航空

危机孕育机会，把握航空业修复大周期

行业深度

2020-12-16 星期三

投资要点

➢ **危机扰乱供需格局，孕育大周期起点**

航空行业具有强周期属性，主要由供给、需求、油价、汇率因素共同作用。汇率和油价周期影响成本费用；供给和需求为核心因素影响收入，决定航司盈利弹性。超级供需周期由危机（战争、金融危机、安全事故、流行病等）导致，当危机来临，航空需求遭受巨大冲击，导致供需完全失衡，股价和估值重回底部，但危机亦是机会，同时也意味着新一轮上升周期的到来。

➢ **行业悲观预期于四月底完全释放，上涨行情已开启**

疫苗为航空业估值修复最强劲的催化剂。疫苗研发成功并投入使用是经济生活彻底恢复的前提，亦是航空业全面复苏的决定性转折点。回顾以往，航空业在后危机时期估值修复往往先行于业绩，从底部启动后，整个上行周期将长达一至两年。我们认为行业当前处于疫苗预期催化下的估值修复阶段，在经济逐渐复苏、出行需求持续改善的大背景下，业绩亦有望逐季改善。

➢ **投资建议：投资危机，把握估值和盈利修复大周期**

1）全球龙头：底部布局，静待价值回归

在寡头垄断的航空市场，头部航司可通过共同稳定运力投放速度，实现对行业供给较强的控制力，并且掌握优势定价权，从而可一定程度弱化由油价和汇率波动形成的成本周期。头部核心航司资产为价值投资优质标的，危机来临之时亦是绝佳配置时点。全球范围内，美国拥有规模庞大且竞争格局成熟的航空市场，在危机冲击下头部航司价值回归确定性强，宜在底部布局。建议关注美国三大航：达美航空（DAL.N）、美联航（UAL.O）、美国航空（AAL.O）。

2）我国核心资产：修复大周期率先开启，长期受益于我国航空需求增长

得益于国内疫情控制较好，我国航空行业领先于全球复苏，估值和盈利修复周期率先开启。从中长期来看，我国航空行业 2021 年或将迎来供需差，行业向上周期具有可持续性。

重点推荐：中国国航（0753.HK）、美兰空港（0357.HK）。

建议关注：1）航司：南方航空（1055.HK）、东方航空（0670.HK）；2）机场：北京首都机场股份（0694.HK）；3）航空信息集成服务商：中国民航信息网络（0696.HK）；4）飞机租赁商：中国飞机租赁（1848.HK）、中银航空租赁（2588.HK）。

相关报告

美兰空港(0357.HK)深度报告：免税政策叠加产能释放打开发展上限，与自贸港共成长-20200817

中国国航（0753.HK）深度报告：盈利能力最强的国有航司，开启上行周期-20201021

航空行业点评：期待十月双节国内需求环比提升，航空业盈利持续修复-20200902

航空行业点评：新政策上调航空资源天花板，加速国内航空市场恢复-20200916

航空行业点评：疫苗是推动航空行业盈利和估值修复最强有力的催化剂-20201110

研究部

姓名：杨森

SFC：BJO644

电话：0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

证券研究报告

目录

目录 **2**

1. 竞争格局决定盈利中枢 **5**

1.1 复盘中美航空行业发展历程及竞争格局 5
1.1.1 美国航空行业：从自由竞争走向寡头垄断 5
1.1.2 我国航空行业：深度整合多以政府为主导，竞争激烈 7
1.2 垄断格局下航司盈利中枢更高 11

2. 周期属性大于格局：供给、需求、油价、汇率因素共同作用 **12**

2.1 垄断格局下头部航司可弱化油价影响 12
2.2 供需周期为核心，决定盈利弹性 13
2.3 危机扰乱供需格局，孕育大周期起点 14

3.疫情影响下航空业现状 **15**

3.1 国内需求恢复先于国际，我国需求复苏领先全球 15
3.2 航司资金现状 15
3.3 行业悲观预期于四月底完全释放，上涨周期已开启 16

4.我国航空行业供需格局 **16**

4.1 中短期需求端延迟，不改长期增长趋势 16
2.2 供给端收缩，供需差或将在 2021 年出现 18

5.投资策略 **20**

5.1 总体思路：投资危机，把握估值和盈利修复大周期 20
5.1.1 全球龙头：底部布局，静待价值回归 20
5.1.2 我国航空行业核心资产：修复大周期率先开启，长期受益于我国航空需求增长 20
5.2 重点个股 20
5.2.1 中国国航 20
5.2.2 美兰空港 22

风险提示 **24**

投资评级定义与免责条款 **25**

图目录

图 1：自 2008 年后美国航空公司数量不断下降.....6
图 2：寡头垄断阶段美国航司 CR5 逐步上升.....7
图 3：中国国航股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）.....8
图 4：东方航空股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）.....9
图 5：南方航空股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）.....9
图 6：我国航空公司数量.....10
图 7：我国航司 CR3 近六年下降 10ppts，2019 年为 63%.....10
图 8：我国航空公司竞争格局（2019 年）.....10
图 9：美国航空公司净利率.....11
图 10：我国航空公司净利率.....11
图 11：竞争格局决定航司盈利中枢（以亚太和美国地区航司为例）.....11
图 12：影响航空行业盈利的四大周期性因素.....12
图 13：美国航空公司利润率与油价负相关.....12
图 14：2008 年后达美航空受油价周期影响减弱.....13
图 15：2015 年后美联航受油价周期影响减弱.....13
图 16：我国三大航盈利能力受油价周期影响较大.....13
图 17：2010-2015 美国航司 RPM、ASM 增速差保持正值.....14
图 18：2010-2014 美国航司客英里收入增速为正值.....14
图 19：从 1995-2011 年新加坡航空集团股价看航空危机周期.....14
图 20：全球国内和国际市场航空需求恢复情况.....15
图 21：各国国内市场航空需求恢复情况.....15
图 22：若参照 Q2 现金消耗率计算，全球航司剩余现金流可支撑的月数.....16
图 23：2004 年至今南方航空股价走势.....16
图 24：中国南方航空股份 PB-Band.....16
图 25：我国 1989-2019 年民航旅客周转量及增速情况.....17
图 26：世界主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性.....17
图 27：我国、美国、日本 2019 年人均乘机次数.....17
图 28：我国民航出行占比逐年提升，2019 年为 33.1%.....18
图 29：分月份旅客周转量同比情况（分航线）.....18

图 30：2007-2019 年三大航客机数量及增速 19
图 31：2007-2019 年三大航客机数量净增情况 19
图 32：三大航客机按月累计净增情况 19
图 33：公司全球航线网络布局 21
图 34：国航欧洲航线占比 37.54% 21
图 35：国航北美航线占比 28.29% 21
图 36：国航在首都、双流、深圳机场时刻均占比第一 22
图 37：大兴机场时刻容量分配计划 22
图 38：国航高线城市航线比例高 22

表目录

表 1：美国四大航兼并重组历程 5
表 2：美国四大航股东高度重叠 6
表 3：我国航空业发展历程 8
表 4：疫情下我国四家小航司被迫出售 10
表 5：国内前 10 大航线中，国航航班量排名首位的有 4 条 21
表 6：美兰空港免税业务关键假设及预测 23
表 7：2021 年美兰空港免税销售额弹性分析（预测吞吐量 2970 万人次） 23
表 8：航空行业重点公司主要财务和估值指标 24

1. 竞争格局决定盈利中枢

1.1 复盘中美航空行业发展历程及竞争格局

1.1.1 美国航空行业：从自由竞争走向寡头垄断

➢ **四大航股东高度重合，格局稳固**

复盘美国航空行业的发展历程，在经历了近七十年的政府管制和完全市场竞争阶段后，现处于寡头垄断下稳定盈利的黄金期。

- **1938-1977：政府管制阶段。**1938 年《民用航空法》出台，设立了美国航空运输委员会，对航空公司的成立、航线申请以及运价进行管制，意在避免航空业的不良竞争。1938 年至 1977 年申请进入航空业的 80 家航空公司，没有一家干线执照获得批准。美国航空业处于有管制的寡头竞争状态。

- **1978-2009：政府逐步放开控制至完全市场竞争阶段。**1978 年，《民航放松管制法》颁布，逐渐强调政府减少对航空业的控制；1981 年，美国航空运输委员会航线管制权利取消；1983 年，终止美国航空运输委员会对航空运价的管制；1985 年，美国航空运输委员会解散；1989 年，美国民航公司进出与兼并收购实行自由化。美国民航业逐渐进入自由竞争状态。

- **2009 至今：寡头垄断阶段。**2000~2009 年互联网泡沫、“911”事件和 2008 年全球金融危机等一系列冲击事件，推动了美国航空行业大规模破产和兼并重组。2000-2009 年间 46 家航司破产，随后联合航空与大陆航空合并，西北航空并入美国航空，2013 年美国三大航完成重组。

表 1：美国四大航兼并重组历程

年份	并购重组参与方	并购重组后
2008 年	达美航空、美国西北航空	达美航空（DAL）
2010 年	美国联合航空、美国大陆航空	美国联合大陆航空（UAL）
2011 年	西南航空、AirTran 航空	西南航空（LUV）
2013 年	美国航空、全美航空、AMR	美国航空（AAL）

资料来源：中国民航网、国元证券经纪(香港)整理

从股权结构来看，截至 2019 年底，美国四大航空公司股东高度重叠，其中主要股东分别包含 Primecap Management、Bershire Hathaway、The Vanguard Group、BlackRock。**竞争动力进一步削弱，寡头垄断格局稳固。**

