

当前时点如何看待航空板块？

核心观点

- 随着当前疫情负面冲击逐步收敛，复工复产推进，航空业已度过疫情以来的最低谷。而在稳增长背景下，叠加各项支持政策和管控边际松动迹象，我们认为航空业总体恢复确定性大增。
- 航空板块前期表现：预期的起起落落和基本面的见底回升。1) 股价表现来看，疫情以来航空板块受疫情反复，经历多轮起伏。22年2月以来，航空板块快速下跌，最大跌幅23.6%，同期沪深300跌幅18.7%，主要由于：a) 奥密克戎变异株致疫情反复，特别是上海疫情冲击，全行业运行水平降至疫情以来最低点；b) 东航321事故对市场冲击；c) 油价飙升+汇率大幅贬值；2) 基本面表现来看，4月以来全行业运行水平降至疫情之后的最低水平。经营端，4月运力投入和产出均为疫情以来最低水平，客座率表现仅好于20年2月。5月以来航班量恢复显著，三大航航班量环比4月增长37%；财务端，4月全行业亏损近300亿，创民航有史以来最大单月亏损，预计今年截至4月累计亏损约700亿，相比20和21年亏损显著加剧。
- 当前板块估值水平如何？1) PB估值：调整后PB估值20-40%分位水平。疫情以来持续亏损致三大航净资产大幅减少，PB被动大幅抬升，当前国航、南航和东航PB分别为73%、56%和34%分位，民营航司均为45%左右分位；若将疫情以来累计亏损加回，则各航司PB普遍在20-40%分位水平；2) 单机市值：普遍低于中位数水平，春秋吉祥显著较低。大部分航司单机市值低于中位数水平，其中南航(71%分位)>国航(49%)>东航(41%)>春秋(12%)>吉祥(11%)，春秋吉祥显著较低，或主要由于：a) 上海疫情冲击下春秋吉祥影响较大；b) “十四五”行业监管层面规划供给大幅降速，对中小航司影响更大；c) 行业大周期反转逻辑下，成长属性航司相对承压。
- 多重利好催化，行业恢复确定性大增。1) 国常会部署稳经济一揽子措施，为民航业减负纾困。预计民航业社保缓缴体量在百亿左右，同时合计3500亿资金支持，将极大缓解全行业的现金流紧迫；2) 国内客运航班补贴政策出台，托底行业+保障安全。预计最大补贴体量约为130亿；补贴标准基本可覆盖航司全部变动成本；考虑航司客票收入，预计最终总体补贴体量或在30-60亿左右；政策引导下，航司或在航班编排上有所调整。在当前4500班总量限制基础上，拉长航班航距、提升机票价格或成为变动方向；3) 部分航司增开国际航班，“五个一”政策逐步突破；4) 国产新冠特效药上市或临近；5) 上海+北京航班恢复或大幅拉升行业经营水平。

投资建议与投资标的

- 否极泰来，航空业进入新一轮布局期。
- 看好后疫情航空板块周期弹性：1) 供给端：飞机供给低速增长+空乘等运营人员流失+事件冲击等多方面因素，行业大幅降速明确。2) 需求端：需求强韧性，无需对后疫情航空需求过度担忧；3) 价格弹性：供需反转推动全局量价齐升。供需紧张背景下，叠加核心航线票价提升天花板大幅提高，航司票价弹性可期。4) 极端疫情压力下，行业或酝酿变局，行业存在整合/出清可能。5) 短期来看，疫情负面冲击逐步收敛，复工复产推进，多重利好催化，行业总体恢复确定性强。
- 投资建议：长期看好航空板块周期弹性，当前逐步进入新一轮布局期。建议关注中国国航，以及民营航空春秋航空、华夏航空。短期建议关注受疫情影响最为显著的上海主基地航司东航、春秋、吉祥。

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、空难影响超预期、政策不及预期、相关假设测算偏差风险

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
 行业 交通运输行业
 报告发布日期 2022年05月30日



证券分析师

刘阳 liuyang6@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860522030001

相关报告

周期弹性、格局改善和价值重塑：后疫情时代的投资逻辑之航空机场 2022-05-12
 疫情反复致亏损加剧，继续看好航空板块 2022-05-05
 周期弹性：——航空公司21年报&22年一季报综述
 关注航空业潜在整合/出清可能，公路货运指数显著回升 2022-04-24

目录

航空板块前期表现：预期的起起落落和基本面的见底回升.....	4
当前板块估值水平如何？	8
PB 估值：调整后 PB 估值 20-40%分位水平.....	8
单机市值：普遍低于中位数水平，春秋吉祥显著较低.....	9
多重利好催化，行业恢复确定性大增.....	10
国常会部署稳经济一揽子措施，为民航业减负纾困	10
国内客运航班补贴政策出台，托底行业+保障安全.....	10
部分航司增开国际航班，“五个一”政策逐步突破	13
国产新冠特效药上市或临近.....	14
上海+北京航班恢复或大幅拉升行业经营水平.....	14
投资建议：否极泰来，航空业进入新一轮布局期.....	14
风险提示.....	15

图表目录

图 1: 疫情以来航空板块复盘	4
图 2: 21 年 8 月初各航司 PB 估值水平	4
图 3: 交运三级子行业涨跌幅 (22.2-22.5)	5
图 4: 三大航合计 ASK (百万座公里)	6
图 5: 三大航合计 RPK (百万客公里)	6
图 6: 三大航合计客座率	6
图 7: 三大航航班量 (班)	7
图 8: 春秋航班量 (班)	7
图 9: 吉祥航班量 (班)	7
图 10: 全行业客座率	7
图 11: 历年航司利润总额 (亿元)	8
图 12: 布伦特原油价格 (美元/桶)	8
图 13: 人民币兑美元汇率	8
图 14: 当前各航司 PB 估值水平	9
图 15: 调整后当前各航司 PB 估值水平	9
图 16: 各航司单机市值及分位数	10
图 17: 政策第一周航班量日趋势 (班)	12
图 18: 国内航班经济舱平均票价及环比	13
图 19: 航线航距航班量区间分布	13
图 20: 北京上海当前航班量恢复情况 (班)	14
表 1: 三大航每日支出测算 (亿元)	10
表 2: 航班成本测算 (元)	12

