

国信交运姜明团队

交通运输板块投资框架系列——航空运输

行业研究 · 行业专题

交通运输 · 航空运输

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

- 【 01 】 民航产业概览
- 【 02 】 航空公司利润表分析
- 【 03 】 行业供需分析
- 【 04 】 盈利预测和投资建议

1. 民航产业链概览

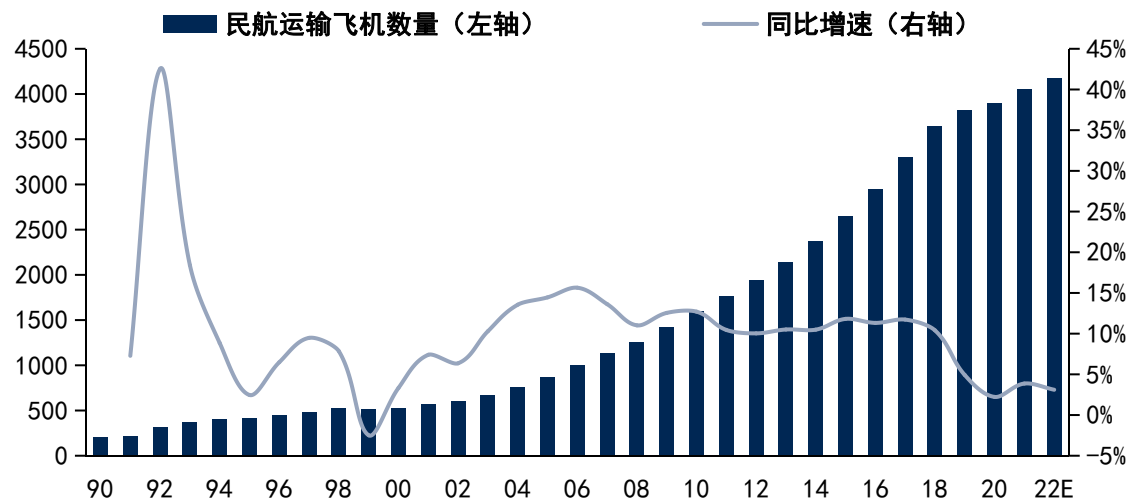


资料来源：国信证券经济研究所整理

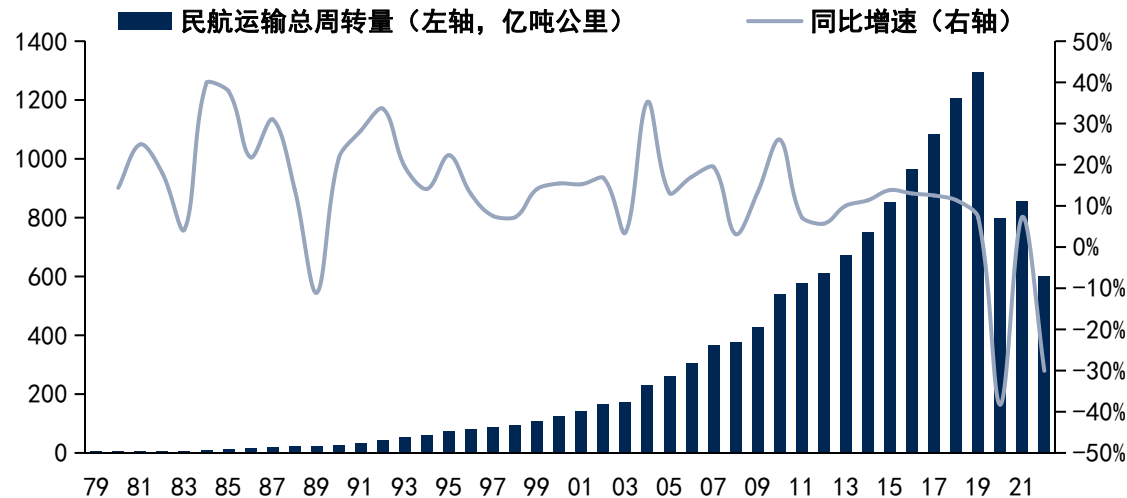
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1. 民航产业链概览——我国民航业机队结构、市场规模

