

航空机场

航空机场点评

超配

(调高评级)

2021年10月07日

新冠特效药现突破，航空机场预期拐点出现

证券分析师：姜明

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

zengfanzhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030003

事项：

10月1日，默沙东宣布其在研的口服抗新冠病毒药物 molnupiravir (MK-4482, EIDD-2801) 在 III 期 MOVE-OUT 研究的中期分析中取得积极结果，非住院的高风险轻症 COVID-19 患者的住院或死亡风险降低了 50%。受新冠特效药信息刺激，假期港股及美股航空均有所走强。

评论：

■ 新冠疫苗研制成功后国内外航空股均阶段性走强

类似于本次新冠特效药的积极结果，2020年11月9日晚，辉瑞宣布疫苗宣布有效率超过90%之时，全球航空股价全面反弹。美国四大航空公司股价自2020年11月9日起至2021年4月初高点累计上涨超60%，其中美国航空涨幅达110%，国内航司期间虽因就地过年政策股价有所反复，但自2020年10月10日起至2021年4月中旬平均累计上涨幅度仍达到27%。

表 1：美国航空股疫苗在辉瑞宣布疫苗高有效率后的走势

	2020/11/9 (前收)	2021/4/6 (收盘)	区间涨幅
达美航空	31.42	51.65	64.4%
西南航空	40.01	64.10	60.2%
美国航空	11.46	24.06	109.9%
联合航空	34.68	59.48	71.5%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 国内航空股在辉瑞宣布疫苗高效率后的走势

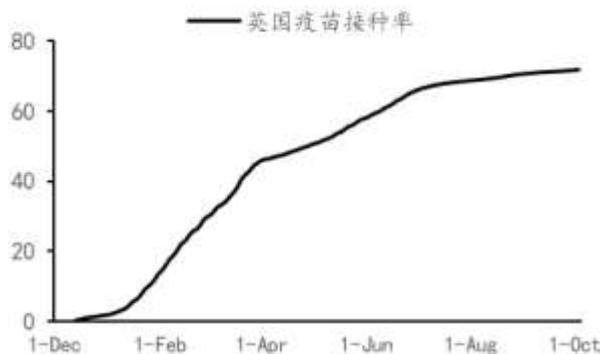
	2020/11/10	2021/4/19	区间涨幅
中国国航	7.20	9.33	29.6%
南方航空	5.89	7	18.8%
中国东航	4.78	5.78	20.9%
春秋航空	45.92	62.3	35.7%
吉祥航空	11.53	15.25	32.3%
华夏航空	13.17	16.09	22.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 目前疫苗防重症强于防感染, 特效药如确认有效有望逐步终结疫情大流行

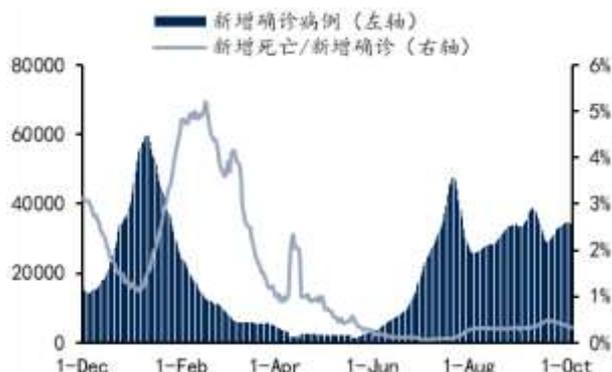
在疫苗广泛推进接种后, 德尔塔变种仍持续肆虐, 全球每日新增确诊病例至今仍维持在 40 万人次上下。针对变种病毒, 疫苗防重症及死亡的效果远强于防感染。目前英国、美国新增确诊人数仍保持在高位, 但死亡率相比高峰期显著下降。如特效药确认有效并逐步投入应用, 与疫苗形成组合拳, 全球范围内的病毒大流行有望被逐步终结, 而疫苗有效性较高、医疗条件更优的欧美发达国家有望率先接近于全面开放。

图 1: 英国疫苗接种率



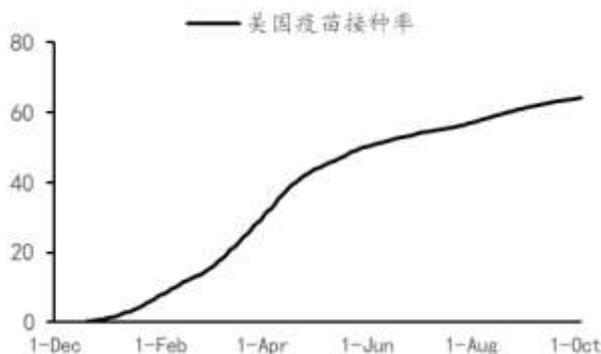
资料来源: covid.ourworldindata.org, 国信证券经济研究所整理
该数据为每百人中至少接种一针的人数

图 2: 英国新冠疫情死亡率



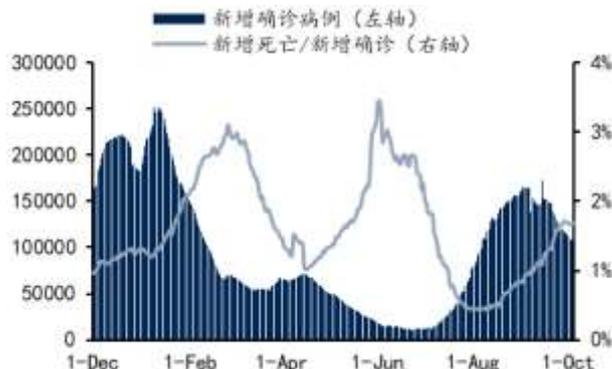
资料来源: covid.ourworldindata.org, 国信证券经济研究所整理
该数据为七日平滑数据

图 3: 美国疫苗接种率



资料来源: covid.ourworldindata.org, 国信证券经济研究所整理
该数据为每百人中至少接种一针的人数

图 4: 美国新冠疫情死亡率

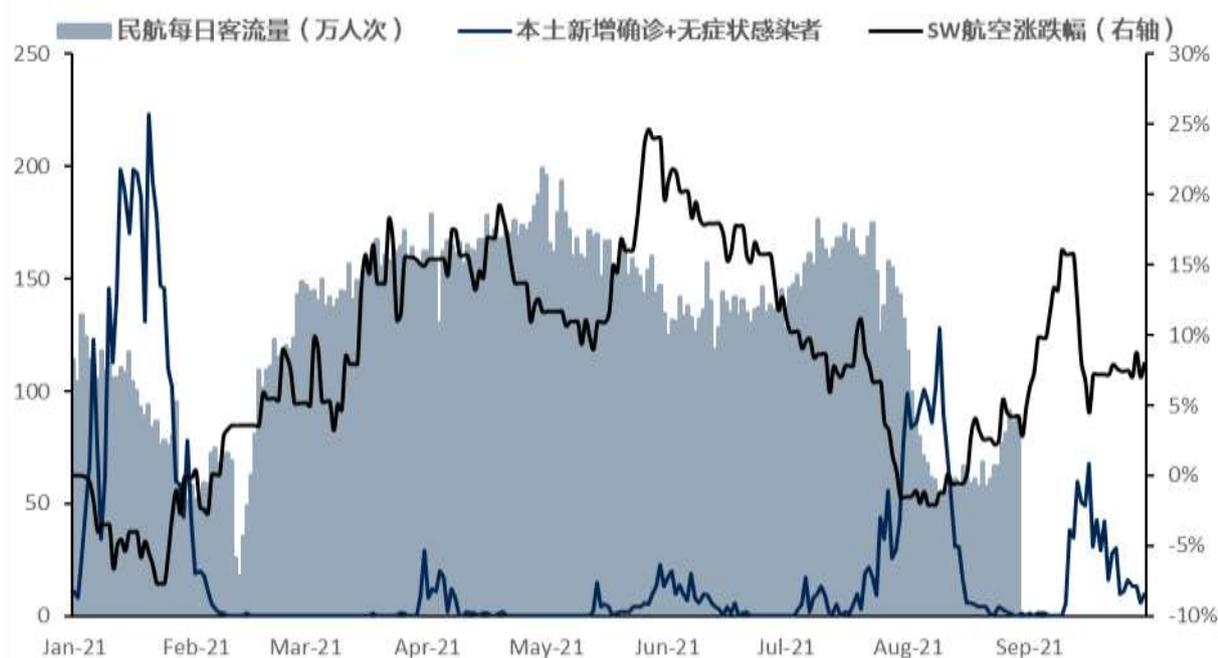


资料来源: covid.ourworldindata.org, 国信证券经济研究所整理
该数据为七日平滑数据

■ 国内防疫政策仍未改变, 需求复苏难以验证, 股价底部震荡

不同于海外的疫情粗放式管理，国内防疫政策目前仍以清零为目的，而这也导致了在全民免疫尚未形成之时，每当局地疫情反复，各地防疫政策从结果上看均冻结了居民出行。我们在中期策略报告中提出，2021年国门关闭，海外运力回流至国内市场确实会带来一定的供给压力，但由于各航司谨慎的机队引进，以及过去选择海外出行的人群对应的需求同样回流，叠加国内市场需求自然增长，全年来看供需虽难以完全匹配，但供需敞口已经显著收窄。一般而言，我国民航每年有两个验证供需的时间窗口，即每年的两大旺季——春运及暑运，但2021年春运就地过年及暑运南京疫情导致了我国民航历史上最淡春运和最淡暑运的出现，供需趋于均衡的结论在旺季难以得到验证，全年航空股股价跟随疫情趋势上下波动。

图 5：2021 年航空股走势与疫情波动高度相关

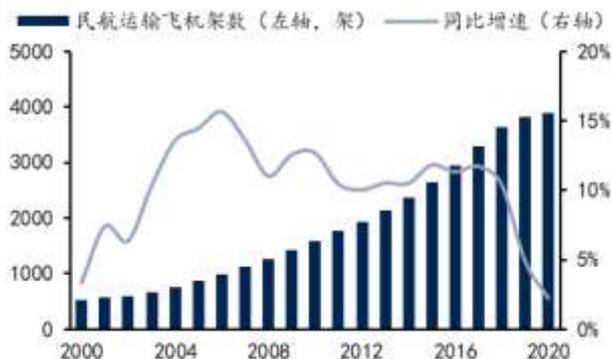


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 理论供需差已经出现，重点观察国内疫情防控何时放松

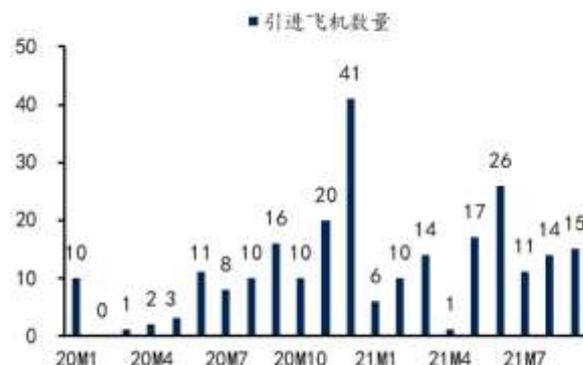
在国内严格的防疫政策下，疫情零散发生导致民航景气度仍低于 2019 年同期，进而使各航司全面收紧运力引进。2019 年因 B737MAX 停飞及暂停引进，全年民航运输飞机数量仅增长 4.9%，2020 年因新冠疫情冲击飞机增量再度保持在 2.2% 的低位。2021 年前三季度我国各航司引进客机共 114 架，1-8 月六大上市干线航司合计退出飞机 19 架，粗略估算目前民航机队规模相比年初仅增长约 2.4%，供给增速仍远低于疫情前约 10% 的中枢。此外，从机队结构上看，目前各航司新增机队明显提升窄体机占比以适应国内市场格局。由此可见，远低于疫情前增速中枢的机队引进不断压低理论供给增长，依靠国内市场的供给边际收紧和需求回升，即便国门不开放，如无明显疫情扰动，2022 年的民航理论景气度应明显高于 2021 年，运价中枢有望明显上移。

