737-8	4	0	12	16	2.34
B787-8	9	0	1	10	6.88
B787-9	6	0	22	28	5.13
空客	7	4	53	64	5.06
A320 系列	0	3	21	24	3.80
A330-200	0	0	9	9	10.38
A330-300	7	1	21	29	4.65
A350-900	0	0	2	2	2.27
巴西工业	4	2	12	18	10.45
E190	4	2	12	18	10.45
合计	90	24	232	346	6.16

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权结构方面, 海航系公司结构非常复杂, 大而广的业务范畴, 循环嵌套的股权架构令股权分析非常困难。仅就海航控股而言, 公司最大单一股东为大新华航空有限责任公司。大新华航空最大单一股东为海南省国资委旗下海南省发展控股, 其直接持股比例为 24.97%, 此外, 海南省国资委通过并通过海口美兰机场有限责任公司等众多子孙公司参股大新华航空。

海航集团对海航控股的直接持股比例仅为 3.53%, 但其对大新华航空的持股比例达到 23.11%, 并通过参股公司美兰机场、长江租赁间接持有海航控股的股份, 破产重组前, 海航系资本对海南航空仍具备一定的持股比例。

图 1: 海航控股股权结构示意图



资料来源:公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

航空公司的核心资产为运输飞机，历史上海航控股整体机队规模保持着较快增速，2017、2018年引进飞机数量分别达到69架、73架。2019年起由于债务问题频出，导致机队扩张速度大幅降低，全年飞机引进速度降低至31架，2020年进一步降低至0架。由于2019年起天津航空不再并表，2020年因疫情退出部分飞机，海航控股上市公司口径机队规模有所下降。截至2021年4月，海航控股自身及通过旗下控股公司新华航空、长安航空、祥鹏航空、乌鲁木齐航空、山西航空、福州航空、北部湾航空合计拥有飞机345架。

图 2：海航历年引进飞机数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：海航机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

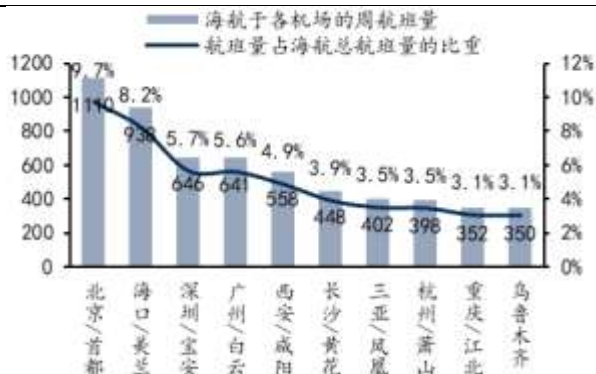
2020年新冠疫情航空公司航班排布受到明显扰动，国门几近关闭导致大量海外运力回流，国内线运投大幅增长。在2020年全年民航运力几乎没有增量的情况下，2021年夏秋航季各航空公司国内线计划航班量相比2019年同期整体增长超过20%，这也意味着各航司依托自身战略超前布局了国内线运力。

海航系航司与大航情况有所不同，历史上海航系公司除海航本部外，如剔除国际货运航班较多的金鹏航空，其余公司国际航线航班量占比不大，因此2021年夏秋季各海航系航司航班量相比于2019年增量相对不大。此外，由于疫情导致国门关闭，“五个一”政策下分析2021夏秋航季的国际线排班没有意义，因此本部分我们以2021年夏秋航季为基准，分析海航本部及海航旗下并表及非并表航司国内航线航网结构，主要指标为各航司计划投入航班量排名前十大机场的运力情况、该机场对应的市场竞争格局、各航司国内线航班量前十大航线、该航线对应的市场竞争格局。

海南航空本部及山西航空、新华航空、大新华航空共用HU代码，因此我们将其定义为海航本部，很难将其割裂分析。海航本部运力核心投放于北京首都、海口美兰、深圳宝安等机场，运力投放前十大机场占公司总航班量的51.1%。主要航线方面，海航本部在北京-深圳、北京-广州、海口-广州、北京-海口等航线航班密度较大，前十大航线合计占公司航班量的13.2%。

相关市场竞争格局方面，海航本部运力投放较大的机场中，除北京首都、广州机场国航、南航分别占据相对主导地位外，其余各机场没有单一航空公司份额超过50%的情况。海航本部前十大航线中，如将北京两场、上海两场算作一个整体，海航在广州-海口、北京-海口、海口-深圳、海口-长沙航线航班量占比超过30%，其余各航线均与其他航司充分竞争。

图 4: 海航本部主要投放机场时刻量及占自身时刻总量比重



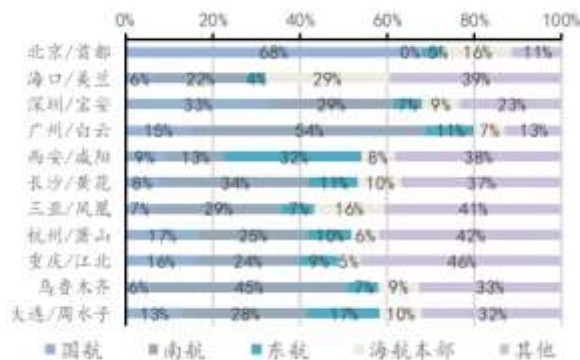
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 5: 海航本部前十大航线班次量及其占自身航班总量比重



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 6: 海航本部主要投放机场市场结构



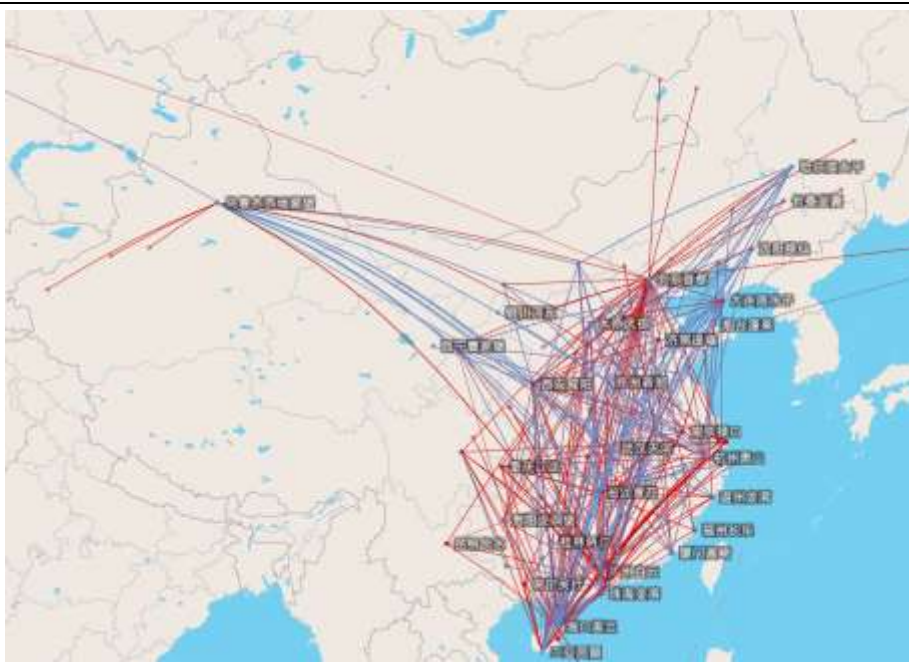
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 7: 海航本部前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 8: 海航本部 (HU) 航网结构



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

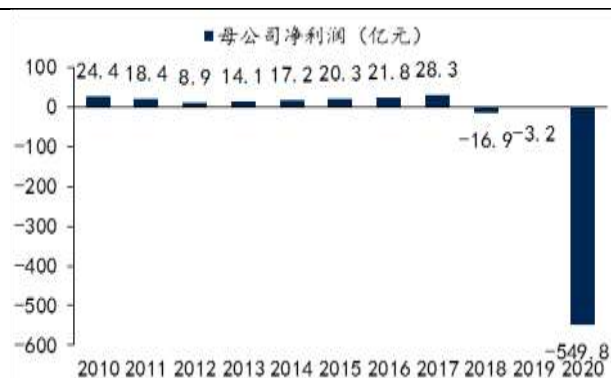
经营层面，历史上海航控股合并报表口径盈利能力稍高于三大航，但由于后期扩张加速，运力消化压力较大，利润水平逐步下降，2018年后因债务问题经营能力进一步滑坡。2020年海航控股录得巨亏，经详细拆解后，经营层面的亏损比例高于三大航，但更多的亏损来自与关联方层层抵押、担保带来的各项减值损失。合并报表中投资损失、公允价值变动损失、资产减值损失、信用减值损失合计515.1亿。尽管如此，2020年公司净资产转负，录得破产。2021年公司寻求重组，并于3月19日发布公告招募战略投资者，希冀投资人化解债务问题，为海航带来重生。

图 9：历史各航司净利润率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10：海航控股母公司历史净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 新华航空

新华航空成立于1992年，1998年并入神华集团。2001年海航控股、神华集团、海航集团重组新华航空。重组后，海航控股持有新华航空51%的股权，海航集团持有9%的股权，神华集团持有40%的股权。2002年海航集团将其持有新华航空9%的股权置换给海航控股。

2009年神华集团将其持有的新华航空40%的股权转让给大新华航空。2010年海航控股15亿元增资新华航空，增资后对新华航空的持股比例上升至67.59%，2011年以10.8亿元受让控股股东大新华航空持有的新华航空32.41%的股权，交易完成后新华航空成为海航控股的全资子公司。

2015年北京德通顺利投资顾问公司、嘉兴兴晟海新投资分别向新华航空增资，增资后海航控股对新华航空的持股比例下降至69.65%。2016年外贸信托增资新华航空，海航控股的持股比例进一步降至51.49%。

2017年海航控股收购北京德通顺利投资顾问公司持有的全部新华航空股权，交易完成后对新华航空持股比例上升至61.74%。2019年海航控股拟收购嘉兴兴晟海新投资所持有的新华航空全部12.18%的股权，收购完成后公司对新华航空的持股比例达到73.92%。

图 11: 新华航空股权结构示意图



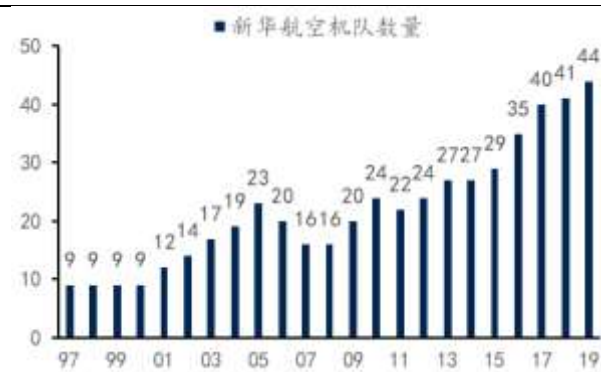
资料来源: 公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

鉴于众多统计数据均将新华航空的机队并入到海南航空本部进行统计, 因此我们只能参考《从统计看民航》数据资料。截至 2019 年底, 新华航空共拥有 44 架飞机, 相比 2018 年新增 3 架, 机队全部为 B737-800 机型。

航线网络方面, 由于新华航空与海航共用 HU 代码, 因此其航线网络分析并入海南航空本部进行分析, 此处不再赘述。

2019 年新华航空总资产规模 154.3 亿, 净资产规模 123.2 亿。2020 年末披露资产负债情况。新华航空 2018 年起经营状况明显恶化, 2019 年实现营业收入 55.9 亿元, 实现净利润 0.81 亿元, 2020 年营业收入 28.5 亿, 实现净利润-29.65 亿。

图 12: 新华航空机队规模



资料来源: 公司公告, 民航统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 13: 新华航空资产负债情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 新华航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 新华航空净利润