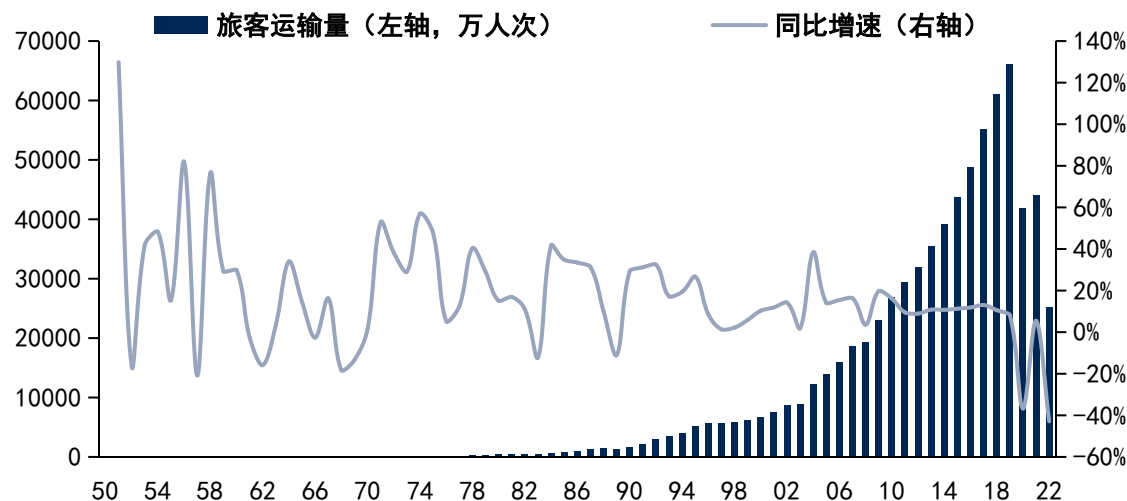
■ 我国民航运输飞机数量



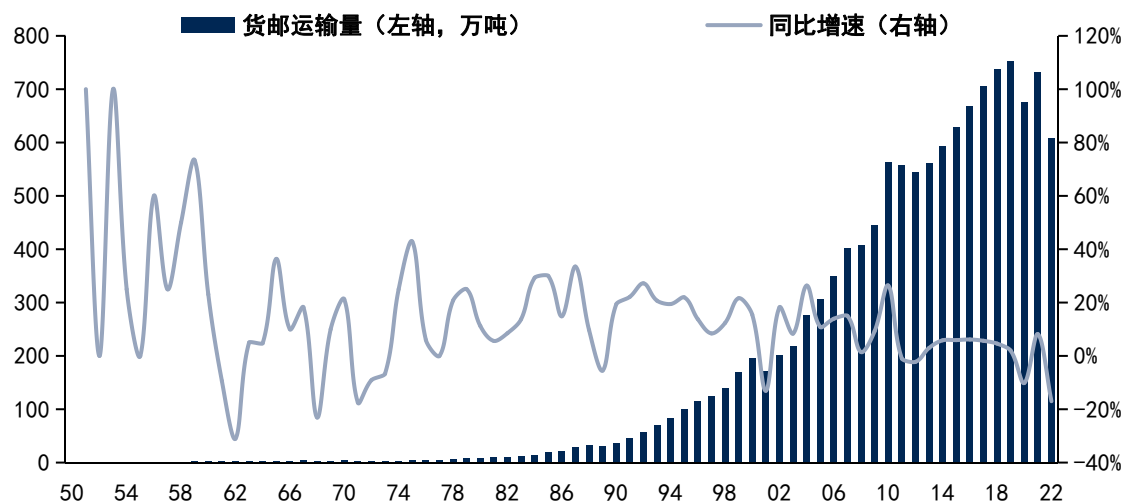
■ 我国民航运输总周转量



■ 我国民航旅客运输量

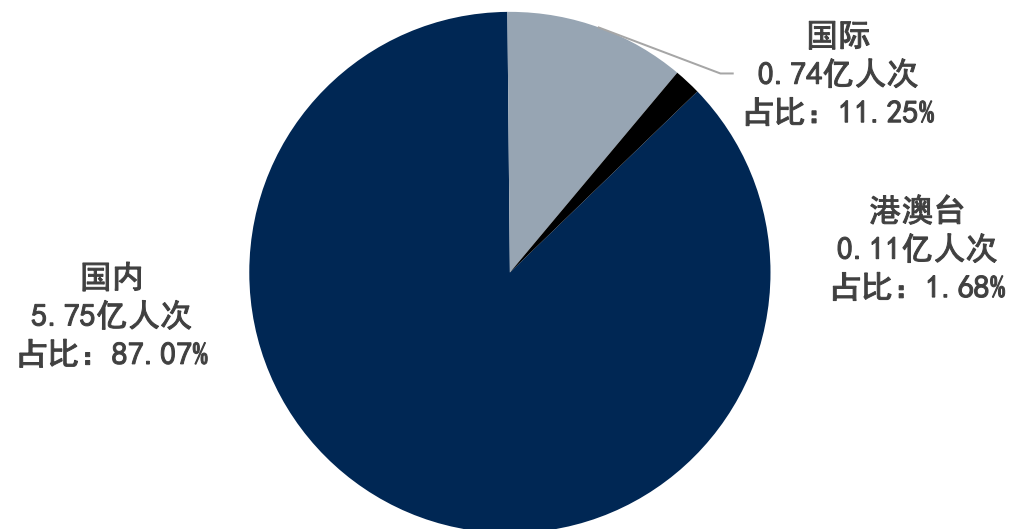


■ 我国民航货邮运输量

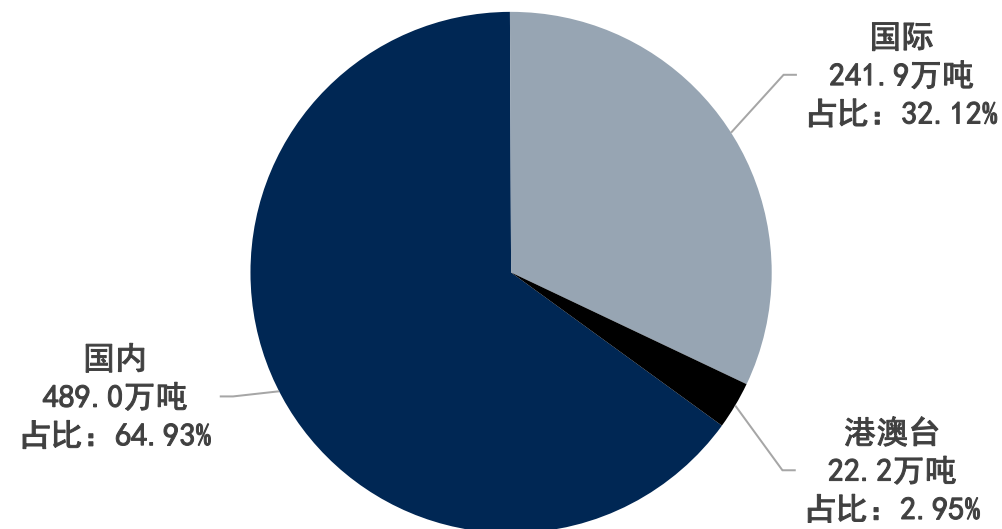


1. 民航产业链概览——我国民航业国内、国际市场结构

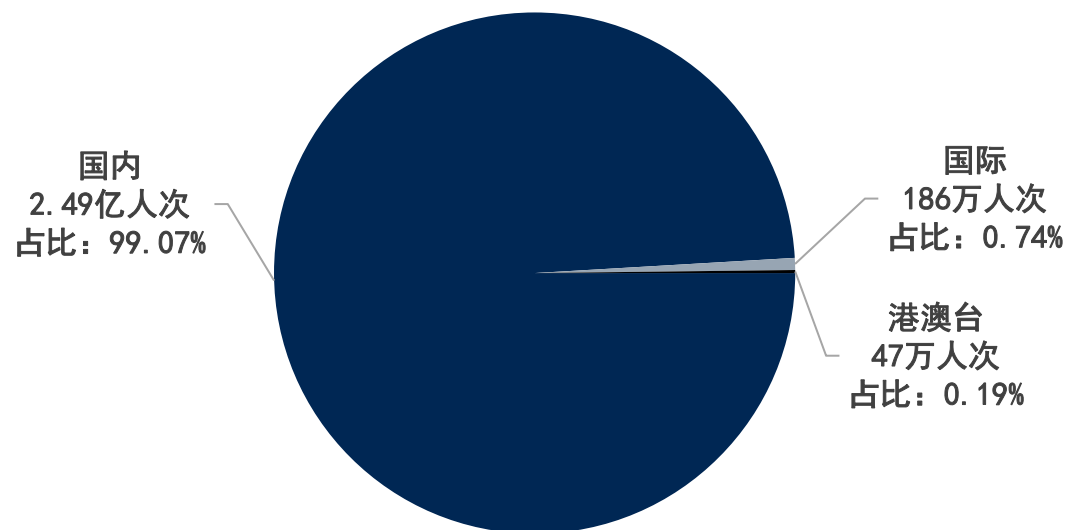
■ 2019年我国客运市场细分结构



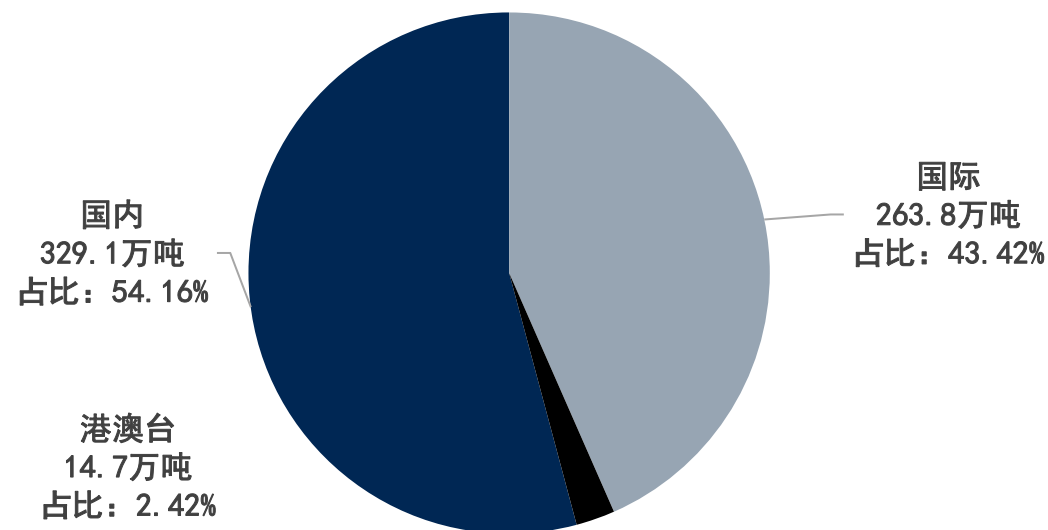
■ 2019我国货运市场细分结构



■ 2022我国客运市场细分结构



■ 2022我国货运市场细分结构



1. 民航产业链概览——我国民航业市场格局

大型航空集团



中国国航、深圳航空、国货航、昆明航空、澳门航空、大连航空、北京航空、内蒙古航空



东方航空、上海航空、中国联合航空、一二三航空、东航江苏、东航武汉、东航云南



中国南方航空
CHINA SOUTHERN AIRLINES

南方航空、厦门航空、重庆航空、珠海航空、贵州航空、汕头航空、南航货运



海南航空、新华航空、祥鹏航空、长安航空、山西航空、天津航空、乌鲁木齐航空、福州航空、北部湾航空

区域型航空公司



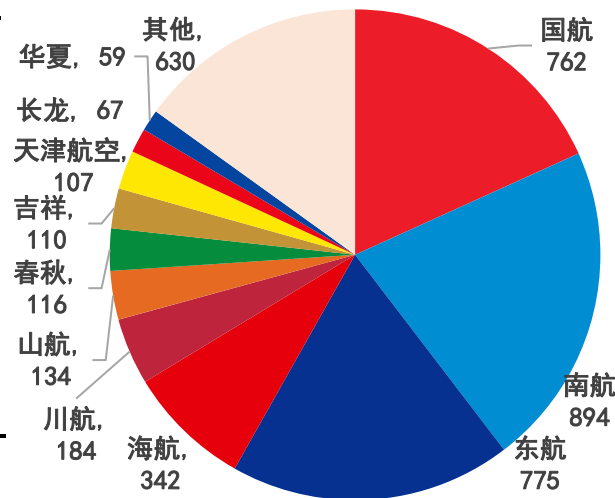
南航联营企业，持股39%



国航联营企业，直接持股22.8%
国航持有其母公司山航集团49.4%股份
山航集团持有山航42%股份
国航当前拟收购山航股份实现控股



22年末民航机队结构



中小型航空公司



吉祥航空



华夏航空
CHINA EXPRESS AIRLINES



长龙航空
LOONGAIR



西部航空



奥凯航空



九元航空 9AIR



幸福航空 Joyair



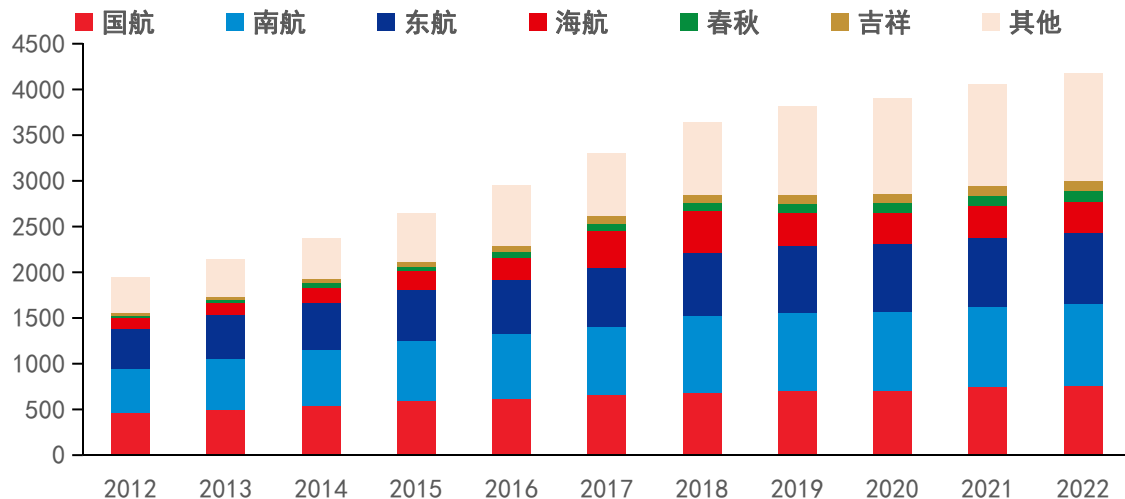
天津航空
Tianjin Airlines



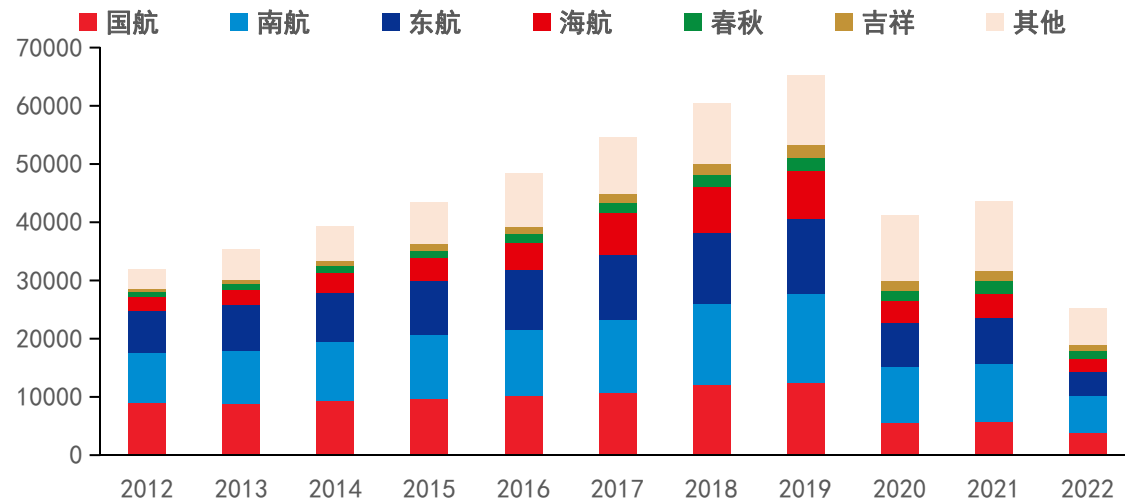
青岛航空
QINGDAO AIRLINES

1. 民航产业链概览——我国民航业市场格局变化

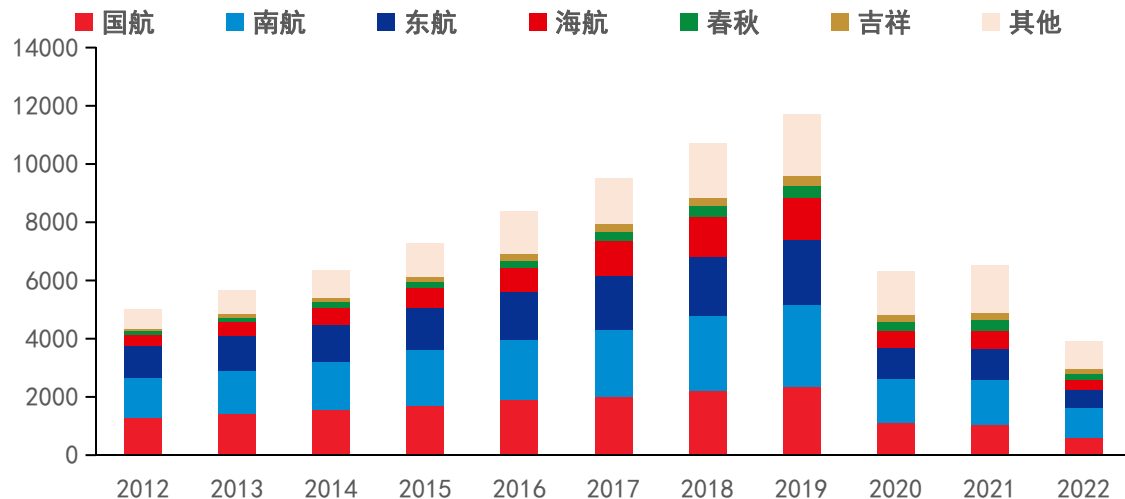
2012-2022民航机队分布



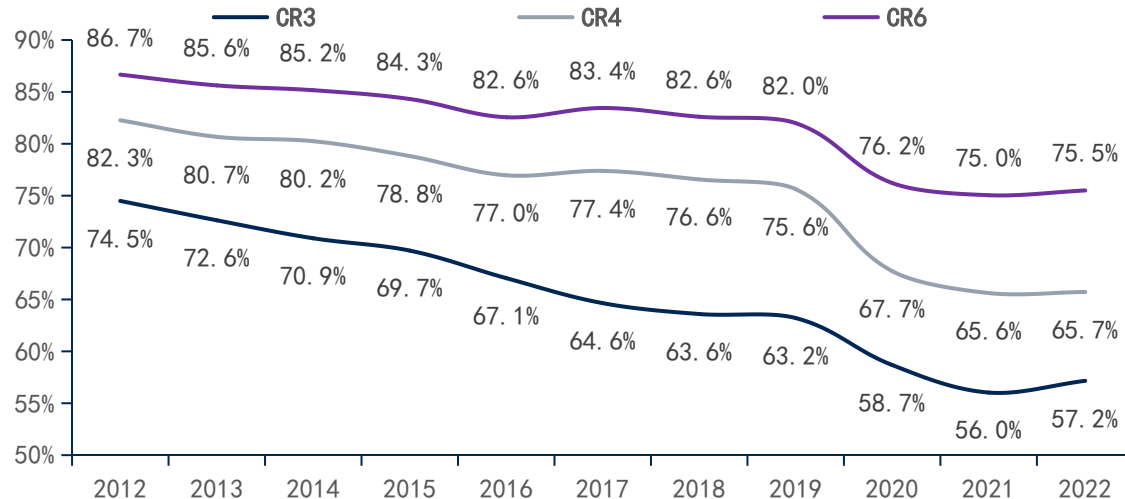
2012-2022民航旅客运输量（万人次）分布



2012-2022民航旅客周转量（亿人公里）分布

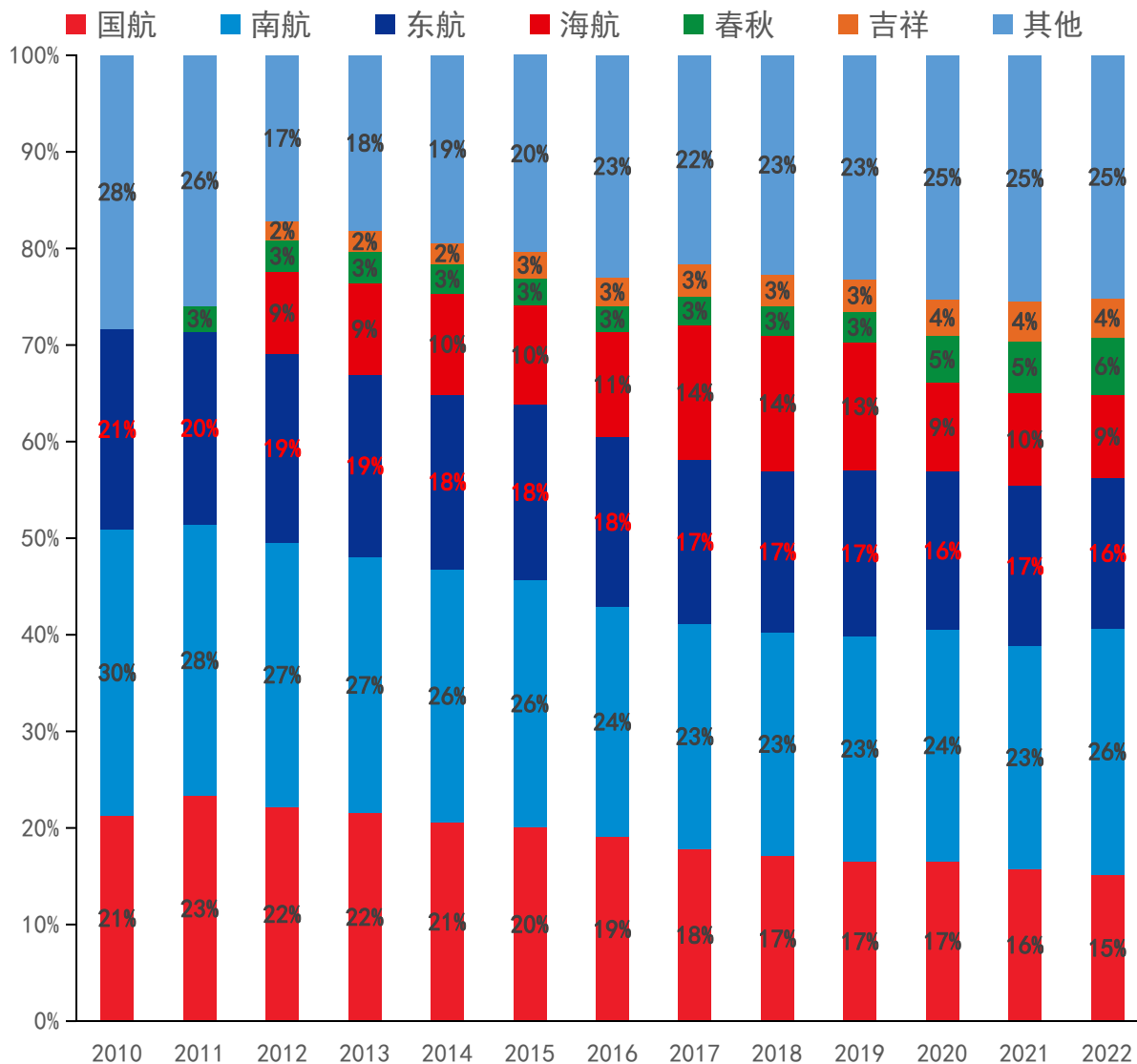


2012-2022民航按旅客周转量计算集中度

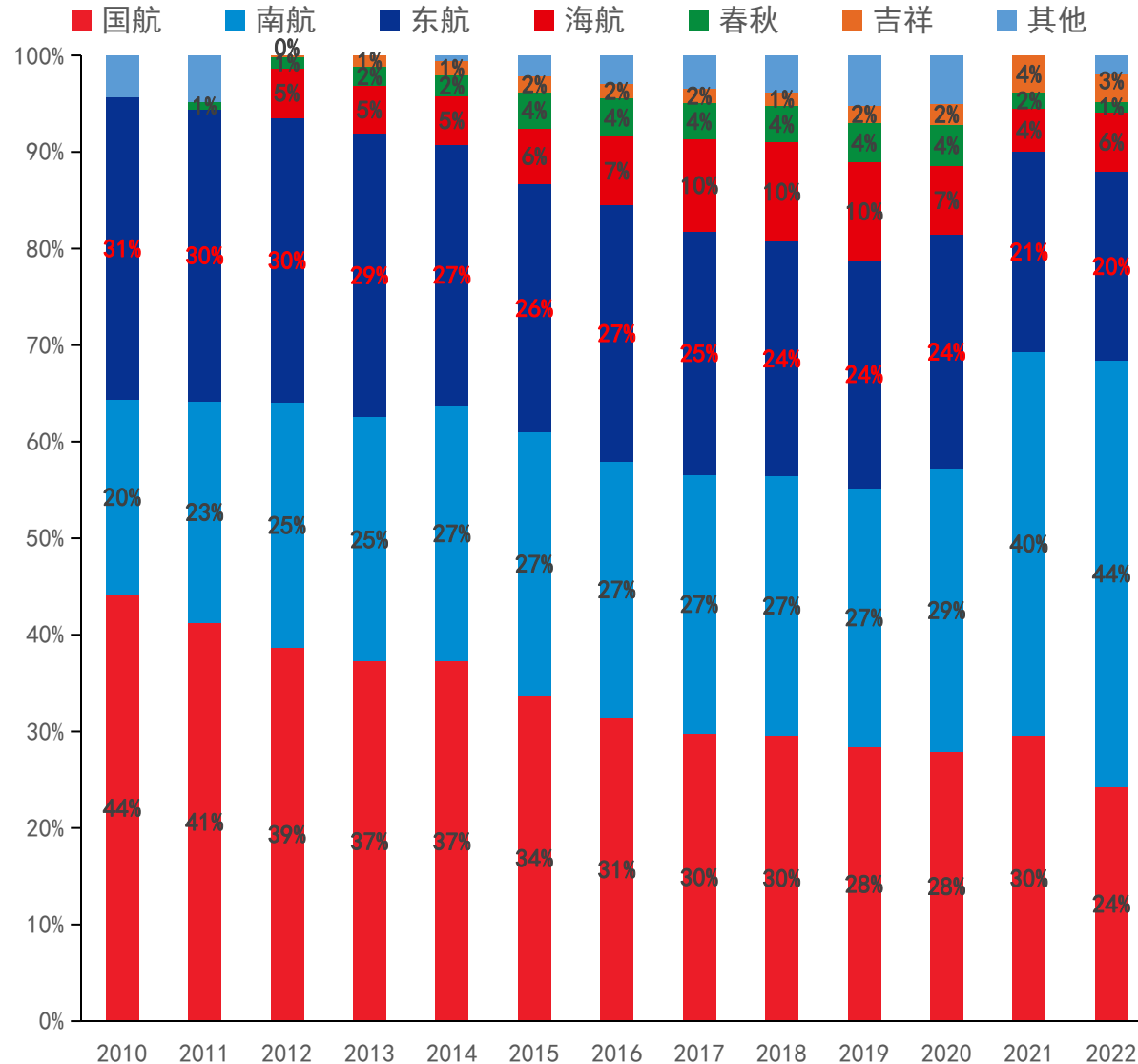


1. 民航产业链概览——国内国际细分市场格局变化

国内市场竞争度下降



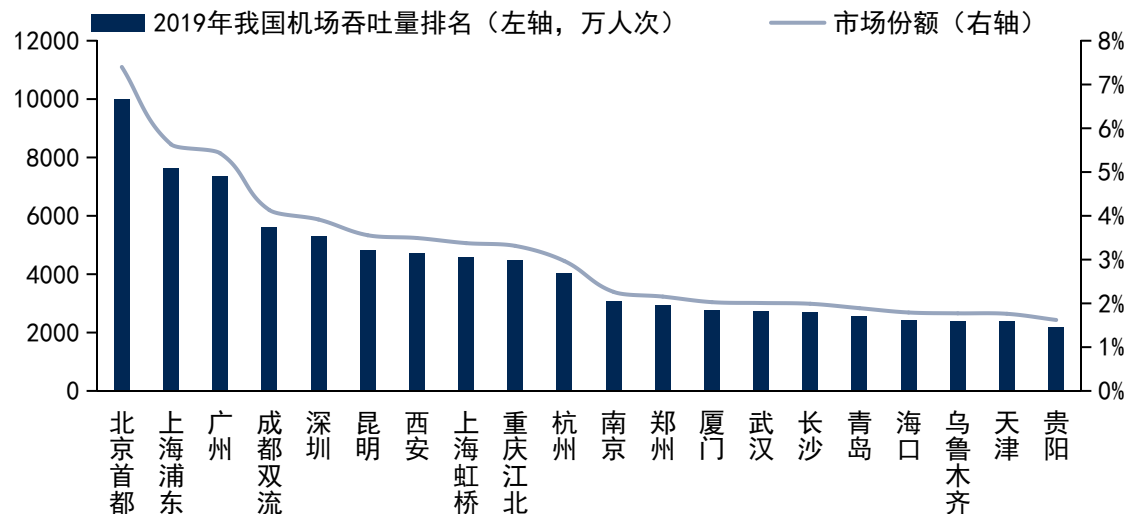
国际线市场依然为寡头垄断



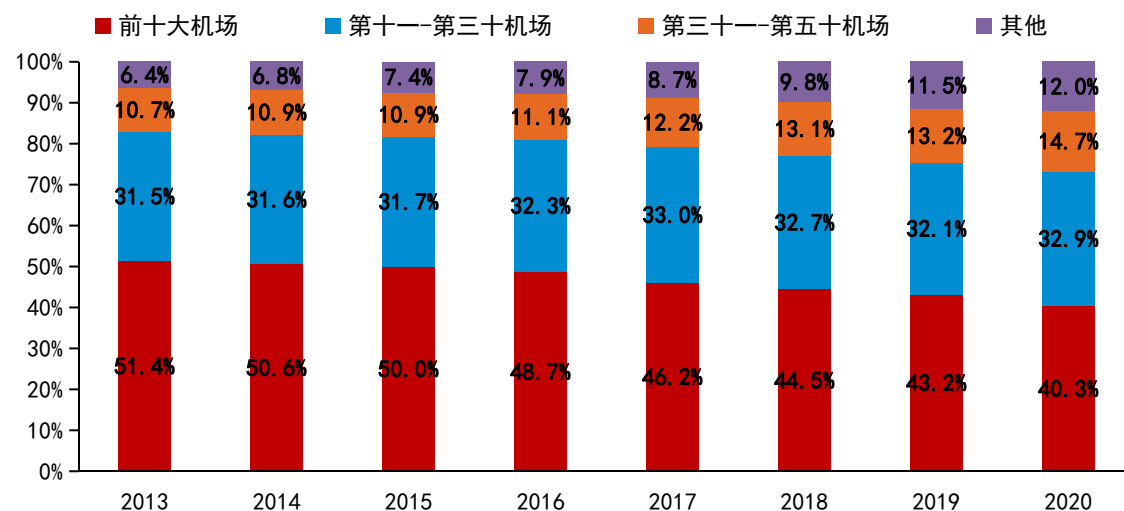
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1. 民航产业链概览——国内国际市场分布