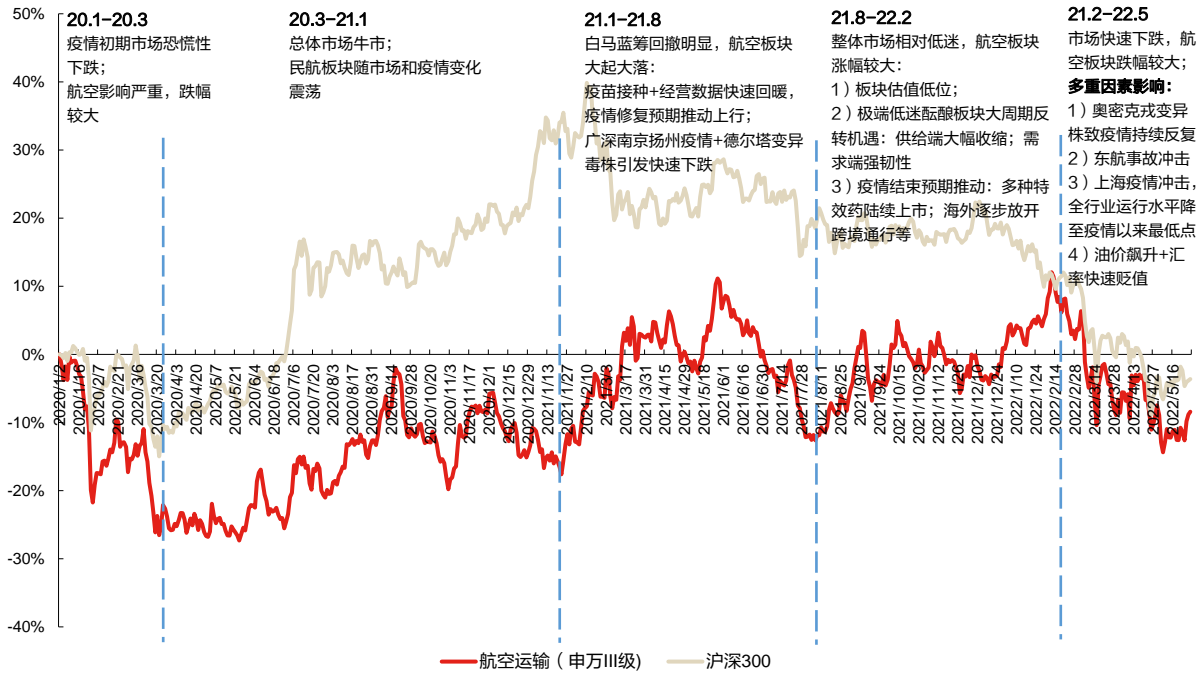
当前时点如何看待交运板块？

随着当前疫情负面冲击逐步收敛，复工复产推进，航空业已度过疫情以来的最低谷。而在稳增长背景下，叠加各项支持政策和管控边际松动迹象，我们认为航空业总体恢复确定性大增。

航空板块前期表现：预期的起起落落和基本面的见底回升

股价表现来看，疫情以来航空板块受疫情反复，经历多轮起伏。

图 1：疫情以来航空板块复盘

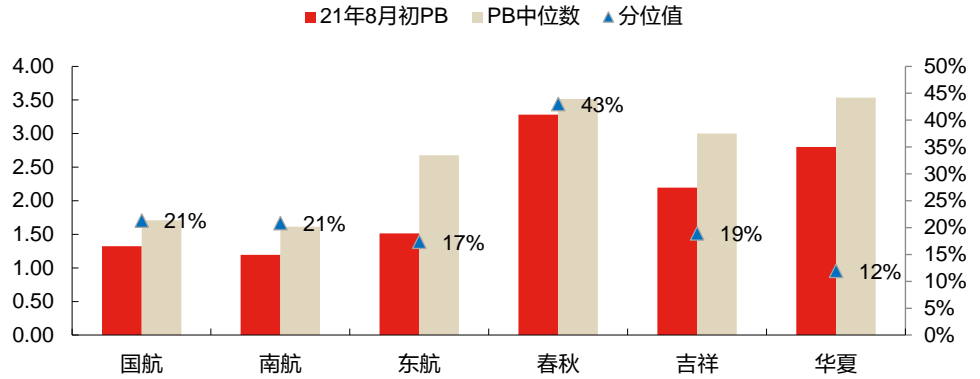


数据来源：Wind、东方证券研究所

21年8月初低点以来，受多重因素催化，至今年2月，航空板块最大涨幅28.2%，期间沪深300下跌5.7%，个股来看国航（69%）>吉祥（57%）>南航（47%）>东航（38%）>华夏（31%）>春秋（23%）：

1) 板块估值低位：受南京扬州疫情+德尔塔变异毒株等影响，航空各股快速下跌，8月初各航司PB-TTM均为历史低点，其中：国航（1.32倍，21%上市以来历史分位（下同）），南航（1.19，21%），东航（1.51，17%），春秋（3.28，43%），吉祥（2.20，19%），华夏（2.80，12%）。

