

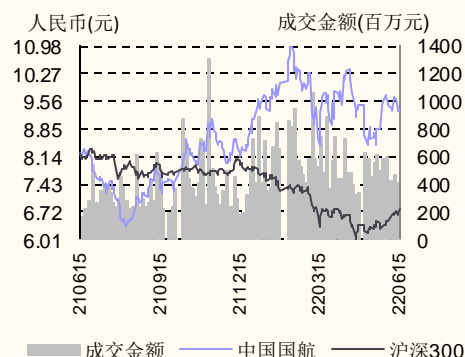
中国国航 (601111.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 9.34 元

目标价格 (人民币): 10.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	145.25
已上市流通 A 股(亿股)	99.62
流通港股(亿股)	45.63
总市值(亿元)	1,356.62
年内股价最高最低(元)	11.00/6.31
沪深 300 指数	4278
上证指数	3305

**航网时刻优质，长期价值不改****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	69,504	74,532	90,240	140,422	171,967
营业收入增长率	-49.0%	7.2%	21.1%	55.6%	22.5%
归母净利润(百万元)	-14,409	-16,642	-15,517	6,283	14,554
归母净利润增长率	-324.8%	15.5%	-6.8%	n.a	131.6%
摊薄每股收益(元)	-0.99	-1.15	-1.07	0.43	1.00
每股经营性现金流净额	0.10	0.89	1.00	2.08	2.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	-18.6%	-27.1%	-33.9%	12.3%	22.9%
P/E	-7.5	-8.0	-8.7	21.6	9.3
P/B	1.4	2.2	3.0	2.7	2.1

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **参控股实现版图扩张，内生盈利能力领先。**公司是中国唯一载国旗飞行的航空公司，2004 年参股山东航空（穿透持股 44%）、2006/2009 年参股国泰航空（持股 30%）、2010 年控股深圳航空（持股 51%）。2021 年公司营收为 745 亿元，同比增长 7%，净亏损为 166 亿元，亏损加大。疫情前公司毛利率维持 15%以上，内生盈利能力强，2019 年归母净利为 64 亿元，为行业第一。
- **公司航网时刻优质，竞争优势难撼动。**1、**航网优质，一线时刻占比高。**公司一线城市时刻占比为 29%，高于东航和南航的 23%，且公司一、二类城市互飞航线占比达 32%，也高于同行。优质航网带来高票价，2019 年公司客公里收益为 0.53 元，高出东航 6%、南航 8%。2、**新增首都机场时刻，航网进一步优化。**大兴机场转场后，公司在首都机场的时刻份额从 47%升至约 70%，领先优势扩大，首都机场的优质客源保障了公司北京航线的高收益。3、**欧美远程航线市占率第一，稀缺国际航权资源丰富。**公司在中欧航线、中美航线的市占率分别为 45%和 28%，排名第一，且多从一线城市出发，航线资源价值高。考虑国际航权资源有限，公司先发优势将继续保持。4、**干线时刻有限，时刻优势更加凸显。**“祖父条款”下，公司航网优势难撼动。同时，干线时刻释放偏紧，公司航网价值将更加凸显。
- **中期业绩弹性高，长期投资价值凸显。**1、**中期供需增速逆转，公司业绩将大幅反弹。**疫情不改航空业长期增长趋势，供给端行业运力引进速度将放缓至个位数，未来市场恢复供需平衡的过程中，供需增速将发生逆转。参照 2009-2010 年供需增速大幅逆转后航司业绩爆发的经验，预计未来有望再现高景气周期。票价市场化持续推进也有望放大公司的业绩弹性。2、**长期票价市场化效应释放，公司盈利中枢有望上行。**中国民航业仍将维持平稳增长，考虑干线机场供给不足将持续，干线市场的实际票价会进一步抬升，公司拥有高品质航网，投资价值将更加凸显，盈利中枢也将上移。

投资建议

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司航网优质，疫情不改核心价值，盈利将提升。预计 2022-24 年归母净利分别为-155/63/146 亿元。给予公司 25 倍 PE 估值，对应 2023 年目标价 10.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期风险、宏观经济增速低于预期风险、公商务出行恢复不及预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险、安全运行风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 联系人
wangkaijie@gjzq.com.cn

内容目录

一、参控股实现版图扩张，内生盈利能力领先	5
1.1 伴随民航改革而发展，积极扩张版图	5
1.2 内生盈利能力强，疫情短暂承压	6
二、公司航网时刻优质，竞争优势难撼动	8
2.1 历史发展形成优质航网，票价水平领先	8
2.2 疫情期间新增首都机场时刻，航网进一步优化	10
2.3 欧美远程航线市占率第一，稀缺国际航权资源丰富	12
2.4 干线时刻释放有限，公司时刻优势更加凸显	15
三、中期业绩弹性高，长期投资价值凸显	16
3.1 中期供需增速逆转，公司业绩将大幅反弹	16
3.2 长期票价市场化效应释放，公司盈利中枢有望上行	23
四、盈利预测与估值分析	25
4.1 盈利预测	25
4.2 投资建议及估值	27
五、风险提示	27

图表目录

图表 1：历史沿革：伴随民航改革而发展，积极扩张版图	5
图表 2：股权结构：中航集团为大股东，实际控制人为国资委（2021 年）	6
图表 3：疫情前公司营收稳步增长	7
图表 4：除 2008 年外，疫情前公司均盈利	7
图表 5：2010 年公司毛利率和净利率为史上最高	7
图表 6：疫情前公司利润最高，而疫情发生后业绩承压相对明显	7
图表 7：2019 年公司国际运力占比为 38%，高于行业	8
图表 8：截止 2021 年底，公司宽体机占比最高	8
图表 9：疫情发生后公司单位座公里成本相对较高	8
图表 10：公司形成四角菱形航网	9
图表 11：公司在首都、深圳、双流机场的市占率领先	9
图表 12：公司一线城市时刻占比较高	9
图表 13：公司一、二类城市互飞航线占比较高	9
图表 14：公司的常旅客数量显著高于可比公司	9
图表 15：公司常旅客收入占比稳步提高	9
图表 16：公司客公里和座公里收益均领跑（2019 年）	10
图表 17：传统航司座公里成本差异不大（2019 年）	10
图表 18：公司扣汇净利率领先其他传统航司	10
图表 19：首都机场距离北京市中心更近	11
图表 20：大兴与首都机场转场安排及相关政策	11

图表 21: 公司在首都机场时刻占比从 47%提升至 71%.....	12
图表 22: 公司在首都机场时刻占比显著领先.....	12
图表 23: 首都机场和大兴机场之间航班的平均票价差距一般在 200 元左右...12	
图表 24: 公司的国际航线网络较为完善 (2019 夏秋)	13
图表 25: 公司在中美航线中市占率领先 (2019 夏秋)	13
图表 26: 公司在中欧航线中市占率领先 (2019 夏秋)	13
图表 27: 公司的欧美洲际航线多从一线城市出发 (2019 夏秋)	14
图表 28: 我国国际航权采用分类管理.....	14
图表 29: 一类国际航线目录.....	14
图表 30: 民航时刻管理持续完善.....	15
图表 31: 2017 年以来前十大机场起降时刻明显下降.....	16
图表 32: 主协调机场时刻占比逐年下降.....	16
图表 33: 2003 年非典、2008 年金融危机后, 航空需求均恢复增长.....	17
图表 34: 2021 年五一假期, 全行业国内票价高于 2019 年.....	17
图表 35: 2021 年五一假期, 全行业国内运输量高于 2019 年.....	17
图表 36: 2021 年高频旅客出行次数占比大幅回升.....	18
图表 37: 预计中国商旅支出于 2024 年恢复至疫情前.....	18
图表 38: 美国主要航司国内客运量为 2019 年 90%, 国际为 88% (5.30-6.5)	18
图表 39: 欧洲日均航班量为 2019 年 85% (6.2-6.8)	19
图表 40: 新冠疫情以来国际线几乎停滞, 需求大幅回落.....	19
图表 41: 2020-2021 年行业飞机引进放缓.....	19
图表 42: 2020 年以来全行业航空公司连续亏损.....	20
图表 43: 上市航司出现大额亏损.....	20
图表 44: 上市航司现金流下降甚至转负.....	20
图表 45: 上市航司资产负债率普遍上升.....	20
图表 46: 2021 年底部分中小航司资不抵债.....	20
图表 47: 2021 年底部分中小航司净资产为负.....	20
图表 48: 老年人新冠疫苗接种率持续增长.....	21
图表 49: 国内药企已布局轻中症新冠小分子治疗药物.....	21
图表 50: 疫情以来需求增速持续不及供给增速.....	21
图表 51: 2008-2010 年三大航供需增速大幅逆转.....	22
图表 52: 2009-2010 年三大航业绩明显爆发.....	22
图表 53: 票价市场化不断推进.....	22
图表 54: 2020 年市场调节价航线数量占比接近 40%.....	23
图表 55: 北上广深互飞航线全票价累计上涨 60%.....	23
图表 56: 预计 2025 年中国民航客运量超 9 亿人次.....	23
图表 57: 人均乘机次数与人均 GDP 正相关.....	24
图表 58: IMF 预测中国人均 GDP 将继续维持增长.....	24

图表 59: 2002 年的行业重组形成三大航集团	24
图表 60: 测算前二十大航线的提价可为公司增加 43 亿利润.....	25
图表 61: 公司经营数据及收入假设.....	25
图表 62: 2022 年燃油附加费逐月增加.....	26
图表 63: 2022 年票价指数超过 2021 年	26
图表 64: 公司成本假设.....	26
图表 65: 可比公司估值比较（市盈率法）	27

一、参控股实现版图扩张，内生盈利能力领先

1.1 伴随民航改革而发展，积极扩张版图

- **国航是中国唯一的载旗航空公司。**中国国航成立于 2004 年，同年于香港和伦敦两地上市，2006 年于上交所上市（股票代码：601111.SH）。公司隶属于中航集团，是中国唯一的载国旗飞行的民用航空公司，长期为国家领导人、外交使团、文化体育代表团等提供专机和包机服务。

图表 1：历史沿革：伴随民航改革而发展，积极扩张版图

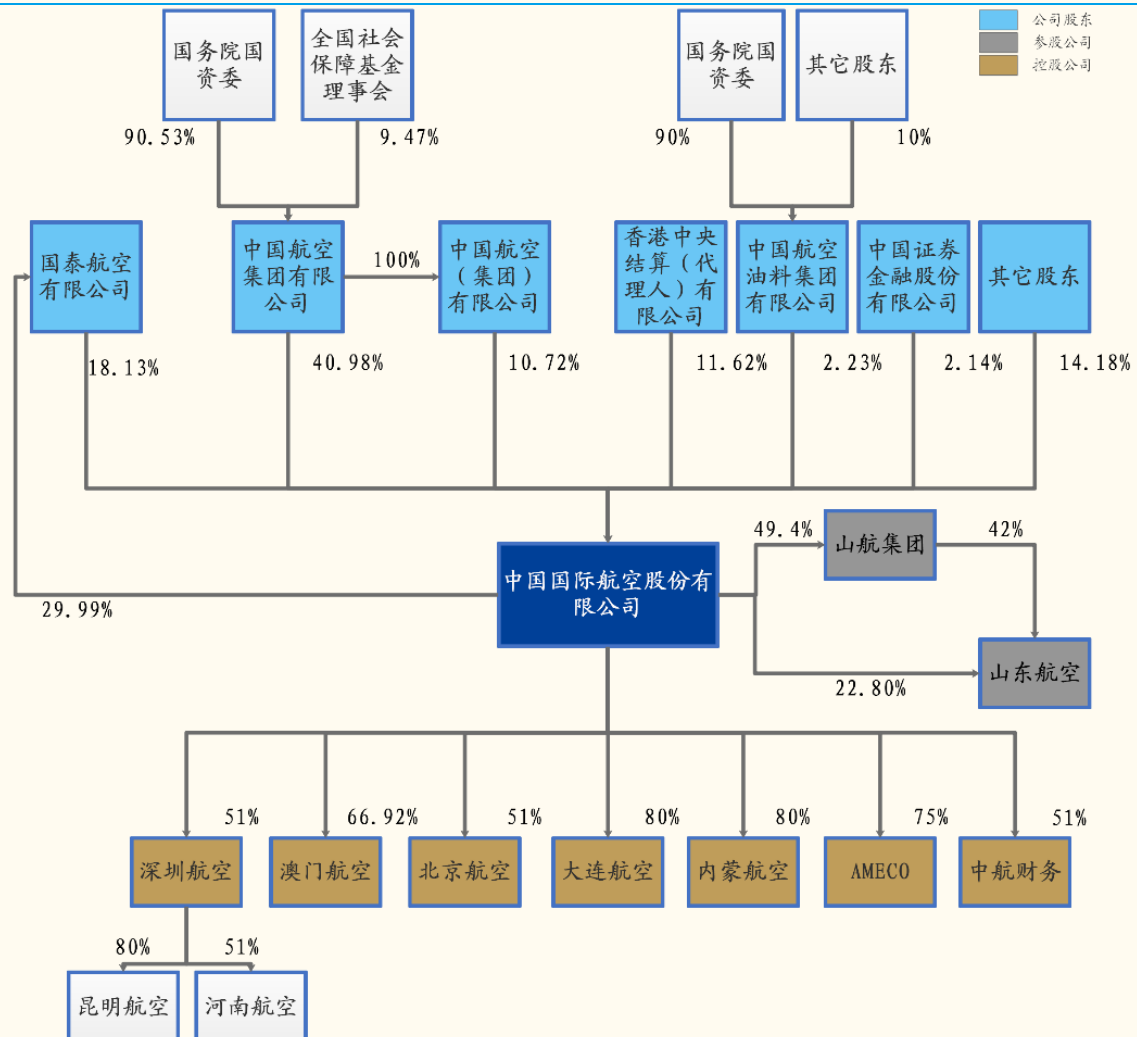
■ 1950年	公司前身中国民航总局北京管理局开始提供航空服务
■ 1988年	原中国国际航空公司成立并承接了民航北京管理局的业务
■ 2002年	原中国国际航空公司作为主体联合原中国航空总公司、原中国西南航空公司组建中航集团
■ 2004年	公司股份制改革完成；于香港和伦敦两地上市；参股山航
■ 2006年	完成A股上市；购入国泰航空10.16%的股份
■ 2009年	增持国泰航空股份至29.99%
■ 2010年	增资控股深圳航空，持股比例为51%
■ 2011年	以公务专、包机为主的北京航空成立，公司控股51%
■ 2018年	剥离国货航