图 6: 民航运输飞机数量及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 民航客机引进数量



资料来源: 民航休闲网站, 国信证券经济研究所整理

截至 2021 年 10 月 5 日, 我国疫苗接种量已经达到 22.15 亿剂次, 群体免疫的目标有望逐步实现。根据钟南山院士的观点, 中国实现完全开放的前提之一是 80% 甚至 85% 的人群完全接种疫苗, 相信至年底这个目标有望实现。我们前期判断航空行业性的大机会来自于国门放开, 但当前国内防疫政策对居民出行仍不友好, 而在基本完成群体免疫目标后, 完全放松国内防疫政策与放开国门所需的条件或是近乎等同的, 因此当前预期的拐点也许已经出现, 但基本面的拐点仍需等待国内疫情防控政策松动。

■ 如国门预期开放, 机场行业同样有望充分受益

机场航空主业的收费规则决定了国内线的复苏不足以拉动枢纽机场的业绩全面修复, 而一旦国门预期开放, 不论是航空主业还是非航尤其是免税业务收入均有望显著恢复。

机场免税业务的阶段性议价能力的下降更主要是来自于不可抗力下, 短期国际客流断崖式下滑时的权益之举, 长期来看, 机场是国际客流的核心集散地, 流量垄断地位无可比拟, 而海南离岛免税的蓬勃发展有望壮大一批免税运营商, 未来机场免税再度启动招标之时, 如当前运营方提供的租金水平过低, 则机场方拥有选择权。国际惯例来看, 成熟市场市场化谈判中机场作为地主方均具备较高的收费能力。疫情消退国门重启时, 机场议价能力有望全面提升, 持续提升收入利润预期。

■ 投资建议: 预期拐点已现, 积极配置航空机场

当前民航业仍处于周期底部。即便国门不放开, 考虑到供给的持续收紧和需求的不断增长, 我们预计 2022 年我国民航的理论景气度也应高于 2021 年, 而如乐观假设新冠特效药能够实现迅速生产应用, 中国国门有序开放, 进而消化宽体机运力, 民航具备明显的向上弹性。国门关闭时, 大航受制于宽体机运力消化压力, 表现或弱于民营航司, 但一旦宽体机运力被充分消化, 大航业绩具备更大的向上弹性。推荐三大航, 春秋、吉祥。机场板块, 国门预期开放全面利好枢纽机场业绩回归, 推荐上海机场、白云机场。

■ 风险提示

宏观经济下滑, 油价大幅上涨, 疫情反复, 国内出行政策持续紧张

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	7.44	-1.05	-0.20	0.89	-7.1	-37.2	8.4	1.5
600029	南方航空	买入	5.78	-0.71	0.01	0.62	-8.1	578.0	9.3	1.3
600115	东方航空	买入	4.71	-0.72	-0.08	0.49	-6.5	-58.9	9.6	1.6
601021	春秋航空	买入	54.58	-0.64	1.55	2.90	-85.3	35.2	18.8	3.7
603885	吉祥航空	买入	15.06	-0.24	0.41	0.97	-62.8	36.7	15.5	2.8
600004	白云机场	买入	10.74	-0.66	0.22	1.12	-67.0	201.1	39.5	3.0
600009	上海机场	买入	44.25	-0.11	0.08	0.69	-101.6	134.3	15.6	1.4

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《航空专题研究：盘点海航航空资产，重组影响深远》 ——2021-05-28
- 《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
- 《机场行业 2013 年 12 月数据月报》 ——2014-02-10
- 《机场行业 2014 年投资策略：机场扩建再次来袭》 ——2013-12-17
- 《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

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