

民航拐点将至，免税持续高增

——航空机场免税2021年中报前瞻

行业评级：看好

2021年7月9日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108129
证书编号	S1230520040003

1、航空、机场：6月恢复势头受广深疫情影响略有回落，7月起广深出行限制解除+暑运开启拉动行业景气度回升

- **行业层面：**Q2国内市场需求已超过19年同期水平，受国内局部疫情反弹影响，5-6月国内市场需求恢复势头环比略有回落，但仍处于较高水平；7月起广深疫情缓解，云南边境瑞丽疫情对全国出行市场影响有限；截至7月5日，全国累计接种新冠疫苗超13亿剂次，若后续国内疫情形势稳定，暑运量价可期。
- **航空：**Q2国内航线RPK超过19年同期，三大航有望环比大幅减亏、民营航司率先恢复盈利。我们预计Q2国航、南航、东航、春秋、吉祥、华夏归母净利润分别为-19.9、-24.2、-20.7、1.8、1.0、0.9亿元左右。
- **机场：**局部疫情影响广深机场6月航空性收入，Q2上海机场免税租金环比略增，深圳机场有望维持盈利。我们预计Q2上海机场、白云机场、深圳机场归母净利润分别为-4.0、-0.8、0.4亿元左右；21H1上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场（H）、美兰空港（H）归母净利润分别为-8.4、-2.4、0.9、-7.0、3.8亿元左右。

2、免税：海南离岛免税政策效应持续释放，关注价格竞争

- **行业层面：**1) 政策效应持续释放，离岛免税渠道份额高企。2) 21Q1、Q2离岛免税销售额分别为135.7亿元/+356%、132.4亿元/+193%，已无明显淡旺季区分；但是海旅投、海发控、中出服等紧跟中免折扣活动，重点关注离岛免税价格竞争。
- **中免：**1) 21H1收入约355.0亿元/+84%；归母净利润约54.4亿元/+484%。2) 21Q2收入约173.7亿元/+53%；归母净利润25.9亿元/+172%；财报归母净利润率14.9%，环比下滑0.8pct，同时首都机场免税租金对利润的影响程度下降，我们认为主要受海南离岛免税价格竞争加剧+6月广深局部疫情（距海南近&经济发达地区）影响。

3、重要标的

- **中国中免：**在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。下半年首都机场免税租金协议、美兰机场二期免税店开业有望给公司业绩带来催化。
- **三大航（国、南、东）：**行业需求恢复阶段，公司将显现较大盈利弹性。
- **春秋航空、吉祥航空：**国内运力占比较大，业绩率先回暖，国门放开前表现更加稳健，长期成长性高。
- **上海机场、白云机场：**估值处于底部，随着行业需求回暖，有望迎来盈利&估值双重修复。

重点公司2021中报业绩前瞻

航空：3-5月国内市场需求已超过19年同期，6月受局部疫情影响恢复势头略有回落、但仍处于高位水平。我们预计，Q2三大航环比大幅减亏，春秋、吉祥、华夏恢复盈利。

机场：Q2上海机场免税租金环比略增、首都机场免税租金环比下降，我们预计，北上广机场亏损，深圳机场有望维持盈利，美兰空港受益于免税规模增长业绩表现较为靓丽。

免税：根据中国中免中报预告，21H1归母净利润54.4亿元，其中Q2归母净利润25.9亿元。

行业	股票名称	归母净利润 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)		
		19Q1	20Q1	21Q1	19Q2	20Q2	21Q2	19H1	20H1	21H1
航空	中国国航	27.2	-48.1	-62.1	4.2	-46.4	-19.9	31.4	-94.4	-82.0
	南方航空	26.5	-52.6	-40.1	-9.6	-29.1	-24.2	16.9	-81.7	-64.3
	中国东航	20.1	-39.3	-38.1	-0.6	-46.1	-20.7	19.4	-85.4	-58.8
	春秋航空	4.8	-2.3	-2.9	3.8	-1.8	1.8	8.6	-4.1	-1.1
	吉祥航空	4.0	-4.9	-2.8	1.8	-1.8	1.0	5.8	-6.8	-1.8
	华夏航空	0.9	-1.0	-0.5	0.6	1.0	0.9	1.4	0.08	0.4
机场	上海机场	13.9	0.8	-4.4	13.1	-4.7	-4.0	27.0	-3.9	-8.4
	白云机场	2.4	-0.6	-1.6	2.3	-1.1	-0.8	4.7	-1.7	-2.4
	深圳机场	1.7	-1.2	0.5	1.4	-0.3	0.4	3.1	-1.5	0.9
	北京首都机场股份 (H)	-	-	-	-	-	-	12.9	-7.4	-7.0
	美兰空港 (H)	-	-	-	-	-	-	2.8	0.8	3.8
免税	中国中免	23.1	-0.2	28.5	9.9	9.5	25.9	32.8	9.3	54.4