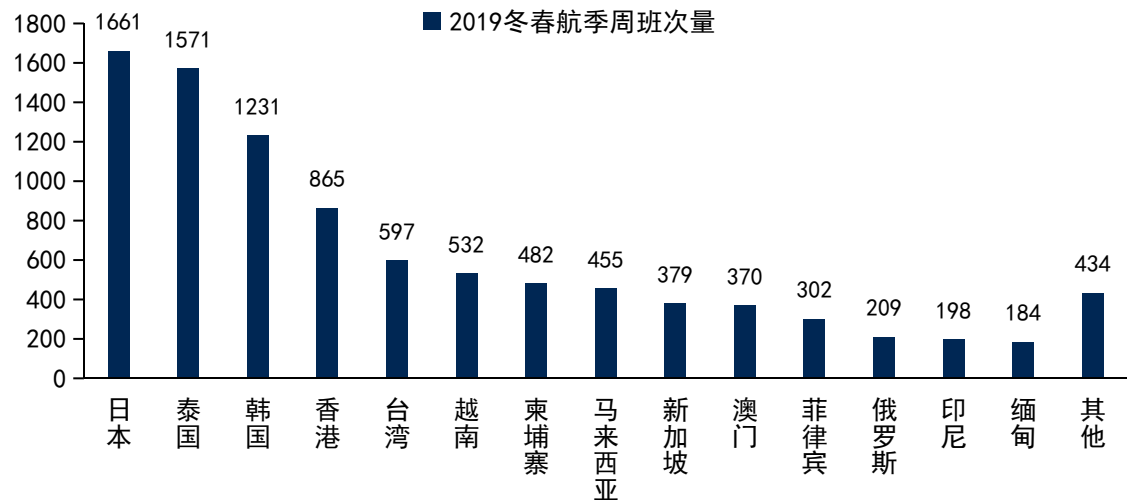
国内机场主要集中在核心城市



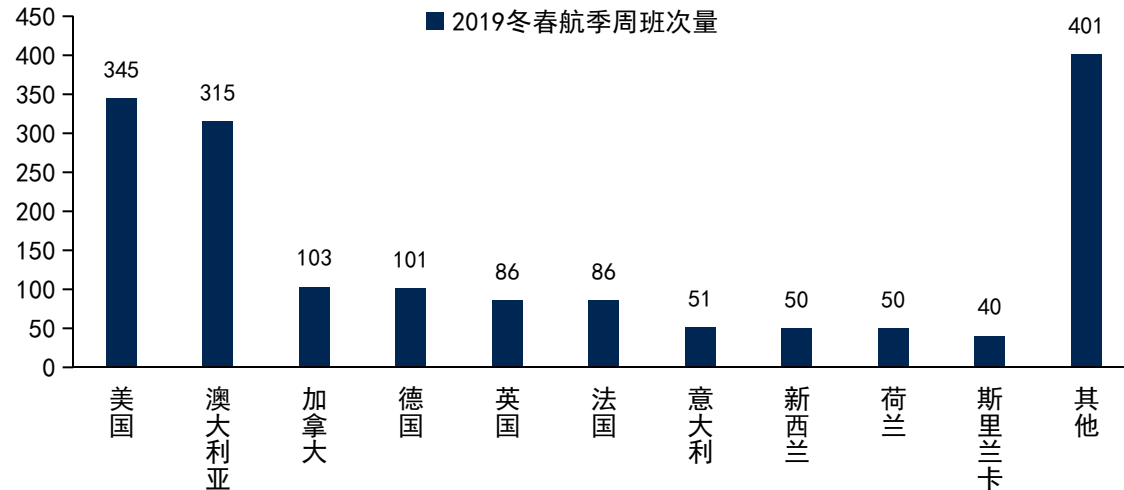
国内市场逐步下沉



亚洲市场以日韩泰、港澳台为主

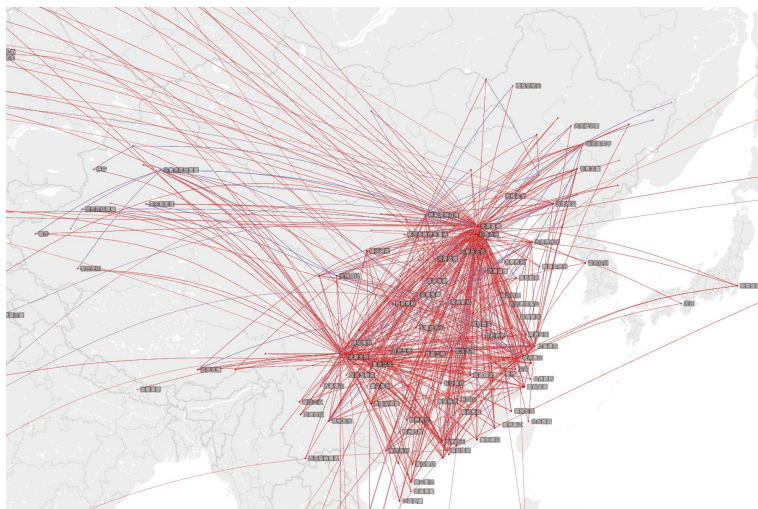


洲际市场主要为美国、澳大利亚、加拿大等地

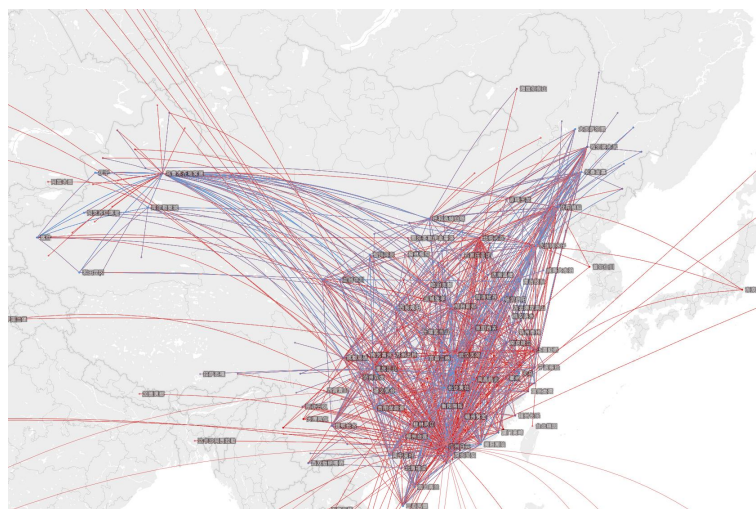


1. 民航产业链概览——主要航司航网分布（2023年3月）

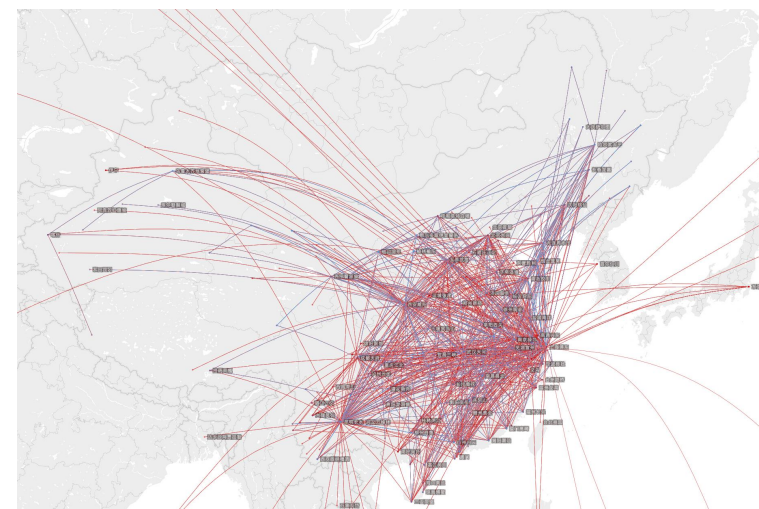
■ 国航



■ 南航



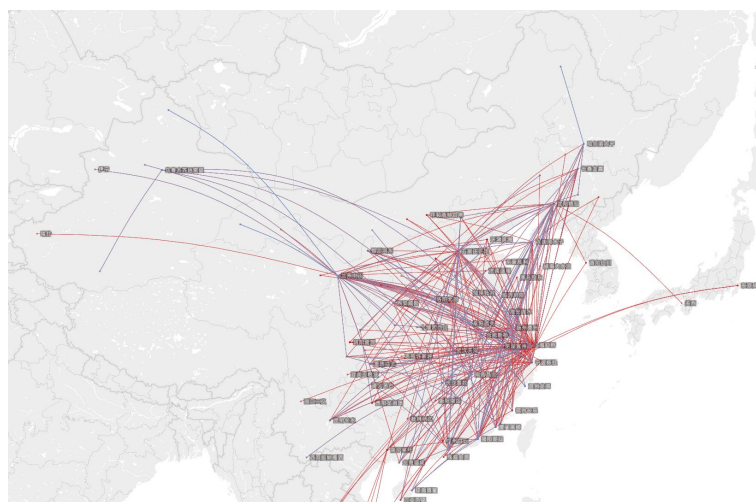
■ 东航



■ 海航



■ 春秋

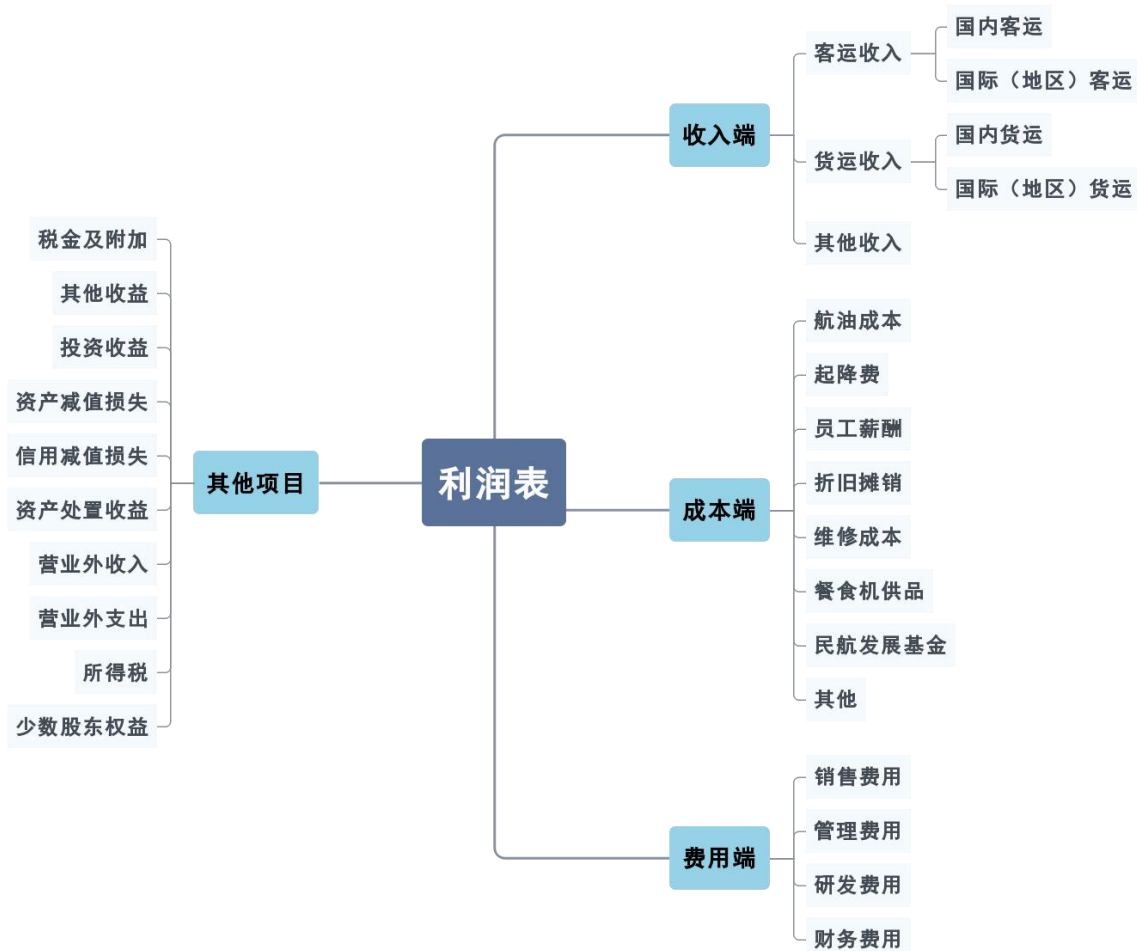


■ 吉祥

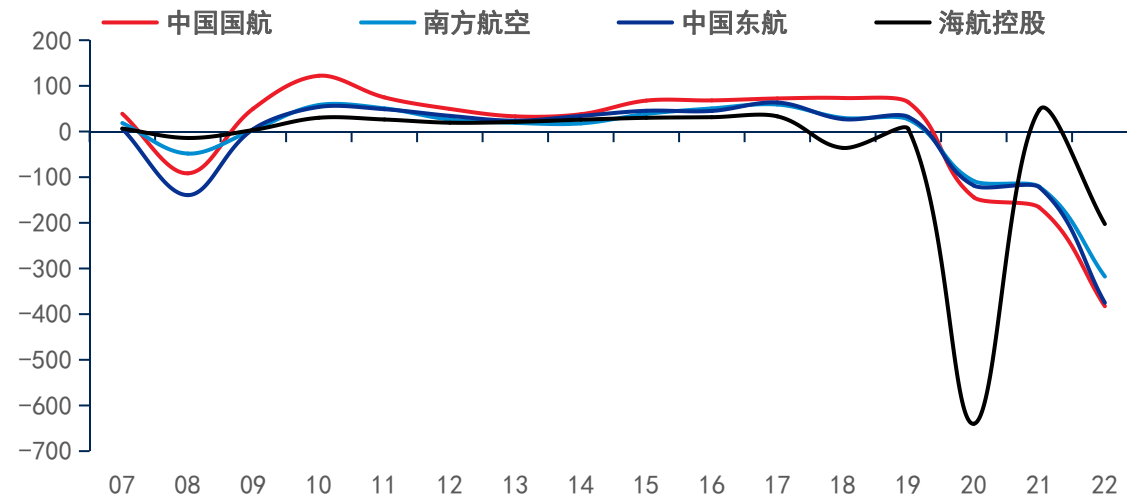


2. 航空公司利润表拆解

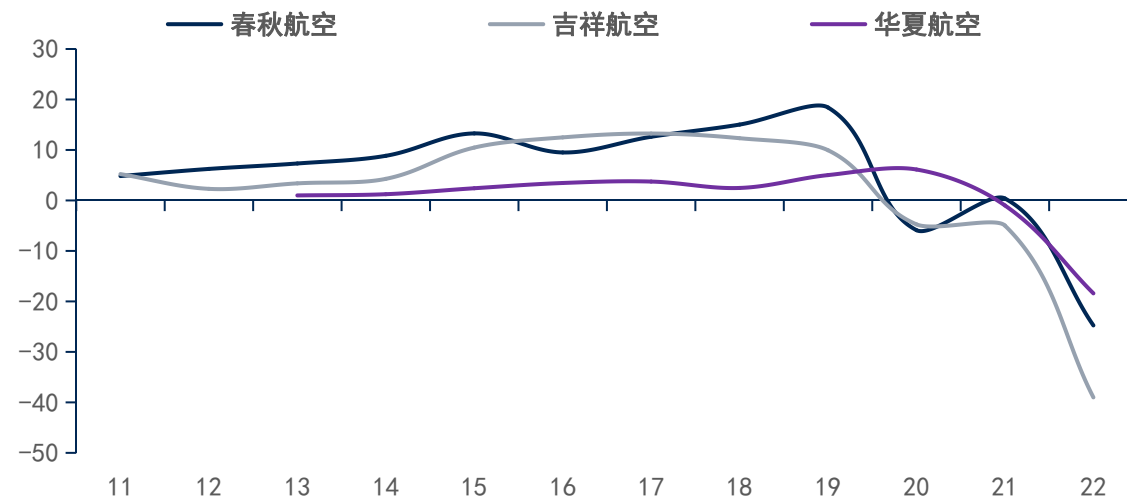
■ 航空公司利润表大致构成



■ 民航业历史盈利情况（大航，亿）

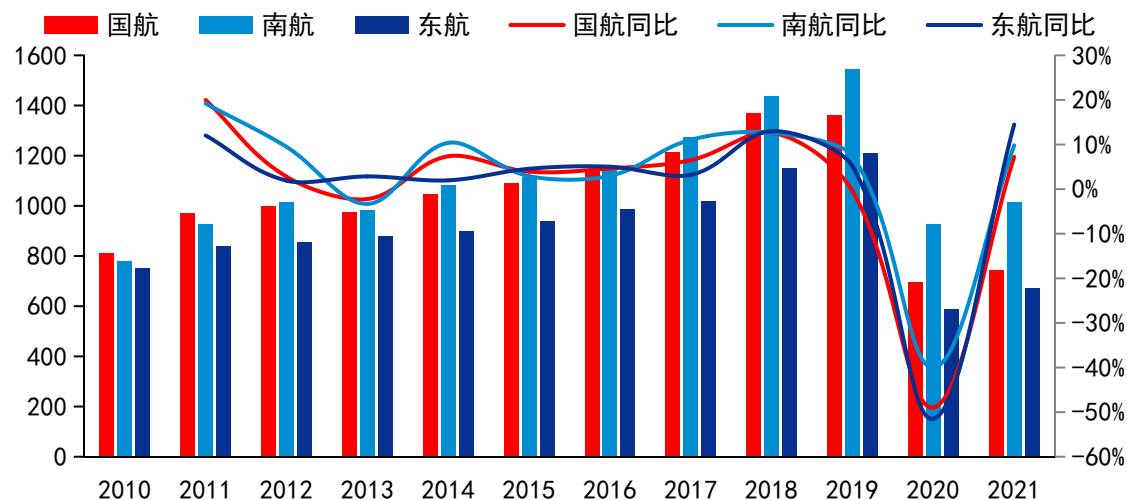


■ 民航业历史盈利情况（小航，亿）

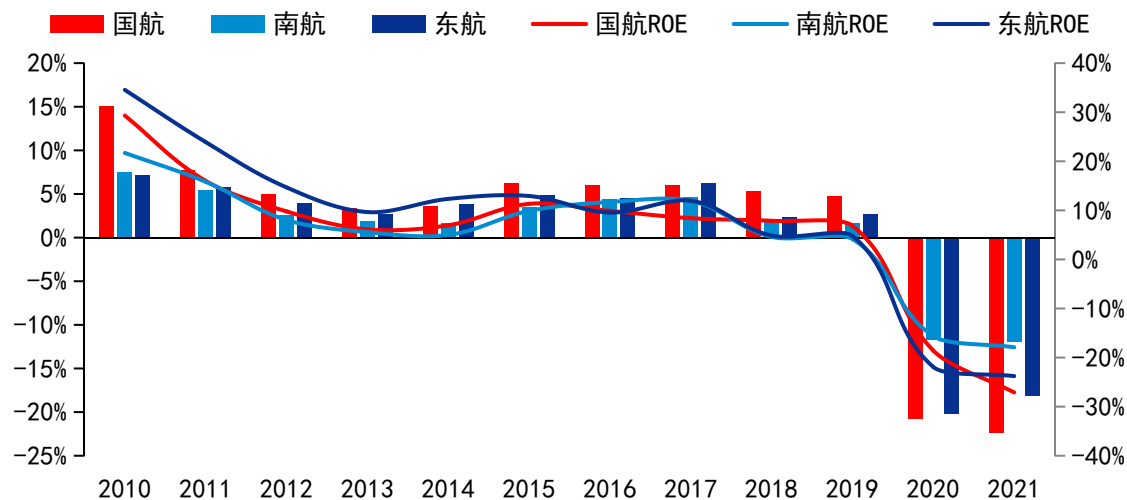


2. 航空公司利润表拆解——各航司盈利能力比较

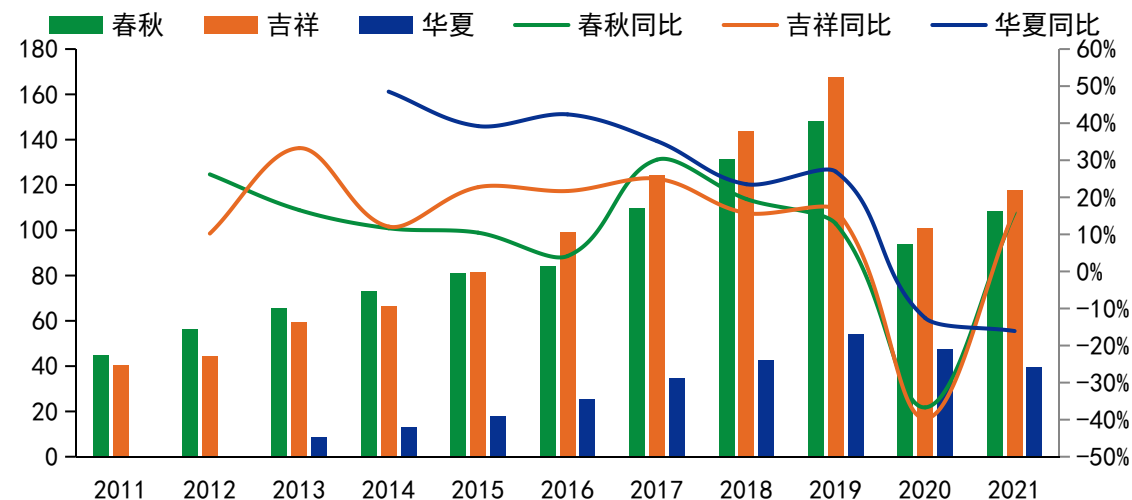
■ 三大航历史营业收入（亿）及同比增速



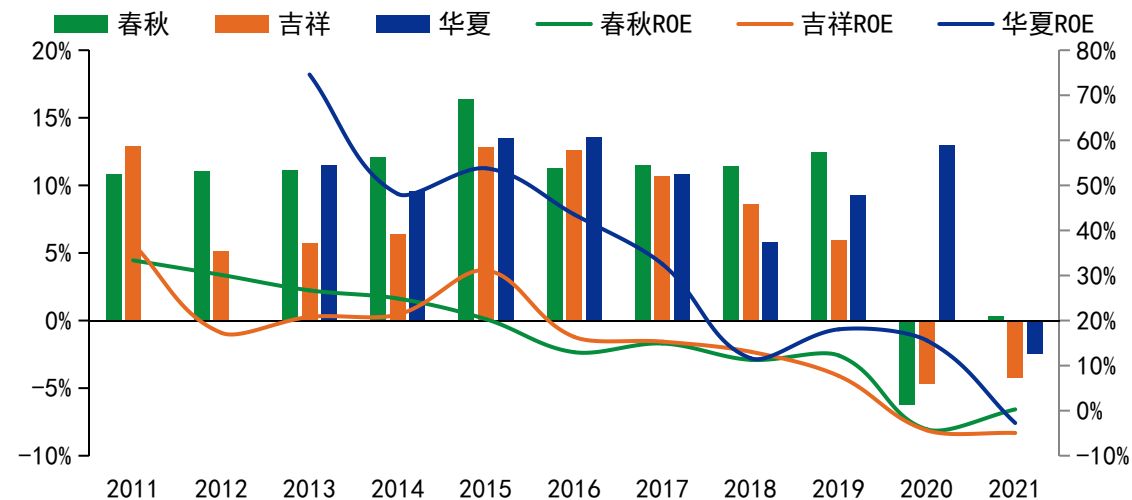
■ 三大航历史归母净利润率、ROE



■ 民营航司历史营业收入及同比增速



■ 民营航司历史归母净利润率、ROE



2. 航空公司利润表拆解——收入端详细拆分

客运：旅客运输

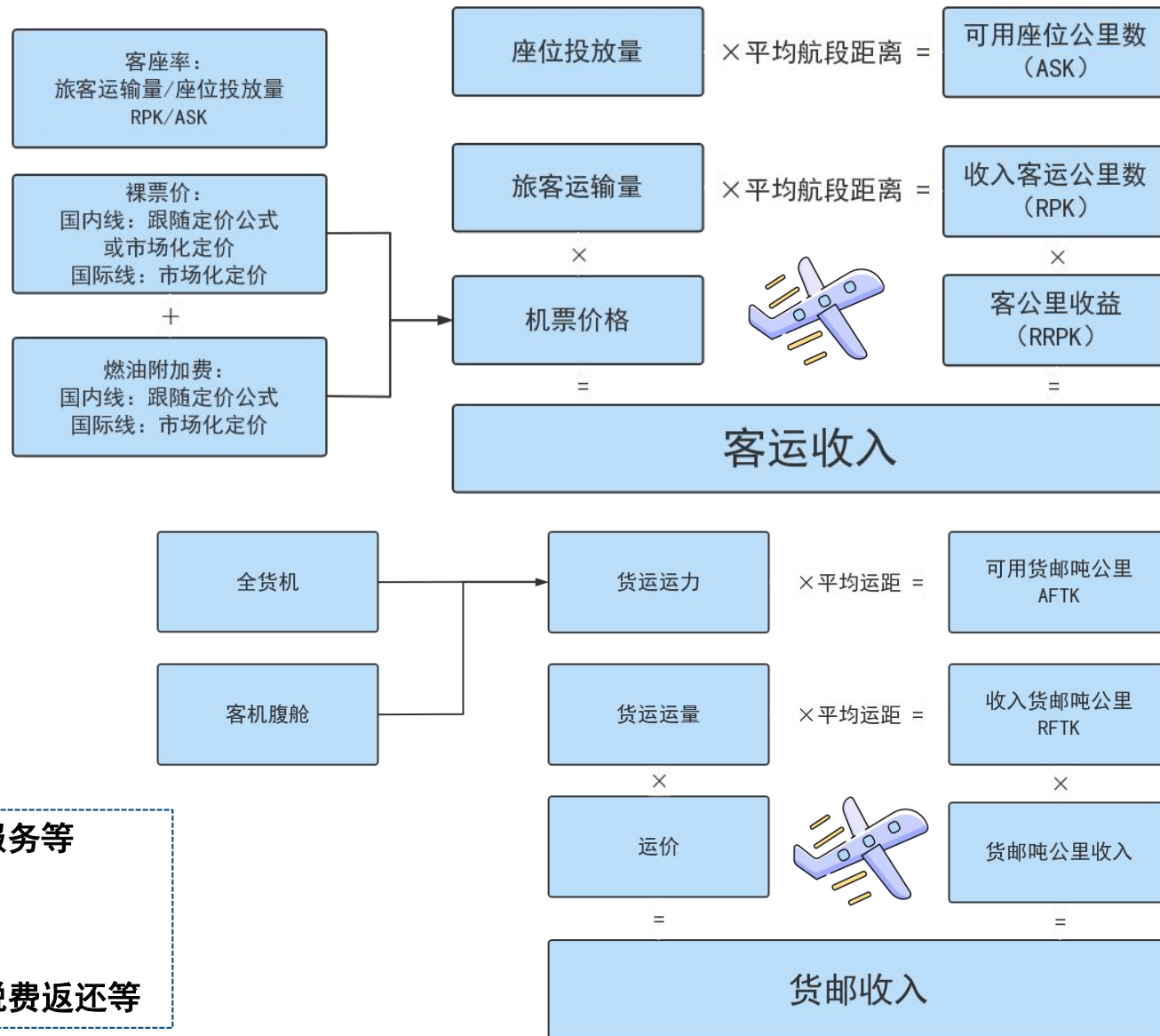
- 量×价=客运收入（收入占比9成或以上）
- 量：供需共同决定
- 价格水平：供需、竞争、油价等共同决定
- 细分市场价格：航线、时刻差异

货运：货邮运输

- 量×价=货运收入（收入占比不足1成）
- 量：客机腹舱、货机，供需决定
- 价格水平：供需、竞争、油价共同决定
- 细分市场价格：航线差异

其他收入：

- 辅助收益：付费选座，超重行李托运、机上收费服务等
- 其他非航空性业务收入：酒店、旅游等业务
- 其他收益、营业外收入：政府补贴、航线补贴、税费返还等



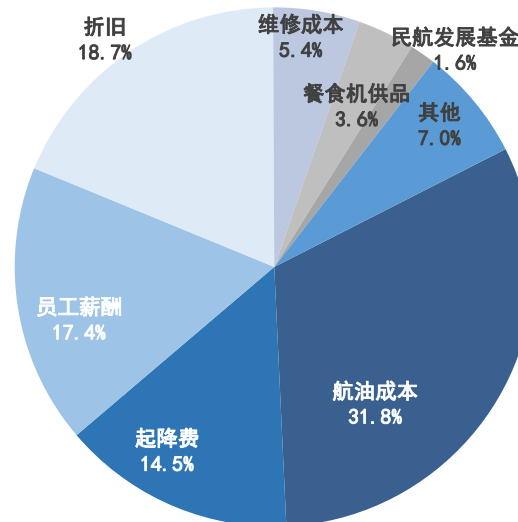
2. 航空公司利润表拆解——成本端详细拆分

■ 航空公司营业成本及费用大致构成

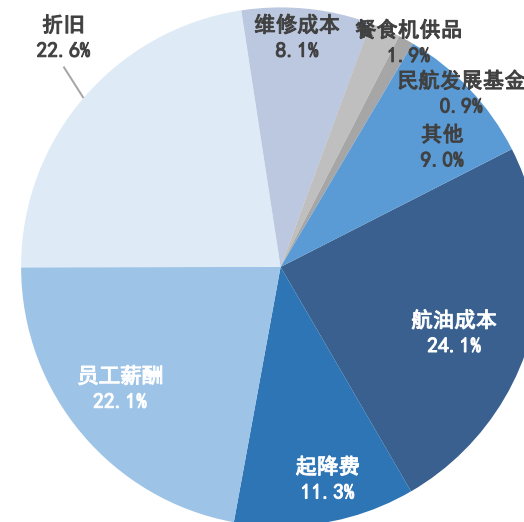