表 2：美国四大航股东高度重叠

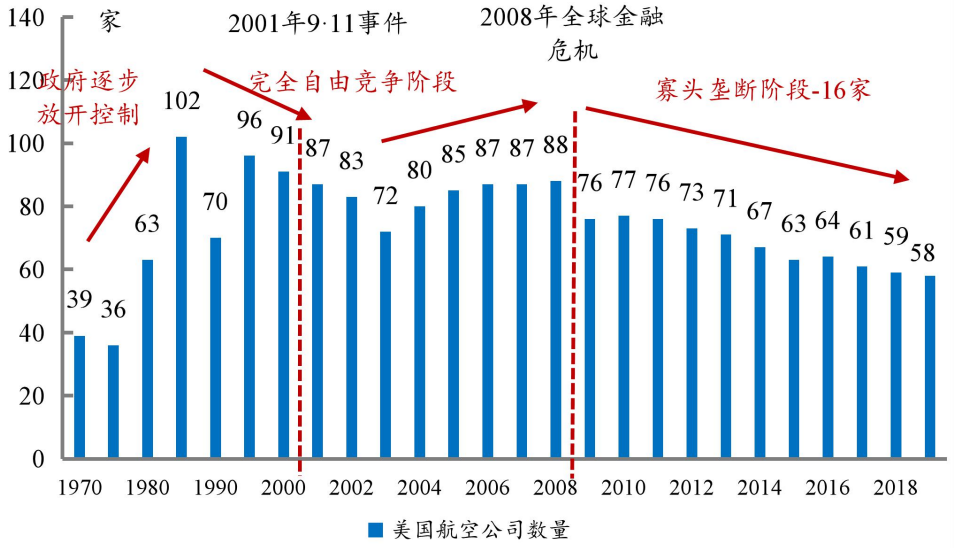
	达美航空		美国联合大陆航空		西南航空		美国航空	
大股东	占比	排名占比	占比	排名占比	占比	排名占比	占比	排名占比
PRIMECAP Management Company	2.5%	7	14.7%	1	13.9%	1	15.6%	1
Berkshire Hathaway	11.1%	1	8.7%	2	10.4%	2	9.7%	3
The Vanguard Group	6.8%	2	8.0%	3	6.9%	4	9.7%	2
BlackRock	5.4%	3	5.9%	4	5.2%	5	5.3%	4
合计	25.8%		37.3%		36.4%		40.4%	

资料来源：Wind、各航司官网、国元证券经纪(香港)整理

➢ **优势资源不断聚集，CR4 稳步上升**

从航空公司数量来看：1970-1985 年期间，美国政府逐步放开对航空业的控制，航司数量至从 39 家上涨至 102 家；1985-2008 年期间，在完全自由竞争状态下，航司数量上下波动；进入 2009 年后，四大航行业格局逐步确立，行业通过并购重组，优势资源不断聚集，十年间航司数量下降 16 家至 2019 年为 58 家。

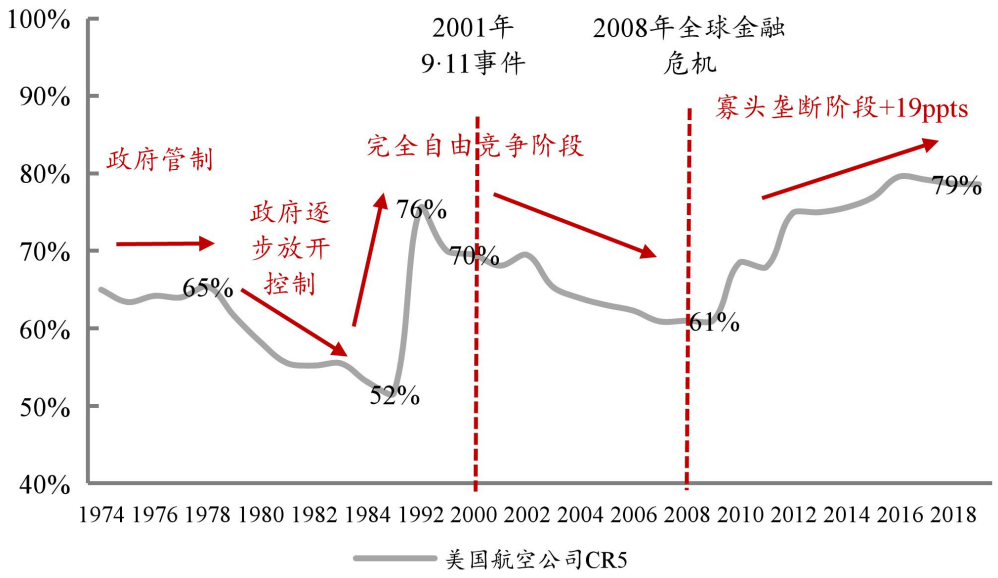
图 1：自 2008 年后美国航空公司数量不断下降



资料来源：美国交通运输统计局（BTS）、国元证券经纪（香港）整理

从行业市场份额来看，在政府管制阶段，美国航司 CR5 维持 65%的份额；在政府逐步放开控制以及自由竞争阶段，CR5 份额以 60%左右为中枢上下振幅约 10ppts；在寡头垄断阶段，自 2008 年起十年间美国航司 CR5 提高约 20ppts 至 80%左右。

图 2：寡头垄断阶段美国航司 CR5 逐步上升



资料来源：美国交通运输统计局（BTS）、国元证券经纪（香港）整理

1.1.2 我国航空行业：深度整合多以政府为主导，竞争激烈

➢ **航司主要通过股权方式合作，国有控股航司为收并购主力**

回顾近三十年我国航空行业的发展，主要经历了 3 次深度整合。整合主线：合并重组多以政府为主导，地方国资背景航空和民营航空通过股权合作加入三大航的势力范围。具体来看，1）三大航通过与地方国资背景的航空公司合作，获得当地政府的补贴和航线等资源的支持；2）民营航空通过与三大航合作以寻求更好的发展空间。

- **1986 年以前，中国民航局实行政企合一。**其既是主管民航事务的政府部门，又是以“中国民航（CAAC）”名义直接经营航空运输、通用航空业务的全国性企业。下设北京、上海、广州、成都、兰州（后迁至西安）、沈阳 6 个地区管理局。
- **第一次深度整合：1987 年民航业进行体制改革，实行政企分开，组建 6 个骨干航空公司。**按区域划分在北京、上广州、西安、成都、沈阳组建起 6 个骨干航空公司，分别为中国国际航空公司、中国东方航空公司、中国南方航空公司、中国西南航空公司、中国西北航空公司、中国北方航空公司，实行政企分开、自主经营、自负盈亏、平等竞争。
- **第二次深度整合：2002 年联合重组，形成三大航格局。**印发《民航体制改革方案》，对民航局直属的 9 架航司进行联合重组，形成三大航“国航、东航、南航”格局。
- **第三次深度整合：2009 年东方航空吸收合并上海航空。**

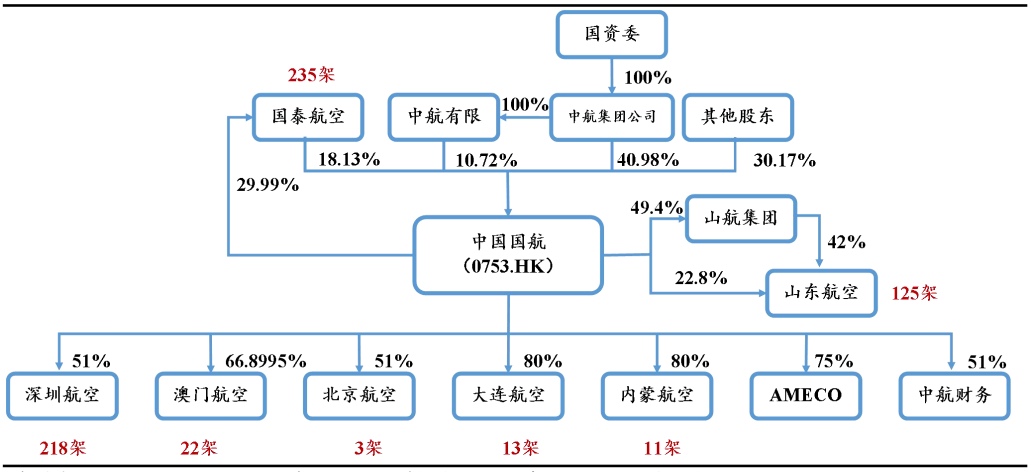
- **2010 年**国航增资民营航司深圳航空，成为其控股股东。
- **2018 年**春秋航空参与南方航空定增，成为其第五大股东，持股占比 1.63%。
- **2019 年**均瑶集团及其控股公司吉祥航空与东方航空进行交叉持股的计划，升级为战略合作伙伴关系，正式开启“股权+业务”全面合作。

表 3：我国航空业发展历程

年份	事件
1986 年以前	中国民航局实行**政企合一**
1987 年	民航业进行体制改革，**实行政企分开，组建 6 个骨干航空公司**，中国国际航空公司、中国东方航空公司、中国南方航空公司、中国西南航空公司、中国西北航空公司、中国北方航空公司
2002 年	联合重组，形成**三大航“国航、东航、南航”格局**
2009 年	**东方航空**吸收合并**上海航空**
2010 年	**中国国航**增资民营航司**深圳航空**，成为其控股股东
2018 年	**春秋航空**参与**南方航空**定增，成为其第五大股东
2019 年	均瑶集团及其控股公司**吉祥航空**与**东方航空**进行交叉持股的计划

