航空机场行业点评

“新十条”再度减码，出行复苏之路或正式开启

超配

◆ 公司研究·公司快评 ◆ 交通运输·航空机场 ◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 姜明 021-60933128 jiangming2@guosen.com.cn 执证编码：S0980521010004
证券分析师： 曾凡喆 010-88005378 zengfanzhe@guosen.com.cn 执证编码：S0980521030003

事项：

2022年12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，提出进一步科学精准划分风险区域，优化核酸检测，优化调整隔离方式，无症状感染者和轻症病例可居家隔离，非高风险地区不得停工、停产、停业，没有疫情的学校开展正常的线下教学活动等相关要求。同日，中国铁路发布消息，自即日起，购买火车票乘车及进出站停止查验48小时核酸证明和健康码，进京防控政策调整时间另行通知。此外，卫健委发言人表示，对入境人员管理等外防输入的措施，也将依法依规逐步推进、加快推进，进一步优化完善。

11月11日二十条公布以来，防疫政策优化“走小步，不停步”，近期各地陆续松绑属地内防疫措施，“新十条”更是全国范围定调防疫政策进一步优化，我们认为出行复苏之路或已开启。我们在12月4日发布的2023年交运行业投资策略报告《阴霾尽散！积极配置快递、出行！》中提出，乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，“第九版”、“二十条”出台后，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短。

航空板块：心怀乐观，迎接复苏：疫情期间我国经济仍保持正增长，我国民航理论需求增速或明显高于疫情前，但供给增速大幅放缓，理论供需缺口已经出现，叠加疫情期间票价改革仍在推进，我们持续看好民航需求复苏后票价显著上行。历史上民航业绩景气高点之时，国有大航的PE估值往往在10倍以上，民营航司更高，这或许说明市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。我们认为当前航空股股价并未完全反应供需反转的景气预期，仍有显著上涨空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场板块：国际线逐步复苏拉动业绩回暖：我们认为在国内政策显著优化之时，国际航线开放速度可能快于预期。我们认为机场的高净值旅客流量入口地位并未改变，伴随着机场客流复苏，免税租金仍将是未来驱动枢纽机场业绩增长的核心推手，未来机场免税销售额的重要性或大于扣点，继续看好枢纽机场业绩表现。枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业股向消费股的切换，未来也很难逆转，看好枢纽机场业绩回暖及长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

评论：

◆ 国务院联防联控机制综合组发布“新十条”

2022 年 12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，提出进一步科学精准划分风险区域，优化核酸检测，优化调整隔离方式，无症状感染者和轻症病例可居家隔离，非高风险地区不得停工、停产、停业，没有疫情的学校开展正常的线下教学活动等相关要求。同日，中国铁路发布消息，自即日起，购买火车票乘车及进出站停止查验 48 小时核酸证明和健康码，进京防控政策调整时间另行通知。此外，卫健委发言人表示，对入境人员管理等外防输入的措施，也将依法依规逐步推进、加快推进，进一步优化完善。

◆ 复苏之路或已开启，时间或更短，力度或超预期

11 月 11 日“二十条”公布以来，防疫政策优化“走小步，不停步”，近期各地陆续松绑属地内防疫措施，“新十条”更是全国范围定调防疫政策进一步优化，我们认为出行复苏之路或已开启。我们在 12 月 4 日发布的 2023 年交运行业投资策略报告《阴霾尽散！积极配置快递、出行！》中提出，乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，“第九版”、“二十条”出台后，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短，复苏力度也有望超出预期。

◆ 投资建议

航空板块：心怀乐观，迎接复苏：疫情期间我国经济仍保持正增长，我国民航理论需求增速或明显高于疫情前，但供给增速大幅放缓，理论供需缺口已经出现，叠加疫情期间票价改革仍在推进，我们持续看好民航需求复苏后票价显著上行。历史上民航业绩景气高点之时，国有大航的 PE 估值往往在 10 倍以上，民营航司更高，这或许说明市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。我们认为当前航空股股价并未完全反应供需反转的景气预期，仍有显著上涨空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场板块：国际线逐步复苏拉动业绩回暖：我们认为在国内政策显著优化之时，国际航线开放速度可能快于预期。我们认为机场的高净值旅客流量入口地位并未改变，伴随着机场客流复苏，免税租金仍将是未来驱动枢纽机场业绩增长的核心推手，未来机场免税销售额的重要性或大于扣点，继续看好枢纽机场业绩表现。枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业股向消费股的切换，未来也很难逆转，看好枢纽机场业绩回暖及长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

◆ 风险提示

宏观经济超预期下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

表1：主要航空机场上市公司盈利预测及 PE 估值情况（数据截至 2022-12-07）

归母净利润（亿）	2022E	2023E	2024E	2025E
中国国航	-325.4	-96.2	82.0	239.9
南方航空	-224.5	-57.2	75.1	227.1
中国东航	-330.0	-86.1	71.6	177.8
春秋航空	-21.1	1.1	29.1	47.9
吉祥航空	-36.1	-4.5	24.4	41.1
华夏航空	-16.3	0.2	9.5	14.5
上海机场	-24.3	0.5	36.1	67.2
白云机场	-7.9	1.5	15.1	25.7
深圳机场	-11.2	-6.3	3.7	10.0
利润率	2022	2023	2024	2025
中国国航	-55.1%	-10.1%	5.3%	11.6%
南方航空	-24.3%	-4.6%	4.3%	10.1%
中国东航	-64.0%	-10.1%	5.2%	9.8%
春秋航空	-23.3%	0.8%	13.0%	16.8%
吉祥航空	-43.5%	-3.4%	11.3%	15.3%
华夏航空	-51.4%	0.4%	10.5%	13.3%
上海机场	-74.0%	0.9%	36.3%	43.2%
白云机场	-17.4%	2.4%	16.8%	23.3%
深圳机场	-40.9%	-17.2%	7.2%	16.0%
PE	2022	2023	2024	2025
中国国航	-4.8	-16.2	19.0	6.5
南方航空	-6.1	-24.0	18.3	6.0
中国东航	-3.2	-12.4	14.9	6.0
春秋航空	-27.3	527.3	19.8	12.0
吉祥航空	-9.8	-78.2	14.5	8.6
华夏航空	-10.4	792.6	17.7	11.6
上海机场	-58.4	2655.8	39.4	21.2
白云机场	-46.4	239.4	24.3	14.3
深圳机场	-14.4	-25.8	43.2	16.1

资料来源：资料来源：Wind，国信证券研究所

注：2022-2024 年盈利预测来自公开发布报告，2025 年盈利预测为对应报告附件中财务预测模型推导数据，考虑到相比于模型假设，当前政策调整节奏较快，业绩复苏可能显著快于预期

相关研究报告：

《航空机场行业点评-防控措施再度优化，出行复苏或迎曙光》 ——2022-11-13
《航空机场行业中报预告点评-三重压力下亏损延续，持续看好疫情消退后的投资机会》 ——2022-07-17
《航空机场行业一季报点评-客流承压普遍亏损，重视疫情消退后的反转机会》 ——2022-05-03
《国信证券-航空机场行业快评-立春时犹寒，暖风不再远》 ——2022-02-06
《航空机场点评：辉瑞新冠特效药效果显著，航空机场预期拐点强化》 ——2021-11-08

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　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 层
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