

# 在曲折中开启复苏之路

## ——2022年航空运输业投资策略

行业评级：看好

2021年12月2日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108040
证书编号	S1230520040003

## 一、核心观点

- **需求持续向好，供给收缩，下一轮大周期酝酿中。**我国国内出行需求已恢复，基于口罩+疫苗（根据国家卫健委，截至11月19日我国新冠疫苗人群覆盖率86.9%，完全接种率76.3%）+特效药（辉瑞三期数据显示能降低89%重症风险，国内特效药持续推进中）多重保障，我们认为明年国际航线有望出现明显复苏趋势。2022年起，我国民航出行需求侧有望爆发，伴随较为明确的供给收紧，我们认为行业有望进入上行通道，供需顺差带来的盈利改善有望驱动新一轮景气周期。

## 二、2022年展望

- **若奥密克戎的影响未远超德尔塔，我们预计明年我国出入境限制边际放松概率大，境外出行、旅游需求有望迅速反弹。**根据南华早报，12月起内地与香港有望试行限额免隔离通关；11月26日奥密克戎被WHO列为“需担忧病种”，截至12月2日尚未完全确定其传染能力和致死性，我们预计香港通关时间或略有推迟。若新冠疫苗对奥密克戎并非完全无效，我们认为我国出入境限制有望于2022年出现边际放松。在供需顺差预期叠加国际复苏预期下，航空板块业绩、估值有望修复，明年有望跑赢市场。

## 三、重点个股未来看点

- **三大航：**国际航班复苏曙光或现，恢复阶段公司将显现较大盈利弹性。
  - 1) 中国国航：享首都机场基地优质时刻增量资源，疫情下航线优化；在欧美优质国际航线中时刻优势明显。
  - 2) 南方航空：广州-北京双基地运营，未来优质时刻增量有望超预期。
  - 3) 中国东航：国内“黄金线”京沪线在北京两场运营，在国内需求爆发期将体现盈利韧性。
- **吉祥航空：**航空板块整体预期好转，核心市场占比逐渐提升，洲际航线开启新征程，中长期成长性高。
- **春秋航空：**航空板块整体预期好转，时刻资源结构性改善，短期业绩相对稳健，中长期成长性高。

## 四、催化剂

- 1) 疫情修复超预期；
- 2) 国际航线恢复节奏超预期；
- 3) 航空需求恢复超预期。

## 风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、出入境政策不及预期；
- 3、需求恢复不及预期；
- 4、油价大幅上涨；
- 5、汇率风险等。

# 目录

CONTENTS

## 01 航空股投资策略

- (1) 航空大周期本质为供需周期
- (2) 新一轮供需大周期或将来临
- (3) 国际复苏预期持续增强
- (4) 三大航股价高点往往对应约20倍PE

## 02 利润弹性测算

- (1) 票价 $\pm 1\%$
- (2) 油价 $\pm 1\%$
- (3) 汇率 $\pm 1\%$

## 03 重点个股

- (1) 三大航（国、南、东）
- (2) 吉祥航空
- (3) 春秋航空

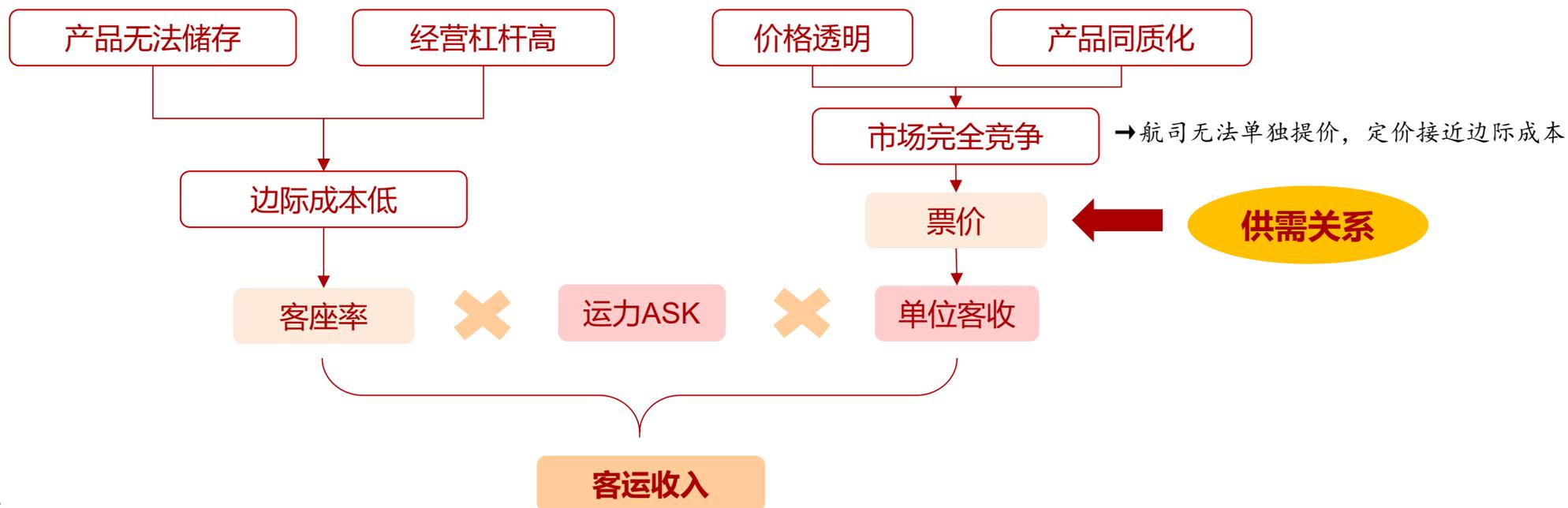
# 01

## 航空股 投资策略

需求持续向好，  
供给收缩，  
下一轮大周期酝酿中

# 1.1 完全竞争情况下，航空大周期为供需周期

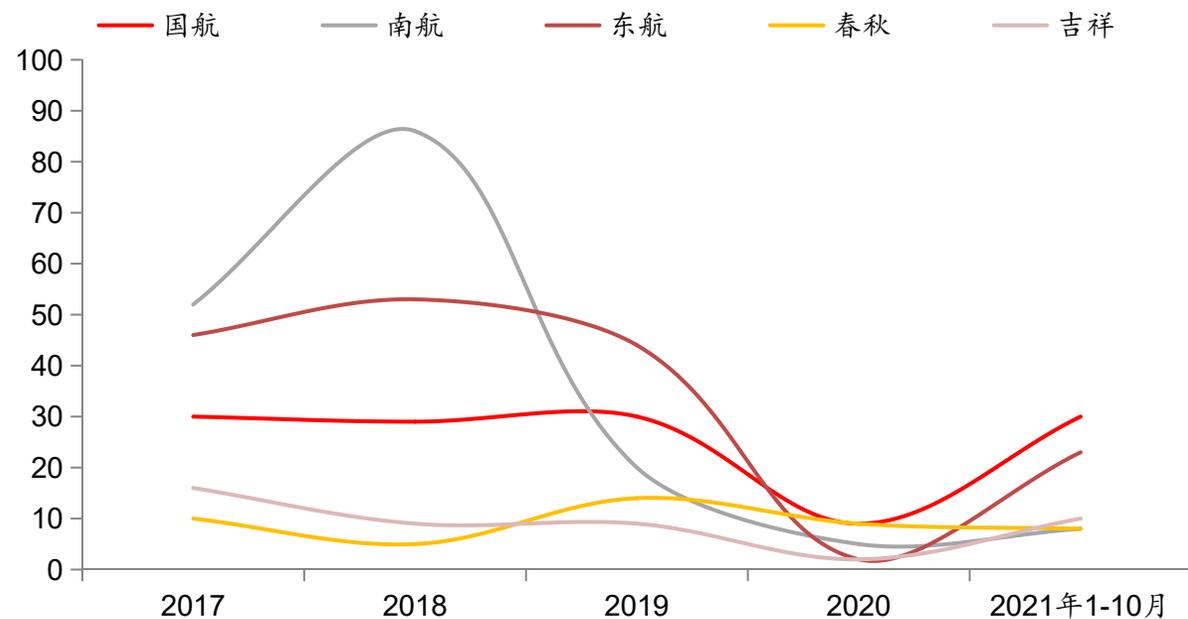
- 航空运输业处于完全竞争状态，主要基于航空运输服务具有以下显著特征：
  - 对于航司来说，①产品不可储存，航班起飞后空位价值直线下降为零；②经营杠杆较高，覆盖成本后的销售增量即为利润。
  - 对消费者来说，③产品同质化，在同类航司（全服务或者低成本）执飞的航班中，产品本身对于消费者而言差别基本可忽略，故票价是消费的关键决定因素；④价格透明，航司无法单独提价，故定价接近边际成本。
- 完全竞争下，供需关系决定航司客运收入。客运收入的主要影响因素为票价和客座率，考虑到完全竞争下机票市场定价接近边际成本，故供需关系是影响源头。
- 航空大周期本质为供需周期。当供小于求时，票价上涨，增量基本转化为利润，民航业进入上行周期；当供需差扩大时，票价或大幅下滑，行业利润将大幅下降。



## 1.2 供给端迎产能、资金强约束，疫情以来增速放缓明显

- 疫情爆发后航司主动推迟机队引进计划，全民航客机增速大幅减缓。** 1) 2015-2018年：我国全民航客机数量从2650架增加至3818架，CAGR接近11.2%； 2) 2019年：3月波音737max停航，当年我国民航客机量增速为4.9%。 3) 2020-2022年受疫情影响：2017-2019年，国航、南航、东航、春秋、吉祥机队规模年均复合增速分别为5.8%、10.8%、11.6%、18.7%、21.5%；2020-2021年（截至2021.10），国航、南航、东航、春秋、吉祥机队规模增速分别为5.6%、1.5%、3.5%、18.3%、12.5%。
- 疫情下航司受疫情影响亏损严重，虽进行了部分融资活动，但现金流一定程度上受约束，资本开支大幅下降，料引进节奏短期难以恢复至疫情前。** 20Q1-21Q3，国航、南航、东航分别累计亏损247、170、200亿元，2019年归母净利润分别约为64、27、32亿元）。根据航司披露的最新机队引进计划，2023年国航、东航机队规模预计出现负增长。