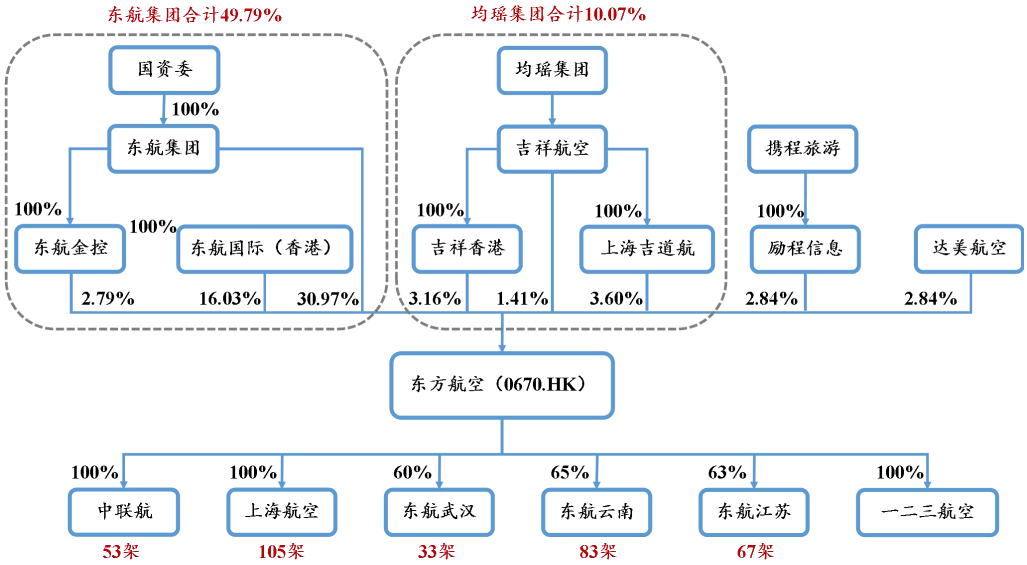
资料来源：民航局、各航司官网、国元证券经纪(香港)整理

图 3：中国国航股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）



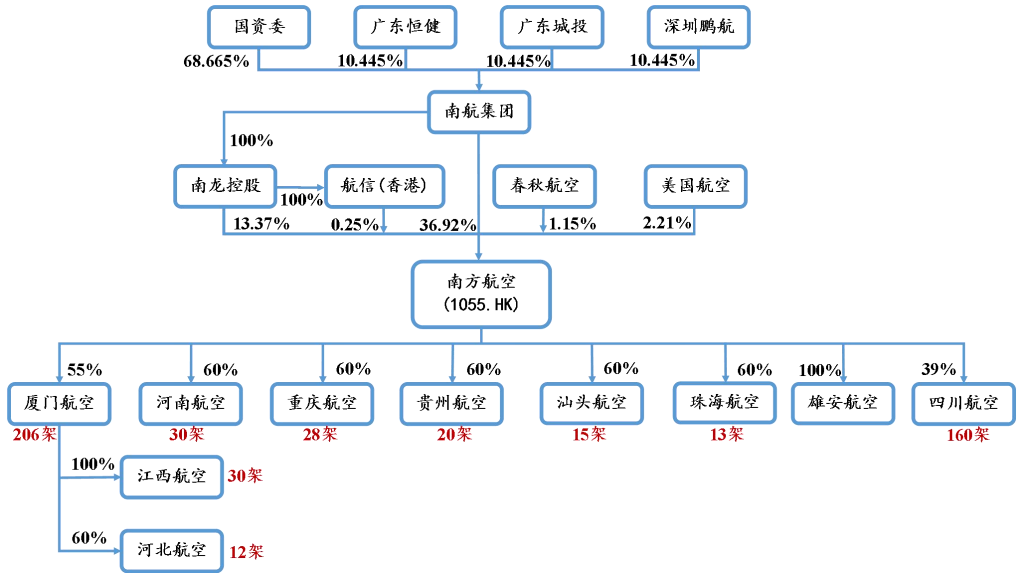
资料来源：国航财报、国元证券经纪（香港）整理（红色标注为飞机架数）

图 4：东方航空股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：东航财报、国元证券经纪（香港）整理（红色标注为飞机架数）

图 5：南方航空股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）



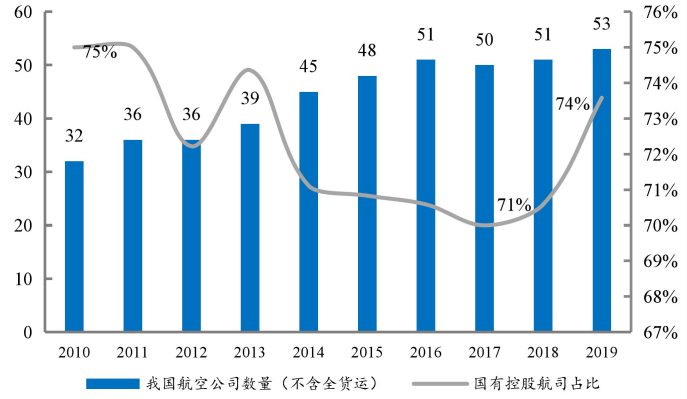
资料来源：南航财报、国元证券经纪（香港）整理（红色标注为飞机架数）

➢ 集中度短期提升空间有限

从航司数量来看，2010-2019 年期间我国航空公司数量上升 21 家至 2019 年为 53 家，其中国有控股航司占比维持约 73%左右。

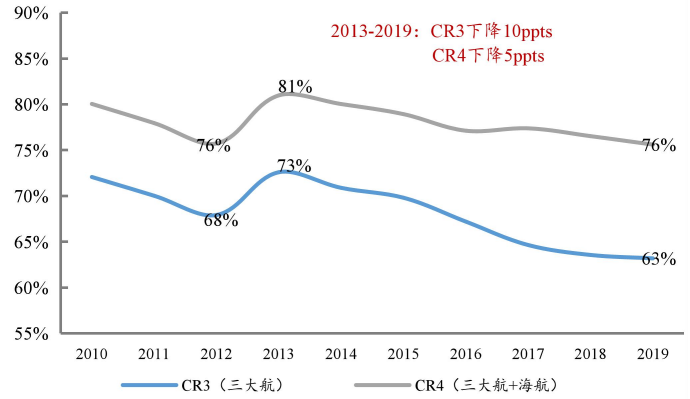
从竞争格局来看，我国航司 2013-2019 年 CR3 占比下降约 10ppts 至 2019 年为 63%，CR4 占比下降 5ppts 至为 76%。其中 2019 年南方航空、中国国航、东方航空、海航、春秋航空、吉祥航空市场份额分别为 24.3%、19.9%、18.9%、12.4%、3.4%、3.0%。

图 6：我国航空公司数量



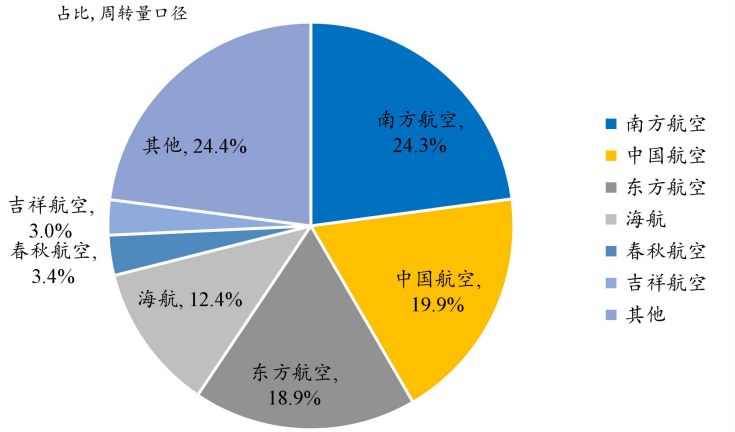
资料来源：民航局、国元证券经纪（香港）整理

图 7：我国航司 CR3 近六年下降 10ppts，2019 年为 63%



资料来源：Wind、各航司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 8：我国航空公司竞争格局（2019 年）



资料来源：Wind、各航司官网、国元证券经纪（香港）整理

➢ **疫情期间，经营状况不佳的中小航司，多被地方国资委接手**

疫情下我国中小航司中，龙江、瑞丽、青岛、红土航空经营状况不佳，被迫出售。与此前市场预期不同的是，后三家航司均被地方国资委或地方政府接手，并未出现危机下催化行业整合的预期。

我国航司格局当前还处于激烈竞争阶段，短期集中度难有显著提升，但我们认为未来行业整合是大方向，期待以三大航为核心、地方国资委主导的整合契机。

表 4：疫情下我国四家小航司被迫出售

航司	日期	事件
龙江航空	2020 年	98%的股权被二次拍卖
瑞丽航空	2020 年	无锡国资委接手
青岛航空	2019 年	青岛城投接手
红土航空	2020 年	海南省政府成为第二大股东

资料来源：民航局、各航司官网、国元证券经纪(香港)整理

1.2 垄断格局下航司盈利中枢更高

➢ 航司盈利中枢横向比较

1）美国：自 2009 年步入寡头垄断阶段后，行业开启盈利黄金时代，盈利中枢明显提高。主要得益于行业集中度上升，寡头垄断格局下龙头对运力投放控制力和定价权增强。

2）我国：行业竞争激烈的势头不减，盈利中枢呈现震荡下行趋势。

图 9：美国航空公司净利率

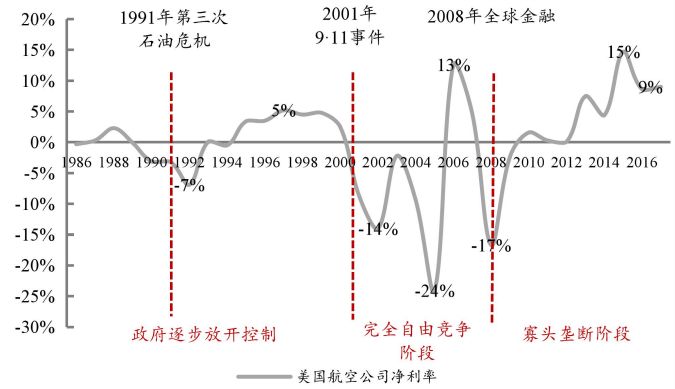
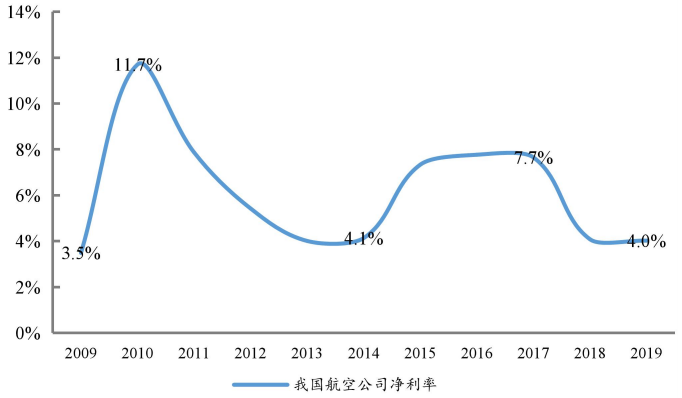