来源：公司公告，国金证券研究所

- **1、公司的成立是中国民航发展的缩影**
 - 公司前身为民航总局北京管理局，自 1950 年开始从事航空服务。为配合中国民航业改革，1988 年原中国国际航空公司成立并承接了民航北京管理局的业务，是中国当时资产最多、运输周转量最大的航空公司。
 - 2002 年 10 月，根据国务院批准的《民航体制改革方案》，原中国国际航空公司作为主体联合原中国航空总公司、原中国西南航空公司组建了中航集团，其中原浙江航空（中国航空总公司的孙公司）和原中国西南航空所有航空主业并入原中国国际航空公司。
 - 2004 年 9 月，中航集团以原中国国际航空公司拥有的相关资产负债、在 23 家企业中持有的股权（或权益）以及货币资金人民币 5.6 亿元作为出资，中航集团全资子公司中航有限以其持有的中航兴业 69% 的股权作为出资，共同发起设立中国国际航空股份有限公司（本公司）。
- **2、公司通过参控股实现业务和版图扩张**
 - 2004 年，中航集团收购山航集团 42% 的股权和山航 B 22.8% 的股份，对山航集团持股比例升至 48%，同年中航集团将持有的山航集团股权、山航 B 股份划转至公司。2007 年，公司收购了山航集团其他股东所持有的 1.4% 股权，对山航集团的持股比例升至 49.4%。
 - 2004 年，国泰航空作为公司的战略投资者认购 H 股发行后总股本的 10%。2006 年 6 月，公司收购 10.16% 的国泰航空股份，同年国泰航空增持公司股份至 15.94%。2009 年，公司增持国泰航空股份至 29.99%，国泰航空通过资本市场增持公司股份至 18.1%。
 - 2010 年 3 月，公司出资 6.82 亿元人民币增持深圳航空股份，持股比例由原先的 25% 增至 51%，成为其控股股东。

- 中航集团为大股东，实际控制人为国资委。公司最大股东为中国航空集团有限公司，持股占比 40.98%，中航集团及其全资子公司合计持股 51.70%，实际控制人为国务院国资委。公司控股深圳航空（含昆明航空）、澳门航空、北京航空、大连航空、内蒙航空等，参股国泰航空与山东航空。

图表 2：股权结构：中航集团为大股东，实际控制人为国资委（2021 年）

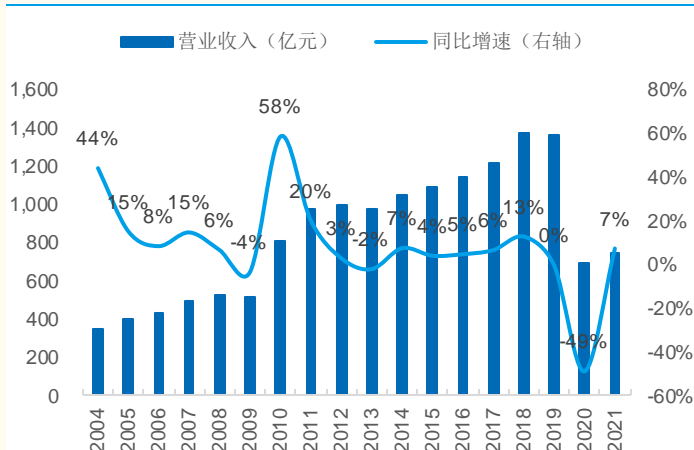


来源：公司公告，国金证券研究所 备注：1、中航有限是中航集团公司的全资子公司，故中航集团公司直接和间接合计持有公司 51.70%的股份。2、公司持有山航集团 49.4%的股权，山航集团持有山东航空 42%的股权，故公司直接和间接持有山东航空 43.548%的股权

1.2 内生盈利能力强，疫情短暂承压

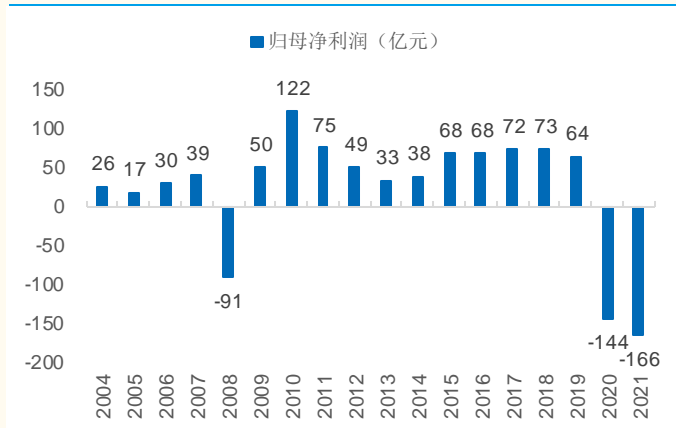
- 疫情前公司营收稳步增长，毛利率基本维持 15%以上。2019 年公司营收为 1362 亿元，2004-19 年复合增长率为 10%；归母净利润为 64 亿元，2004-19 年复合增长率为 6%。受新冠疫情影响，2020-21 年公司营收显著减少，并录得大额亏损。2021 年公司营收为 745 亿元，同比增长 7%，净亏损为 166 亿元，亏损加大。
- 其中，2010 年航空业高景气，公司营收同比增长 58%，归母净利润达 122 亿元，净利率为 15%，为有史以来最高水平。

图表 3: 疫情前公司营收稳步增长



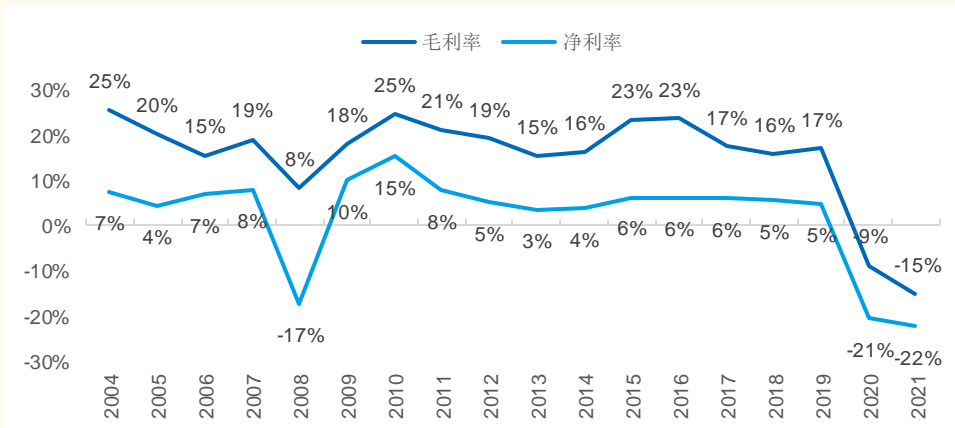
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 除 2008 年外, 疫情前公司均盈利



来源: Wind, 国金证券研究所

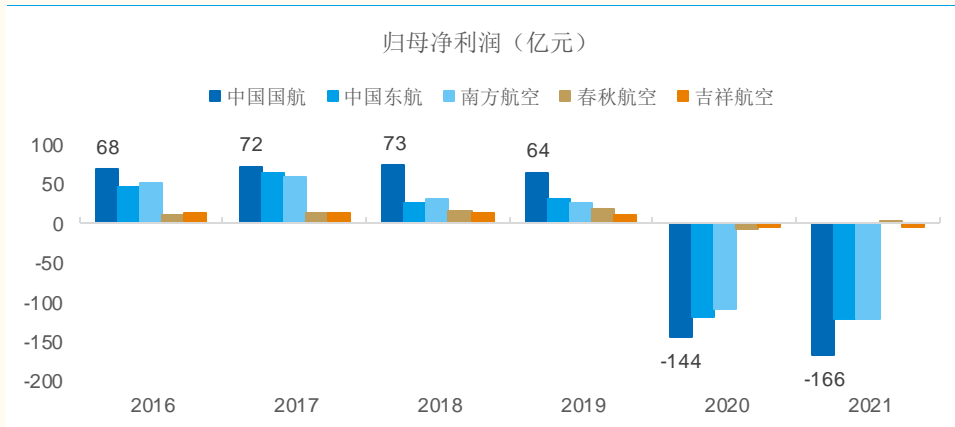
图表 5: 2010 年公司毛利率和净利率为史上最高



来源: Wind, 国金证券研究所

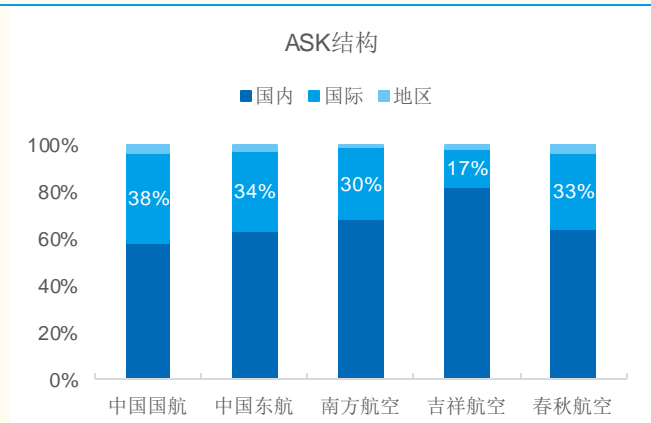
- 公司疫情前净利润行业第一, 疫情期间业绩承压明显。疫情前, 公司净利润为所有上市航司中最高, 2019 年净利润为 64 亿元, 是行业第二名的 2 倍, 而疫情后亏损相对较为严重。主要原因在于, 目前国际客班仍基本执行“五个一”政策, 由于公司运营的国际航线占比高、机队中宽体机占比高, 成本压力相对高于同行。

图表 6: 疫情前公司利润最高, 而疫情发生后业绩承压相对明显



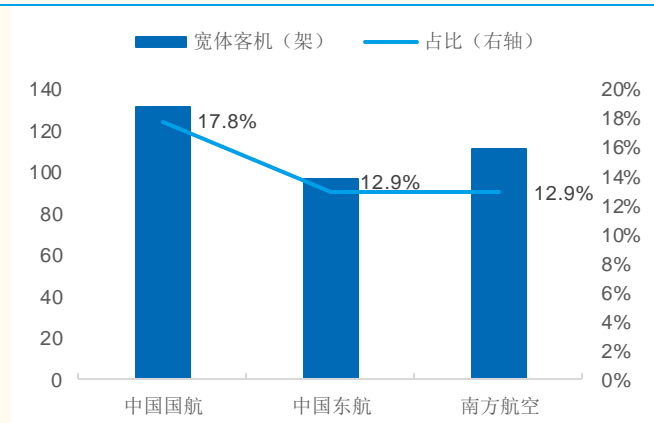
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 2019 年公司国际运力占比为 38%，高于行业



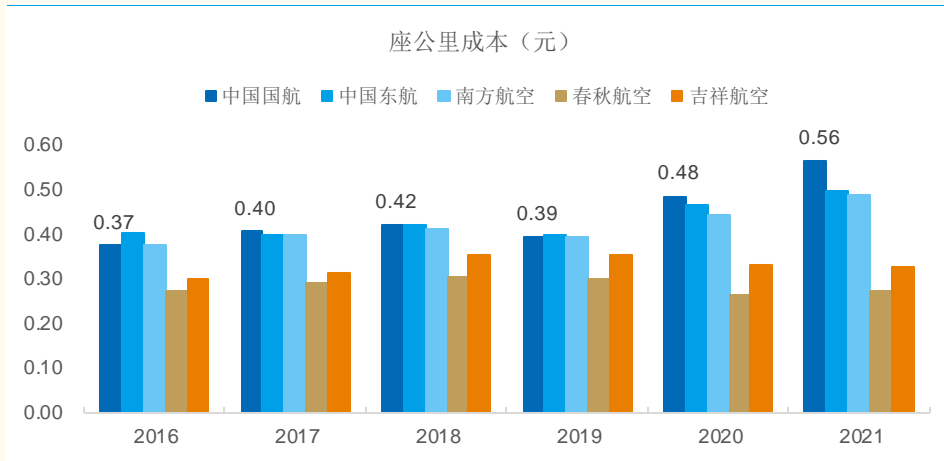
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 截止 2021 年底，公司宽体机占比最高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 疫情发生后公司单位座公里成本相对较高



来源: Wind, 国金证券研究所

二、公司航网时刻优质，竞争优势难撼动

2.1 历史发展形成优质航网，票价水平领先

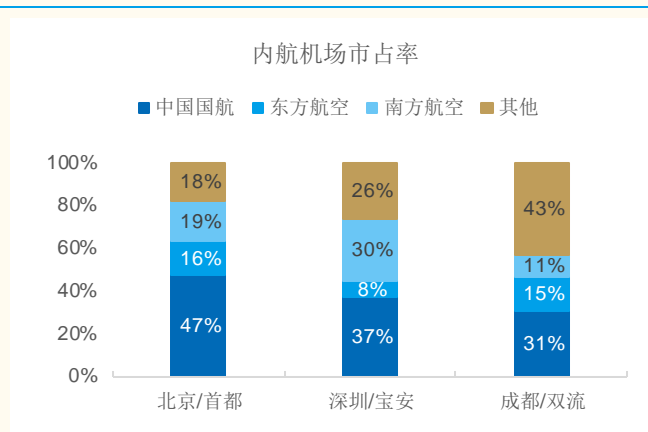
- **通过重组、增资控股等方式形成优质航网。**公司持续打造北京世界级枢纽，建设成都国际枢纽，重点发展长三角和粤港澳大湾区市场，打造出四角菱形航网，覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域。经过 2002 年重组和 2010 年增资深航后，公司在北京、深圳和成都市场具备领先优势，2019 年在北京首都、深圳宝安、成都双流机场的市占率分别为 47%、37% 和 31%。
- **经过多年发展，公司航网保持优质。**经过多年发展，航司航网下沉，公司的航网质量仍位居行业前列。2019 年一线城市时刻占公司时刻的 29%，高于东航和南航的 23%，且公司的一、二类城市互飞航线占比达 32%，也高于东航与南航。