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：中国中免业绩来源自公司披露的业绩预告。

风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、行业需求不及预期；
- 3、油价、汇率大幅波动；
- 4、免税政策变化；
- 5、免税行业竞争加剧 等。

目录

CONTENTS

01

航空、机场

- (1) 行业层面：Q2需求恢复势头维持高位，暑期景气度有望冲高
- (2) 航空：Q2三大航环比大幅减亏、民营航司率先恢复盈利，暑期有望量价齐升
- (3) 机场：局部疫情影响广深机场6月航空性收入，关注北上机场Q2免税租金环比变化

02

免税

- (1) 行业层面：海南离岛免税政策效应持续释放，离岛免税渠道份额高企
- (2) 中免：受局部疫情+竞争加剧影响，Q2利润率略有回落

03

投资建议

- (1) 中国中免
- (2) 三大航
- (3) 吉祥航空、春秋航空
- (4) 上海机场、白云机场

01

航空、机场

行业：Q2需求恢复势头维持高位，暑期景气度有望冲高

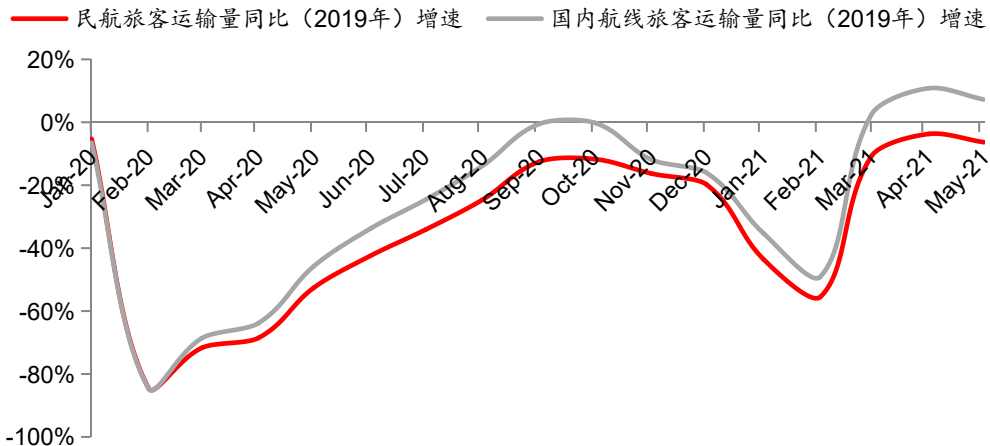
航空：Q2三大航环比大幅减亏、民营航司率先恢复盈利，暑期有望量价齐升

机场：局部疫情影响广深机场6月航空性收入，关注北上机场Q2免税租金环比变化

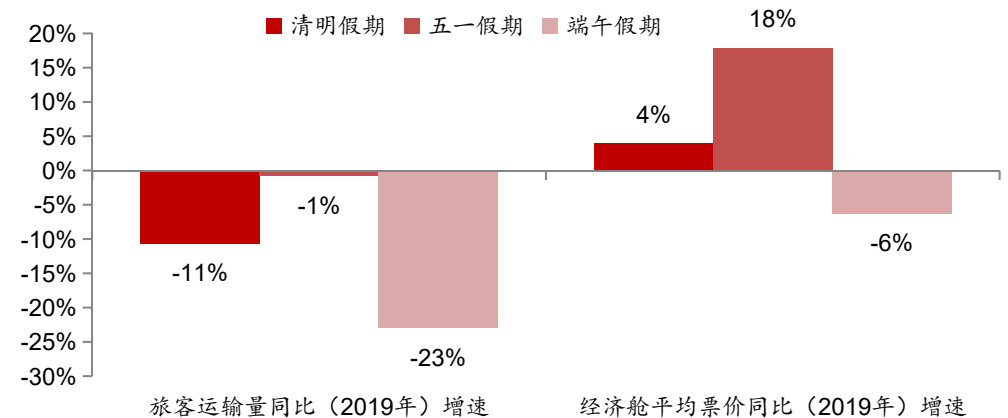
行业层面：受国内局部疫情反弹影响，5-6月国内市场需求恢复势头环比略有回落，但仍处于较高水平