图 10：我国航空公司净利率



资料来源：Airlines for America、Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理　*资料来源：Wind、民航局、国元证券经纪（香港）整理*

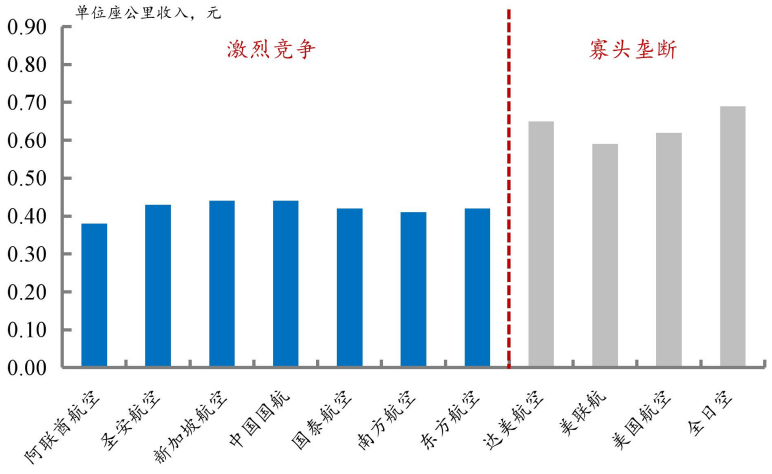
➢ 航司盈利中枢纵向比较

1）激烈竞争市场：亚太市场中圣安、新加坡、阿联酋以及我国等航司

1）寡头垄断市场：全日空（与日航长期垄断日本国内航空市场，CR2 达到 70%以上）、美国三大航

在激烈竞争市场中的航司，单位座公里收入中枢为 0.4 元左右水平，而在寡头垄断市场中的航司，单位座公里收入中枢约为 0.65 元，显著优于前者。

图 11：竞争格局决定航司盈利中枢（以亚太和美国地区航司为例）

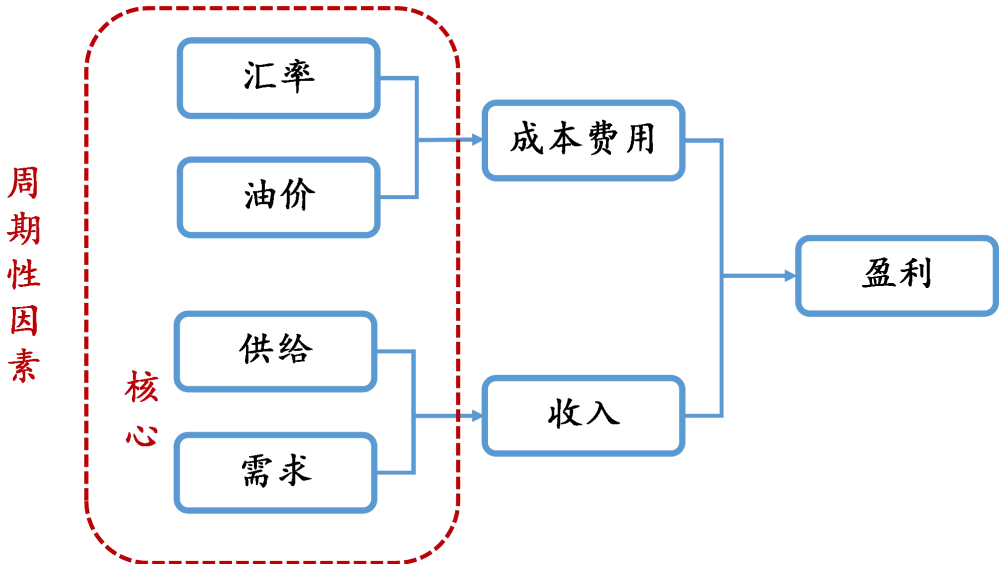


资料来源：Wind、Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

2. 周期属性大于格局：供给、需求、油价、汇率因素共同作用

航空行业具有强周期属性，影响因素主要有汇率、油价、供给、需求。其中汇率和油价周期影响成本费用，供给和需求周期影响收入。

图 12：影响航空行业盈利的四大周期性因素

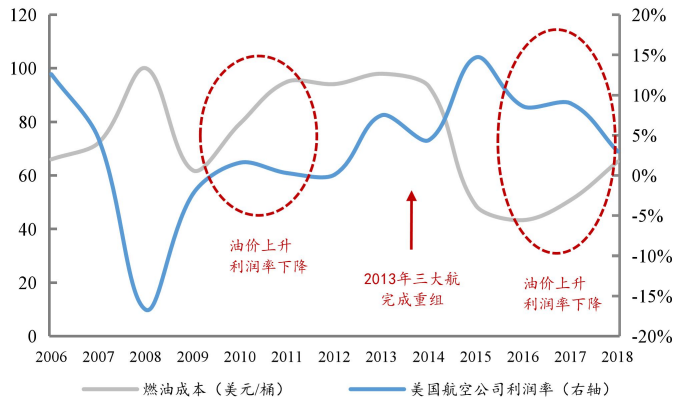


资料来源：Wind、Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

2.1 垄断格局下头部航司可弱化油价影响

油价与汇率共同作用形成成本周期。以油价周期为例，行业盈利能力往往与油价波动呈负相关关系。

图 13：美国航空公司利润率与油价负相关



资料来源：Airlines for America、Wind、国元证券经纪（香港）整理

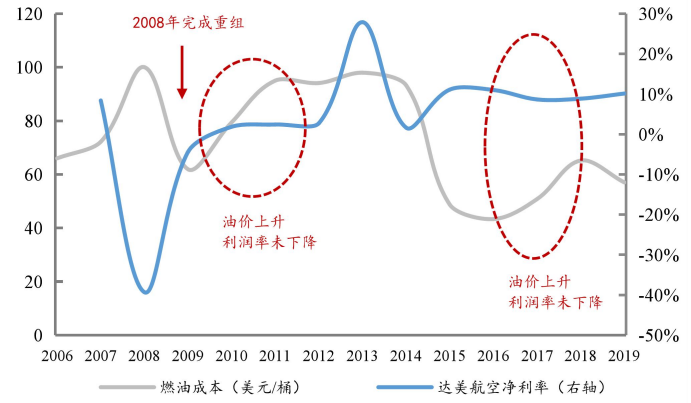
但在竞争格局成熟的寡头市场，头部航司具备转嫁成本的能力，票价能更好的传递油价，成本周期可一定程度被弱化。

以美国达美航空和美联航为例分析：

1）达美航空在 2008 年重组完成后，于 2009 年至 2011 年和 2016 年至 2018 年两个油价上涨周期中，利润率未下降，表现显著好于行业。

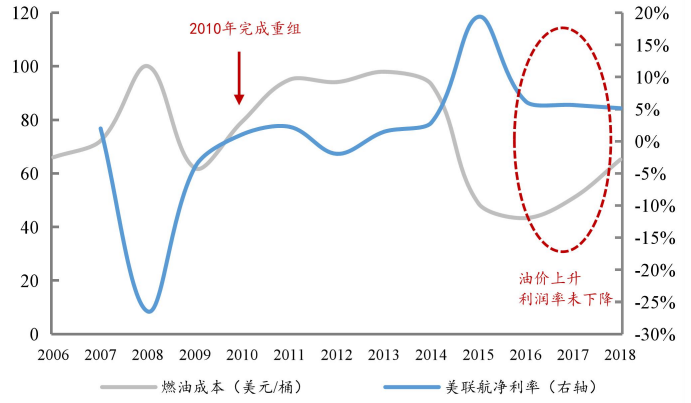
2）美联航 2010 年完成重组，2013 年美国三大航重组结束，此后在 2016 年至 2018 年的油价上涨周期中，美联航盈利能力未受油价波动的影响。

图 14：2008 年后达美航空受油价周期影响减弱



资料来源：Airlines for America、Wind、国元证券经纪（香港）整理

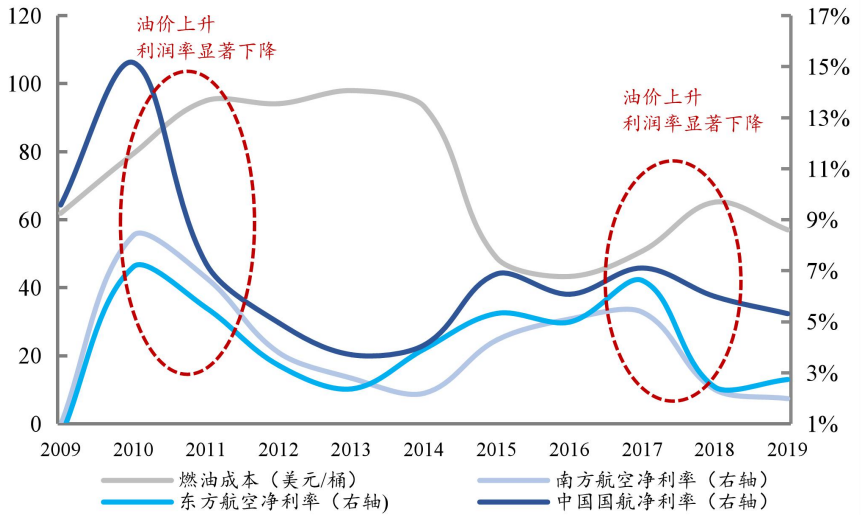
图 15：2015 年后美联航受油价周期影响减弱



资料来源：Airlines for America、Wind、国元证券经纪（香港）整理

近二十年我国航空公司一直处于激烈竞争的阶段，当油价波动时盈利能力随之剧烈波动。以三大航为例，于 2010 年至 2011 年和 2017 年至 2018 年两个油价上涨周期中，三大航的净利率均显著下降。