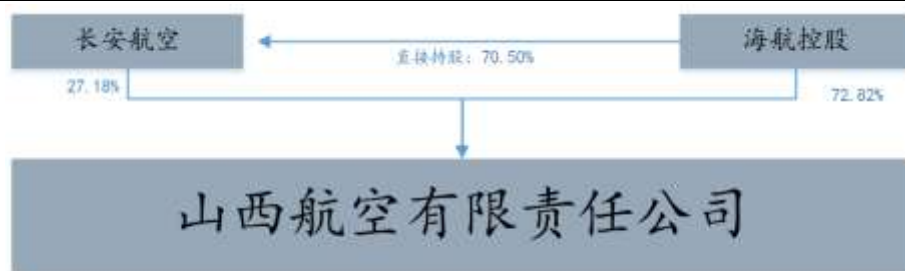
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 山西航空

山西航空的前身山西省航空公司成立于 1987 年。2001 年根据民航局、山西省政府批准, 山西省航空公司、海航控股、长安航空重组成立山西航空。成立初期, 海航控股对山西航空的持股比例达到 89.06%, 山西航空实业、长安航空则分别为 6.25%、4.69%。

2006 年山西航空增资扩股, 2008 年山西航科实业将其持有的山西航空全部股权转让给海航控股, 此时海航控股对山西航空的持股比例为 46.29%。2014 年山西航空吸引长安航空增资、吸引北京鸿瑞盛达商贸、海航航空集团投资入股, 海航控股持股比例下降至 31%, 同年, 海航航空集团再度向山西航空增资, 海航控股的持股比例下降至 23.43%。2017 年海航股份收购鸿瑞盛达商贸、海航航空集团持有的全部山西航空股权, 收购后直接持股比例上升至 72.82%。山西航空剩余 27.18% 股权为长安航空所有, 海航控股对长安航空高度控股, 因此其对山西航空控股比例达到 100%。

图 16: 山西航空股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

山西航空仅运营一架飞机, 且与海航共用 HU 代码, 因此航网结构难以分析。2016 年山西航空总资产 32.1 亿, 净资产 22.3 亿 (此后未披露数据)。公司历史经营情况不温不火, 小幅盈亏, 但 2020 年因疫情等因素影响亏损扩大, 全年营业收入 12.06 亿, 净利润-9.52 亿。

**图 17: 山西航空营业收入**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图 18: 山西航空净利润**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

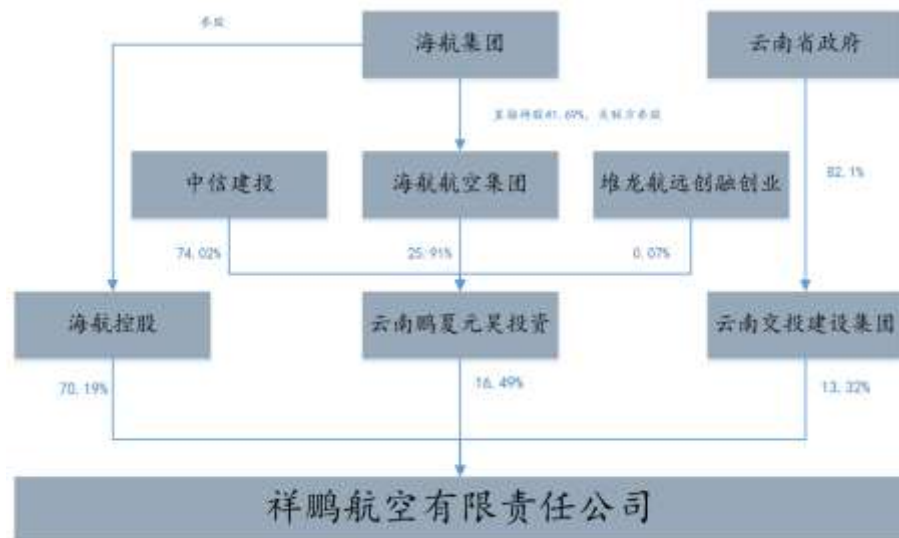
### 祥鹏航空

祥鹏航空的前身为云南石林航空, 于 2004 年经民航局批准设立。成立初期, 海航控股、山西航空、云南石林航空旅游服务股份分别持有祥鹏航空 48.87%、51%、0.13% 的股权。2005 年祥鹏航空先减资后增资, 海航控股也将其持有的祥鹏航空全部股份转让给海航集团, 海航集团完成对祥鹏航空的控股。2006 年云南石林将其持有的祥鹏航空全部股份转让给海航控股及山西航空。2007 年海航集团以持有的祥鹏航空全部 67.95% 的股权投资海航旅业。2008 年 5 月, 海航控股、陕西航空、海航旅业、大新华航空签署协议并进行股权转让, 转让后大新华航空全资控股祥鹏航空, 同年, 大新华航空向祥鹏航空增资。

2009 年云南省国资委对祥鹏航空增资。2011 年大新华航空、云南国资委、云南祥鹏投资对祥鹏航空进行增资, 同年海航控股收购大新华航空、祥鹏投资持有的祥鹏航空合计 40% 的股权。2013 年大新华航空增资祥鹏航空, 2014 年海航控股收购大新华航空持有的全部祥鹏航空股权, 收购后海航控股对祥鹏航空的持股比例达到 86.68%。2016 年海航控股、云南国资委、云南国有资本运营公司、云南鹏夏元昊增资祥鹏航空, 增资后海航控股的持股比例下降至 50.05%。2017 年公司公告收购云南祥鹏投资持有的祥鹏航空 20.14% 的股权, 对祥鹏航空的直接持股比例上升至 70.19%。

2018 年云南国有资本运营公司转让其持有的全部 13.32% 祥鹏航空股权给云南交通投资建设集团, 同年昆明西山区发展投资集团与祥鹏航空签署增资框架协议, 但目前增资仍未落地。2018 年底云南国资运营公司转让祥鹏航空股权后, 海航控股对祥鹏航空的直接持股比例为 70.19%, 而考虑到海航集团旗下海航航空通过云南鹏夏元昊对祥鹏航空持股 16.49%, 公司公告其对祥鹏航空的合计持股比例为 73.48%。

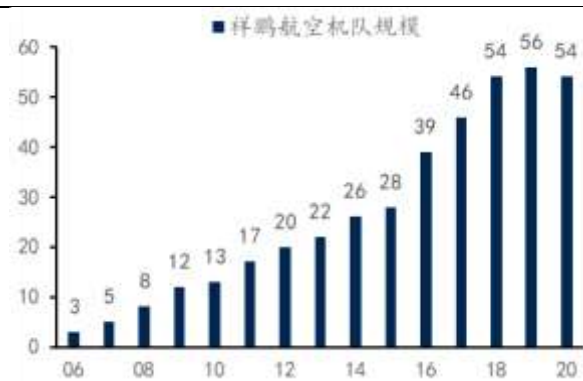
图 19: 祥鹏航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

祥鹏航空是一家中型航空公司，2019年民航统计年鉴数据显示公司拥有56架飞机，其中A320系列机队15架、A330机队4架、B737系列机队37架。民航休闲小站信息显示祥鹏航空2020年退出2架飞机，因此我们推测截至2020年底祥鹏航空机队规模为54架。资产结构方面，2019年祥鹏航空资产总额为168.1亿，负债规模82.7亿，资产负债率49.2%，2020年末披露数据。

图 20: 祥鹏航空机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图 21: 祥鹏航空资产负债情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

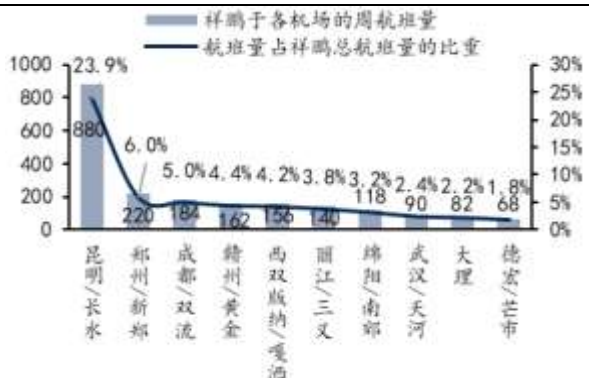
航网结构方面，公司运力核心投放于云南市场，其在昆明、郑州、成都、赣州、西双版纳、丽江、大理、芒市机场的运力投放占比较高。2021年夏秋航季运力投放前十大机场班次量占公司总班次量的57.1%，其中于昆明机场的周航班量达到880班，占公司航班总量的23.9%。祥鹏航空航班集中度相对较高，前十大航线计划航班量占公司总航班量的21.5%，其中昆明-西双版纳、昆明-郑州、昆明-成都等航线班次密度较大。

市场竞争格局方面，公司运力投放前十大机场中，东航占据着昆明机场40%的



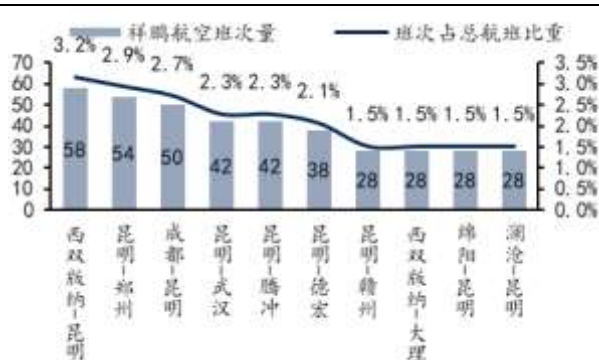
份额，具备一定主导权，而祥鹏航空在赣州机场具备 35%的时刻资源，此外，如考虑到海航系其他航空公司的协同，公司在郑州、西双版纳、丽江机场份额相对较高。祥鹏航空核心航线与东航在云南地区的航网有所重合，但在部分航线如昆明-赣州、西双版纳-大理、昆明-绵阳、昆明-澜沧的份额相对较高。

图 22: 祥鹏航空主要投放机场时刻量及占自身时刻量比重



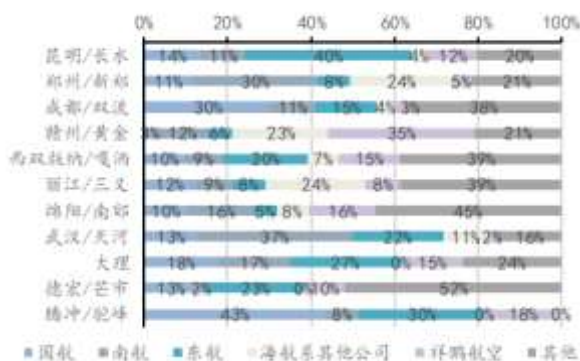
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 23: 祥鹏航空前十大航线班次量及其占自身航班量比重



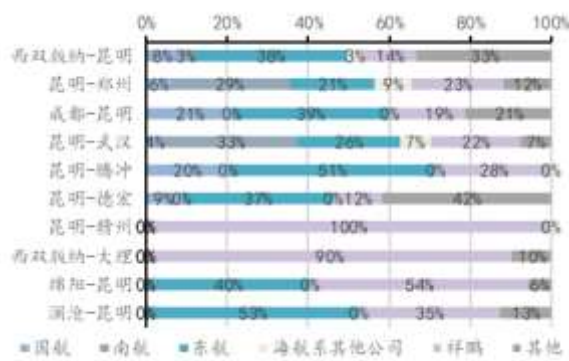
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 24: 祥鹏航空运力主要投放机场的市场结构