- 量：3月起国内市场需求超过19年同期水平，5-6月增速受局部疫情影响略有回落。**2021年1-5月，我国民航旅客运输量合计超2.04亿人次，同比19年同期下降24%；其中5月，旅客运输量5104万人次，同比19年同期下降6.3%，其中国内航班旅客占比99.6%，国际航班仍受五个一政策管控。**国内市场需求已超过19年同期水平**，1-5月旅客运输量合计约2.03亿人次，同比19年同期下降12.8%；其中5月旅客运输量约5084万人次，较19年同期增加7.2%。从假期来看，根据航班管家数据，**1) 清明假期**（4.3-4.5）：全民航运输旅客约433万人次，较19年同期下降10.7%；平均客座率73.4%，较19年下降7.1pct。**2) 五一假期**（5.1-5.5）：全民航运输旅客866万人次，较19年同期下降0.8%；平均客座率80.7%，较19年下降3pct。**3) 端午假期**（6.12-6.14）：民航运输旅客371万人次，同比19年下降23%。
- 价：票价随需求反弹而持续恢复，五一假期表现亮眼，假期后受局部疫情影响有所下滑。**根据航班管家数据，4月经济舱平均票价同比19年同期下降5.4%，其中清明假期前两天平均票价较19年分别增加7.7%、2.7%；五一假期经济舱日均票价增加17.9%，端午假期票价下降6.3%。根据去哪儿数据，5月中旬-6月上旬国内航班预订均价环比4月下降14%。