图 2：21年8月初各航司PB估值水平



数据来源：Wind、东方证券研究所

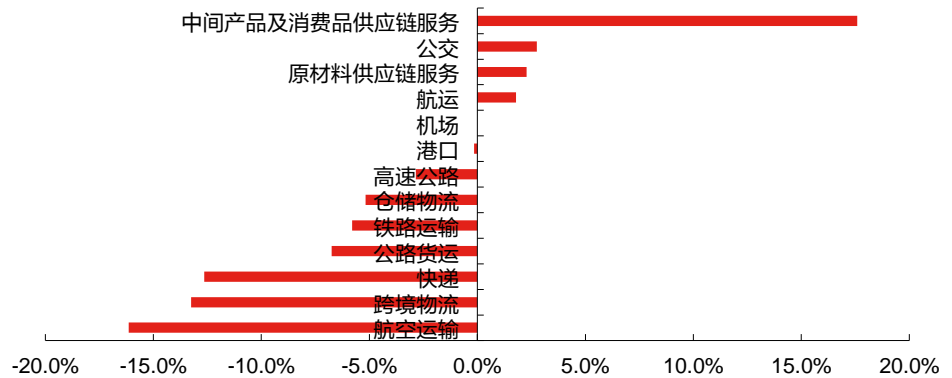
- 2) 极度低迷下，整体行业供需遭受巨大紊乱，酝酿大周期反转机遇；
- 3) 疫情修复预期催化：默沙东、辉瑞等特效药陆续上市；海外逐步放松跨境通行等。

22年2月以来，由于疫情和行业内外多重冲击，航空板块快速下跌，最大跌幅23.6%，同期沪深300跌幅18.7%。个股来看最大跌幅：吉祥（-38%）<春秋（-31%）<华夏（-27%）<东航（-26%）<南航（-25.9%）<国航（-23%）：

- 1) 奥密克戎变异株致疫情反复，特别是上海疫情冲击，全行业运行水平降至疫情以来最低点；
- 2) 东航321事故对市场冲击；
- 3) 油价飙升+汇率大幅贬值。

申万三级行业中航空运输板块跌幅位列所有275个行业中第95，即34.5%分位，在交运所有子版块中跌幅第一。

图3：交运三级子行业涨跌幅（22.2-22.5）



数据来源：Wind、东方证券研究所

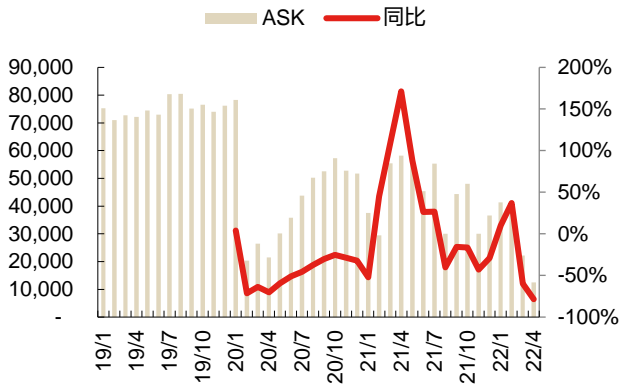
基本面表现来看，4月以来全行业运行水平降至疫情之后的最低水平。

经营端，4月航空受疫情影响，运行数据降至疫情以来最低点。

运力投入和产出方面，4月三大航合计ASK同比下滑78.5%，较19年下滑82.7%，绝对值为疫情以来最低点，较次低点20年2月仍下滑38.5%；

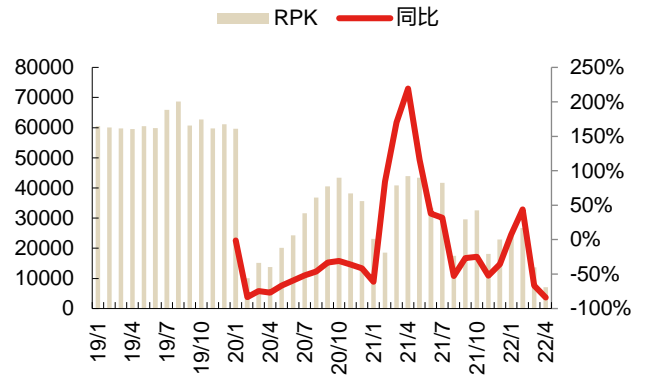
RPK同比下滑84.0%，较2019年下滑88.2%，同样为疫情以来最低水平，较次低点20年2月下滑30.0%。

图 4：三大航合计 ASK（百万座公里）



数据来源：Wind、东方证券研究所

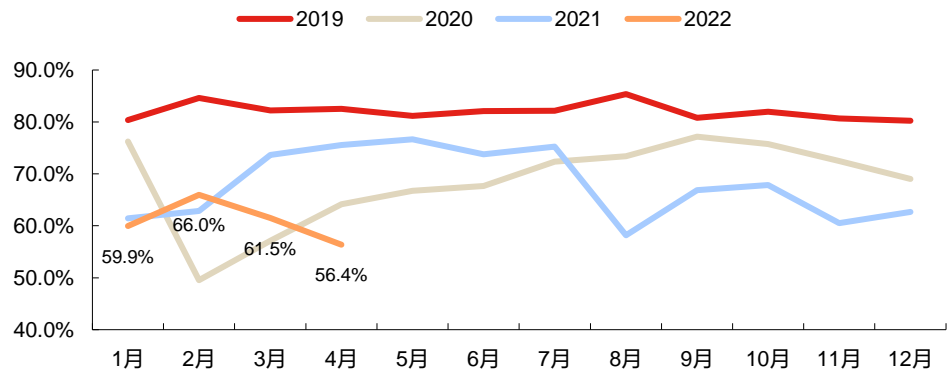
图 5：三大航合计 RPK（百万客公里）



数据来源：Wind、东方证券研究所

客座率表现来看，4月三大航客座率56.4%，疫情以来仅次于20年2月的49.5%。其中国航（54.7%，-19.8pts（同比下滑，下同））<东航（56.9%，-17.5pts）<南航（57.2%，-20.0pts）<吉祥（57.7%，-25.0pts）<春秋（66.7%，-21.6pts），春秋为唯一客座率超60%的航司。