航油成本	航班飞行、滑行消耗航空煤油，航油成本与航班量、飞行距离、油价相关。国内线航油价格由发改委制定，每月调整，航空煤油价格与国际油价、汇率等因素相关；国际线航油价格随行就市。
起降费	起降费、旅客服务费、安检费、停场费、客桥费、地面服务费、场地租金等我国机场收费标准市场化程度仍较低，航司此部分成本与业务量强相关，国际线占比越高，单位成本越高。
员工薪酬	职工薪酬、福利费用，支付社保、住房公积金等，薪酬成本与航空公司机队规模、员工数量、业务量、薪资福利水平相关。
折旧摊销	自购及租赁飞机折旧相关成本，与航空公司机队规模，机型等因素相关。
维修成本	定期或不定期对飞机、发动机进行维修保养发生的成本费用，与航司机队规模、飞机利用率等因素相关。
餐食机供品	提供机上餐食、服务发生的成本费用，与航空公司业务量正相关。
民航发展基金	航空公司按照飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳民航发展基金。
其他	其他航空主业成本、其他业务成本等。
销售费用	订座费用、代理费用、销售人员薪酬等
管理费用	管理人员薪酬福利、差旅费等
研发费用	研发人员薪酬等
财务费用	利息收入、利息支出、租赁负债利息、汇兑损益等

■ 航空公司经营成本比例结构

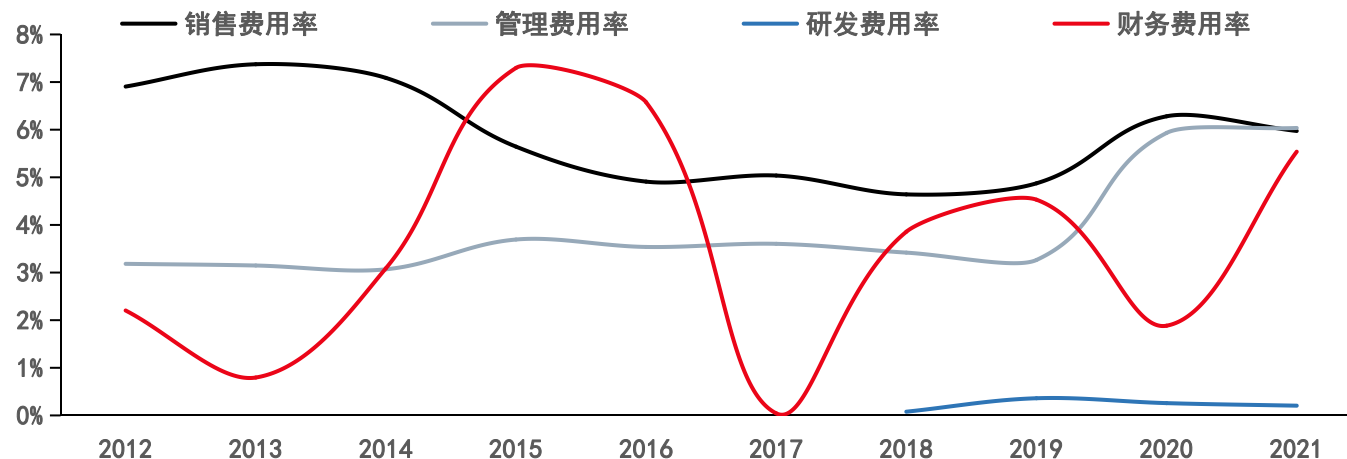
■ 国航：2019



■ 国航：2021



■ 航空公司费用水平（国航）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

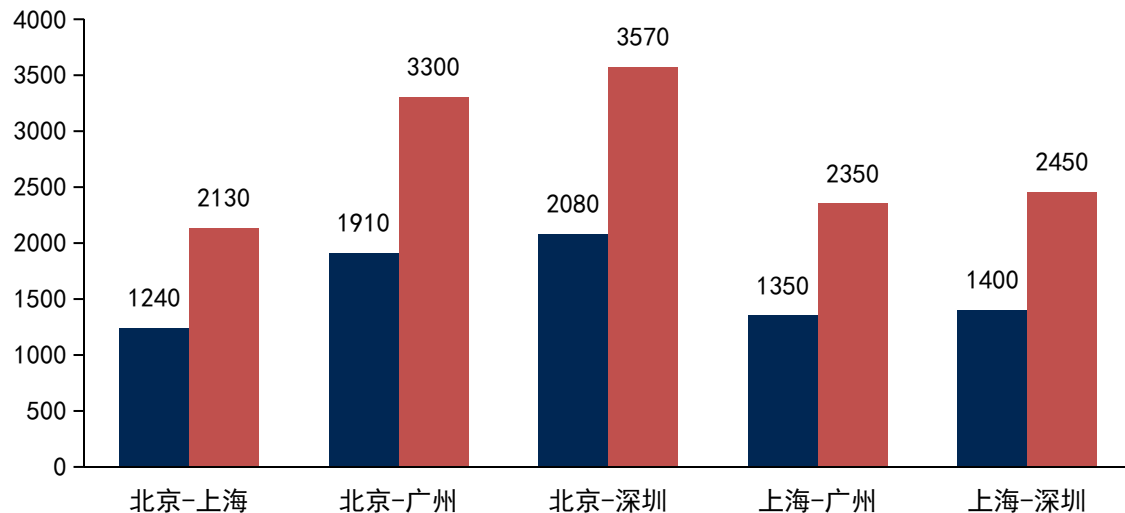
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2. 航空公司利润表拆解——弹性变量：运价

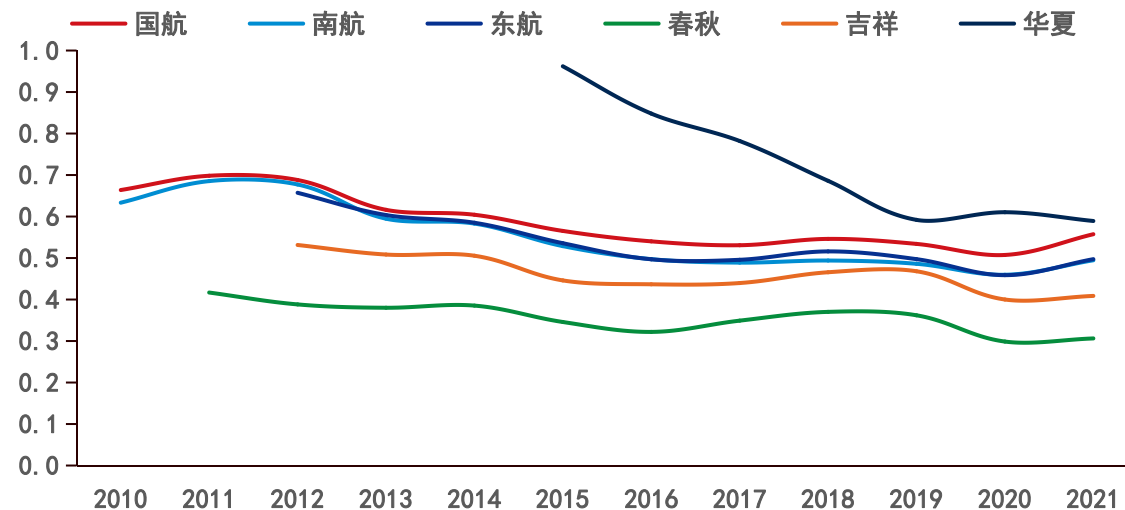
■ 运价的决定因素

- ① 票价制定市场化趋势显著：国际航线、国内航线的头等舱、公务舱定价相对市场化，国内航线经济舱已经逐步放松管制
- ② 政策指导价航线经济舱票价基准价： $1.1 \times \text{航路航距} \times \text{Log}(150, 0.6 \times (\text{航路航距}))$ ，票价可在此基础上上浮25%，四舍五入取10的整数倍：如历史上北京首都-上海虹桥：航路航距1178KM，经济舱全价票价格= $1.1 \times 1178 \times \text{Log}(150, 0.6 \times 1178) \times 1.25 = 1237$ (1240)
- ③ 国内航线票价市场化：2017年票价改革放开大量公商务航线经济舱全价票价格；2020年票价改革进一步深化，放开3家以上（含3家）航司参与经营的国内航线的经济舱全价票定价上限，每个航季提价不超10%。
- ④ 当前京沪线经济舱全价票已经提高至2130元，相比2017年提高72%。
- ⑤ 供需决定实际销售价格，随着供需逐步反转，预计民航票价同比逐步提升。