图表 10: 公司形成四角菱形航线



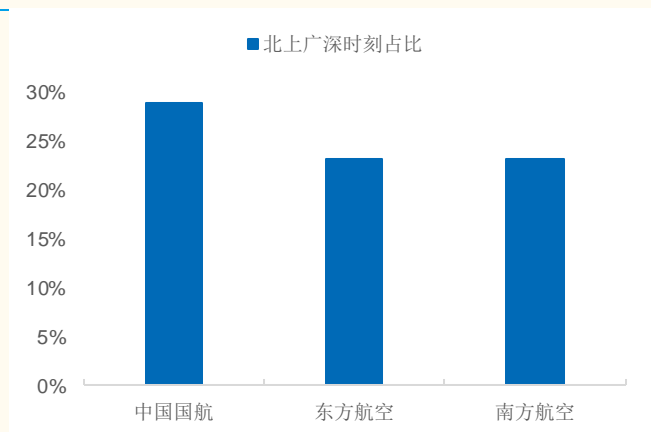
来源: preflight, 航班管家, 国金证券研究所

图表 11: 公司在首都、深圳、双流机场的市占率领先



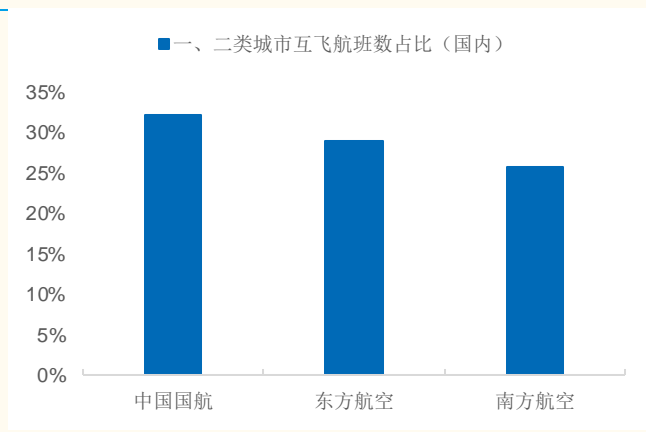
来源: Preflight, 国金证券研究所 备注: 统计口径为 2019 夏秋航季。

图表 12: 公司一线城市时刻占比较高



来源: Preflight, 国金证券研究所 备注: 统计口径为 2019 夏秋航季。

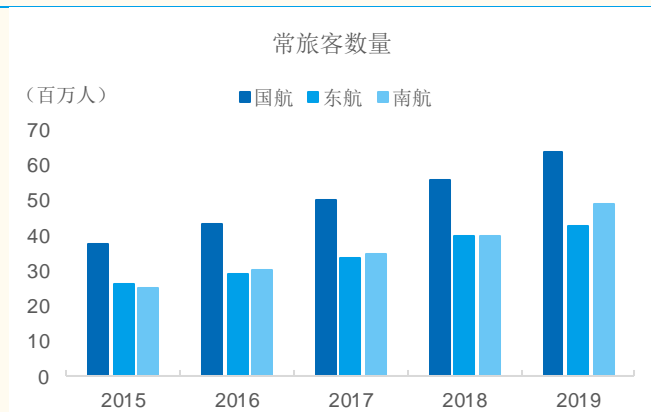
图表 13: 公司一、二类城市互飞航线占比较高



来源: Preflight, 国金证券研究所 备注: 统计口径为 2019 夏秋航季。一类城市为北上广深, 二类城市为其他主协调机场城市。

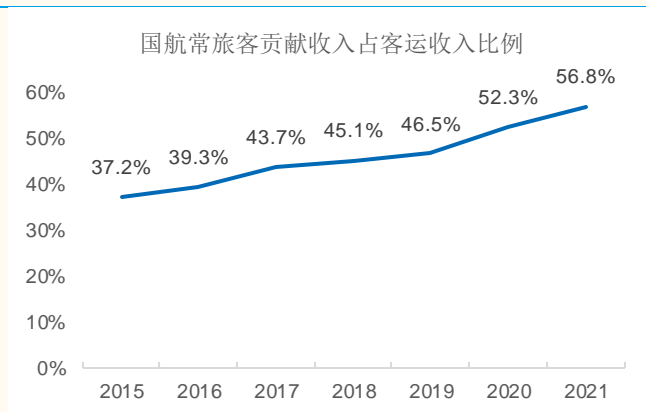
- **公司具备高质量的客户基础。**配合自身枢纽网络战略, 公司定位于中高端公商务主流旅客市场, 拥有中国最具价值的旅客群体。2015-2019 年, 公司常旅客数量高于东航与南航。常旅客对公司的收入贡献稳步提高, 2021 年常旅客收入占客运收入的 56.8%。常旅客多为公商务出行, 需求较为刚性, 且价格敏感度低, 有利于票价水平提升。

图表 14: 公司的常旅客数量显著高于可比公司



来源: 公司年报, 国金证券研究所

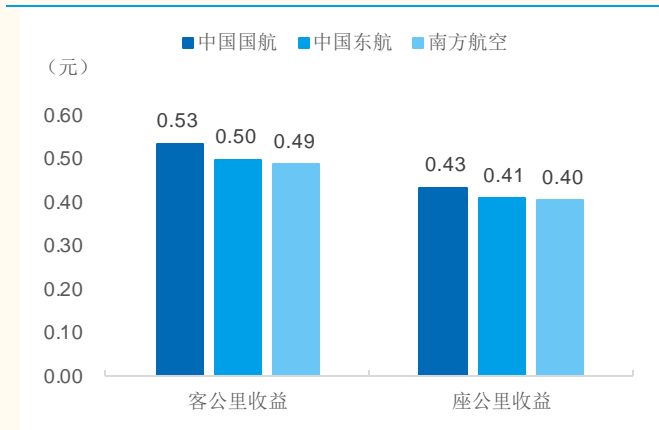
图表 15: 公司常旅客收入占比稳步提高



来源: 公司年报, 国金证券研究所

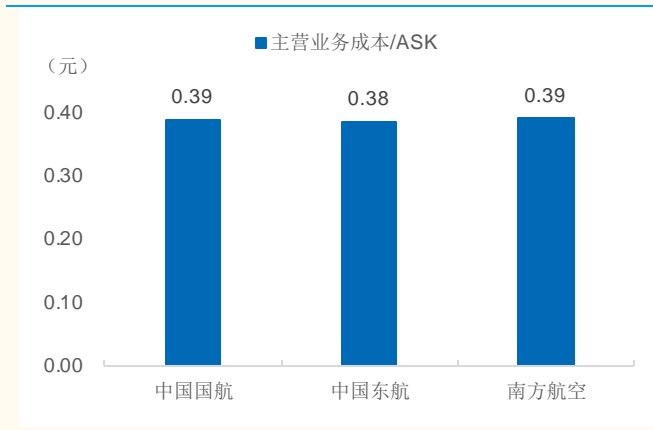
- **票价领先而成本趋同，公司盈利能力领先。**由于航网和客源相对优质，公司的票价水平较高。2019 年公司客公里收益为 0.53 元，分别高出东航 6%、高出南航 8%，座公里收益为 0.43 元，也均高于其他传统航司。传统航司的成本较为同质化，2019 年公司座公里成本为 0.39 元，与东航、南航趋同。在收益高于行业而成本趋同的情况下，公司盈利能力领先，疫情前十年，国航扣汇净利率均领跑东航、南航。

图表 16：公司客公里和座公里收益均领跑（2019 年）



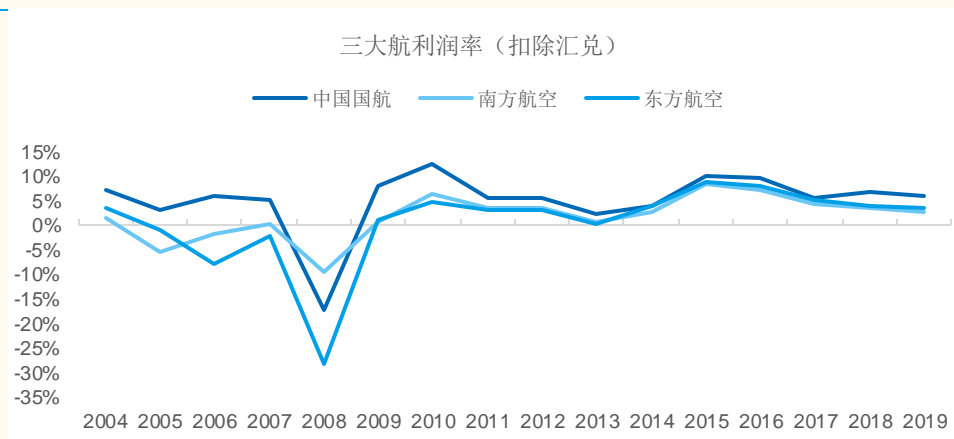
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：传统航司座公里成本差异不大（2019 年）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：公司扣汇净利率领先其他传统航司

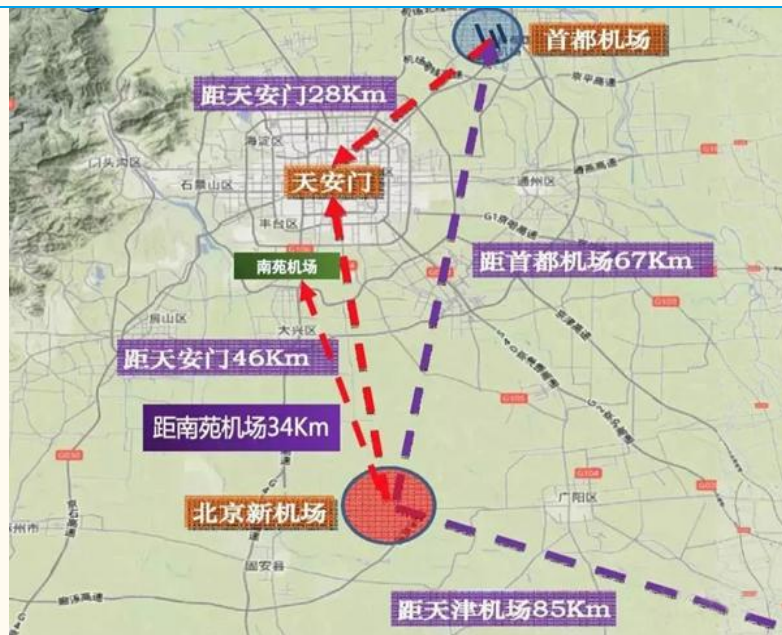


来源：Wind，国金证券研究所

2.2 疫情期间新增首都机场时刻，航网进一步优化

- **大兴机场投产，公司在首都机场的时刻份额提升。**2019 年起，随着南航、东航转场大兴机场，公司在首都机场的份额进一步提升，从 2019 年的 47% 增至 2021-22 年的约 70%。首都机场距离北京市中心更近，方便公商务旅客出行。首都机场和大兴机场之间航班的平均票价差距一般在 200 元左右，首都机场市占率提升将保障公司北京航线的高收益。

图表 19: 首都机场距离北京市中心更近



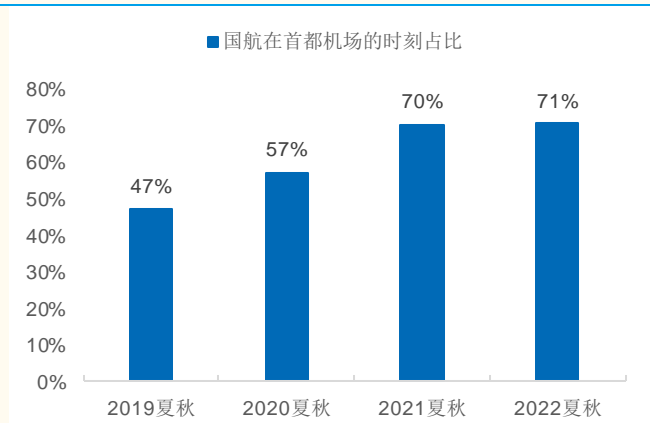
来源: 新民晚报, 国金证券研究所

图表 20: 大兴与首都机场转场安排及相关政策

发布时间	适用范围	出处	政策要点
2018/5/2	国际航线	《北京“一市两场”国际航权资源配置政策》	<p>国际航线在大兴机场投产后四年内平移, 已获批国际航权不变</p> <p>两场视为一个航点, 国际航权配置遵循“同一市场”原则, 由首都机场与大兴机场出发至同一国际城市的航线视为同一条航线</p>
2018/12/28	港澳台及外国航司	《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》	<p>两场航班时刻优化调整工作遵循大兴优先原则, 一次性转场优先于阶段性转场</p> <p>大兴机场与首都机场分别完成转场投运所需行政配比后, 其余时刻均进入航班时刻池, 且 50%以上用于国际和地区航线</p> <p>港澳台及外国航司可自行制定转场投运计划, 可两场运行</p>
			<p>大兴机场定位为大型国际航空枢纽</p> <p>目标: 2025 年大兴机场旅客吞吐量达 7200 万人次、首都机场旅客吞吐量 8200 万人次</p>
	境内航司	《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》	<p>中航集团、海航、大新华航等保留在首都机场运营, 以国航为主基地航空公司</p> <p>东航集团、南航集团、首都航等转场至大兴机场、以东航、南航为主基地航空公司</p> <p>中国邮政航空可两场运行, 其它航司不得两场运行</p>