图 16：我国三大航盈利能力受油价周期影响较大



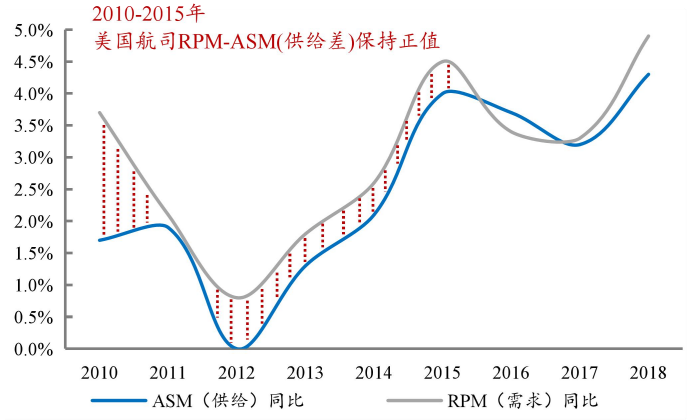
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

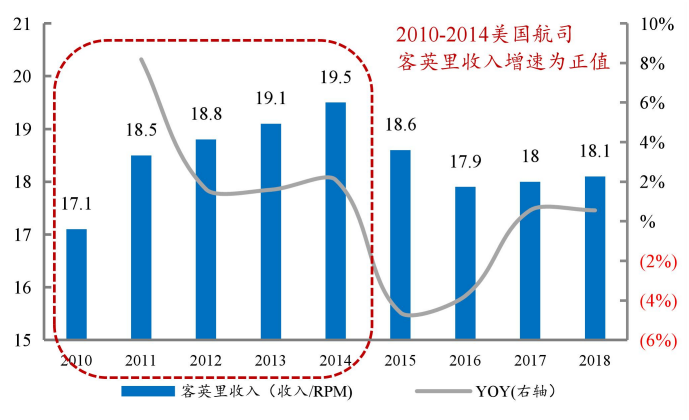
2.2 供需周期为核心，决定盈利弹性

航空作为高端的可选消费，行业整体盈利能力主要由供需关系决定。回顾 2010-2015 年，在竞争格局成熟的背景下，行业运力投放得到有效控制，美国航空行业 RPM（收入客英里）与 ASM（可用座英里）增速差保持正值，行业客英里收入连续实现同比

正增长，2014-2010 年 CAGR 为 3.34%。

图 17：2010-2015 美国航司 RPM、ASM 增速差保持正值 **图 18：2010-2014 美国航司客英里收入增速为正值**





资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

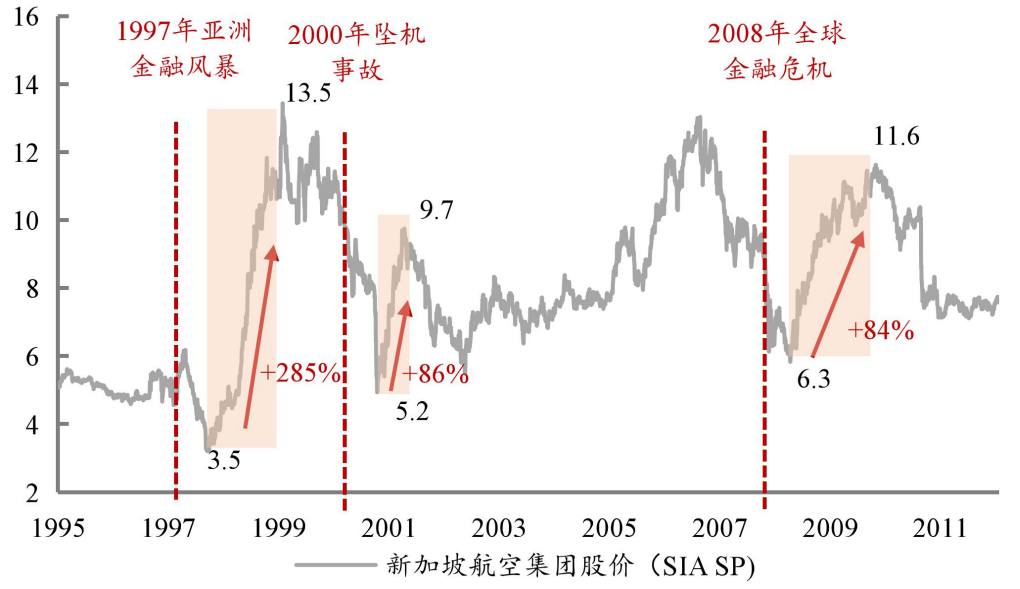
资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

2.3 危机扰乱供需格局，孕育大周期起点

近三十年来，航空行业遭受过的危机主要包括：战争、灾害、金融危机、安全事故、流行病等。**当危机来临，航空需求遭受巨大冲击，导致供需完全失衡，股价重回底部。**但当行业触底，同时也意味着新一轮周期的开启。

以新加坡航空集团为例，在经历 1997 年亚洲金融风暴、2000 年坠机事故、2008 年全球金融危机时，航空需求预期一度极其悲观，其股价均在危机后数月之内触达底部。**但危机亦是机会，当股价在悲观预期彻底释放后均开启了至少长达一年的上升周期。**

图 19：从 1995-2011 年新加坡航空集团股价看航空危机周期



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

3.疫情影响下航空业现状

3.1 国内需求恢复先于国际，我国需求复苏领先全球

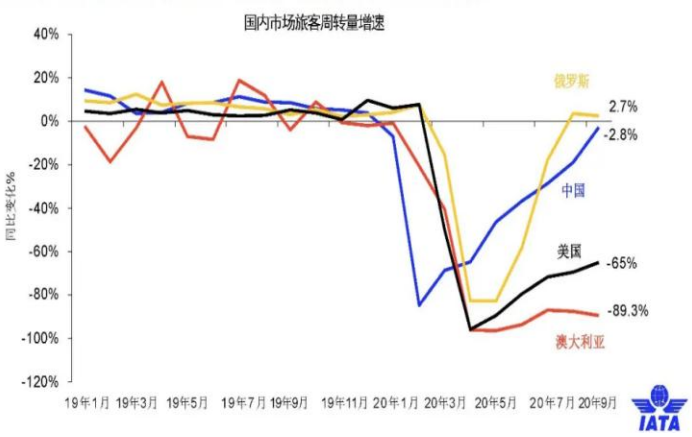
受疫情反复的影响，多国重新采取旅行限制，国际市场需求复苏遭受扰动。据 IATA 数据显示，截至 2020 年 9 月全球国内市场需求恢复领先于国际市场约 44ppts。分国家来看，我国和俄罗斯国内市场基本恢复正常，美国和澳大利亚进展有限。

图 20：全球国内和国际市场航空需求恢复情况



资料来源：IATA、国元证券经纪(香港)整理

图 21：各国国内市场航空需求恢复情况



资料来源：IATA、国元证券经纪(香港)整理

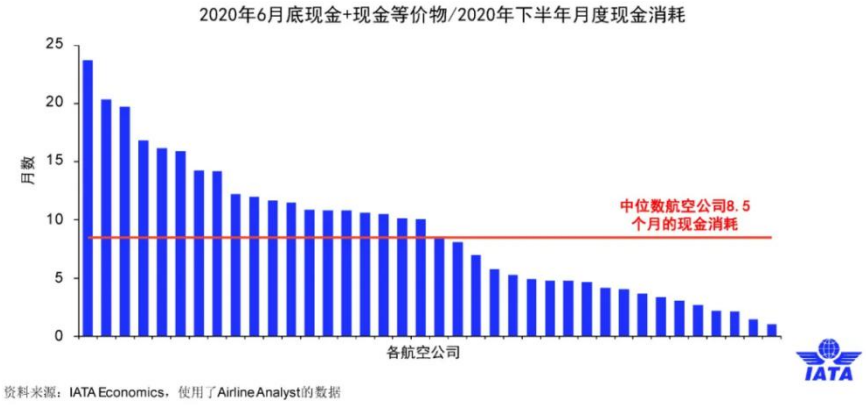
3.2 航司资金现状

截至目前，世界各国政府已经向航空业提供了 1,600 亿美元的支持，包括直接援助、工资补贴、企业税收减免以及包括燃油税在内的特定行业税收减免，意在使航空业原本就承压的资产负债表不增加更多债务。

据国际航空运输协会测算，航空业 2020 年下半年预计将消耗 770 亿美元现金（相当于每月 130 亿美元或每分钟 30 万美元）。**航空业复苏缓慢，2021 年将继续以每月平均 50 亿至 60 亿美元的速度损耗现金流，预计全年消耗 600 至 700 亿美元。2022 年前，行业现金流不会转正。**

据 IATA，若参照 Q2 现金消耗率（2020 年 6 月底现金+等价物/2020 年下半年月度现金消耗）测算，**全球航司剩余现金流可支撑的月数中位数为 8.5 个月**。以美联航为例测算，当前现金流 170 亿，破产重组的底线为 70 个亿，剩下 100 亿的空间可以亏损，按照每天亏 2000w，当前现金流仍能维持 500 天。

图 22：若参照 Q2 现金消耗率计算，全球航司剩余现金流可支撑的月数



资料来源：IATA、国元证券经纪(香港)整理

3.3 行业悲观预期于四月底完全释放，上涨周期已开启

估值修复先行于业绩，疫苗为航空业估值修复最强劲的催化剂。疫苗研发成功并投入使用是经济生活彻底恢复的前提，亦是航空业全面复苏的决定性转折点。回顾以往，航空业在后危机时期估值修复往往先行于业绩，从底部启动后，整个上行周期将长达一至两年。