■ 票价改革效果（2022冬春VS2017冬春）



■ 历史运价（客公里收益：元）整体走低

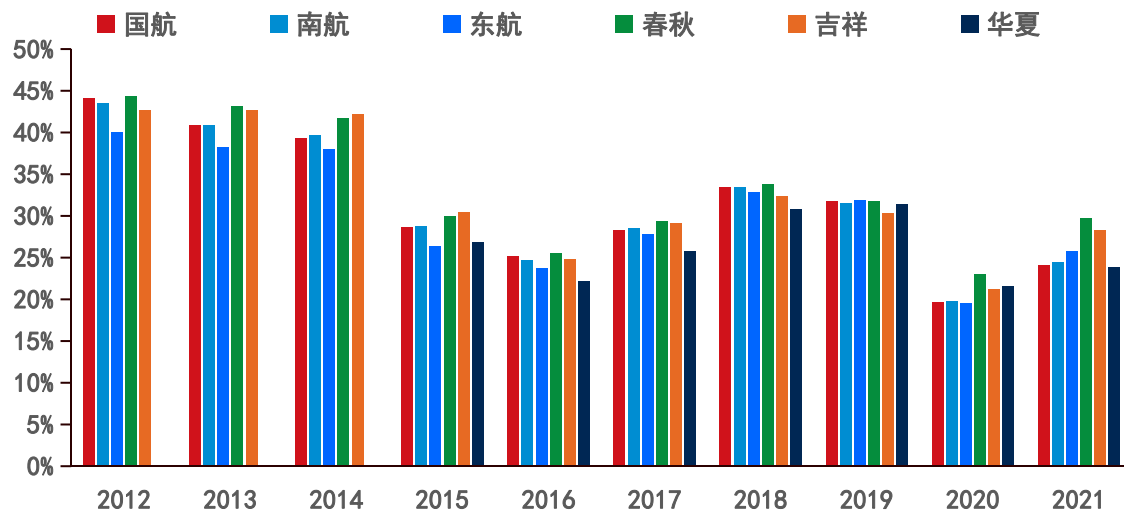


■ 价格弹性（2019年业绩对票价+1%的弹性）

业绩弹性	国航	南航	东航	春秋	吉祥	华夏
国内	9.0%	25.0%	16.9%	3.9%	9.5%	
地区	0.6%	0.6%	0.9%	0.2%	0.2%	
国际	4.1%	8.4%	7.9%	1.9%	2.1%	
合计	13.7%	34.0%	25.6%	6.0%	11.9%	9.0%

2. 航空公司利润表拆解——弹性变量：油价

■ 各航司航油成本比例趋同



■ 历史油价波动较大



■ 燃油附加费对冲航油成本

- 国内航油价格由发改委每月制定，主要受上月油价和汇率影响
- 国际航线境外产生航油成本跟随国际油价波动，随行就市
- 航司国内综合燃油采购成本达到5000元/吨时，可收取燃油附加费，国内航线航线燃油附加最高标准=0.00002731×（国内航空煤油综合采购成本（元/吨）—5000）×800（航路航距800公里以下）or ×1500（航路航距800公里以上）
- 国际航线燃油附加费收取主要跟随当地政策及国外航司标准
- 燃油附加费计入航司收入，原则上将对冲三分之二的燃油成本提升，但收取附加费将提升总票价，或影响业务量

■ 2019年各航司业绩对油价弹性

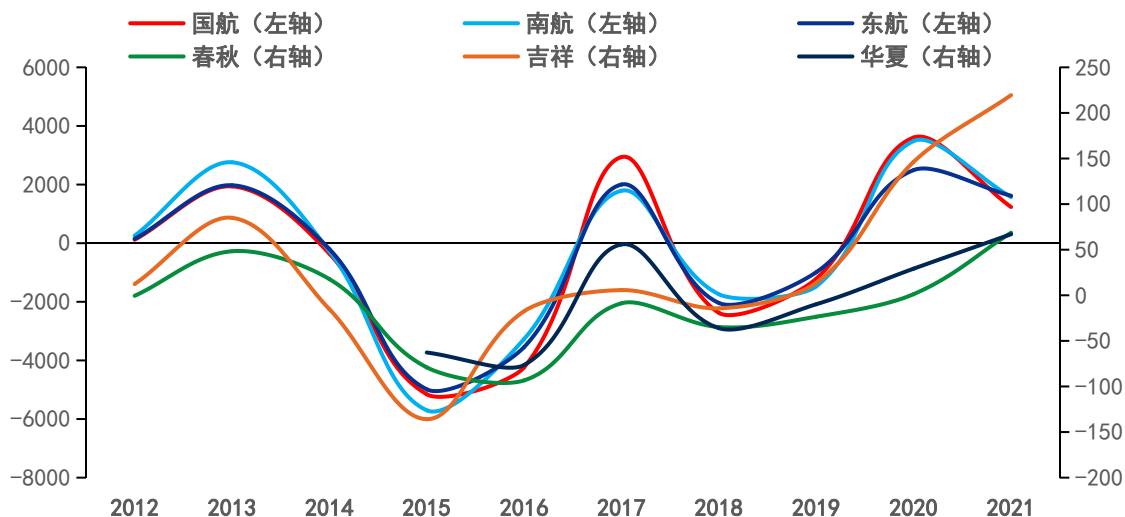
	油价变动1%利润总额降 (单位:百万元)	油价下跌1%对应业绩弹性 (按利润总额计)
中国国航	359.7	4.0%
南方航空	428.1	10.5%
中国东航	341.9	7.9%
春秋航空	41.7	1.7%
吉祥航空	43.6	3.1%
华夏航空	47.1	8.1%

2. 航空公司利润表拆解——弹性变量：汇率、利率

■ 汇率从多个维度影响航空公司经营业绩

- 1. 航空器购置多以美元计价，汇率升值利好航空器初始入账成本降低，降低折旧金额
- 2. 航油价格与汇率高度相关，汇率升值，人民币计价的单位航油成本越低
- 3. 航空公司大量美元负债、租赁负债导致汇率升值降低人民币计价的负债规模，带来汇兑收益
- 4. 汇率体现一国购买力，汇率升值利好居民出境需求

■ 各航司历史汇兑损益（百万元）情况



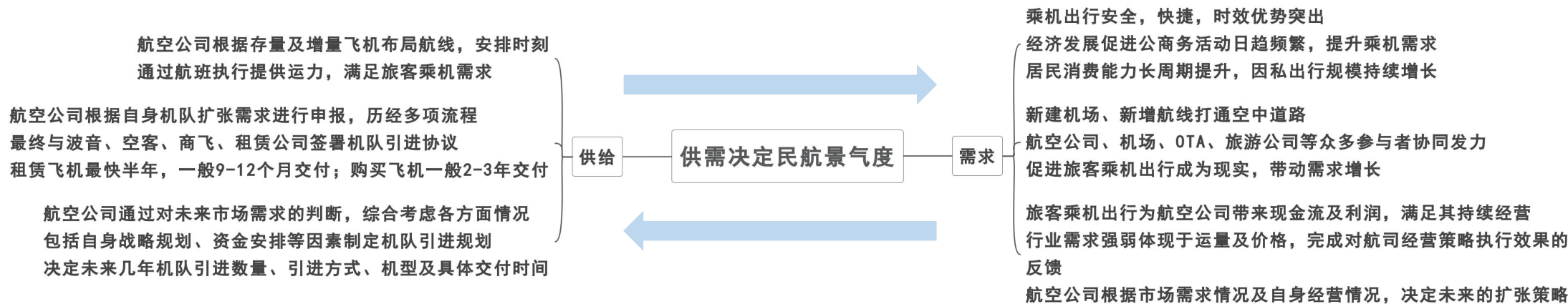
■ 美元兑人民币历史走势



■ 各航司汇兑利率敏感性（2022中报，百万元）

汇率贬值1%	国航	南航	东航	春秋	吉祥
美元	-319.40	-304.00	-282.00	-6.62	-94.92
欧元	-3.51	-15.00	-17.00		
日元	-3.77	-28.00	-0.48	-0.10	
韩元			-24.00		
新加坡元			-15.00		
港元	-1.90				
利率 (+100BP)	-491.54	-323.00	-720.00	-71.69	

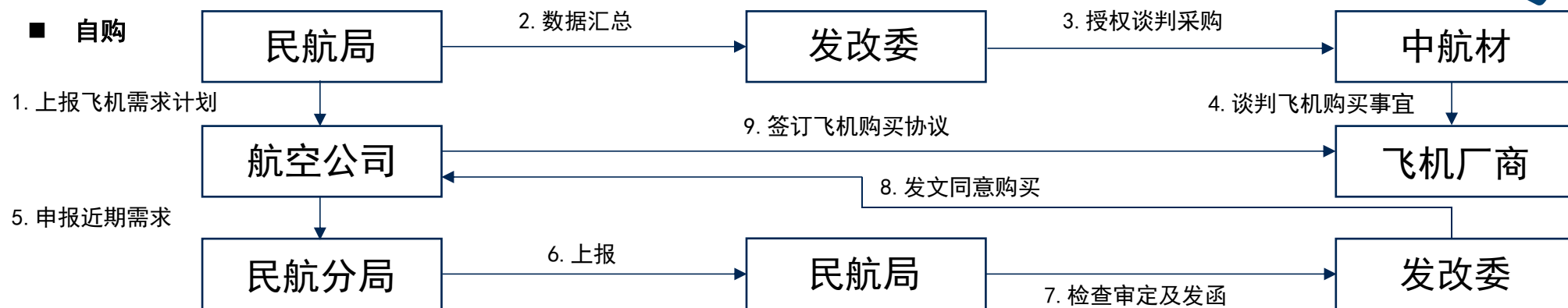
3. 行业供需分析



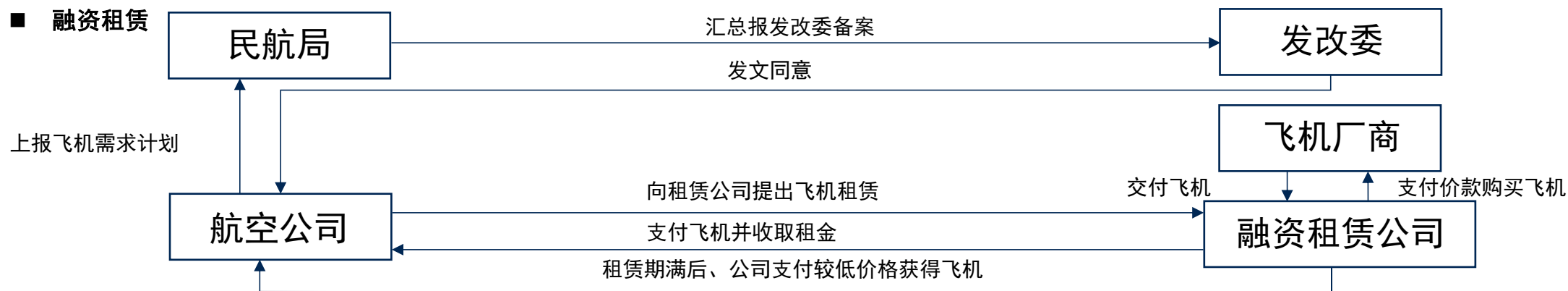
- ✎ 民航理论供给为航空公司机队规模、机型结构。飞机引进需要时间，汇总航空公司次年机队扩张计划可大致推测次年理论供给增速。
- ✎ 特殊年份如疫情期间，航空公司运力引进可能显著推迟，此外，航司中远期机队引进规划和实际执行情况可能差距甚远，参考意义不大。
- ✎ 实际供给量：衡量指标为可用座位公里数（ASK），为飞机数量、飞机利用率等因素下的共同结果，一般用来衡量行业供给及公司运力。
- ✎ 需求长期随经济周期波动，短期季节性强，且可能在部分特殊时期因种种变量导致短期出现较大波动。
- ✎ 实际需求量：衡量指标为收入客运公里数（RPK）=可用座位公里数×客座率，一般用来衡量行业需求及公司业务量。
- ✎ 供需强弱最终体现于机票价格，价格是决定航空公司业绩最核心的变量之一。
- ✎ 经济周期预测难度大，航空公司运力安排前瞻性整体不足，供需错配导致行业存在周期性。
- ✎ 行业格局变化，替代品如高铁的发展也是影响行业整体或局部景气度的重要变量。
- ✎ 外部变量如油价、汇率、公共卫生突发情况、政策支持等因素也可能对行业景气度产生重要影响。