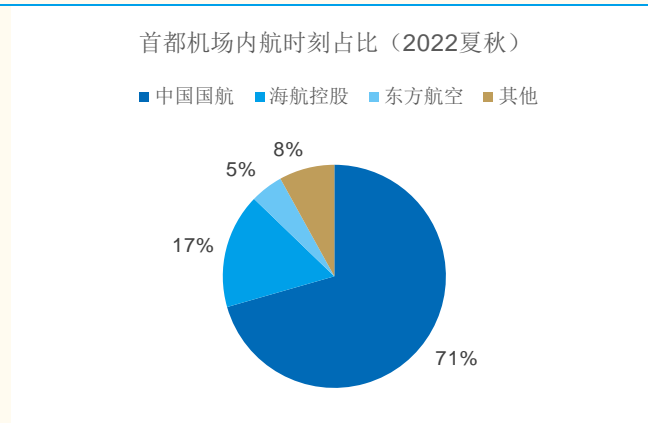
来源: CAAC, 国金证券研究所

图表 21: 公司在首都机场时刻占比从 47%提升至 71%



来源: Preflight, 国金证券研究所

图表 22: 公司在首都机场时刻占比显著领先



来源: Preflight, 国金证券研究所

图表 23: 首都机场和大兴机场之间航班的平均票价差距一般在 200 元左右

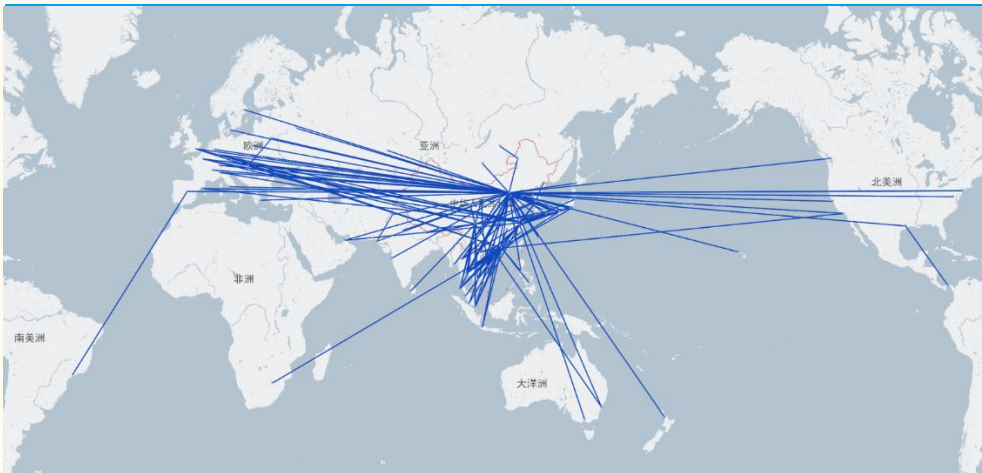


来源: 去哪儿, 国金证券研究所

2.3 欧美远程航线市占率第一, 稀缺国际航权资源丰富

- 公司的国际航线网络完善。2019 年公司经营客运航线达 770 条, 其中国际航线 137 条, 地区航线 27 条; 通航国家及地区 43 个, 通航城市 187 个, 其中国际 65 个, 地区 3 个。此外, 公司通过与星空联盟成员的合作, 将服务进一步拓展到 195 个国家 (地区) 的 1,317 个目的地。

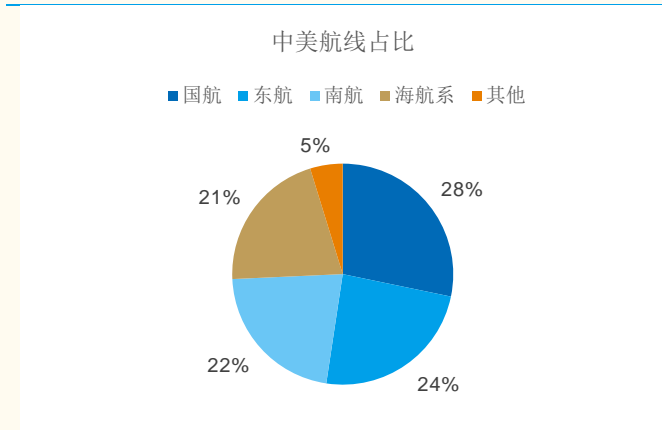
图表 24: 公司的国际航线网络较为完善 (2019 夏秋)



来源: preflight, 航班管家, 国金证券研究所

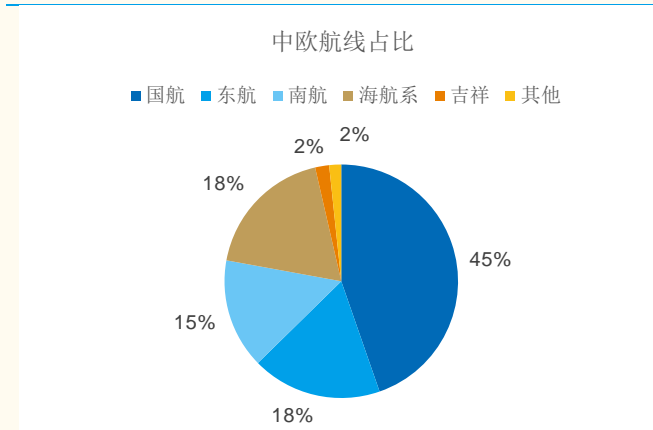
- 公司在欧洲和北美等洲际航线的市占率领先。2019 年公司在北美航线市占率达 28%，超过东航 4pct，超过南航 6pct；公司欧洲航线（不含俄罗斯）市占率达到 45%，优势更为明显，超过东航 27pct，超过南航 30pct。其中，北京至纽约、巴黎、伦敦、旧金山和温哥华 5 条航线均是公司在北京市场的核心远程国际航线，贡献了可观的经济收益。

图表 25: 公司在中美航线中市占率领先 (2019 夏秋)



来源: Preflight, 国金证券研究所 备注: 不包括俄罗斯航线。

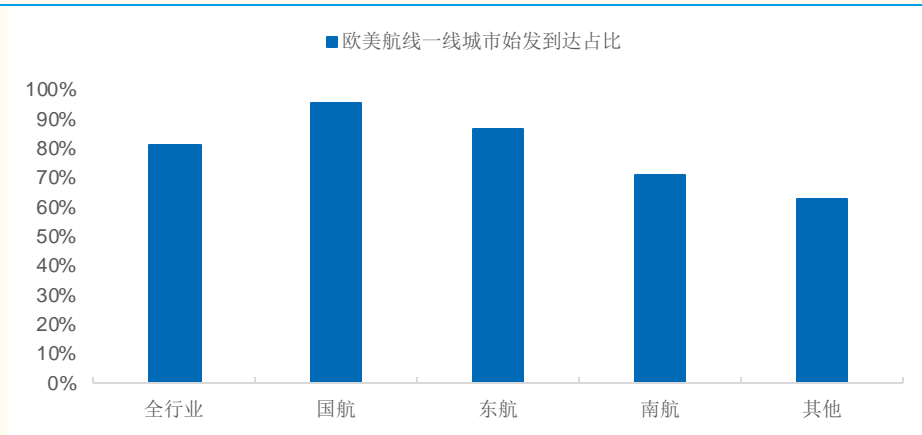
图表 26: 公司在中欧航线中市占率领先 (2019 夏秋)



来源: Preflight, 国金证券研究所

- 国际航权资源有限，公司先发优势将继续体现。根据《我国国际航权利用情况及未来政策建议》，中国航司在美国、德国、日本、韩国的航权利用率较高，均超过 80%。如果仅从中国航司客运航权的利用率情况来看，疫情前至美国一区（客运 180 班/周）、德国（客运 55 班/周）、法国（客运 50 班/周）、英国（客运 100 班/周）等国的客运航权目前已经全部用完。考虑航权资源有限，公司在部分航线上的领先优势将继续保持。
- 公司的欧美洲际航线多从一线城市出发，航线资源价值高。在往返欧洲、美国的洲际航线里，公司有 95% 的航线从一线城市（北上广深）始发或抵达，高于东航的 87% 和南航的 71%，领先优势明显。一线洲际航线的收益好于二线洲际航线，航线资源价值高，在干线时刻紧张及部分国际航权数量有限的情况下，公司已取得先发优势。

图表 27: 公司的欧美洲际航线多从一线城市出发 (2019 夏秋)



来源: preflight, 国金证券研究所

- 我国国际航权采用分类管理, 二类远程国际航线难获取。根据《国际航权资源配置和使用管理办法》, 至东盟十国等航权开放的周边国家的航线为一类国际航线; 至其他国家的航线为二类国际航线, 并进一步将二类国际航线细分为二类远程国际航线 (美洲、欧洲但不包括俄罗斯、大洋洲、非洲) 和二类非远程国际航线。其中, 二类远程国际航线的获取难度相对较大。

图表 28: 我国国际航权采用分类管理

分类	说明	主要内容
一类国际航线	我国至航权开放国家的航线或航权部分开放国家的协议开放航线	不限定指定承运人数量、航线表、运营班次及运力安排
二类远程国际航线	中国国内航点至美洲、欧洲 (不含俄罗斯)、大洋洲、非洲航点的二类国际航线为二类远程国际航线	<p>二类远程客运国际航线逐步引入竞争。对于已有空运企业运营的二类远程客运国际航线, 满足下列条件之一的, 可以新增一家承运人, 且自经营许可颁发之日起 3 年内不批准其他空运企业新进入该航线 (空运企业未在规定期限内开航或在飞空运企业注销航线经营许可的情形除外):</p> <p>(一) 中方空运企业经营班次份额低于 70% 且中外方空运企业平均每周总班次 (一个往返计算为 1 班) 达到 14 班 (含) 的;</p> <p>(二) 未满足第 (一) 款条件, 但自本办法施行之日起, 空运企业独家经营 6 年 (含) 以上的。</p>
二类非远程国际航线	其他国际航线	二类非远程国际航线在符合航权安排的情况下, 不限制承运人数量。

来源: CAAC, 《国际航权资源配置和使用管理办法》, 国金证券研究所

图表 29: 一类国际航线目录

序号	国家	适用航线
1	新加坡、马来西亚、泰国、越南、缅甸、文莱、老挝、柬埔寨、菲律宾、印度尼西亚、马尔代夫、澳大利亚、智利、格鲁吉亚	“中国境内地点 (不含港澳台地区) - 对应国家境内地点”往返航线

2	美国	1、“中国境内地点（不含港澳台地区）-美国塞班、关岛”往返客运航线 2、“中国三区-美国境内点”往返客运航线 3、“中国境内地点（不含港澳台地区）-美国”往返全货运航线
3	瑞典、丹麦、挪威、英国、新西兰	“中国境内地点（不含港澳台地区）-对应国家境内地点”往返全货运航线

来源：CAAC，《国际航权资源配置和使用管理办法》，国金证券研究所

2.4 干线时刻释放有限，公司时刻优势更加凸显

1、“祖父条款”下，公司的航网优势难撼动。

- 我国的航班时刻管理制度不断完善。2005 年，我国第一个关于航班时刻资源配置的规则《民航航班时刻管理暂行办法》出台，在华东和华北试点实施。2010 年，我国开始实施《民航航班时刻管理办法》，对时刻池、协调机场等做了完整的定义。2018 年，民航局修订颁布《民航时刻管理办法》对航班时刻配置做了具体量化的规则设置，设立了明确的可操作性标准。

图表 30：民航时刻管理持续完善

年份	政策	主要内容
2005 年 4 月	《民航航班时刻管理暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> - 我国第一个关于航班时刻资源配置的规则，在华东和华北试点实施 - 提出对时刻的定义：向某一航班提供的在某一机场的某一特定日期的到达或起飞时刻
2008 年 7 月	《民航航班时刻管理暂行办法》	<ul style="list-style-type: none"> - 航班时刻管理由华东和华北试点地区向各地普遍推行，规范当前航班时刻分配与管理工作 - 对航班时刻、特殊航线航班时刻、时刻池、协调机场等做了完整的定义
2009 年 12 月	《关于进一步做好航权航班和时刻管理工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> - 国内航权、航班许可进一步实行分级管理，民航局负责北上广三大城市的四个机场的航权和航班审批许可、其余机场的航权和航班审批许可由相关地区管理局负责
2010 年	《民航航班时刻管理办法》	<ul style="list-style-type: none"> - 明确民航局、空管局及民航各地区管理局在航班时刻管理工作中的职责，明确航班时刻协调分配的原则 - 确定国内航空公司、外航申请航班时刻时应具备的条件及填写规范 - 确立换季航班时刻、日常定期和不定期航班时刻、特殊航班时刻的协调分配管理办法 - 加强对航班时刻分配与管理的监督
2015 年 10 月	《关于印发航班时刻资源市场配置改革试点方案的通知》	<ul style="list-style-type: none"> - 通过改革试点，引入市场竞争机制，打破行政分配模式，探索并建立一种最优配置航班时刻资源的模式
2018 年 1 月	《民航航班时刻管理办法》（修订）	<ul style="list-style-type: none"> - 对航班时刻配置做了具体量化规则设置，配置基数和时刻效能配置系数的乘积，安排分配次序，航班执行率、滥用航班时刻、航班正常性、航空安全水平