图 6：三大航合计客座率



数据来源：Wind、东方证券研究所

高频数据来看，5月以来航班量恢复显著，5月21日之后航班量受补贴政策影响，日航班量维持在4500班以下，具体政策影响将在后文详述。

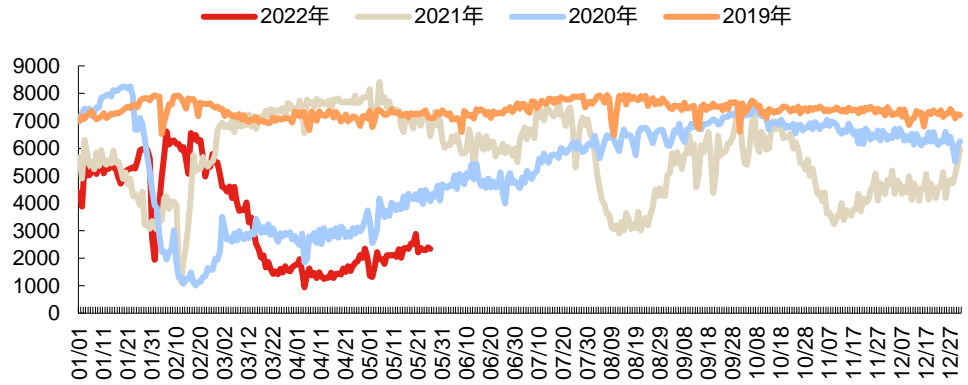
截至5月26日，5月日均航班量，三大航同比下滑70.3%，春秋下降66.0%，吉祥下降85.1%；

环比来看，三大航增长36.8%，春秋增长43.7%，吉祥增长48.4%；

较 19 年，三大航下滑 70.2%，春秋下滑 58.8%，吉祥下滑 84.3%。

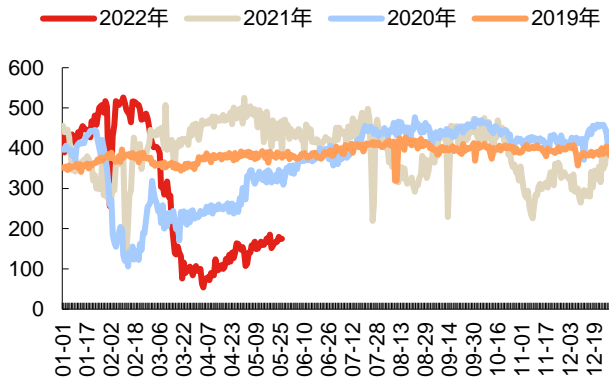
全行业客座率维持在 50-60%。

图 7：三大航航班量（班）



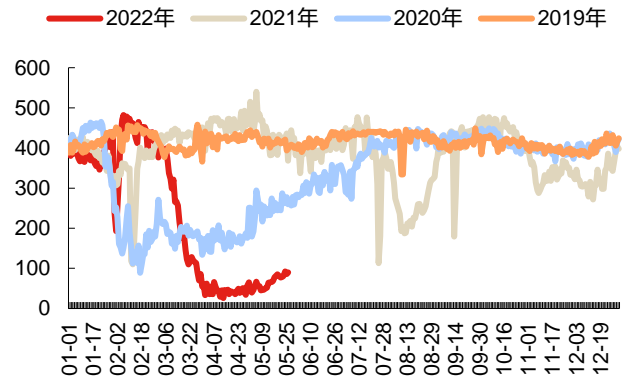
数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 8：春秋航班量（班）



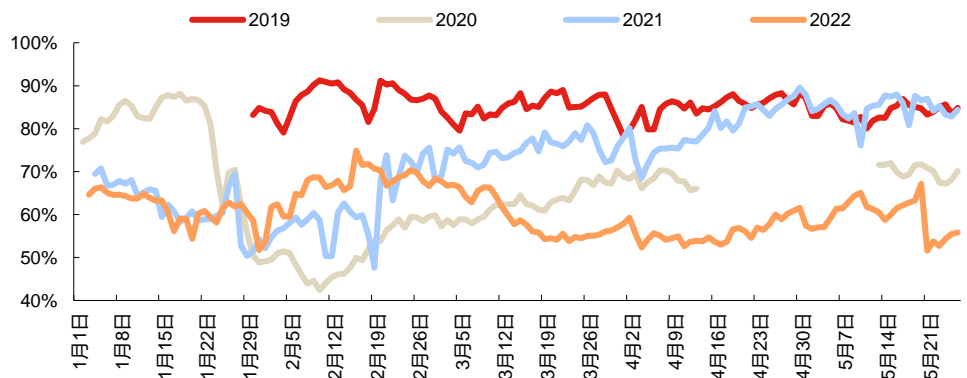
数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 9：吉祥航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 10：全行业客座率



数据来源：航班管家、东方证券研究所

财务端，根据民航局披露，今年 1-2 月全行业共亏损 222 亿，其中航空公司亏损 185 亿，机场亏损 52 亿，同时根据最新行业统计显示，今年 4 月全行业亏损近 300 亿，创民航有史以来最大单月亏损，我们粗略预计全行业 1-4 月累计亏损约 700 亿左右，其中航空公司预计亏损 500 亿以上，而 20 年和 21 年全年分别亏损 794 和 671 亿，今年以来亏损显著加剧。

图 11: 历年航司利润总额 (亿元)