3. 行业供需分析——供给：机队引进

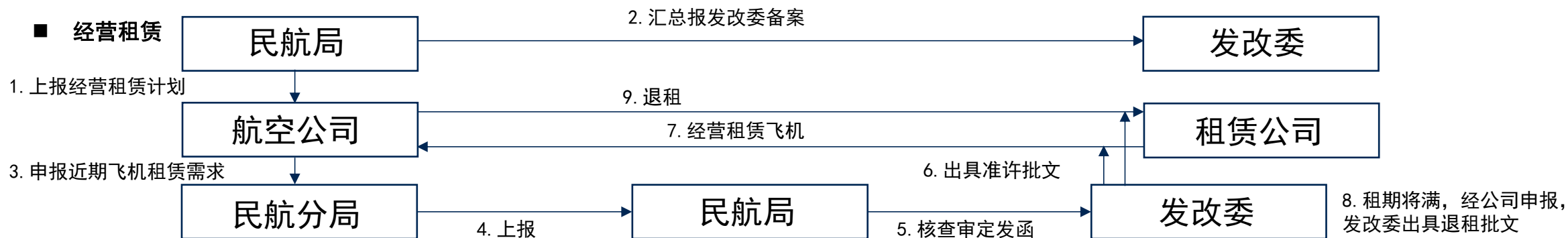
■ 自购



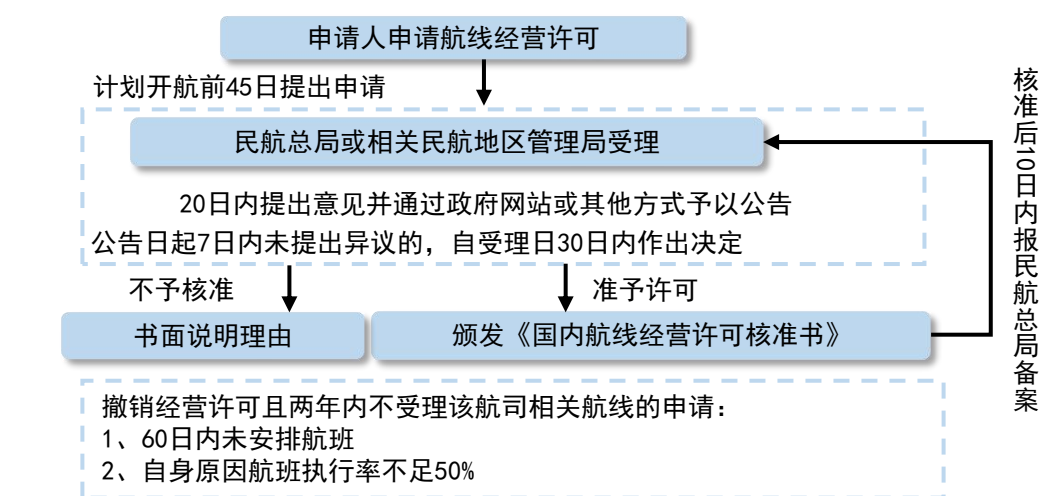
■ 融资租赁



■ 经营租赁



3. 行业供需分析——供给：获取起降时刻，安排航班飞行

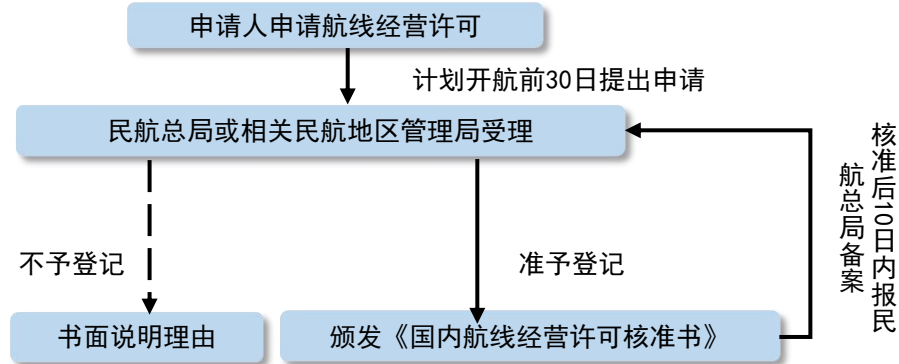


核准类

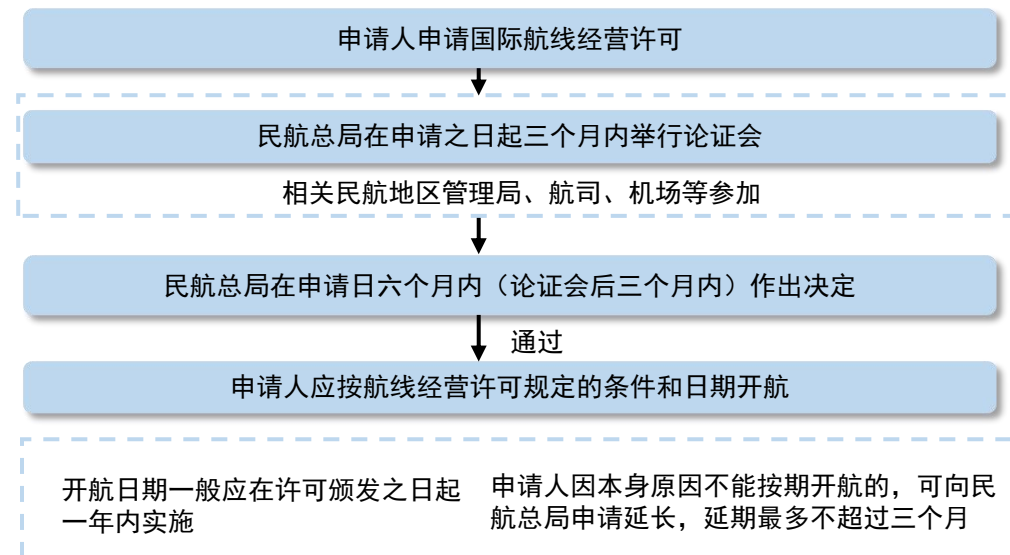
流量限制机场
繁忙机场
特殊要求机场

登记类

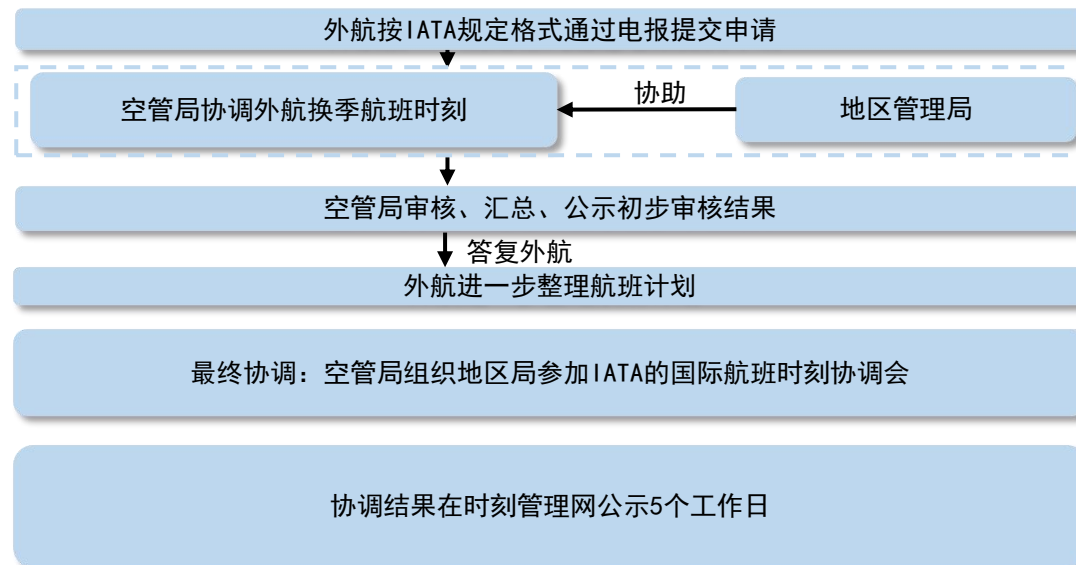
国内航线经营许可



国际航线经营许可



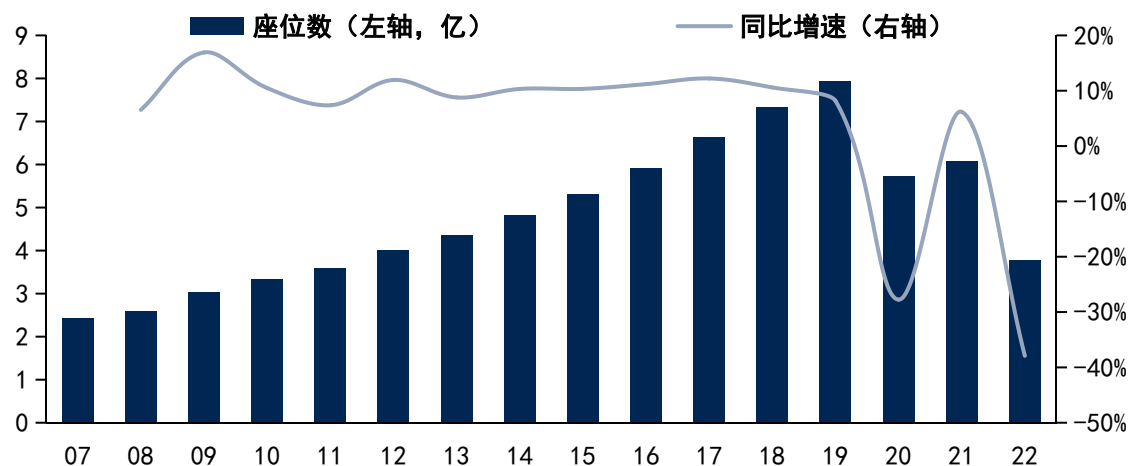
外航定期航班时刻申请



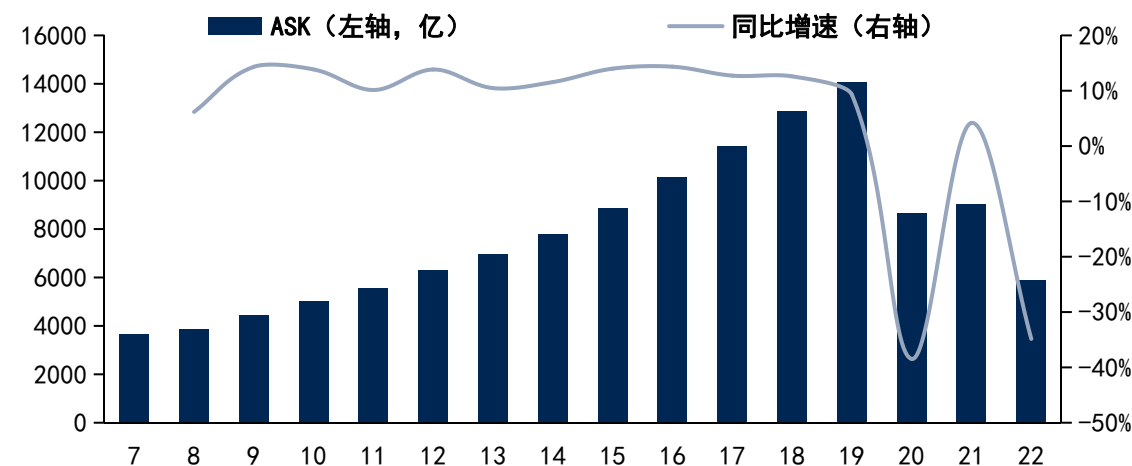
3. 行业供需分析——供给：各航司机队情况、行业供给增速

客机数量	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	合计 (仅客机)	增速	行业飞机 (客+货)	增速
2011	411	444	358	108	28	22	1371		1764	
2012	441	491	397	117	32	28	1506	9.8%	1941	10.0%
2013	477	561	451	131	39	34	1693	12.4%	2145	10.5%
2014	519	602	485	169	46	41	1862	10.0%	2370	10.5%
2015	567	653	526	202	52	55	2055	10.4%	2650	11.8%
2016	601	688	572	238	66	65	2230	8.5%	2950	11.3%
2017	634	740	627	410	77	81	2569	15.2%	3296	11.7%
2018	684	826	692	463	81	90	2836	10.4%	3639	10.4%
2019	699	848	734	361	93	96	2831	-0.2%	3818	4.9%
2020	707	867	734	346	102	98	2854	0.8%	3903	2.2%
2021	746	878	758	344	113	110	2949	3.3%	4054	3.9%
2022	762	894	775	342	116	110	2999	1.7%	4180	3.1%

■ 民航座位投放量



■ 民航可供座公里数量



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3. 行业供需分析——供给：各航司机队情况、行业历史供给增速

- ✎ 航空公司会根据当年运行情况及未来预期执行机队引进计划
- ✎ 常规年份，航空公司对次年运力引进规划与实际执行情况基本接近
- ✎ 特殊年份如疫情期间，各航司机队引进计划均未达到年初目标
- ✎ 航空公司在年报中披露的隔年运力引进规划准确度较低
- ✎ 汇总主要航司对次年机队扩张规划可大致推算出次年行业供给增长
- ✎ 行业中长期运力增长可大致根据五年规划大致估算，很难做到精确
- ✎ 当前各航司尚未披露2023年机队引进计划，但考虑到航空公司资产负债表修复尚需时日，预计2023年民航业供给增速仍将保持低位

南航计划引进	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T+1年	65	57	52	76	115	114	86	64	68	
T+2年	52	50	67	63	105	89	72	65	73	
T+3年	12	47	59	50	89	29	51	57	39	
计划退	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T+1年	24	13	18	28	29	45	37	12	9	
T+2年	15	15	8	17	29	28	3	0	7	
T+3年	0	3	1	12	26	3	0	0	17	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
实际引进	85	64	58	53	79	89	54	32	22	23
实际退出	15	24	3	18	27	16	32	27	11	7
计划净增		41	44	34	48	86	69	49	52	59
实际净增	70	40	55	35	52	73	22	5	11	16
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
引进完成比例		98%	102%	102%	104%	77%	47%	37%	34%	34%
退出完成比例		100%	23%	100%	96%	55%	71%	73%	92%	78%
净增完成比例		98%	125%	103%	108%	85%	32%	10%	21%	27%

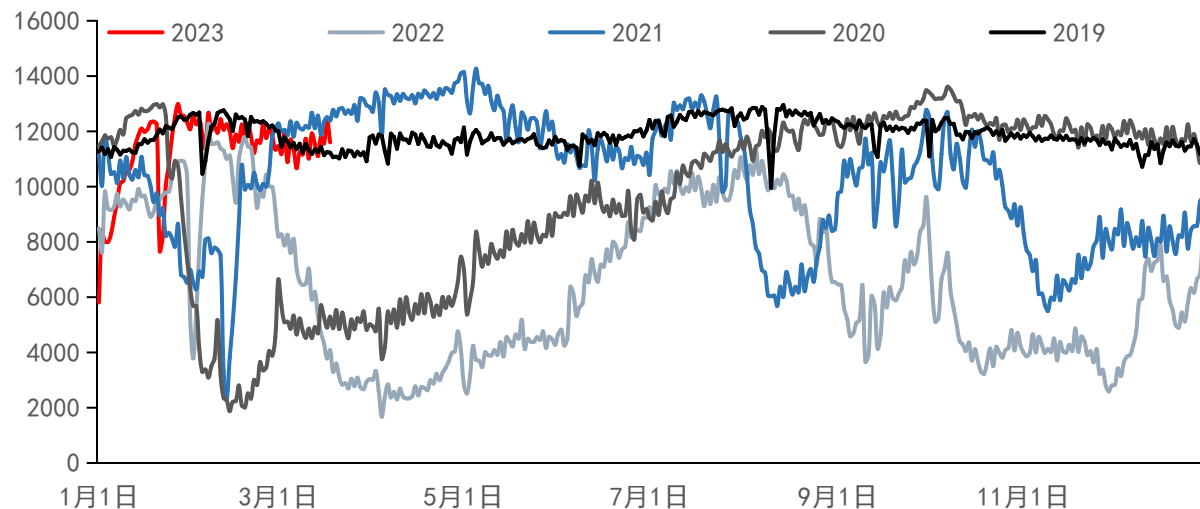
国航计划引进	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T+1年	56	58	68	66	50	56	54	72	37	59	46	
T+2年	56	65	63	38	48	46	63	57	47	24	15	
T+3年	55	48	29	38	41	55	53	6	16	14	9	
计划退	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T+1年						18	22	17	4	6	22	
T+2年						17	17	11	1	18	15	
T+3年						20	12	1	10	14	11	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
实际引进		53	55	67	66	54	56	50	48	14	43	35
实际退出		24	19	24	16	21	24	21	8	6	4	19
计划净增							38	32	55	33	53	24
实际净增		29	36	43	50	33	32	29	40	8	39	16
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
引进完成比例			95%	99%	100%	108%	100%	93%	67%	38%	73%	76%
退出完成比例							133%	95%	47%	150%	67%	86%
净增完成比例							84%	91%	73%	24%	74%	67%

东航计划引进	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T+1年	49	56	73	80	72	73	67	60	46	43	46	
T+2年	46	62	75	70	52	67	62	61	13	52	31	
T+3年	47	78	45			72	61	18	10	57	9	
计划退	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T+1年		14	42	43	26	18	15	1	1	9	12	
T+2年		11	29	26	19	15	0	10	6	9	16	
T+3年		13	21			0	0	10	5	16	23	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
实际引进	28	49	58	75	80	72	73	67	44	13	33	34
实际退出	9	10	9	43	42	26	18	14	1	11	6	11
计划净增			42	31	37	46	55	52	59	45	34	34
实际净增			49	32	38	46	55	53	43	2	27	23
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
引进完成比例			104%	103%	100%	100%	100%	100%	73%	28%	77%	74%
退出完成比例			64%	102%	98%	100%	100%	93%	100%	1100%	67%	92%
净增完成比例			117%	103%	103%	100%	100%	102%	73%	4%	79%	68%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

3. 行业供需分析——供给：民航运力及春运价格恢复情况

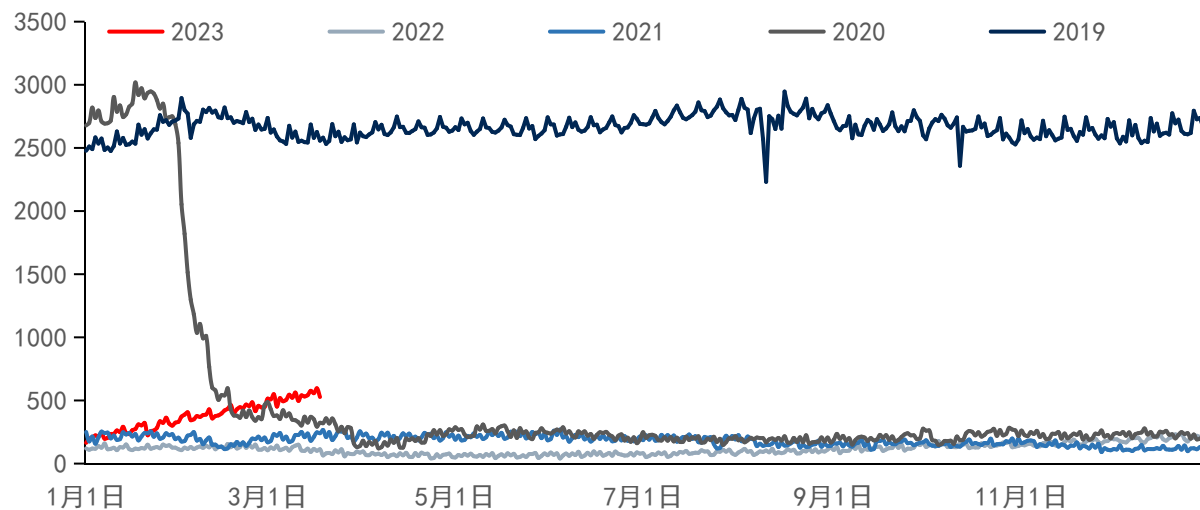
■ 民航国内线单日航班量走势



■ 2023春运经济舱均价（元）



■ 民航国际地区航线单日航班量走势

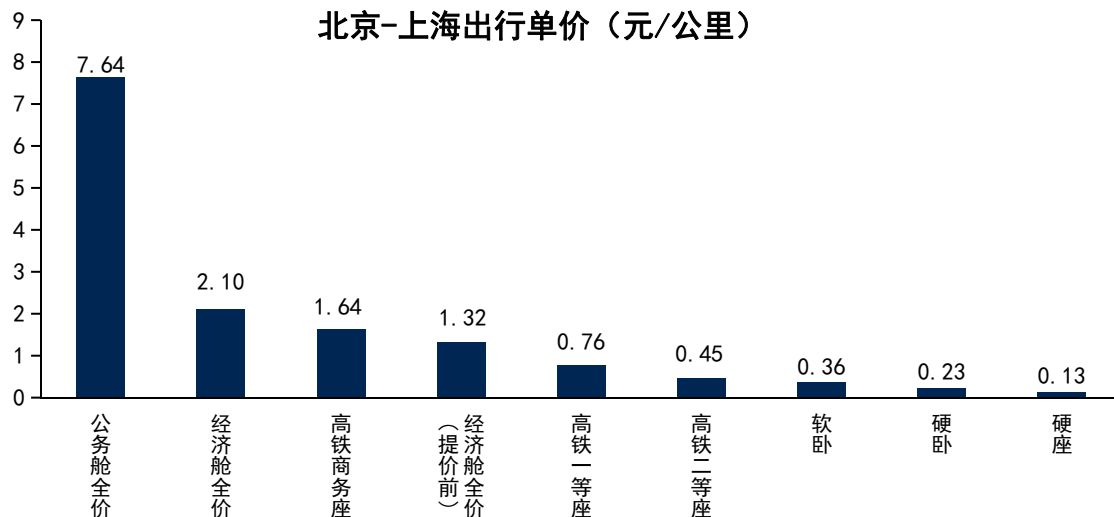


资料来源：飞常准，航班管家，国信证券经济研究所整理

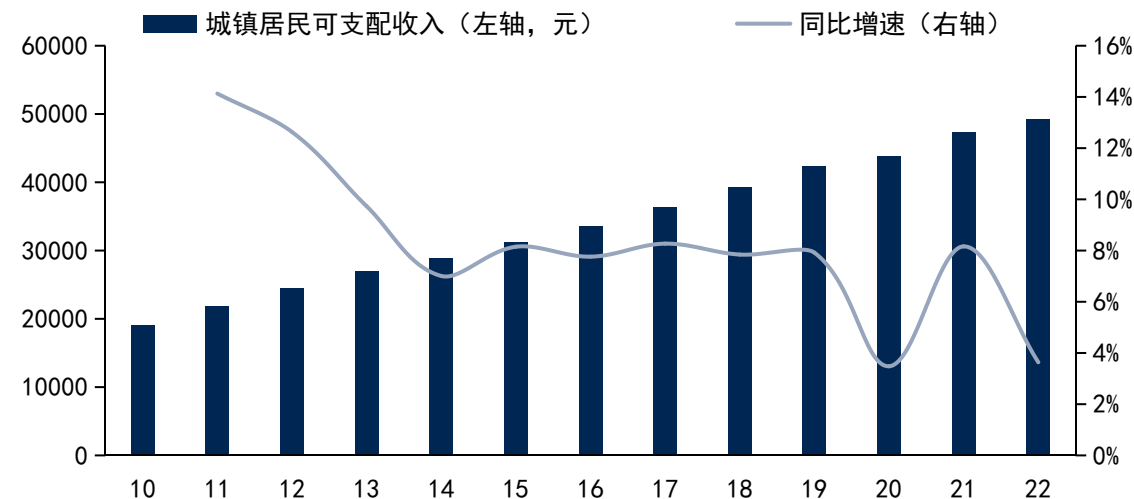
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3. 行业供需分析——需求：经济发展为民航需求的核心驱动力

