

航空运输业

三大航下单 292 架空客飞机，不影响十四五航空供给增速下降确定性 ——三大航购买空客飞机深度点评

作者：李丹 执业证书编号：S1230520040003
邮箱：lidan02@stocke.com.cn
联系人：李逸

行业评级

航空运输业

看好

投资要点

□ 事件：三大航合计向空客订购 292 架飞机，计划于 23-27 年分批交付

7月1日晚间，三大航均发布关于购买飞机的公告，合计与空客签署 292 架 A320 系列飞机订单，具体情况如下：

■ **国航**：（1）公司与空客签订 64 架 A320NEO 系列飞机协议，计划于 23-27 年分批交付；（2）集团持股 51% 的深航订购空客 A320 系列飞机 32 架，计划于 24-26 年分批交付。本次交易将使本集团运力增长约 10.4%。

■ **南航**：与空客签订 96 架 A320NEO 系列飞机协议，计划于 24-27 年分别交付 30、40、19、7 架，预计将使集团运力增长约 13.0%。

■ **东航**：与空客签订 100 架 A320NEO 系列飞机协议，计划于 24-27 年分别交付 28、31、34、7 架。同时，公司预计同阶段内将因租赁到期退出约 68 架飞机，我们测算得机队规模增长约 4.26%。

□ 19 年中法大订单落地，基于空客订单情况与交付能力，我们预计 24-25 年交付或低于预期

此次订单属于疫情前订购意向的落地，部分用于置换老旧飞机，属于正常引进。根据三大航 2021 年报披露的 22-24 年飞机引进计划，24 年均无空客飞机引进计划，净增数均为负。此次订单为 2019 年 3 月中法 350 亿美元大订单（300 架空客飞机）的落地，三大航均在公告中表示部分用于替换老旧飞机，我们认为此次订单属于空客飞机的正常引进。

空客产能尚未恢复到疫情前，我们预计 24-25 年交付或低于计划预期。当前 A320 系列未交付订单近 6000 架，公司计划到 2023 年二季度月产能恢复到 64 架（疫情前为 60 架）、到 2025 年提高到 75 架，当前订单已排产到 2025 年之后，我们认为 24-25 年较难大量插队，实际交付或低于当前计划预期。

新订单对十四五期间供给端增速下降逻辑影响很有限。若三大航顺利如期引入此次订单中的 292 架飞机，我们测算得 24-27 年影响行业机队规模 CAGR 约 2%，对行业整体供给影响不大；三大航方面，在 22-24 年引进计划基础上，假设此次订单如期交付（假设国航 23、24 年分别交付 10 架、30 架，南航、东航按照公告计划交付），19-24 年三大航机队规模 CAGR 约为 3.3%，同时我们预计 19-25 年机队 CAGR 亦在 3 至 4 个百分点之间，供给增速下降仍具有确定性。

□ 实际支付价格享较大优惠，交付周期不短，交付时付清尾款，现金流端无重大影响

此次订单支付价较以往更优，且为分期支付，预计对现金流与营运成本无重大影响。根据空客 2020 年 1 月目录价格，A320NEO 系列飞机目录价约 1.05-1.36 亿美元/架。根据三大航公告，此次订单按照目录价计算整体价格约 120-130 亿美元，但是根据一般商业及行业惯例，空客给予三大航较大幅度的价格优惠，因此，该等飞机的实际价格显著低于目录价，且相比公司以往向空客购买空客飞机中所获的价格更优。本次交易所涉金额将以美元结算，具体支付方式为在协议生效后，公司先分期支付部分预付款，然后公司于每架飞机交付日再付清余款，预计对整体现金流状况与营运成本并无重大影响。

相关报告

报告撰写人：李丹

联系人：李逸

□ 投资建议

短期来看，随着全国出行限制松绑，7-8月有望迎来较强暑运；中期来看，经过上述测算，我们认为十四五期间供给增速下降确定性仍较强，新一轮供需大周期正在酝酿中。若出现供需错配，航司有望通过涨价进入盈利强周期，利润弹性较大。**标的推荐：中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航、华夏航空。**

□ 风险提示

疫情修复不及预期，需求恢复不及预期，安全事故风险，油汇大幅波动等。

表 1：三大航机队规模以及 22-24 年引进计划（2021 年报披露版）

	国航	YOY	南航	YOY	东航	YOY
机队规模（架）						
2016	625	-	702	-	581	-
2017	655	4.8%	754	7.4%	627	7.9%
2018	684	4.4%	840	11.4%	680	8.5%
2019	698	2.0%	862	2.6%	723	6.3%
2020	708	1.4%	867	0.6%	725	0.3%
2021	746	5.4%	878	1.3%	758	4.6%
2022E	770	3.2%	937	6.7%	792	4.5%
2023E	770	0.0%	1003	7.0%	807	1.9%
2024E	768	-0.3%	1025	2.2%	793	-1.7%
飞机引入情况（架）						
2017	56		79		73	
2018	51		103		67	
2019	49		54		49	
2020	15		32		18	
2021	43		22		33	
2022E	46		68		46	
2023E	15		73		31	
2024E	9		39		9	
飞机退出情况（架）						
2017	26		27		18	
2018	22		18		13	
2019	19		32		18	
2020	6		27		16	
2021	5		10		6	
2022E	22		9		12	
2023E	15		7		16	
2024E	11		17		23	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>