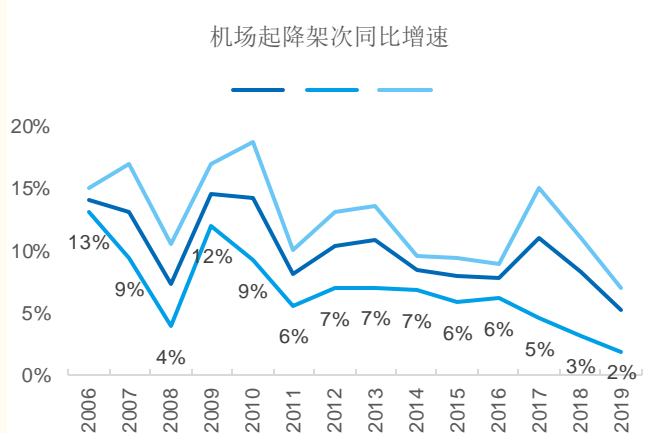
来源：CAAC，国金证券研究所

- **历史优先权规则是核心，公司优势将延续。**根据《民航航班时刻管理办法》，参加航班时刻初级市场配置的航空承运人共分为 4 个优先权，其中上一同航季具有历史优先权资格的航班时刻，享有第一优先权，即我们熟知的“祖父条款”。简单来说，如果航空公司获得了某个时刻，这个时刻将永远归它所有。“祖父条款”下，公司多年积累的干线时刻优势将得以延续。

2、干线时刻饱和，优质时刻更显珍贵。

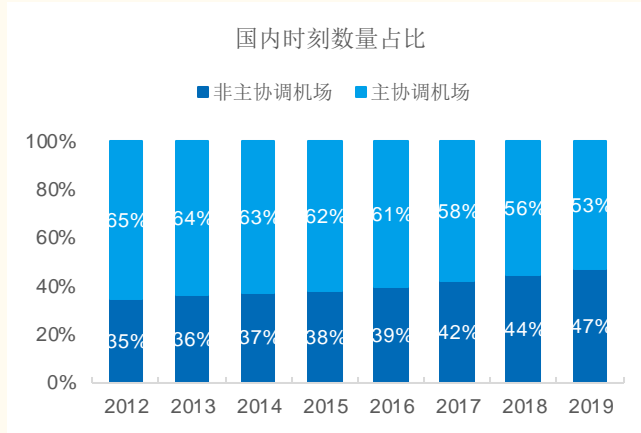
- **中国航空业干线时刻供给受限。**中国民航局于 2017 年 9 月发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》（“115 号文”）。根据规定，从 2017 年冬春航季开始，以 2017 年夏航季季初航班时刻总量和季末航班时刻总量的平均数为基准，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线东南侧机场时刻总量增量控制在 5% 以内。
- **干线机场新增时刻有限，优质时刻价值凸显。**受“115 号文”影响，前十大机场的起降架次增速从 2017 年的 5% 降至 2019 年的 2%。由于主协调机场时刻增速受限，其国内时刻占比从 2017 年的 58% 降至 2019 年的 53%。干线机场航空出行需求旺盛，而供给受限，在此情形下，优质时刻的价值更加凸显。
- **疫情不改公司长期价值。**公司的高盈利能力源自优质的航网时刻，疫情并不影响公司航网结构，且航网仍在优化。疫情影响消除后，公司仍将是我国内生盈利能力最强的航司之一，竞争优势难以撼动。中期看，公司业绩反弹的确定性高；长期看，公司的航网价值将在票价市场化的背景下进一步凸显。

图表 31：2017 年以来前十大机场起降时刻明显下降



来源：CAAC，国金证券研究所

图表 32：主协调机场时刻占比逐年下降



来源：preflight，国金证券研究所

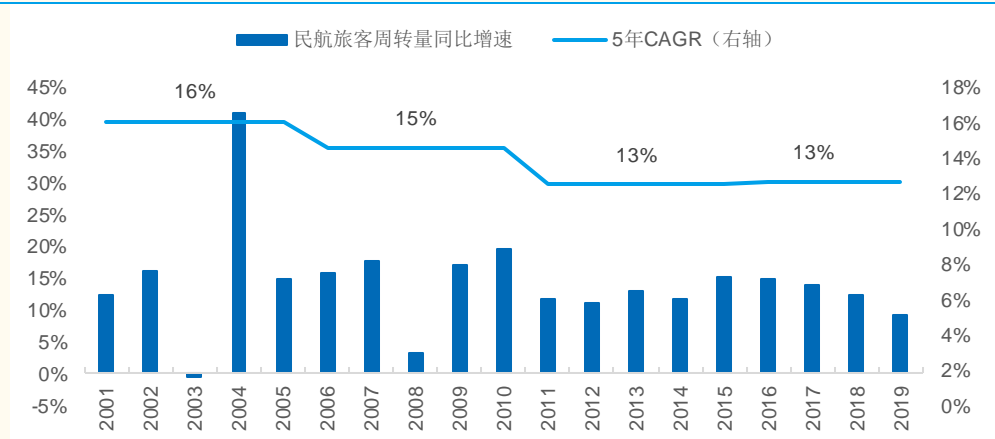
三、中期业绩弹性高，长期投资价值凸显

3.1 中期供需增速逆转，公司业绩将大幅反弹

1、疫情不改航空需求长期增长趋势，需求将恢复增长

- **复盘历史，航空出行需求具备韧性。**2003 年非典、2008 年金融危机后，航空需求均恢复增长，2002-2004 年旅客周转量 CAGR 为 19%，2007-2010 年旅客周转量 CAGR 为 13%，平滑后依然维持双位数增长。

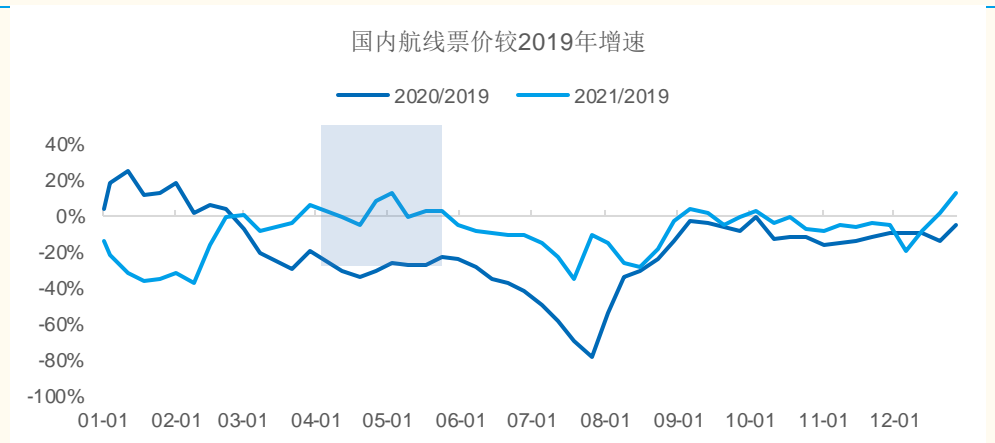
图表 33: 2003 年非典、2008 年金融危机后，航空需求均恢复增长



来源: wind, 国金证券研究所 备注: 考虑 2020 年新冠疫情影响, 5 年 CAGR 对应年份分别为 2000-2005、2005-2010、2010-2015、2015-2019。

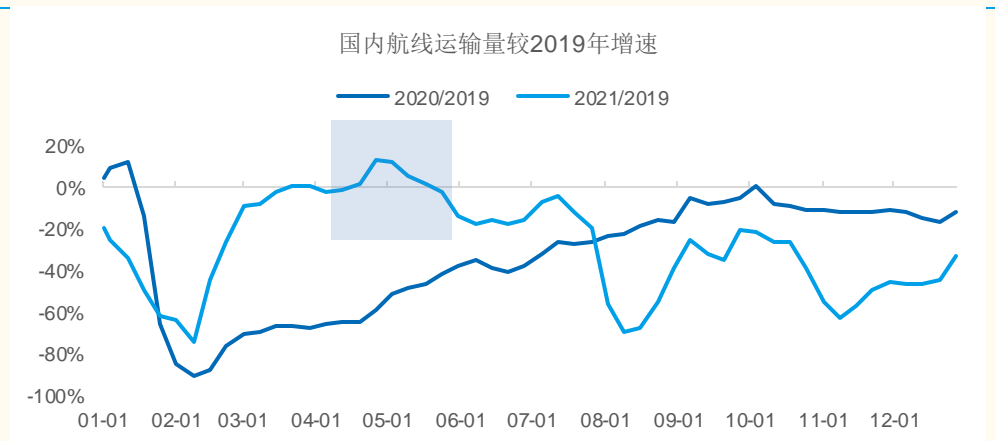
- 我国航空需求仍然旺盛。回顾 2021 年, 疫情防控较好时, 五一假期期间, 增加的国内过剩运力被较好消化, 国内票价和客运量均好于疫情前水平, 反映航空出行的需求仍然旺盛。

图表 34: 2021 年五一假期, 全行业国内票价高于 2019 年



来源: Wind, 国金证券研究所

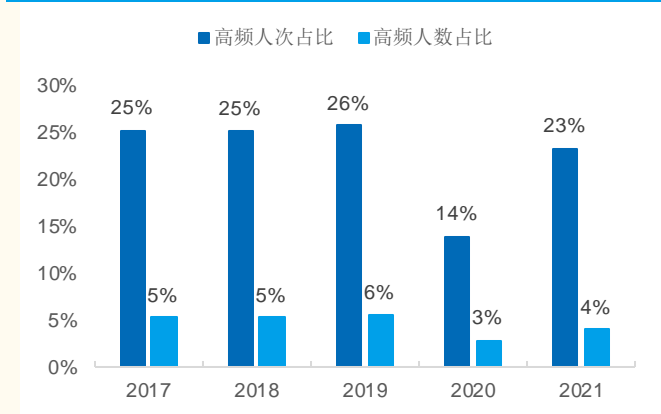
图表 35: 2021 年五一假期, 全行业国内运输量高于 2019 年



来源: Wind, 国金证券研究所

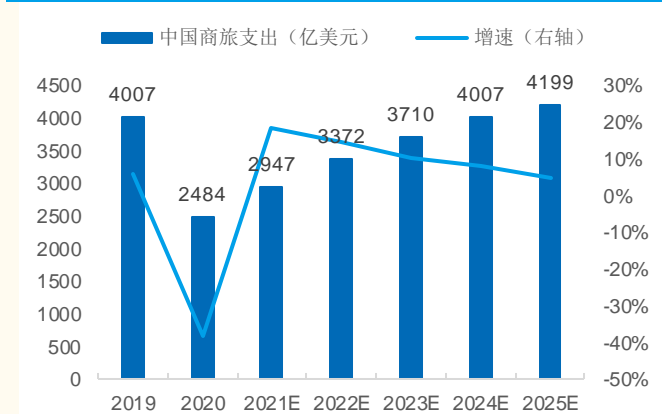
- **公商务出行需求开始恢复。**疫情发生以来，有投资人担心视频会议等将替代公商务出行，长期影响旅客结构。根据去哪儿网数据，公商务需求已开始恢复，2021 年公商务旅客（以高频旅客为代表）的航空出行人次占比为 23.3%，与疫情前 25% 左右的比例相当；高频人数占比回升至 4%。此外，根据 GBTA（全球商旅协会）预测，中国的商务旅行市场有望在 2024 年恢复疫情前水平，商务旅行支出总额将超过 4000 亿美元。

图表 36：2021 年高频旅客出行次数占比大幅回升



来源：去哪儿，国金证券研究所 备注：高频旅客是指年度出行量大于等于 12 次的旅客，这部分旅客具有公商务旅客的特征。

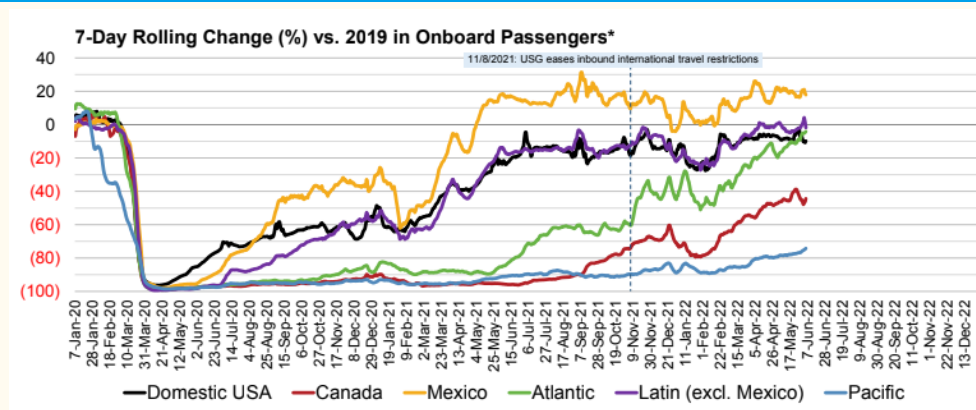
图表 37：预计中国商旅支出于 2024 年恢复至疫情前



来源：GBTA，国金证券研究所

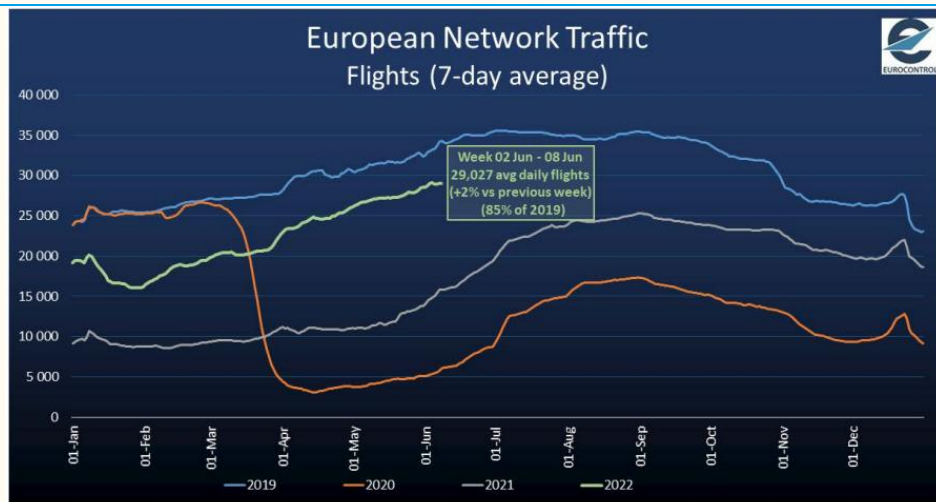
- **海外航空业复苏进程加快。**参考海外恢复节奏，随着出行政策的放松，海外航空业恢复加速。近期美国主要航司的客运量恢复至疫情前约 90%，其中国内恢复 90%，国际恢复 88%；欧洲航司日均航班量为 2019 年 85%。