图：2017-2021年上市航司机队净增数量（架）



表：21-23年上市航司机队引进计划（架）

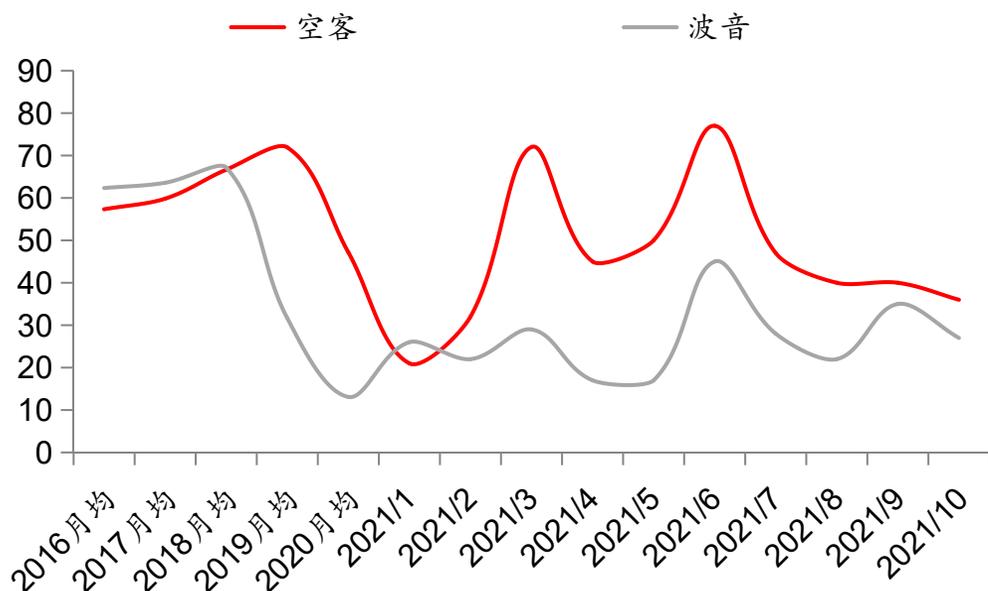
航司	2021E	2022E	2023E	19-23年CAGR
国航	引进55, 退出8 净增47	引进34, 退出22 净增12	引进14, 退出17 净增-3	2.0%
南航	引进64, 退出12 净增52	引进65, 退出0 净增65	引进57, 退出0 净增57	4.9%
东航	引进26, 退出7 净增19	引进49, 退出9 净增40	引进14, 退出16 净增-2	1.8%
春秋	引进11, 退出1 净增10	引进14, 退出9 净增5	引进16, 退出4 净增12	10.2%
吉祥	引进20, 退出3 净增17	引进11	引进12	9.5%

注：数据仅包含客机，不含货机/公务机；表中数据来源于2020年报或2021年中报（取最新计划）。

# 1.2 供给端迎产能、资金强约束，疫情以来增速放缓明显

- 疫情影响产能，上游飞机制造厂商交付能力恢复至疫情前尚需时日。**
  - 2020年，全年全球飞机交付量为826架，较2019年的降幅超过40%，其中空客、波音分别交付566、157架，同比分别-34%、-59%。
  - 空客交付能力基本恢复，2021年7月交付77架，超过疫情前水平。
  - 波音疫情期间预计裁员3万人，产能短期难以恢复至疫情前：
    - 根据中国基金报报道，波音预计到2021年底裁员约3万人，全球员工数量较2020年初的16万人将下降约19%；
    - 主力机型产能尚有待恢复：根据波音官网数据，截至2021年10月，未交付订单5038架，其中737机型、787机型分别占比超80%、10%，根据波音向媒体透露的生产计划来看，我们认为短期产能难以恢复到2019年初。
- 海外率先放开国门，需求率先反弹，我们认为国内航司的订单交付顺序或有所延后。**

图：波音、空客月交付订单数量（架）



表：波音产能恢复情况

时间	737max产能实际情况/计划 (架/月)	787产能实际情况/计划 (架/月)	来源
2019年初 (停飞前)	52	2018年月均交付量约为12	华尔街见闻
2019年4月 (停飞后)	42	2019年月均交付量约为13	华尔街见闻
2020年中	-	10	航空周刊
2020年12月	-	6	民航资源网
2021年中	19	5	路透社
2021年10月	19	5	联合早报网
2022年3月	31	-	联合早报网
2022年秋季	42	-	路透社

# 1.2 供给端迎产能、资金强约束，疫情以来增速放缓明显

□ 我国批准737max复飞，但由于数量有限，我们认为依然无法明显缓解供给侧压力。

1) 12月2日，737max取得中国适航令。根据民航资源网，12月2日，民航局就737max发出适航指令，意味着其在中国复飞已不存在法律障碍，一旦航司按照步骤完成升级和飞行员培训后，即可复飞737max。

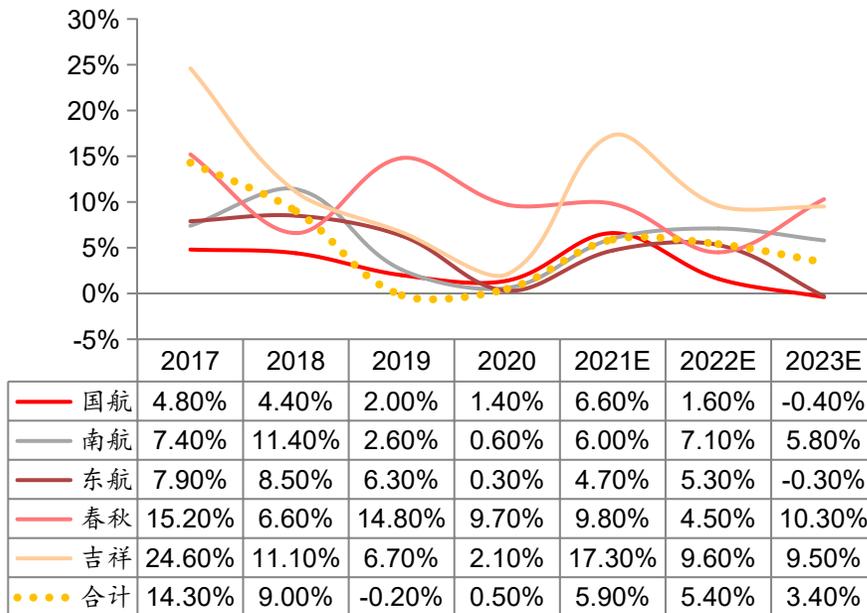
2) 当前我国航司共涉及213架737max（已交付97架、未交付订单116架）。2019年3月-2021年11月，我国13家航司共计停飞97架737max（占2020年末我国民航客机数的2.5%）；根据Planespotter统计，在波音主力机型737max的订单中，截至2021年10月，待交付406架，其中中国116架，占比38%。

3) 按照上市航司财报中披露的机队引进计划，我们计算得，21-23年737max仅影响上市航司机队增速的1.2、0.4、0.3pct。

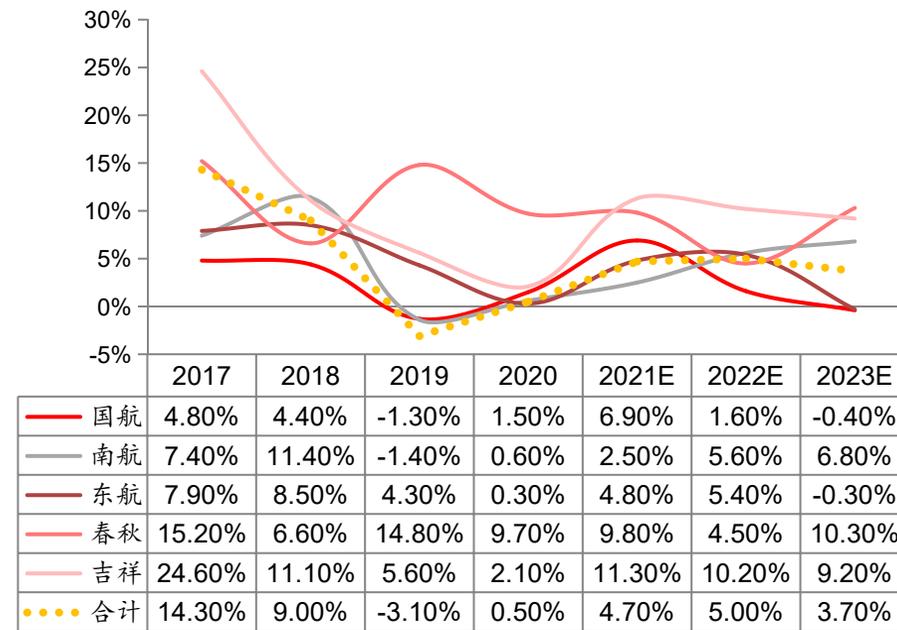
表：我国航司737max情况（架）

	已引进	未交付订单
国航	23	29
南航	34	43
东航	14	13
海航	11	3
春秋	0	0
吉祥	1	3
其它	14	25
<b>合计</b>	<b>97</b>	<b>116</b>

图：上市航司飞机数增速



图：上市航司飞机数增速（剔除737max）



## 1.3 核心航线票价放开3年，提价较为充分

- 2017年国家发改委、民航局联合发布文件进一步推进民航国内旅客运价市场化改革：**
  - 5家及以上航司参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航司依法自主制定；
  - 每家航司每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%（不足10条航线的最多可以调整10条）；
  - 每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%；
  - 我国市场化航线数量达到1030条，囊括北上广深互飞等核心航线。
- 我们认为过去3年核心航线整体提价较为充分，且需求上行周期仍有可观上涨空间。**根据携程数据，我们跟踪了头十条核心航线（2018年客流量前10名）2017-21年全价票价涨幅，其中，一线互飞航线涨幅约为45%；客流量前五名的一、二线互飞航线涨幅为31%-45%。

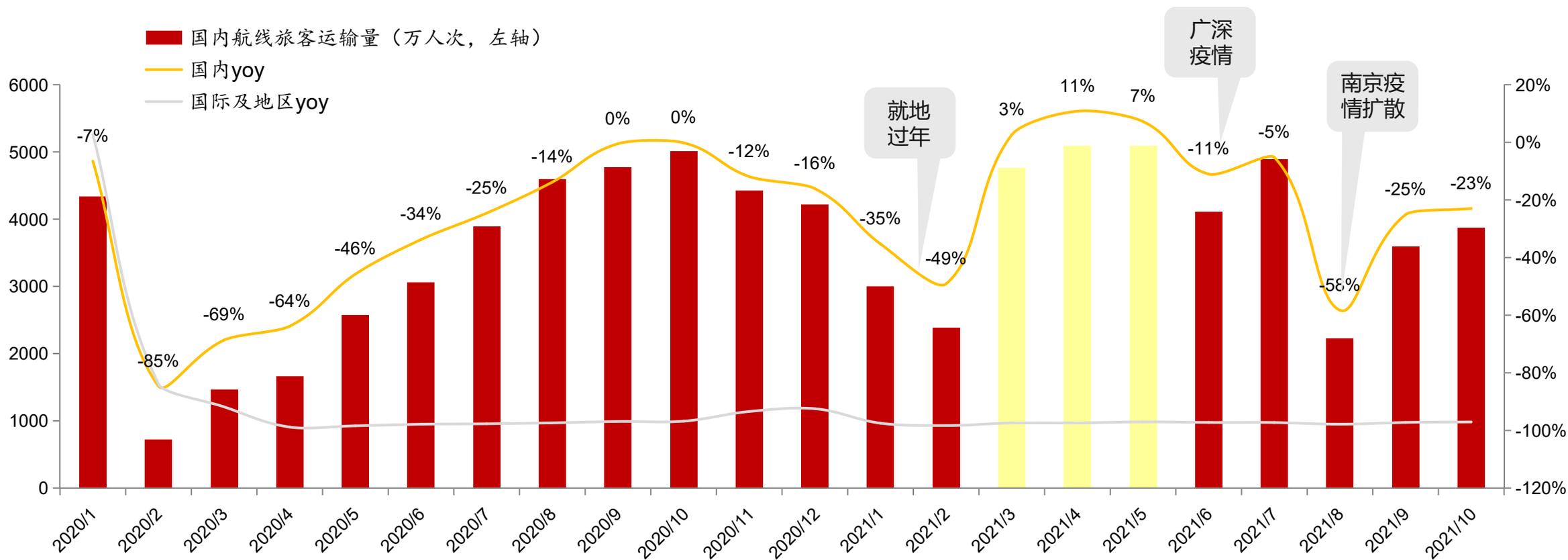
表：核心航线（2018年客流量前10名）3年来提价较为充分

	航线	2018年客流量 (万人)	2017年票价 (元)	2021年票价 (元)	涨幅
一线互飞	北京-上海	821.7	1240	1790	44%
	北京-广州	522.9	1910	2790	46%
	北京-深圳	477.0	2080	3020	45%
	上海-广州	578.3	1350	1950	44%
	上海-深圳	576.0	1400	1850	45%
一、二线互飞	北京-成都	517.6	1690	1850	45%
	上海-成都	402.6	1760	2560	45%
	广州-成都	303.4	1430	1890	32%
	上海-重庆	327.3	1550	2050	32%
	广州-杭州	282.7	1180	1550	31%