数据来源: Wind、民航局、东方证券研究所

巨亏原因除上述经营数据低迷外，超高油价和汇率大幅贬值也是两大因素。其中布伦特油价 22Q1 和 Q2 分别上涨 59.7%和 57.0%，汇率上半年截至目前累计贬值 5.7%，其中 4 月和 5 月分别贬值 4.2%和 1.8%。

图 12: 布伦特原油价格 (美元/桶)



数据来源: Wind、东方证券研究所

图 13: 人民币兑美元汇率



数据来源: Wind、东方证券研究所

当前板块估值水平如何？

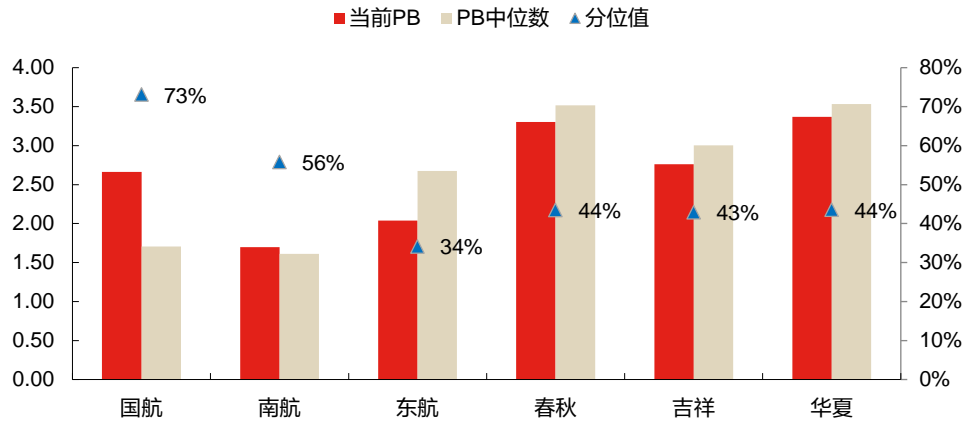
PB 估值：调整后 PB 估值 20-40%分位水平

由于疫情以来持续亏损，三大航净资产大幅减少，各航司 PB 被动大幅增加。

截至 5 月 27 日各航司 PB 水平，国航（2.66 倍，73%分位），南航（1.70，56%），东航（2.04，34%），春秋（3.30，44%），吉祥（2.76，43%），华夏（3.37，44%）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 14：当前各航司 PB 估值水平（2022/05/27）

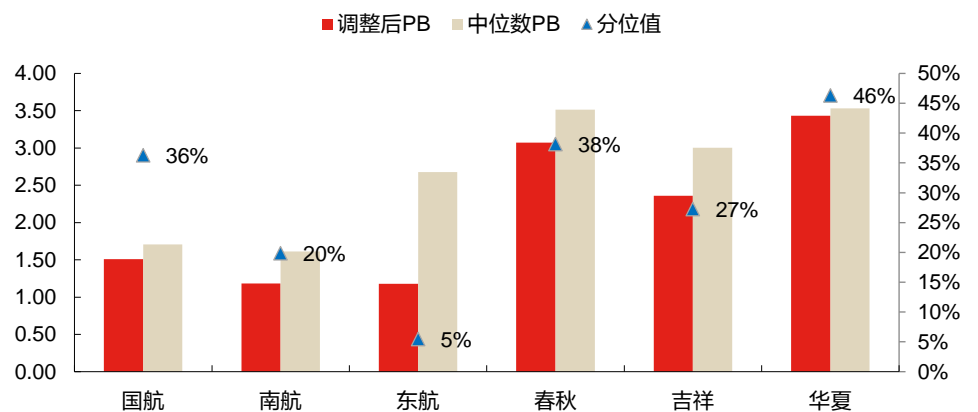


数据来源：Wind、东方证券研究所

但考虑亏损导致净资产下滑，PB 一定程度失真，而航司资产特别是机队资产的相对稳定，同时人员和运营模式等均未发生变化。若将疫情以来累计亏损加回，则各航司 PB 大幅下降，普遍在 20-40%分位水平。

注：调整后净资产即将各航司最新净资产（22Q1）与各自 20、21 和 22Q1 亏损额绝对值加总得出。

图 15：调整后当前各航司 PB 估值水平（2022/05/27）



数据来源：Wind、东方证券研究所

单机市值：普遍低于中位数水平，春秋吉祥显著较低

考虑航司业绩周期性和飞机资产的相对稳定，我们以单机市值来看，大部分航司单机市值低于中位数水平，截至 5 月 27 日，南航（71%分位）>国航（49%）>东航（41%）>春秋（12%）>吉祥（11%）。

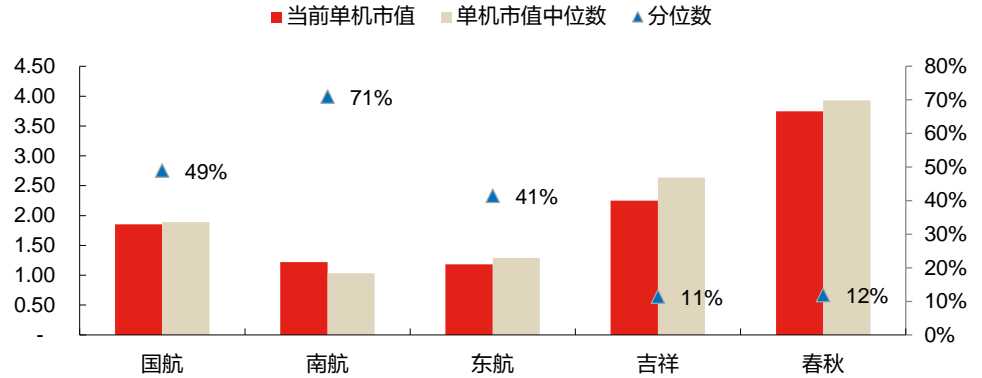
春秋吉祥显著较低，我们认为或有 3 方面因素：

- 1) 上海疫情冲击下春秋吉祥影响较大；
- 2) “十四五”行业监管层面规划供给大幅降速，对中小航司影响更大；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3) 行业大周期反转逻辑下，成长属性航司相对承压；