图表 38：美国主要航司国内客运量为 2019 年 90%，国际为 88%（5.30-6.5）



来源：A4A，国金证券研究所

图表 39: 欧洲日均航班量为 2019 年 85% (6.2-6.8)

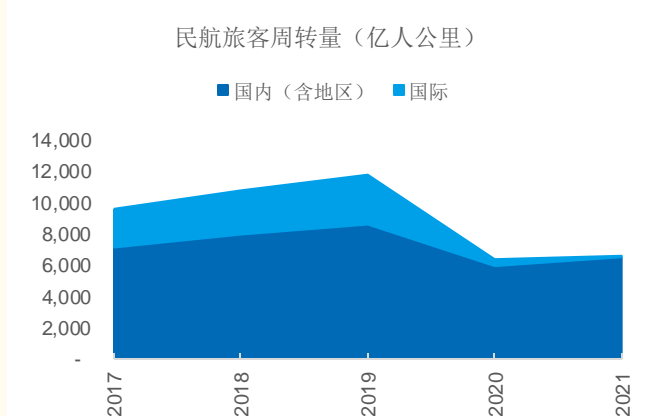


来源: Eurocontrol, 国金证券研究所

2、行业供给增速放缓的确定性高

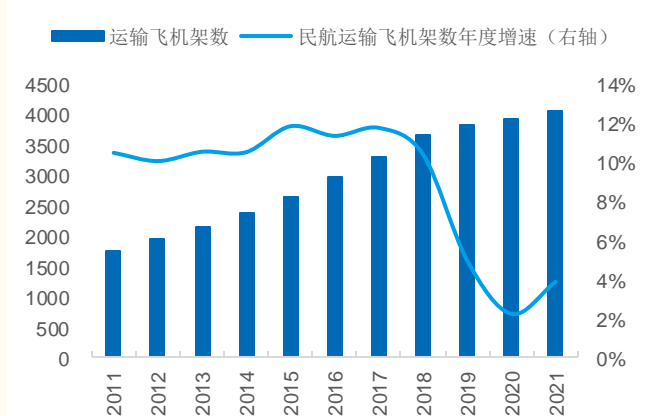
- **疫情导致需求不足，过去两年航司机队增速放缓。**新冠疫情发生以来，国际客班严格执行“五个一”政策，2021 年国际旅客周转量仅为 2019 年同期的 3%，同时，国内疫情出现反复，导致需求受到抑制，运力增速放缓是航司减轻成本压力的必然选择。2020-2021 年，全行业机队规模增速降至 2% 和 4%，显著低于过去 10% 以上的增速。
- **航司过去两年并未签订大单，将影响未来飞机引进速度。**以国航、东航、南航年报披露的飞机引进计划为例，假设待交付 737MAX 机型于 2024 年底引进完毕，我们估算 2021-2024 年国航、东航、南航机队增速 CAGR 分别为 3%、3%、5%，仍远低于历史增速。2024 年可交付的飞机有限，主要原因在于过去两年并未签订大单。考虑自购飞机引进需要 2-3 年，未来两年行业运力增速下降的确定性较高。

图表 40: 新冠疫情以来国际线几乎停滞，需求大幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 2020-2021 年行业飞机引进放缓

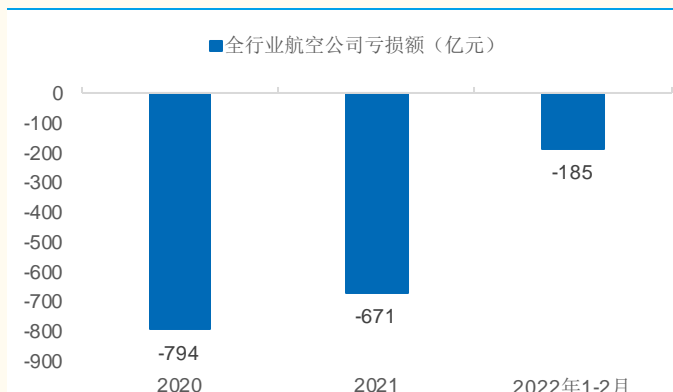


来源: Wind, 国金证券研究所

- **全行业连续亏损，经营性现金流下滑，将影响运力引进。**2020 年、2021 年、2022 年 1-2 月，全行业航空公司分别亏损 794 亿元、671 亿元和 185 亿元。大型上市航司由于宽体机较多，机队周转受限，2020-2021 年亏损额均过百亿。连续的亏损，导致经营性现金流的下降和资产负债表的受损。
- **部分中小航司连年亏损，且缺乏融资渠道，已出现资不抵债。**2021 年底乌鲁木齐航空、福州航空、重庆航空、上海航空、山东航空的净资产为负。

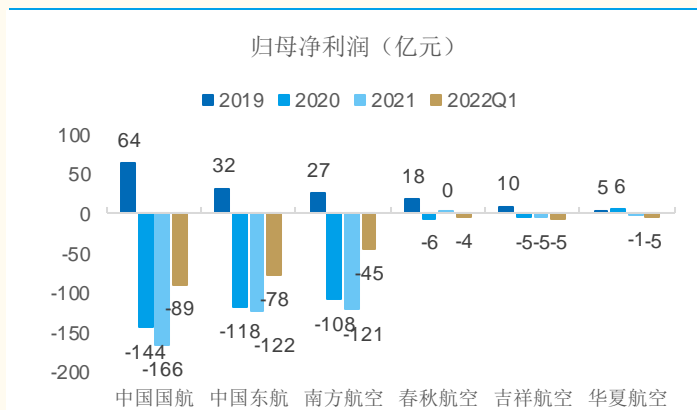
考虑飞机引进需要大额资金，缺乏融资渠道的中小航司或难以按计划引进飞机，造成行业运力增速的下降。

图表 42：2020 年以来全行业航空公司连续亏损



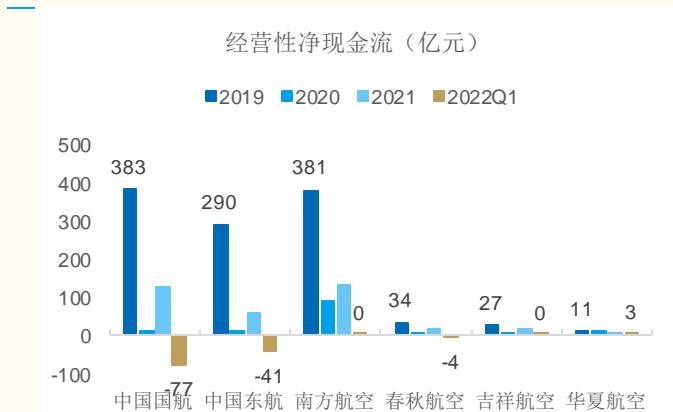
来源：CAAC，国金证券研究所

图表 43：上市航司出现大额亏损



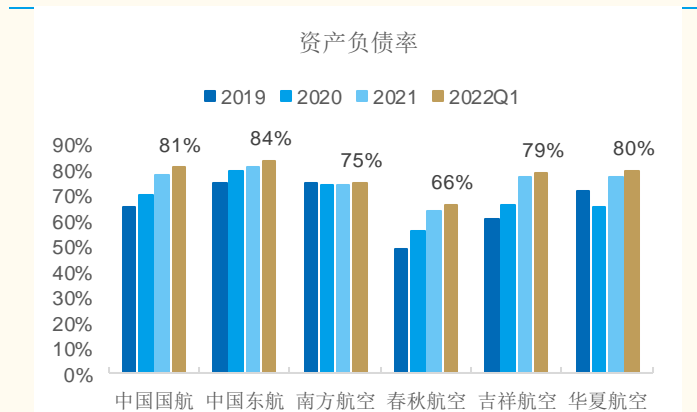
来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：上市航司现金流下降甚至转负



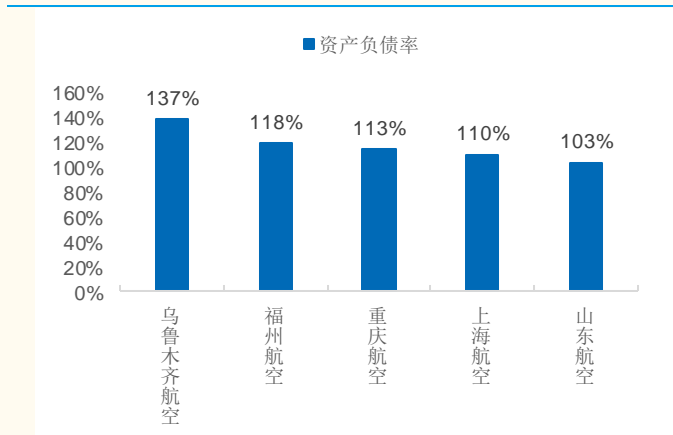
来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：上市航司资产负债率普遍上升



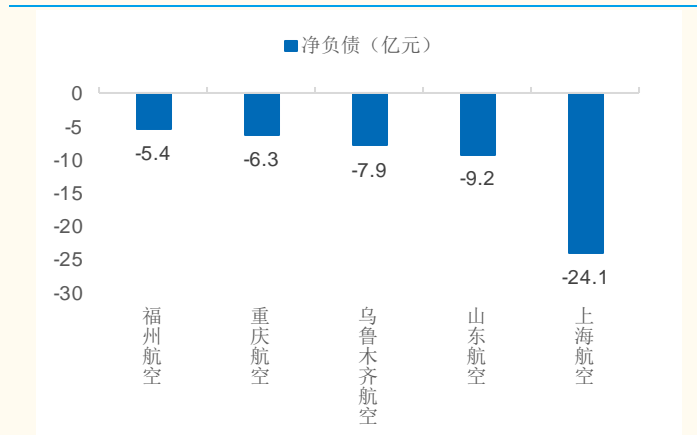
来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：2021 年底部分中小航司资不抵债



来源：Wind，国金证券研究所

图表 47：2021 年底部分中小航司净资产为负

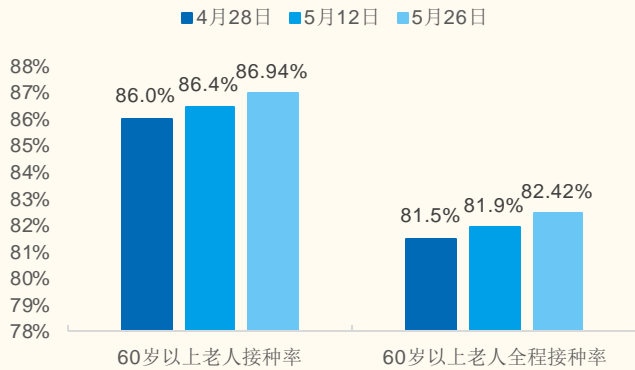


来源：Wind，国金证券研究所 备注：南航完成

3、供需增速将反转，公司业绩反弹可期

- **国际放开的准备逐渐充分。**我国新冠疫苗全程接种率已达 87%，老年人的疫苗接种率继续增长。国内的小分子药物研发布局丰富，研发进度较为领先的普克鲁胺、阿兹夫定、VV116 即将有更多临床数据读出。辉瑞口服药 Paxlovid 已在我国获批。新冠防治体系日趋完善，国际放开的准备逐渐充分。

图表 48：老年人新冠疫苗接种率持续增长



来源：卫健委，国金证券研究所

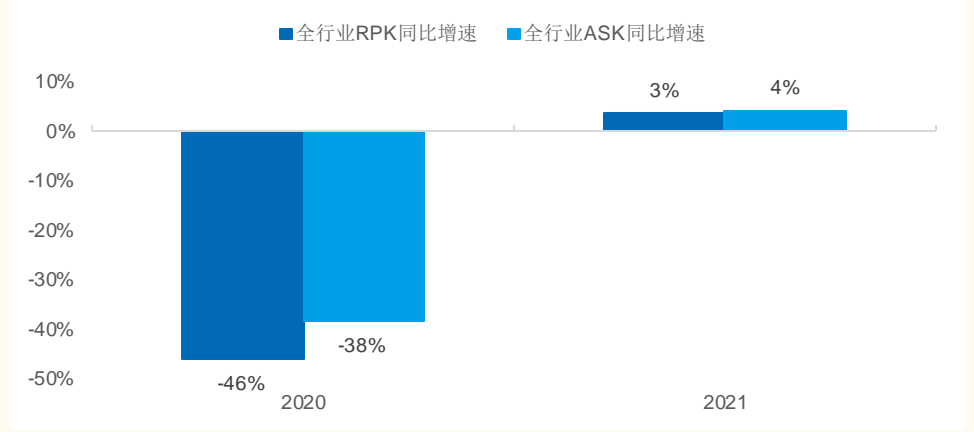
图表 49：国内药企已布局轻中症新冠小分子治疗药物

地区	企业	产品	靶点	进展
海外	辉瑞	Paxlovid	3CL	2021.12 美国 EUA 获批，2022.2 中国获批
海外	默沙东	Molnupiravir	RdRp	2021.12 美国 EUA 获批
海外	盐野义	S-217622	3CL	中国 III 期临床试验完成
国产	君实	VV116	RdRp	全球多中心 IV/III 期中国完成首例入组，与 Paxlovid 头对头 III 期进行中
国产	真实生物	阿兹夫定	RNA 复制	2022.2 完成 II 期部分，提交日本 EUA，全球多中心 III 期启动，FDA IND 批准
国产	开拓药业	普克鲁胺	AR	2022.4 公布美国轻中症 III 期数据，预计 Q2 提交上市，中国轻中症 III 进行中

来源：国金医药团队，国金证券研究所

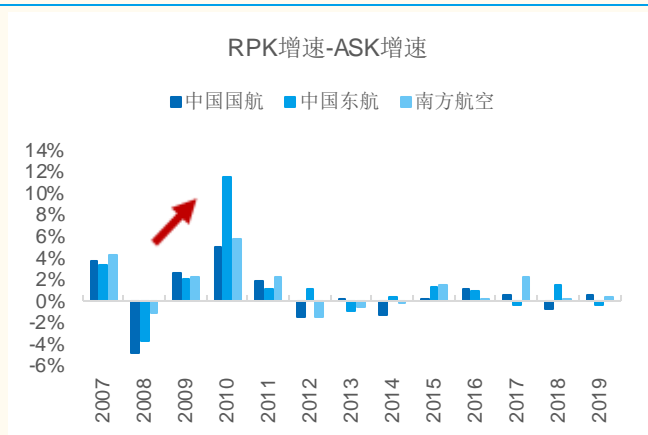
- **需求恢复过程中供需增速将逆转，高景气可期。**在国际放开的过程中，国内过剩运力回归国际，国内国际市场恢复供需平衡，客座率将回归正常。过去两年，行业的需求增速大幅低于供给增速，而在国际逐渐恢复的过程中，将出现需求增速高于供给的现象。参照 2009-2010 年供需增速大幅逆转后航司业绩普遍大幅改善的规律，预计未来有望再现高景气周期。

图表 50：疫情以来需求增速持续不及供给增速



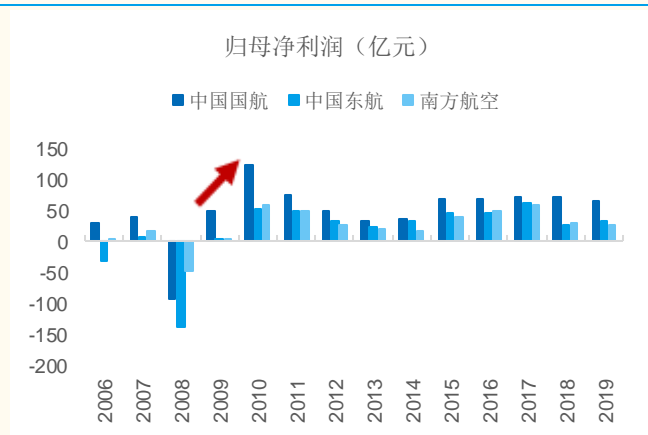
来源：Wind，国金证券研究所

图表 51: 2008-2010 年三大航供需增速大幅逆转



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 2009-2010 年三大航业绩明显爆发



来源: Wind, 国金证券研究所

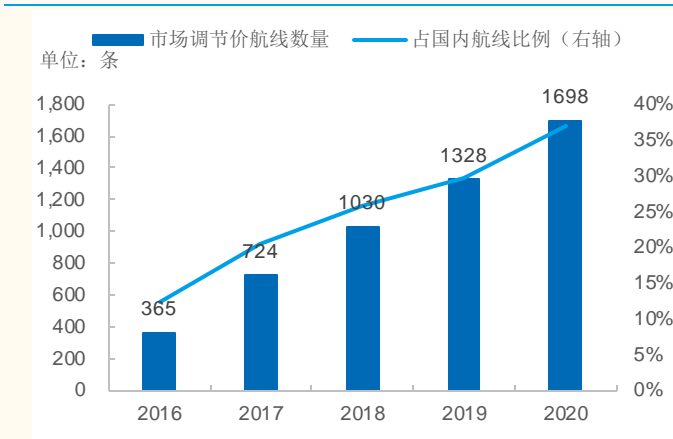
- 票价市场化将进一步释放票价弹性, 增厚利润。2004 年以来, 我国航空运价逐步放开, 越来越多的航线实现市场定价, 2020 年进一步扩大市场调节价航线的范围: 3 家以上 (含 3 家) 航空运输企业参与运营的国内航线, 国内运价实行市场调节价。据统计, 2020 年已有接近 1700 条航线实行市场调节价, 接近国内航线数量的 40%。
- 过去两年多, 全票价提价仍在进行, 北上广深互飞航线已提价 5 次, 全票价累计增长 60%。未来随着国际线逐步恢复, 供需逆转将带动票价提升, 叠加票价市场化打开票价上涨的空间, 预计公司业绩将大幅反弹。

图表 53: 票价市场化不断推进

年份	政策名称	主要内容
2004-03	《民航国内航空运输价格改革方案》、《关于国内航空运价管理有关问题的通知》	- 规定国内航空运价以政府指导价为主, 政府价格主管部门由核定航线具体票价转变为确定航空运输基准价+浮动幅度 (0.75 元/客公里+上浮不超过 25%及或下浮不超过 45%), 并批准 94 条短途航线实行市场调节价
2010-04	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	- 国内航空公司头等舱、公务舱的票价, 从 2010 年年 6 月 1 日起实行市场调节价, 各航空公司可以根据市场状况自主定价
2013-10	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	- 对实行政府指导价的国内航线, 取消票价下浮幅度限制 - 对部分与地面主要交通运输方式形成竞争, 且由两家 (含) 以上航空公司共同经营的国内航线, 由实行政府指导价改为市场调节价
2014-11	《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》	- 放开民航国内航线货物运输价格, 进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的部分短途航线旅客运输票价 - 在 2004 年的旧标准基础上对基准票价的计算公式做了更新, 普通航线旅客运输基准票价最高水平=LOG (150, 航线距离×0.6) × 航线距离×1.1; 高原航线旅客运输基准票价最高水平=LOG (150, 航线距离×0.6) × 航线距离×1.3。航空公司可以基准票价为基础, 在上浮不超过 25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平
2016-10	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	- 进一步扩大市场调节价航线范围, 800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定 - 此次政策新增市场调节价国内航线 375 条
2017-12	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	- 有 5 家及以上航空运输企业参与运营的国内航线, 国内旅客运价要实行市场调节价, 由航空运输企业依法自主制定 - 每航季调整的航线条数, 原则上不得超过本企业上个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, 运价涨幅不得超过 10%
2020-11	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	- 此次政策新增市场调节价国内航线 306 条 - 自 2020 年 12 月 1 日起, 3 家以上 (含 3 家) 航空运输企业参与运营的国内航线, 国内运价实行市场调节价 - 此次政策新增市场调节价国内航线 370 条

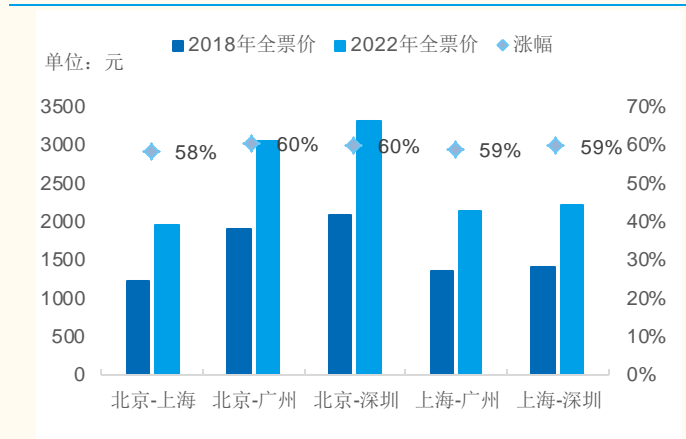
来源: CAAC, 国金证券研究所

图表 54: 2020 年市场调节价航线数量占比接近 40%



来源: CAAC, 国金证券研究所

图表 55: 北上广深互飞航线全票价累计上涨 60%



来源: 携程, 国金证券研究所

3.2 长期票价市场化效应释放, 公司盈利中枢有望上行

1、中国航空业成长空间广阔

- **中国民航业将迈入万亿级时代。**根据世界银行预测, 中国人口在 2025 年将达到 14.28 亿人; 根据空客公司《全球市场预测报告 (2021-2040)》, 中国人均乘机次数在 2025 年将达到约 0.675 次。
- 据此我们预测中国航空客运量在 2025 年达到 9.6 亿人次, 2019-2025 CAGR 为 6%, 与民航十四五规划的 5.9% 较为接近, 较以往的双位数增长有所放缓。按 2019 年行业平均票价 980 元为基准, 则 2025 年对应市场规模接近万亿元, 远高于当前规模。
- 中国航空市场增长的驱动因素为: 中国民航业仍处于成长阶段, 伴随经济的增长, 人均乘机次数有较大的提升空间。

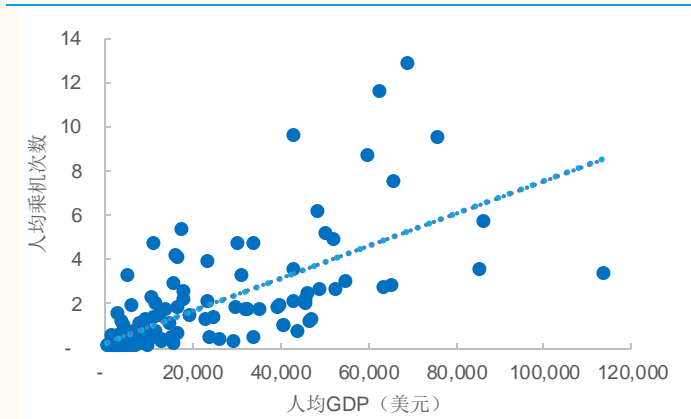
图表 56: 预计 2025 年中国民航客运量超 9 亿人次

	2019	2025E	2030E	2035E	2040E
中国人口 (亿人)	14.08	14.28	14.33	14.29	14.16
民航旅客运输量 (亿人次)	6.6	9.6	13.4	17.6	22.5
期间 CAGR 增速	/	6%	7%	6%	5%
人均乘机次数 (次)	0.47	0.675	0.932	1.235	1.592
航空市场规模 (万亿元)	0.65	0.95	1.31	1.73	2.21

来源: 世界银行、Airbus, 国金证券研究所

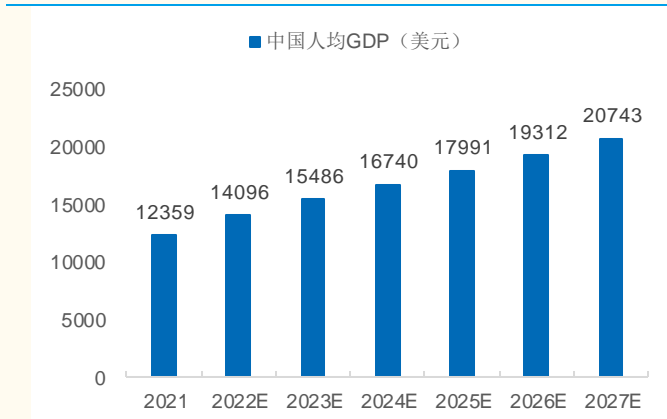
- **航空出行需求与经济发展高度相关。**商务出行和因私出行均与经济发展相关度高。(1) 商务旅客的出行需求与宏观经济相关度高, 经济周期的波动会对商务旅客航空出行需求造成影响; (2) 因私出行旅客的出行需求多来自旅游, 随着人均 GDP 的不断提升, 消费水平随之提升, 旅游出行的人数和比例将保持稳定增长, 推动航空客运需求持续上行。
- **中国公民乘机次数存提升空间。**公民人均乘机次数与人均 GDP 呈正相关的关系, 经济越发达, 则人均乘机次数越高。按照 IMF 的预测, 中国人均 GDP 将持续增长, 故中国公民的人均乘机次数也将伴随经济发展而增长。

图表 57: 人均乘机次数与人均 GDP 正相关



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表 58: IMF 预测中国人均 GDP 将继续维持增长



来源: IMF, 国金证券研究所

2、行业增长从量到价，公司价值凸显

- **公司具备高品质航网，长期投资价值凸显。**随着行业规模的扩大，或难以维持双位数的高增速。考虑干线机场供给不足仍将持续，供需矛盾将更加突出，干线市场的实际票价会进一步抬升，未来行业增长逻辑将从量到价，公司拥有高品质航网，投资价值将凸显。长期看，伴随票价市场化效应的累积，公司整体票价水平将上行，盈利中枢也将上移。

图表 59: 2002 年的行业重组形成三大航集团

9 大民航总局直属航司（当时主要基地）	三大航空集团
中国国际航空公司（北京）	→ 中航集团
中国航空总公司（孙公司浙江航空：杭州）	
中国西南航空公司（成都）	
中国东方航空公司（上海）	→ 东航集团
中国西北航空公司（西安）	
中国云南航空公司（昆明）	
中国南方航空集团公司（广州）	→ 南航集团
中国北方航空公司（沈阳）	
新疆航空公司（乌鲁木齐）	

来源: CAAC, 国金证券研究所

- **票价市场化效应将大幅提升公司盈利能力。**以 2018 年为基准静态测算前 20 大航线提价效应，假设折扣率下降 10%，公司净利润有望增加 43 亿元。2018 年公司扣汇净利润为 93 亿元，则公司潜在净利润为 136 亿元。考虑到客运量的提升、票价市场化的持续推进、以及更多航线的提价效应，公司利润增量的弹性将会更大。

图表 60：测算前二十大航线的提价可为公司增加 43 亿利润

序号	航线	2018 年全票价（元）	2022 年全票价（元）	收入增量（亿元）
1	北京-上海	1240	1960	9.0
2	广州-上海	1350	1950	0.8
3	上海-深圳	1400	1690	0.5
4	广州-北京	1910	3060	7.4
5	成都-北京	1850	2690	7.4
6	北京-深圳	2280	3320	7.9
7	成都-上海	1760	2560	2.8
8	重庆-上海	1550	2050	0.4
9	广州-成都	1430	2070	2.4
10	成都-深圳	1620	2580	6.0
.....
预计收入增量				57
预计利润增量				43

来源：Wind，携程，国金证券研究所

四、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

- 经营数据方面，考虑 2022 年上半年国内疫情影响，及 2023 年逐步放开国际航线，预计公司 2022-2024 年可用座公里分别同比-1%/+76%/+28%，客座率分别为 72%/75%/82%；考虑燃油附加费征收拉动国内票价水平，预计 2022-2024 年客公里收益分别为 0.68 元、0.63 元、0.56 元，同比增速分别为+22%/-7%/-10%。
- 收入方面，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 902 亿元、1404 亿元和 1720 亿元，同比增速分别为+21%/+56%/+23%。

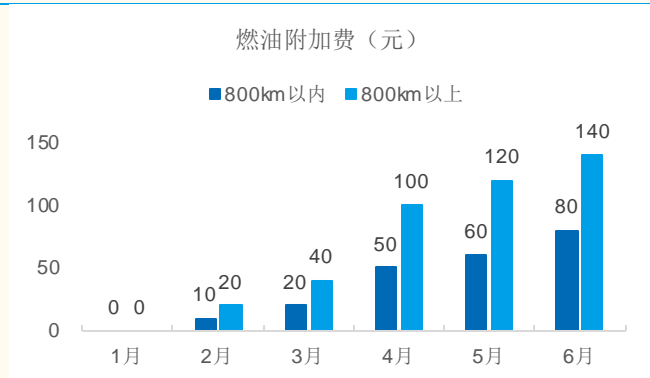
图表 61：公司经营数据及收入假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
可用座公里（百万）	287,788	156,061	152,445	150,314	264,887	339,339
yoy	5%	-46%	-2%	-1%	76%	28%
客座率	81%	70%	69%	72%	75%	82%
客公里收益（元）	0.53	0.51	0.56	0.68	0.63	0.56
yoy	-2%	-5%	10%	22%	-7%	-10%
营业收入拆分（百万元）						
-国内客运航线收入	81,555.2	45,305.5	53,974.7	63,934.4	94,102.5	104,996.8
yoy	2.4%	-44.4%	19.1%	18.5%	47.2%	11.6%
-国际客运航线收入	37,271.1	9,642.6	3,482.9	8,886.6	27,933.0	45,572.9
yoy	5.9%	-74.1%	-63.9%	155.1%	214.3%	63.2%
-港澳台地区客运航线收入	5,698.3	777.5	859.6	513.0	2,726.0	6,637.5
yoy	1.3%	-86.4%	10.6%	-40.3%	431.4%	143.5%

货邮运输收入	5,732.2	8,553.4	11,113.3	11,294.6	9,487.5	7,969.5
yoy	-49.7%	49.2%	29.9%	1.6%	-16.0%	-16.0%
其他业务收入	5,924.0	5,223.5	5,101.7	5,611.9	6,173.0	6,790.3
yoy	19.9%	-11.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业收入合计	136,180.7	69,503.7	74,531.7	90,240.4	140,422.0	171,967.1
yoy	-0.4%	-49.0%	7.2%	21.1%	55.6%	22.5%

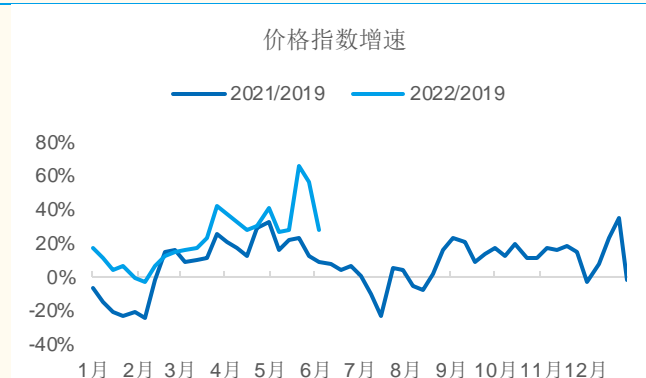
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 62：2022 年燃油附加费逐月增加



来源：CAAC，国金证券研究所

图表 63：2022 年票价指数超过 2021 年



来源：TravelSky，国金证券研究所

- 成本方面，预计公司 2022-2024 年营业成本分别为 981 亿元、1191 亿元和 1401 亿元，同比增速分别为+15%/+21%/+18%。2022-2024 年单位营业成本分别为 0.65 元、0.45 元和 0.41 元，呈现先升后降趋势。
- 其中，预计 2022-2024 年公司单位航油成本为 0.2 元、0.15 元、0.15 元，主要基于：（1）根据 IEA 预测数据，假设 2022-24 年油价同比+50%/-10%/0%；（2）单位 ASK 耗油量逐步下降并恢复至 2019 年水平。

图表 64：公司成本假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
单位航油成本（元）	0.12	0.09	0.14	0.20	0.15	0.15
单位起降及停机费用（元）	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
单位折旧租赁费用（元）	0.07	0.12	0.13	0.14	0.08	0.07
单位维修成本（元）	0.02	0.04	0.05	0.05	0.03	0.02
单位人工成本（元）	0.22	0.19	0.20	0.21	0.21	0.22
座公里成本（元）	0.39	0.48	0.56	0.65	0.45	0.41
营业成本（百万元）	113,245.8	75,631.1	85,328.0	98,085.0	119,071.5	140,064.1
yoy	-1.6%	-33.2%	12.8%	15.0%	21.4%	17.6%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 盈利方面，预计 2022-24 年毛利率分别为-8.7%、15.2%和 18.6%，归母净利润分别为-155/63/146 亿元，净利率分别为-17.2%、4.5%和 8.5%。

4.2 投资建议及估值

- **首次覆盖给予“买入”评级。**考虑航空业为周期行业，采用相对法进行估值，可比公司选择同为传统航司的中国东航和南方航空。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为-1.07 元、0.43 元、1.00 元。参考可比公司，给予公司 25 倍 PE 估值，对应 2023 年目标价 10.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 65：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
600115.SH	中国东航	4.59	-0.63	-0.65	-0.49	0.19	0.50	-7	-7	-9	25	9
600029.SH	南方航空	6.27	-0.64	-0.71	-0.37	0.25	0.60	-10	-9	-17	25	11
平均值											25	10
601111.SH	中国国航	9.34	-0.99	-1.15	-1.07	0.43	1.00	-9	-8	-9	22	9

来源：Wind，国金证券研究所 注：可比公司盈利预测取 Wind 一致预期。

五、风险提示

- **疫情影响超预期风险。**疫情等突发性公共卫生事件，对航空客运需求造成巨大冲击，疫情的持续演变存在较大的不确定性，对航空公司的正常运营将产生较大影响。
- **宏观经济增速低于预期风险。**航空运输业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业。民航运输业受宏观经济景气度的影响较大，宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减，进而影响航空运输需求。
- **公商务出行恢复不及预期风险。**公司的公商务客源占比相对较多，若疫情结束后，部分公商务出行仍被视频会议等形式替代，或在一定程度上影响公司的恢复节奏。
- **人民币汇率贬值风险。**航空公司有较多外币负债且外币负债主要以美元负债为主，在美元兑人民币汇率大幅波动情况下，美元负债将因此产生较大金额的汇兑损益，直接影响当期利润，对航空公司经营业绩造成较大影响。
- **油价大幅上涨风险。**航油成本是航空公司最主要的成本支出之一。国际油价水平大幅波动将对航油价格水平和燃油附加费收入产生较大影响，进而影响航空公司经营业绩。
- **安全运行风险。**安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提和基础。恶劣天气、机械故障、人为差错、飞机缺陷以及其他不可抗力事件等都可能对航空公司的飞行安全、空防安全、运行安全造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	136,181	69,504	74,532	90,240	140,422	171,967
增长率		-49.0%	7.2%	21.1%	55.6%	22.5%
主营业务成本	-113,246	-75,631	-85,844	-98,085	-119,071	-140,064
%销售收入	83.2%	108.8%	115.2%	108.7%	84.8%	81.4%
毛利	22,935	-6,127	-11,312	-7,845	21,351	31,903
%销售收入	16.8%	n.a	n.a	n.a	15.2%	18.6%
营业税金及附加	-274	-217	-268	-316	-491	-602
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-6,637	-4,366	-4,452	-5,234	-7,583	-8,598
%销售收入	4.9%	6.3%	6.0%	5.8%	5.4%	5.0%
管理费用	-4,445	-4,123	-4,499	-4,332	-4,774	-5,503
%销售收入	3.3%	5.9%	6.0%	4.8%	3.4%	3.2%
研发费用	-491	-179	-153	-180	-421	-688
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	11,087	-15,012	-20,683	-17,906	8,081	16,512
%销售收入	8.1%	n.a	n.a	n.a	5.8%	9.6%
财务费用	-6,169	-1,309	-4,127	-8,702	-6,141	-5,665
%销售收入	4.5%	1.9%	5.5%	9.6%	4.4%	3.3%
资产减值损失	-38	-383	-174	-54	-5	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	538	-5,916	-746	0	1,500	3,000
%税前利润	5.9%	n.a	n.a	0.0%	18.4%	16.0%
营业利润	9,178	-18,500	-21,851	-22,162	8,160	18,805
营业利润率	6.7%	n.a	n.a	n.a	5.8%	10.9%
营业外收支	-74	25	16	10	0	0
税前利润	9,105	-18,475	-21,835	-22,152	8,160	18,805
利润率	6.7%	n.a	n.a	n.a	5.8%	10.9%
所得税	-1,853	2,652	3,006	4,430	-1,632	-3,761
所得税率	20.3%	n.a	n.a	n.a	20.0%	20.0%
净利润	7,252	-15,822	-18,829	-17,722	6,528	15,044
少数股东损益	843	-1,413	-2,187	-2,205	245	490
归属于母公司的净利润	6,409	-14,409	-16,642	-15,517	6,283	14,554
净利率	4.7%	n.a	n.a	n.a	4.5%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,252	-15,822	-18,829	-17,722	6,528	15,044
少数股东损益	843	-1,413	-2,187	-2,205	245	490
非现金支出	21,605	20,942	21,248	15,672	16,464	17,538
非经营收益	5,235	4,536	1,894	6,197	4,785	2,817
营运资金变动	4,344	-8,216	8,599	10,328	2,437	4,002
经营活动现金净流	38,436	1,441	12,911	14,475	30,215	39,401
资本开支	-12,342	-11,905	-5,861	-8,670	-11,295	-12,422
投资	-613	-4,288	1,150	1,000	-2,500	-2,500
其他	799	329	228	20	1,500	3,000
投资活动现金净流	-12,157	-15,864	-4,484	-7,650	-12,295	-11,922
股权募资	400	0	490	0	0	0
债权募资	-3,455	31,959	22,087	15,743	7,269	-5,120
其他	-6,442	-6,165	-5,784	-6,916	-7,228	-8,000
筹资活动现金净流	-9,497	25,795	16,793	8,826	42	-13,120
现金净流量	16,832	11,268	25,171	15,651	17,961	14,359

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,664	6,575	16,710	9,415	9,879	10,333
应收款项	9,243	6,441	6,186	6,929	8,858	9,435
存货	2,099	1,854	2,050	2,634	2,877	3,009
其他流动资产	3,811	4,866	5,451	6,196	6,587	6,991
流动资产	24,817	19,736	30,397	25,174	28,201	29,767
%总资产	8.4%	6.9%	10.2%	8.7%	9.6%	9.9%
长期投资	18,961	14,720	14,337	13,317	15,817	18,317
固定资产	124,166	125,857	119,872	118,962	119,725	120,484
%总资产	42.2%	44.3%	40.2%	41.1%	40.6%	40.2%
无形资产	5,191	4,992	4,896	4,922	4,966	5,027
非流动资产	269,437	264,335	268,018	264,410	266,746	269,632
%总资产	91.6%	93.1%	89.8%	91.3%	90.4%	90.1%
资产总计	294,254	284,071	298,415	289,584	294,947	299,400
短期借款	28,440	51,382	41,072	63,088	70,358	65,238
应付款项	26,340	22,403	30,746	30,839	33,321	35,694
其他流动负债	22,850	6,609	19,597	31,495	34,118	36,933
流动负债	77,630	80,394	91,416	125,423	137,797	137,865
长期贷款	1,200	21,141	43,620	43,620	43,620	43,620
其他长期负债	114,047	98,722	97,514	72,529	59,932	51,456
负债	192,877	200,257	232,550	241,572	241,350	232,942
普通股股东权益	93,506	77,582	61,403	45,754	51,095	63,466
其中：股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
未分配利润	41,588	25,983	9,316	-6,201	-860	11,511
少数股东权益	7,871	6,232	4,463	2,258	2,503	2,993
负债股东权益合计	294,254	284,071	298,415	289,584	294,947	299,400

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.44	-0.99	-1.15	-1.07	0.43	1.00
每股净资产	6.44	5.34	4.23	3.15	3.52	4.37
每股经营现金净流	2.65	0.10	0.89	1.00	2.08	2.71
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00	0.06	0.15
回报率						
净资产收益率	6.9%	-18.6%	-27.1%	-33.9%	12.3%	22.9%
总资产收益率	2.2%	-5.1%	-5.6%	-5.4%	2.1%	4.9%
投入资本收益率	6.0%	-7.7%	-11.1%	-8.7%	3.6%	7.1%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.4%	-49.0%	7.2%	21.1%	55.6%	22.5%
EBIT增长率	8.2%	-235.4%	37.8%	-13.4%	-145.1%	104.3%
净利润增长率	-12.6%	-324.8%	15.5%	-6.8%	n.a	131.6%
总资产增长率	22.9%	-3.5%	5.0%	-3.0%	1.9%	1.5%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.0	23.5	14.5	12.0	11.0	10.0
存货周转天数	6.4	9.5	8.3	10.0	9.0	8.0
应付账款周转天数	27.9	72.5	55.4	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	238.2	460.7	416.3	336.1	215.1	174.7
偿债能力						
净负债/股东权益	34.9%	91.2%	117.6%	222.4%	211.9%	162.5%
EBIT利息保障倍数	1.8	-11.5	-5.0	-2.1	1.3	2.9
资产负债率	65.5%	70.5%	77.9%	83.4%	81.8%	77.8%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	13	27	44	82
增持	0	11	24	41	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.46	1.47	1.50	1.04

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402