# 1.4 需求侧复苏在即，爆发性出行或可期——国内航线

□ **我国国内需求已恢复。**国内航线来看，从下图中我们可以发现，在疫情影响较小的情况下，国内出行需求已基本恢复至疫情前；随着本土疫情平息，被压制的国内商旅需求将迅速反弹。

图：中国民航国内航线旅客运输量（2020.1-2021.10）



□ 如下表所示，海外国家逐步放宽入境隔离政策，门槛往往定在完全接种新冠疫苗、来自低风险国家/地区等方面。

表：海外主要国家最新入境政策（截至2021.11.25）

国家	最新出入境政策
美国	11月8日起，对已完成美国政府批准的疫苗接种(全剂量接种至少14天)的33个国家地区旅客，凭疫苗接种凭证和登机前3天内核酸检测阴性证明登机，入境无需隔离；未完全接种疫苗的美国旅客(含美国公民、美合法永久居民或持移民签证赴美的旅客)及少数符合疫苗接种豁免条件的外国旅客可凭登机前1天内核酸检测阴性证明登机，入境无需隔离，但需在到达3-5天内接受病毒检测并自我检疫隔离7天整(持过去90天内COVID-19康复证明的除外)。
英国	非红色名单国家地区旅客已完成英国政府批准疫苗(阿斯利康、辉瑞、强生、莫德那)后，可用更便宜的横向流动检测代替入境后第2天的PCR检测，且免除入境后的自我隔离和入境前72小时核酸检测；未完全接种疫苗者，入境仍需自我隔离10天并在第二天和第八天进行检测。
韩国	11月1日起，缩短海外入境人员隔离时间，由14天缩短至10天，隔离期第9天进行PCR检查，结果通过即可解除隔离。 11月底放宽外籍劳动者入境限制，取消入境限额，允许有就业许可的16个国籍的劳动者入境(缅甸、菲律宾、巴基斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦5国劳工需完成全程接种满14天，其余11国劳工只需核酸检测阴性)。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> <li>来自VTL计划国家的旅客入境无需隔离，包括德国、文莱、加拿大、法国、意大利、荷兰、西班牙、英国、美国、澳大利亚、瑞士、韩国、芬兰、瑞典、马来西亚。</li> <li>对入境者实行风险分级管理，第一级别国家和地区(中国大陆、香港、台湾、澳门)的旅客只需接受PCR检测；第二级别国家和地区旅客须持抗原快速检测或出发前48小时PCR检测阴性，入境后居家隔离7天；第三级别的旅客须持抗原快速检测或出发前48小时PCR检测阴性，入境后居家隔离10天；第四级别的旅客须持出发前48小时PCR检测阴性，入境后于指定地点隔离10天。</li> </ul>
泰国	<ul style="list-style-type: none"> <li>自11月1日起，来自泰国外交部规定的63个国家及地区的旅客，若满足入境相关条例(旅行前14天完成全剂疫苗接种、到达之日通过检测等)，可免除隔离；</li> <li>对于63个国家与地区以外的游客，若符合“旅行前14天完成全剂疫苗接种、沙盒区域内7天的酒店预订、持72小时内新冠病毒荧光定量检测结果、到达之日与抵泰第六或七天均通过病毒检测，入境泰国17个旅游沙盒试点项目无须隔离；</li> </ul>
澳大利亚	11月1日起，入境新南威尔士州、维多利亚州的完全接种TGA认可疫苗接种者无需隔离；未完全接种的国际旅客需隔离14天，且旅客人数有上限。完全接种疫苗的人可在维州和首都领地之间旅行，首都领地居民可以访问悉尼和新州其他地区，返回时无需隔离。
加拿大	已完成加拿大政府批准的疫苗接种(完全接种至少14天)旅客，入境前持72小时内获得的COVID-19分子检测结果，入境后无需隔离；未接种指定疫苗入境者抵达后需居家隔离14天，并于到达之日和隔离第8日进行核算检测。
马来西亚	11月1日起，缩减外国旅客入境的隔离时间，完成疫苗接种的旅客隔离时间缩减至7天，未接种或未完成接种的旅客须隔离10天。
印度	来自99个国家的游客若完成全部两剂新冠疫苗接种，则抵印后无须强制隔离检疫。

- **全球迅速推进新冠口服特效药研发，有望降低重症风险。**根据环球网11月18日报道，当前临床在研的抗新冠药物约381个（不完全统计），其中上市申请4个，临床三期、二期、一期分别为108、180、75个。
- **辉瑞特效药对奥密克戎或仍有效。**根据美国CNBC电视台，辉瑞首席执行官表示：“面对冠状病毒的变异（比如奥密克戎），Paxlovid可能仍然有效，因为该药物的设计考虑了大多数病毒突变都出现在尖峰的情况”。

表：全球新冠口服特效药进展（截至2021年12月2日）

区域	研发公司	特效药	进展
美国	辉瑞	Paxlovid	Paxlovid三期数据显示能降低89%重症风险。已向美国食品和药物监管局（FDA）申请口服药的紧急使用授权，FDA计划在11月30日开会讨论该申请。如获批，口服药可在几个月内上市。11月16日宣布已经和联合国支持的药品专利联盟（MPP）签署许可协议，授权95个国家仿制新冠口服药，将覆盖全球约53%的人口。
美国	默沙东	Molnupiravir	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 11月4日在英国获批上市，成为全球首个获批的新冠肺炎口服抗病毒药物。</li> <li>● 治疗轻度至中度新冠的更新临床数据显示：降低住院率或死亡率30%。</li> </ul>
中国	腾盛博药	BR11-196/BR11-198联合疗法	该中和抗体联合疗法3期临床试验呈现积极结果，针对重度疾病高风险的COVID-19门诊患者，其住院和死亡风险降低78%。10月向美国食药监局提交紧急使用授权申请，有望成为国内首个上市的新冠中和抗体药物。
中国	国药集团	新冠特异性免疫球蛋白	获中国药监局以及阿联酋临床研究批件，是全球第一个批准临床试验的特免产品。
中国	君实生物	JS026	已完成包括中国在内的国际多中心Ib/II期临床试验，该药与巴尼韦单抗联用组成的双抗疗法，已在美国、意大利等15个国家获批紧急使用。
中国	开拓药业	普克鲁胺	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 在包括美国等全球超过十个国家和地区开展住院新冠患者的III期全球多中心临床试验。</li> <li>● 普克鲁胺预防轻症转为重症的住院保护率，男女分别为92%和90%，ICU或死亡保护率均为100%；用药7天后病毒阳性转阴率为82%（安慰剂组为31%）；普克鲁胺在巴西的针对重症新冠患者的III期临床试验结果显示普克鲁胺将重症新冠患者死亡风险降低了78%，入组至康复出院中位时间缩短了5天。</li> </ul>
中国	先声药业	SIM0417	与上海药物所合作开发的小分子蛋白酶抑制剂SIM0417作用机制与辉瑞能降低死亡率89%的特效药Paxlovid相同。
中国	丹序生物	中和抗体DXP-604	正在开展国内II期临床试验，已与国药集团中国生物接洽，推进海外II/III期临床试验。北京市已批准DXP-604作为“同情用药”在北京地坛医院临床救治。

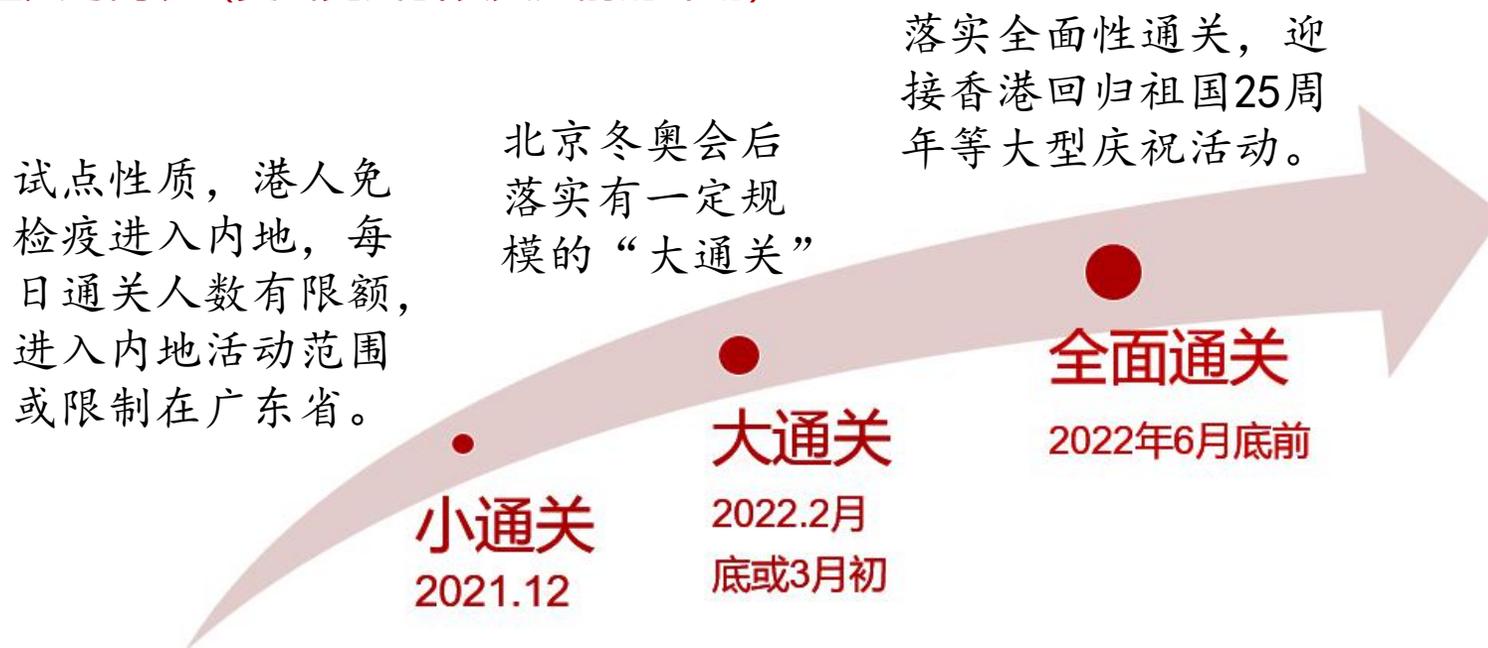
## 1.4 需求侧复苏在即，爆发性出行或可期——国际航线

□ 港澳率先实施通关，入境中国内地免隔离已现曙光，在口罩+疫苗+特效药多重保障下，2022年出入境限制边际放松预期增强。

1) 根据21世纪经济报道11月8日新闻，内地对港部门正致力协助香港尽快和内地落实免检疫通关，其中有三个主要时间节点，如下图所示。

2) 2020年7月中旬起，内地与澳门实施双向免隔离政策；根据南华早报，2021年9月中旬，“来港易”计划正式实行；12月初起，从香港入境大陆亦无需隔离，实施初期对单日入境人数进行限制。11月26日，南非新冠病毒变种奥密克戎被WHO列入“需担忧变种”，截至12月2日，其实际传染性、致死性尚无定论，我们预计在此影响下香港小通关时间点或被推迟，但若奥密克戎未引起全球新一轮爆发、无疫苗逃逸现象，我们认为通关节奏变动幅度可能不大。