图：4-5月民航旅客运输量较19年的恢复势头处于较高水平



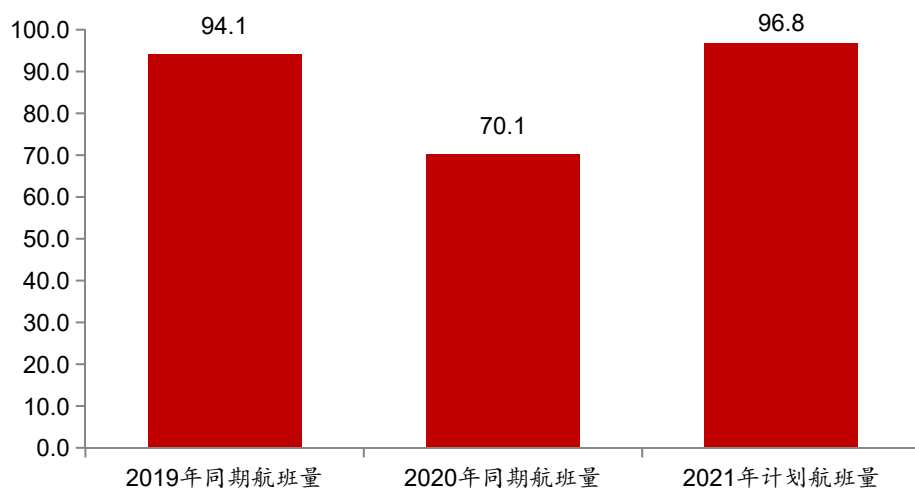
图：4-6月三个小假期民航出行市场量价情况



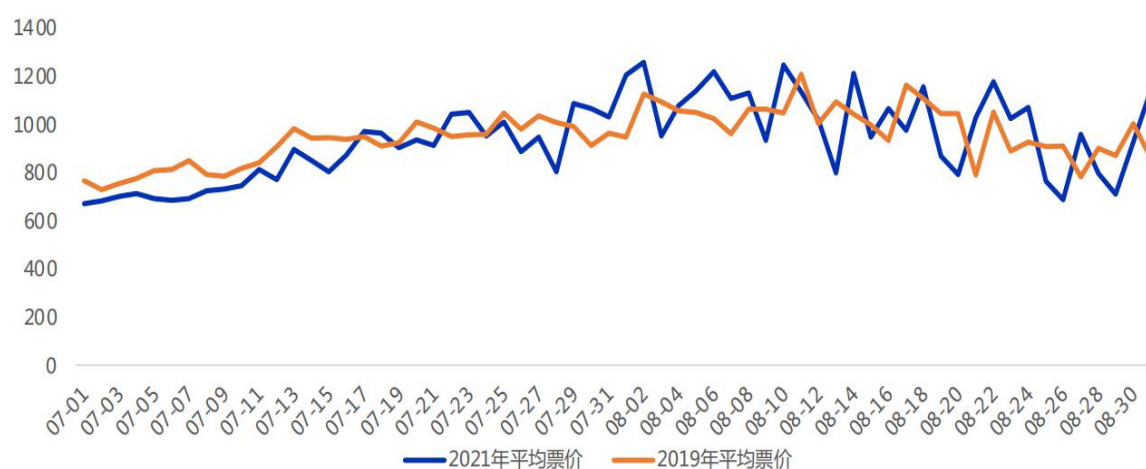
行业展望：广深疫情影响消退，若后续国内疫情形势稳定，暑运量价可期

- **广深均转为低风险地区，取消限制出行政策。** 根据广州市《关于强化疫情常态化防控工作的通告（第23号）》文件，7月3日零时起，取消离穗、出省核酸检测阴性证明要求，广州白云机场同步取消查验48小时核酸检测阴性证明要求。7月6日零时起，深圳市民出省无需持48小时核酸检测阴性证明。
- **暑期需求有望持续恢复。** 根据航班管家发布的《2021年暑运预期数据报告》，**1) 计划航班量：**2021年全民航暑运计划航班总量约96.8万架次，同比2019年提升约2.9%，预测实际执行同比2019年下降超10%；考虑到广深疫情影响力减弱，若后续国内疫情形势保持稳定，我们认为暑运计划航班量还有望增加；参考北上机场疫情前后航班趋势，考虑到天气影响、广深市场恢复期等因素，根据航班管家预测，实际执飞量较19年或下降10%；**2) 票价：**2021年暑期国内机票经济舱票价（不含机建燃油等费用）为936.5元，较2019年同期下降约1.4%。从票价走势看，7月中旬起经济舱票价持续走高，7月底、8月中下旬多个时段票价已超过19年同期水平。

图：2021年计划航班量（万架次）较19年增加2.9%



图：2021年暑运经济舱平均票价（元）日趋势



公司层面：Q2国内航线RPK超过19年同期，预计三大航环比大幅减亏、民营航司率先恢复盈利

三大航：3月起国内ASK、RPK同比2019年的增速回正，5月恢复水平有所回落、但国内航线客座率降幅均收窄，预计Q2大幅减亏。

1) **国航**：公司Q1归母净利润约为-62亿元，我们预计公司4-5月实现单月盈利，6月受疫情影响产生亏损，估计Q2亏损20亿元左右，上半年归母净利润为-82亿元左右。2) **南航**：公司围绕广州-北京双基地运营，Q1北京管控较其他一线城市更严格，5-6月广深出现局部疫情，自6月7日12时起至7月2日24时，乘机离穗均须查验48小时核酸检测阴性证明，商旅出行需求被压制，拖累公司业绩，我们预计公司Q2亏损24亿元左右，上半年累计亏损64亿元左右。3) **东航**：公司Q1亏损约38亿元，基于业务量增速，我们预计公司Q2归母净利润为-21亿元左右，上半年归母净利润为-59亿元左右。

表：上市航司1-5月ASK、RPK、客座率较2019年同期的增速

	ASK					RPK					客座率 (pct)				
	1月	2月	3月	4月	5月	1月	2月	3月	4月	5月	1月	2月	3月	4月	5月
国航	-53%	-61%	-33%	-28%	-31%	-65%	-72%	-40%	-34%	-35%	-19.5	-22.4	-8.3	-6.5	-4.6
南航	-50%	-56%	-16%	-11%	-17%	-60%	-66%	-24%	-18%	-20%	-16.5	-20.4	-8.2	-5.9	-3.2
东航	-47%	-59%	-24%	-20%	-25%	-61%	-70%	-33%	-29%	-31%	-21.5	-22.9	-9.8	-9.1	-5.8
春秋	-7%	-12%	12%	15%	11%	-28%	-31%	5%	11%	8%	-20.1	-20.9	-5.5	-3.1	-2.3
吉祥	-9%	-27%	6%	4%	3%	-26%	-42%	-1%	2%	0%	-15.3	-17.3	-5.1	-2.4	-2.3
	国内航线ASK					国内航线RPK					国内航线客座率 (pct)				
	1月	2月	3月	4月	5月	1月	2月	3月	4月	5月	1月	2月	3月	4月	5月
国航	-24%	-38%	12%	24%	17%	-41%	-55%	1%	13%	10%	-18.1	-23.6	-8.4	-7.2	-5.0
南航	-30%	-39%	18%	27%	17%	-43%	-53%	8%	20%	13%	-14.0	-19.5	-6.9	-4.8	-2.6
东航	-21%	-38%	15%	24%	15%	-40%	-55%	1%	10%	6%	-19.8	-22.8	-10.2	-9.7	-6.6
春秋	41%	33%	74%	71%	66%	10%	3%	63%	65%	60%	-20.0	-21.4	-5.9	-3.3	-3.5
吉祥	4%	-10%	25%	21%	19%	-14%	-28%	18%	18%	16%	-14.9	-17.7	-5.1	-1.9	-2.2

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司层面：Q2国内航线RPK超过19年同期，预计三大航环比大幅减亏、民营航司率先恢复盈利