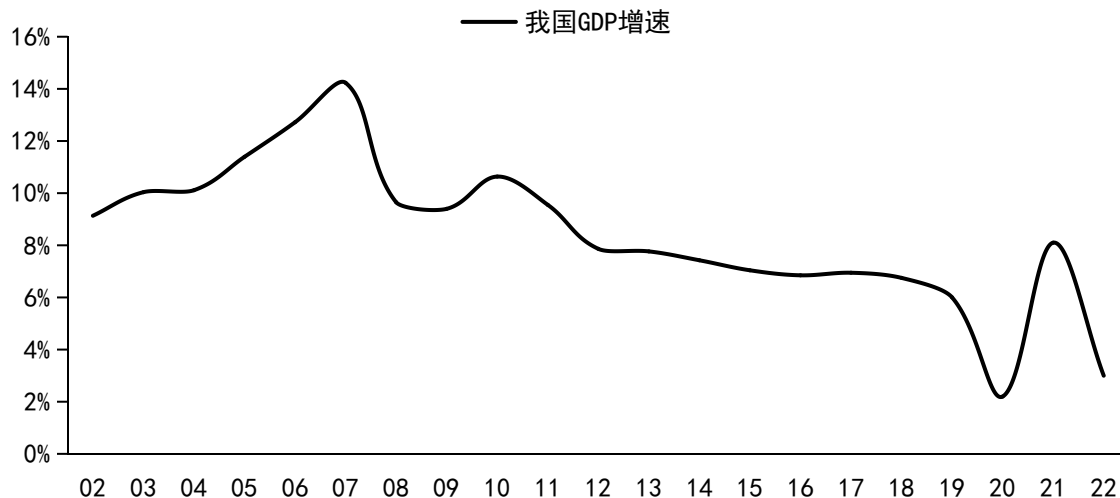
■ 乘机出行单价最高



■ 我国居民可支配收入情况



■ 我国经济增速



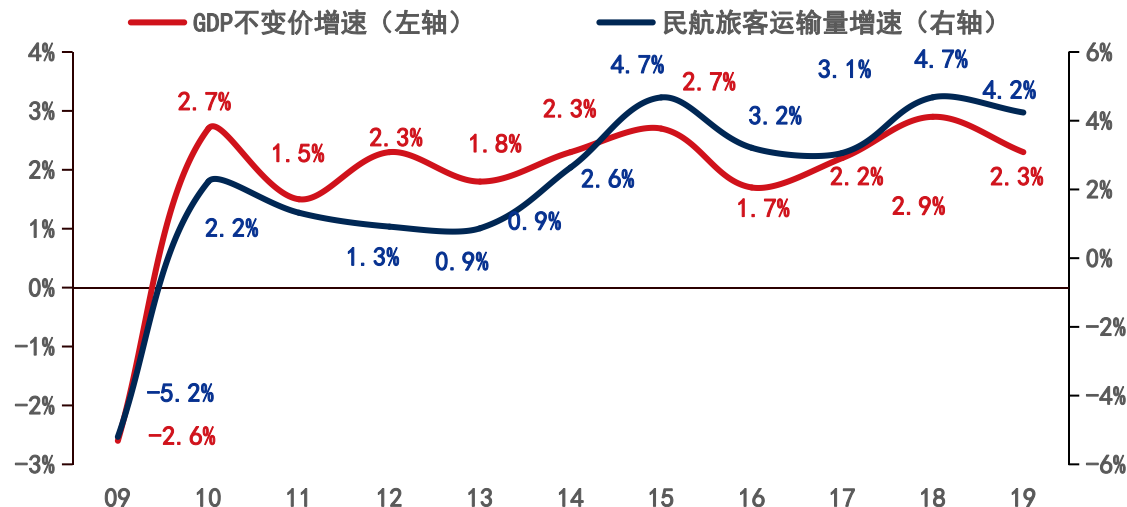
■ 民航需求增速对GDP增速的弹性系数



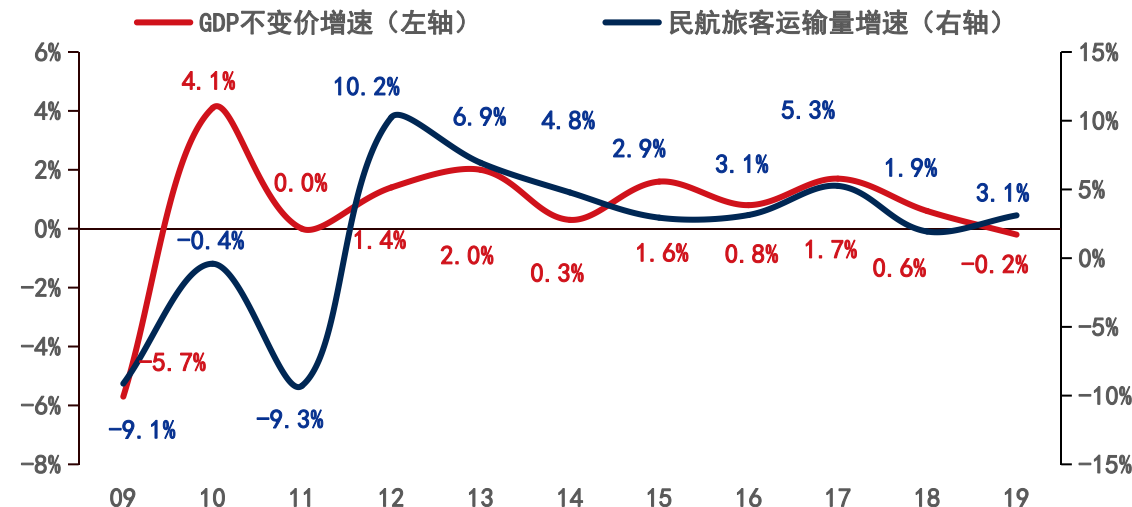
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 行业供需分析——需求：海外民航需求同样持续增长

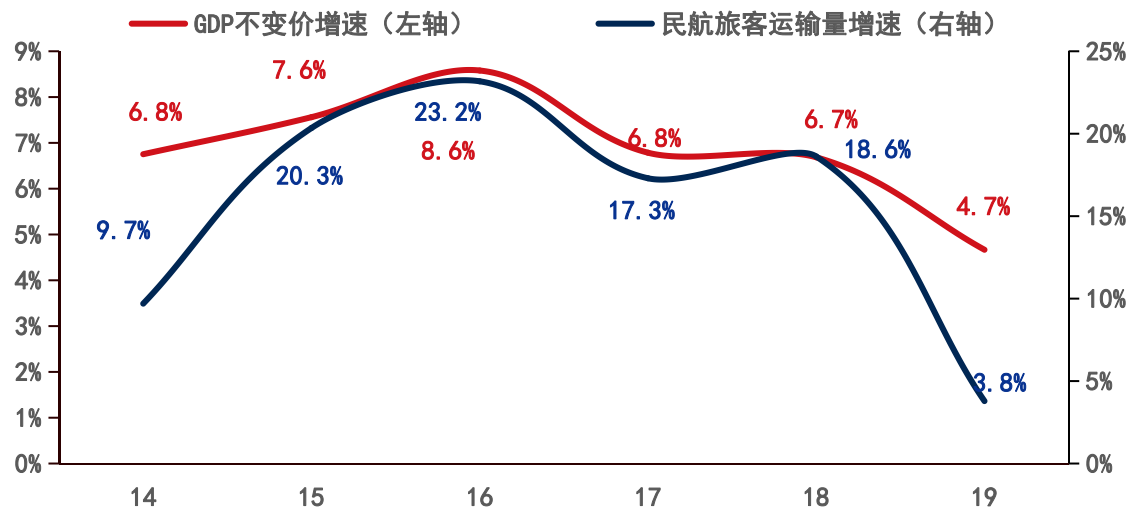
■ 美国民航需求增速与GDP增速



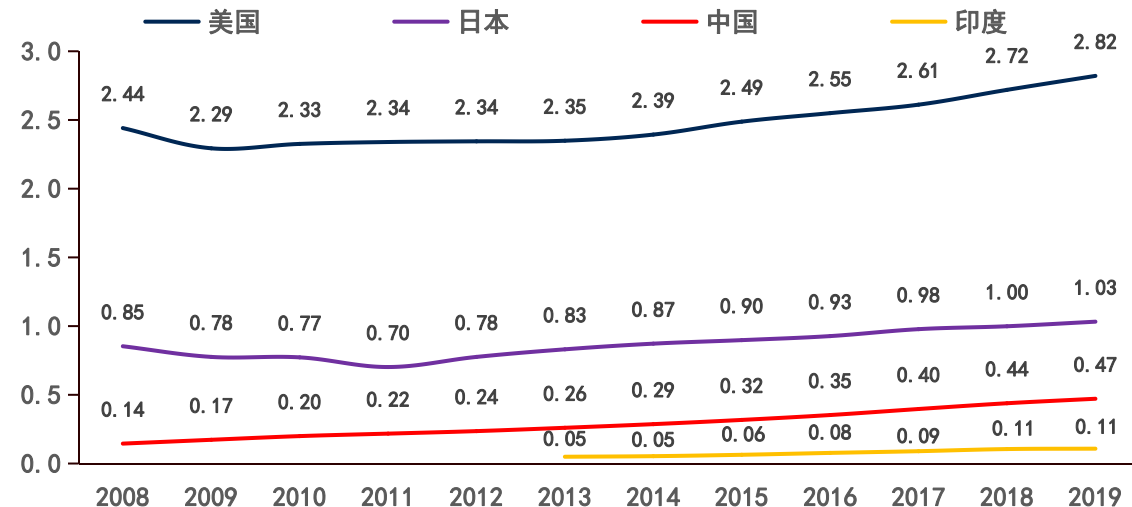
■ 日本民航需求增速与GDP增速



■ 印度民航需求增速与GDP增速



■ 各国人均乘机次数对比

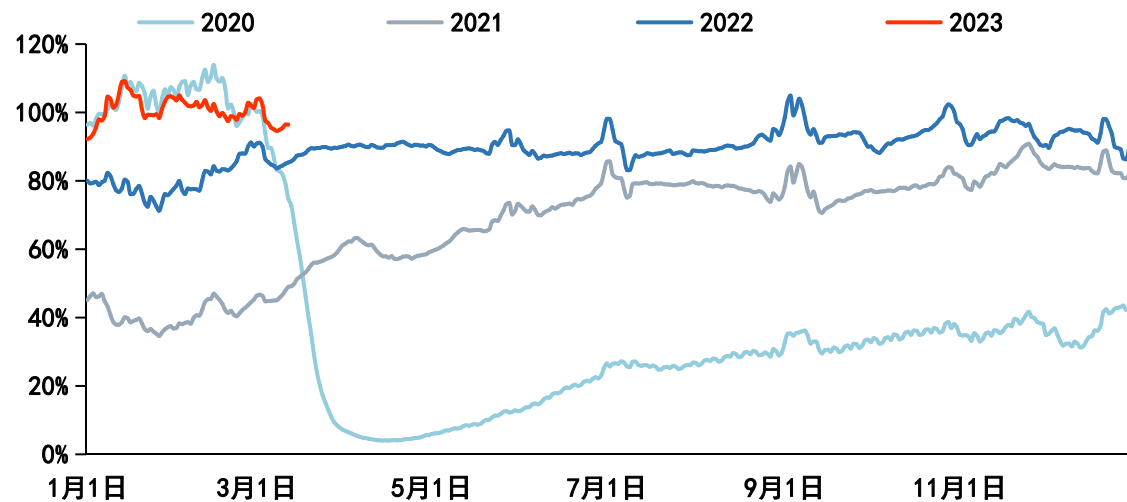


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

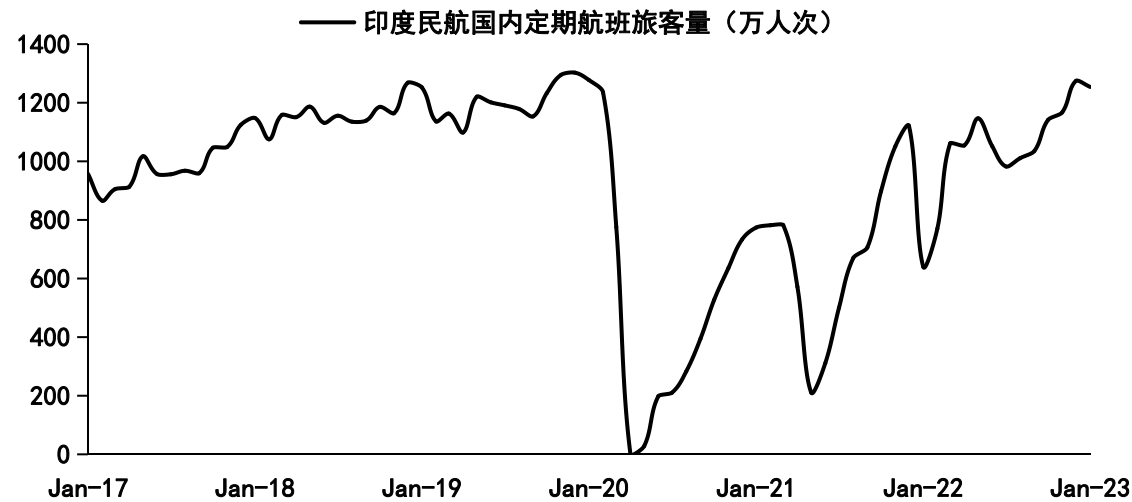
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3. 行业供需分析——需求：各国疫后需求复苏情况

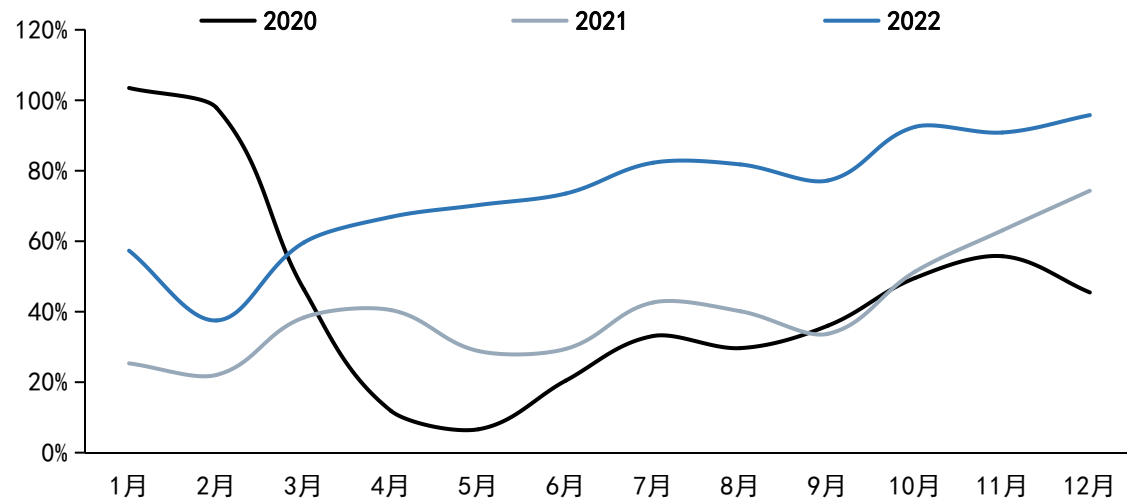
■ 美国疫后复苏情况



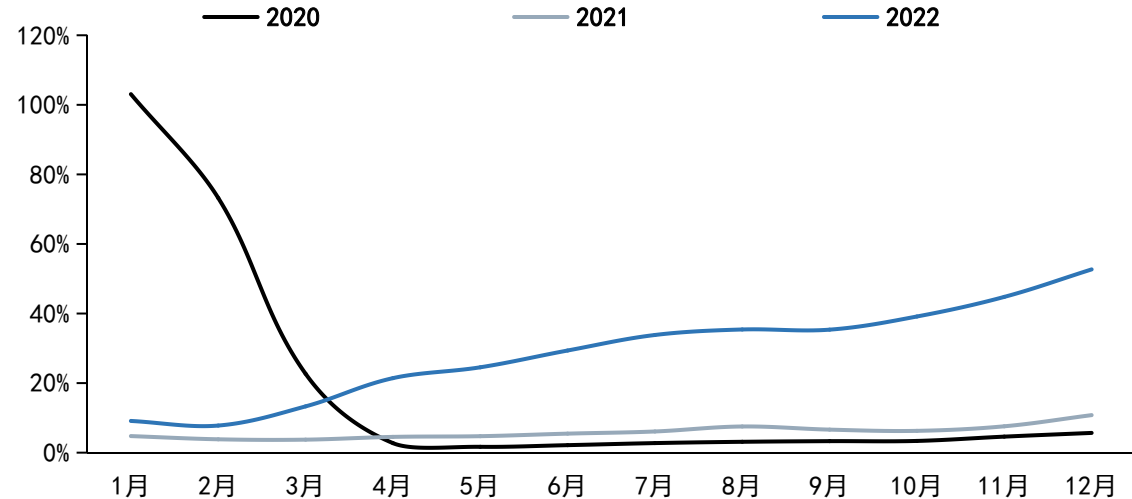
■ 印度疫后复苏情况



■ 日本国内线疫后复苏情况



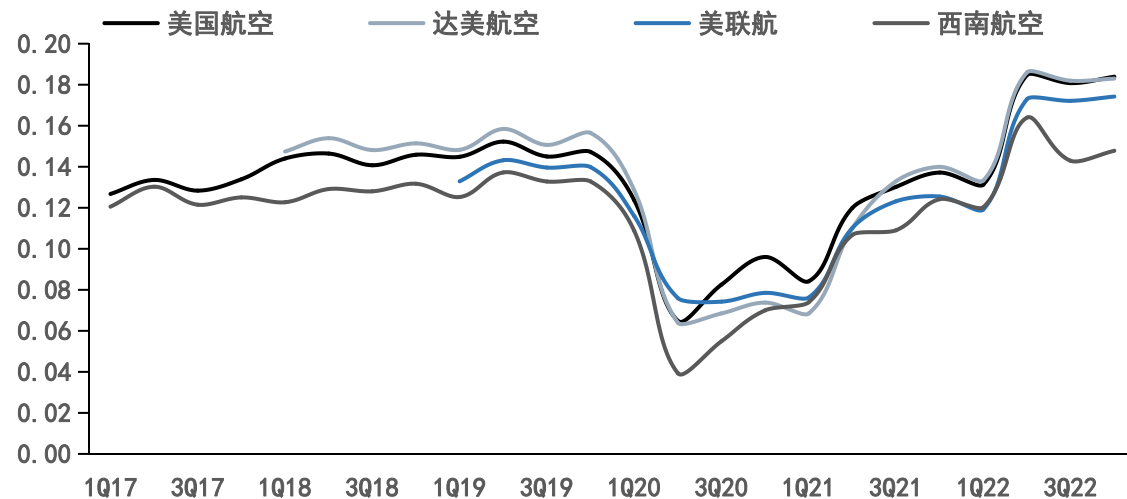
■ 日本国际线疫后复苏情况



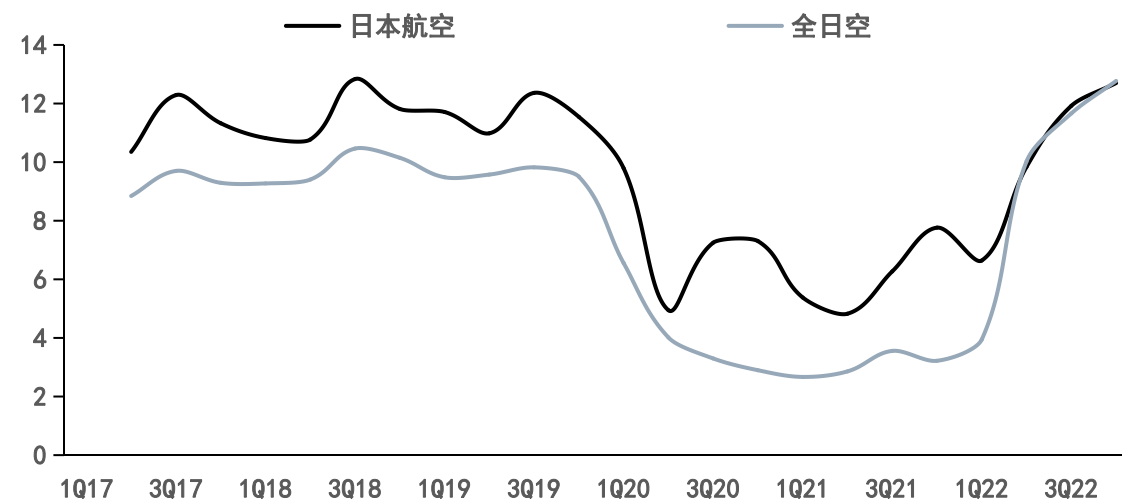
资料来源：AOA，TSA，日本政府网站，印度民航局，国信证券经济研究所整理

3. 行业供需分析——需求：各国主要航司疫后运价表现

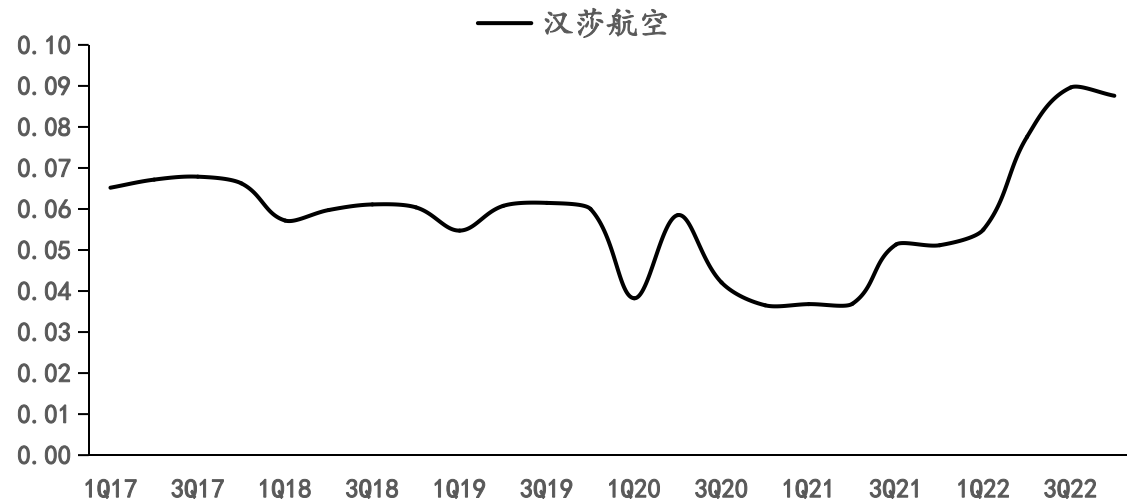
■ 美国四大航季度运价（RASM：美元）表现



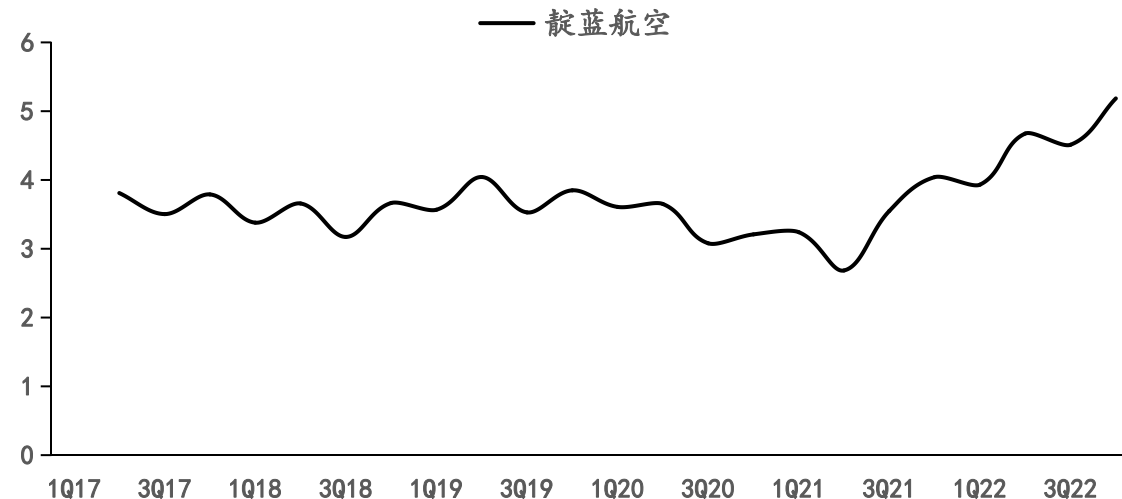
■ 日本航空、全日空季度运价（RASK：日元）表现



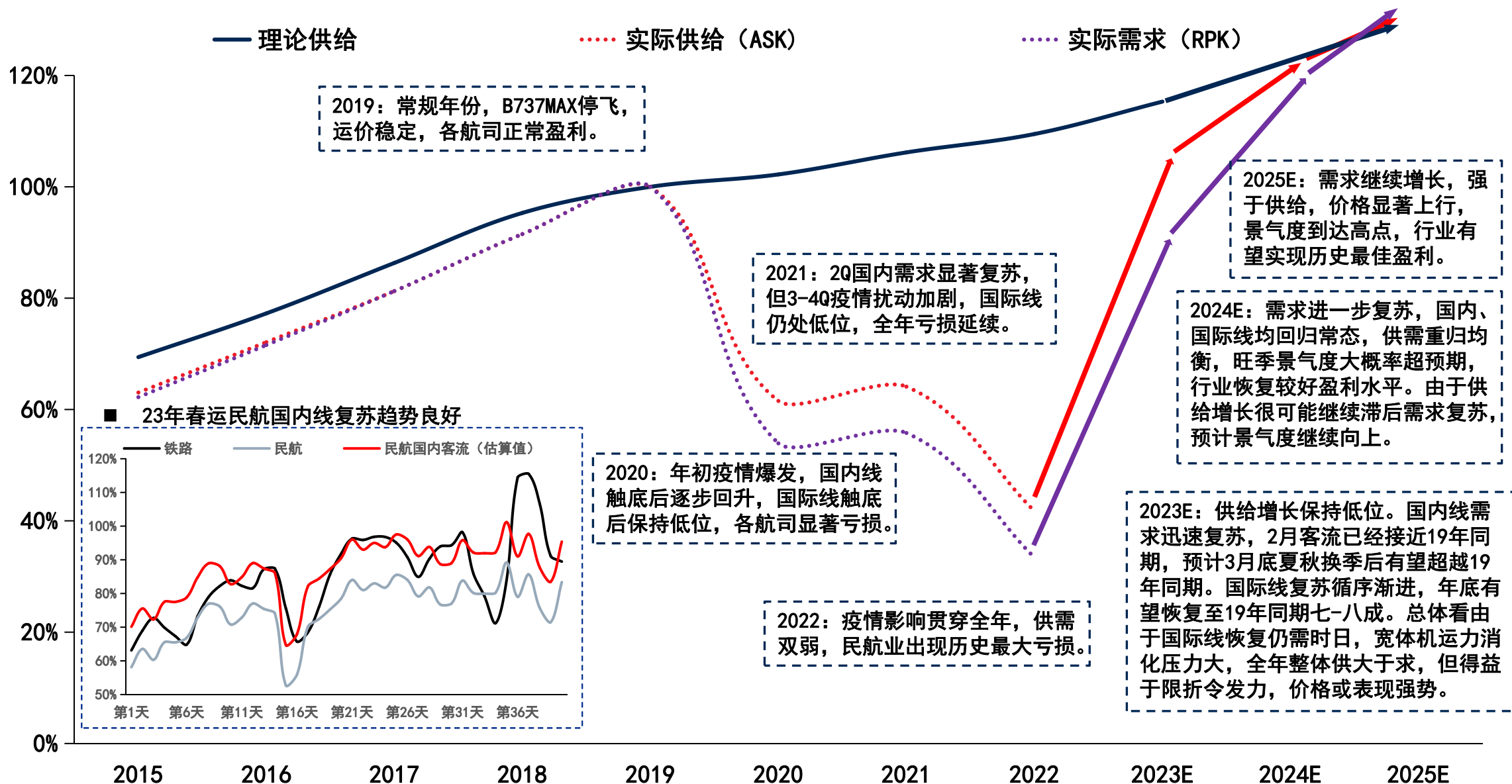
■ 德国汉莎航空季度运价（RASK：欧元）表现



■ 印度靛蓝航空季度运价（RASK：卢布）表现



3. 行业供需分析——我国民航供需形势推演



4. 盈利预测和投资建议——盈利预测

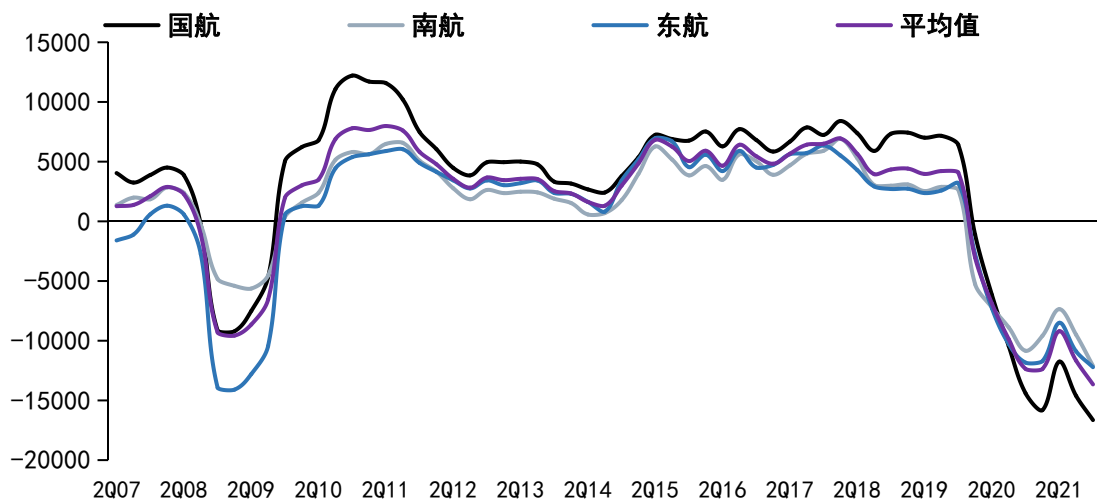
盈利预测	(亿元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
601111. SH	中国国航	64. 09	-144. 09	-166. 42	-382. 50	-96. 20	81. 95	239. 88
600029. SH	南方航空	26. 51	-108. 42	-121. 03	-317. 50	-57. 19	75. 05	227. 09
600115. SH	中国东航	31. 95	-118. 35	-122. 14	-375. 00	-86. 09	71. 57	177. 81
601021. SH	春秋航空	18. 41	-5. 88	0. 39	-24. 75	1. 09	29. 11	47. 91
603885. SH	吉祥航空	9. 94	-4. 74	-4. 98	-39. 00	-4. 53	24. 36	41. 09
002928. SH	华夏航空	5. 02	6. 13	-0. 99	-18. 40	0. 21	9. 54	14. 51
PE估值	PE	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
601111. SH	中国国航	27. 6	-12. 3	-10. 6	-4. 6	-18. 4	21. 6	7. 4
600029. SH	南方航空	54. 1	-13. 2	-11. 8	-4. 5	-25. 1	19. 1	6. 3
600115. SH	中国东航	37. 2	-10. 0	-9. 7	-3. 2	-13. 8	16. 6	6. 7
601021. SH	春秋航空	30. 9	-96. 7	1455. 4	-23. 0	522. 0	19. 6	11. 9
603885. SH	吉祥航空	38. 9	-81. 7	-77. 8	-9. 9	-85. 5	15. 9	9. 4
002928. SH	华夏航空	29. 9	24. 5	-151. 9	-8. 1	703. 2	15. 7	10. 3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

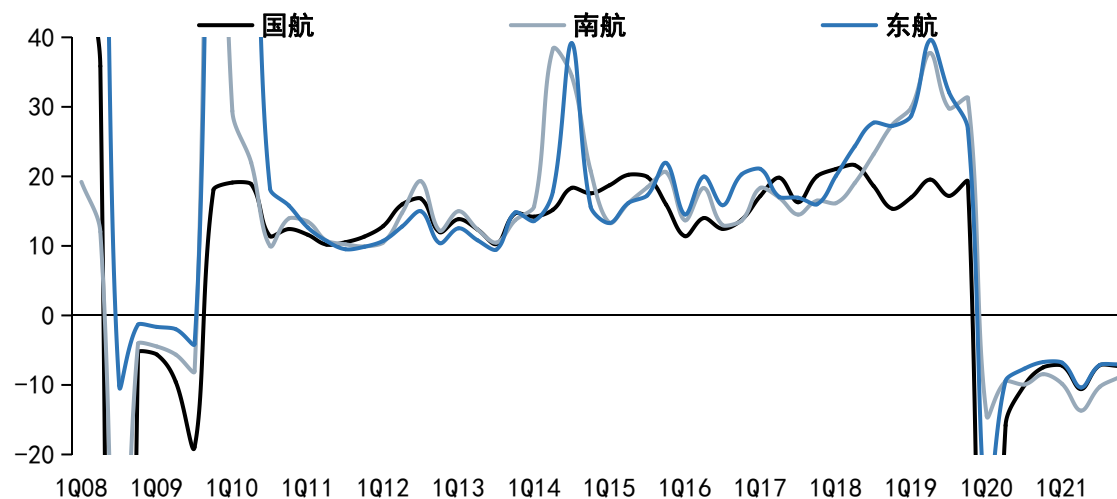
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

4. 盈利预测和投资建议——历史估值分析

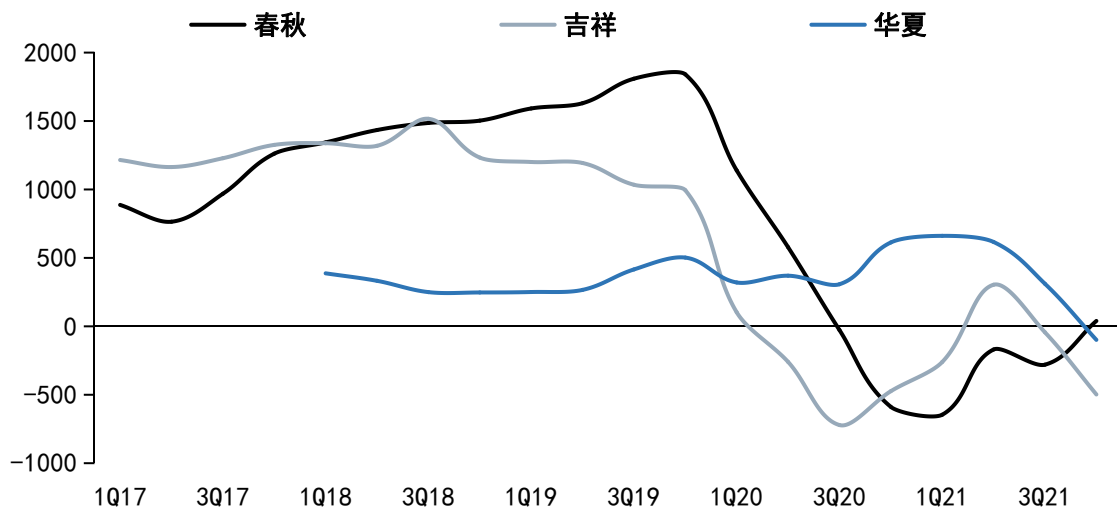
■ 三大航业绩（百万，TTM）



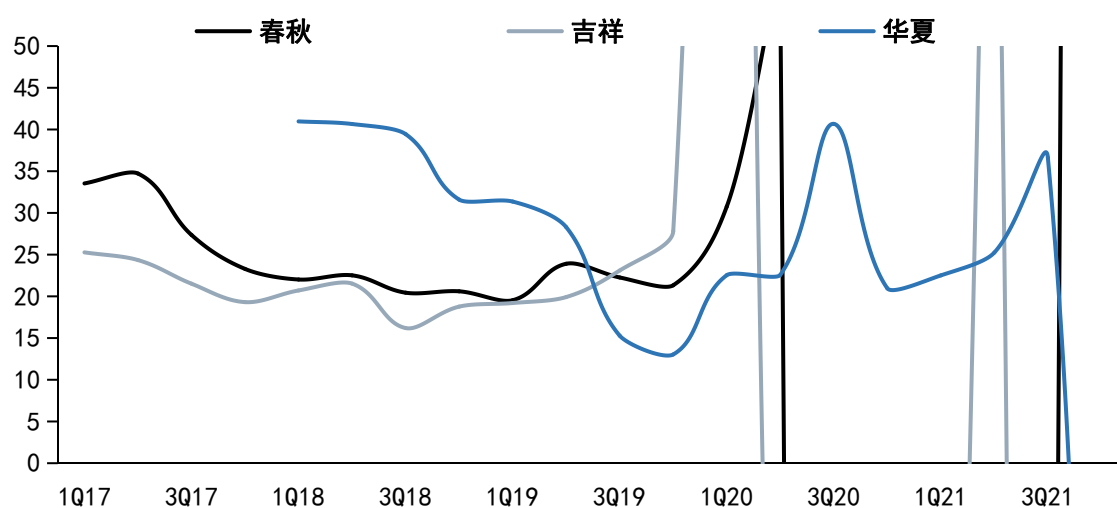
■ 三大航历史PE估值



■ 民营航司业绩（百万，TTM）



■ 民营航司历史PE估值



4. 盈利预测和投资建议——投资建议

01 2023年为修复之年

- 严格防疫成为过去式，民航需求逐步复苏，景气度方向向上。
- 国内市场率先复苏，23年春运后半段客流已经恢复至19年同期超9成；国际线因护照、签证及防疫互认问题限制，复苏尚需时日。
- 宽体运力消化需要时间，整体供大于求，供需缺口逐步收窄，暑运景气度仍可期待，航司业绩显著修复，但全年难以显著盈利，民营航司经营业绩强于国有大航。
- 政策如局方控制国内航班量，发改委限折令带来的影响也应当重视。

02 2024年为超越之年

- 2020-2022运力引进保持低位，23年行业基本面修复但难言高景气，预计飞机引进速度依然不快，带来供给缺口。
- 2024年国内线需求进一步增长，国际线需求恢复正常，民航供需恢复平衡并向供不应求逐步过渡。
- 票价改革持续推进积攒价格弹性，供需反转推升票价，春运、暑运景气度可能超出预期。
- 航司业绩全面恢复，景气度可能超越2019年。

03 投资建议

- 2023年供需从供大于求向供需平衡逐步过渡，量的恢复尚不完整，业绩逐步修复但难言高景气，股价从预期主导逐步向数据印证过渡，重点关注运价，尤其是暑运旺季运价表现。
- 我们坚定看好民航供需反转的大趋势，看好2024-2025年民航业运价显著上行，带来历史最佳盈利表现。
- 当前航空股对应2025年业绩估值相对历史高景气区间的估值中枢仍有显著差距，股价仍有明显向上空间。
- 标的上，2023年民营航司的业绩更为确定，推荐春秋航空、吉祥航空、关注华夏航空，看好2024-2025年大航业绩弹性，推荐中国国航、南方航空、中国东航。

- 一、**宏观经济复苏低于预期。**民航业需求与宏观经济高度相关，如经济复苏不及预期，民航客流恢复及价格表现可能低于预期，造成业绩低于预期。
- 二、**油价汇率大幅波动。**油价汇率变化对航空公司业绩影响较大，如油价显著走高、汇率明显贬值波动，将不利于航司业绩反转。
- 三、**疫情反复。**2020-2022年因疫情影响航司业绩显著亏损，如疫情反复，将不利于航司业绩修复。
- 四、**安全事故。**民航业安全至上，如发生安全事故，将不利于需求恢复。

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

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。

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。本报告仅供我公司客户使用，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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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