图：内地-香港通关时间表（奥密克戎引发关注前的计划）



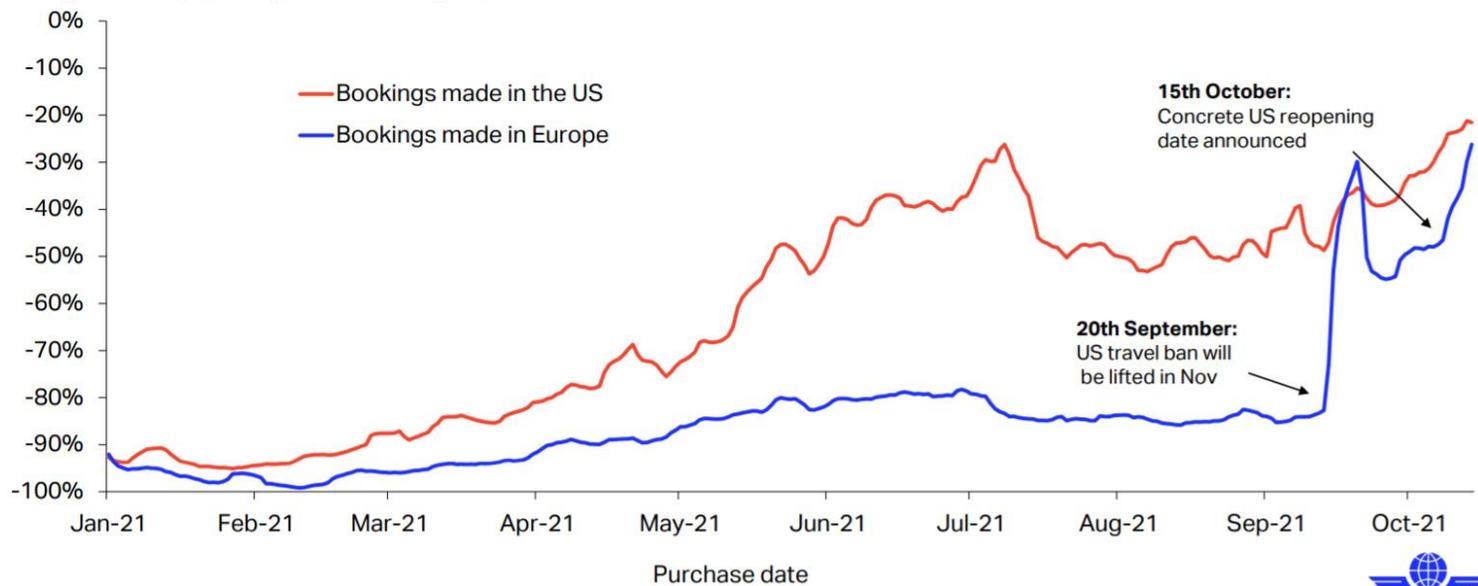
□ 海外率先互联，参考海外市场“打样”表现，我们预计，一旦我国出入境限制边际放松，国际客流有望迅速反弹。

1) 在全球主要国家中，美国相对较早开始放松出入境限制，其国际航线客流恢复亦相对较快，根据美国交通运输部数据，2021年7月美国国际航线旅客量已恢复至2019年同期的6成；相对而言，澳洲因出入境限制较紧，国际航线旅客量仍地位徘徊。

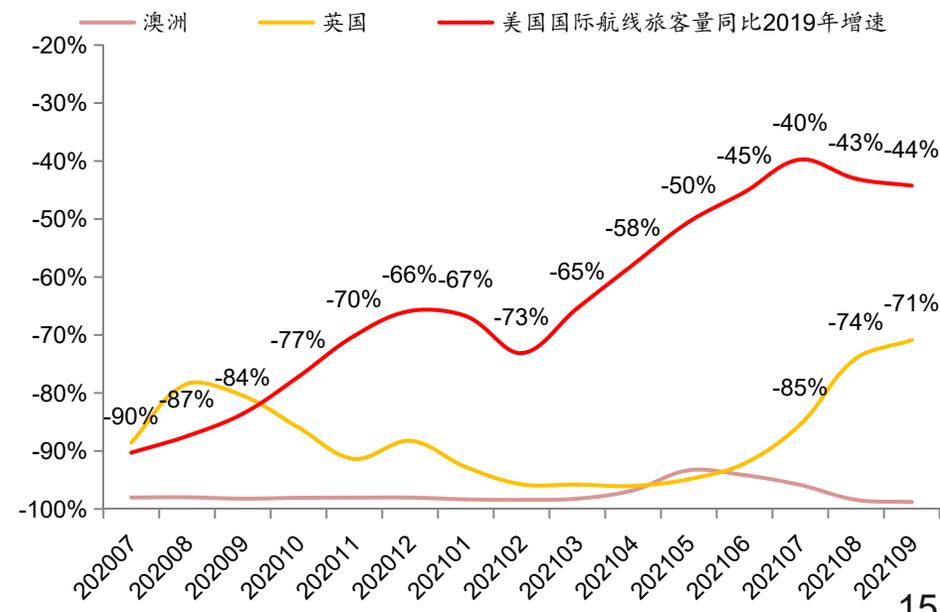
2) 欧美重新联通后，来往机票预定量激增。根据中国侨网报道，美国10月15日宣布，自11月8日起免除来自33个国家的完全疫苗接种者的隔离限制；美国拥有最多国际服务的三家航空公司均表示，拜登政府宣布结束国际旅行禁令后机票预定数据激增，其中，美国航空(American Airlines)数据显示，英美来往机票预订量增长66%，欧洲、巴西与美国之间的机票预订量分别增长了40%、74%。

图：欧美放松出入境限制后机票预定量激增 (2020.1-2021.10)

Bookings US-Europe, 7-day MA in % change vs 2019



图：美英澳国际航线旅客量同比 (2019) 增速

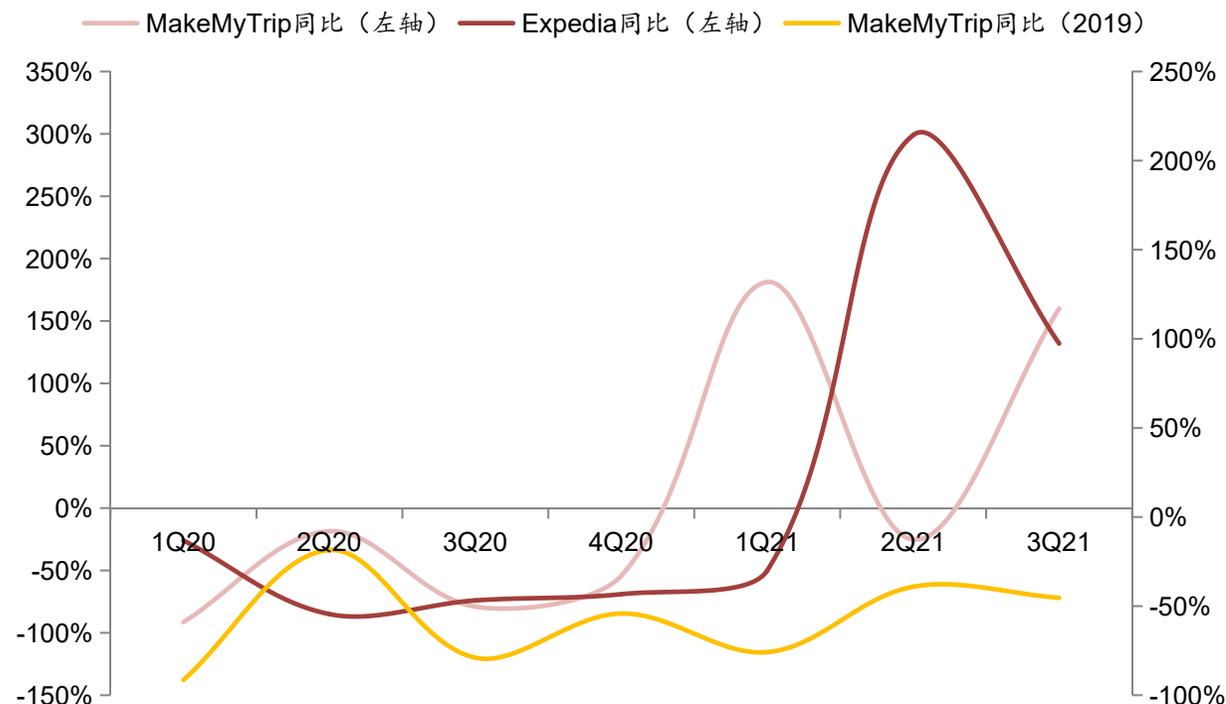


□ 海外逐步放开旅行禁令，出行需求持续反弹，OTA机酒预定量双双恢复。我们预计，一旦我国出入境限制边际放松，国际客流有望迅速反弹。

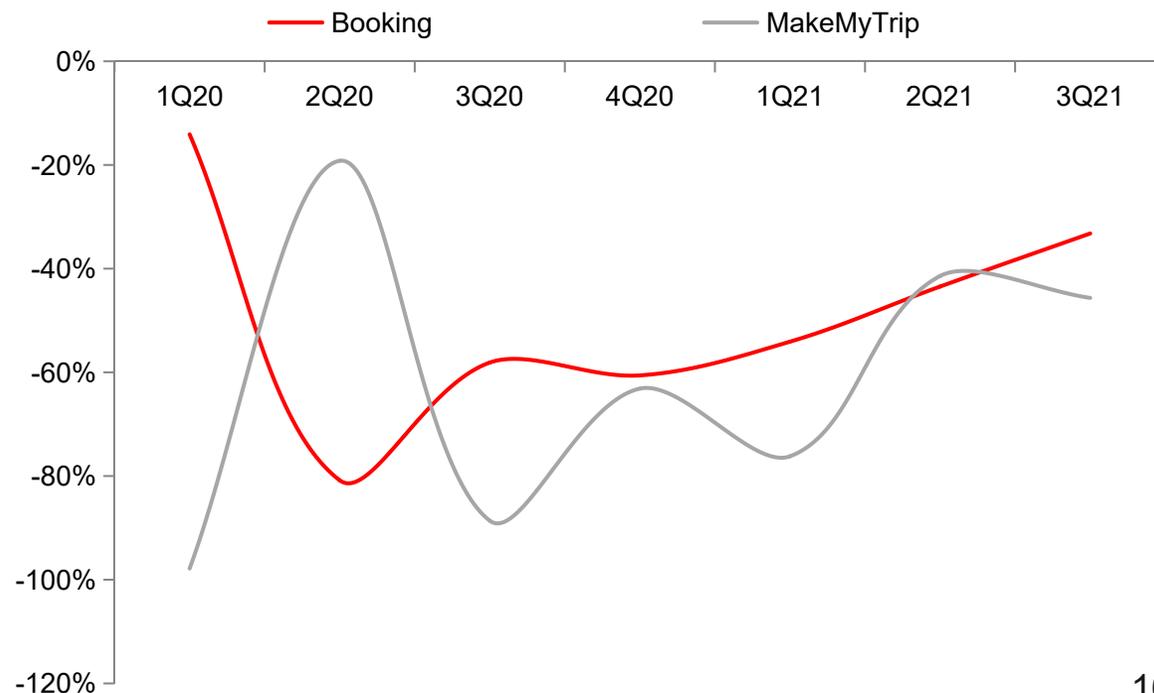
1) 机票预定量回升：根据海外OTA官网数据，2021年三季度MakeMyTrip机票售出量已恢复至2019年同期的55%。