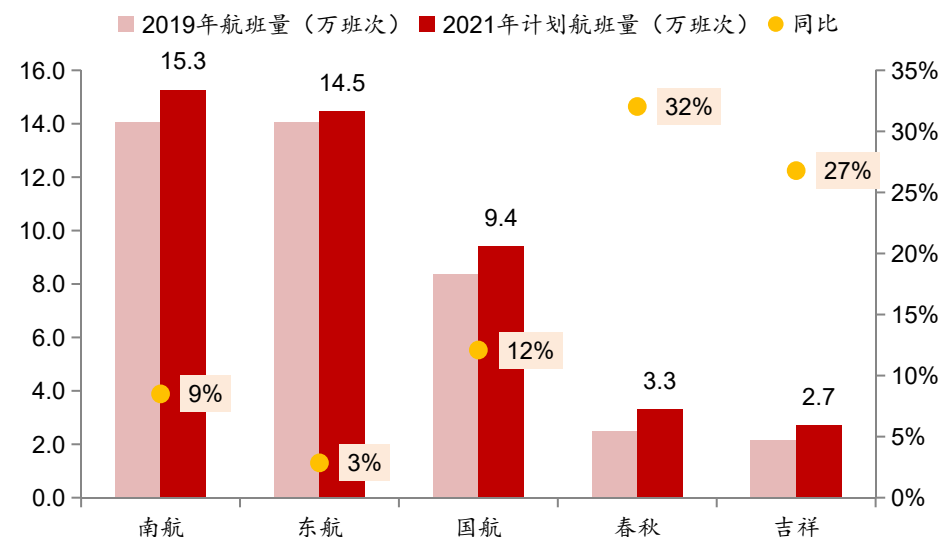
民营航司：预计Q2恢复盈利，显现业绩稳健性。 1) **春秋航空**：3月起整体RPK较19年同期的增速回正，3-5月国内航线RPK较19年的增速为60%-65%。公司Q1归母净利润为-2.9亿元，我们预计公司Q2将恢复盈利，归母净利润约为1.8亿元，上半年归母净利润为-1.1亿元左右。 2) **吉祥航空**：公司客座率恢复程度领先，3月起公司国内RPK较19年的增速回正，4月起整体RPK增速回正。公司Q1亏损2.8亿元，考虑到子公司九元航空基地广州局部疫情的影响，我们预计公司Q2盈利1.0亿元左右，上半年整体归母净利润为-1.8亿元左右。 3) **华夏航空**：Q1亏损0.5亿元，Q2执飞量增速下滑、但均价有所上涨，我们预计Q2盈利0.9亿元左右，上半年归母净利润为0.4亿元左右。

暑运计划：根据航班管家数据，2021年暑期计划南航班量春秋、吉祥同比增幅位居前二，分别为32%、27%；三大航方面，广深市场正在恢复，后续航班量仍在调整之中，其中南航6月25日-30日暑运计划量提升1.6%。

表：上市航司2021年Q2及H1业绩预测

股票名称	归母净利润 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)		
	19Q1	20Q1	21Q1	19Q2	20Q2	21Q2	19H1	20H1	21H1
中国国航	27.2	-48.1	-62.1	4.2	-46.4	-19.9	31.4	-94.4	-82.0
南方航空	26.5	-52.6	-40.1	-9.6	-29.1	-24.2	16.9	-81.7	-64.3
中国东航	20.1	-39.3	-38.1	-0.6	-46.1	-20.7	19.4	-85.4	-58.8
春秋航空	4.8	-2.3	-2.9	3.8	-1.8	1.8	8.6	-4.1	-1.1
吉祥航空	4.0	-4.9	-2.8	1.78	-1.84	1.0	5.8	-6.8	-1.8
华夏航空	0.9	-1.0	-0.5	0.6	1.0	0.9	1.4	0.08	0.4

图：上市航司2021年暑期计划航班量及同比（2019）增速



上海机场：Q2免税租金环比略增。2021年3月起，上海机场国内旅客吞吐量较2019年同期的增速回正，5月国内旅客吞吐量387.5万人次/+18%，虽然6月预计受广深局部疫情影响，但我们估计恢复水平仍将处于较高水平，预计公司航空性业务收入环比略增；免税收入方面，我们预计21Q2国际客流量约为42万人次，环比增加约11万人次，按照新计算公式，我们预计免税租金约为1.7亿元，环比增加3-4千万元。21Q1公司亏损4.4亿元，我们预计Q2亏损4亿元左右，上半年合计亏损8.4亿元左右。

白云机场：6月受本土局部疫情影响。5月白云机场旅客吞吐量481.8万人次，恢复至19年同期的8成；受广深局部疫情影响，6月从白云机场乘机离穗人员必须查验48小时核酸检测阴性证明，严重压制旅客出行需求，当月旅客吞吐量仅90.1万人次，环比下降81%，较19年同期下降84%；Q2白云机场旅客吞吐量约1086万人次，环比略增2.2%，我们预计航空性收入同步变动。公司Q1亏损1.55亿元，我们预计公司Q2亏损0.8亿元左右，上半年合计亏损2.4亿元左右。

深圳机场：Q2仍有望维持盈利。3-4深机旅客吞吐量恢复势头良好，5月略有回落，当月旅客吞吐量391万人次，较19年同期下降10%；基于白云机场6月数据，我们预计公司Q2旅客吞吐量环比下降2%左右。公司Q1盈利0.5亿元，我们预计Q2盈利0.4亿元左右，上半年合计盈利0.9亿元左右。

表：上市机场旅客吞吐量较2019年同期增速

	2020年												2021年					
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
上海机场	-5%	-82%	-85%	-87%	-79%	-70%	-57%	-49%	-41%	-38%	-58%	-68%	-71%	-78%	-45%	-37%	-39%	-
首都机场	-15%	-86%	-89%	-93%	-80%	-81%	-80%	-61%	-51%	-49%	-49%	-55%	-81%	-82%	-57%	-48%	-49%	-
白云机场	-5%	-84%	-74%	-72%	-58%	-46%	-35%	-30%	-23%	-22%	-19%	-23%	-47%	-61%	-18%	-12%	-19%	-84%
深圳机场	-4%	-79%	-61%	-56%	-41%	-28%	-16%	-15%	-9%	-8%	-11%	-16%	-37%	-50%	-6%	-1%	-10%	-
美兰机场	-5%	-85%	-70%	-58%	-46%	-40%	-17%	-17%	-4%	-4%	-6%	-6%	-38%	-52%	-11%	5%	8%	-16%

北京首都机场股份 (H)：Q2免税租金环比下降。 2021年1-3月，首都机场月均客流量约为220万人次；4-5月，月均客流约418万人次；考虑6月需求受广深局部疫情影响，估计Q2整体航空性业务收入环比增长明显；免税租金收入方面，由于合同于2018年2月中旬生效，今年1-2月免税保底租金按照2019年国际客流计算；3-6月按照2020年国际客流计算，故Q2免税保底租金环比下降。考虑到20H1公司仅计提1.76亿元免税收入，我们预计公司21H1亏损7亿元左右。

美兰空港 (H)：预计21H1业绩表现靓丽。 截至7月1日，海口美兰机场2021年旅客吞吐量突破1000万人次，较19年同期下降20%。2021上半年，离岛免税销售额合计268亿元，环比增加34%，美兰机场免税收入将随机场免税店销售额上涨而增长，我们预计公司21H1盈利3.8亿元左右，表现较为靓丽。

表：上市机场2021年Q2及H1业绩预测

股票名称	归母净利润 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)			归母净利润预测 (亿元)		
	19Q1	20Q1	21Q1	19Q2	20Q2	21Q2	19H1	20H1	21H1
上海机场	13.9	0.8	-4.4	13.1	-4.7	-4.0	27.0	-3.9	-8.4
白云机场	2.4	-0.6	-1.6	2.3	-1.1	-0.8	4.7	-1.7	-2.4
深圳机场	1.7	-1.2	0.5	1.4	-0.3	0.4	3.1	-1.5	0.9
北京首都机场股份 (H)	-	-	-	-	-	-	12.9	-7.4	-7.0
美兰空港 (H)	-	-	-	-	-	-	2.8	0.8	3.8