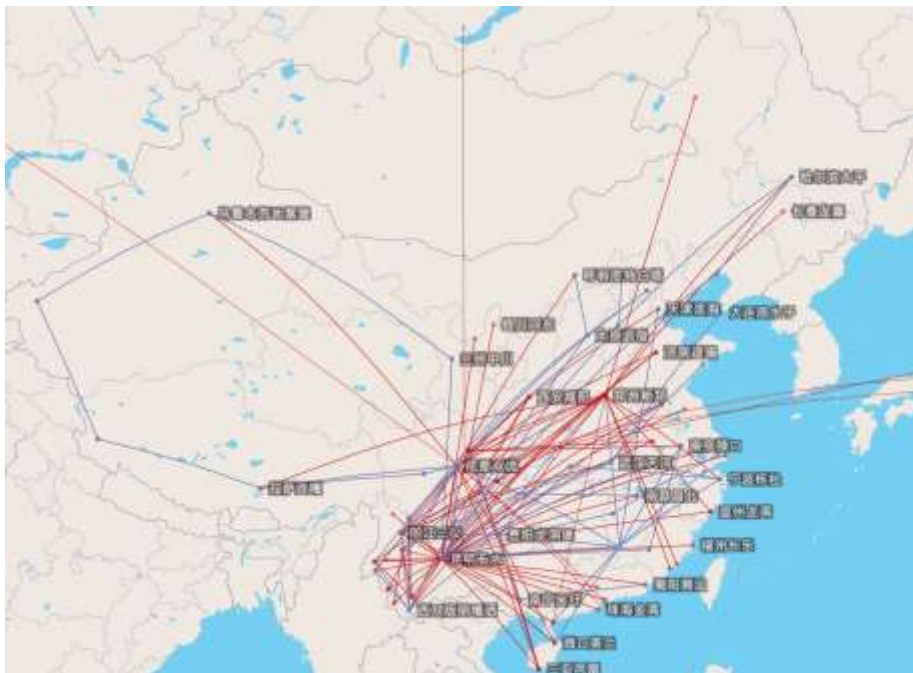
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 25: 祥鹏航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 26: 祥鹏航空 (8L) 航网结构



资料来源:飞常准, 国信证券经济研究所整理

经营业绩方面, 疫情前祥鹏航空历史收入水平逐步提高, 但利润水平一般, 2017年起逐步下降, 2019年-2020年均出现亏损。2020年公司营业收入 39.33 亿, 净利润-33.11 亿。

图 27: 祥鹏航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 祥鹏航空净利润



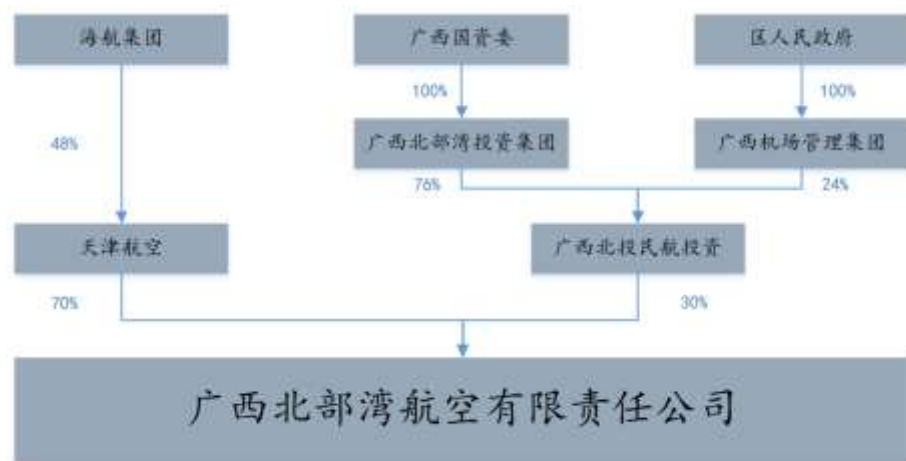
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 北部湾航空

广西北部湾航空成立于 2015 年, 由天津航空与广西北部湾投资集团旗下广西北投民航投资共同建设, 其中天津航空持股比例为 70%, 广西北投民航投资持股比例为 30%。

2019年6月，广西北部湾投资集团有限公司（北投集团）、广西机场管理集团有限责任公司（广西机场集团）、海南航空控股股份有限公司签署了《关于广西北部湾航空有限责任公司股权重组合作框架协议》，三方同意通过股权转让、增资扩股等形式对北部湾航空进行股权重组，实现广西政府对北部湾航空控股。重组完成后，北投集团将持股71.2%，广西机场集团持股4.8%，海航控股持股24%。同样因海航系公司破产重整，该事项未有进展。

图 29：北部湾航空股权结构示意图

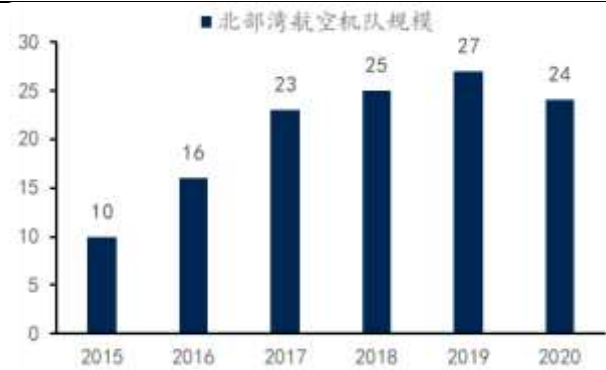


资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

北部湾航空规模适中，2020年拥有24架飞机，其中主要为支线飞机。北部湾航空的航网主要集中在南宁、榆林、长沙等地，于运力投放前十大机场的周计划航班量合计936班，占公司总航班量的52.0%。北部湾航空核心航线主要为南宁-济南、长沙-徐州等，前十大航线合计周计划航班量占公司总航班量的21.1%。

由于公司规模较小，因此在各机场并不处于主导地位，但考虑到海航系航司整体的协同效应，其在海口、赣州机场的整体份额相对较高，前十大航线中存在相当的独飞航线，如长沙-徐州、南宁-常德、南宁-赣州、榆林-南昌等均为独飞航线。

图 30：北部湾航空机队规模



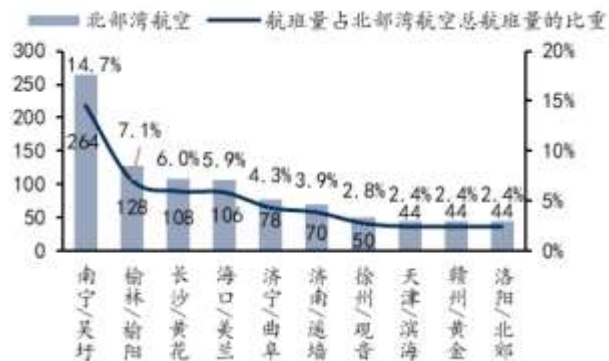
资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图 31：北部湾航空（GX）航网



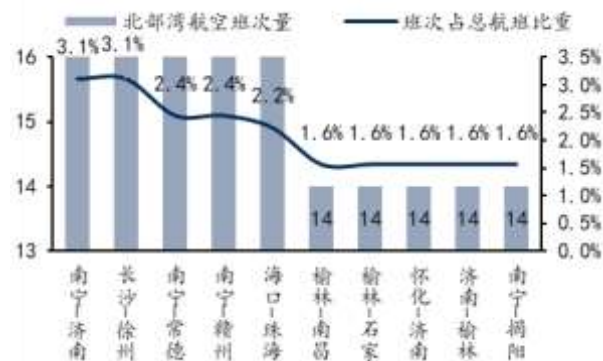
资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图 32: 北部湾航空主要投放机场时刻量及占自身时刻比重



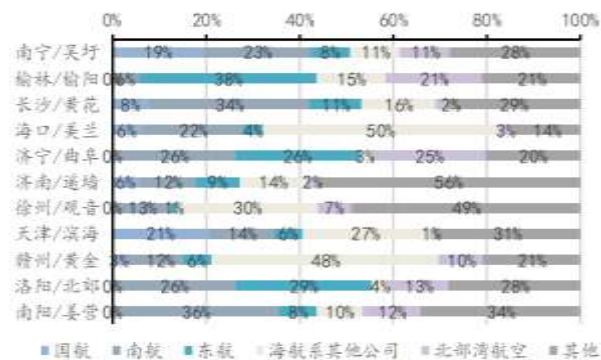
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 33: 北部湾航空前十大航线班次量及其占自身航班比重



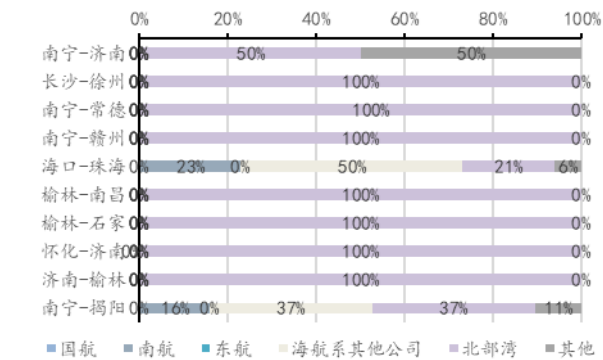
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 34: 北部湾航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 35: 北部湾航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

业绩层面, 北部湾航空疫情前收入规模超过 20 亿元, 但业绩表现不佳, 2020 年收入 15.79 亿, 净利润-19.11 亿。

图 36: 北部湾航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 北部湾航空净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 福州航空

2014 年福州航空获民航局批准组建，由海航控股、福州国资投资控股、世纪金源投资集团、宁波瑞通网络科技共同出资 20 亿元设立。福州航空设立初期，海航控股持有其股份的比重为 60%。2016 年公司年报显示由于本公司及福州航空其他股东履行出资义务，公司持有福州航空的股权比例为 65.22%，但目前各工商查询网站中，海航控股对福州航空的持股比例仍为 60%，这可能是实缴资本与注册资本不同导致。

2019 年福州市政府网站公布福州国资控股投资拟收购宁波瑞通网络科技持有的福州航空 10% 的股权，并与海航控股进一步洽谈对福州航空股权重组及增资扩股事宜，但由于海航旗下航空公司集体破产重整，该事项搁置。

图 38: 福州航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

福州航空机队规模近几年波动不大，2020 年为 16 架，其中 B737-800 机型 14 架，B737MAX 机型 2 架。海航控股于 2019 年起不再披露福州航空资产负债情况，而 2018 年福州航空资产总额 21.8 亿，负债 6.3 亿，资产负债率 28.8%。

图 39: 福州航空机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图 40: 福州航空资产负债情况



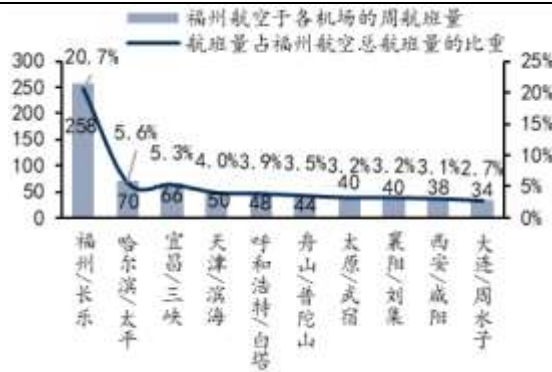
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

航网结构方面，福州航空运力主要投放于福州长乐机场，每周 258 班，占公司总航班量的 20.7%，其余运力主要投放在哈尔滨、宜昌、天津等地。福州航空于其运力投放前十大机场的航班量合计占公司总航班量的 55.3%。福州航空航

线虽以福州为中心，但目的地相对分散，其中福州-宜昌、福州-昆明等航线运力投放较多，前十大航线航班量占公司总航班量的 22.8%。

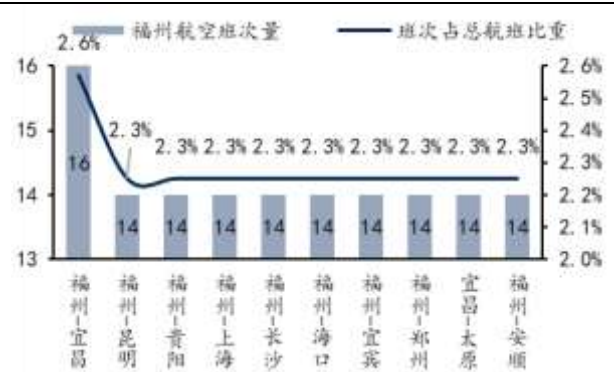
航网竞争格局方面，福州航空运力投放所在机场整体竞争相对充分，但核心航线中福州-宜昌、福州-宜宾、福州-安顺为独飞航线。

图 41: 福州航空主要投放机场时刻量及占自身时刻量比重



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 42: 福州航空前十大航线班次量及其占自身航班量比重



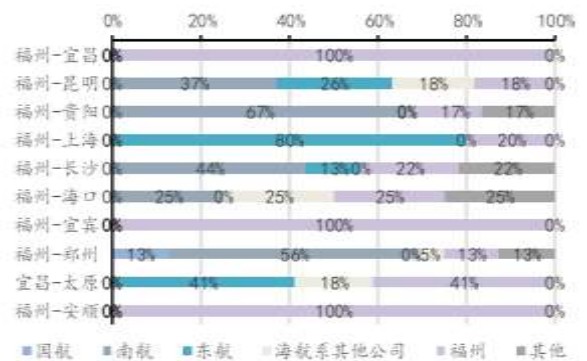
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 43: 福州航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 44: 福州航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 45: 福州航空 (FU) 航网结构



资料来源:飞常准, 国信证券经济研究所整理

经营业绩方面, 福州航空营收规模在疫情前不断扩大, 2019 年达到 20.09 亿, 但业绩表现较弱, 2017 年起连续亏损。2020 年公司营收 10.08 亿, 净利润-14.15 亿。

图 46: 福州航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 47: 福州航空净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

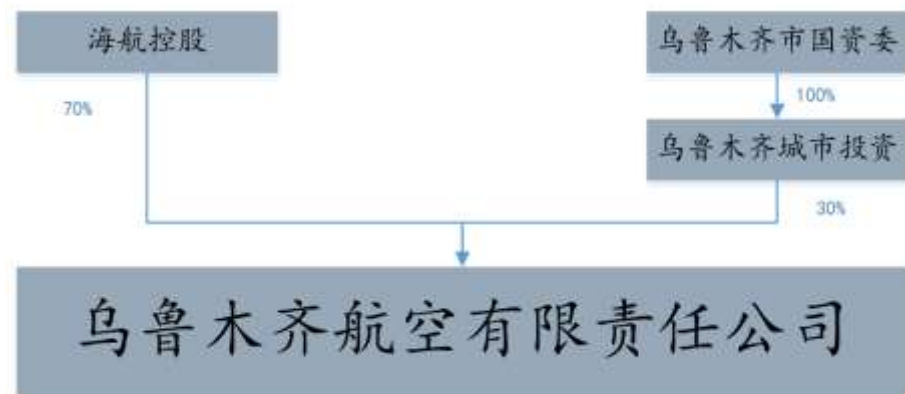
### 乌鲁木齐航空

乌鲁木齐航空于 2013 年底经民航局批复筹建, 由乌鲁木齐市国资委旗下乌鲁木齐城建投资公司与海航集团旗下上市公司海航控股合作设立, 2014 年 8 月开航。成立之初注册资本 30 亿元, 其中海南航空持股比例为 70%。2014 年海航控股年报显示公司对乌鲁木齐航空的实际出资额为 6.31 亿元, 乌鲁木齐城建投

资公司出资额 1 亿元，海南航空的实际持股比例为 86.32%，与注册资本存在一定差异。

2018 年 11 月海航控股与乌鲁木齐市政府签订战略合作框架协议，根据协议，双方将通过股权转让方式对乌鲁木齐航空进行股权重组，实现乌鲁木齐市人民政府对乌鲁木齐航空股权比例的扩大，但同样因为海航系航空公司破产重整，该事项未有进一步进展。

图 48: 乌鲁木齐航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

乌鲁木齐机队规模不大，2020 年有 16 架飞机，其中 B737-800 机型飞机 15 架，EMB-190 飞机一架。公司运力主要投放于西部地区，其于乌鲁木齐地窝堡机场周航班量达到 192 班，占公司总航班量的 25.1%，其余运力主要投放在兰州、郑州、武汉等地。乌鲁木齐航空核心航线为乌鲁木齐-兰州、乌鲁木齐-郑州、乌鲁木齐-绵阳等航线，前十大航线航班量占公司总航班量的 39.8%。乌鲁木齐航空核心市场——乌鲁木齐机场、郑州机场、南充机场方面，南航整体占据主导地位，但乌鲁木齐航空的前十大航线中存在一定的高市占率甚至独飞航线，如乌鲁木齐-襄阳、乌鲁木齐-南充、海口-绵阳。

图 49: 乌鲁木齐航空机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

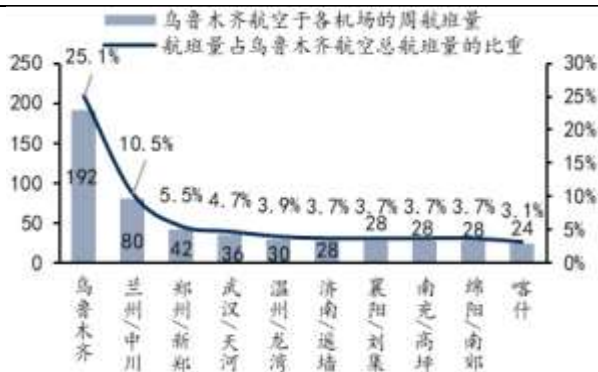
图 50: 乌鲁木齐航空 (UQ) 航网



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

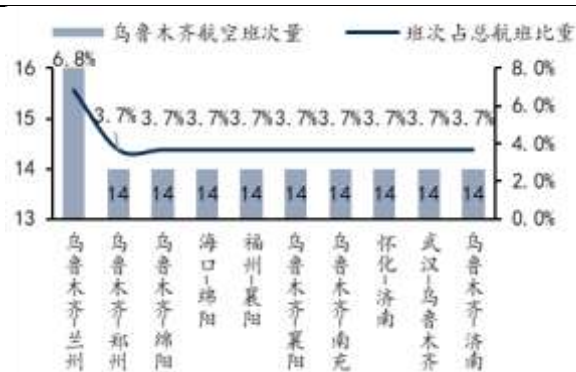


图 51: 乌鲁木齐航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重



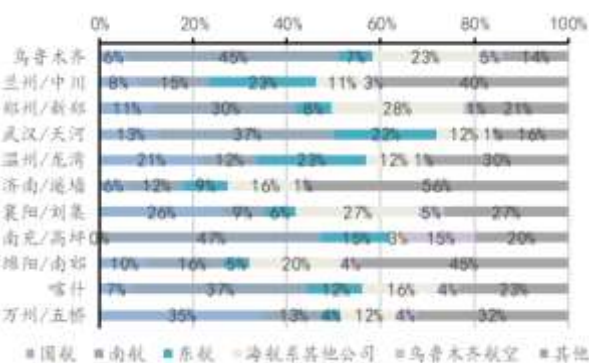
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 52: 乌鲁木齐航空前十大航线班次及其占自身航班比重



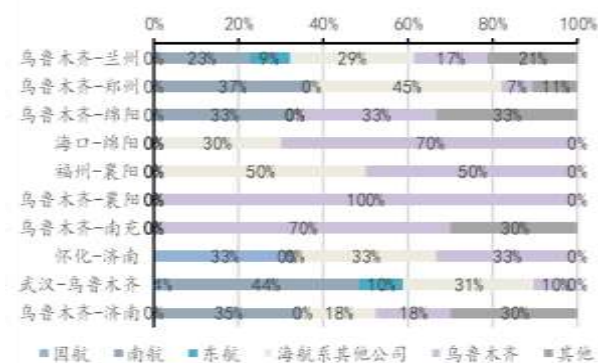
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 53: 乌鲁木齐航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 54: 乌鲁木齐航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

经营业绩上, 乌鲁木齐航空收入规模在疫情前不断扩张, 但业绩表现相对较弱, 2017 年起连续亏损, 2020 年营业收入 9.48 亿, 净利润-8.44 亿。

图 55: 乌鲁木齐航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 56: 乌鲁木齐航空净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 长安航空

1989年中国航空货运公司成立，同年8月更名大鹏航空。1991年陕西省地方航空正式成立。1992年大鹏航空与陕西省地方航空合并成立长安航空。2000年长安航空被海航集团增资收购，增资收购后海航控股、海航集团、长安航空实业对长安航空的持股比例分别为38.69%、41.45%、19.86%。

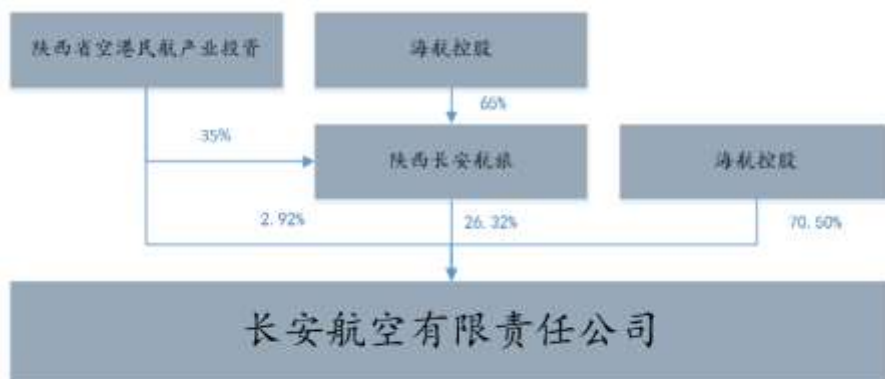
2001年海航集团、海航控股对长安航空增资，同年海航集团将其持有的大部分长安航空股权转让给海航控股，增资及股权转让后海航控股、海航集团对长安航空的持股比例分别为73.51%、12.65%。2006年海航集团将其持有的长安航空全部股权转让给新华航空控股（大新华航空的前身）。2007年长安实业将其持有的长安航空全部股权转让给海航控股。2010年海航控股与大新华航空对长安航空增资。2011年大新华航空转让全部长安航空股权给海航控股。海航控股完成对长安航空的全资控股。

2014年12月海航控股、海航航空集团、北京鸿瑞盛达商贸对长安航空增资，增资后海航控股对长安航空的持股比例下降至67.01%。2015年海航控股、海航航空集团、北京鸿瑞盛达商贸再次增资，同年北京鸿瑞盛达转让全部长安航空股权给海航控股，增资及转让后海航控股对长安航空的持股比例达到83.31%。

2016年长安航空自21世纪初并入海航股份后再次恢复独立运营，同年陕西空港航投、陕西长安航旅、海航航空集团、海航控股对长安航空增资，次年海航控股收购海航航空集团持有的全部长安航空的股权，增资及转让后海航控股对长安航空的持股比例为71.34%。2018年起陕西长安航旅数次增资长安航空，增资后海航控股对长安航空的持股比例为70.50%。

2021年海航控股收购中欧发展陕西长安航旅20%的股权，由于前期中欧发展并未全额实缴资本，因此收购后海航控股对陕西长安航旅的实际持股比例达到65%，而长安航旅持有长安航空25.71%股权，因此海航控股对长安航空的实际控股比例达到87.21%。

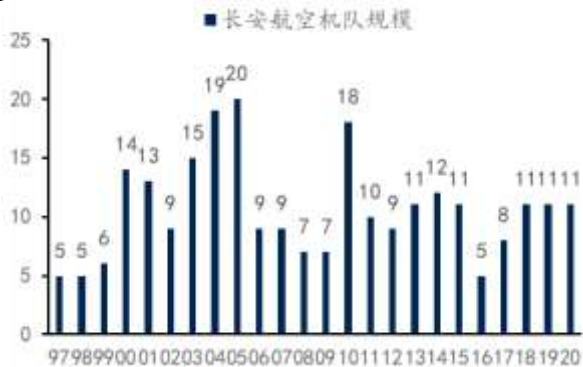
图 57：长安航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

长安航空机队规模不大，2018年起维持在11架的机队规模，均为B737-800机型。资产方面，长安航空2019年总资产体量为121.96亿，负债51.43亿，资产负债率42.2%。

图 58: 长安航空机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图 59: 长安航空资产负债情况

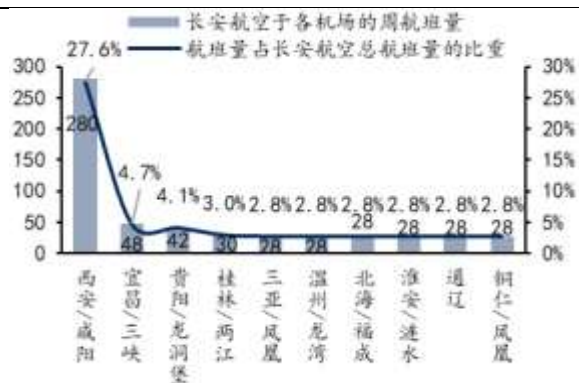


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

长安航空运力主要投放于西安、宜昌、贵阳、桂林、三亚等机场，运力投放前十大机场航班量占公司总航班量的55.9%，其中西安机场占27.6%。长安航空核心航线集中于西安机场，但目的地相对分散，前十大航线周航班量均为14班，合计占公司总航班量的28%。

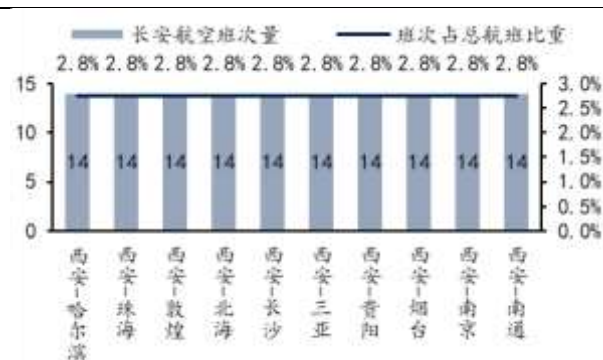
市场格局方面，长安航空运力投放核心为西安机场，而东航于西安机场的市场份额为32%，其余航司市占率均低于20%，可见竞争相对充分。长安航空体量虽然较小，但考虑到与其他海航系公司的协同，整体于西安机场市占率合计达到24%。长安航空的前十大航线中，大部分航线竞争相对充分，如考虑到公司与海航系其他公司的协同效应，其于西安-三亚、西安-贵阳航线的市占率较高。

图 60: 长安航空主要投放机场时刻量及占自身时刻量比重



资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图 61: 长安航空前十大航线班次量及其占自身航班量比重



资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图 62: 长安航空运力主要投放机场的市场结构



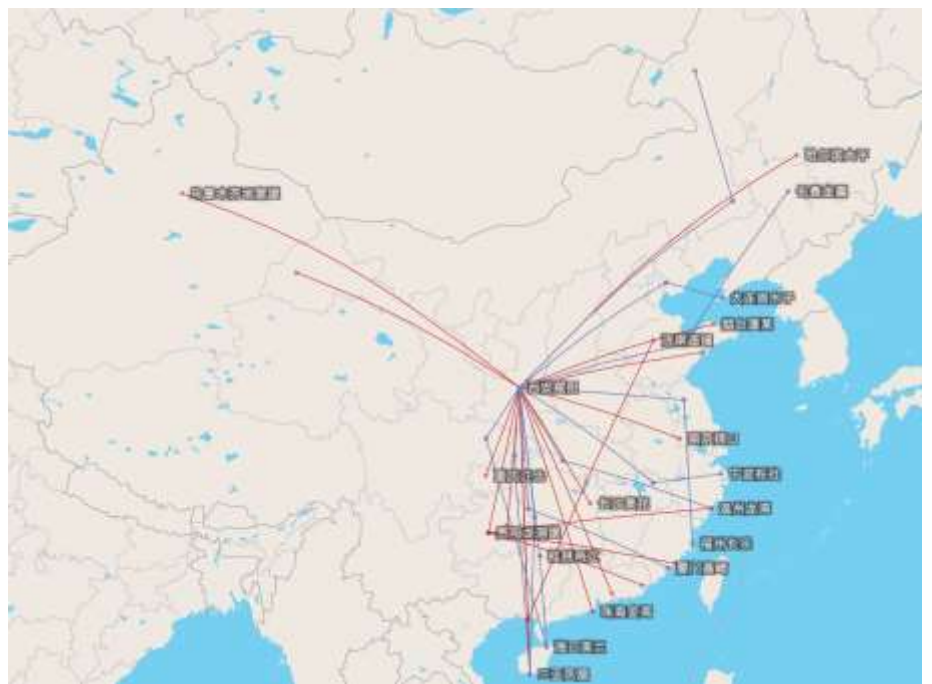
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 63: 长安航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 64: 长安航空 (9H) 航网结构



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

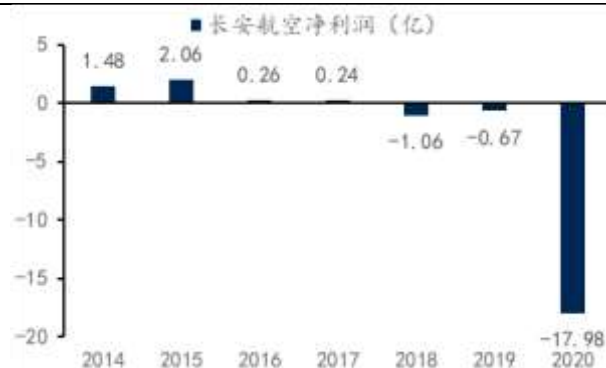
营收方面, 长安航空收入规模随机队变动上下摇摆, 但盈利情况始终表现平平, 2018-2019 年均录得亏损, 2020 年亏损加大, 全年营收 13.82 亿, 净利润-17.98 亿。

图 65: 长安航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 66: 长安航空净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

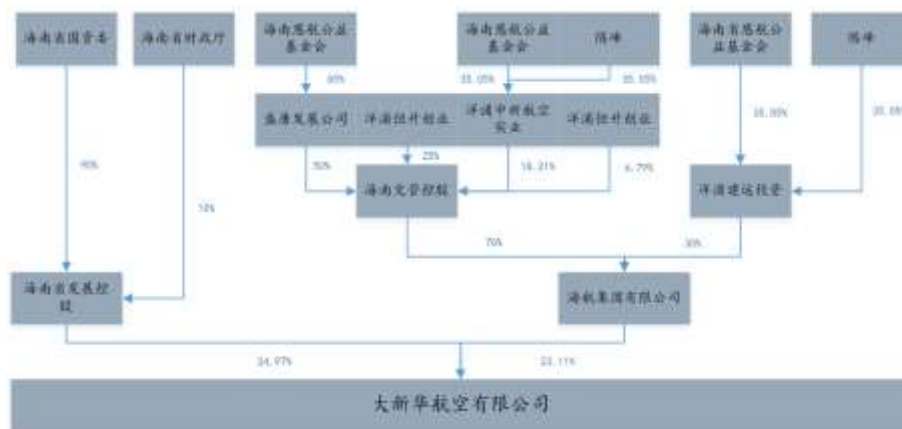
通过上述分析, 我们看到不论是海航本部还是海航控股下属控股航空公司, 2018 年后业绩均逐步转差, 2020 年巨额亏损。前期部分海南航空的控股航空公司谋求与地方政府或产业资本进行股权转让, 让渡股权, 但由于海航系航空公司整体破产重组, 意味着相关事项搁浅。

## 上市公司表外航空资产梳理

### 大新华航空

大新华航空的前身为新华航空控股公司, 于 2004 年由海航集团与扬子江投资控股共同投资成立, 成立之初海航集团与扬子江投资控股各持有新华航空控股 50% 的股权。2007 年新华航空控股更名为大新华航空有限公司, 此时海南省发展控股对大新华航空的持股比例达到 48.61%, 海航集团持股比例降至 19.08%, 扬子江投资控股持股比例降至 8.1%。此后历经多次增资及股权转让, 目前海南省发展控股持有大新华航空的股权比例为 24.97%, 海航集团持股比例为 23.11%。

图 67：大新华航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

大新华航空机队规模长期保持在 3 架，为 B737-800 机型，且大新华航空与海航共用 HU 代码，航网结构无法拆分，营收亦不单独披露，故不展开阐述。

### 天津航空

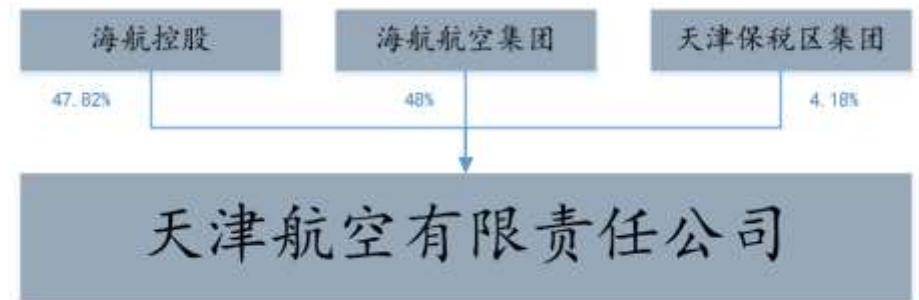
2006 年 4 月海航集团和天津市政府签署战略合作协议，10 月天津航空的前身——大新华快运航空公示成立，2007 年获得运营许可并完成首航。成立初期，海航集团持股 81%，海航控股持股 19%。

2008 年底天津保税区向大新华快运注资 2 亿。2009 年 6 月，大新华航空正式更名为天津航空。此时海航集团对天津航空的持股比例达到 83.15%，天津保税区占股 15.38%，海航控股占股 1.47%。2010 年海航集团北方总部有限公司对天津航空增资，并受让海航集团部分股份，同年昆仑信托也对天津航空增资。2011 年天航控股增资天津航空，2012 年再度增资并收购海航北方集团总部及昆仑信托持有的天津航空股权。2013 年天航控股进一步增资天津航空，而海航集团也将其持有的天津航空股权转让给海航控股。2014 年天航控股对天津航空增资，同年海航股份也对天津航空增资，增资后海南航空对天津航空的持股比例达到 39.07%，天航控股持股比例为 48.21%。

2015 年海航股份与天航控股签署股权转让协议，收购天航控股持有的天津航空全部 48.21% 的股权，并于 2017 年完成交割。2018 年海航控股公告收购天津创鑫持有的天津航空 8.55% 股权，收购完成后，海航控股持有天津航空 95.82% 的股权，为天津航空的控股公司。

2019 年 10 月，海航控股公告将向海航航空集团转让出售天津航空 48% 的股权，交割完成后，海航控股对天津航空的持股比例将下降至 47.82%，不再并表天津航空。

图 68: 天津航空股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

天津航空是一家大中型航空公司, 民航统计年鉴显示 2019 年天津航空机队规模达到 103 架, 其中 A320 系列机型 37 架、A330 系列机型 6 架、EMB145 机型 8 架、EMB190 机型 52 架。2020 年民航休闲小站信息显示天津航空全年引进 2 架飞机, 退出 19 架飞机, 我们推测 2020 年末天津航空机队规模为 86 架。

2021 年夏秋航季天津航空于天津、西安、呼和浩特、乌鲁木齐等地, 主要航线为呼和浩特-锡林浩特、西安-天津、呼和浩特-赤峰、西安-榆林。天津航空前十大航线周计划航班量占公司总航班量的 22.9%。市场格局方面, 天津航空核心运力投放地竞争相对充分, 核心航线中, 在呼和浩特-锡林浩特、西安-天津、赤峰-呼伦贝尔、怀化-天津、呼和浩特-天津航线的市场份额超过 50%。

图 69: 天津航空机队规模



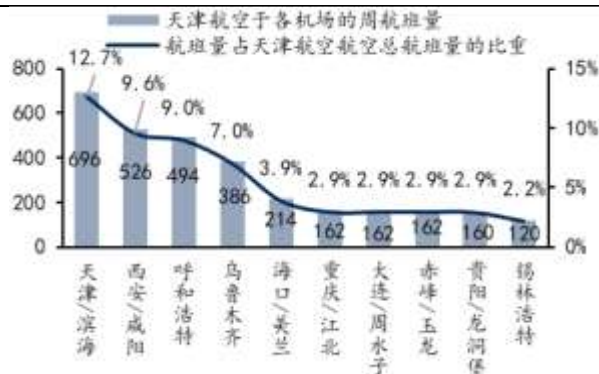
资料来源: 公司公告, 民航统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 70: 天津航空 (GS) 航网



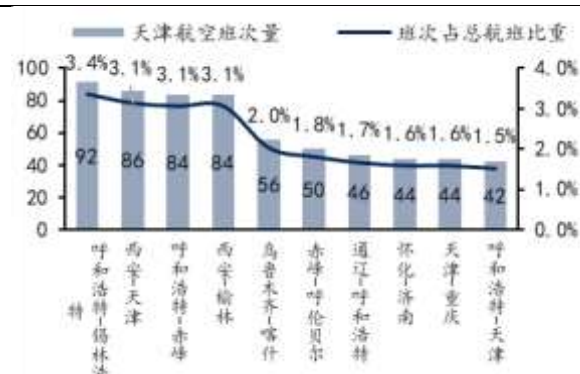
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

图 71: 天津航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重



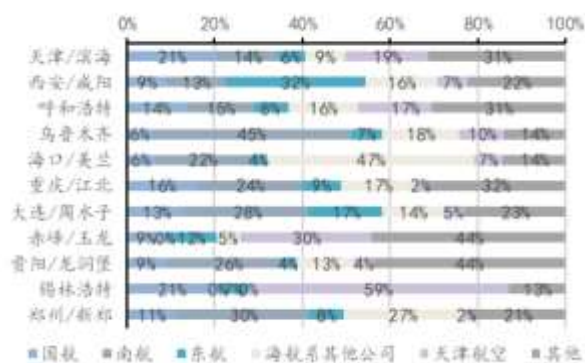
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 72: 天津航空前十大航线班次及其占自身航班比重



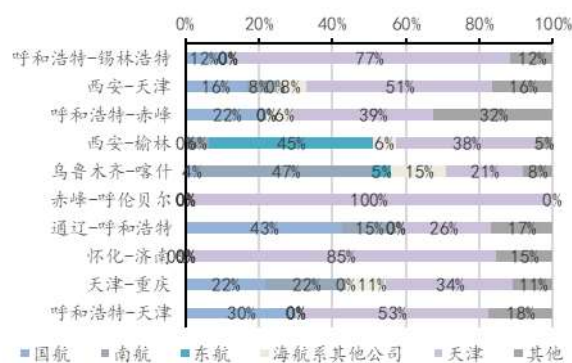
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 73: 天津航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 74: 天津航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

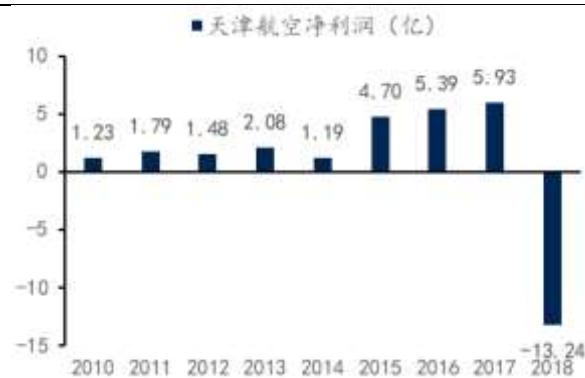
业绩方面, 天津航空 2018 年以前营收随机队规模扩张不断提升, 利润在 2017 年之前亦可圈可点, 但 2018 年天津航空录得显著亏损, 当年亏损 13.24 亿, 2019 年-2020 年公司延期披露年报, 因此相关业绩暂无法获取。

图 75: 天津航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 76: 天津航空净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



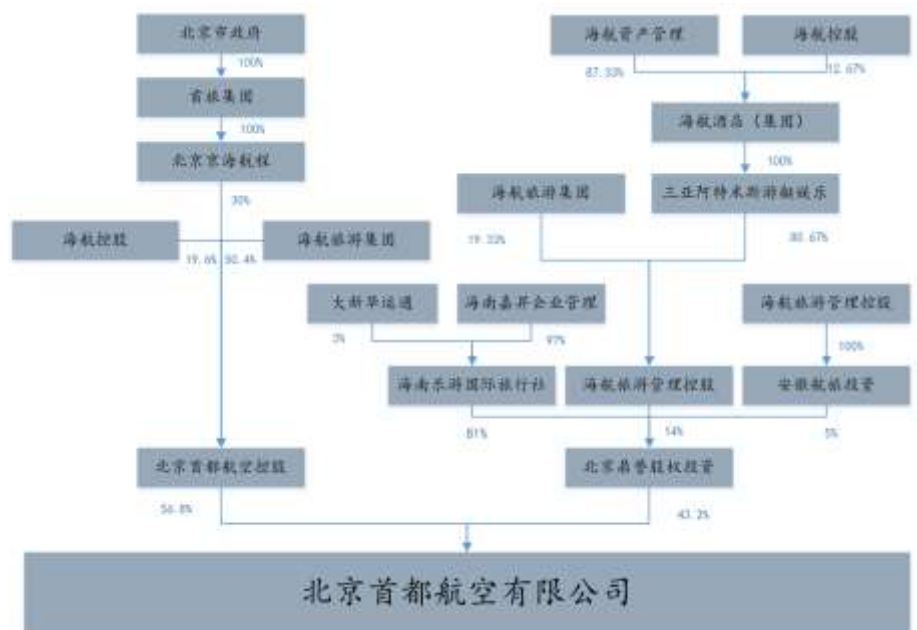
## 首都航空

首都航空前身为成立于 1998 年的金鹿航空。2011 年海航集团旗下海航旅业与北京市政府旗下首旅集团的全资子公司北京京海航程投资共同出资成立首航控股，重组金鹿航空，金鹿航空更名为北京首都航空。成立之初海航旅业持有首航控股的股权比例为 70%，京海航程投资持有首航控股的股权比例为 30%。

2012 年海航旅游集团将其持有的首航控股部分股权转让给海航控股，转让完成后海航控股持有首都航空的股权比例为 19.6%。此后，海航集团曾意图把首航控股的股权进一步转让给海航控股，但遭到第三方股东否决。2018 年海航控股公告受托管理海航旅游持有的首都航空 50.4% 的股权。

2018 年底，海航集团宣布与首旅集团签署《关于北京首都航空有限公司战略合作框架协议》，根据协议，双方将通过股权转让，增资扩股等形式对首都航空加大支持，实现首旅集团成为首都航空的主要股东。2019 年 6 月双方再度签署补充协议，明确将通过股权转让、增资扩股等形式，最终实现首旅集团对首都航空的绝对控股，但由于后期海航系航空公司破产重整，上述事项未有进展。

图 77：首都航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

首都航空是一家中型航空公司，2019 年民航统计年鉴显示首都航空拥有 84 架飞机。2020 年民航休闲小站信息显示首都航空退出 3 架飞机，我们推测 2020 年末首都航空机队规模为 81 架，其中 A320 系列机队 73 架，A330 系列机队 8 架。

图 78: 首都航空机队规模



资料来源: 公司公告, 民航统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

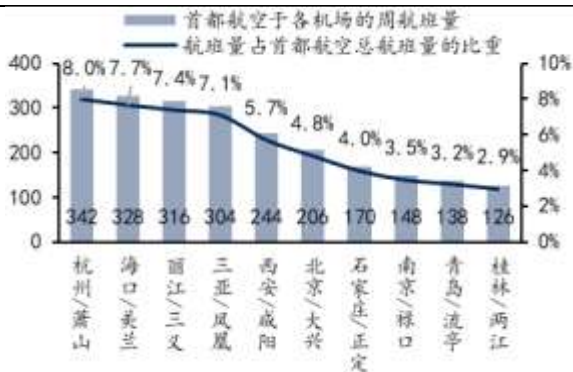
图 79: 首都航空 (JD) 航网



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

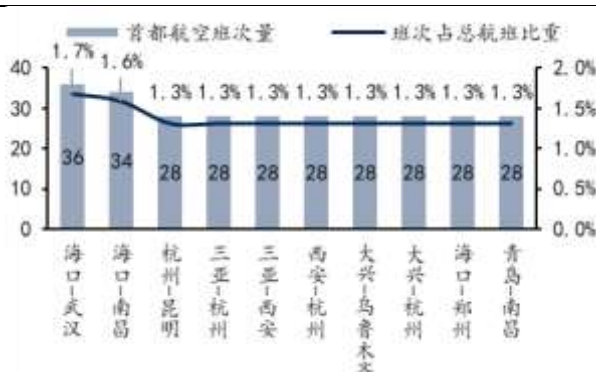
首都航空运力核心投放在杭州、海口、丽江、三亚、西安和北京大兴等机场, 核心航线主要为海口-武汉、海口-南昌、杭州-昆明等航线, 前十大航线周计划航班量占公司总航班量的 13.8%。市场格局方面, 首都航空运力所在机场及航线竞争相对充分, 但如考虑与海航系其他航司的协同效应, 首都航空在海口、三亚机场及相关航线份额较高, 其余各机场及航线竞争相对充分。

图 80: 首都航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重



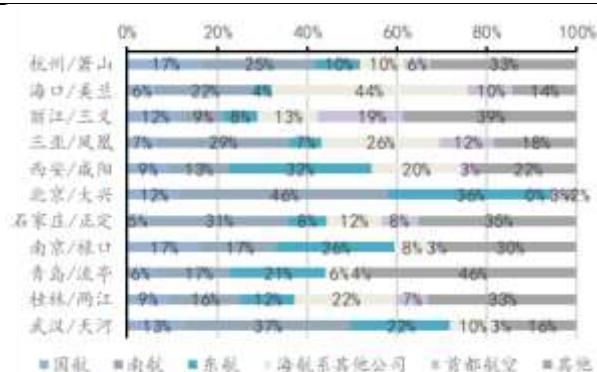
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 81: 首都航空前十大航线班次及其占自身航班比重



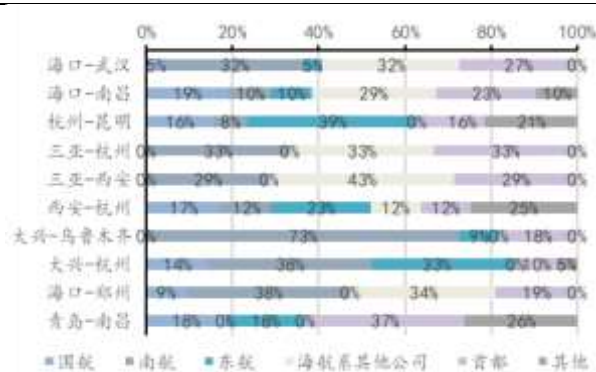
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 82: 首都航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 83: 首都航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

首都航空并不单独披露收入利润情况，因此经营状况不做讨论。

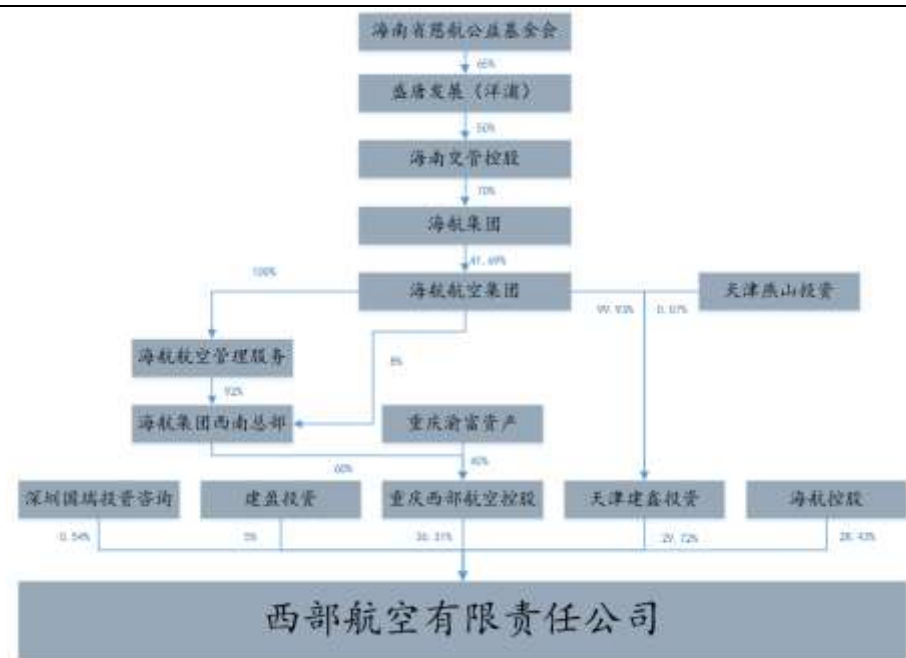
### 西部航空

西部航空于 2005 年 10 月经民航局批复筹备，2006 年底成立。成立之时，海航参股企业建盈投资、海航旗下祥鹏航空、深圳市国瑞投资、四川三星通航、新疆四维达科技持有西部航空股权的比例分别为 35%、35%、10%、10%、10%。

2009 年西部航空增资，但后续因受处罚而撤销。2010 年祥鹏航空将其持有的西部航空全部股权转让给建盈投资，2011 年四川三星通航、新疆四维达科技将其持有的西部航空全部股权转让给建盈投资。2012 年西部航空完成增资及股权转让，增资及股权转让后海航集团旗下西部航空控股持有西部航空 80% 的股份，建盈投资持股比例降至 18.7%。2014 年西部航空再次增资，增资后西部航空控股、建盈投资、海航控股对西部航空的持股比例分别为 36.31%、34.72%、28.43%。2015 年、2018 年建盈投资两次转让西部航空部分股权至天津创鑫投资。2018 年海航控股拟增发收购西部航空部分股份实现对西部航空的控股，但定增方案终止。

2019 年 12 月，海航集团与重庆渝富资产管理公司签署战略重组协议书，重组完成后重庆渝富集团持有西部航空股权的比例不低于 70%，成为西部航空第一大股东，但生产经营仍由海航专业团队负责，同样由于海航破产重组，该事项未有进展。

图 84：西部航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

西部航空是一家中小型航空公司，2019 年民航统计年鉴显示公司机队规模为 35 架，均为 A320 系列机型。民航休闲小站信息显示 2020 年公司引进 2 架飞

机，退出 1 架飞机，年底机队规模应为 36 架。资产方面，西部航空 2020 年末未及时披露年报，而 2019 年总资产 143.3 亿，资产负债率 63.5%。

图 85: 西部航空机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

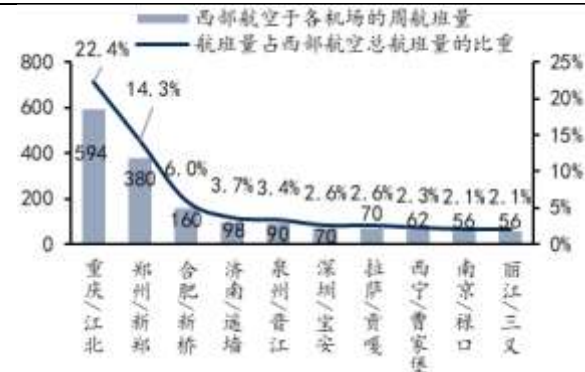
图 86: 西部航空资产负债情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

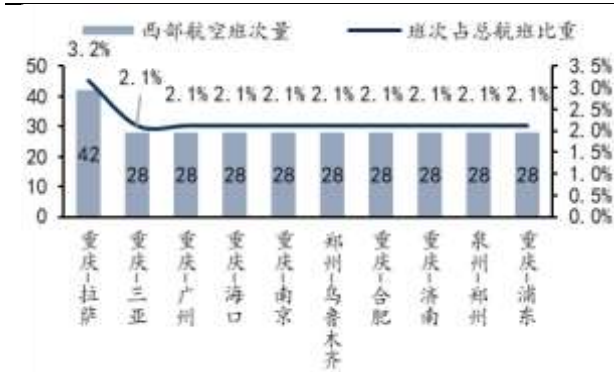
航网结构方面，西部航空运力核心投放于重庆、郑州、合肥等机场，前十大航线主要为重庆-拉萨、重庆-三亚、重庆-广州等，前十大航线周计划航班量占公司总航班量的 22.1%。市场格局方面，公司核心运力投放机场竞争相对充分，主要航线竞争亦相对充分。

图 87: 西部航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重



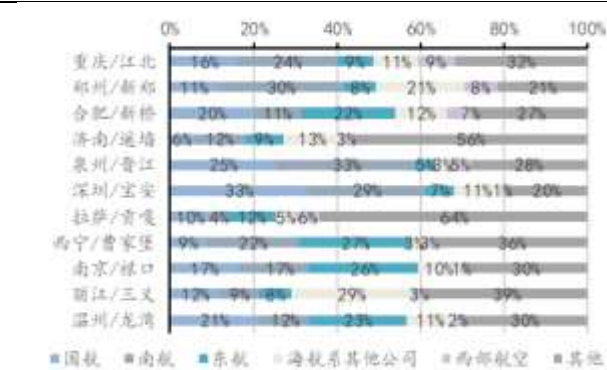
资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图 88: 西部航空前十大航线班次及其占自身航班比重



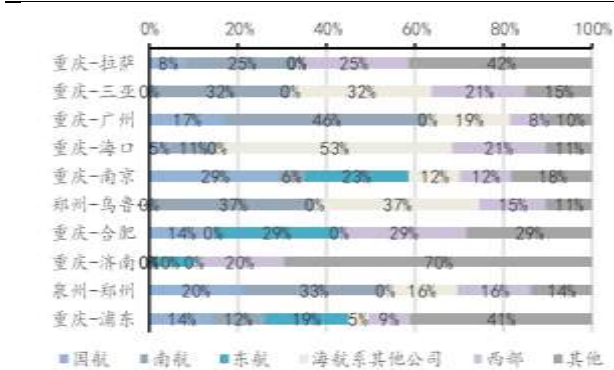
资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图 89: 西部航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图 90: 西部航空前十大航线市场结构



资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图 91: 西部航空 (PN) 航网结构



资料来源:飞常准, 国信证券经济研究所整理

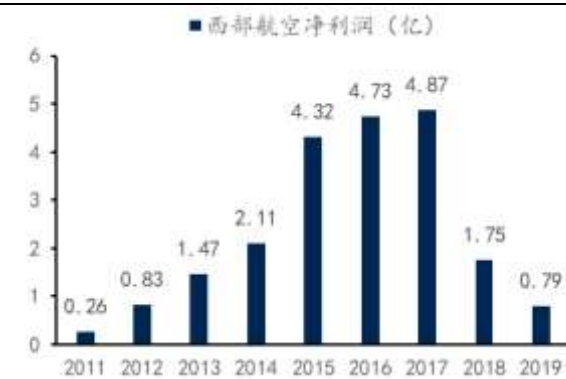
业绩方面, 西部航空 2017 年以前业绩表现良好, 2018 年起业绩逐步下滑, 鉴于公司并未及时披露 2020 年报, 因此参考 2019 年数据, 公司营业收入 56.77 亿, 净利润 0.79 亿。

图 92: 西部航空营业收入表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 93: 西部航空净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 金鹏航空

金鹏航空的前身——扬子江快运航空于 2002 年注册成立。成立之初海航集团、上海机场集团、海航控股对扬子江快运的持股比例分别为 85%、10%、5%。2003 年上海机场集团将其持有的全部扬子江快运股权转让给海航集团。

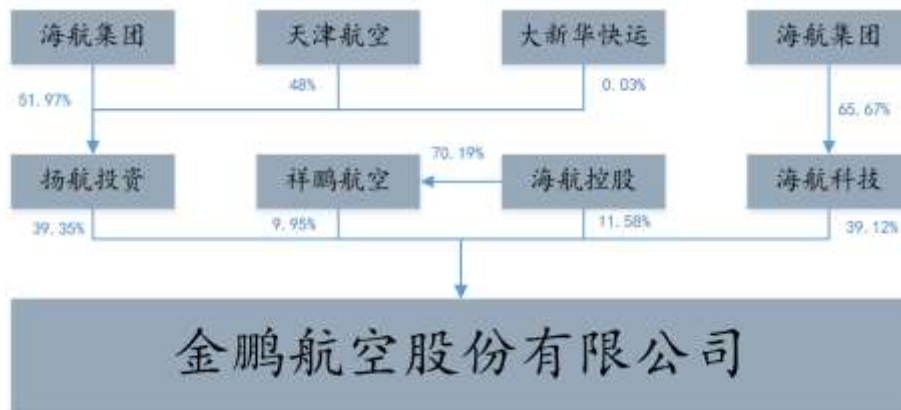
2005 年海航集团增资扬子江快运, 持股比例上升至 98%, 同年, 海航集团将

其持有的扬子江快运 49%的股权分别转让给华航股份、阳明私人有限公司、万里航运、China Container Express Line。2013 年上述四家股东将其持有的扬子江快运合计 49%的股份转让给海航航空。

2013 年底扬子江航空增资引进建盈投资，2014 年底增资资金基本认缴到位，此时海航集团、海航航空、海航控股、建盈投资分别持有扬子江快运 9.116%、27.535%、0.372%、62.977%的股权。

2015 年扬子江快运获得客运资质。2016 年海航控股与海航物流增资扬子江快运，增资后海航控股持有扬子江航空的股权比例为 14.73%。2016 年扬子江快运进一步被增资，股权结构亦有改变，海航航空、海航集团、建盈投资退股，祥鹏航空、扬航投资、海航科技入股，股权变更后海航控股直接持有金鹏航空 11.58%的股权，并通过控股公司祥鹏航空持有金鹏航空 9.95%的股权。2017 年扬子江航空更名金鹏航空。

图 94: 金鹏航空股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

金鹏航空客货并举,2019 年机队规模为 24 架,其中 B737-800 机型 9 架,B737F 机型 9 架, B747-400F 机型 4 架, B787-9 机型 2 架。2020 年公司退出 2 架飞机, 机队规模为 22 架。

图 95: 金鹏航空机队规模



资料来源: 公司公告, 民航统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

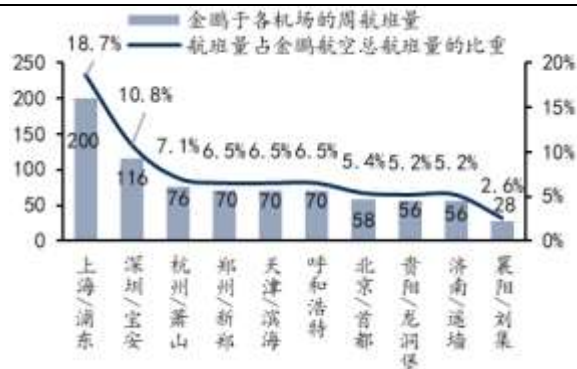
图 96: 金鹏航空 (Y8) 航网



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

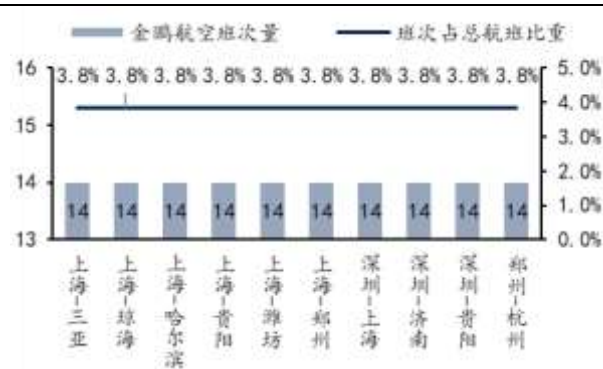
金鹏航空核心运力投放集中在上海浦东、深圳、杭州等机场，运力投放前十大机场占公司总航班量的 74.6%。鉴于金鹏航空客货并举，我们分别对客运部分及货运部分进行分析，货运方面，金鹏航空核心航线为上海浦东-天津、杭州-天津、北京首都-上海浦东、北京首都-杭州等航线，客运方面则相对均衡的分布在上海浦东、深圳等相关航线。客运航线的竞争格局上，东航在上海浦东机场具备优势，国航南航在深圳机场几乎平分秋色，金鹏航空的市场份额均较低。核心航线中，公司独飞上海浦东-琼海、上海浦东-潍坊航线，在其余航线中份额则相对较低。

图 97: 金鹏航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 98: 金鹏航空前十大客运航线班次及其占自身航班比重



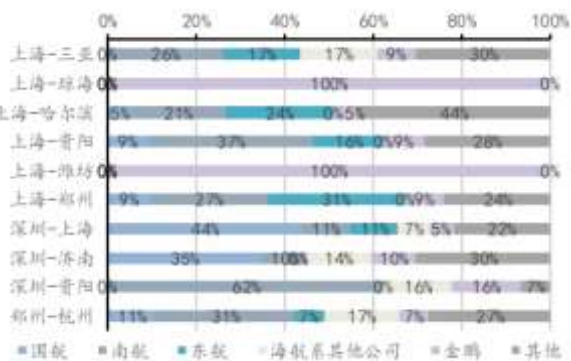
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 99: 金鹏航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 100: 金鹏航空前十大客运航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

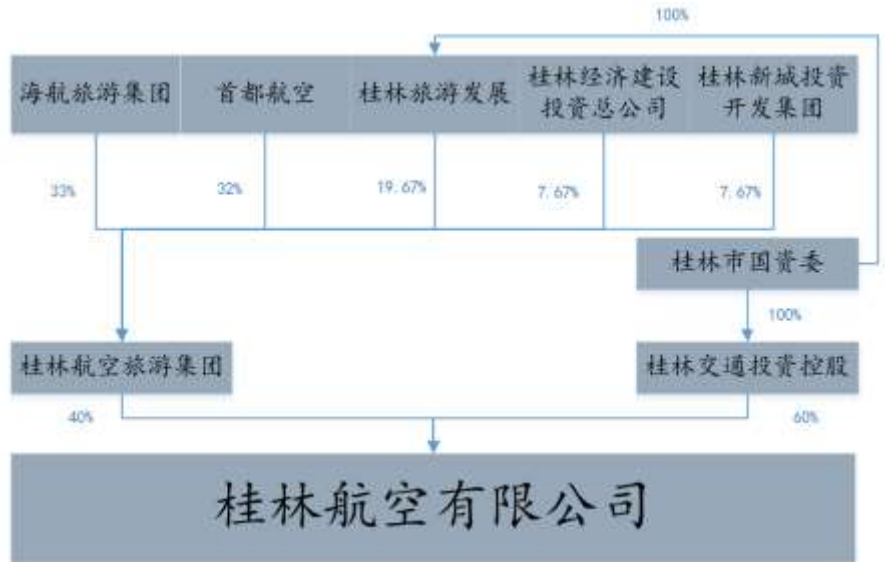
金鹏航空不独立披露营收数据，故此部分不做分析。

### 桂林航空

桂林航空由桂林市政府与海航集团共同筹建，2015 年 6 月正式成立，2016 年 6 月开航。成立初期桂林旅游发展总公司持有桂林航空 60% 的股权，其余股份由桂林航空旅游集团所有。2019 年桂林交通投资控股集团接替桂林旅游发展总公司，成为桂林航空第一大股东，持股比例仍为 60%。

2019 年底海航集团与桂林市政府签署《关于桂林航空有限公司战略重组框架协议》，决定对桂林航空进行重组，重组后桂林市政府下属企业成为桂林航空第一大股东，生产经营仍由海航团队负责，但由于海航系公司整体破产重组，该事项未有进展。

图 101：桂林航空股权结构示意图



资料来源：公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理

桂林航空机队规模不大，2020 年拥有 11 架飞机，均为 A320 系列机型。公司航线网络集中于桂林、徐州、郑州等地，前十大航线主要为徐州-南昌、桂林-福州、桂林-济南等，前十大航线计划航班量占公司总航班量的 28.2%。核心市场中，公司运力核心投放相关机场竞争均相对充分，但公司具备一定体量的独飞航线，如郑州-扬州、徐州-张家界、扬州-长沙、宜宾-北海航线均为公司独飞。

图 102：桂林航空机队规模



资料来源：公司公告，民航统计年鉴，国信证券经济研究所整理

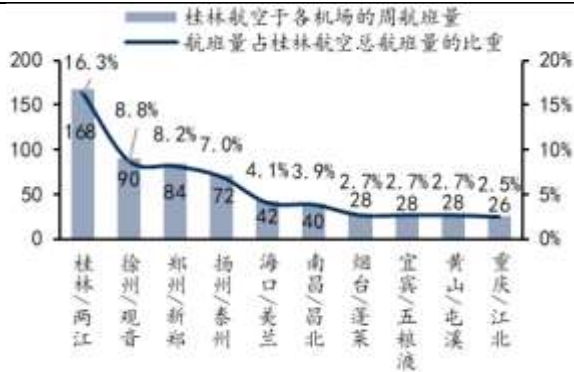
图 103：桂林航空（GT）航网



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

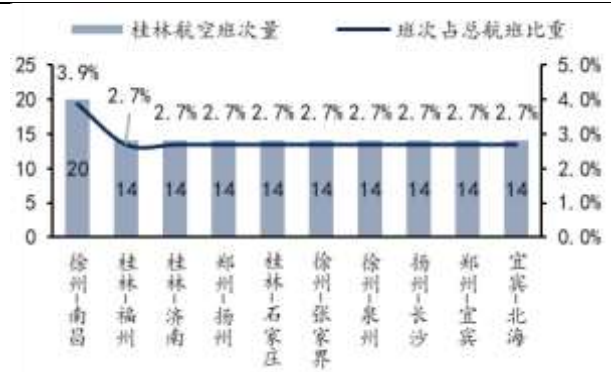


图 104: 桂林航空核心投放机场时刻及占自身时刻比重



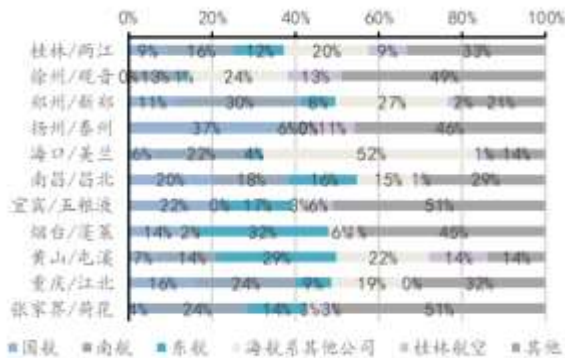
资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 105: 桂林航空前十大航线班次及其占自身航班比重



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 106: 桂林航空运力主要投放机场的市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 107: 桂林航空前十大航线市场结构



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

经营业绩方面, 桂林航空不单独披露报表, 故不作分析。

## 上市公司表外海外航空

### 香港航空

香港航空的前身中富航空于 2001 年成立, 2006 年海航系资本入股中富航空, 持股比例为 45%。香港航空股权变更信息较难查询, 其中 2011-2015 年香港航空股权多次发生变动, 公司公告对此并未完全记录。

2015 年公司公告受托管理海航集团(香港)投资公司和大新华航空持有的香港航空集团控股 25.29% 的股权, 此时香港航空控股有限公司、海南航空投资控股有限公司、海航集团(香港)投资有限公司及大新华航空有限公司分别持有香港航空集团 31.14%、27.02%、23.75% 和 1.54% 的股权, 香港航空集团持有香港航空 100% 股权。

2017 年海航集团(香港)投资有限公司将其持有的香港航空控股 36.16% 股权以及香港航空集团 23.75% 股权转让给独立第三方解决与公司的同业竞争问题。

目前海航集团旗下企业仍是香港航空股东之一。此后并未有明确公告及信息显示香港航空集团股东方涉及海航的股权变动。

图 108: 香港航空股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 天眼查, 国信证券经济研究所整理  
注: 此为 2017 年海航集团 (香港) 投资转让股权给 Frontier Investment Partner L.P. 基金后的股权结构

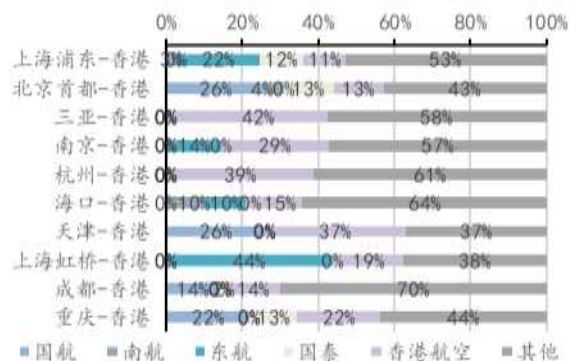
香港航空 2019 年曾拥有 38 架客机, 2020 年因疫情影响停场或退出部分飞机, 目前进队规模为 32 架, 其中 A320 机型 12 架, A330 机型 18 架, A350 机型 2 架。香港航空核心运力投放在香港机场, 疫情前核心境内航线为上海浦东-香港、北京首都-香港、三亚-香港、海口-香港航线, 其中于三亚-香港、南京-香港、杭州-香港、天津-香港航线的市占率较高。

图 109: 香港航空航网结构 (疫情前)



资料来源: 公司公告, 民航统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 110: 香港航空核心内地航线竞争格局



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

### 非洲世界航空公司

非洲世界航空公司 (AWA 航空) 由海航股份、中非发展基金、加纳 SAS、加纳社保基金于 2010 年筹备设立, 2012 年首航。2020 年中, 中国民航网信息显示 AWA 航空拥有 8 架 ERJ-145 飞机。

除此之外, 海航集团及海航控股下属航空资产还包括地面服务公司、飞行训练公司、维修技术公司以及部分机场股权, 但由于相比于庞大的飞机资产, 其规模相对较小, 因此不做分析。

## 投资建议

我们详细拆解了海航系各航空公司的股权结构、机队规模、运营表现、航线网络及市场竞争格局。我们估算当前海航系各航司加总机队规模为 625 架，仅次于我国三大国有航空公司（南航 867 架、东航 734 架、国航 707 架）。作为一家大型航司，其航线网络与其他航司纵横交织，其重组结果、未来战略发展走向将对整个民航业产生极其深远的影响，需给予密切关注。

海航重组带来的行业影响偏长远，短期来看，民航的核心矛盾仍是国门放开与否对应的市场景气度截然不同。我们认为随着全民免疫的时间窗口逐步临近，全球重启互联互通终将实现，民航景气度有望持续回升。如海航重组后放缓扩张节奏，对行业将产生持续性的利好。推荐吉祥航空、春秋航空、三大航，关注华夏航空。

## 风险提示

宏观经济下滑：民航业是强周期行业，如宏观经济下滑，将对民航需求产生不利影响，进而影响各航司业绩。

油价大幅上涨：航空公司最大的成本为航油成本，如油价大幅上涨，将大幅提高航空公司的成本压力，影响业绩。

汇率剧烈波动：航空公司航油成本、财务费用等与汇率挂钩，如汇率剧烈波动，则将对业绩产生较大扰动。

海航重组后加速扩张：我们尚不明确海航系航司重组方案，但如重组完成后海航系整体再次加速扩张，将对行业格局产生不利影响。

安全事故：民航业安全至上，如发生安全事故，则将显著影响需求。

疫情反复：2020 年民航业受疫情影响明显，如疫情反复，则民航需求将再度受到冲击。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601111	中国国航	买入	8.80	-1.05	-0.20	0.89	-8.38	-44.0	9.9	1.7
600029	南方航空	买入	6.74	-0.71	0.01	0.62	-9.49	674.0	10.9	1.5
600115	东方航空	买入	5.72	-0.72	-0.08	0.49	-7.94	-71.5	11.7	1.7
601021	春秋航空	买入	64.80	-0.64	1.55	2.90	-101.25	41.8	22.3	4.3
603885	吉祥航空	买入	16.52	-0.24	0.41	0.97	-68.83	40.3	17.0	2.6

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032