2) 酒店预定量回升：根据海外OTA官网数据，2021年三季度Booking、MakeMyTrip网站上售出的酒店间夜数量已恢复至2019年同期的67%、54%，环比Q2分别+17%、37%。

图：海外OTA售出机票数同比增速



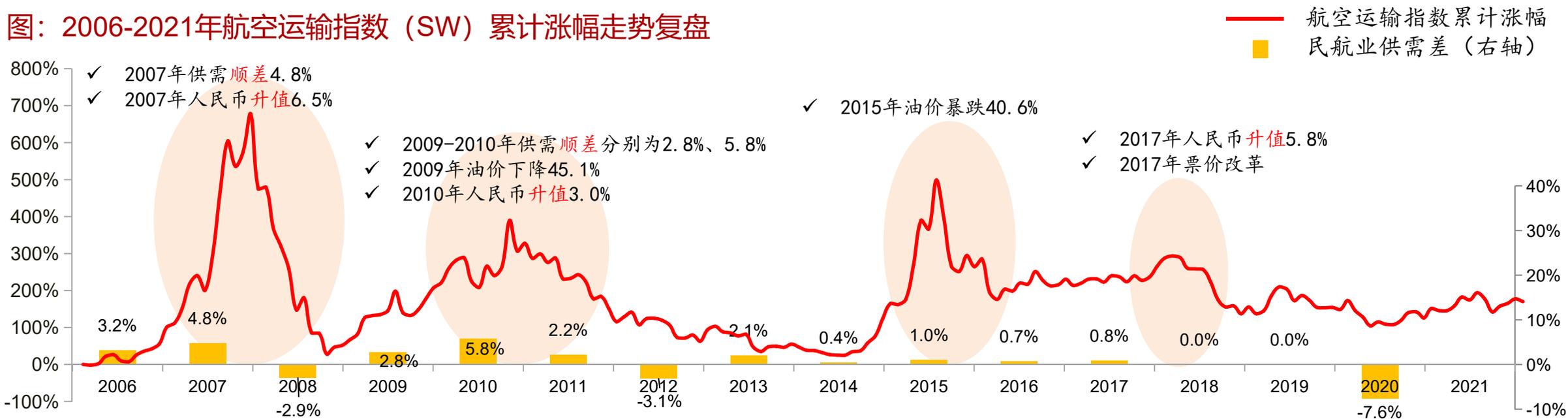
图：海外OTA预定房间夜数同比增速



# 1.5 供需缺口或出现，新一轮供需大周期或将来临

□ A股市场历次航空股大涨行情均从供需出现缺口开始，盈利驱动因素可归纳为供需顺差、油价暴跌、人民币升值三大主要因素。复盘2006.1-2021.11航空运输指数（SW）累计涨幅走势，我们发现，2007、2009-2010、2015、2017年航空股大涨行情均由上述三大因素之一或叠加影响。

图：2006-2021年航空运输指数（SW）累计涨幅走势复盘



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
航空指数当年涨幅	55%	401%	-81%	103%	39%	-49%	-10%	-25%	81%	45%	-19%	24%	-39%	15%	-10%
油价涨幅	20.3%	4.4%	47.1%	-45.1%	29.2%	39.0%	2.3%	-4.6%	-5.6%	-40.6%	-17.0%	25.3%	28.2%	-8.2%	-36.8%
CNY升值	3.2%	6.5%	6.4%	0.1%	3.0%	4.9%	0.2%	3.0%	-0.4%	-6.1%	-6.8%	5.8%	-5.0%	-1.6%	6.5%
驱动因素	油价上涨	供需、汇率	油价、供需	供需、油价	供需、汇率	油价	供需、油价	高铁四横四纵	油价	油价下降	-	票价改革	油价、汇率	-	-

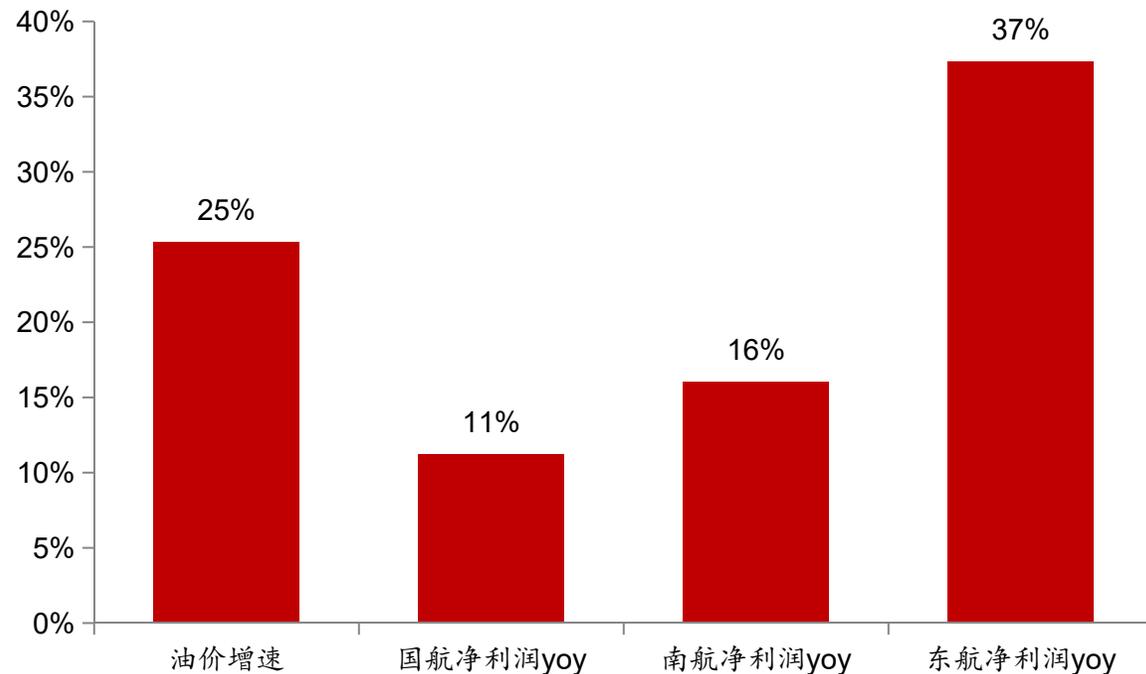
## 1.6 周期上行，油价上行压力可以通过票价提升传导

- 以史为鉴，上行周期航油涨价压力可通过提价实现转嫁。2017年，全球经济增长速度达3%，实现2011年以来的最快增长；根据IATA数据，全球航空客运需求同比增长7.6%，远高于过去十年5.5%的年均增长率；中国民航市场需求旺盛，旅客运输量同比增长13%。在需求上升的同时，当年航空煤油进口到岸完税平均价同比增长25%，但三大航净利润均达到历史峰值，国航、南航、东航净利润同比分别增长11%、16%、37%。

图：航空煤油进口到岸完税价格（元/吨）



图：上行周期航油涨价压力可通过提价传导（以2017年为例）



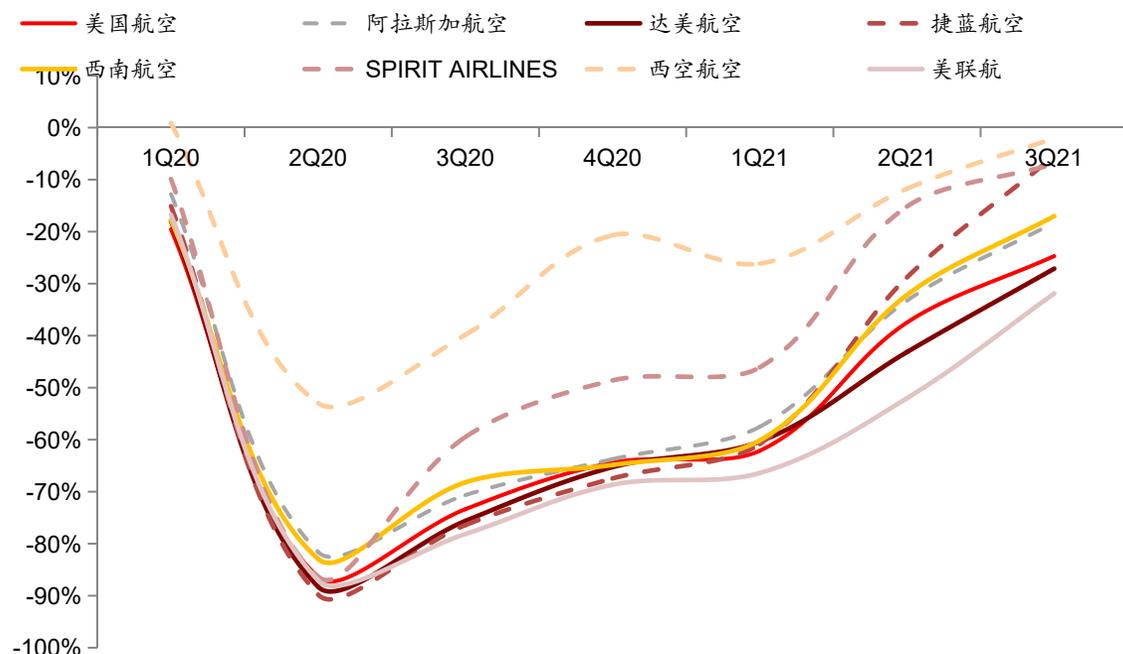
### □ 多家美国上市航司21Q2起单季度扭亏为盈。

1) 收入持续回升，国际航线占比大的航司业绩弹性显现：21Q3美国国际航线较多的三大航司美国航空、达美航空、美联航营业收入较19Q3分别-25%、-27%、-32%，环比分别+20%、+28%、+42%。

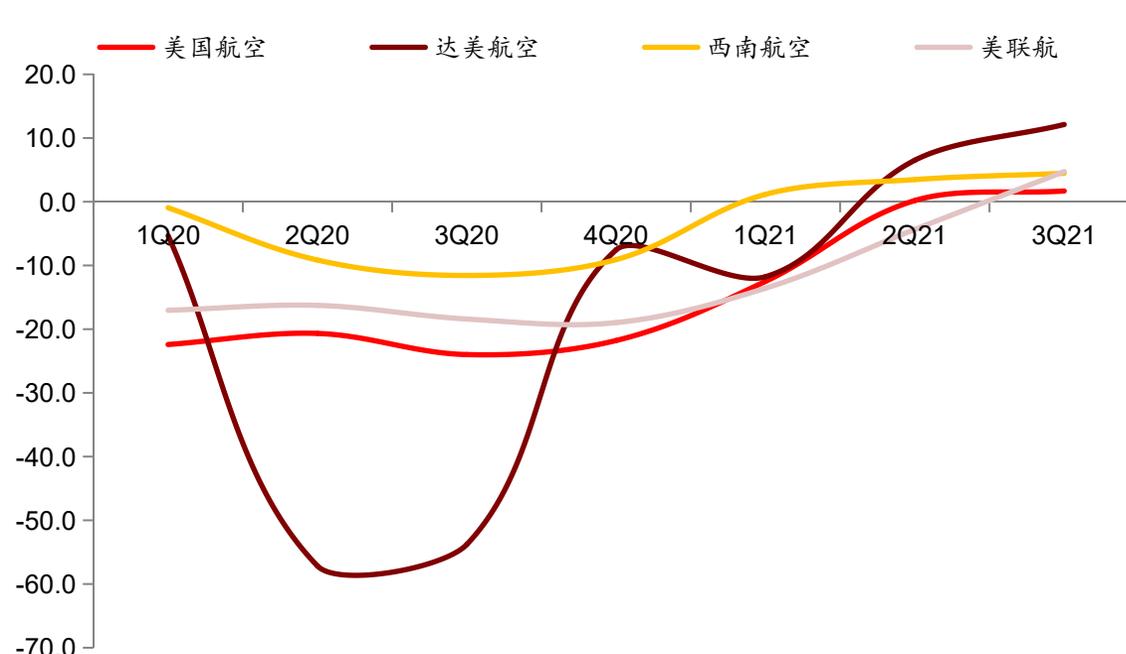
2) Q1起廉航率先扭亏，Q2-3美国多家航司归母净利润陆续回正：21Q1西南航空（廉航）率先扭亏，实现归母净利润1.2亿元；21Q2美国航空、达美航空扭亏，分别实现归母净利润0.2、6.5亿元；21Q3美联航扭亏为盈，实现归母净利润4.7亿元。

3) 21Q3达美航空、美联航、美国航空、西南航空归母净利润分别恢复至19Q3的81%、46%、40%、68%。

图：美国上市航司营业收入同比（2019）增速



图：美国上市航司归母净利润同比（2019）增速



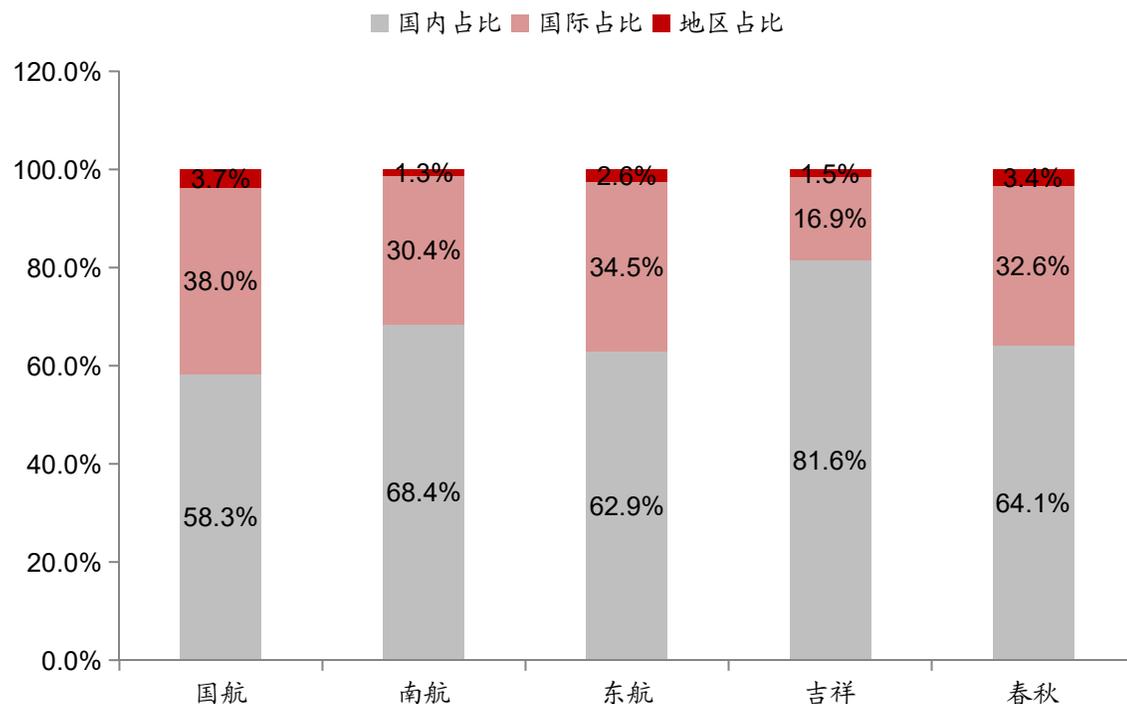
# 1.7 若国际客流复苏，航司将显现强业绩弹性

## □ 若国际航线复苏，航司强业绩弹性将显现。

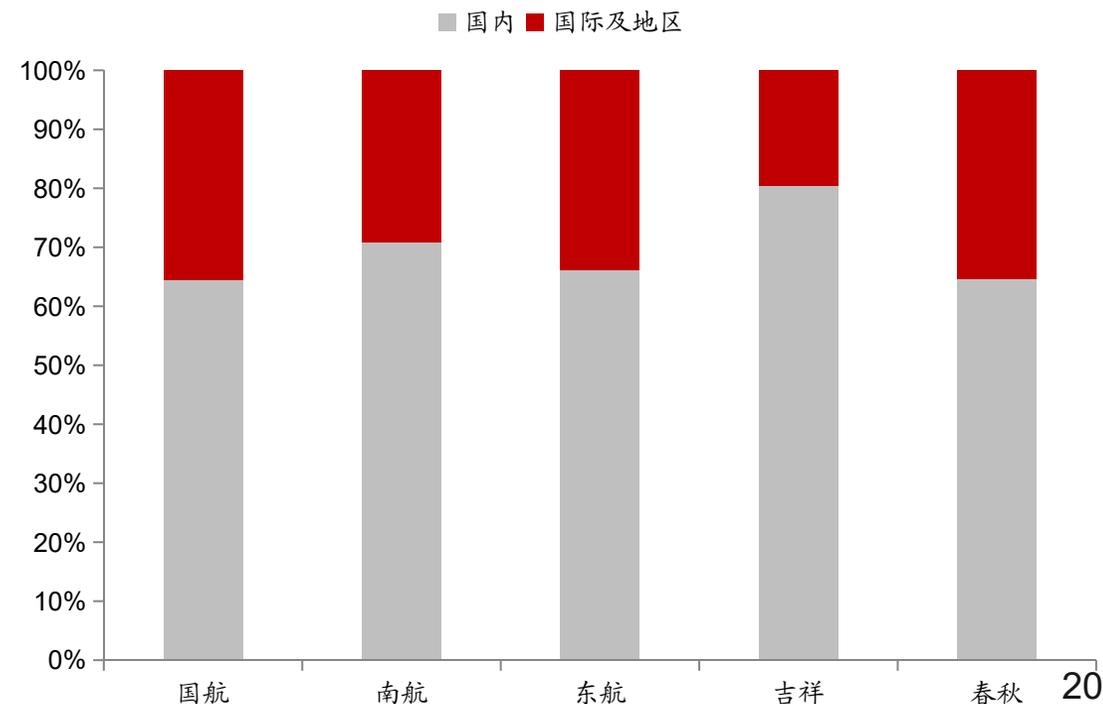
1) 在航司内部运力结构上，按照国际及地区运力占比排序，国航>东航>春秋>南航>吉祥，其中国航主要因为其占据欧美优质航线资源，春秋国际航线上主攻日韩。

2) 2019年收入结构上，按照国际及地区收入占比排序，国航(35.5%)>春秋(35.5%)>东航(33.9%)>南航(29.2%)>吉祥(19.6%)。

图：2019年上市航司ASK分区域占比



图：2019年上市航司收入结构

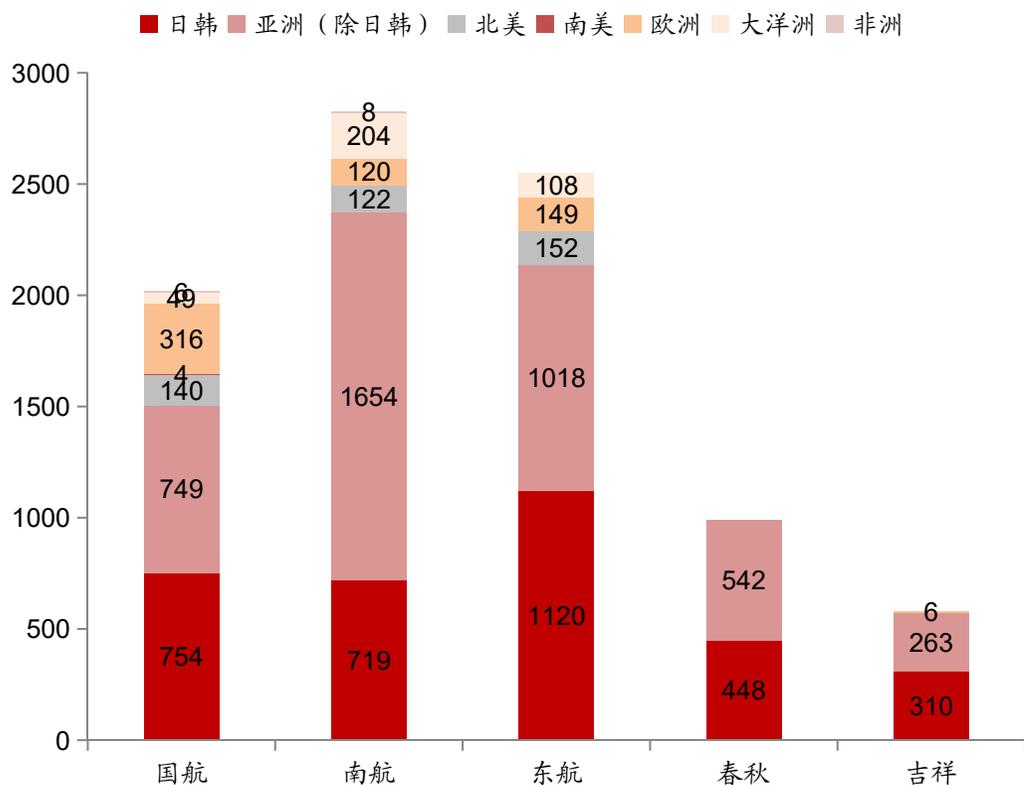


# 1.7 若国际客流复苏，航司强业绩弹性将显现

□ 我国上市航司国际航班以亚洲为主，但各有侧重。通过统计19冬春航季上市航司国际航线计划航班，我们发现：

- 1) 日韩航线占比（计划航班占本航司境外航班比例）：吉祥（54%）>春秋（45%）>东航（44%）>国航（37%）>南航（25%）。
- 2) 港澳台航线：东航（21%）>国航（19%）>南航（14%）>春秋（13%）>吉祥（7%）。
- 3) 欧美航线：国航（23%）>东航（12%）>南航（9%）>吉祥（1%）>春秋（0%）。
- 4) 大洋洲航线：南航（7%）>东航（4%）>国航（2%）>春秋、吉祥（0%）。

图：19冬春航季三大航每周计划国际航班分布（班次/周）



表：19冬春航季三大航国际及地区航班分布结构

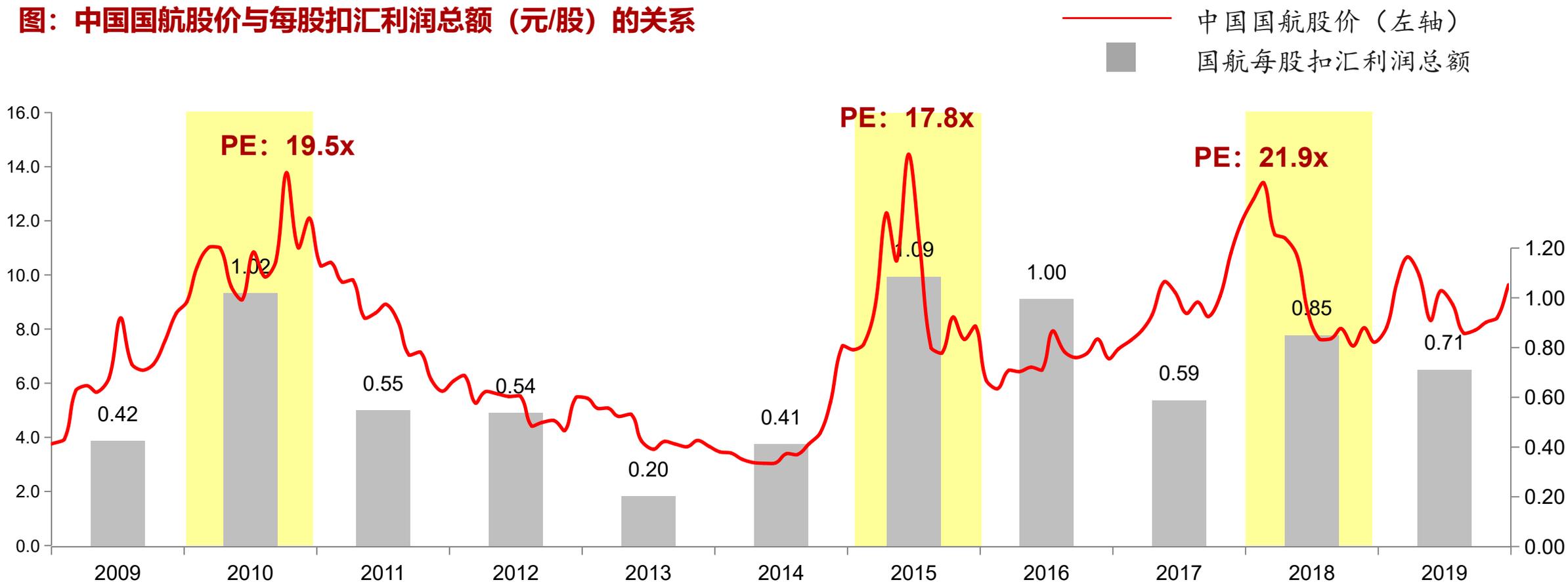
	国航	东航	南航	春秋	吉祥
港澳台	18.8%	21.1%	14.2%	13.3%	6.9%
美国	5.4%	4.3%	3.0%	-	-
加拿大	1.2%	1.6%	1.1%	-	-
英国	2.8%	1.1%	1.0%	-	-
德国	4.1%	0.5%	0.2%	-	-
法国	1.9%	1.5%	0.7%	-	-
意大利	2.4%	0.7%	0.4%	-	-
日本	28.1%	28.0%	14.5%	30.3%	47.7%
韩国	9.2%	15.9%	10.9%	14.9%	5.9%
新加坡	4.9%	3.3%	4.5%	1.4%	2.4%
泰国	15.5%	15.6%	13.9%	27.9%	29.2%
澳大利亚	1.7%	3.7%	5.7%	-	-
其他	3.9%	2.5%	29.8%	12.1%	7.9%

# 1.8 估值：三大航股价达到高点时对应约20倍PE

以国航为例，复盘历史股价表现，我们发现，历次股价波峰出现时，基于当年每股扣汇净利润计算，当年股价最高点对应的PE估值一般在20x上下。

$$\text{每股扣汇净利润} = ((\text{利润总额} + \text{汇兑损益}) * 75\%) / \text{总股本}$$

图：中国国航股价与每股扣汇利润总额（元/股）的关系



# 02

## 利润弹性 测算

- (1) 票价 $\pm 1\%$
- (2) 油价 $\pm 1\%$
- (3) 汇率 $\pm 1\%$

- **国航2023年利润弹性测算：票价+1%，净利润+9.8亿元；油价+1%，净利润-3.1亿元；人民币升值1%，净利润+4.8亿元。**
- **关键假设：**（1）除了运力供给外，2023年对照组其他经营情况均与2019年保持一致；2023年机队规模根据公司年报指引计算。（2）美元带息债务与2019年保持一致，敞口合为604亿元人民币；2023年对照组汇兑损失假设为0。（3）其他经营情况均与2019年保持一致。（4）票价、油价均在2019年实际情况的基础上浮动。

表：中国国航2023年利润弹性测算（ASK单位：亿人公里；收入/利润单位：亿元；单位成本单位：元）

	2019年	2023年	票价变动幅度		油价变动幅度		人民币汇率	
	实际情况	对照组	1%	-1%	1%	-1%	升值1%	贬值1%
客机机队规模	694	758	758	758	758	758	758	758
ASK	2878	3143	3143	3143	3143	3143	3143	3143
单位ASK收入	0.433	0.433	0.437	0.428	0.433	0.433	0.433	0.433
客运收入	1245	1360	1374	1346	1360	1360	1360	1360
单位ASK燃油成本	0.125	0.125	0.125	0.125	0.126	0.124	0.125	0.125
净利润	72.5	82.0	91.8	72.2	78.9	85.1	86.8	77.2
利润增量	-	基准	9.8	-9.8	-3.1	3.1	4.8	-4.8

- **南航2023年利润弹性测算：票价+1%，净利润+11.6亿元；油价+1%，净利润-3.9亿元；人民币升值1%，净利润+5.3亿元。**
- **关键假设：**（1）除了运力供给外，2023年对照组其他经营情况均与2019年保持一致；2023年机队规模根据公司年报指引计算。（2）美元带息债务与2019年保持一致，敞口合为703亿元人民币；2023年对照组汇兑损失假设为0。（3）其他经营情况均与2019年保持一致。（4）票价、油价均在2019年实际情况的基础上浮动。

表：南方航空2023年利润弹性测算（ASK单位：亿人公里；收入/利润单位：亿元；单位成本单位：元）

	2019年		2023年		票价变动幅度		油价变动幅度		人民币汇率	
	实际情况	对照组	+1%	-1%	+1%	-1%	升值1%	贬值1%		
客机机队规模	848	1025	1025	1025	1025	1025	1025	1025	1025	
ASK	3441	4159	4159	4159	4159	4159	4159	4159	4159	
单位ASK收入	0.403	0.403	0.407	0.399	0.403	0.403	0.403	0.403	0.403	
客运收入	1385	1674	1691	1657	1674	1674	1674	1674	1674	
单位ASK燃油成本	0.124	0.124	0.124	0.124	0.126	0.123	0.124	0.124	0.124	
净利润	31.0	28.0	39.6	16.3	24.0	31.9	33.3	22.6		
利润增量	-	基准	11.6	-11.6	-3.9	3.9	5.3	-5.3		

- **东航2023年利润弹性测算：票价+1%，净利润+8.9亿元；油价+1%，净利润-3.0亿元；人民币升值1%，净利润+3.8亿元。**
- **关键假设：**（1）除了运力供给外，2023年对照组其他经营情况均与2019年保持一致；2023年机队规模根据公司年报指引计算。（2）美元带息债务与2019年保持一致，敞口合为465亿元人民币；2023年对照组汇兑损失假设为0。（3）其他经营情况均与2019年保持一致。（4）票价、油价均在2019年实际情况的基础上浮动。

表：中国东航2023年利润弹性测算（ASK单位：亿人公里；收入/利润单位：亿元；单位成本单位：元）

	2019年	2023年	票价变动幅度		油价变动幅度		人民币汇率	
	实际情况	对照组	+1%	-1%	+1%	-1%	升值1%	贬值1%
客机机队规模	723	777	777	777	777	777	777	777
ASK	2703	2904	2904	2904	2904	2904	2904	2904
单位ASK收入	0.408	0.408	0.412	0.404	0.408	0.408	0.408	0.408
客运收入	1103	1185	1197	1173	1185	1185	1185	1185
单位ASK燃油成本	0.127	0.127	0.127	0.127	0.128	0.125	0.127	0.127
净利润	34.8	39.7	48.7	30.8	36.8	42.7	43.5	36.0
利润增量	-	基准	8.9	-8.9	-3.0	3.0	3.8	-3.8

- **春秋航空2023年利润弹性测算：票价+1%，净利润+1.7亿元；油价+1%，净利润-0.5亿元；人民币升值1%，净利润+0.1亿元。**
- **关键假设为：**（1）除了运力供给外，2023年对照组其他经营情况均与2019年保持一致；2023年机队规模根据公司年报指引计算。（2）考虑适用的会计准则变更影响，我们假设美元带息债务与2020年末保持一致，敞口合为18.1亿元人民币；2023年对照组汇兑损失假设为0。（3）其他经营情况均与2019年保持一致。（4）票价、油价均在2019年实际情况的基础上浮动。

表：春秋航空2023年利润弹性测算（ASK单位：亿人公里；收入/利润单位：亿元；单位成本单位：元）

	2019年	2023年	票价变动幅度		油价变动幅度		人民币汇率	
	实际情况	对照组	+1%	-1%	+1%	-1%	升值1%	贬值1%
客机机队规模	93	137	137	137	137	137	137	137
ASK	437	644	644	644	644	644	644	644
单位ASK收入	0.329	0.329	0.332	0.325	0.329	0.329	0.329	0.329
客运收入	144	212	214	209	212	212	212	212
单位ASK燃油成本	0.095	0.095	0.095	0.095	0.096	0.094	0.095	0.095
净利润	18.4	25.7	27.4	24.0	25.2	26.1	25.8	25.6
利润增量	-	基准	1.7	-1.7	-0.5	0.5	0.1	-0.1

- **吉祥航空2023年利润弹性测算：票价+1%，净利润+1.6亿元；油价+1%，净利润-0.5亿元；人民币升值1%，净利润+0.3亿元。**
- **关键假设为：**（1）除了运力供给外，2023年对照组其他经营情况均与2019年保持一致；2023年机队规模根据公司年报指引计算。（2）考虑适用的会计准则变更影响，我们假设美元带息债务与2020年末保持一致，敞口合为40亿元人民币；2023年对照组汇兑损失假设为0。（3）其他经营情况均与2019年保持一致。（4）票价、油价均在2019年实际情况的基础上浮动。

表：吉祥航空2023年利润弹性测算（ASK单位：亿人公里；收入/利润单位：亿元；单位成本单位：元）

	2019年	2023年	票价变动幅度		油价变动幅度		人民币汇率	
	实际情况	对照组	+1%	-1%	+1%	-1%	升值1%	贬值1%
客机机队规模	96	138	138	138	138	138	138	138
ASK	408	587	587	587	587	587	587	587
单位ASK收入	0.399	0.399	0.403	0.395	0.399	0.399	0.399	0.399
客运收入	163	234	236	232	234	234	234	234
单位ASK燃油成本	0.107	0.107	0.107	0.107	0.108	0.106	0.107	0.107
净利润	10.1	13.0	14.6	11.4	12.5	13.4	13.3	12.7
利润增量	-	基准	1.6	-1.6	-0.5	0.5	0.3	-0.3

# 03

## 重点个股

三大航（国、南、东）

吉祥航空

春秋航空

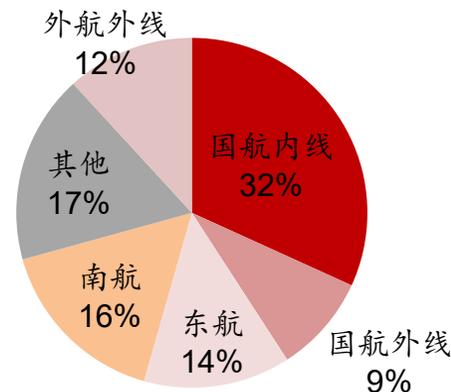
□ **国际航班复苏曙光或现，行业进入供需结构性拐点。**三大航国际航班量占比较高，目前国际航线恢复缓慢拖累业绩，但未来将显著受益于国际航线复苏；同时，供需上行周期，三大航利润弹性较大。

**1) 国际运力占比高，把握优质国内、国际时刻资源。**根据公司公告，在航司内部运力结构上，2019年国航、南航、东航国际及地区ASK占比分别为41.7%、31.6%、37.1%；根据民航预先飞行计划，19夏秋航季三大航在首都机场的航班量占比合计71%。

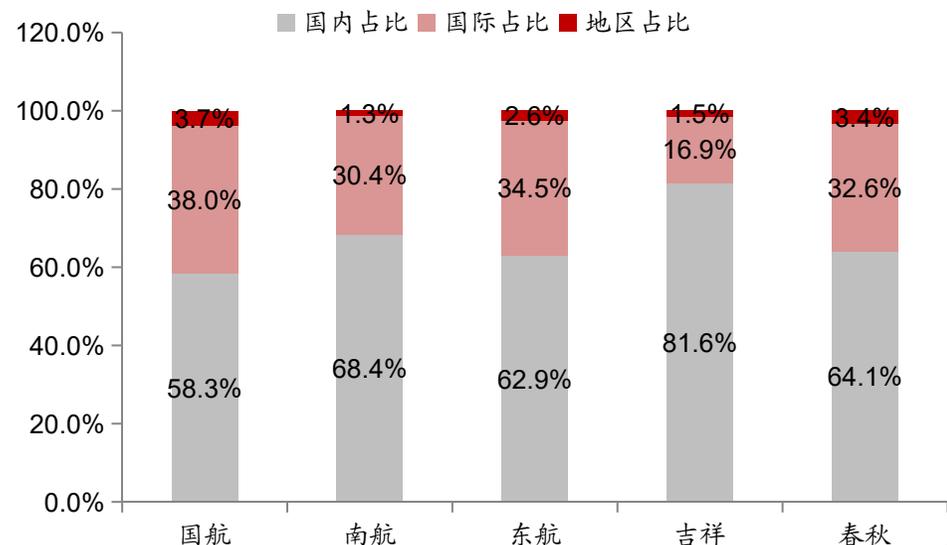
**2) 国际复苏预期持续加强。**根据国家卫健委，截至11月19日，我国新冠疫苗人群覆盖率86.9%，完全接种率76.3%，随着我国批准第三针加强针、海内外持续推进新冠疫苗接种，在海外美英新澳韩泰等主要国家于今年底逐渐放宽出入境限制的情况下，基于辉瑞、默沙东等新冠口服特效药试验数据优异（辉瑞三期数据显示能降低89%重症风险，国内特效药持续推进中），我们预计明年国际航班政策有望迎来松动信号，国际运力占比较大的三大航将显现较大业绩弹性。

**3) 国内供给侧偏紧，需求爆发在即，短期供需或将出现明显缺口，供需顺差将驱动票价上行，从而提升航司盈利水平，三大航利润弹性相对更大。**根据前文弹性测算，当票价+1%，三大航预计获得的净利润增量在10亿元上下。

图：19夏秋航季三大航航班量在首都机场的占比



图：2019年上市航司ASK分区域占比



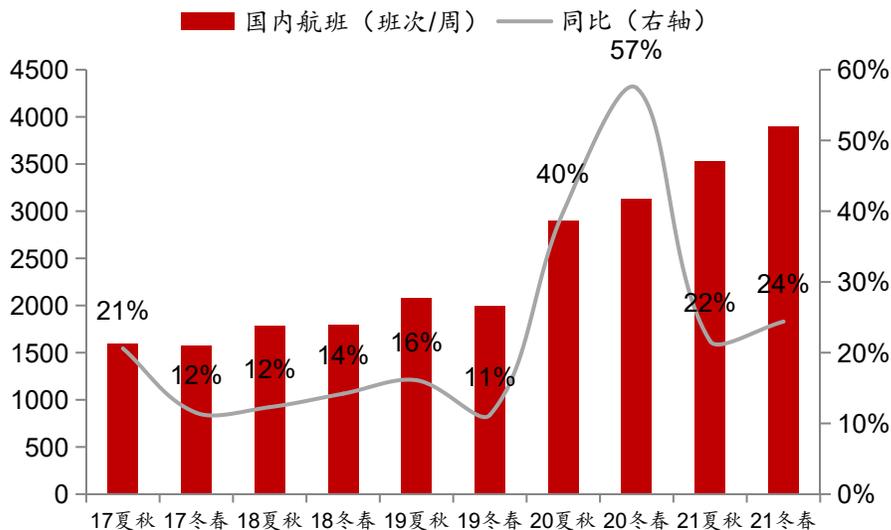
- 民营航司经营灵活，持续获得优质时刻资源，国内核心市场占比提升。** 21H1，公司（不含九元航空）在上海市场的占有率同比提升2个百分点达到12.9%。2021冬春航季，公司国内时刻同比增长11%，明显超过三大航增速。我们认为，国内航线核心市场占比提高有助于公司客公里收益水平的提升。
- 洲际航线开启新征程，787利用率趋于正常运营水平，补贴增量亦可观。** 2019年，吉祥航空开通第一条洲际航线“上海至赫尔辛基航线”；2020年10月，开通第二条洲际航线“郑州-赫尔辛基航线”。随着洲际航线开始运行，787利用率将有所提升，单位成本将有所下降，进入正常运营节奏。后续公司计划陆续开通墨尔本、曼城、冰岛、都柏林等洲际航线，整体飞机运行效率有望进一步提升。此外，上海市政府对基地航司洲际航线的补贴政策标准处于高水平，补贴增量亦可观。
- 与芬兰航空联营欧洲航线，国际化战略更近一步。** 根据新京报，2021年7月起，公司与芬兰航空开启航线联营，第一阶段将围绕上海-赫尔辛基主干线以及各自执飞的中欧以远点航线开展，双方旅客可经由上海-赫尔辛基主干线便捷中转至中国及欧洲120余个城市，公司在欧洲市场的影响力有望提升。

表：上海市财政局对基地航空公司的补贴条款

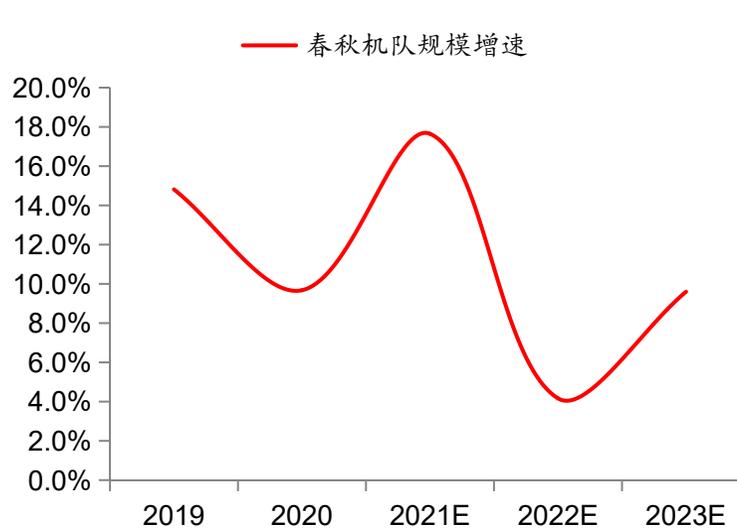
航司要求	补贴措施	补贴标准 (万元)
本市基地航司	新辟中远程国际线1条	3000
本市基地航司	复航中远程国际线1条	2000
本市基地航司	加密中远程国际线1条	1000
年旅客运量≤500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	500
年旅客运量500-1000万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	1000
年旅客运量1000-1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	2000
年旅客运量≥1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	5000

- 疫情下逆势扩张，21Q1-3盈利1.6亿元，成唯一盈利上市航司，短期业绩相对稳健。**公司经营管理高效，疫情下下沉三四线城市逆势扩张，21夏秋、21冬春航季国内线航班量同比分别增加22%、24%，在高基数下增速仍然快于疫情前，我们认为公司未来成长性较高。
- 公司有望成为亚洲周边航线率先修复超预期中的最大受益者。**春秋的国际航线均为亚洲周边航线，其中，日韩泰运力投入在国际运力中占比达到80%以上。
- 长期来看，中国低成本航空空间大，我们认为公司长期成长性较高。**（1）春秋航空未来3年依靠飞机引进、机型升级（座位数增加）能维持15%左右ASK增长；（2）依靠单位成本低于其他航司15%-20%的优势，可以下沉至三四线经营，模式可复制；（3）成熟基地航线占公司运力比例85%，存在运价优化的可能性。

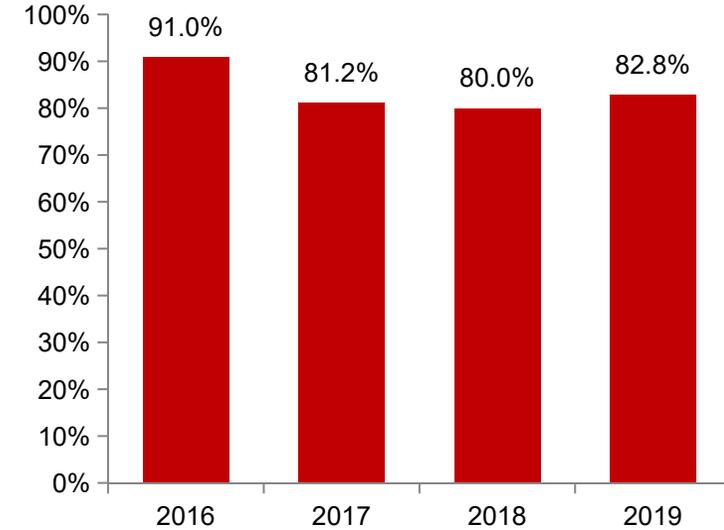
图：春秋航空各航季国内航班量



图：春秋机队规模增速（依据运力引进计划）



图：春秋日韩泰航线ASK占国际线比例



- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、出入境政策不及预期；
- 3、需求恢复不及预期；
- 4、油价大幅上涨；
- 5、汇率风险。

## 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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4楼

深圳地址：深圳市福田区福田区广电金融中心33层

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>