02

免税

行业层面：海南离岛免税政策效应持续释放

中免：受局部疫情+竞争加剧影响，Q2利润率略有回落

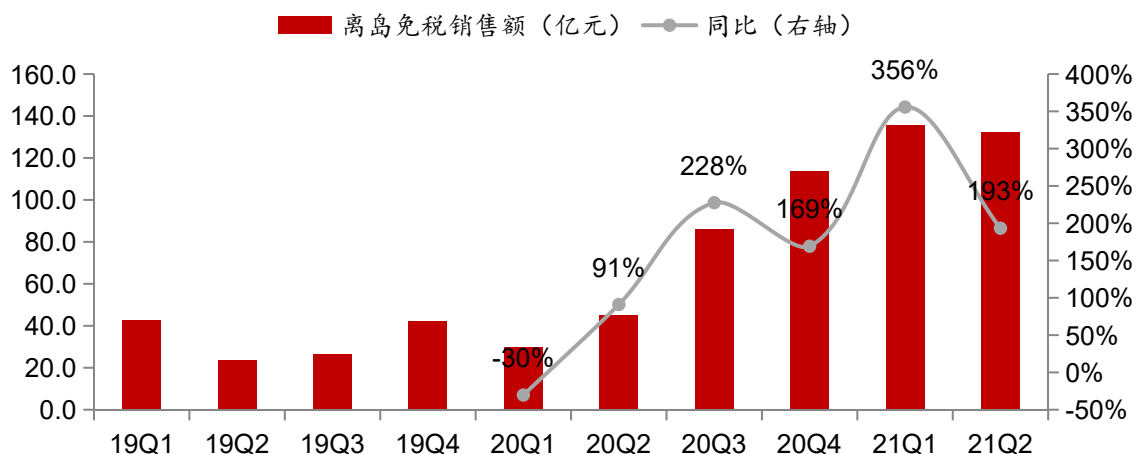
02 免税：海南离岛免税政策效应持续释放，免税销售亮眼

海南：1) 离岛免税政策效应持续释放：根据海口海关数据，21H1离岛免税销售额、购物旅客分别为268.1万元/+258%、382.7万人次/+157%。分季度来看，21Q1、Q2离岛免税销售额分别为135.7亿元/+356%、132.4亿元/+193%；其中，受海南附近经济发达地区广深的局部疫情+旅游淡季影响，6月海南离岛免税销售额环比4-5月出现小幅回落；Q1-2购物旅客分别为178.6、204.1万人次，客单价分别为7598、6487元。**2) 整体已无明显淡旺季区分：**值得注意的是，Q2&Q3历来是海南旅游传统淡季，19Q2离岛免税销售额环比下降45%，Q4销售额环比增加61%，区分非常明显；但是，在疫情影响出境游+免税政策红利释放情况下，21Q2离岛免税销售额环比仅下降2.4%，若无广深疫情影响，我们认为21Q2销售额有望环比上涨。**3) 关注价格竞争：**根据我们对离岛免税市场各免税店的价格跟踪，我们发现海旅投、海发控、中出服紧跟中免，价格竞争加剧；同时，中免以外的其他运营商在海南均刚刚起步，虽然规模差距悬殊，但新店放量难免对中免的市场份额造成小幅挤压。

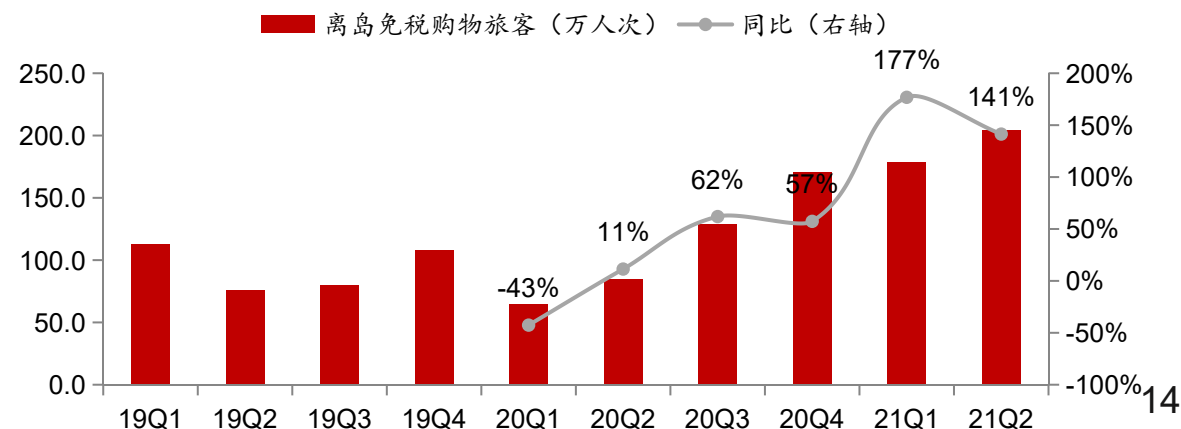
机场：国际航班仍受严格管控，21Q2上海机场、白云机场国际客流量仍处谷底，分别约42、18万人次。

线上：线上渠道销售额主要受价格因素影响，我们跟踪发现，日上直邮标价基本低于离岛免税渠道，实际折后价亦具有一定竞争优势。21Q2，我们认为线上渠道仍然延续稳健增长态势。

图：海南离岛免税销售额及同比



图：海南离岛免税购物旅客及同比



资料来源：海口海关、机场公告，浙商证券研究所

受淡季+局部疫情影响，中免Q2收入、利润环比略降。根据中免公布的中报业绩预告，21H1公司实现营收约355.0亿元/+84%；归母净利润约54.4亿元/+484%；扣非归母净利润约53.4亿元/+586%。其中21Q2，收入约173.7亿元/+53%；归母净利润25.9亿元/+172%；扣非归母净利润25.1亿元/+179%，归母净利润率14.9%，环比下滑0.8pct，我们认为主要受淡季下离岛免税价格竞争加剧影响。

渠道拆分：1) 基于国际航班“五个一政策”仍未放开，21Q2上海机场国际及地区客流仅约42万人次，我们预计21Q2海南市场对公司收入的贡献力度环比基本持平；**2)** 从我们对免税品价格的跟踪来看，海旅投、海发控、中出服等紧跟中免折扣力度，离岛免税价格竞争出现加剧趋势，我们认为，为了维持市场竞争力，中免在海南市场以及日上直邮的利润率将受到小幅挤压；**3)** 首都机场免税合同于2018年2月中旬生效，因此，在19年免税保底租金的基础上，21Q2免税租金将参考2020年国际客流量进行浮动，对归母净利润的影响环比大幅下降。

表：中免2021上半年收入、利润渠道拆分测算

	21Q1		21Q2		21H1	
单位：亿元	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
海南	140.0	32.1	131.5	27.7	271.5	59.8
其中：中免三亚	105.0	26.8	98.6	23.7	203.6	50.5
海免	35.0	5.4	32.9	3.9	67.9	9.3
日上直邮	35.0	4.0	35	3.9	70.0	7.9
上海机场		-0.5		-0.7		-1.2
首都机场		-1.6		-0.3		-1.9
白云机场	6.3	-0.7	7.2	-0.7	13.5	-1.4
其他		-4.8		-4.0		-8.8
合计	181.3	28.5	173.7	25.9	355.0	54.4

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：表中所示北上广机场归母净利润数据仅含我们测算的免税租金对利润的影响。

03

投资建议

中国中免

三大航

吉祥航空、春秋航空

上海机场、白云机场

广深疫情形势缓解，国内疫苗接种持续推进，国内出行市场需求预期将持续恢复，海南离岛免税市场政策红利将持续释放。截至2021年7月5日，我国累计报告接种新冠病毒疫苗13.18亿剂次；2021年7月6日，我国新增本土病例15例（均在云南边境瑞丽），考虑过往局部疫情影响（尤其是瑞丽当地疫情），我们认为此次瑞丽疫情对国内市场需求上行趋势基本无碍；随着7月暑期开启，我们认为，国内旅游出行市场需求将明显上升，离岛免税市场销售额亦将持续高增。

推荐中国中免：

- 1) 在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大，2021年离岛免税销售额目标为600亿元，预期下半年销售额将持续高增。凭借明显的领先优势，中免业绩有望快速增长。
- 2) H股IPO融资有望为布局海外、拓展新店、巩固国内免税地位提供资金支持，公司有望稳固在全球旅游零售市场的领导地位。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。
- 3) **Q3-4公司有望迎来两大催化**，①基于中免与上海机场签署的免税补充协议，我们认为中免与首都机场的免税租金计算方式亦有望变更，2020年高额保底租金或于今年冲回；②美兰机场二期免税店将于年内与机场二期投产同步运营，新增免税面积1万平，公司在海南的销售规模将明显增长，缓和市场份额被持续挤压的趋势。
- 4) 我们预计中免2021-2023年归母净利润分别为120.7、155.8、190.6亿元，不考虑发行H股摊薄影响下，EPS分别为6.18、7.98、9.76元/股，给予22年45倍，对应目标市值为7011亿元，折现到21年，对应目标股价为332.54元/股，**维持“买入”评级。**

推荐三大航（国航、南航、东航）：

行业需求恢复阶段，三大航将显现较大盈利弹性。3-5月，三大航国内航线RPK超过19年同期，客座率降幅持续收窄，结合市场需求端高增速、票价表现以及油价表现来看，我们认为公司4-5月有望扭亏，考虑6月局部疫情影响，Q2有望大幅减亏。7月起广深疫情对出行需求的压制已基本减退，在暑运旺季加持下，行业需求有望持续恢复，若后续国内疫情形势稳定，我们认为三大航全年业绩有望超预期。

建议关注吉祥航空、春秋航空：

中短期业绩受疫情影响较小，长期成长性高。民营航司经营管理较为灵活，疫情期间逆势扩张趋势明显；国内市场需求已恢复至疫情前，由于公司国内运力占比较大，率先恢复盈利，此阶段业绩相对大航而言更为稳健。长期来看，公司将显现较高成长性。

建议关注上海机场、白云机场：

估值见底，可左侧布局。2021年6月，上海机场发布重大资产重组预案，拟向控股股东发行股份购买虹桥机场、物流公司、浦东第四跑道资产，发行价格为44.09元/股，公司7月8日收盘价为46.00元/股；2020H2，白云机场发行32亿元定增，发行价格为10.90元/股，公司7月8日收盘价为10.72元/股。随着行业需求持续回暖，我们认为公司有望迎来盈利、估值双重修复。

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>