我们认为行业当前处于疫苗预期催化下的估值修复阶段，在经济逐渐复苏、出行需求持续改善的大背景下，业绩亦有望逐季改善。

以南方航空股价和 PB 估值走势为例，疫情冲击下，于 2020 年 4 月底公司股价和估值同时触达底部，同时开启估值和股价上行周期。

图 23：2004 年至今南方航空股价走势



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

图 24：中国南方航空股份 PB-Band



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

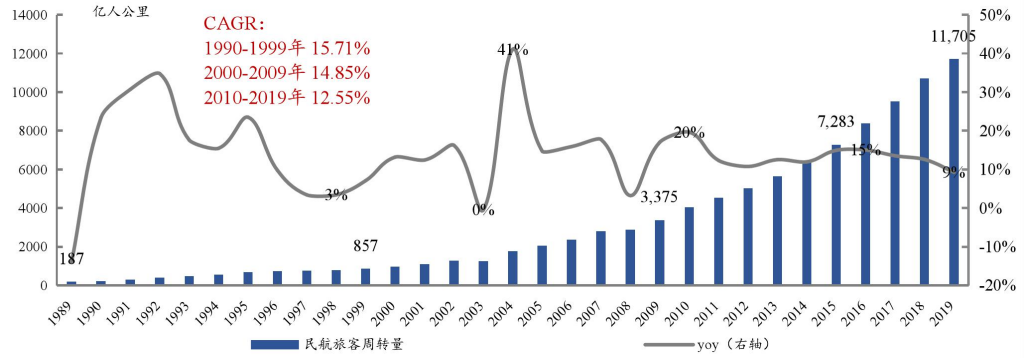
4.我国航空行业供需格局

4.1 中短期需求端延迟，不改长期增长趋势

- **长期：到 2030 年我国航空需求至少有一倍的空间**

我国旅客总周转量近 30 年来每十年的年复合增速均超过 10%，远超世界平均。其中 1990-1999 年、2000-2009 年、2010-2019 年我国旅客周转量 CAGR 分别为 15.71%、14.85%、12.55%；2019 年旅客周转量为 11705 亿人公里，同比增长 9.28%。

图 25：我国 1989-2019 年民航旅客周转量及增速情况

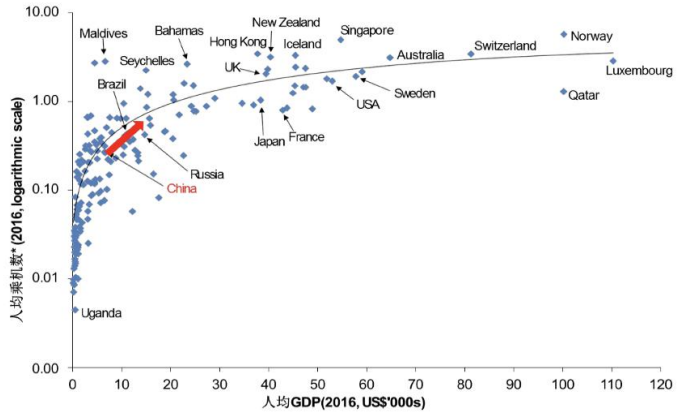


资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

航空需求与宏观经济具有高度相关性，人均乘机次数与 GDP 呈正相关。从人均乘机次数来看，我国人均乘机次数仍较低为 0.47 次，仅为日本的 45.6%，美国的 16.7%；2019 年我国乘机人数占总人口数的 11%左右，尚有约 10 亿人未乘坐过飞机。

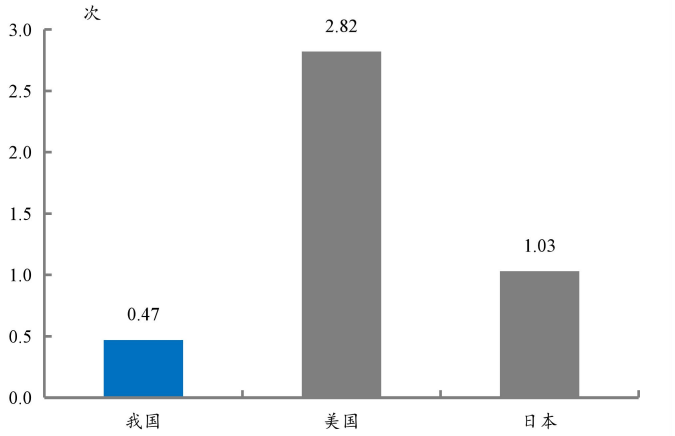
若参照美日等国家航空业发展经验，预计到 2025 年我国人均乘机次数有望提高至 0.65 次，到 2030 年上升至 1 次，航空需求仍有至少一倍的空间。

图 26：世界主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源：IATA、国元证券经纪（香港）整理

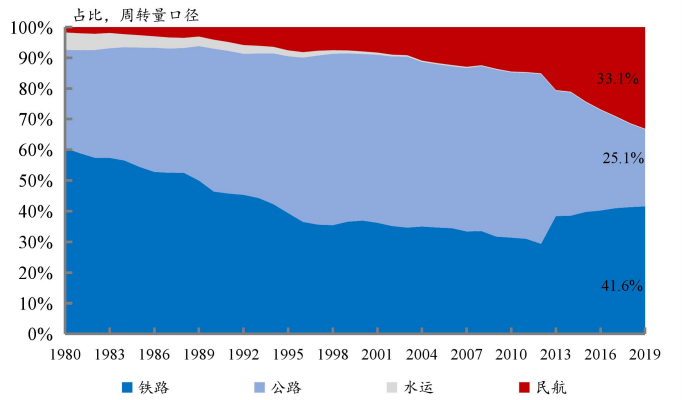
图 27：我国、美国、日本 2019 年人均乘机次数



资料来源：Wind、IATA、国元证券经纪（香港）整理

从我国**出行方式占比**来看，民航出行占比逐渐提高，2009-2019 年上升 20ppts 至 2019 年为 33%。

图 28：我国民航出行占比逐年提升，2019 年为 33.1%



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➢ **中短期：需求延迟兑现**

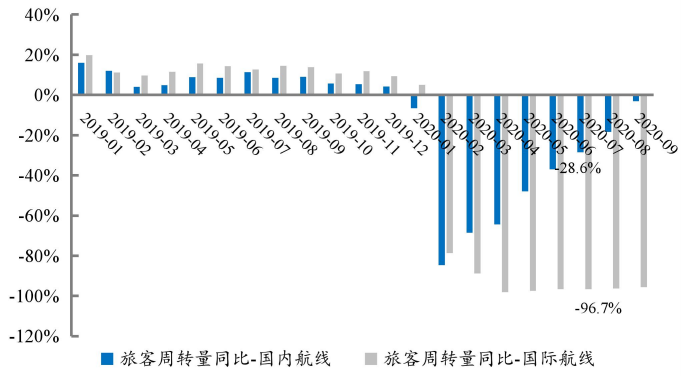
受疫情影响，中短期航空需求大幅缩减，但需求只是延迟兑现，不会改变我国航空需求增长趋势。

我们预测：

1）国内航线：公商务出行需求率先恢复、国外游需求转为国内游，我们对国内航空需求的回暖保持谨慎乐观，预计国内客运需求于 2021 年春节期间有望略超 2019 年同期水平，于 2022 年实现低单位数增长；

2）国际航线：我们维持中短期国际需求将较低迷的预期。预计国际客运需求于 2021 年恢复至 2019 年 70%左右水平，于 2023 年重回正增长轨道。

图 29：分月份旅客周转量同比情况（分航线）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

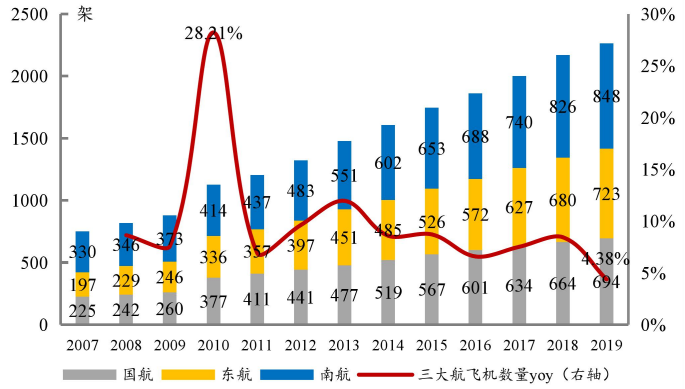
2.2 供给端收缩，供需差或将在 2021 年出现

截至 2019 年，我国三大航客机总数量为 2265 架，同比提升 4.38%，较 2010 年净增 1043 架，其中 2010-2019 年 CAGR 为 8.06%，2015-2019 年 CAGR 为 6.72%。

从三大航往年的飞机净增情况来看，近五年中国国航、东方航空、南方航空年平均净增客机分别为 35、48、49 架，2015-2019 年 CAGR 分别为 5.18%、8.28%、

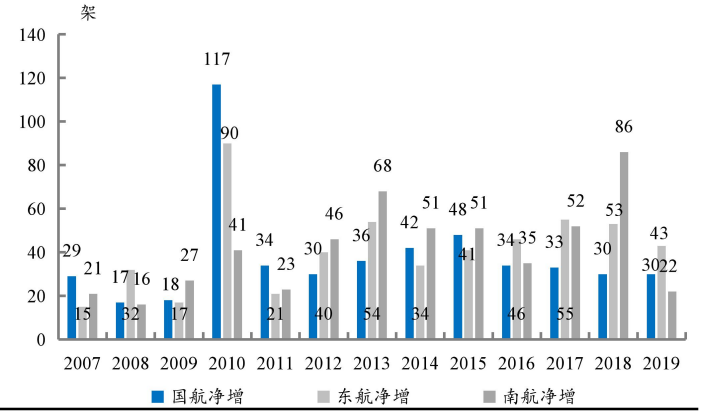
6.75%，其中 2019 年分别净增 30、43、22 架。

图 30：2007-2019 年三大航客机数量及增速



资料来源：各航司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 31：2007-2019 年三大航客机数量净增情况



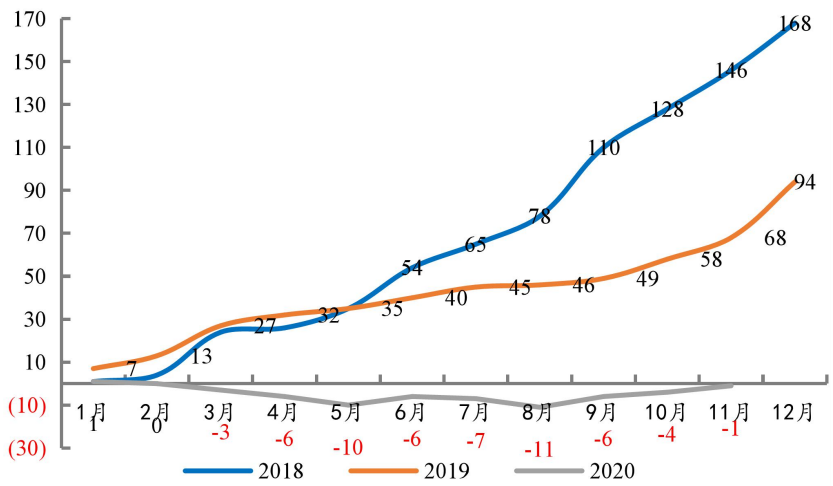
资料来源：各航司官网、国元证券经纪（香港）整理

若参照 2020 年初，三大航公布的飞机引进计划，2020 年中国国航、东方航空、南方航空原本预计将分别引进 37、33、47 架，对应资本开支 200-300 亿元。但受疫情的影响，各大航司通过减少资本开支和延迟或取消飞机交付等措施降低成本，缓解现金流压力，并传导到上游制造端。2020 年 Q1Boeing 交付飞机下降 66%，净取消飞机订单 307 架；Airbus 月产量削减 30%，未来仍存下调空间；**预计飞机低供给或将持续 3 年。**

2020 年 1-11 月三大航客机合计累计净减少 1 架，远低于原定引进预期。考虑到疫情对航空需求和航司现金流的冲击仍在持续，**预期三年内三大航的飞机净引进数量将维持低位，增速下滑至 2%左右。**

若 2021 年我国航空总需求超过 2019 年同期水平，飞机供给仍维持低位，航空供需剪刀差或将出现，格局改善明显，航空业有望迎来向上周期。

图 32：三大航客机按月累计净增情况



资料来源：各航司官网、国元证券经纪（香港）整理

5.投资策略

5.1 总体思路：投资危机，把握估值和盈利修复大周期

5.1.1 全球龙头：底部布局，静待价值回归

在寡头垄断的航空市场，头部航司可通过共同稳定运力投放速度，实现对行业供给较强的控制力，并且掌握优势定价权，从而可一定程度弱化由油价和汇率波动形成的成本周期。**头部核心航司资产为价值投资优质标的，危机来临之时亦是绝佳配置时点。**全球范围内，美国拥有规模庞大且竞争格局成熟的航空市场，在危机冲击下头部航司价值回归确定性强，宜在底部布局。

建议重点关注美国三大航：达美航空（DAL.N）、美联航（UAL.O）、美国航空（AAL.O）。

5.1.2 我国航空行业核心资产：修复大周期率先开启，长期受益于我国航空需求增长

得益于国内疫情控制较好，我国航空行业领先于全球复苏，估值和盈利修复周期率先开启。从中长期来看，我国航空行业 2021 年或将迎来供需差，行业向上周期具有可持续性。

重点推荐：中国国航（0753.HK）、美兰空港（0357.HK）。

建议关注：1）航司：南方航空（1055.HK）、东方航空（0670.HK）；2）机场：北京首都机场股份（0694.HK）；3）航空信息集成服务商：中国民航信息网络（0696.HK）;4)飞机租赁商:中国飞机租赁(1848.HK)、中银航空租赁(2588.HK)。

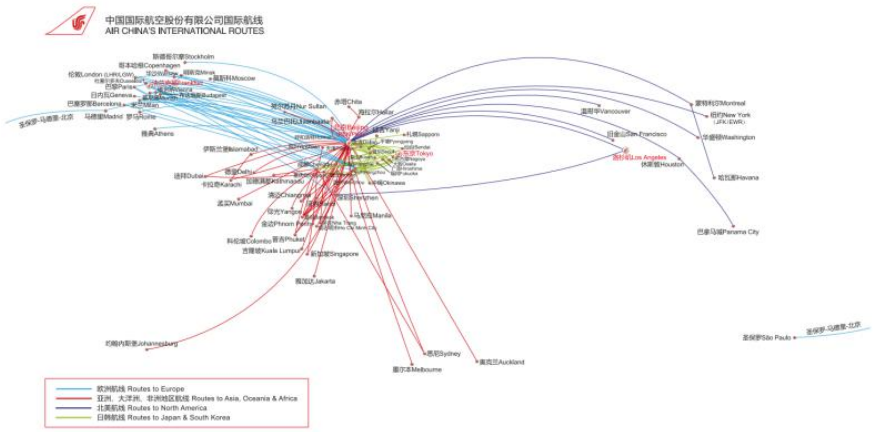
5.2 重点个股

5.2.1 中国国航

航线和时刻是航司的关键产能，在航权由行政分配、时刻总量受限的情况下，公司拥有最优质的航线和时刻资源，具备核心竞争力。

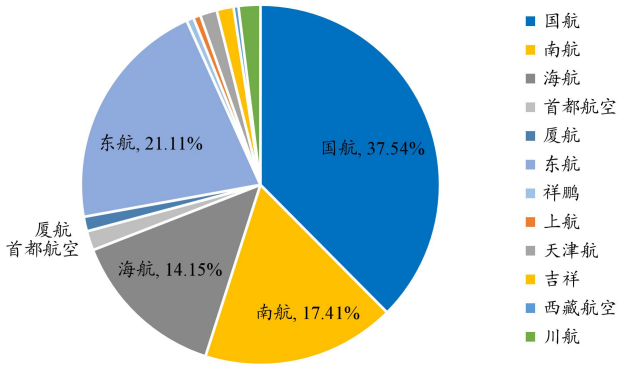
- **航线：**以首都机场为门户，形成了北京、成都、上海、深圳四角菱形航线网络。国际航线布局在我国航司中最为广泛；国内前 10 大航线中，公司有 4 条航班量排名首位。

图 33：公司全球航线网络布局



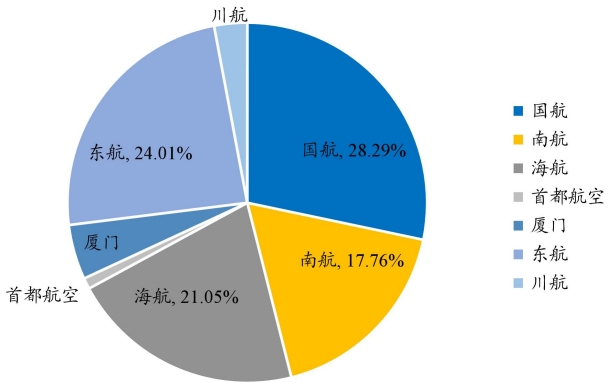
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 34：国航欧洲航线占比 37.54%



资料来源：Pre-flight、国元证券经纪（香港）整理

图 35：国航北美航线占比 28.29%



资料来源：Pre-flight、国元证券经纪（香港）整理

表 5：国内前 10 大航线中，国航航班量排名首位的有 4 条

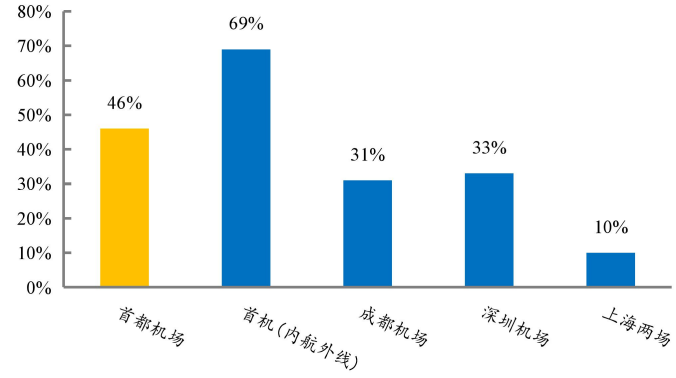
序号	航线	航班总数（单线）	国航占比	南航占比
1	北京-上海	8448	29.8%	1.6%
2	上海-深圳	8162	18.9%	30.2%
3	广州-上海	7172	6.4%	32.2%
4	成都-北京	5786	**45.2%**	13.3%
5	成都-上海	5302	23.2%	5.8%
6	北京-深圳	5170	**46.4%**	29.8%
7	重庆-上海	4994	12.3%	24.7%
8	北京-广州	4774	32.3%	45.2%
9	广州-成都	4664	**36.3%**	29.7%
10	西双版纳-昆明	4444	**33.7%**	5.4%

资料来源：Pre-flight、国元证券经纪(香港)整理

- **时刻：**2019 年公司在首都、成都双流、深圳机场时刻占比分别为 46%、31%、33%，均排名第一。随着北京“一市两场”的运营，公司在首都机场的时刻占比有望上升至 65%左右，大兴机场新增约 10%的时刻，进一步巩固其在北

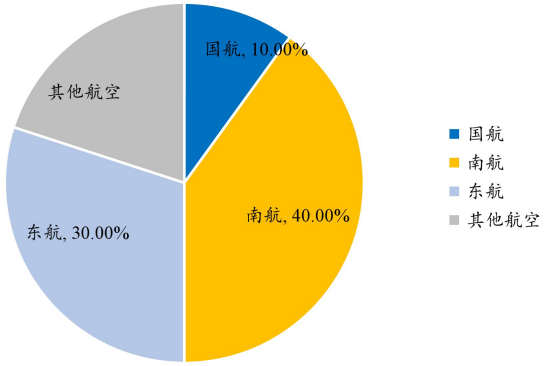
京市场的优势地位。

图 36：国航在首都、双流、深圳机场时刻均占比第一



资料来源：Pre-flight、国元证券经纪（香港）整理

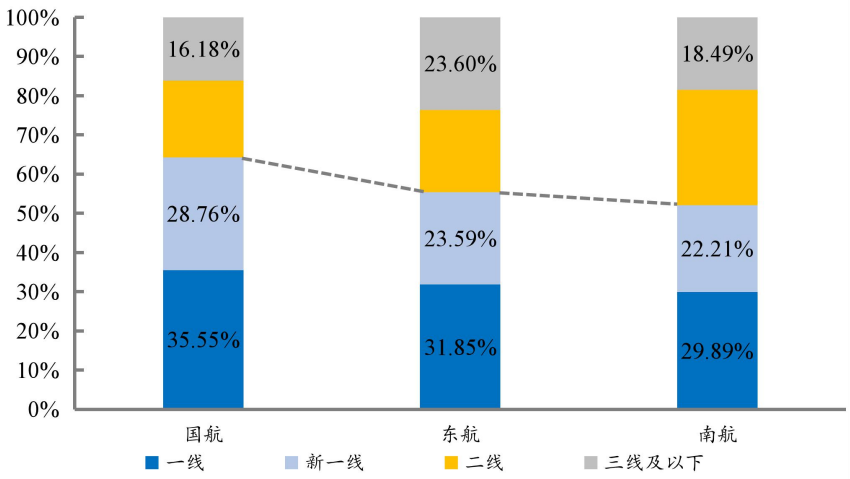
图 37：大兴机场时刻容量分配计划



资料来源：民航局、国元证券经纪（香港）整理

- **客源：**公司高线城市航线比例高达 64%，客源以公商务为主，基础优异，需求刚性，定价能力强。

图 38：国航高线城市航线比例高



资料来源：Pre-flight、国元证券经纪（香港）整理

5.2.2 美兰空港

二期工程年底投产，将承接未来 5 年海南游客增量，迎高速攀升的需求。机场二期工程预计于年底投产，建成后总运力有望于 2025 年达 4500 万人次，其中国际旅客达 1000 万人次，将承接未来 5 年海南游客增量；机场免税店面积有望增至约 2.4 万 m2，将成为全国最大的机场免税商业区。在美兰客流量拥有 88%增长潜力及免税店的面积 71%提升的背景下，游客购物率和客单价有望迎来大幅提高。预测 2020-2022 年美兰免税销售额分别为 39.75/89.10/117.60 亿元，yoy+71.9%/124.2%/ 32.0%。

表 6：美兰空港免税业务关键假设及预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
海口/美兰机场吞吐量（百万）	**16.20**	**18.90**	**22.60**	**24.10**	**24.20**	**17.74**	**29.70**	**35.00**
YOY	*16.5%*	*16.7%*	*19.6%*	*6.6%*	*0.4%*	*-26.7%*	*67.4%*	*17.8%*
美兰免税购物人数（万人）	**62.23**	**78.83**	**109.75**	**115.92**	**126.71**	**124.21**	**222.75**	**280.00**
YOY		*26.7%*	*39.2%*	*5.6%*	*9.3%*	*-2.0%*	*79.3%*	*25.7%*
客流量免税转换率	***5.2%***	***5.7%***	***6.8%***	***6.1%***	***5.6%***	***7.0%***	***7.5%***	***8.0%***
美兰人均免税消费（元）	**1992**	**1889**	**1869**	**1827**	**1824**	**3200**	**4000**	**4200**
美兰免税销售额（亿元）	**12.39**	**14.89**	**20.52**	**21.18**	**23.11**	**39.75**	**89.10**	**117.60**
YOY		*20.1%*	*37.8%*	*3.2%*	*9.1%*	*71.9%*	*124.2%*	*32.0%*
美兰机场免税销售额提成比例	**13.9%**	**12.2%**	**11.8%**	**11.5%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**	**11.0%**
美兰免税特许经营收入（亿元）	**1.72**	**1.82**	**2.42**	**2.44**	**2.54**	**4.37**	**9.80**	**12.94**
YOY		*5.4%*	*33.3%*	*0.6%*	*4.4%*	*71.9%*	*124.2%*	*32.0%*
占特许经营收入比重	*67.2%*	*61.3%*	*63.5%*	*58.4%*	*61.6%*	*77.5%*	*84.7%*	*85.9%*
免税业务对总收入的贡献	16.2%	15.0%	16.5%	14.3%	16.1%	28.4%	39.1%	41.8%
免税业务对净利润的贡献	29.0%	35.0%	37.5%	29.0%	33.0%	67.7%	140.8%	108.8%

资料来源：Wind、海南海关、国元证券经纪（香港）整理及预测

表 7：2021 年美兰空港免税销售额弹性分析（预测吞吐量 2970 万人次）

免税销售额（亿元）	客流量免税转换率								
客单价（元）	5.00%	6.00%	7.00%	7.50%	8.50%	9.50%	11.50%	13.50%	15.50%
1,800	26.7	32.1	37.4	40.1	45.4	50.8	61.5	72.2	82.9
2,800	41.6	49.9	58.2	62.4	70.7	79	95.6	112.3	128.9
3,800	56.4	67.7	79	84.6	95.9	107.2	129.8	152.4	174.9
4,000	59.4	71.3	83.2	89.1	101	112.9	136.6	160.4	184.1
4,500	66.8	80.2	93.6	100.2	113.6	127	153.7	180.4	207.2
5,500	81.7	98	114.3	122.5	138.8	155.2	187.9	220.5	253.2
7,500	111.4	133.7	155.9	167.1	189.3	211.6	256.2	300.7	345.3
9,500	141.1	169.3	197.5	211.6	239.8	268	324.5	380.9	437.3
11,500	170.8	204.9	239.1	256.2	290.3	324.5	392.8	461.1	529.4
13,500	200.5	240.6	280.7	300.7	340.8	380.9	461.1	541.3	621.5
15,500	230.2	276.2	322.2	345.3	391.3	437.3	529.4	621.5	713.5

资料来源：Wind、海南海关、国元证券经纪（香港）整理及预测

长期受益于海南自贸港建设，对标世界一流枢纽机场。随着海南试点开放第七航权的航空运输和税收优惠等一系列利好政策出台，公司有望长期直接受益。据 IDC 预测，2019-2045 年海南总体经济，在常规、高速、突破增长模式下 CAGR 分别可达 6%、10%、12%。自由贸易港的成长刚起步，2025 年后将迎来高速发展期，美兰未来可期。

表 8：航空行业重点公司主要财务和估值指标

代码	收盘价(当地货币) 2020/11/15		市值（亿）(当地货币)	净利润(亿)			EPS			PE			PB			EV/EBITDA
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019
1055.HK	南方航空	4.6	963.0	50.6	-89.5	33.3	0.4	0.6	0.9	23.9	-6.7	18.1	0.98	-	-	6.69
0670.HK	东方航空	3.5	810.3	54.6	-103.1	12.2	0.3	0.5	0.5	15.9	-4.7	39.5	0.73	0.87	0.83	6.52
0293.HK	国泰航空	6.2	397.2	26.4	-178.2	11.4	0.7	0.8	1.1	23.5	-2.2	34.8	0.63	-	0.50	5.48
0753.HK	中国国航	5.8	1,134.2	84.9	-115.7	25.4	0.6	0.7	0.6	11.8	-6.3	28.5	0.81	0.89	0.86	7.05
DAL.N	达美航空	36.5	232.5	46.5	-74.4	-35.1	7.1	7.6	7.0	4.9	-3.1	-6.7	1.51	-	-	3.80
UAL.O	美联航	39.0	113.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	0.0	0.0	0.98	-	-	3.87
AAL.O	美国航空	12.2	67.0	20.0	-62.9	-40.9	4.5	5.5	6.0	4.0	-1.1	-1.6	-56.75	-	-	6.52
ZNH.N	南方航空	29.8	124.2	48.4	-89.5	33.3	0.4	0.6	0.9	24.2	-6.8	18.2	1.00	-	-	6.72
CEA.N	东方航空	22.5	104.5	50.7	-103.1	12.2	0.3	0.5	0.5	16.1	-4.7	39.9	0.74	0.88	0.83	6.55
0694.HK	北京首都机场	5.8	267.4	24.3	-5.4	6.1	0.5	0.4	0.3	9.9	-43.9	27.9	0.96	0.93	0.90	-
0357.HK	美兰空港	34.5	163.3	4.4	3.9	6.7	0.9	0.0	0.0	25.4	35.9	23.5	2.86	2.53	2.29	-
0696.HK	中国民航信息网络	18.8	551.3	25.4	8.6	24.6	0.9	1.0	1.1	19.4	50.4	19.8	2.63	2.54	2.29	13.24
1848.HK	中国飞机租赁	7.0	50.5	8.7	0.0	11.1	1.3	1.4	0.0	5.6	0.0	4.6	1.27	0.00	1.01	12.76
1849.HK	中银航空租赁	63.3	439.0	6.7	6.5	7.7	1.0	1.1	1.2	8.0	8.3	7.3	1.23	1.15	1.03	13.11
600029.SH	南方航空	5.9	823.3	48.4	-98.5	34.1	0.4	0.6	0.7	34.4	-9.2	26.6	1.42	1.40	1.28	6.45
600115.SH	东方航空	4.8	692.6	50.7	-107.9	26.9	0.3	0.5	0.5	24.7	-7.3	29.4	1.14	1.38	1.32	6.30
600221.SH	海航控股	1.6	269.4	-	-	-	-	-	-	49.8	-	-	0.52	-	-	11.84
603885.SH	吉祥航空	11.6	227.9	13.8	-6.6	8.1	0.7	0.9	1.1	22.9	-34.1	28.5	1.77	1.86	1.74	14.73
601021.SH	春秋航空	47.2	432.1	18.7	-2.1	16.5	2.0	2.5	2.9	23.5	-	25.4	2.87	2.91	2.61	13.70
601111.SH	中国国航	7.5	969.6	78.4	-118.5	39.1	0.5	0.7	0.8	16.9	-	26.1	1.16	1.35	1.27	6.93
000089.SZ	深圳机场	8.5	173.3	6.7	0.7	5.8	0.3	0.4	0.4	29.2	-	30.1	1.44	1.41	1.36	13.51
600004.SH	白云机场	14.4	340.3	8.7	-0.6	9.0	0.4	0.6	0.7	34.0	-	37.8	2.09	1.98	1.89	11.71
600009.SH	上海机场	75.9	1,463.1	52.3	2.0	35.3	2.7	2.9	3.4	29.1	-	40.6	4.57	4.60	4.20	22.16
600897.SH	厦门空港	17.8	53.0	5.3	1.8	4.7	1.8	1.9	0.0	10.2	-	11.2	1.42	1.40	1.26	5.60

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

风险提示

疫情控制不及预期、疫苗研发不及预期、油价大幅上涨、汇率风险。

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称"国元证券经纪（香港）"）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk