

推荐 (维持)

大众化航空出行崛起，行业竞争格局将变

2019 年 12 月 08 日

航空行业深度报告

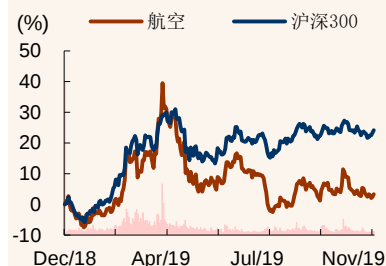
上证指数 2912

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	8 0.2
总市值 (亿元)	3028 0.5
流通市值 (亿元)	2814 0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.5	-3.9	-2.3
相对表现	-4.4	-13.4	-25.0



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《航空业深度报告—从三阶段理论重看航空业估值》2019-07-01
- 2、《航空业重大点评报告—737MAX 空难影响深远，供给侧影响持续到明年》2019-04-14
- 3、《民航发展基金费减半点评—政策助力，百尺竿头更进一步》2019-04-04

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

投资建议：首推南方航空、中国国航、低成本航空春秋航空以及支线航空华夏航空。未来三四线城市航空出行崛起，一二线航空出行增长乏力。高频数据显示航空四季度经营数据好转，同时 PB 估值较低，油汇企稳，将有跨年行情。随着经济企稳复苏，大众化航空出行需求持续上行，中期春秋航空以及华夏航空最为受益。

- **短期供需向好，预计四季度至 2020 年需求复苏，静待跨年行情。**从需求来看，11 月三大航票价月同比增长 3-5%，国航、南航、东航客座率同比分别提升 0.1pt、1.2pt、1.4pt；座收同比分别增长 3.5%、4.1%、7.0%。整体客流趋势 12 月同比仍保持较快增长，上半月客座率同比增幅较大。中下旬预售情况仍较同期理想。从供给来看，B737MAX-8 停飞叠加 B737NG 发动机故障，短期民航业供给仍然受限，航空需求增长韧性较强。
- **中期中国三四线航空出行崛起，渗透率空间较大。**我国航空业正处于成长期，2018 年人均乘机次数仅为 0.44 次，远低于美国 (2.73 次)。即使考虑高铁网络分流影响，中期中国民航每年人均乘机次数至少超过 1 次。我们判断未来大众化航空出行是需求增长的核心动力。未来三四线航空出行需求将崛起，长尾利基市场大有可为。据空客预测，预计未来我国民航客运量仍能保持 7% 以上的增长，三四线城市仍能保持 15-30% 的增长，民航渗透率仍有巨大提升空间。
- **大兴机场启用将改变中国民航业竞争格局。**随着大兴国际机场启用，欧美远程航线“一线一企”格局将被彻底打破，将明显刺激京津冀地区旅客大众出行。未来春秋航空和中联航在大兴机场运营将如鱼得水。中国国航国际长航线垄断竞争优势将被逐步削弱，南方航空国际长航线经营迎来转机。从北京中转飞欧美长航线将明显好于从广州中转飞欧美长航线，可以预期南方航空的欧美长航线将明显扭亏，中国国航北京飞欧美长航线旅客将被逐步分流。
- **油价大幅上涨空间不大，20 年人民币升值预计超预期。**供给端减产困难而终端需求不足使得石油中期走势承压，难以大幅上行。预期 19 年油价均值约为 65 美元/桶。9 月以来人民币汇率触底回升，预计明年美元指数将明显下行，人民币升值。南航等大航对汇率最为敏感，而春秋航空基本不受汇率影响。
- **风险提示：**油价大幅上涨、人民币大幅贬值、宏观经济下行超预期。

重点公司主要财务指标

	股价	18EPS	19EPS	20EPS	19PE	20PE	PB	评级
南方航空	6.67	0.28	0.42	0.54	15.9	12.4	1.3	强烈推荐-A
中国国航	8.58	0.53	0.53	0.59	16.2	14.5	1.3	强烈推荐-A
春秋航空	41.51	1.55	2.08	2.50	20.0	16.6	2.6	强烈推荐-A
吉祥航空	13.35	0.74	0.74	0.92	18.0	14.5	2.1	强烈推荐-A
华夏航空	10.85	0.61	0.85	1.15	12.8	9.4	2.7	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

一、大众航空出行趋势显著，三四线城市需求快速增长.....	6
1. 民航人均乘机次数较低，渗透率提升空间较大.....	7
2. 一线机场时刻资源饱和，但已进入密集投产期.....	8
3. 中西部地区发展加速，支撑二三四线航空需求.....	9
4. 宏观经济下行+因私出行占比提升，推动低成本航空发展.....	13
5. 民航业未来供需情况总结.....	16
二、大兴机场启用，民航业未来格局重塑	17
1. 大兴机场的基本情况.....	17
(1) 大兴机场带来产能扩张.....	17
(2) 大兴机场的转场计划.....	18
(3) 未来北京两场旅客吞吐量计划.....	18
2. 国航竞争地位迎来改变.....	20
(1) 短期（2019-2022）中国国航的盈利有较强的支撑	20
(2) 2022 年以后国航盈利受到冲击.....	20
(3) 国航将发挥主基地航司优势以应对冲击.....	21
3. 南航和东航迎来发展新契机.....	22
(1) 短期内南航和东航盈利品质难以提升	22
(2) 2022 年以后南航和东航盈利能力提升.....	23
(3) 南航东航迎来国际航线发展新机遇	23
4. 大兴启用后，三大航竞争地位总结	25
三、油价维持低位，人民币升值空间较大	26
1. 油价：原油产量持续增长，经济下行抑制原油需求.....	26
2. 汇率：中美贸易关系为关键影响因素，人民币仍有升值空间	28
四、观点总结以及投资建议	31
五、风险提示	33

图表目录

图 1：全民航正班客座率.....	6
图 2：全民航平均票价.....	6
图 3：五家主要航空公司年度平均票价变化.....	6

图 4: 美国人均乘机次数	7
图 5: 13-17 年中国、加拿大、美国人均乘机次数对比	7
图 6: 民航旅客周转量及其在交通运输体系中的比重	7
图 7: 民航旅客运输量及其在交通运输体系中的比重	7
图 8: 空域资源分配	8
图 9: 1998-2018 我国城镇化进程	10
图 10: 全国人均可支配收入及其增长速度	10
图 11: 各地区机场旅客吞吐量及增速	10
图 12: 各级别城市机场旅客吞吐量增速	11
图 13: 我国支线机场数量变化	12
图 14: 我国支线机场分布 (2017)	12
图 15: 华夏航空营业收入及同比增速	12
图 16: 华夏航空航线网格图	12
图 17: 华夏航空按起飞机场分每周航班次 (最新航季)	13
图 18: 华夏航空按航线分每周航班次 (最新航季)	13
图 19: 国内游客人次及增长速度	13
图 20: 2018 年不同航空出行原因比重	13
图 21: 2014-2018 年国内生产总值及增速	14
图 22: 国内生产总值季度环比增速	14
图 23: 2018-2019 全国城镇失业率	14
图 24: 我国低成本航空市场份额变化	14
图 25: 低成本航空国内航线市场份额变化对比	14
图 26: 低成本航空国际航线市场份额变化对比	14
图 27: 春秋航空营业收入与净利润增速较快	15
图 28: 低成本航空春秋航空平均客座率较高	15
图 29: 低成本航空春秋航空 RPK 增速高于平均水平	15
图 30: 三大航客机净增加计划表 (原计划)	16
图 31: 首都国际机场鸟瞰图	17
图 32: 大兴机场鸟瞰图	17
图 33: 首都机场未来吞吐量预测 (单位: 万人次)	19
图 34: 大兴机场未来吞吐量预测 (单位: 万人次)	19

图 35: 南航从北京出发的航线.....	22
图 36: 东航从北京出发的航线.....	22
图 37: 大兴机场处于京、津、雄安三角的中心	23
图 38: 北京西南地区距离大兴机场更近	23
图 39: 国航、南航东航未来发展前景	26
图 40: 19 年以来布油维持相对低位	26
图 41: 19 年以来美元兑人民币汇率变化情况.....	26
图 42: 美国原油产量当月值 (单位: 千桶)	27
图 43: OPEC 原油产量当月值 (单位: 千桶)	27
图 44: 沙特阿拉伯原油产量当月值 (单位: 千桶)	27
图 46: 中美贸易摩擦时间线	28
图 47: 贸易战与汇率拟合程度	29
图 48: 美国 GDP 季度增速	29
图 49: 美国进出口金额 (单位: 百万美元)	30
图 50: 美国进出口金额增速 (单位: 百分比)	30
图 51: 2020 年美国大选进程表	30
图 52: 中国国航敏感性分析	32
图 53: 南方航空敏感性分析	32
图 54: 春秋航空敏感性分析	33
图 55: 航空行业历史 PEBand	34
图 56: 航空行业历史 PBBand	34
表 1: 一线机场扩建情况	8
表 2: 分机场类别周度航班量统计	9
表 3: 三大国际枢纽周度航班量统计	9
表 4: 各地区机场旅客吞吐量及增速	10
表 5: 各级别城市机场旅客吞吐量及增速	11
表 6: 民航局对两场机场旅客吞吐量 (万人次) 的规划 (情形 1: 2022 年大兴增速 10%)	18
表 7: 民航局对两场机场旅客吞吐量 (万人次) 的规划 (情形 2: 2022 年大兴增速 15%)	19

表 8: 民航局对两场机场旅客吞吐量(万人次)的规划(情形 3: 2022 年大兴增速 20%)	19
表 9: 2019 年冬春航季国际航线三大航每周班次和市场份额	21
表 10: 2019 年夏秋航季国际航线三大航每周班次和市场份额	21
表 11: 大兴机场国际航线	24
表 12: 国航、南航、春秋航空关键假设	31
表 13: 航空公司估值对比表(截至 2019/12/06)	33

一、大众航空出行趋势显著，三四线城市需求快速增长

自 2014 年以来，我国民航客座率持续攀升，行业景气度处于增长趋势，截至 2019 年第三季度，已达到 83.6%；但是全民航平均票价却处于下降态势，与景气度相背离。

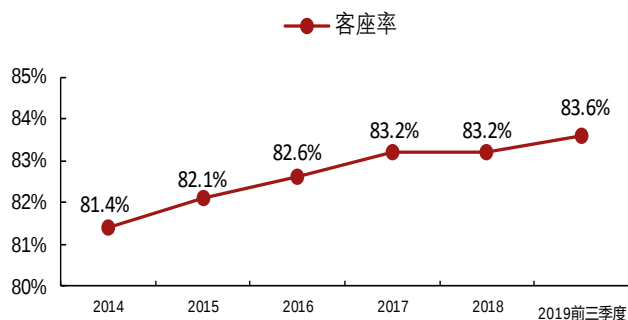
我们认为，出现这一现象主要由于航空需求的结构性发生了变化：

(1) 我国目前人均乘机次数较低，但大众化出行趋势日益显著，因私航空出行占比提升，推动客座率持续抬升。

(2) 一线机场资源趋向饱和，时刻增长缓慢；然而二线之间、三四线航线投入增速较快，占比提高、票价走低。

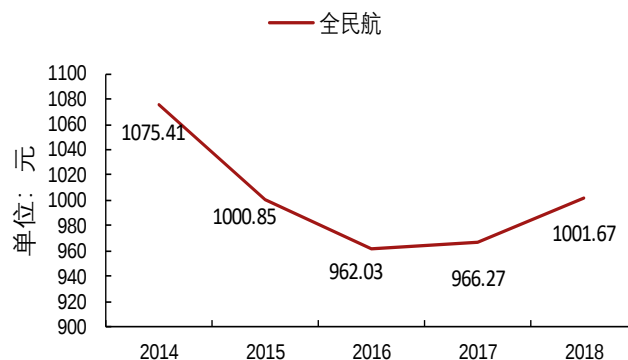
(3) 宏观经济下行，低成本、支线航空迎来发展高峰，低票价航线需求增加，拉低民航票价平均水平。

图 1：全民航正班客座率



资料来源：民航行业发展统计公报、招商证券

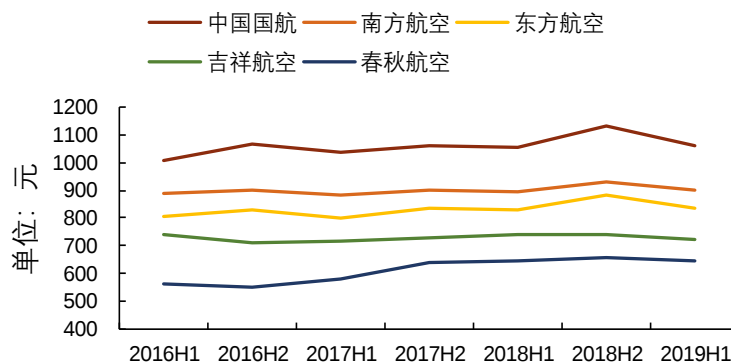
图 2：全民航平均票价



资料来源：民航行业发展统计公报、招商证券（利用航空公司总体营业收入粗略估算）

通过五家上市航司平均票价变化趋势，我们能够发现整体呈下降态势。但各航司之间的差异依旧存在，国航票价仍居高位，南航、东航票价次之，春秋、吉祥低价优势明显。以公商务旅客为主、国际长航线居多的中国国航票价仍居最高位，南方航空、东方航空票价次之，低成本航空吉祥航空、春秋航空仍旧保持较强的价格优势，预期未来二三四线城市竞争相对激烈。

图 3：五家主要航空公司年度平均票价变化

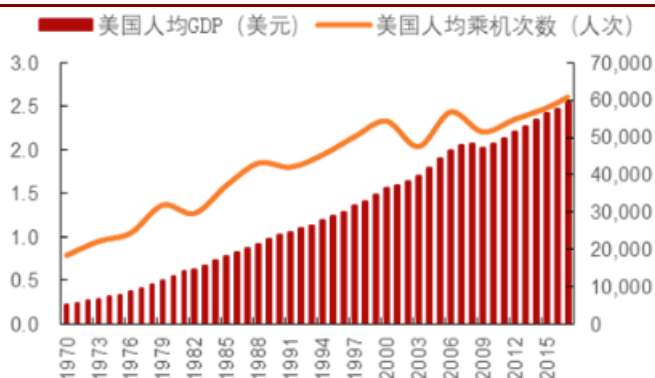


资料来源：公司公告、招商证券

1. 民航人均乘机次数较低，渗透率提升空间较大

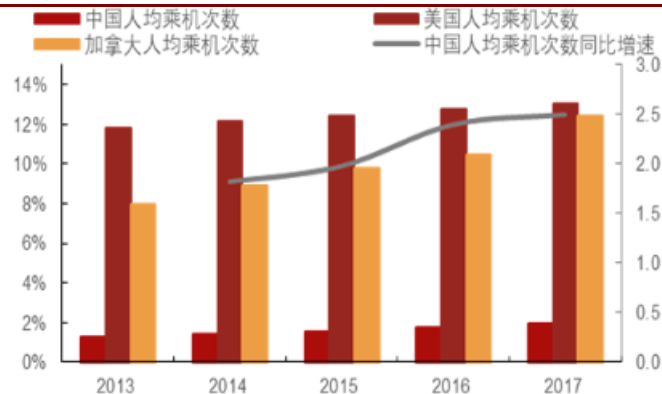
与美国相比，中国航空人均乘机次数均较低。美国人均乘机次数呈现稳步增长特点，1970年以来，人均乘机次数复合增长率达到2.6%，同时期美国人均GDP复合增长率5.3%，经济增长推动了航空需求，2017年人均乘机次数达到2.61次。观察美国和加拿大航空发展历史，人均乘机次数总体随经济平稳增长，均达到约2.50次的水平。我国2017年人均GDP约9000美元，对应美国和加拿大人均乘机次数约为1.1次和0.9次，而我国仅为0.40次，与美国和加拿大相比我国人均乘机次数较低，我国航空需求仍有较大发展空间。

图4：美国人均乘机次数



资料来源：Wind、招商证券

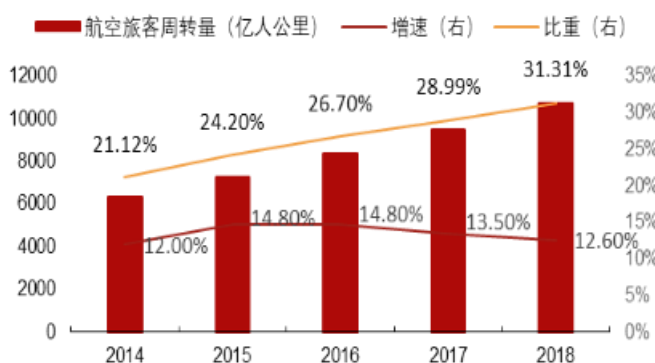
图5：13-17年中国、加拿大、美国人均乘机次数对比



资料来源：Wind、招商证券

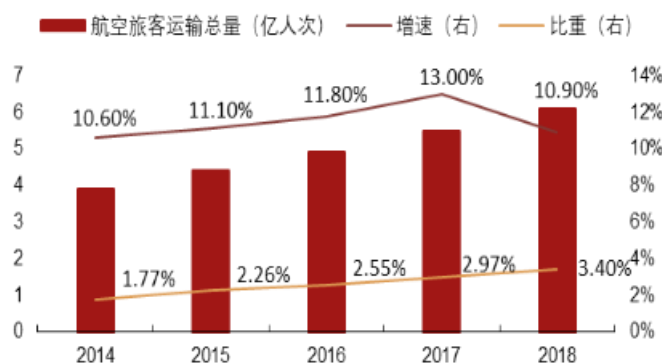
大众化航空出行是大势所趋，民航在交通运输体系中占比持续攀升。随着居民可支配收入的增长以及消费结构的转变，更多人选择在节假日外出旅行、探亲，海外出行人数也逐年攀升，这推动了大众化航空出行的发展。虽然我国高铁网络极为发达，但中西部地势复杂区域的航空出行需求仍有较大提升空间。据国家统计局发布的《2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年度全年旅客运输周转量为34,213.5亿人公里，增长4.3%，其中民航旅客周转量10,711.6亿人公里，较上年增长12.6%，占各种运输方式比例为31.3%，较上年上升2.3个百分点，在综合交通运输体系中的地位和作用显著提高。

图6：民航旅客周转量及其在交通运输体系中的比重



资料来源：国民经济和社会发展统计公报、招商证券

图7：民航旅客运输量及其在交通运输体系中的比重

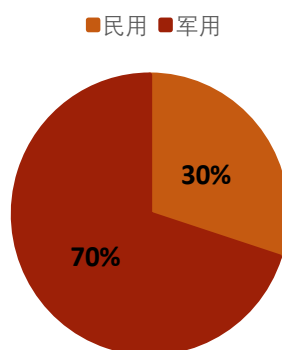


资料来源：国民经济和社会发展统计公报、招商证券

2. 一线机场时刻资源饱和，但已进入密集投产期

军方严控空域资源，民航使用范围有限，一线机场时刻增长受限。我国空域由空军统一管制，且在分配时秉持军用优先的原则，军用、民用空域划分严格，实施二元化管理。目前，我国民航可用空域仅占比 30%，有限的空域资源已经难以适应我国庞大且增长迅速的航空运输量。此外，我国民航可用空域资源存在分布不均匀现象，经济发达的东部地区拥有我国最大的空中流量，却只有约三分之一的空域资源，北京、上海、广州等发达一线城市航线增长缓慢。

图 8：空域资源分配



资料来源：知网、招商证券

一线机场时刻资源饱和，增长趋缓，已接近增长天花板。由于航线航权的相对有限性以及航线军用优先的原则，经过多年的快速扩张与发展，国内一线机场目前大部分处于产能饱和的状态，航班量增长缓慢甚至出现同比下降趋势。

但一线机场进入密集扩建期，潜在时刻增速有望放量。上海浦东机场卫星厅建成后，旅客吞吐量预计达到 8000 万人次/年，此外，根据上海发改委批复，上海浦东将于 2023 年建成 T3 综合体，旅客吞吐量预计可达 1.2 亿人次/年。广州白云机场扩建项目 T3、第四、五跑道将于 2025 年建成，建成后白云机场年旅客吞吐量将达到 1 亿人次。北京大兴机场的扩建将使机场旅客吞吐量在 2025 年达到 7200 万人次/年，远期来看，大兴机场年旅客吞吐量可达到 1 亿人次。深圳宝安机场将于 2030 年完成第三跑道、空管工程等扩建项目，完成后机场旅客吞吐量有望达到 8000 万人次/年。

我国三大国际枢纽北京首都机场、上海浦东机场与广东白云机场 2019 年冬春航班时刻增速分别同比-4.8%、-0.4%、+6.8%。首都机场受大兴机场分流影响，此航季时刻增速同比下滑，我们预计 2022 年客流触底回升；浦东机场冬春季时刻仍然收紧，但随着卫星厅投产和民航局调控政策的转变，预计明年夏秋季时刻增速达到 3%-5%；白云机场产能变现将逐步显现，冬春季时刻增速达 6.8%，其中国际线将实现较快增长，时刻增速达 13%以上。

表 1：一线机场扩建情况

机场	上海浦东	广州白云	深圳宝安	北京大兴
已完	项目名称	卫星厅 S1S2	T2、第三跑道、AOC、综合交通中心	4 条跑道、143 平航站楼

成 项 目	启用时间	2019. 9. 16	2018. 4. 26	2019. 9. 25
	预期旅客吞吐 量(万人 次/年)	8000	7000	4500 (2022 年) /7200 (2025 年)
计 划 扩 建 项 目	项目名称	T3	T3、 第四、五跑道	第三跑道、空 管工程
	预期时间	2023 年	2025 年	2030 年
	预期旅客吞吐 量(万人 次/年)	12000	10000	8000

资料来源：上海市发改委、公司公告、招商证券

表 2：分机场类别周度航班量统计

机场类别	2016 冬春	2017 夏秋	2017 冬春	2018 夏秋	2018 冬春	2019 夏秋	2019 冬春
一类机场	3.00%	3.30%	2.10%	0.30%	0.10%	2.10%	6.10%
十大机场	5.70%	5.30%	3.50%	2.90%	3.70%	4.00%	2.90%
主协调机场	5.00%	4.00%	5.60%	2.00%	4.30%	5.30%	3.10%
千万级机场	14.60%	12.30%	13.40%	6.40%	4.90%	7.90%	4.80%
其他机场	16.90%	15.10%	16.00%	14.70%	18.10%	21.60%	9.30%
合计	8.50%	7.80%	7.80%	5.50%	6.70%	8.90%	5.40%

资料来源：民航预先飞行管理计划、招商证券

表 3：三大国际枢纽周度航班量统计

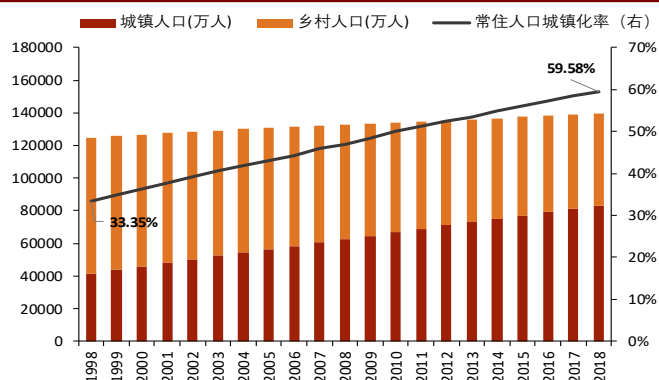
上市机场	2016 冬春	2017 夏秋	2017 冬春	2018 夏秋	2018 冬春	2019 夏秋	2019 冬春
北京首都	-0.10%	1.40%	1.50%	-0.60%	-0.50%	0.10%	-4.80%
国内	-2.00%	-0.10%	2.20%	-2.10%	-1.10%	1.30%	-4.10%
国际	6.40%	6.30%	-0.60%	4.00%	1.20%	-3.20%	-7.00%
上海浦东	3.50%	3.50%	1.90%	0.10%	-0.80%	0.50%	-0.40%
国内	4.20%	2.10%	-1.20%	-0.50%	1.40%	3.60%	1.00%
国际	2.80%	4.90%	4.70%	0.60%	-2.80%	-2.30%	-1.80%
广州白云	6.70%	5.50%	3.20%	1.70%	1.90%	6.50%	6.80%
国内	4.20%	2.80%	1.50%	0.00%	1.90%	5.30%	4.50%
国际	15.10%	14.50%	8.20%	6.80%	2.00%	9.80%	13.60%

资料来源：民航预先飞行管理计划、招商证券

3. 中西部地区发展加速，支撑二三四线航空需求

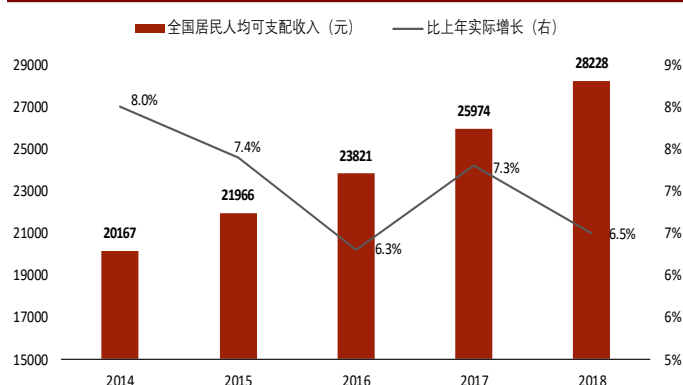
我国城镇化进程加快，中西部地区发展加速，支撑二三四线航空需求。从 1998 年到 2018 年，我国实现了常住人口城镇化率从 33.35%到 59.58%的增长，目前我国城镇人口已经达到 83137 万人。在这一进程中，受益于国家扶持政策、人才流动、科技创新以及地方特色等因素，中西部城市实现加速化发展，人均可支配收入显著增加，消费贡献度随之提升。中西部地区居民消费结构与观念也发生转变。升学、旅游等出行需要、地理位置的相对偏僻性以及航空出行的天然优势等因素都将支撑中西部二三四线航空需求的增长。

图 9：1998-2018 我国城镇化进程



资料来源：国家统计局、招商证券

图 10：全国人均可支配收入及其增长速度



资料来源：国民经济和社会发展统计公报、招商证券

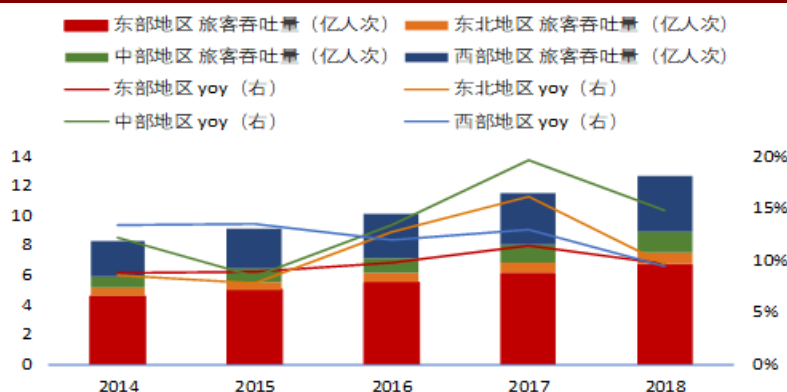
分区域来看，近三年来中部地区旅客吞吐量增速最快；按城市类别来看，二三四线城市机场的旅客吞吐量增速最快。分区域来看，2018 年，中部地区机场旅客吞吐量增速显著，同比+14.80%，东部与东北地区机场的旅客吞吐量均增长 9.70%，西部地区旅客吞吐量为 3.72 亿人次，同比+9.40%。按城市类别来看，一线城市机场近 3 年旅客吞吐量保持 5-6% 的同比增速，而二三四线城市机场的旅客吞吐量保持 15% 左右的同比增速。

表 4：各地区机场旅客吞吐量及增速

	东部地区		东北地区		中部地区		西部地区	
	吞吐量 (亿人次)	yoy	吞吐量 (亿人次)	yoy	吞吐量 (亿人次)	yoy	吞吐量 (亿人次)	yoy
2014	4.61	8.73%	0.51	8.51%	0.83	12.16%	2.37	13.40%
2015	5.02	8.89%	0.55	7.84%	0.90	8.43%	2.69	13.50%
2016	5.51	9.76%	0.62	12.73%	1.02	13.33%	3.01	11.90%
2017	6.14	11.43%	0.72	16.13%	1.22	19.61%	3.40	12.96%
2018	6.73	9.70%	0.79	9.70%	1.40	14.80%	3.72	9.40%

资料来源：2013-2018 民航行业发展统计公报、招商证券

图 11：各地区机场旅客吞吐量及增速



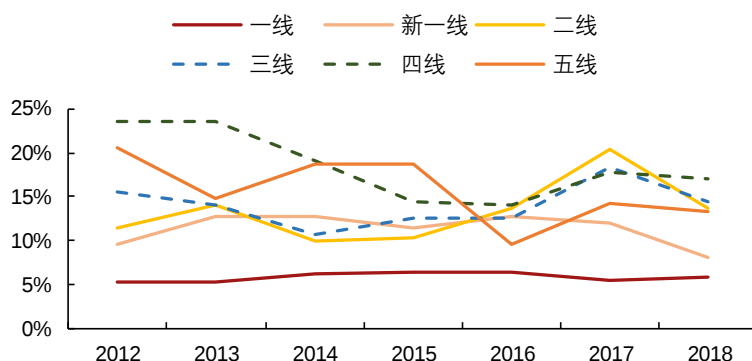
资料来源：2013-2018 民航行业发展统计公报、招商证券

表 5: 各级别城市机场旅客吞吐量及增速

		一线	新一线	二线	三线	四线	五线
2012	亿人次	2.39	2.12	1.35	0.53	0.20	0.19
	yoy	5.30%	9.66%	11.38%	15.60%	23.63%	20.57%
2013	亿人次	2.51	2.39	1.54	0.61	0.25	0.21
	yoy	5.33%	12.74%	14.15%	14.14%	23.54%	14.87%
2014	亿人次	2.67	2.69	1.69	0.67	0.30	0.25
	yoy	6.22%	12.76%	10.07%	10.71%	19.16%	18.76%
2015	亿人次	2.84	3.00	1.86	0.76	0.34	0.30
	yoy	6.45%	11.40%	10.28%	12.52%	14.39%	18.65%
2016	亿人次	3.03	3.38	2.12	0.85	0.39	0.33
	yoy	6.52%	12.74%	13.74%	12.64%	14.01%	9.54%
2017	亿人次	3.19	3.79	2.55	1.01	0.46	0.38
	yoy	5.46%	12.08%	20.48%	18.37%	17.74%	14.34%
2018	亿人次	3.37	4.09	2.90	1.16	0.54	0.43
	yoy	5.83%	8.04%	13.65%	14.40%	16.96%	13.42%

资料来源: Wind、招商证券 注: 总体大约 200 个机场, 按照最新城市分类整理。

图 12: 各级别城市机场旅客吞吐量增速

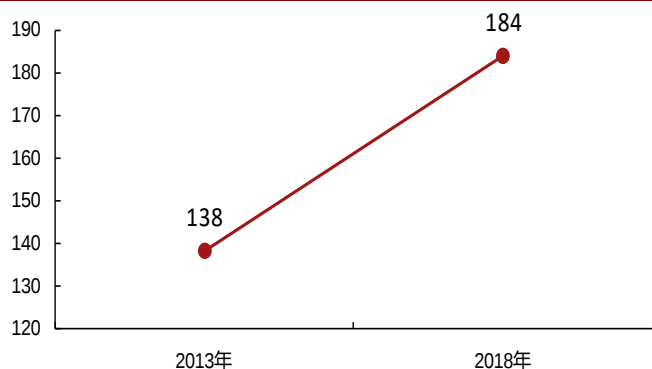


资料来源: Wind、招商证券 注: 总体大约 200 个机场, 按照最新城市分类整理。

经济发展与城镇化支撑三四线航空需求, 支线航空迎来发展机遇期。相较于干线航空而言, 我国的支线航空起步较晚, 初始发展速度相对较慢。在城镇化和经济发展的双重推力作用下, 中国三、四线城市社会消费总额和城镇居民人均收入均逐年增加, 消费需求随之呈现增长态势, 居民出行的偏好也发生了较大变化, 对出行方式的便捷性、舒适性有了更高要求, 因此航空出行已经成为越来越多三四线普通居民的首选。

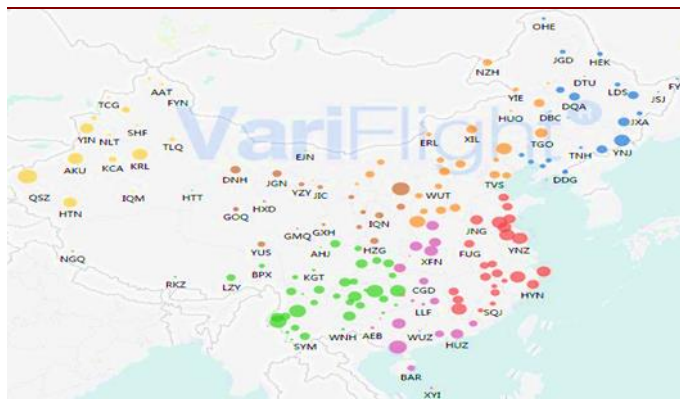
统计数据显示, 2013 至 2018 年, 国内支线机场吞吐量年均增长 20%, 远高于国内机场吞吐量 11% 的增长速度, 支线机场数量由 138 个增加至 184 个, 增长 33.3%。根据规划, 2020 年至 2035 年, 国内新建机场大部分为支线机场, 机场网络布局将进一步完善, 覆盖人群比例将进一步提升, 支线航空领域在中长期仍将继续保持高速发展态势。

图 13: 我国支线机场数量变化



资料来源: 中国民航局、招商证券

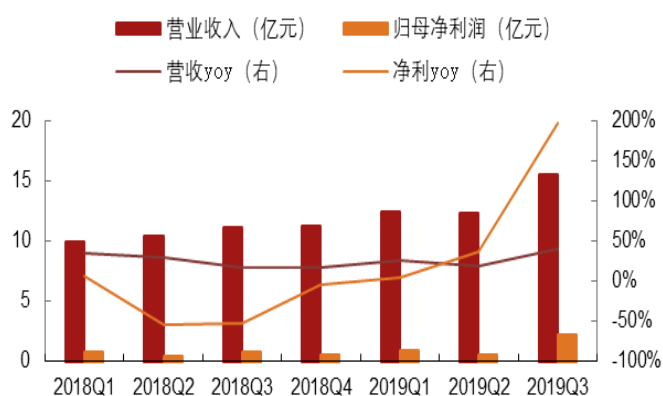
图 14: 我国支线机场分布 (2017)



资料来源: 飞常准、招商证券

华夏航空凭借先发优势, 成为支线航空发展先锋, 营收与净利增长稳定。作为国内典型的支线航空公司, 华夏航空航线网络已基本覆盖我国西南、西北、东北、华北、新疆等地区。这些区域是我国支线机场资源丰富的地区, 也是对支线航空潜在需求较大的地区。华夏航空在时刻资源、航线布局、资源整合等方面都具有先发优势, 2018 年独飞航线 114 条, 占华夏航空航线比例达 93%; 华夏航空支线航点占全部国内支线机场比例达 41%。2019 年第三季度, 华夏航空实现营业收入 15.55 亿元, 同比+40.39%, 归母净利润 2.26 亿元, 同比+196.77%。

图 15: 华夏航空营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 华夏航空航线网络图

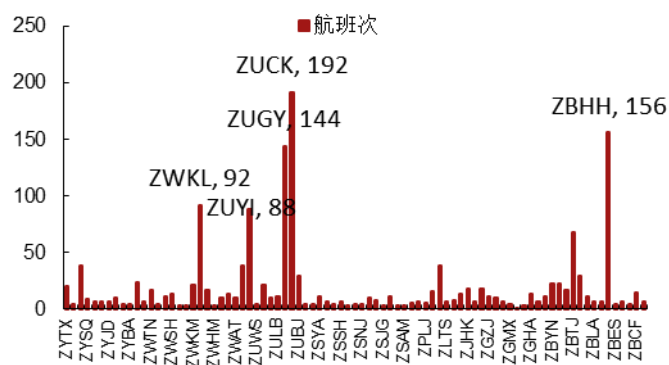


资料来源: 公司公告、招商证券

从起飞机场的航班次来看, 华夏航空每周起飞 1569 次航班, 起飞频数最高的机场分别是重庆江北机场 (ZUCK, 192)、呼和浩特机场 (ZBHH, 156)、贵阳机场 (ZUGY, 144)、库尔勒机场 (ZWKI, 92)、兴义万峰林机场 (ZUYI, 黔西南, 88)。

从航线的航班次来看, 每周航班次 (对飞) 最多的航线为黔东南的兴义-贵阳 (贵州省内, 106), 其次是贵阳-毕节 (贵州省内, 42)、乌兰浩特-呼和浩特 (内蒙古自治区内, 42)、荔波-贵阳 (旅游支线, 22)、库尔勒-石河子 (新疆, 22)、赤峰-呼和浩特 (内蒙古, 22), 其余航线基本每周 14、8、6 次航班。

图 17: 华夏航空按起飞机场分每周航班次 (最新航季)



资料来源: 民航预先飞行计划管理系统、招商证券

图 18: 华夏航空按航线分每周航班次 (最新航季)

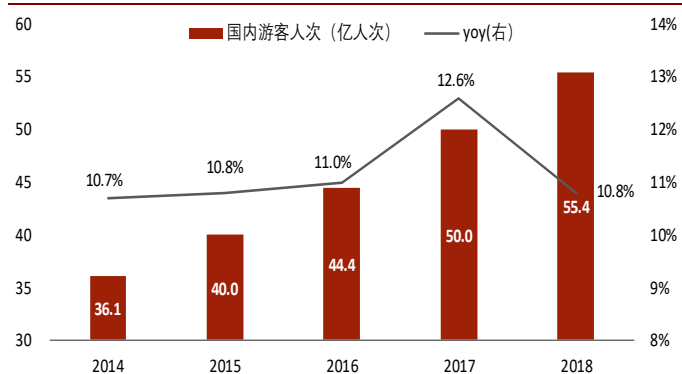


资料来源: 民航预先飞行计划管理系统、招商证券

4. 宏观经济下行+因私出行占比提升, 推动低成本航空发展

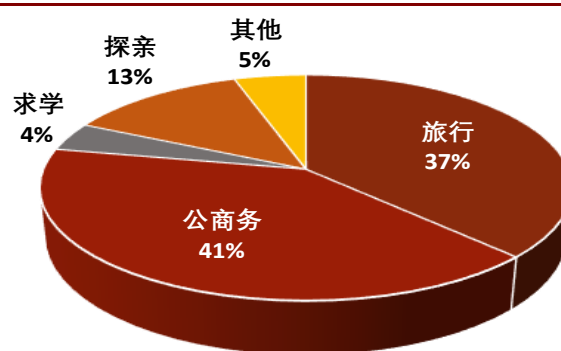
居民消费升级, 旅游、探亲等因私出行成航空需求新的增长点, 乘机旅客的票价敏感性增强。随着经济发展以及人均可支配收入水平的提升, 恩格尔系数不断下降, 居民将更多收入用于旅游娱乐、交通出行等用途, 提升生活质量与幸福感。据统计, 2018 年全年国内游客 55.4 亿人次, 比上年增长 10.8%。在过去十年中, 因公商务航空出行占比由 47% 降为 43%, 而旅行作为航空出行原因比重已超过三分之一, 因私出行比例已过半。与强调及时性而价格弹性相对较小的公商务出行不同, 因私出行的旅客更加关注出行成本控制与性价比高低, 对出行时间要求相对宽松。因此, 航空需求的结构变化使得旅客对票价的关注性与敏感度都得到显著提高, 这为低成本航空创造了广阔的市场。

图 19: 国内游客人次及增长速度



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报、招商证券

图 20: 2018 年不同航空出行原因比重

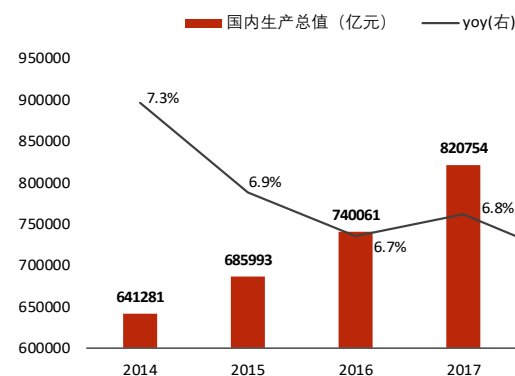


资料来源: 携程网、招商证券

宏观经济下行背景下, 航空需求结构转变, 低成本航空需求增速提升。在经济形势相对下行的背景下, 因私出行的旅客对票价敏感性得到放大, 对于票价相对低廉的低成本航空需求旺盛, 预期支撑低成本航空快速发展。根据亚太航空中心统计, 2018 年, 我国低成本航空占国内航线市场份额为 9.7%, 尽管目前低成本航空公司市场份额仍然较少, 但随着中国民航局出台进一步促进低成本航空发展的相关政策, 以及国内需求的日

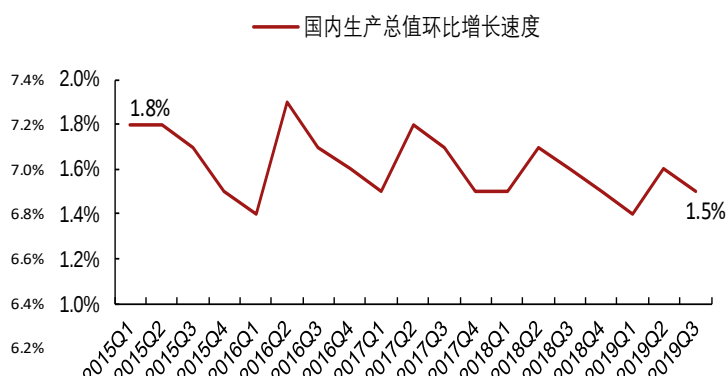
益旺盛，未来市场前景广阔，潜力巨大。

图 21：2014-2018 年国内生产总值及增速



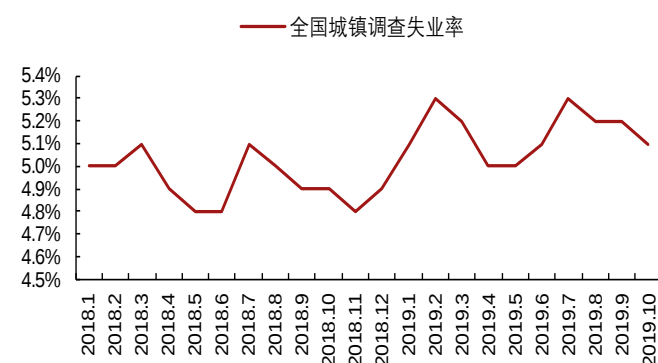
资料来源：国家统计局、招商证券

图 22：国内生产总值季度环比增速



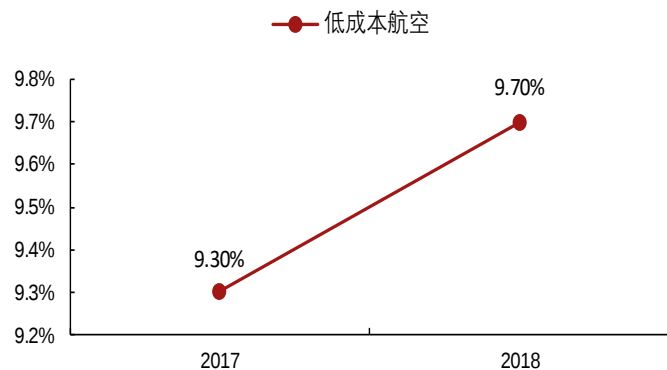
资料来源：国家统计局、招商证券

图 23：2018-2019 全国城镇失业率



资料来源：国家统计局、招商证券

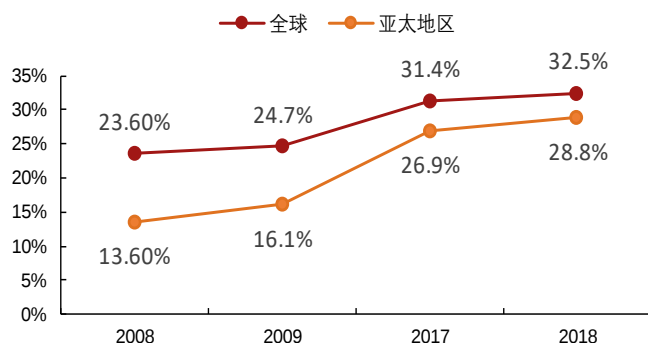
图 24：我国低成本航空市场份额变化



资料来源：亚太航空中心、招商证券

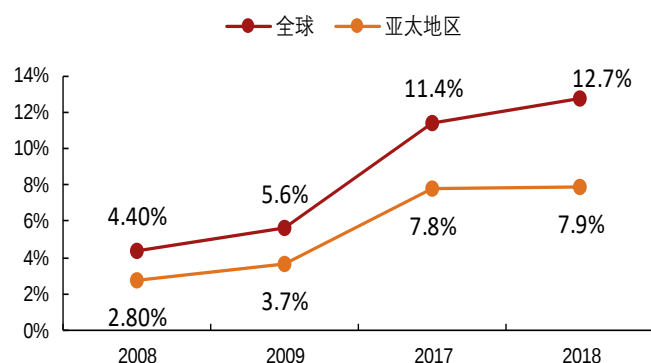
全球范围内，低成本航空发展趋势明显。从全球范围看，2009 年至 2018 年十年间，全球低成本航空的国内航线市场份额从 24.7% 提高至 32.5%，国际航线市场份额从 5.6% 提升至 12.7%；亚太地区的国内航线市场份额从 16.1% 攀升至 28.8%，国际航线市场份额从 3.7% 提升至 7.9%。低成本航空市场份额提升趋势显著，发展预期可观。

图 25：低成本航空国内航线市场份额变化对比



资料来源：亚太航空中心、招商证券

图 26：低成本航空国际航线市场份额变化对比



资料来源：亚太航空中心、招商证券

今年以来，在宏观经济下行背景下，低成本航空春秋航空呈现较高客座率，经营数据表现亮眼，业绩增速远超三大航。春秋航空采用“两单、两高、两低”（单一机型与单一舱位、高客座率与高飞机日利用率、低销售费用与低管理费用）的经营模式，这种在保证飞行安全与服务质量前提下的低成本航空经营模式，使春秋航空凭借价格优势吸引大量由对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场客户。

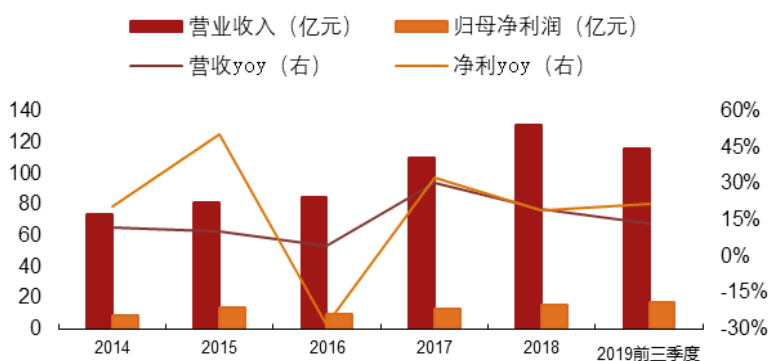
在当前经济形势下行背景下，春秋航空这一价格优势尤为显著，吸引了大量追求性价比、对价格敏感的旅客，从而实现营收的稳定增长与高于行业平均的客座率、RPK 增速：

(1) 营收方面，2019 年前三季度，春秋航空累计实现营业收入 115.64 亿元，同比+13.61%，归母净利润 17.19 亿元，同比+21.70%，盈利表现较好。

(2) 客座率方面，2019 年三季度，春秋航空客座率为 91.4%，而同期三大航国航、南航、东航的客座率分别为 82.13%、83.66%、82.41%，春秋航空客座率明显高于三大航。

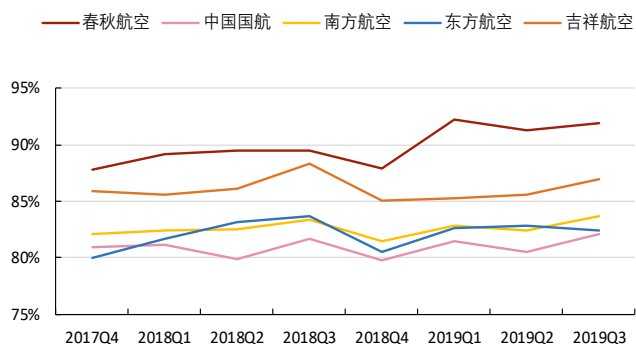
(3) RPK 增速方面，春秋航空 2019 年三季度 RPK 同比增长 16.40%，而全民航平均增速为 10.69%，三大航国航、南航、东航的 RPK 增速分别为 5.95%、11.10%、10.36%，春秋航空业绩增速远超三大航，高于行业平均水平。

图 27：春秋航空营业收入与净利润增速较快



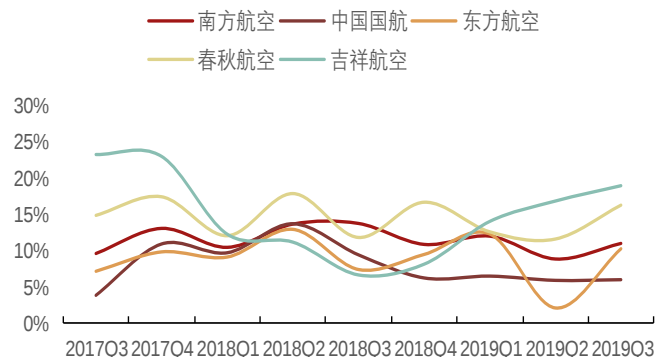
资料来源：公司公告、招商证券

图 28：低成本航空春秋航空平均客座率较高



资料来源：Wind、招商证券

图 29：低成本航空春秋航空 RPK 增速高于平均水平



资料来源：Wind、招商证券

5. 民航业未来供需情况总结

总体来看，我们认为中国民航业在短期内供给受限需求复苏，中长期内下沉市场需求持续上升。

短期来看，中国民航业近期经营情况持续改善，12月预售情况较为理想，预计四季度至2020年需求复苏。据高频数据显示，本周经营情况环比基本持平。三大航基本保持票价和客座率水平同比增长趋势，截至11月28日，三大航票价月同比增长3-5%，国航、南航、东航客座率同比分别提升0.1pt、1.2pt、1.4pt；座收同比分别增长3.5%、4.1%、7.0%。整体客流趋势12月同比仍保持较快增长，上半月客座率同比增幅较大。中下旬预售情况仍较同期理想。公商务旅客恢复仍需时日，但中西部支线航空市场仍保持近20%的增长。

受B737MAX-8影响，预计19Q4至20年上半年三大航供给仍然受限，20年下半年B737MAX大概率复飞，供给开始复苏。

按18年年报披露的引进计划来看，国航、南航、东航2020年原计划净增加客机46/61/51架，静态测算飞机座位数分别增加约7282/10396/9626，同比增速分别为5.22%/6.5%/6.93%。

但受B737MAX8事故影响，19年前三季度，三大航大幅停止该机型交付，并且部分运力实现退出。截至9月末，国航、南航、东航B737系列净增加数量分别为-6/-1/8架，大幅低于预期。考虑到当前事故机型处理进展，预计今年较难完成年初制定的飞机引进计划。我们判断B737MAX-8将于2020年下半年重新获得飞行许可，届时国航、南航、东航飞机引进将提速，我们预计调整后净增加架数为36/51/46，静态座位数分别为5772/8886/8871，同比增速将大致为4.3%/5.7%/6.4%。

图 30：三大航客机净增加计划表（原计划）

公司	客机机型	19Q4E	2020E			
		架数	架数	yoy	座位数	yoy
国航	A320系列	18	16			
	B737	27	30			
	B787	1	0			
	合计	46	46	6.40%	7282	5.22%
南航	A320系列	10	18			
	A330	-1	-7			
	A350	5	6			
	B737	44	49			
	B777	1	1			
	B787	0	5			
	EMB190	-2	-11			
	合计	57	61	6.82%	10396	6.50%
东航	A320系列	16	30			
	A350	1	4			
	B737	16	14			
	B787	0	3			
	合计	33	51	6.90%	9626	6.93%

资料来源：公司数据、招商证券 注：引进计划按照18年年报披露数据为准，暂未剔除B737MAX8影响。

中长期来看，大众化航空出行需求增速较快。

渗透率奠定航空长期景气度：我国航空业正处于成长期，18年人均乘机次数仅为0.44

次，远低于美国（2.73 次）。我们判断未来城镇化和大众化航空出行是需求增长的核心动力。未来三四线航空出行需求将崛起，长尾利基市场大有可为。立足于低成本市场的春秋航空和立足于支线市场的华夏航空最为受益。

民航供给侧改革+票价市场化提升国有航司相对竞争优势：民航供给侧改革兑现去产量，产能增量边际明显改善；股权合作=>收益协同=>航线联营，是中国民航业竞争格局优化的可行路径。三大航隐含定价能力逐步释放，长期净利率有望提升至 10%。

二、大兴机场启用，民航业未来格局重塑

大兴机场将改变中国民航业竞争格局，国航竞争地位或改变，南航、东航迎发展新契机。根据民航局审批结果，大兴机场启用后，国航将新开上海浦东-伦敦航线，南航将新开大兴至莫斯科、羽田、釜山、青州航线，伦敦航线之前也已经获批，东航将新开大兴至巴黎、莫斯科、羽田、首尔航线。至此，欧美远程航线“一线一企”格局将被彻底打破，有助于促进京津冀地区旅客大众出行。中国国航长航线垄断竞争优势将被削弱，南方航空国际长航线迎来转机。

1. 大兴机场的基本情况

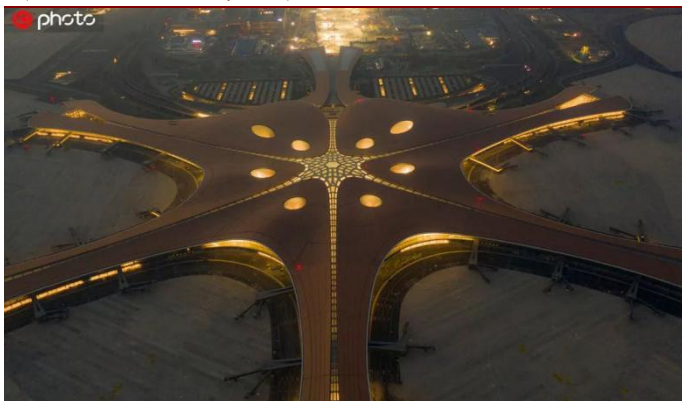
北京大兴机场工程投资 799.8 亿元，拥有 7 条跑道，航站楼总建筑面积超过 142 万平方米，整个航站楼有 82 个登机口，满足年旅客吞吐量 1 亿人次需求，能有效分担首都机场的运营压力。随着大兴机场的投运，北京形成了“一市两场”的格局。

图 31：首都国际机场鸟瞰图



资料来源：百度、招商证券

图 32：大兴机场鸟瞰图



资料来源：百度、招商证券

（1）大兴机场带来产能扩张

■ 地面资源扩张

京大兴机场一期工程按 2025 年旅客吞吐量 7200 万人次，货邮吞吐量 200 万吨，飞机起降 62 万架次的目标设计，建设 4 条跑道，70 万平方米航站楼及相应的货运、空管、航油、市政配套、综合交通枢纽等设施。未来规划 7 条跑道，满足 1 亿人次的旅客吞吐量需求。大兴机场的投运，使得北京地区机场地面产能几乎翻倍增长。

■ 空域资源扩张

北京时间 2019 年 10 月 10 日 02:00, 大兴国际机场空域调整方案开始正式执行, 这是我国民航迎来史上最大范围的空域调整。本次调整完成了京广空中大通道北段改造项目, 又新增 4700 公里, 我国航路里程已经达到了近 23 万公里。未来还将继续完成中韩、沪哈及沪港海上大通道建设, 推进成渝循环航路建设, 开通成拉复线。

(2) 大兴机场的转场计划

- 根据北京大兴国际机场航空公司基地建设方案规划 (2019 年年初), 东航、南航为北京大兴国际机场的主基地航空公司, 东航集团 (东航、上航、中联航、东航江苏、东航云南、东航武汉)、南航集团 (南航、厦航、河北航、江西航、重庆航、汕头航、珠海航、贵州航、南航河南)、首都航等公司将转场投运至北京大兴国际机场运营。2019 年 4 月, 民航局下发通知同意东航“京沪快线”留在首都机场运营, 将东航在大兴国际机场的时刻占比从 40% 下调至 30%, 并对其转场奖励政策作出调整, 并同意中航集团部分航线航班转场至大兴国际机场运营, 并使用东航调整出的时刻资源进行配置。
- 除中国邮政航空可在两场运行外, 其他国内航空公司可在北京首都国际机场或北京大兴国际机场任一机场运行, 但不得两场运行。外国航空公司、港澳台地区航空公司可自行选择运行机场包括两场运行, 目前转场的国外航司 8 家, 包括英国航空、芬兰航空、波兰航空、马来西亚航空、摩洛哥皇家航空、文莱皇家航空、俄罗斯艾菲航空、喜马拉雅航空。

(3) 未来北京两场旅客吞吐量计划

- 北京首都机场旅客吞吐量将从 2018 年的上亿人次降低到 2019 年到 2021 年的 9300 万人次、7630 万人次和 6700 万人次, 到 2025 年再回升到 8200 万人次;
- 北京大兴机场 19-21 年旅客吞吐量预计为 350 万人次、2860 万人次和 4780 万人次, 到 2025 年提升到 7200 万人次。
- 2022 年到 2024 年数据根据 2021 年和 2025 年的规划数据推算而得。假设北京地区机场客流量以 7.6% 年复合增速达到 2025 年 1.54 亿的旅客吞吐量, 比较平稳的增量。根据 2022 年大兴机场增速 10%、15% 和 20% 的情形测算, 2023 年和 2024 年按照 2025 年数据倒推年复合增速, 三种情形下, 旅客吞吐量增速大兴机场 > 整体 > 首都机场, 分流效应以 2020 年和 2021 年最显著, 2022 年首都机场开始放量增长。

表 6: 民航局对两场机场旅客吞吐量 (万人次) 的规划 (情形 1: 2022 年大兴增速 10%)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
首都机场	10,097	9,305	7,630	6,700	7,097	7,458	7,826	8,200
首都 yoy		-7.8%	-18.0%	-12.2%	5.9%	5.1%	4.9%	4.8%
首都变动		(792)	(1,675)	(930)	397	361	368	374
大兴机场	0	350	2,860	4,780	5,258	5,839	6,484	7,200
大兴 yoy			717.1%	67.1%	10.0%	11.0%	11.0%	11.0%
大兴变动		350	2,510	1,920	478	581	645	716
合计	10,097	9,655	10,490	11,480	12,355	13,296	14,310	15,400

敬请阅读末页的重要说明

Page 18

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
合计 yoy		-4.4%	8.6%	9.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
合计变动		(442)	835	990	875	941	1,013	1,090

资料来源：民航局，招商证券

表 7：民航局对两场机场旅客吞吐量（万人次）的规划（情形 2：2022 年大兴增速 15%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
首都机场	10,097	9,305	7,630	6,700	6,858	7,282	7,729	8,200
首都 yoy		-7.8%	-18.0%	-12.2%	2.4%	6.2%	6.1%	6.1%
首都变动		(792)	(1,675)	(930)	158	424	447	471
大兴机场	0	350	2,860	4,780	5,497	6,014	6,581	7,200
大兴 yoy			717.1%	67.1%	15.0%	9.4%	9.4%	9.4%
大兴变动		350	2,510	1,920	717	517	566	619
合计	10,097	9,655	10,490	11,480	12,355	13,296	14,310	15,400
合计 yoy		-4.4%	8.6%	9.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
合计变动		(442)	835	990	875	941	1,013	1,090

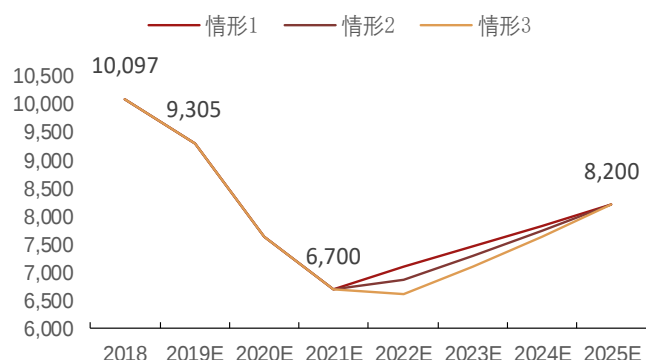
资料来源：民航局，招商证券

表 8：民航局对两场机场旅客吞吐量（万人次）的规划（情形 3：2022 年大兴增速 20%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
首都机场	10,097	9,305	7,630	6,700	6,619	7,109	7,635	8,200
首都 yoy		-7.8%	-18.0%	-12.2%	-1.2%	7.4%	7.4%	7.4%
首都变动		(792)	(1,675)	(930)	(81)	490	526	565
大兴机场	0	350	2,860	4,780	5,736	6,188	6,675	7,200
大兴 yoy			717.1%	67.1%	20.0%	7.9%	7.9%	7.9%
大兴变动		350	2,510	1,920	956	452	487	525
合计	10,097	9,655	10,490	11,480	12,355	13,296	14,310	15,400
合计 yoy		-4.4%	8.6%	9.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
合计变动		(442)	835	990	875	941	1,013	1,090

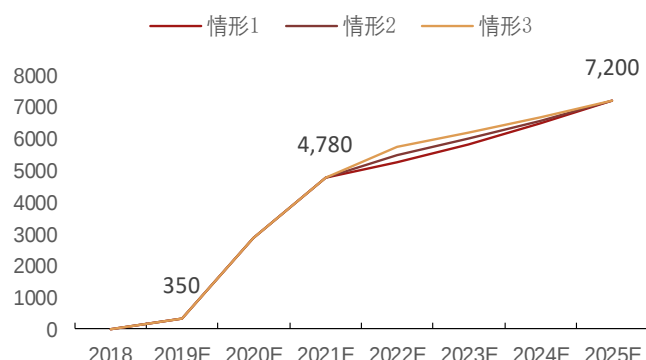
资料来源：民航局，招商证券

图 33：首都机场未来吞吐量预测（单位：万人次）



资料来源：民航局、招商证券

图 34：大兴机场未来吞吐量预测（单位：万人次）



资料来源：民航局、招商证券

2. 国航竞争地位迎来改变

(1) 短期（2019-2022）中国国航的盈利有较强的支撑

优质的客户资源和航线资源，保证了国航拥有更优质的收益品质。中国国航定位于中高端公商务旅客市场，价格敏感度低，常旅客较多。国航的旅客忠诚度、首都机场的区位优势，使得选择北京首都机场的公商务旅客具有较强客户粘性，短期内分流影响较弱。另外，国航的航线资源比较优质，在国内前十大黄金航线、前十大繁忙机场的市场份额较高，同时在欧洲和北美的远程国际航线上也拥有最高的市占率。

国航的收入端、成本端形式乐观，而大兴机场仍需要一定时间来培育流量。在需求回升、油价下降汇率企稳的大形势下，国航的收入端票价调增，运力持续优化，成本管控也在持续加强。大兴机场羽翼未丰，首都机场运营多年的流量具有惯性，短期优质流量不会显著减少。

国航提升首都机场市占率至 70%，能更有效发挥区域规模经济，加强中转联程业务。大兴机场投运，首都机场腾出 30% 的时刻资源，国航在首都机场市场份额从 40% 提升到 70%，可以利用区域规模优势，实现降本增效；同时，国航对首都机场时刻资源的调配和优化能力也相应提升，有利于基地机场的进一步投入和中转联程业务的加强。国航可以充分借助星空联盟的力量，利用航司身份优势，在首都机场投入更多资源加强中转联程服务能力，导入更多来自于星空联盟的中转客流量，保持北美、欧洲航线上的先发优势。

(2) 2022 年以后国航盈利受到冲击

国内航线竞争加剧，南航和东航威胁大。大兴机场的产能规划与首都机场相近，而东航和南航合计占 70% 的时刻资源，竞争不可避免。东航和南航在双枢纽的航线网络结构更为完善后，将提供更有竞争力的产品，必然会争夺北京的优质客源。

国航在北京和成都的节点较强，而在上海和广深的节点较弱，但是在北京节点被削弱后，上海和广深节点并未加强。所以在其他从北京出发到达南航和东航的优势节点的航线上，比如北京到西安、昆明、乌鲁木齐、上海、杭州、广州、深圳等，东航和南航预计也将将会对国航形成较大的竞争。

大兴机场的投运影响较大，国际航线竞争加剧。首先，首都机场和大兴机场一致定位为国际枢纽机场，3000 万人次的国际/地区客流量从总量上看不足以支撑两座国际枢纽机场，两场及航司之间势必会面临国际航线上的竞争。其次，国际航权配置向大兴机场倾斜，大兴机场多举措培育国际航线。初期阶段东航、南航将首都机场的国际航线平移到大兴机场，并在这个基础上新增了国际航权：南航、东航、首都航、春秋航、中联航等获得了大兴机场至英国、俄罗斯、韩国、埃及等多国航线经营许可，大兴至法国巴黎航线也已完成航权资源配置的初期工作，大兴至日本的航线也正在综合评估，更扩充了一批国际一类航权资源；同时，大兴机场允许两场运行，在航权时刻资源配置上采取“以增促转、以优促转”的政策，对外国航空公司提供更大运营灵活性和自主权。而 2023 年后大兴机场战略重点转向远程国际航线，届时南航和东航将分流更多的国际旅客，对国航造成较大竞争压力。

新的国际航权配置办法打破限制鼓励竞争，北美、欧洲航线将受到分流。2009 年以来民航局规定“一条远程国际航线一家承运商”，国航开拓国际市场较早，获得较多的二

类远程国际航线，在北美和欧洲航线上市场份额第一，使得客公里收入水平显著高于其他航司。但是，2018 年颁布的新国际航权分配政策打破了“一条远程国际航线一家承运商”的政策壁垒，新进入者势必对在位航司形成强有力的竞争，北京大兴机场投运后，作为大兴机场主航司的南航和东航积极准备扩张从北京出发的远程国际航线，对于中国国航来说，优质的北美和欧洲航线，面临着一定程度上的冲击，目前主要是北京-俄罗斯，北京-圣彼得堡，北京-巴黎，北京-伦敦航线上有新进入者，而其他由国航独立运营的远程国际航线上，国航的垄断地位将不被政策保护，正在逐步遭遇竞争威胁。

从航班时刻表来看，三大航在国际航线上的份额总体维持稳定，短期分流效应有限，但仍反应一定趋势，未来国航在北美和欧洲航线上面临的竞争将加大。19 年冬春季国航（CA）在北美和欧洲航线的占比有所下降，东航（MU）在北美航线上占比略有上升，而南航在欧洲航线上的占比略有上升。

表 9：2019 年冬春航季国际航线三大航每周班次和市场份额

	北美	东南亚	澳新	日韩	欧洲	俄罗斯
每周总班次	230	376	195	2060	357	64
中国国航(CA)	77	33	24	277	148	13
国航占比 (%)	33.48%	8.78%	12.31%	13.45%	41.46%	20.31%
南方航空(CZ)	49	120	89	328	64	26
南航占比 (%)	21.30%	31.91%	45.64%	15.92%	17.93%	40.63%
东方航空(MU)	48	52	45	443	63	4
东航占比 (%)	20.87%	13.83%	23.08%	21.50%	17.65%	6.25%

资料来源：民航预先飞行计划管理系统，招商证券

表 10：2019 年夏秋航季国际航线三大航每周班次和市场份额

	北美	东南亚	澳新	日韩	欧洲	俄罗斯
每周总班次	275	427	161	1613	419	116
中国国航(CA)	97	31	18	226	177	14
国航占比 (%)	35.27%	7.26%	11.18%	14.01%	42.24%	12.07%
南方航空(CZ)	57	140	72	280	69	48
南航占比 (%)	20.73%	32.79%	44.72%	17.36%	16.47%	41.38%
东方航空(MU)	48	52	33	362	58	30
东航占比 (%)	17.45%	12.18%	20.50%	22.44%	13.84%	25.86%

资料来源：民航预先飞行计划管理系统，招商证券

(3) 国航将发挥主基地航司优势以应对冲击

国航可以利用时刻优势优化时刻配置，提高中转占比。首都机场目前空域和保障资源紧张，基本没有时刻放量，飞机起降架次增速缓慢，机场建设以点对点为主，并未充分考虑中转服务，但随着大兴机场投运，北京首都机场腾出 30%的时刻资源，为中转业务提供了宝贵的时刻资源。同时，大兴机场投运后，中国国航在首都机场的市场份额将从 40% 提升到 70%，具有的时刻优势有利于其充分调配时刻资源，控制核心市场供需，构建枢纽中转网络，汇集各地流量，利用腾出的时刻资源加密国际航线、提高星空联盟成员中转联程业务，以获得更高的市场份额和收益水平。

国航可以增加在成都的投入，保持在以成都为端点的航线上的优势。成都是国航除了北京以外的重要节点，在成都机场，国航市占率第一，达到 25%。随着成都的第二座机场

的建成，国航可以加强投入以提高市场占有率，使成都成为同样具备规模优势的地区。

3. 南航和东航迎来发展新契机

大兴机场投运对南方航空、东方航空具有战略意义。南航和东航作为大兴机场主航司，占 70% 的时刻资源。随着大兴机场投运，南航“广州-北京”双枢纽结构逐步形成，南航在广州基地的市场份额达到了 45.9%，在深圳市占率达 24.3%，未来在北京大兴机场市占率预计为 40%。随着南航逐步完善航线网络结构，未来从北京出发到成渝片区、江浙沪地区的航线将得到加强。

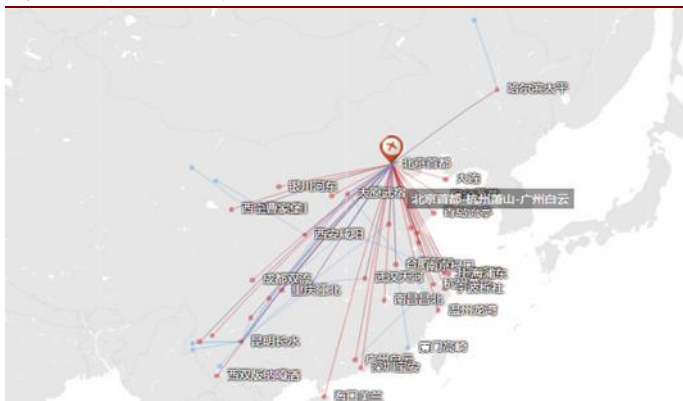
而大兴机场投运也促使东航“上海-北京”双枢纽结构逐步形成，东航在上海浦东（21.8%）和虹桥（31.7%）西安（29.6%）市占率较高，但在北京的市场份额不到 20%。未来东航在大兴机场将会拥有 30% 的市场份额，北京节点的竞争力得到加强。

图 35：南航从北京出发的航线



资料来源：飞常准，招商证券

图 36：东航从北京出发的航线



资料来源：飞常准，招商证券

（1）短期内南航和东航盈利品质难以提升

短期来看，大兴转场导致航线收益品质较差，南航和东航短期难以盈利，但南航受到更大冲击。大兴国际机场位于天安门正南 46km，与首都机场相比距离市中心更远，对价格不太敏感的公商务旅客更可能选择更为便利的首都机场，而且目前选择转场的海外航司也很少。由于大兴机场还需要一段时间导入和培育客流量，南航和东航可能会采用较低的价格吸引旅客乘坐大兴机场起降的航班，收益品质较差，南航和东航在北京地区的航线可能会受到盈利冲击。

“京沪线”留守首都机场，东航受到的盈利冲击较小。对东航而言，东航在北京首都机场（ZBAA）起飞班次占所有班次的 6.77%，并用大兴机场 10% 的时刻流量换取了“京沪线”留守首都机场，这条线对东航的盈利贡献较大。而且，东航的全资子公司中国联合航空在华北及内蒙古区域航线具有优势，拥有统一的机队，走低成本航空路线，可以借助低价格吸引更多客流量，提升收益品质。

而南航在首都机场起飞班次占所有班次的 7.16%，如果北京地区的航班次因转场至大兴机场导致早期客流量少，收益品质差，则南航受到的盈利冲击更大。

(2) 2022 年以后南航和东航盈利能力提升

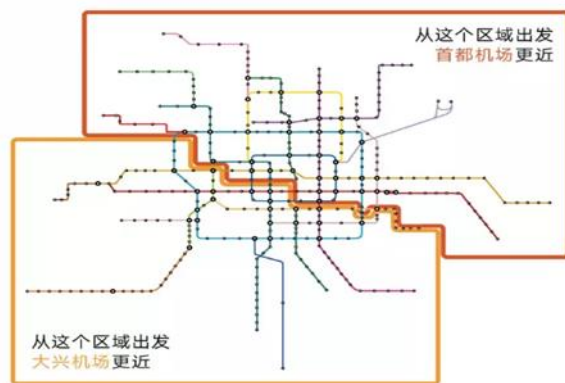
地面交通接驳的逐步完善、雄安新区和京津冀一体化建设,推动大兴机场的客流量增长。大兴机场正好处于北京市中心、雄安新区和天津市形成的三角形重心位置,国家还在大兴机场周边规划了约 1000 平方公里的临空经济区,通过新机场专用高速、新机场快线、高速公路网、城际铁路以及外围铁路等路线的衔接,大兴机场的临空经济区可以快速直达北京市中心城区、雄安新区、天津、以及石家庄、济南。2022 年大兴机场计划客流量达到 4780 万人次,具备大型机场的吞吐量规模,而占据优质时刻的南航和东航的航线收益品质会得到提升。

图 37: 大兴机场处于京、津、雄安三角的中心



资料来源:河北雄安新区规划纲要,招商证券

图 38: 北京西南地区距离大兴机场更近



资料来源:帝都绘微信公众号,招商证券

南航和东航的不断投入和运营使得航线收益品质逐渐提升,航线网络结构得到优化。东航将在大兴机场投入 150 到 200 架飞机,投入量大;从东航的航线网络结构上看,北京的市占率随着在大兴机场的投入而增加,从北京到区域枢纽西安和昆明的航线有望加强优化。南航将在大兴机场投入 250 架飞机,投放量几乎与广州白云机场差不多;而一直亏损的 A380 大飞机在大兴机场也有了用武之地,有望扭亏为盈;从南航的航线网络结构上看,以广州和深圳为核心节点出发的航线份额占优,增加了一个北京的核心节点后,从北京到成渝、乌鲁木齐、江浙沪的航线可以得到增强,也能加强覆盖西北、东北、中南等地区,使得南航的网络结构南北更均衡。

(3) 南航东航迎来国际航线发展新机遇

大兴机场拓展国际航线,东航南航国际航线发展潜力巨大。从大兴机场的运营规划上来看,2019 年到 2022 年将实现东南亚、南亚等地区的航线网络搭建,布局欧洲、北美、东北亚、中东等重要国际枢纽航点,2022 年客流量达到 4500 万人次。到 2023 年到 2025 年再重点发力更为稀缺的二类远程国际航线,拓展和完善航线网络。打造“国际快线”产品,2025 年客流量达到 7200 万人次。远期成为各项指标位居全球前列的大型国际航空枢纽。届时南航和东航将分流更多的国际旅客。

东航目前国际航线以中短途的东南亚和日韩居多,在欧洲、北美和东南亚航线上的市场份额占比处于 10%-15%之间,而作为大兴机场的主基地航司,市场份额随着客流的增速将进一步提升。而迎来了广州-北京“双枢纽”时代的南航,目前已获批了北京大兴至俄罗斯莫斯科、日本东京、韩国清州、韩国釜山航线,加上之前已经获批的北京大兴至

英国伦敦、俄罗斯圣彼得堡航线，南航在大兴机场已获批运营 6 条国际航线，迈出了国际化战略相当重要的一步。

表 11：大兴机场国际航线

航司	航线	每周班次
东方航空	大兴-巴黎	7
	大兴-莫斯科	4
南方航空	大兴-伦敦	7
	大兴-莫斯科	7
	大兴-圣彼得堡	
首都航空	大兴-圣彼得堡	
	大兴-开罗	2
英国航空	伦敦-北京	转场
波兰航空	华沙-大兴	4, 两场
芬兰航空	赫尔辛基-大兴	3
马来西亚航空	吉隆坡-大兴	7
摩洛哥皇家航空	卡萨布兰-大兴	3
文莱皇家	斯里巴加湾-大兴	4->7
喜马拉雅航空	加德满都-大兴	7

资料来源：公司公告、民航局、招商证券

南航、东航在大兴机场远程国际航线上开辟迅速，联盟优势显著。

北京至俄罗斯

东航、南航新开辟了大兴-莫斯科&圣彼得堡的远程航线，南航同时开辟了北京-圣彼得堡航线。从联盟上看，新增南航、东航、俄罗斯航线上天合联盟（包括俄航、东航）和寰宇一家（S7，南航或加入寰宇一家）势力比较强，市场份额会到 50%以上。

北京至欧洲（不包含俄罗斯）

从北京首都机场到英国伦敦的航线主要是中国国航和英国航空 BA，国航每周 21 次航班，英国航空每周 7 次航班。南航新开大兴-伦敦航线，每周 7 次航班，英国航空将转场至大兴与南航代码共享协议，扩展其航线网络。芬兰航空 AY 也积极率先转场大兴，加强与南航合作。

从北京首都机场到法国巴黎的航线主要是中国国航和法国航空 AF，东航新开大兴-巴黎航线，每周 7 次航班，且东航和法航同属于“天合联盟”，在大兴-巴黎航线上，东航和法航与国航会形成直接的竞争。

预计“寰宇一家”和“天合联盟”的外国航司会率先转场至大兴机场，与南航和东航加强协作，而南航和东航未来也更可能开通由“寰宇一家”“天合联盟”联盟内的航司运营的航线，比如北京-阿姆斯特丹、北京-巴黎、北京-伦敦、北京-赫尔辛基，然后再开通由海航垄断运营的航线，北京-奥斯陆、北京-布拉格、北京-布鲁塞尔、北京-都柏林等。

北京至北美

国内航司只有国航、海航和东航，而且东航只有一条从首都机场出发的北美航线，南航没有从北京出发的北美航线。

南航觊觎北美航线久矣，从北京出发的北美航线一直拓展不利，美航战略入股南航，南航成为大兴机场主基地航司，“一条国际航线一家承运商”政策被打破，南航从大兴出发的北美航线在未来预计会有实质性进展，更可能在美航 AA 所在航线上获得率先突破。

东航开启了京沪双枢纽时代，东航的国际网络一直围绕着上海枢纽，中美航线基本从上海出发，随着大兴机场投运，东航占据 30% 的时刻资源，势必会着手布局北京出发的中美航线，形成更有竞争力的产品。同为天合联盟成员，东航与达美航空“资本+业务”双重紧密合作，达美运营的北京-底特律、北京-西雅图航线，预计也是东航率先能获得突破的航线。

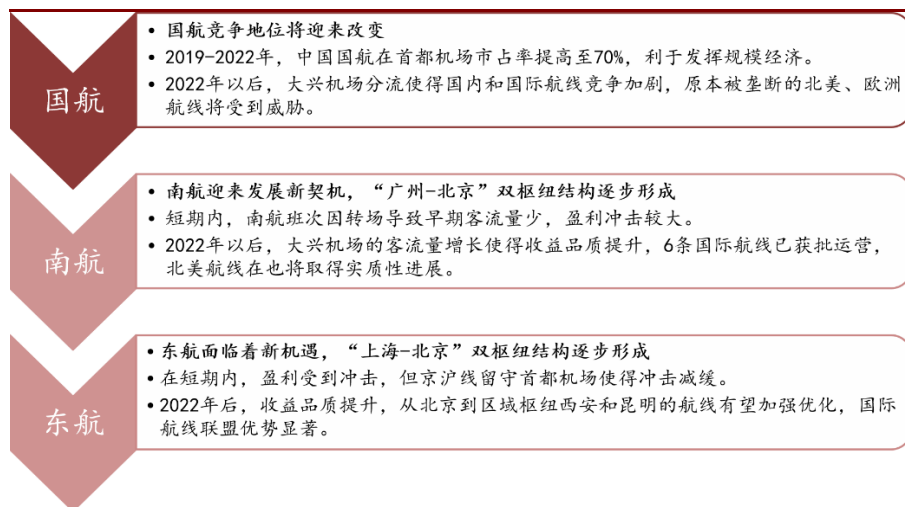
4. 大兴启用后，三大航竞争地位总结

总体来看，国航竞争地位将迎来改变，中长期洲际航线面临竞争压力。在 2019-2022 年内，大兴机场仍羽翼未丰，中国国航因其优质的客户和航线资源盈利具有较强的支撑。同时国航在首都机场市占率至 70%，有利于发挥区域规模经济。2022 年后，大兴机场分流影响较大，国航在国内航线和国际航线竞争均加剧，原本被垄断的北美、欧洲航线由于国际航权配置办法的改革将受到威胁。面对此局势，国航可以利用时刻优势优化时刻配置，提高中转联程业务占比。

南航迎来发展新契机。随着大兴机场投运，未来南航在北京大兴机场市占率 40%，“广州-北京”双枢纽结构逐步形成，航线网络结构得到完善。但短期内北京地区的南航班次因转场至大兴机场导致早期客流量少，收益品质较差，南航受到较大的盈利冲击。2022 年以后，大兴机场的客流量增长和南航不断投入使得南航收益品质将提升。南航国际航线发展潜力也逐渐增强，6 条国际航线已获批运营，北美航线在未来也会取得实质性进展。

东航也面临着新的发展机遇。大兴机场投运促使东航“上海-北京”双枢纽结构逐步形成，北京节点得到更大的强化。在短期内，盈利由于航线收益品质较差而受到冲击，但由于“京沪线”留守首都机场，全资子公司中国联合航空走低成本航空路线吸引客流，预计盈利情况不会太差。2022 年以后，大兴机场的客流量增长和东航的飞机投入使得收益品质提升，从北京到区域枢纽西安和昆明的航线有望加强优化。而国际航线发展潜力也逐渐增强，联盟优势显著，预计将在北京至俄罗斯、欧洲、北美的航线上形成更有竞争力的产品。

图 39：国航、南航东航未来发展前景

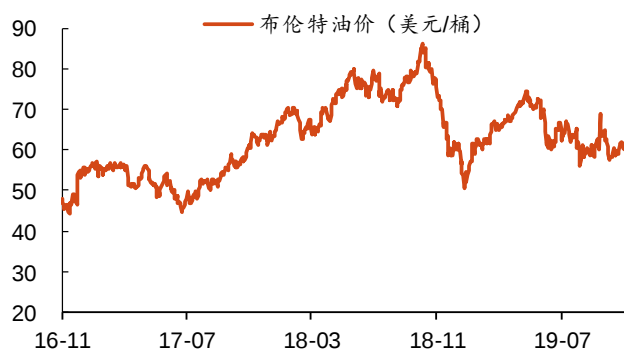


资料来源：招商证券

三、油价维持低位，人民币升值空间较大

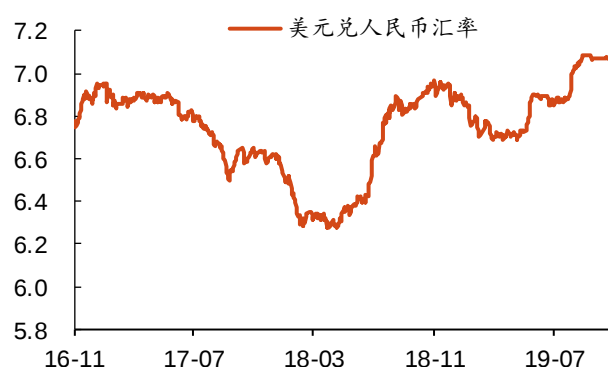
2019年以来油价维持低位，汇兑损失加大。19年布伦特油价小幅冲高后回落，整体维持低位，Q3布油均价同比下降约18%，各家航司燃油成本得到控制，国有航司Q3单季度座公里成本小幅下滑。受中美贸易摩擦和经营租赁并表影响，19年三季度以来人民币对美元贬值2.85%，今年三大航汇兑损失较同期相比明显增加。综合石化组和宏观组的观点，我们预计今年布油均值维持在65美元，美元兑人民币汇率维持在6.85元；明年油价区间为60-65美元，人民币汇率升值有望超预期，对航空股尤其是三大航构成较强支撑。

图 40：19 年以来布油维持相对低位



资料来源：Wind、招商证券

图 41：19 年以来美元兑人民币汇率变化情况



资料来源：Wind、招商证券

1. 油价：原油产量持续增长，经济下行抑制原油需求

美国原油产量随内陆管输瓶颈的缓解而稳步增长。技术的革新使得在页岩中的原油得以

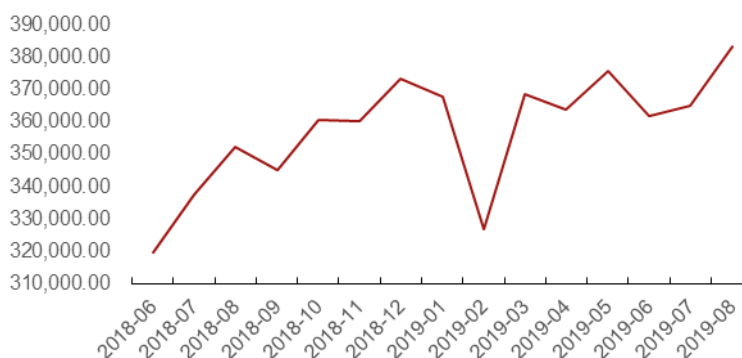
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

开采，内陆管输技术也逐渐成熟，目前美国的原油产量依旧呈现扩张态势，2019 年平均月产量为 36399.6 万桶，同比+7.36%。原油库存量也暴涨，为 2017 年 7 月以来的最高水平。

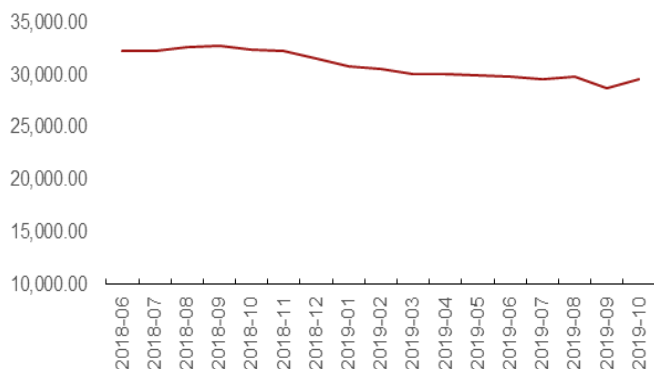
图 42：美国原油产量当月值（单位：千桶）



资料来源：Wind、招商证券

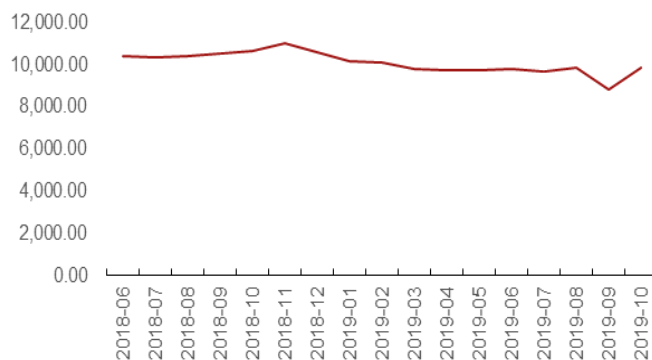
沙特与俄罗斯牵头达成的减产协议对油价的实际提振作用有限。减产协议旨在平衡市场，但沙特、俄罗斯等国的减产执行力并不强，在收缩产能和保持市场份额之间制衡，并未达到实际减产效果。2019 年俄罗斯石油平均月产量为 11479 万桶，同比+1.2%，未实现减产协议；2019 年沙特阿拉伯原油平均月产量为 976 万桶，同比-2.1%，虽然超出预期，但对油价的提振作用依然有限。

图 43：OPEC 原油产量当月值（单位：千桶）



资料来源：Wind、招商证券

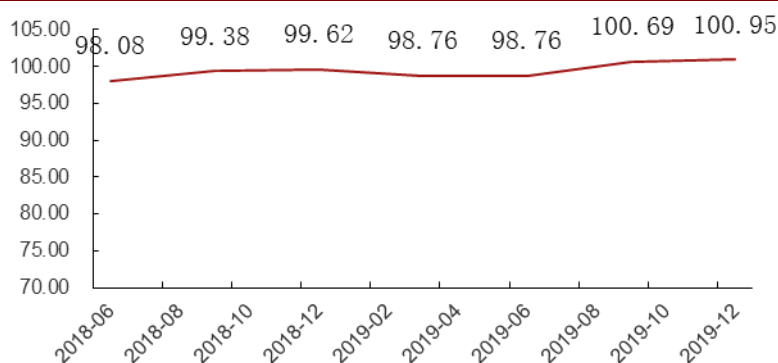
图 44：沙特阿拉伯原油产量当月值（单位：千桶）



资料来源：Wind、招商证券

原油产量持续提升，但全球经济增速放缓，原油需求低于预期。经济合作暨发展组织 OECD 下调全球经济增速预期至 2.9%，经济发展进入低增长时代。同时中美贸易缓和尚无定论，更增加了贸易形式的不确定性。亚洲各国政府削减了对能源的补贴，导致汽油、柴油和其它日常燃料的成本上升，需求进一步萎缩，欧洲的消费减少也令原油需求受到限制。OECD 原油需求连续三季度下降，为 2014 年以来首见，同时 OPEC 今年也多次下调对石油需求增长率的预测，这在一定程度也预示着未来石油需求疲软。

图 45: 世界石油需求量预计 (单位: 百万桶/天)



资料来源: Wind、招商证券

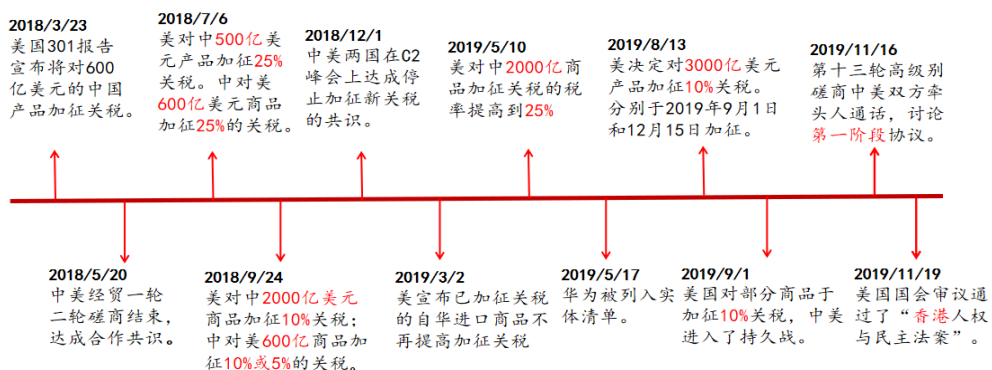
多方因素仍然给油价造成较大不确定影响,但短期内油价上涨空间不大。供给端减产困难而终端需求不足使得石油中长期走势或将承压,难以大幅上行。但中东地区复杂局势仍将对石油价格产生较大影响。我们仍然预期 2019 年油价全年均值约为 65 美元/桶,2020 年油价大概率处于 60-65 美元/桶之间。

2. 汇率: 中美贸易关系为关键影响因素, 人民币仍有升值空间

中美贸易摩擦回顾: 2018 年 3 月 23 日, 美国发布 301 报告宣布将对 600 亿美元的中国产品加征关税。2018 年 7 月 6 日, 美国对中国 500 亿美元产品加征 25% 的关税, 中国对美国 600 亿美元商品加征 25% 的关税作为反击。2018 年 9 月 24 日, 美国对 2000 亿美元中国商品加征第二轮 10% 的关税; 中国对 600 亿美元商品加征 10% 或 5% 的关税作为第二轮反击。2019 年 5 月 10 日, 美国对 2000 亿中国商品加征关税的税率由 10% 提高到 25%。2019 年 8 月 13 日, 美国决定对 3000 亿美元产品加征 10% 关税, 分别于 2019 年 9 月 1 日和 12 月 15 日开始加征。

整个进程中, 中美双方进行过多轮磋商, 在 2019 年 11 月 16 日第十三轮高级别磋商中, 中美双方牵头人通话讨论第一阶段协议。

图 46: 中美贸易摩擦时间线



资料来源: 百度、招商证券

中美贸易摩擦与汇率变动存在拟合, 未来中美贸易关系将成为影响人民币汇率的关键因素。中美贸易摩擦通过多个渠道影响人民币汇率: 在贸易方面, 摩擦影响商品进口出口,

中国贸易顺差、美国贸易逆差均收窄；在资金流动方面，中国企业在美的直接投资、并购和资本流动受到影响；在金融市场方面，投资者避险情绪蔓延，影响心理预期，进入 A 股资金减少。多种作用机制导致汇率与贸易战的进程存在一定程度的拟合相关。

图 47：贸易战与汇率拟合程度



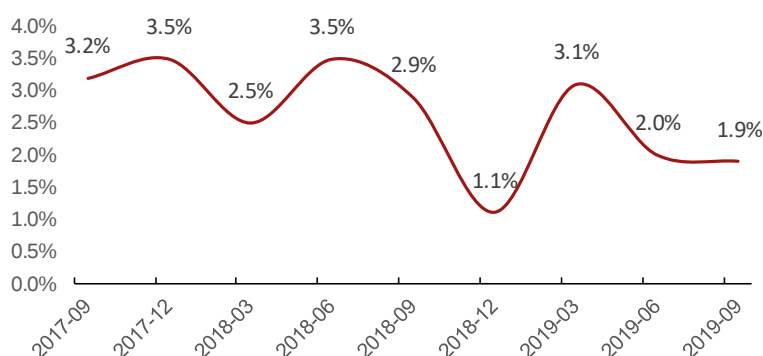
资料来源：Wind、招商证券

美国经济形势下行，美国总统大选将近，将利好中美贸易关系。

中美经贸摩擦造成今年美国资本市场大幅波动，即使美联储降息，经济也难以转好。综合 19 年 Q2、Q3 美国商务部公布的数据，多项经济指标预示着美国宏观经济下行。

从 GDP 的情况来看，美国国内生产总值（GDP）正在放缓，Q3 增幅 1.9%，Q2 增幅 2%，Q1 增幅 3%，增速放缓。而在 GDP 的增长中表现相对强劲、占美国经济总量约 70% 的个人消费支出在 Q3 增幅为 2.9%，为经济增长贡献 1.93 个百分点，明显低于 Q2 的 3.03 个百分点；

图 48：美国 GDP 季度增速



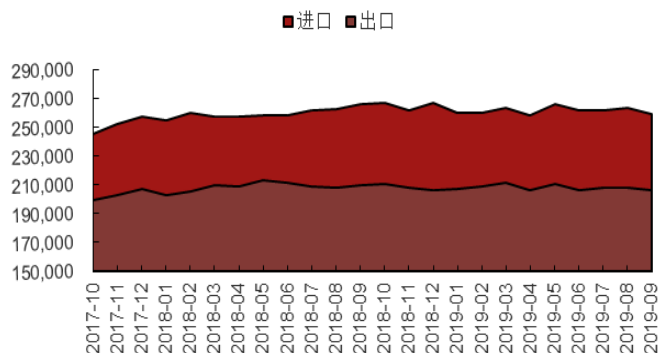
资料来源：Wind、招商证券

根据纽约联储 Nowcast 模型显示，预计美国第四季度 GDP 增速为 1.76%，经贸摩擦仍是“首要问题”，也是造成今年美国资本市场大幅波动的主要原因，经贸摩擦能否妥善解决，将影响今年剩余时间里美国资本市场的走向。除此之外，欧洲对美国加征部分欧盟商品关税的反制、中东地区形势及美国政府党派之争也将带来经济形势的波动。

美国进出口增速放缓，总体预期不佳。因经济放缓带来冲击，美国进出口增速放缓，而贸易摩擦进一步加剧了太平洋两岸出口商的衰退，美国 9 月份进出口总额均出现下降，跌至两年内最低。美国 9 月出口额从 8 月的 2078.25 亿美元同比下跌 1.79% 至 2059.90

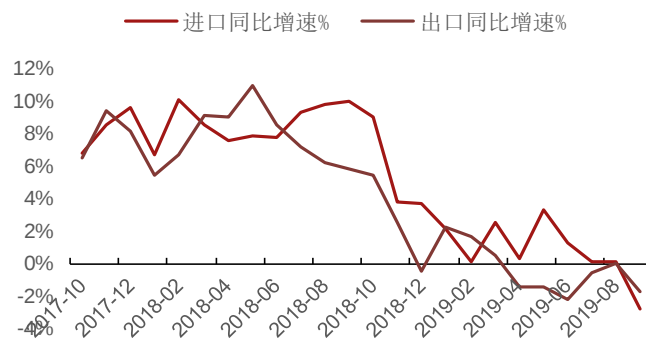
亿美元，主要受到食品、饲料和饮料的出货量深跌 12.6%，以及汽车出口量下降 7.2% 的拖累。美国 9 月进口额从 8 月的 2628.61 亿美元同比下跌 2.78% 至 2584.40 亿美元，进口下滑主要集中在通常能反映国内经济潜在需求的部门：半导体、工业机械和计算机等资本货物进口下降 1.9%，反映出第三季度商业投资减少；手机、玩具、服装等消费品进口下降 4.4%，汽车和汽车零部件进口下降 3.4%，反映出消费者支出的减少。

图 49：美国进出口金额（单位：百万美元）



资料来源：Wind、招商证券

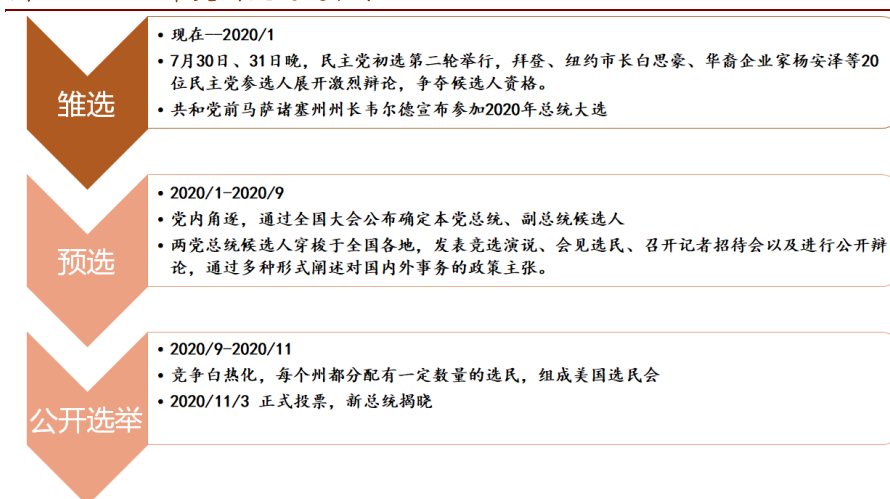
图 50：美国进出口金额增速（单位：百分比）



资料来源：Wind、招商证券

美国总统大选将近，或将利好中美关系。2020 年美国总统大选将举行，民主党共和党等党派将就参选人候选人开始“推拉战”。目前正在党内初选阶段，竞争激烈日趋白热，特朗普总统在大选和经济下行的压力下，有望缓和与中国的贸易关系。

图 51：2020 年美国大选进程表



资料来源：招商证券

总体来看，中美贸易摩擦有望出现阶段性缓和，2020 年人民币升值预计超预期。9 月以来人民币汇率触底回升。随着中美贸易摩擦缓和，后期人民币仍有进一步升值的空间。根据招商证券宏观组预测，预计明年美元指数将明显下行，人民币升值有望超预期，对航空股尤其三大航构成较强支撑。

四、观点总结以及投资建议

短期供需向好，预计四季度至 2020 年需求复苏，静待跨年行情。从需求来看，11 月三大航票价月同比增长 3-5%，国航、南航、东航客座率同比分别提升 0.1pt、1.2pt、1.4pt；座收同比分别增长 3.5%、4.1%、7.0%。整体客流趋势 12 月同比仍保持较快增长，上半月客座率同比增幅较大。中下旬预售情况仍较同期理想。从供给来看，B737MAX-8 停飞叠加 B737NG 发动机故障，短期民航业供给仍然受限，预计明年下半年事故机型才有望重新复飞。

中长期民航业下沉市场需求坚挺，渗透率空间较大。我国航空业正处于成长期，18 年人均乘机次数仅为 0.44 次，远低于美国（2.73 次）。我们判断未来城镇化和大众化航空出行是需求增长的核心动力。未来三四线航空出行需求将崛起，长尾利基市场大有可为。据空客预测，预计未来我国民航客运量仍能保持 7% 以上的增长，民航渗透率仍有巨大提升空间。

大兴机场启用将改变中国民航业竞争格局，根据民航局审批结果，国航将新开上海浦东-伦敦航线，南航将新开大兴至莫斯科、羽田、釜山、青州航线，伦敦航线之前也已经获批，东航将新开大兴至巴黎、莫斯科、羽田、首尔航线。至此，欧美远程航线“一线一企”格局将被彻底打破，有助于促进京津冀地区旅客大众出行。中国国航长航线垄断竞争优势将被削弱，南方航空国际长航线迎来转机。据 2019 年冬春季时刻表，春秋航空放量明显，时刻增速将达 16.6%。

油价大幅上涨空间不大，2020 年人民币升值预计超预期。供给端减产困难而终端需求不足使得石油中长期走势或将承压，难以大幅上行。但中东地区复杂局势仍将对石油价格产生较大影响。我们仍然预期 2019 年油价全年均值约为 65 美元/桶，2020 年油价大概率处于 60-65 美元/桶之间。9 月以来人民币汇率触底回升，随着中美贸易摩擦缓和，后期人民币仍有进一步升值的空间。根据招商证券宏观组预测，预计明年美元指数将明显下行，人民币升值有望超预期，对航空股尤其三大航构成较强支撑。

投资建议：首推南方航空、中国国航、低成本航空春秋航空以及支线航空华夏航空。航空当前经营数据好转，同时 PB 估值较低，油汇企稳，静待跨年行情。随着经济企稳复苏，降准开启货币宽松，航空股将迎来戴维斯双击。从敏感性分析来看，南航对油汇以及票价、客座率的变化波动最为敏感，而春秋航空基本不受油汇影响。

春秋航空受益于大众航空旅游出行，坚持收益优化和成本管控，在经济下行周期里表现靓丽。南航积极进驻北京新机场，预计获得 40% 左右的市场份额，新机场将弥补公司过去 30 年来的国际长航线短板，有利于公司建立自己面向欧美的国际航线网络，强化国内国际中转航线网络，另外南航集团引入地方国资并增资股份，公司获得充足资金，转机来临。国航在三大航里网络收益管理严格，占据优势干线。

盈利预测以及敏感性分析：

表 12：国航、南航、春秋航空关键假设

关键假设：	2019E	2020E	2021E
国航 ASK 同比分别增长	5.53%	6.72%	6.76%
南航 ASK 同比分别增长	10.49%	9.90%	9.45%

关键假设:	2019E	2020E	2021E
春秋航空 ASK 同比分别增长	10.94%	12.21%	12.15%
19/20/21 年布伦特原油均价 (美元/桶)	65	65	65
19 年底人民币兑美元中间价为	0.1460		

资料来源: 公司数据、招商证券

图 52: 中国国航敏感性分析

单位: 百万元	2019E	2020E	2021E
国航年净利润	7740.00	8536.00	9885.00
人民币兑美元升值1% (汇率新值)	0.1474		
汇率敏感性 (净利润上涨绝对值)	480		
汇率敏感性 (净利润上涨百分比)	6.20%		
国际油价降低1美元 (油价新值)	64	64	64
燃油敏感性 (净利润上涨绝对值)	419.00	431.00	455.00
燃油敏感性 (净利润上涨百分比)	5.41%	5.05%	4.60%
客座率上升1PCT (客座率新值)	82.40%	82.60%	82.90%
敏感性 (净利润上涨绝对值)	102.00	90.00	106.00
敏感性 (净利润上涨百分比)	1.32%	1.05%	1.07%
票价上升1% (客公里收入新值)	0.55	0.539	0.539
敏感性 (净利润上涨绝对值)	77.00	75.00	87.00
敏感性 (净利润上涨百分比)	0.99%	0.88%	0.88%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 53: 南方航空敏感性分析

单位: 百万元	2019E	2020E	2021E
南航年净利润	5143.39	6668.93	9092.52
人民币兑美元升值1% (汇率新值)	0.1474		
汇率敏感性 (净利润上涨绝对值)	517		
汇率敏感性 (净利润上涨百分比)	10.05%		
国际油价降低1美元 (油价新值)	64	64	64
燃油敏感性 (净利润上涨绝对值)	468.61	492.07	567.48
燃油敏感性 (净利润上涨百分比)	9.11%	7.38%	6.24%
客座率上升1PCT (客座率新值)	83.63%	83.84%	83.96%
敏感性 (净利润上涨绝对值)	992.61	1038.07	1146.48
敏感性 (净利润上涨百分比)	19.30%	15.57%	12.61%
票价上升1% (客公里收入新值)	0.494	0.488	0.487
敏感性 (净利润上涨绝对值)	874.61	948.07	1029.48
敏感性 (净利润上涨百分比)	17.00%	14.22%	11.32%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 54：春秋航空敏感性分析

单位：百万元	2019E	2020E	2021E
春秋航空年净利润	1908.00	2294.00	2742.00
人民币兑美元升值1%（汇率新值）	0.1474		
汇率敏感性（净利润上涨绝对值）	0.32		
汇率敏感性（净利润上涨百分比）	0.02%		
国际油价降低1美元（油价新值）	64	64	64
燃油敏感性（净利润上涨绝对值）	51.00	53.00	59.00
燃油敏感性（净利润上涨百分比）	2.67%	2.31%	2.15%
客座率上升1PCT（客座率新值）	92.22%	93.30%	93.50%
敏感性（净利润上涨绝对值）	114.00	130.00	149.00
敏感性（净利润上涨百分比）	5.97%	5.67%	5.43%
票价上升1%（客公里收入新值）	0.373	0.379	0.385
敏感性（净利润上涨绝对值）	106.00	122.00	141.00
敏感性（净利润上涨百分比）	5.56%	5.32%	5.14%

资料来源：公司数据、招商证券

表 13：航空公司估值对比表（截至 2019/12/06）

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E			
南方航空	6.67	0.42	0.54	0.74	72%	30%	36%	15.9	12.4	9.0	1.25	4.4%	818
中国国航	8.58	0.53	0.59	0.68	5%	10%	16%	16.2	14.5	12.6	1.33	7.6%	1246
春秋航空	41.51	2.08	2.50	2.99	27%	20%	20%	20.0	16.6	13.9	2.56	12.2%	381
吉祥航空	13.35	0.74	0.92	1.10	18%	24%	19%	18.0	14.5	12.1	2.10	8.3%	262
华夏航空	10.85	0.85	1.15	1.39	109%	36%	21%	12.8	9.4	7.8	2.67	17.1%	65
平均								16.6	13.5	11.2	2.0		

资料来源：公司数据、招商证券 注：数据均来自招商证券预测

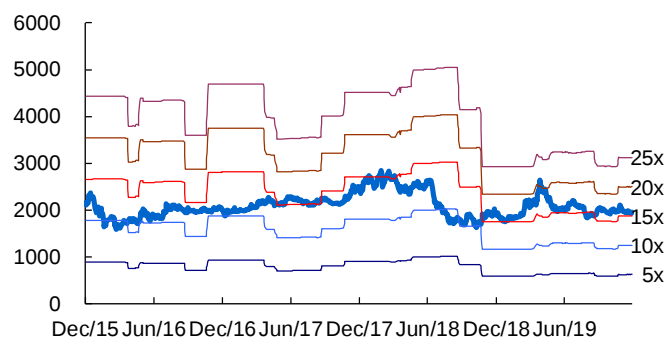
五、风险提示

油价大幅上涨：当前航司营业成本中约 1/3 是燃油成本，油价的窄幅波动也能对航司业绩产生巨大影响。

人民币汇率大幅贬值：当前航司美元负债较多，人民币汇率的窄幅波动也能对航司汇兑损益产生较大影响。

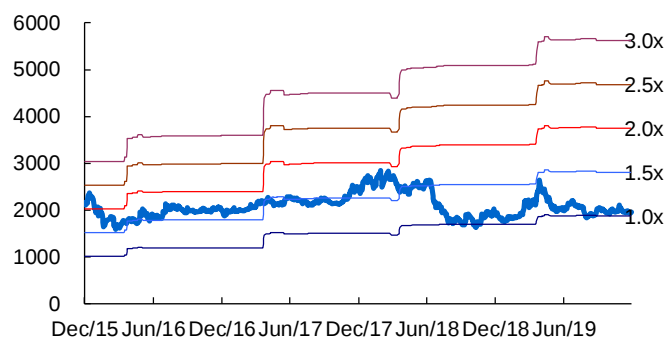
宏观经济下滑超预期：如果宏观经济大幅下挫（类似 08 金融危机），需求下滑传导至航企业绩，导致业绩和股价大跌。

图 55: 航空行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 56: 航空行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

Page 35

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>