图 16: 各航司单机市值及分位数 (亿元, 2022/05/27)



数据来源: 公司公告、Wind、东方证券研究所

多重利好催化，行业恢复确定性大增

近期稳经济背景下，行业政策端、经营端等多方面向好：

国常会部署稳经济一揽子措施，为民航业减负纾困

其中针对民航业政策包括缓缴养老等三项社保费、增加 1500 亿民航应急贷款，支持航空业发行 2000 亿元债券、有序增加国内国际客运航班，制定便利外企人员往来措施等。

点评：在《航空业或酝酿新一轮变局，关注潜在整合出清可能》中我们详细测算了在当前运行极度低迷背景下，航司面临的现金流困难，测算三大航平均每日单机综合支出在 15 万左右，若假设所有飞机均为租赁性质，则对于全行业则意味着每个月 170 亿左右的现金流出。

这样的资金消耗对于行业影响巨大，特别是非国资控股也非上市的航司影响尤其严重。而疫情持续蔓延导致恢复存在重大不确定，行业亟需输血。

表 1: 三大航每日支出测算 (亿元)

	飞机直接支出	薪酬支出	利息支出	合计	平均单机支出 (万元)
国航	0.50	0.52	0.15	1.17	15.89
东航	0.47	0.46	0.16	1.09	14.68
南航	0.54	0.56	0.17	1.26	14.93

数据来源: 公司年报、东方证券研究所

根据各航司和机场披露的每年养老等社保缴费规模，我们预计民航业总缓缴体量在百亿左右。同时 1500 亿应急贷款+2000 亿债券合计 3500 亿资金支持，将极大缓解全行业的现金流紧迫。

国内客运航班补贴政策出台，托底行业+保障安全

5月25日，财政部和民航局联合发布《关于阶段性实施国内客运航班运行财政补贴的通知》。

补贴目的：受疫情反复、油价攀升等因素影响，民航企业仍面临一些实际困难。为夯实民航安全基础，以保最低运行航班量和保安全飞行为目标，对国内运输航空公司经营的国内客运航班实施阶段性财政补贴。

补贴启动条件：原则上当每周内日均国内客运航班量低于或等于 4500 班（保持安全运行最低飞行航班数）时，启动财政补贴。

补贴对象和范围：国内运输航空公司执飞并符合条件的国内客运航班，纳入资金支持范围。

- a) 国内客运航班，不含港澳台航班、承担重大紧急运输任务的航班、调机、公务机等。
- b) 实际运行的每周内日均国内客运航班量未超过保持安全运行最低飞行航班数。经停航班按每条航段起飞港分别核算。
- c) 每周每条航段平均客座率未超过 75%。多家运输航空公司共飞同一航段，按各公司该航段周平均客座率计算。
- d) 航班实际收入无法覆盖变动成本。

补贴标准和期限：

- a) 对国内客运航班实际收入扣减变动成本后的亏损额给予补贴。最高亏损额补贴标准上限为每小时 2.4 万元。
- b) 政策实施期限为 2022 年 5 月 21 日至 2022 年 7 月 20 日。

资金渠道和支付方式：补贴资金由中央和地方财政共同承担。其中，中央财政对东部、中部、西部地区分别补助 65%、70%、80%，东部、中部、西部地区地方财政分别承担 35%、30%、20%。补贴资金由航班起飞港所在地财政部门拨付。

申报审核程序：每周结束后 5 个工作日内，符合条件的国内运输航空公司可向航班起飞港所在地财政部门申请前一周航班补贴，并提供执飞航段、班次、飞行时长（轮挡时间）、客座率、航班实际收入、变动成本等数据，以及相关证明材料。

点评：

a) 根据补贴标准和期限，按照平均每个航段 2 小时、极端情况下航司完全没有客票收入计算，预计全行业总体最大补贴额约为 130 亿左右。即 $2.4 \text{ (万元)} * 2 \text{ (小时)} * 4500 \text{ (班)} * 60 \text{ (天)} \approx 130 \text{ 亿}$ ；

b) 测算当前补贴标准基本可覆盖航司全部变动成本。选取上海-北京（2h 航程）和上海-乌鲁木齐（5 小时航程）长短两类航线进行测算，每小时变动成本分别为 2.8 和 2.3 万，差异主要由于部分变动成本项目如起降等与航距无关。按照补贴标准 2.4 万/飞行小时计算，可基本覆盖航班所有变动成本。

表 2：航班成本测算（元）

	上海-北京	上海-乌鲁木齐
航油成本	33000	82500
折旧成本	4124	10309
维修成本	6600	12375
起降费	8916	8916
地面服务费	2500	2500
机组成本	1740	4350
航路费用	421	1423
进近指挥费	298	298
餐食成本	3300	3300
民航发展基金	994	4196
合计	61892	130168
变动成本	55169	115333
单位小时变动成本	27584	23067

数据来源：民航局、Wind、东方证券研究所

c) 考虑航司客票收入，预计最终总体补贴体量或在 30-60 亿左右。按照近期疫情下最低谷，即约 50%客座率，经济舱平均票价 400 元计算，一架窄体机单航班平均客票收入约为 3.3 万元，即平均单小时 1.65 万元，对比单位小时变动成本，相应单飞行小时补贴金额或在 6000-11000 元左右，对应整体行业总体补贴金额在 30-60 亿水平。

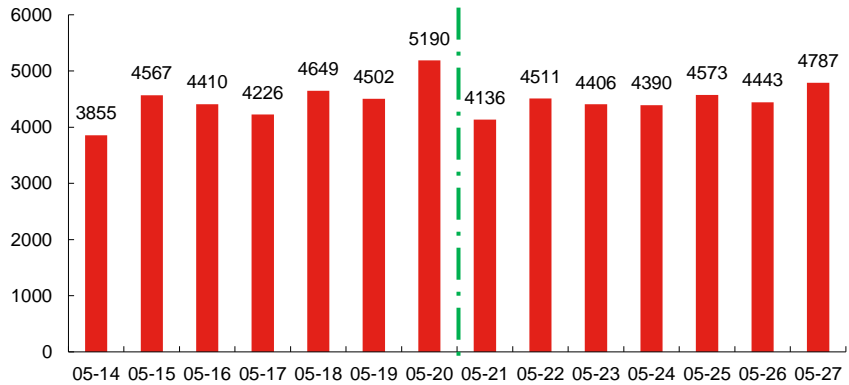
d) 政策引导下，航司或在航班编排上有所调整。

考虑政策设置了 4500 班的总体补贴航班量上限，原则上超过 4500 班不触发补贴，因此相当于设置了航班总量。

从航司效益最大化角度来看，拉长航班航距（更低的单位变动成本、更多的飞行小时）、提升机票价格或成为变动方向。

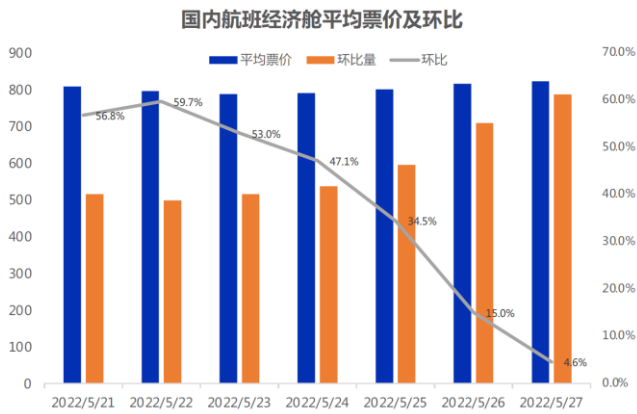
根据航班管家数据，政策实施首周，国内客运航班量环比下降 0.5%，整体航班量在 4500 班次上下浮动，同时首周旅客运输量环比上周下降 10.7%、票价环比提升 35.2%，同时中远程航线数及航班量增长明显，2000km 以上航线数量增长 8.7%，1500km 以上航班量增长超 20%。

图 17：政策执行第一周和前一周航班量日趋势（班）



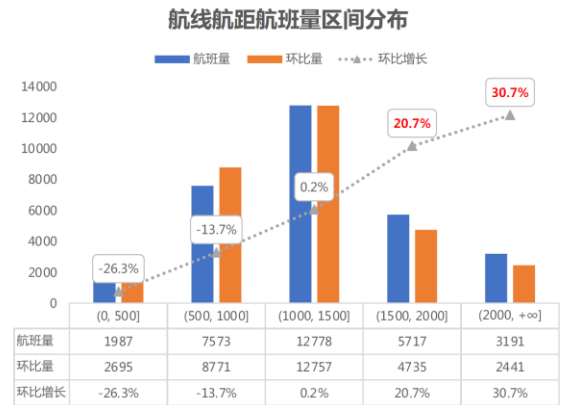
数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 18：国内航班经济舱平均票价及环比



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 19：航线航距航班量区间分布



数据来源：航班管家、东方证券研究所

部分航司增开国际航班，“五个一”政策逐步突破

国常会提出有序增加国内国际客运航班，制定便利外企人员往来措施等。相应多项配套政策出台，国际往来政策或总体边际松动：

- a) 我国驻多国大使馆发布通知，放宽赴华人员行前检测要求。据此前媒体披露，中国驻美国、爱尔兰、丹麦、西班牙、泰国、孟加拉、埃及等多国大使馆已陆续发布通知，放宽赴华人员行前检测要求，其中最明显的变化是不再要求任何血清抗体检测，以及取消对既往感染史人员肺部 CT 或 X 光的检查，部分领区改为行前 48 小时内接受“双核酸”。
- b) 入境隔离时间调整，“14+7”变为“10+7”。根据媒体报道，5 月 4 日起，北京入境隔离时间调整为 10 天集中隔离+7 天居家健康监测，此前为 14+7。此外大连，上海，厦门等省市也已开始试点缩短入境人员和密切接触者的集中隔离时间。
- c) 多个航司增开国际航班，逐步突破“五个一”政策限制。据媒体报道，5 月下旬开始部分航司收到民航局新增国际航班额度配置，包括在原有航线基础上增班、以及部分并未在“五个一”航线池中的航线复航，一定程度上“五个一”政策有所突破。此外中国驻美大使秦刚在美国印第安纳州出席全球经济峰会上提到将很快把中美航班数从每周 18 班次增加到 24 班次。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

国产新冠特效药上市或临近

5月23日，君实生物宣布公司抗新冠药物VV116在与辉瑞Paxlovid的对比治疗轻中度新冠的III期临床试验中，达到方案的主要终点，公司将于近期与监管部门沟通递交新药上市申请事宜。

上海+北京航班恢复或大幅拉升行业经营水平

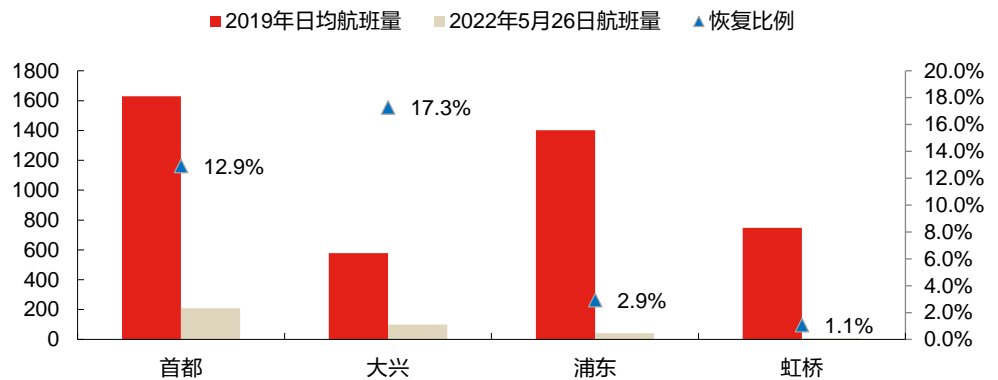
短期来看，随着疫情负面冲击逐步收敛，上海+北京市场恢复对整体运行水平带动明显。

当前由于北京和上海疫情，上海虹桥+浦东两场日合计航班量仅50班左右，北京首都+大兴两场300班左右，而在疫情前19年首都、浦东、虹桥日航班量分别为1628、1402和748班，大兴机场（19年9月投用，产能爬坡）21年日航班量均值579班，上海两场和北京两场当前航班量分别仅为疫情前（大兴为21年）的2.3%和13.6%。

不考虑航班补贴政策对行业总量的限制，当前若假设上海北京均恢复至疫情前50%水平，则对应日航班量增加1800余班，占当前行业总航班量的40%。而北京上海作为门户枢纽城市和国航、东航主基地，自身恢复也将带动其他机场的快速恢复，实际行业短期恢复程度或远超上述假设。

因此考虑行业恢复趋势，我们认为前述日4500班总量的航线补贴政策后续或有进一步优化的空间。

图 20：北京上海当前航班量恢复情况（班）



数据来源：民航局、航班管家、东方证券研究所

投资建议：否极泰来，航空业进入新一轮布局期

长期看好后疫情航空板块周期弹性，关注行业或酝酿新一轮变局。核心逻辑：供需反转驱动客座率票价双升，推动业绩弹性。

1) 供给端：飞机供给低速增长+人员流失+事件冲击等多方面因素，行业大幅降速明确。a) 待交付订单低位、航司巨幅亏损下飞机购买和引进意愿极低、波音空客产能瓶颈等制约，未来2-3年全行业运力增速大幅放缓明确，参考航司规划运力引进增速，不考虑737MAX复飞和恢复引进，三大航21-24年复合增速仅1.4%，显著低于13-18年的9.1%；b) 运营端航司业务人员大量流失：19年末全行业空乘人员10.9万人，而21年末为9.7万人，减少10.7%；c) 事故或进一步强

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

化供给紧缩逻辑：监管方强化安全监管，短期 737MAX 复飞延后，中长期波音等海外飞机引进规模和占比趋于下降。

2) 需求端：无需对后疫情航空需求过度担忧。短期来看，疫情相对缓和时期民航需求恢复良好，显示出需求强韧性，连续多年的需求积压会在疫情消减/结束时得到快速释放；从疫情前后民航需求市场和旅客行为特征的变化上，**a) 民航需求渗透率仍有极大的空间**，19 年只有 1.54 亿人乘坐飞机，渗透率 11%，美国 60%左右，空间仍大；**b) 第二消费主导、因私出行提升、公商务占比降低仍将之长期趋势**，近年来每年旅客中 30%是新旅客，长期看因私占比仍然会提升，航空消费属性越发明显；**c) 第三公商务需求并未由于疫情期间商务活动线上化而发生根本性下滑或替代**，疫情以来高频出行人群无论是人数还是人均频次，都没有显著下降。所以综合来看，我们认为航空需求有其自身的增长逻辑，无须对后疫情民航需求过度担忧。

3) 价格弹性：供需反转推动全局量价齐升。叠加核心航线票价经历数次提价后，票价天花板大大抬升，供需紧张背景下，航司票价弹性可期。

4) 极端疫情压力下，行业或酝酿新一轮变局。当前航司普遍失血严重，而过去的整合方/接手方如大型航司和地方政府同样压力较大。未来几个月或是观察窗口期，行业存在整合/出清可能。

短期来看，疫情负面冲击逐步收敛，上海逐步复工复产，航空业已度过疫情以来的最低谷。而在稳增长背景下，叠加各项支持政策和边际松动迹象，**航空业总体恢复确定性大增**。近期多方面催化：

- 1) 国常会部署稳经济一揽子措施，为民航业减负纾困；
- 2) 国内客运航班补贴政策出台，托底行业+保障安全；
- 3) 部分航司增开国际航班，“五个一”政策逐步突破；
- 4) 国产新冠特效药上市或临近；
- 5) 上海+北京航班恢复或大幅拉升行业经营水平。

长期看好航空板块周期弹性，当前逐步进入新一轮布局期。建议关注中国国航(601111，未评级)，以及民营航空春秋航空(601021，增持)、华夏航空(002928，未评级)。短期建议关注受疫情影响最为显著的上海主基地航司中国东航(600115，未评级)、春秋航空(601021，增持)、吉祥航空(603885，未评级)。

风险提示

- 1) **宏观经济不及预期**：疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；
- 2) **疫情冲击超预期**：疫情对经济、客运出行等领域影响深远，后续客流恢复节奏和幅度或不及预期；

- 3) **空难影响超预期**：此次事故为近 12 年来民航业最为严重的事故，对行业内外影响程度或超预期；
- 4) **政策不及预期**：行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；
- 5) **相关假设测算偏差风险**：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn