

证券研究报告  
航空行业/深度报告  
2021年6月6日

全球航空巨头启示录之欧洲篇（三）  
**国际航空集团（IAG）：**  
欧洲全服务航司盈利标杆，碎片化市场中走出最强  $\alpha$

分析师：许可      执业证书编号：S1220518090001

分析师：李跃森      执业证书编号：S1220520060001

联系人：李然，周延宇，唐晟

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

# 国际航空集团（IAG）： 欧洲全服务航司盈利标杆，碎片化市场中走出最强 $\alpha$



英国航空

伊比利亚航空

伏林航空

爱尔兰航空

LEVEL航空

**IAG** INTERNATIONAL  
AIRLINES  
GROUP



全球来看，航空业有什么样的发展模式？

航空业为什么缺乏规模效应？全球龙头的市值顶点也仅为2800亿RMB，什么原因导致航司普遍长不大？

航空股周期性的来源是什么？毁灭价值的根源是什么？

中美欧航空业各自处在什么发展阶段？当下的中国航空业竞争格局，更接近于欧洲，还是更接近于美国？

什么样的航司赚钱能力更强，什么样的航司弹性更大？

人人都能飞的梦想，在中国实现的必要条件是什么？

航空股的研究重点是什么，研究的边界又在哪里？

买航空股，能否做到先胜而后战？

方正交运全球航空巨头启示录系列报告，给你答案！





## 核心观点

- **国际航空集团（IAG）是欧洲三大航之一，2019年运输旅客1.18亿人次**，机队总数（589架）不及汉莎但运营着欧洲第一大宽体机队（196架），旗下拥有伏林、LEVEL、爱尔兰航空、伊比利亚航空、英国航空等五大品牌，对低成本和全服务赛道进行了全覆盖。集团在FY2017-FY2019三年平均归母净利润达到171亿元人民币，是欧洲全服务航司的盈利标杆。**2011年集团成立以来，其股价实现6年长牛，期间最高涨幅达到490%，总市值最高达到1300亿元人民币，2011年以来有7年跑赢富时100指数。**近年来，公司PE、PB基本维持5X、2X水平，ROIC保持在10%左右，ROE保持在30%水平，利润率及收益率长期领先欧洲全服务航司。
- 航空业是高度同质化的行业，从全行业的发展规律来看， $\beta$ 往往远胜于 $\alpha$ ，特别对于全服务航司而言。同一个地区的全服务航司，其中一家走出独立行情的情况往往极为罕见，但国际航空集团却做到了这一点，而且是在行业格局长期碎片化的背景下实现的。2012年以来，IAG涨幅甚至超越了低成本航空龙头瑞安航空集团，实现了欧洲大型航司中的最强 $\alpha$ ，其原因是：①对核心枢纽的垄断程度提升，同时供不应求使枢纽价值也不断抬升。②削减劣势短途航线，聚焦优势长途航线。③2008年全球金融危机后，英国政府持续减免企业所得税的征收比例，助力净利率持续提升。
- **危机决定周期底部，格局则决定了周期中枢。**IAG（英航）2000年以来的三波大周期行情，都是以大型危机事件为起点。虽然三波行情中危机的表现形式不一，但其所带来的影响都是需求萎缩，从而带动股价达到周期底部。估值修复完成后，决定本轮周期行情中枢的，则是格局。需要强调的是，格局分为两层含义，一是航司在其核心枢纽的竞争格局，二是全行业的竞争格局。从欧洲三大航的实践来看，航司对于其核心枢纽的垄断程度是比行业集中度明显更为重要的指标，垄断了核心枢纽和核心航线，才意味着航司获得了真正意义上的定价权。

### 风险提示：

宏观层面，面临经济大幅波动、地缘政治冲突、油价与汇率大幅波动、大规模自然灾害、新一轮疫情爆发、疫苗及相关药物研发受阻等风险。行业层面，面临政策大幅变动、行业竞争加剧、发生航空事故，或者其它类型的难以预测的风险。

|   |    |
|---|----|
| 一、业务情况：运营欧洲第一大远程宽体机队，2019年运输旅客1.18亿人次             | 8  |
| 1.1 发展历程   2011年以英国航空为主体成立，成立至今并购多家欧洲航司           | 9  |
| 1.2 集团架构   五大品牌独立运营，对低成本和全服务赛道全覆盖                 | 10 |
| 1.3 股权结构   股权较为分散，机构持仓以被动型产品为主                    | 11 |
| 1.4 业务数据   ①2011-2019年间客运量CAGR为9.61%              | 13 |
| 1.5 盈利能力   欧洲三大航最强，但服务并不领先                        | 18 |
| 二、财务情况：欧洲盈利能力最强航司，CASK欧洲全服务航司领先                   | 19 |
| 2.1 营业收入   合并后营业收入高速增长，2011-2019年期间营业收入CAGR达5.92% | 20 |
| 2.2 营收的区域分布   2019年有17%的收入来自美国                    | 21 |
| 2.3 成本   ①薪资占主要成本比重仅为27%，显著低于欧美大航                 | 22 |
| 2.4 成本   ②CASK处于欧洲三大全服务集团领先地位                     | 23 |
| 2.5 净利润   2013财年后迅速提升，2019年归母净利润达134亿人民币          | 24 |

|   |    |
|---|----|
| 三、超额收益：2011年至今7年跑赢指数，PB基本维持2X以上         | 25 |
| 3.1 总市值   市值最高达到1323亿人民币                | 26 |
| 3.2 绝对收益   自2012年底部最高反弹491.3%           | 27 |
| 3.3 超额收益   2011年以来有7年跑赢指数               | 28 |
| 3.4 估值水平   近年PE维持5X水平，PB维持2倍水平          | 29 |
| 3.5 回报率   ROIC近年维持10%左右，平均负债率维持在80%水平   | 30 |
| 四、重点问题：身处碎片化市场中，IAG为何能持续取得 $\alpha$ ？   | 31 |
| 4.1 欧洲航空市场持续碎片化，但IAG却独树一帜持续取得 $\alpha$  | 32 |
| 4.2 原因   ①对核心枢纽的垄断程度提升，同时供不应求使枢纽价值也不断抬升 | 35 |
| 4.3 原因   ②削减劣势短途航线，聚焦优势长途航线             | 38 |
| 4.4 原因   ③ 08年后英国持续降低所得税率，助力IAG利润率回升    | 40 |
| 五、投资逻辑：危机决定周期起点，格局决定周期中枢                | 41 |
| 5.1 2000年以来的三波大周期行情回顾                   | 42 |
| 5.2 结论：危机决定周期起点，格局决定周期中枢                | 45 |
| 附录                                      | 46 |

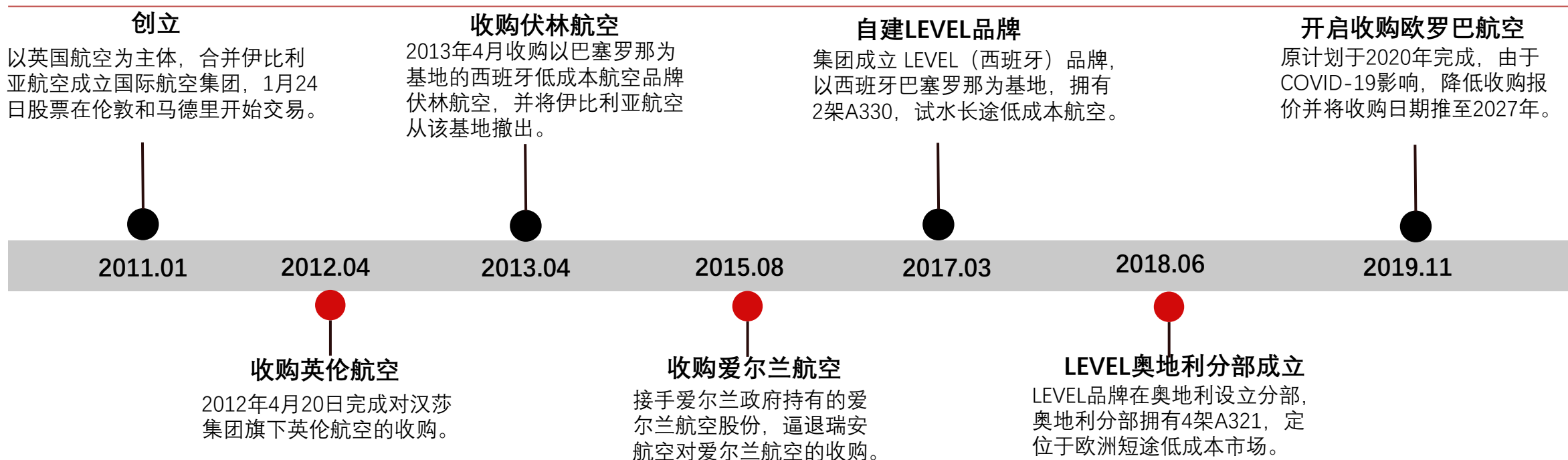
## 一、业务情况：运营欧洲第一大宽体机队，2019年运输旅客1.18亿人次



## 1.1 发展历程 | 2011年以英国航空为主体成立，至今已并购多家欧洲航司

- 2011年1月，同属于寰宇一家航空联盟的英国航空与西班牙伊比利亚航空宣布以英航为主体，以“打造具有国际领先地位的航空集团”为愿景，在维持品牌独立运营权的前提下合并创立国际航空集团（International Airlines Group，简称IAG）。

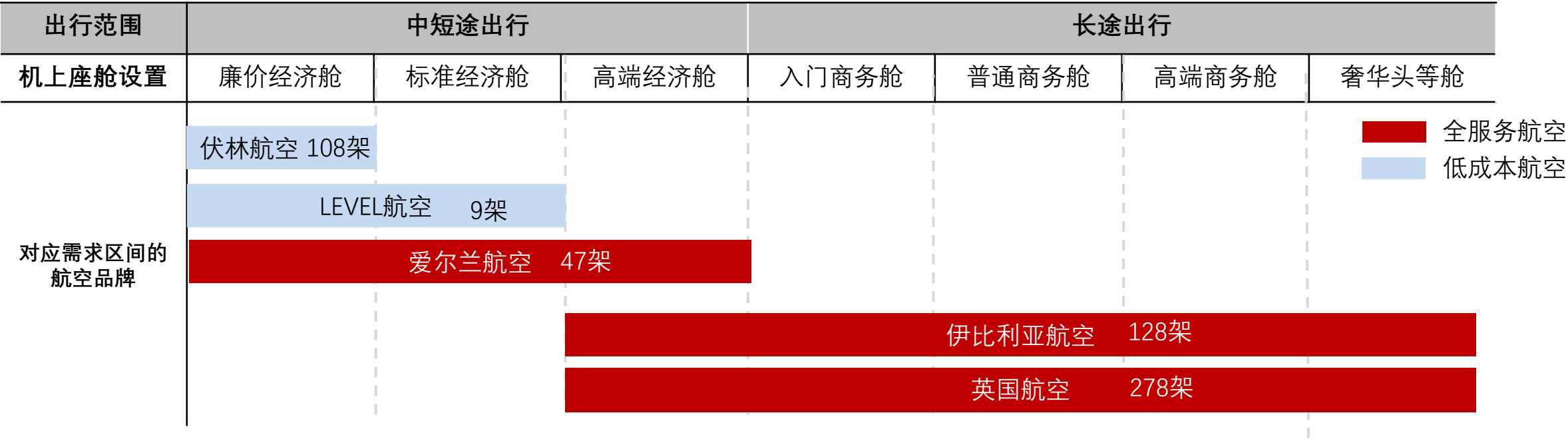
图表1:国际航空集团发展历程



1.2 集团架构 | 五大品牌独立运营，对低成本与全服务赛道全覆盖

- 国际航空集团当前拥有5大航空品牌：付林航空、LEVEL航空、爱尔兰航空、伊比利亚航空、英国航空，实现了全服务航空、低成本航空等领域的全赛道覆盖。其中付林航空和LEVEL航空定位于区域出行需求，以低成本模式运行，票价较低；伊比利亚航空和英国航空则作为载旗航司定位全球市场，票价较高；爱尔兰航空则是定位于跨大西洋区域市场，是以最优成本运营的全服务航司。

图表2:国际航空集团架构与品牌定位



### 1.3 股权结构 | 股权较为分散，机构持仓以被动型产品为主

- 国际航空集团股权较为分散，前十大股东以机构投资者为主。卡塔尔航空2015年为了实现自身的“西进战略”而参股IAG，成为第一大股东，截至2020Q3持股IAG比例达25.12%。
- 由于以机构投资者持股为主，欧洲三大航前十大股东有较高重合度，但机构持仓以被动型产品为主。

图表3: 汉莎集团主要持股股东

| 股东名称                         | 持股比例   |
|------------------------------|--------|
| 德意志联邦共和国                     | 20.05% |
| KB HOLDINGS                  | 12.42% |
| 挪威中央银行                       | 2.30%  |
| LANSDOWNE PARTNERS UK LLP    | 2.29%  |
| 贝莱德                          | 2.25%  |
| 法国农业信贷银行集团                   | 2.23%  |
| 先锋集团                         | 1.42%  |
| DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP | 1.12%  |
| ALKEN ASSET MANAGEMENT LTD   | 0.41%  |
| ZA FUND MANAGEMENT SA        | 0.32%  |
| 前十大股东合计                      | 44.91% |

图表4: 国际航空集团主要持股股东

| 股东名称                         | 持股比例   |
|------------------------------|--------|
| 卡塔尔航空                        | 25.12% |
| LANSDOWNE PARTNERS UK LLP    | 2.90%  |
| 景顺有限公司                       | 2.11%  |
| 法国兴业银行                       | 2.05%  |
| 摩根士丹利                        | 2.00%  |
| 富兰克林资源                       | 1.44%  |
| 贝莱德                          | 1.22%  |
| 德意志银行                        | 1.20%  |
| 先锋集团                         | 1.17%  |
| ALLAN & GILL GRAY FOUNDATION | 1.10%  |
| 前十大股东合计                      | 40.31% |

图表5: 法荷航主要持股股东

| 股东名称                            | 持股比例   |
|---------------------------------|--------|
| 法兰西共和国                          | 14.29% |
| 荷兰王国                            | 14.00% |
| 中国东航集团                          | 8.76%  |
| 达美航空                            | 8.76%  |
| DONALD SMITH & CO INC           | 4.98%  |
| CAUSEWAY CAPITAL MANAGEMENT LLC | 4.96%  |
| 挪威中央银行                          | 1.66%  |
| 先锋集团                            | 1.25%  |
| DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP    | 0.90%  |
| 贝莱德                             | 0.60%  |

1.3 股权结构 | 股权较为分散，机构持仓以被动型产品为主

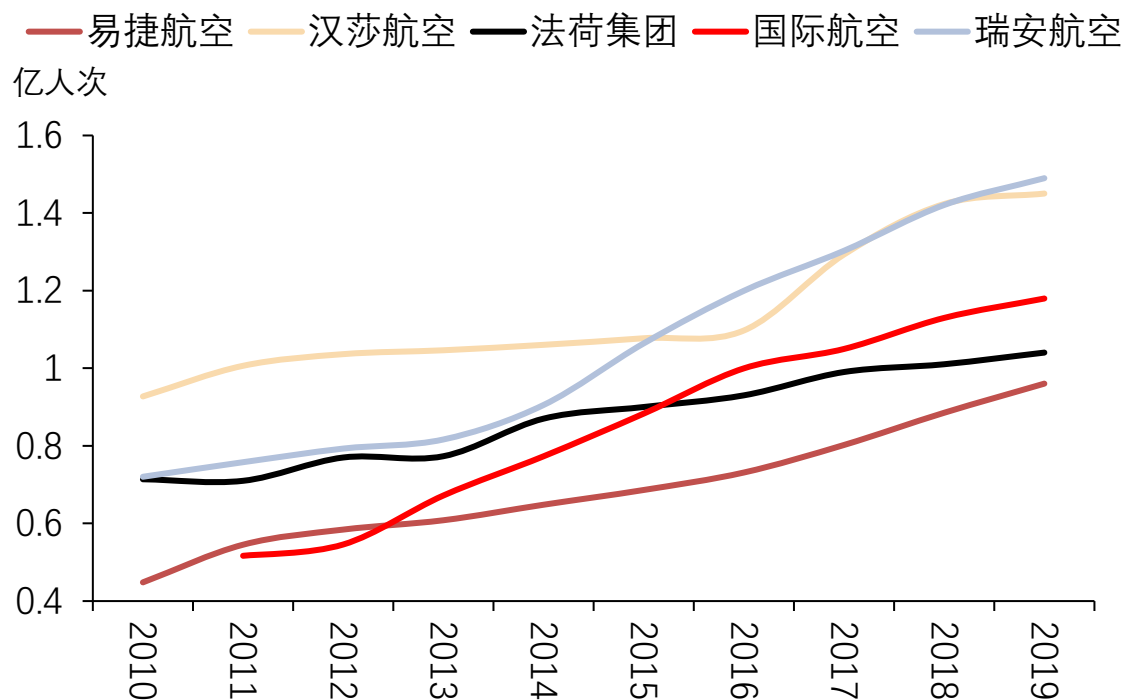
图表6:欧洲三大航空集团的主要机构持仓产品均为被动型产品

| 机构客户                         | 汉莎集团  | 国际航空集团                                     | 法荷航空集团                                     |
|------------------------------|---|--|--|
| 贝莱德                          | iShares安硕核心DAX UCTIS ETF DE                   | iShares安硕英国股利UCITS ETF英镑（分配）               | iShares安硕MSCI EAFE小盘股ETF                   |
|                              | iShares安硕DivDAX DE                            | iShares安硕核心MSCI全球UCITS ETF美元(累计)           | iShares安硕核心MSCI EAFE ETF                   |
|                              | iShares安硕斯托克欧洲600 UCITS ETF DE                | iShares安硕核心MSCI欧洲UCITS ETF                 | iShares安硕核心MSCI全部国际股票ETF                   |
| 先锋集团                         | 领航整体国际股票指数基金                                  | 领航整体国际股票指数基金                               | 领航整体国际股票指数基金                               |
|                              | 领航发达市场指数基金                                    | 领航发达市场指数基金                                 | 领航发达市场指数基金                                 |
|                              | 领航富时全球（除美国）指数基金                               | 领航富时全球（除美国）指数基金                            | 领航富时全球（除美国）指数基金                            |
| 挪威中央银行                       | NORGES BANK GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL    | NORGES BANK GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL | NORGES BANK GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL |
| DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP | DFA INTERNATIONAL VALUE PORTFOLIO III         | DFA国际核心股权投资组合                              | DFA国际核心股权投资组合                              |
|                              | DFA国际核心股权投资组合                                 | DFA LARGE CAP INTERNATIONAL PORTFOLIO      | DFA CONTINENTAL SMALL COMPANY PORTFOLIO    |
|                              | DFA TAX-MANAGED INTERNATIONAL VALUE PORTFOLIO | DIMENSIONAL GLOBAL EQUITY PORTFOLIO        | DFA国际小型公司投资组合                              |

## 1.4 业务数据 | ①2011-2019年间客运量CAGR为9.61%

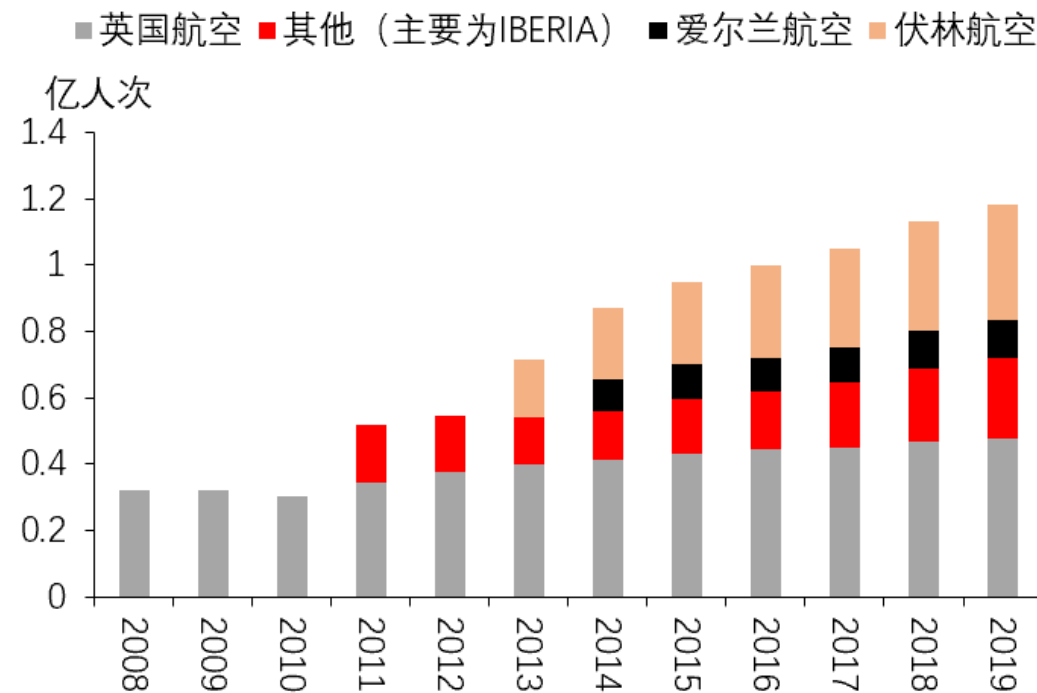
- 在2013年收购伏林航空后，集团的旅客运输量维持高速增长，2011-2019年期间复合增速达9.61%。2019年全集团旅客运输量达1.18亿人次，排名欧洲第三。旅客运输量的主要增量来自并购的伊比利亚航空和伏林航空。

图表7:2011年至今集团旅客运输量快速提升



注：2013年IAG旅客运输总量中伏林航空只计算当年3-12月

图表8：集团旅客运输量的增量主要来自伊比利亚航空和伏林航空



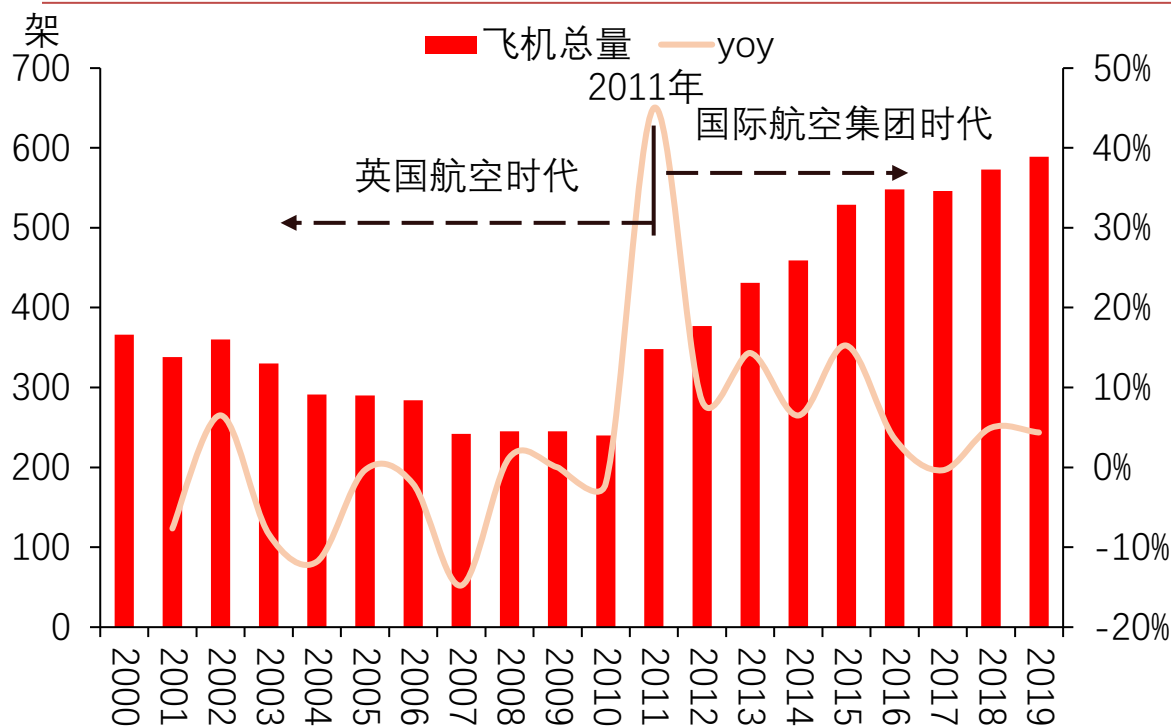
注：各品牌客运量已按照CAPA数据库进行调整



## 1.4 业务数据 | ②欧洲第一大远程宽体机队，2011-2019年期间机队数量复合增速7%

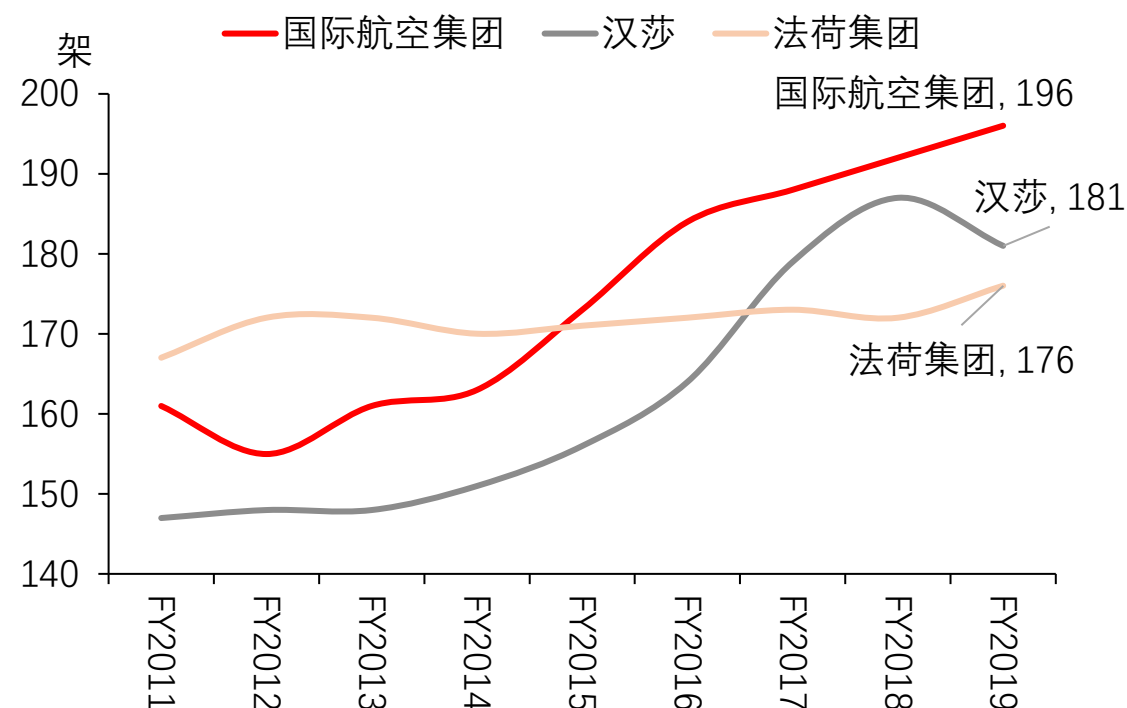
- 2011-2019年间集团机队总量快速增长，2019年共有589架飞机。集团的远程宽体机中有196架，是欧洲规模最大的远程宽体机队。

图表9:2011-2019年集团的机队数量保持高速增长



注：2011财年以前为英国航空数据，之后为国际航空集团数据

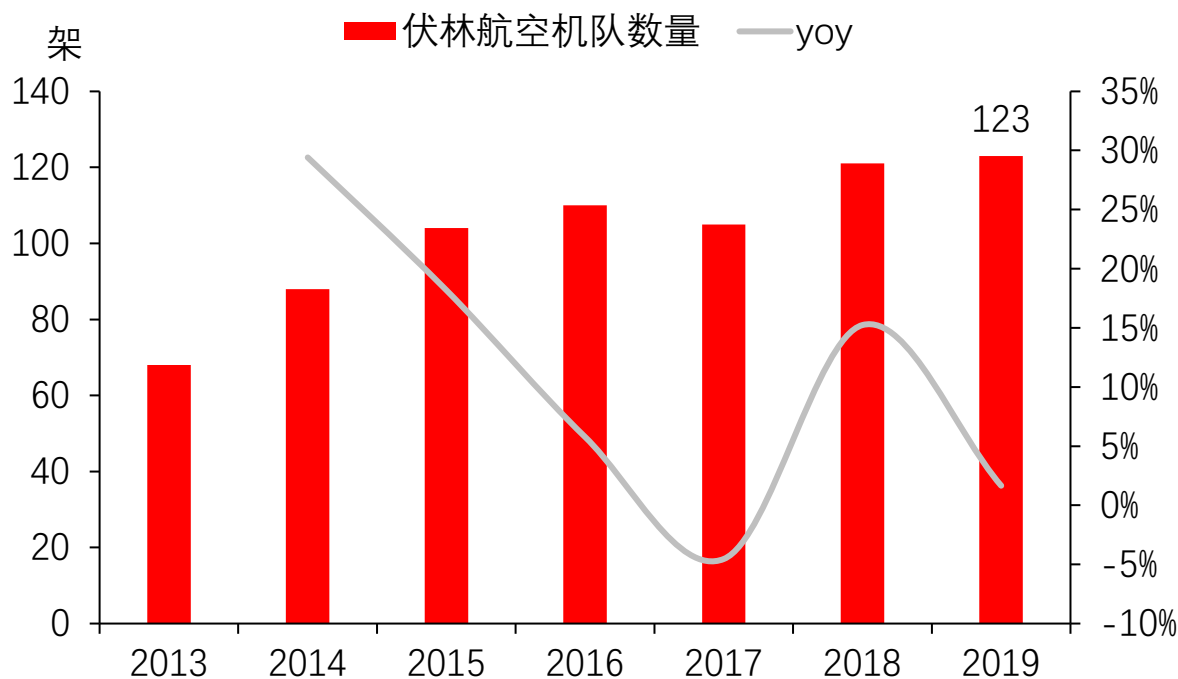
图表10：国际航空集团拥有欧洲第一大远程宽体机队



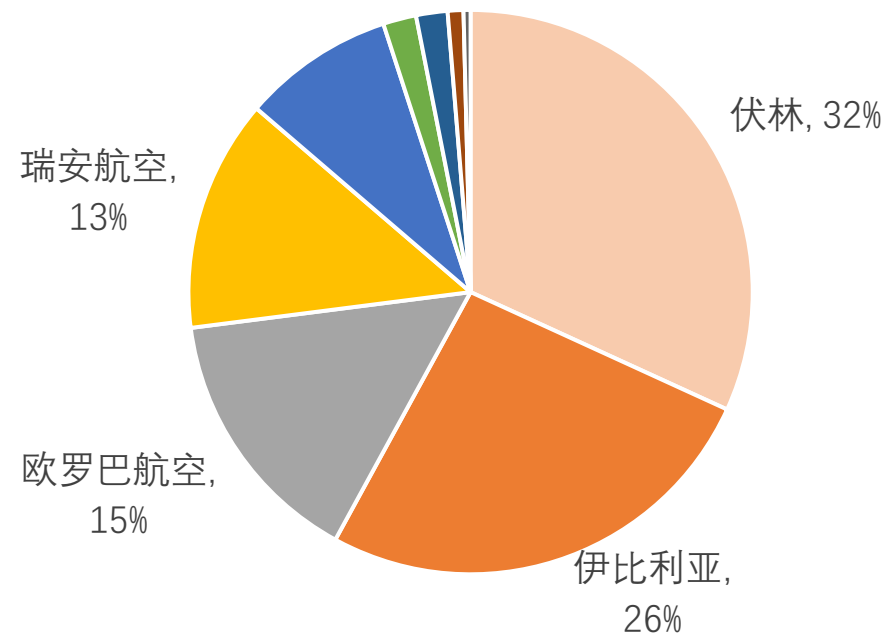
## 1.4 业务数据 | ③扶持伏林航空成为西班牙第一大航司

- 面对迅猛发展的低成本航空市场，2013年集团收购了西班牙优秀的低成本航空公司——伏林航空——来应对低成本航司的竞争。集团在保持伏林航空独立架构运营的同时，给予伏林航空充足的资源支持助力发展。2008-2019年期间，伏林航空机队数量从21架增长至123架。2018.9-2019.9伏林在西班牙内部市场上座位数占比达到32%，是西班牙第一大航司。

图表11：伏林航空2019年已经达到123架



图表12：伏林航空现为西班牙第一大航司（座位数口径，2018.09-2019.9）



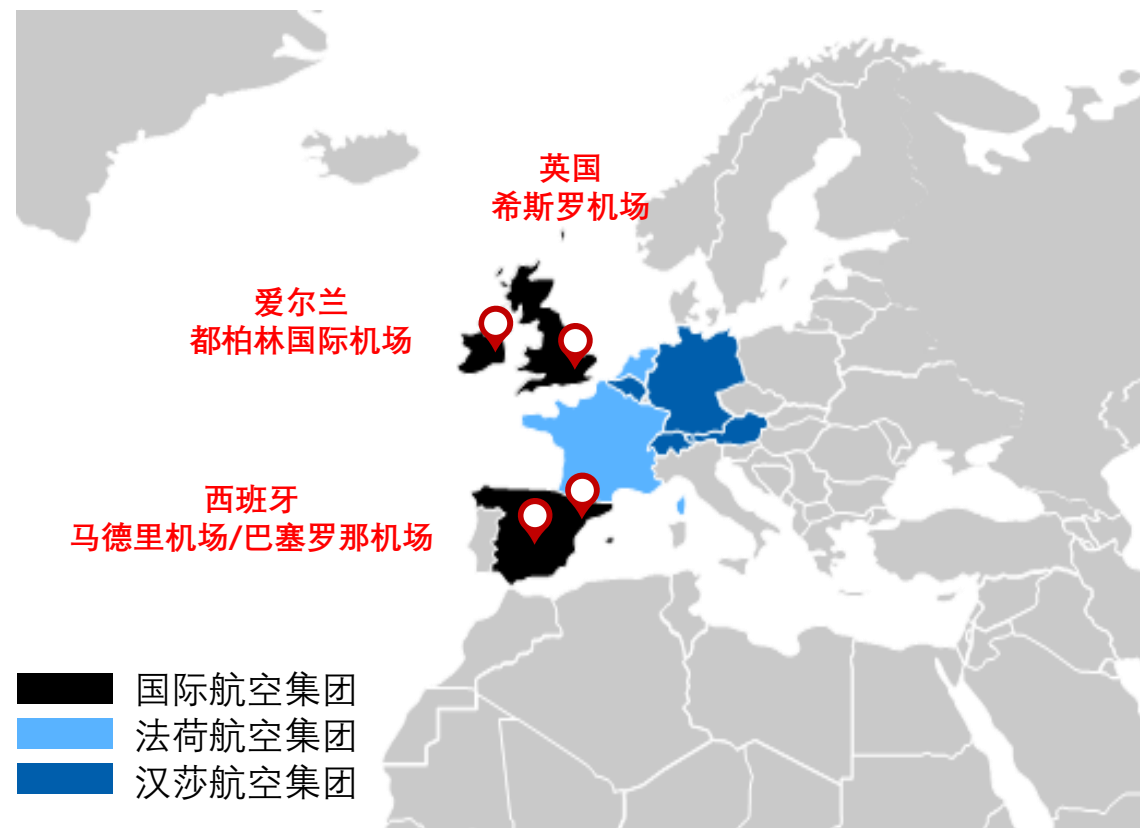
## 1.4 业务数据 | ④全球覆盖面迅速扩张，2019年通达全球279个目的地

- 通过整合、并购、联盟等方式，集团的全球网络覆盖范围持续提升。伊比利亚航空的南美国际航线、英国航空的北美国际航线、伏林航空的欧洲和北非航线网络之间形成互补，2010年英国航空自身仅能覆盖158个全球航点，而2019年全集团独立覆盖的全球航点已达279个。

图表13:国际航空集团的全球航线网络



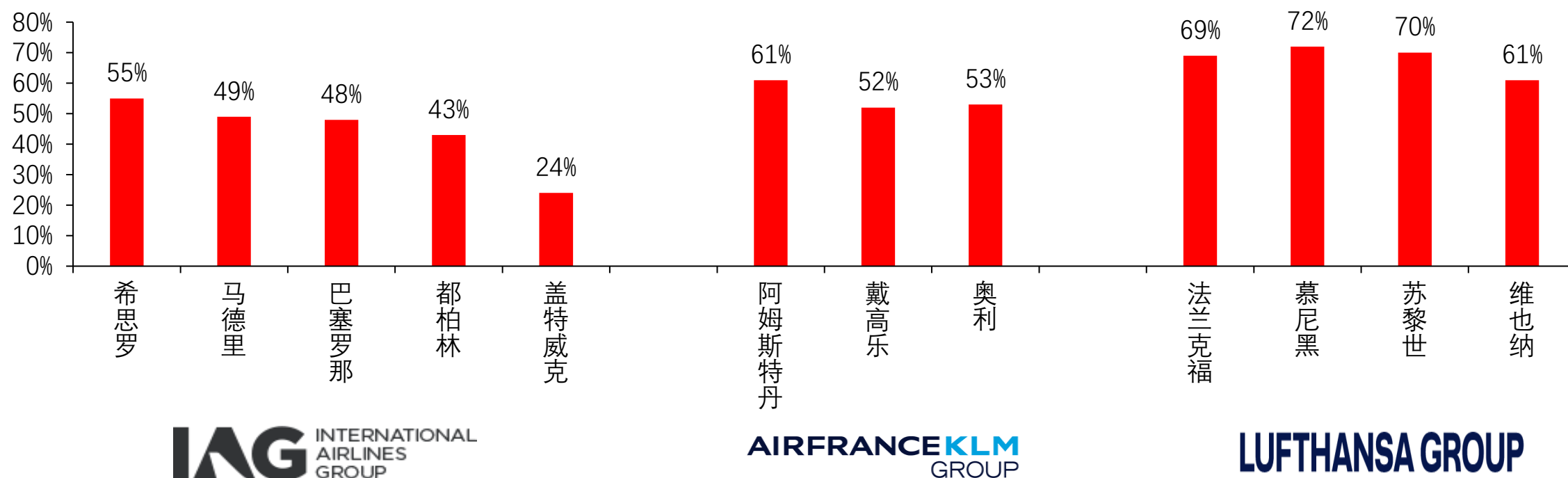
图表14:国际航空集团的主要枢纽分布



## 1.4 业务数据 | ⑤集团在英国、爱尔兰、西班牙三国共有5个枢纽

- 集团拥有伦敦希斯罗、伦敦盖特维克、西班牙马德里、西班牙巴塞罗那、爱尔兰都柏林等五个枢纽，市占率分别为55%、24%、49%、48%、43%。

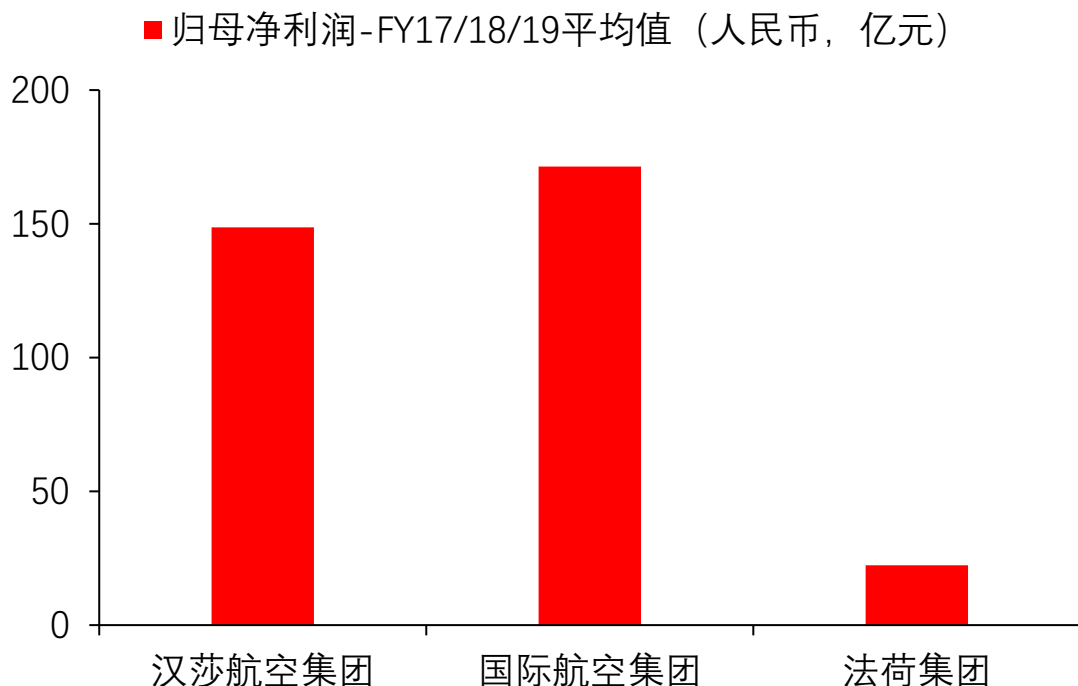
图表15：欧洲三大航在自身主要枢纽机场的市占率



## 1.5 盈利能力欧洲三大航最强，但服务并不领先

- 英航2006年曾获得国际航空运输评级组织SKYTRAX授予的“全球最佳航司”的称号，但此后持续下滑，2019年集团旗下航司排名在20名水平之后。尽管国际航空集团的净利润高于汉莎集团和法荷集团，但国际航空集团的服务水平并不领先。

图表16：国际航空集团近三年归母净利润高于汉莎集团和法荷集团



统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图表17：2019年欧洲航司在Skytrax全球排名

| 航司     | 排名 |
|--------|----|
| 汉莎航空   | 9  |
| 瑞士航空   | 13 |
| 奥地利航空  | 15 |
| 荷兰皇家航空 | 18 |
| 英国航空   | 19 |
| 法国航空   | 23 |
| 伊比利亚航空 | 26 |
| 爱尔兰航空  | 38 |
| 布鲁塞尔航空 | 79 |

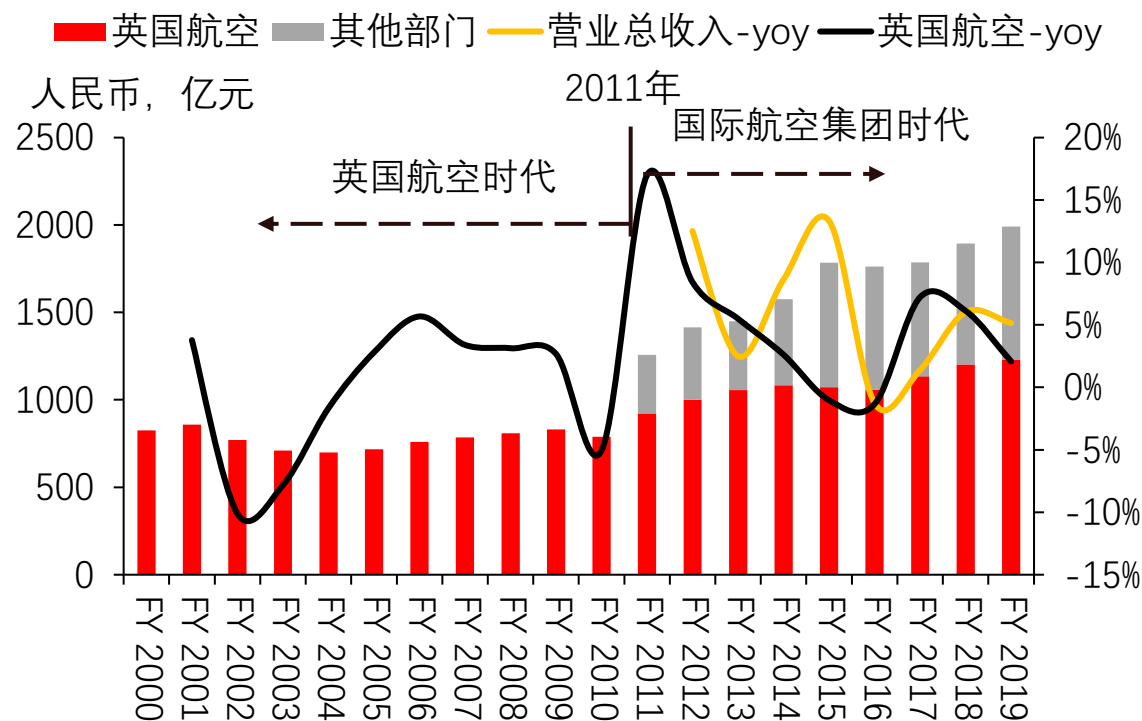


## 二、财务情况：欧洲盈利能力最强航司，CASK欧洲全服务航司领先

## 2.1 营业收入 | 合并后营业收入高速增长，2011-2019年期间营业收入CAGR达5.92%

- 2011年成立后，集团通过多次并购其他航司，旅客运输量打开瓶颈上限持续增长，营业收入持续提升。2019年集团营业收入1991亿人民币，2011-2019年期间CAGR为5.92%。

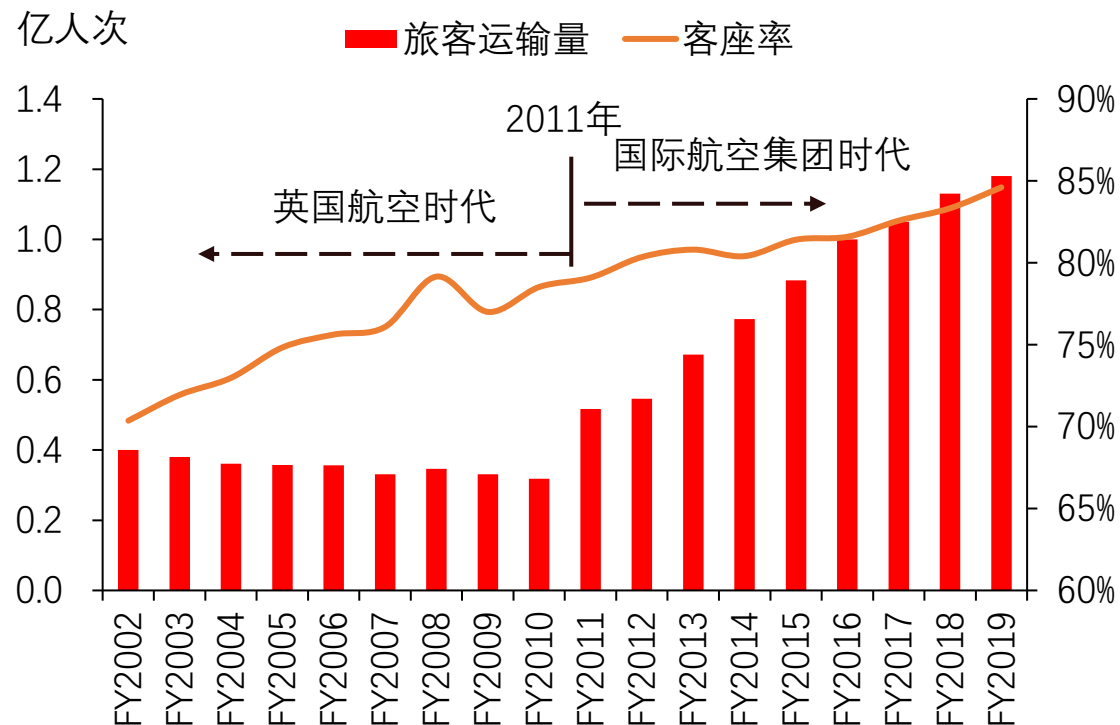
图表18：国际航空集团营业收入



统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

图表19：FY2002以来集团客座率持续提升

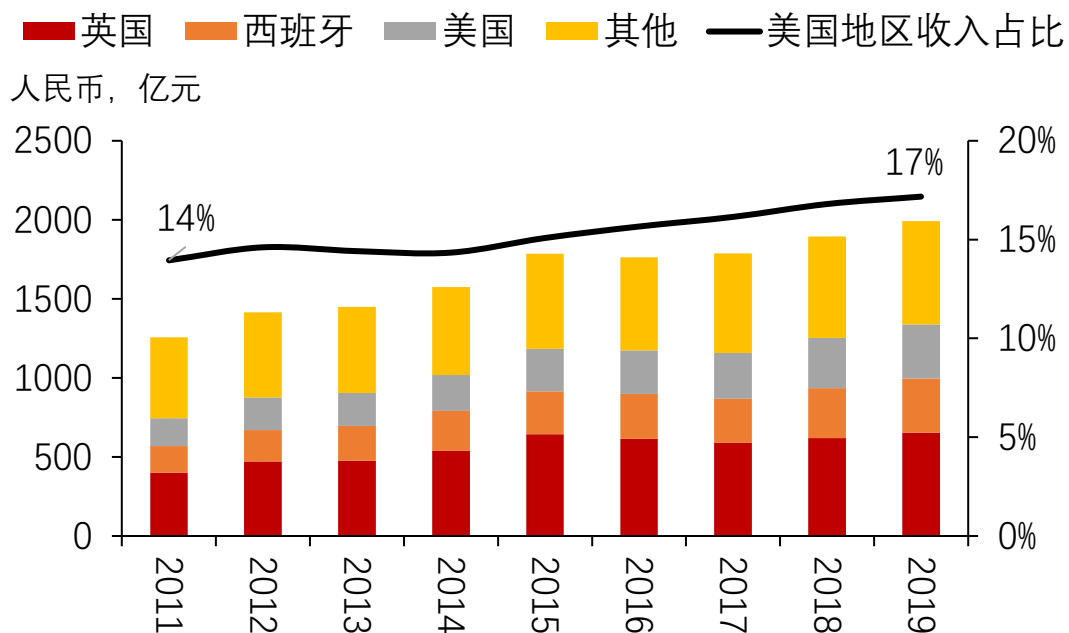


注：2011财年以前为英国航空数据，之后为国际航空集团数据

## 2.2 营收的区域分布 | 2019年有17%的收入来自美国

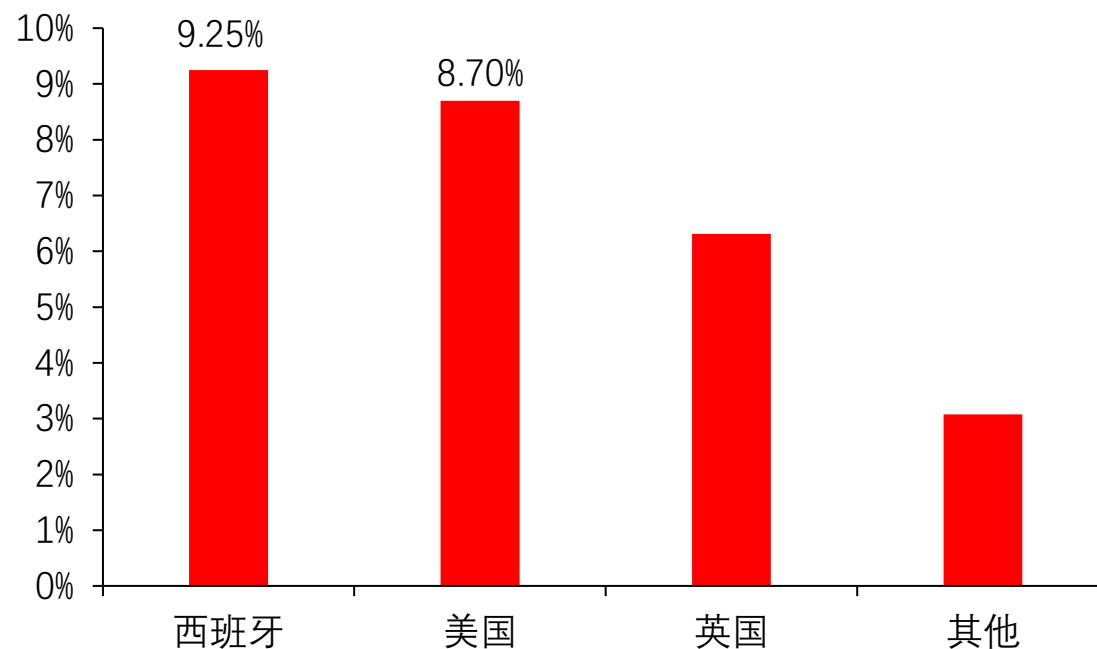
- 从营收的地区结构来看，2019年集团收入中有50%来自英国和西班牙，17%来自美国。在2011-2019年期间，来自美国和西班牙地区的营收快速增长，复合增速分别达到8.7%和9.3%，主要原因有二：①并购伊比利亚航空；②持续开发跨大西洋的长途航线。

图表20：2019年集团由17%的收入来自美国



统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1

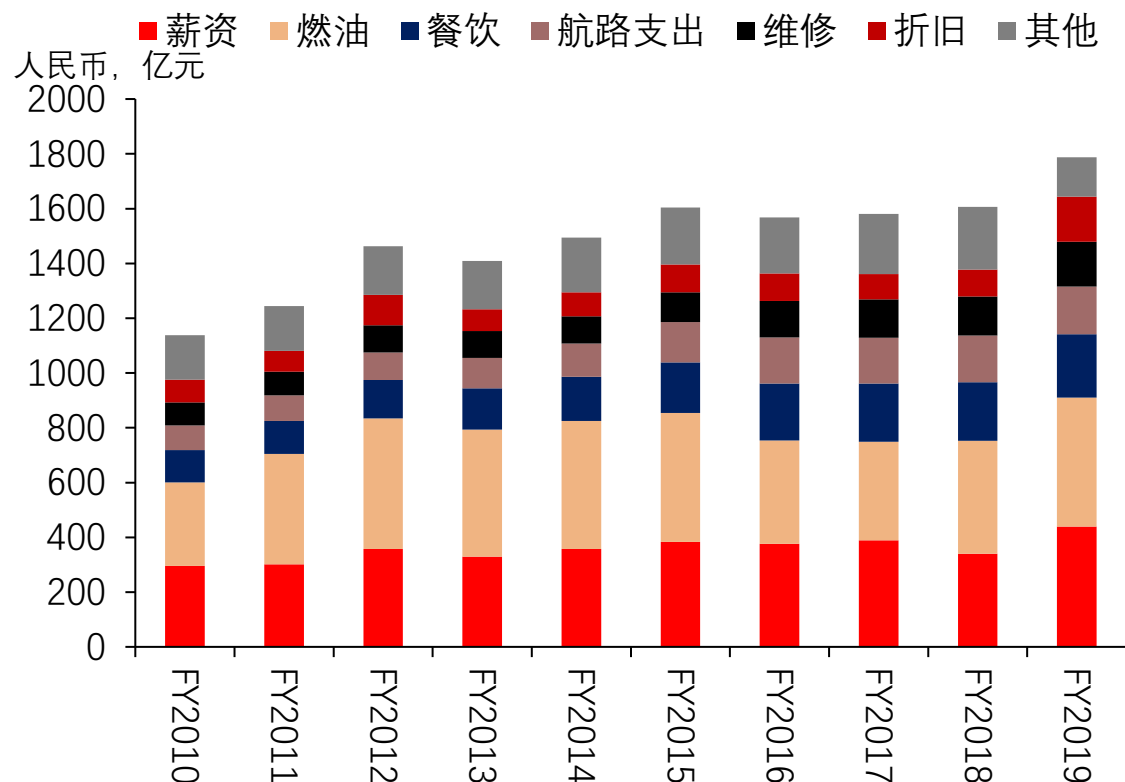
图表21：2011年至今集团在各地区的营收CAGR



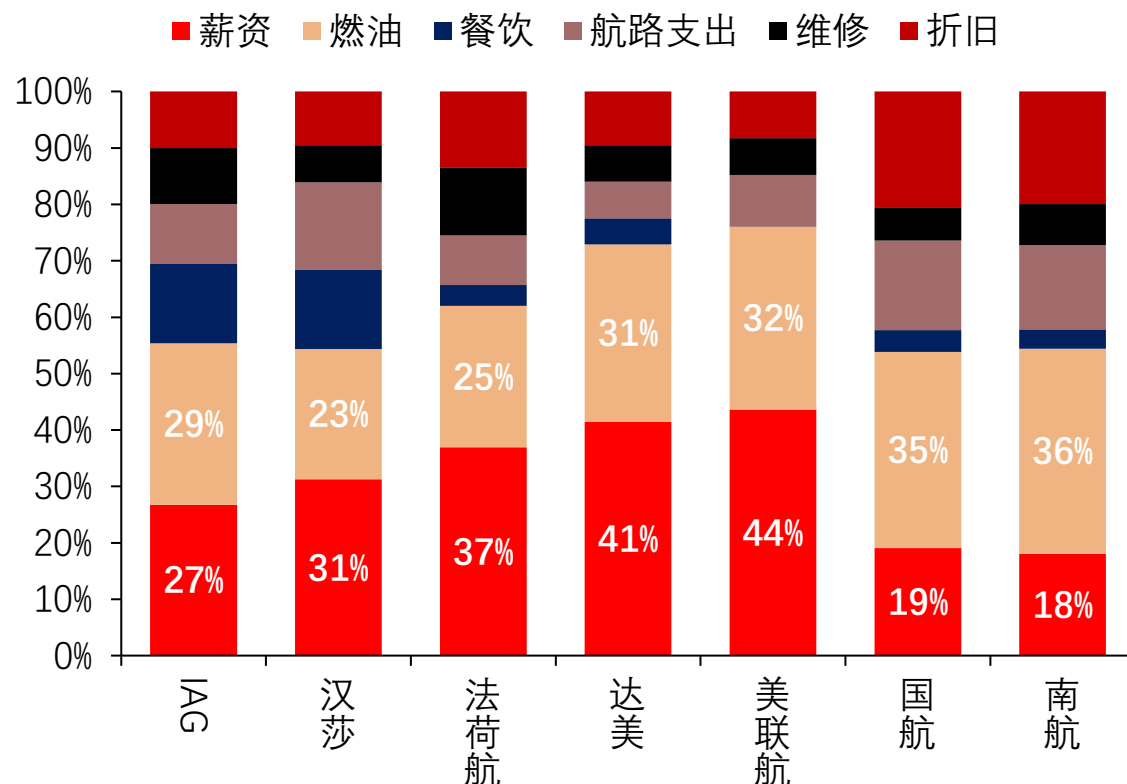
## 2.3 成本 | ①薪资占主要成本比重仅为27%，显著低于欧美大航

- 2011-2019年期间集团的营业成本缓慢上升，2011年至今营业成本CAGR为4.86%，燃油成本为集团第一大成本；2019年集团薪资成本占主要成本比重仅为27%，显著低于欧美大航；

图表22：燃油成本长期成为国际航空集团的第一大成本支出



图表23：国际航空集团的薪资成本占主要成本比重低于欧美同行(2019)

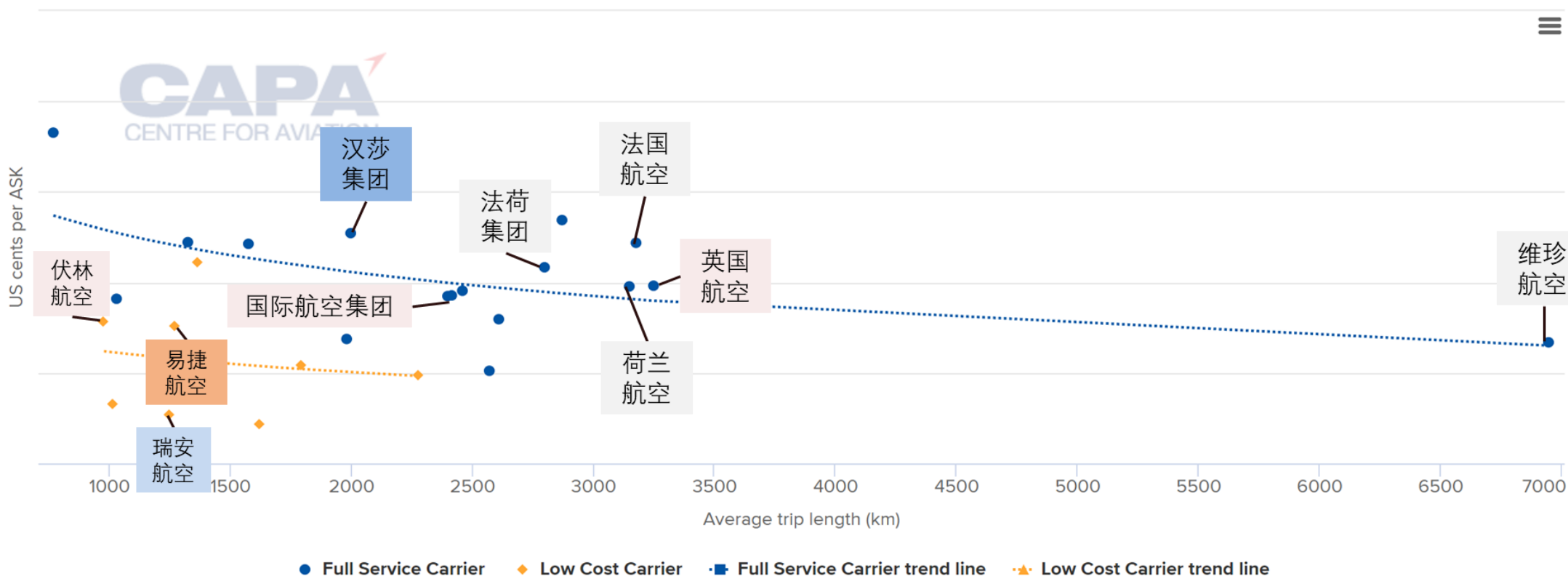


“慧博资讯”统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1  
专业的投资研究大数据分享平台

## 2.4 成本 | ②CASK处于欧洲三大全服务集团领先地位

- 根据2018年CAPA发布的全球航司CASK Index来看，国际航集团的CASK处于行业领先地位，明显低于汉莎集团和法荷集团；而集团在低成本赛道布局的伏林航空则与欧洲第二大廉航易捷处于同一水平；

图表24：国际航空集团的CASK处于行业领先地位（2018年）





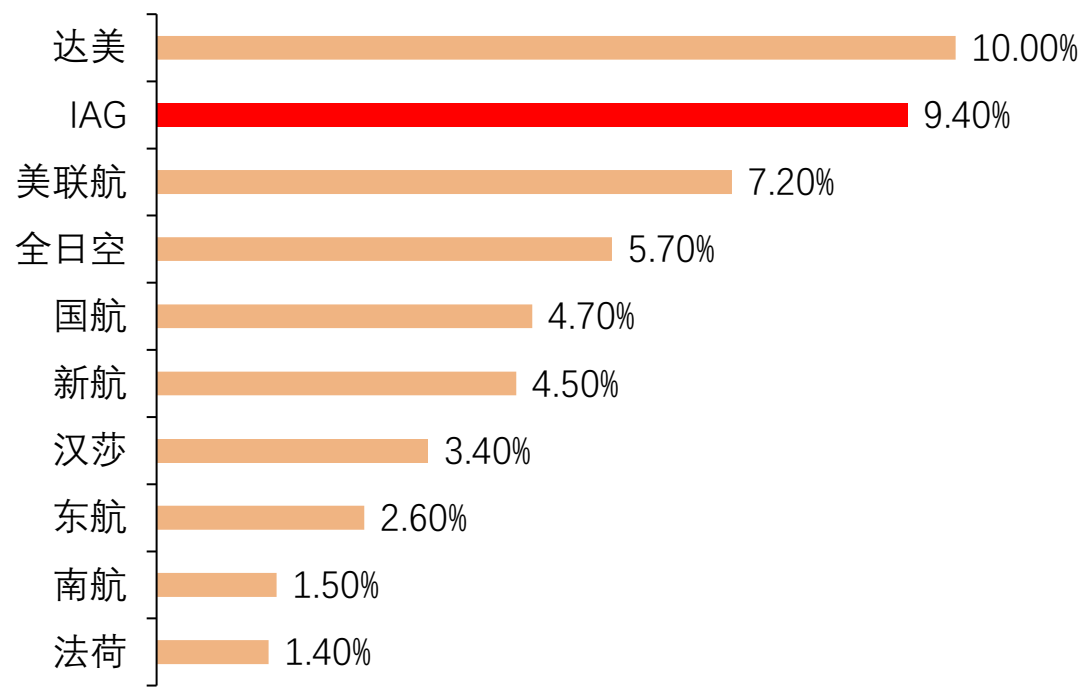
## 2.5 净利润 | 2013财年后迅速提升，2019年归母净利润达134亿人民币

- 集团净利率在2013年转正后持续增长，2018财年归母净利润最高达到约225亿元人民币。在英国政府对减免企业所得税税率的政策助力下，集团2019年的归母净利率达到6.72%，扣非前净利率处于全服务航司领先水平。

图表25：FY2013年后国际航空集团归母净利润持续增长



图表26：FY2019年国际航空集团扣非前净利率全球领先



统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1

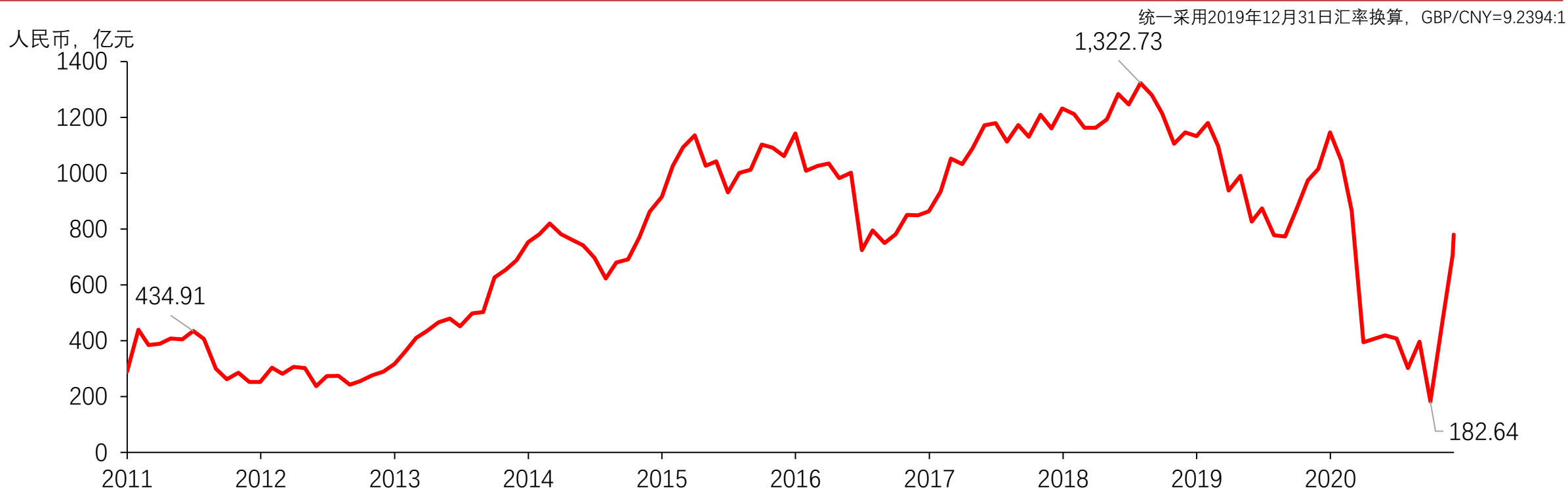
扣非前净利润包含2019财年国际航空集团由于员工薪资补偿计划出现的6.72亿欧元非经常性损益

### 三、超额收益：2011年至今7年跑赢指数，PB基本维持2X以上

### 3.1 总市值 | 市值最高达到1323亿人民币

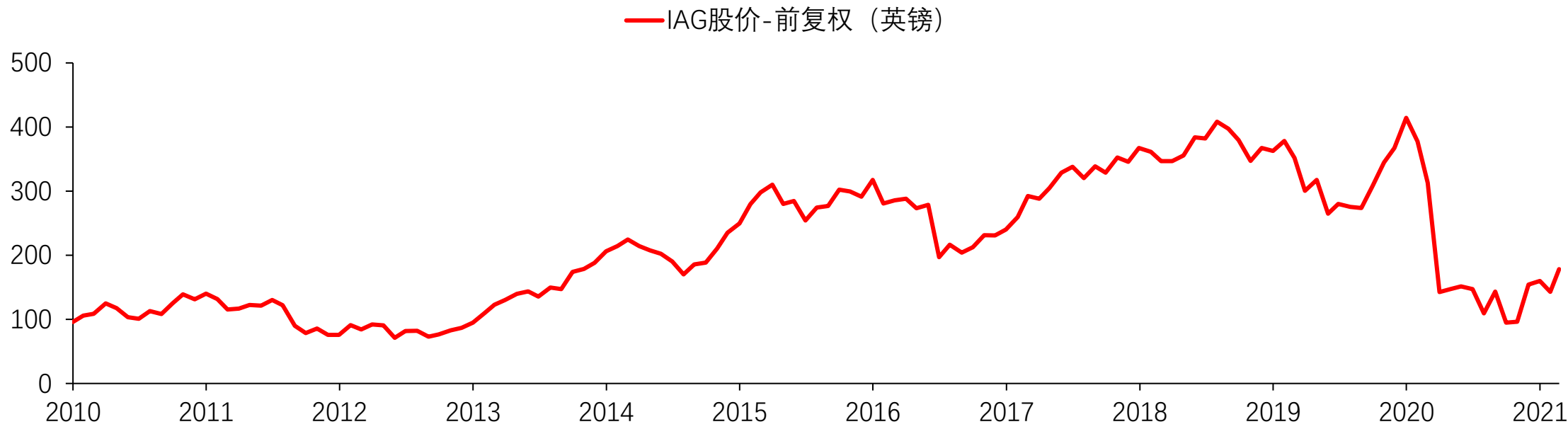
- 2011年以来集团市值屡次创历史新高，最高在2018年7月达到最高约1323亿元人民币，相当于2011年合并初期的3倍。

图表27：国际航空集团总市值最高1323亿



3.2 绝对收益 | 自2012年底部最高反弹491.3%

图表28： 公司股价自2012年底部最高反弹491.3%



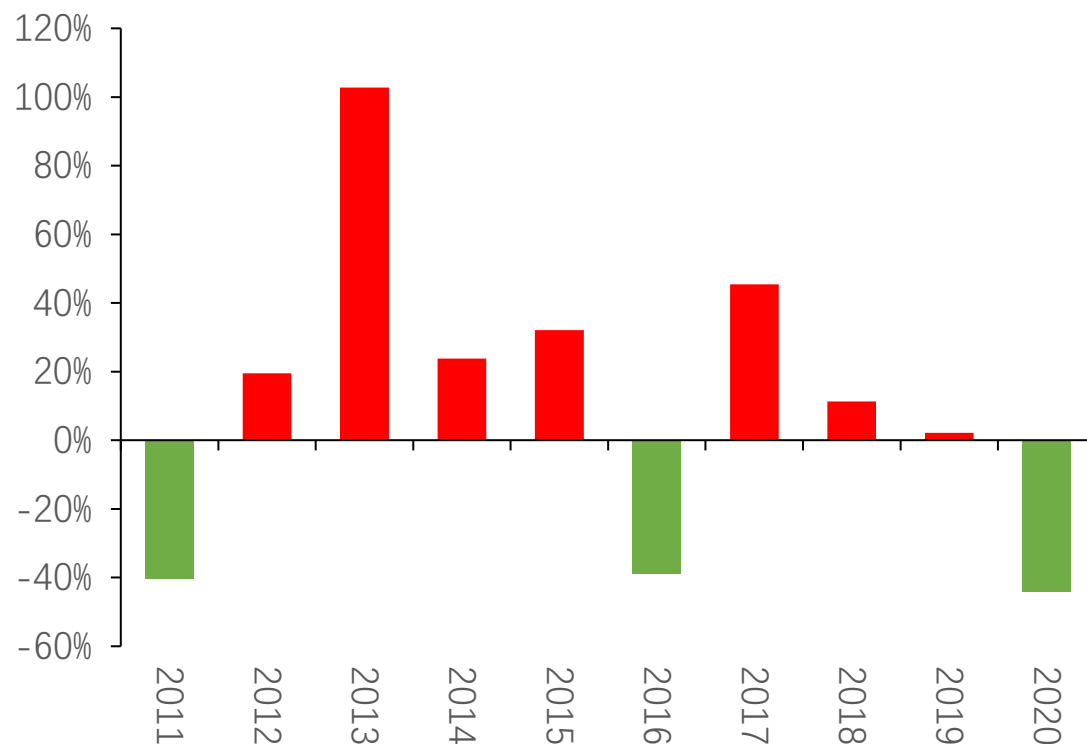
| 截至2019年12月31日 | 近10年    | 近5年    | 近3年    |
|---------------|---------|--------|--------|
| 总回报           | 328.40% | 66.57% | 71.04% |
| 年化回报          | 15.65%  | 10.73% | 19.55% |

### 3.3 超额收益 | 2011年以来有7年跑赢指数

图表29：集团累计超额收益



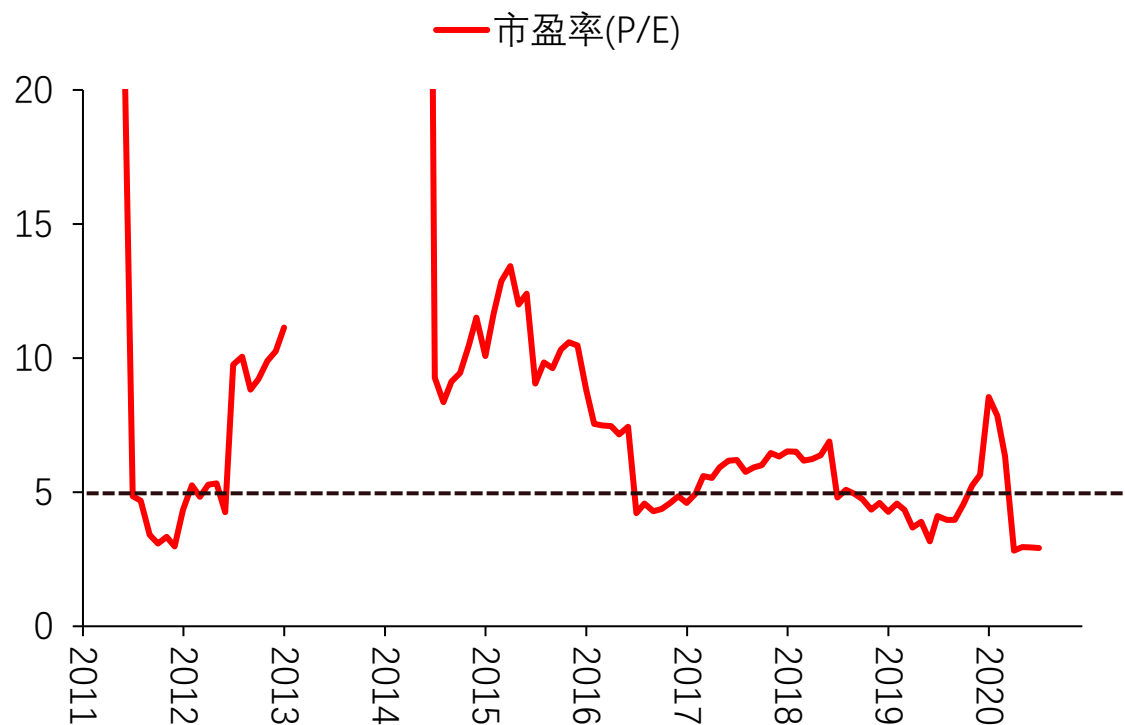
图表30：集团自2011年合并后9年间有7年跑赢富时100指数



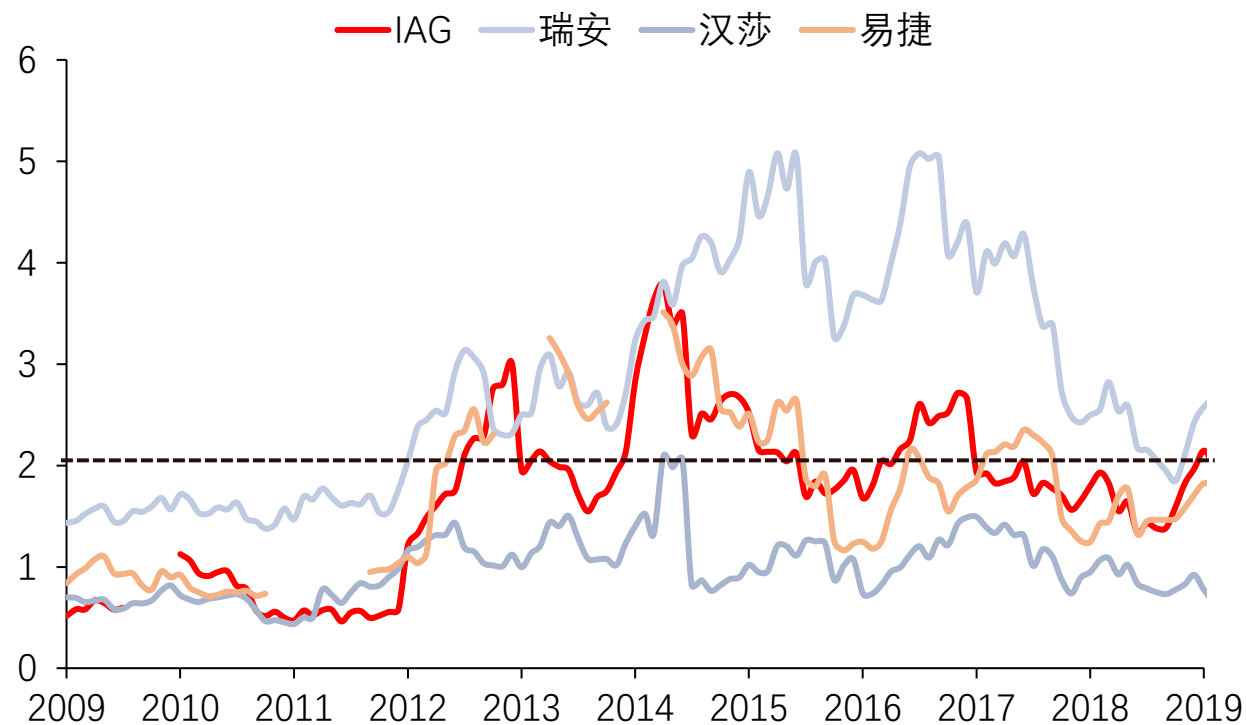


### 3.4 估值水平 | 近年PE维持5X水平，PB维持2倍水平

图表31：集团市盈率2015年后维持5X水平



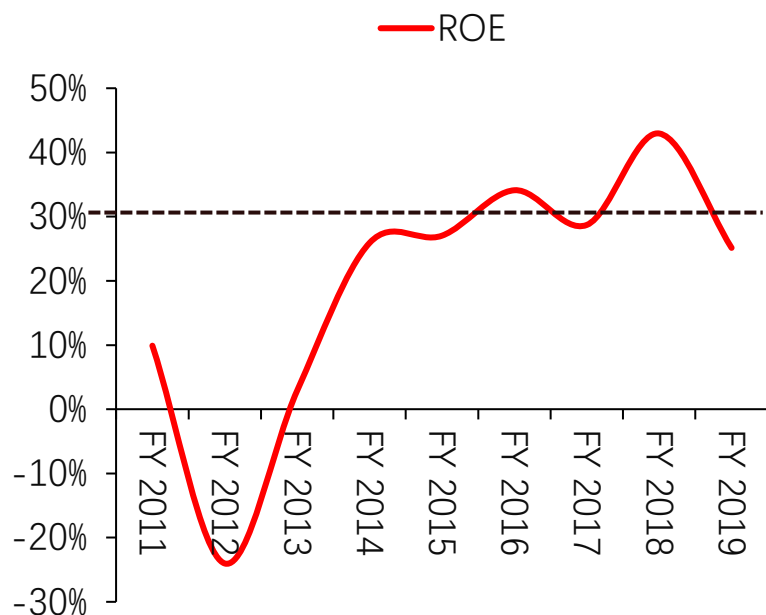
图表32：国际航空集团PB基本维持2X水平



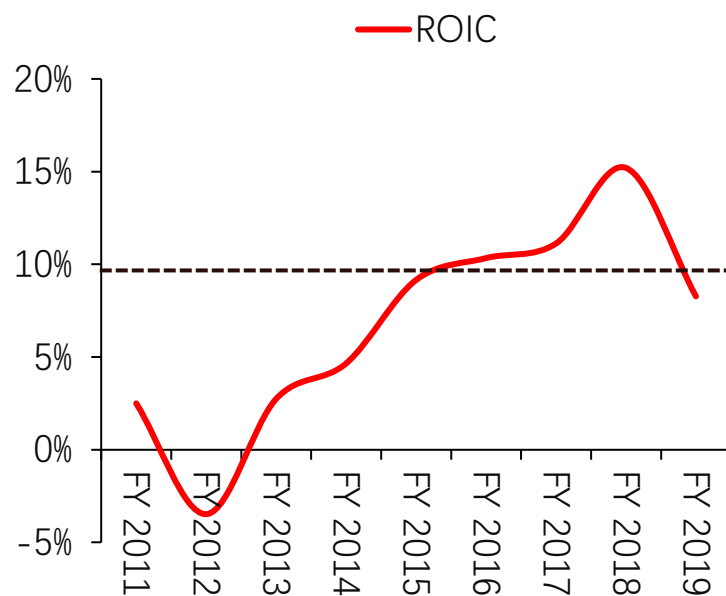
### 3.5 回报率 | ROIC近年维持10%左右，平均负债率维持在80%水平

- FY2012年以来集团投资回报水平持续提升，近年来ROE基本保持在30%左右水平，ROIC维持在10%左右。平均负债率维持在80%水平，长期维持高杠杆运行。

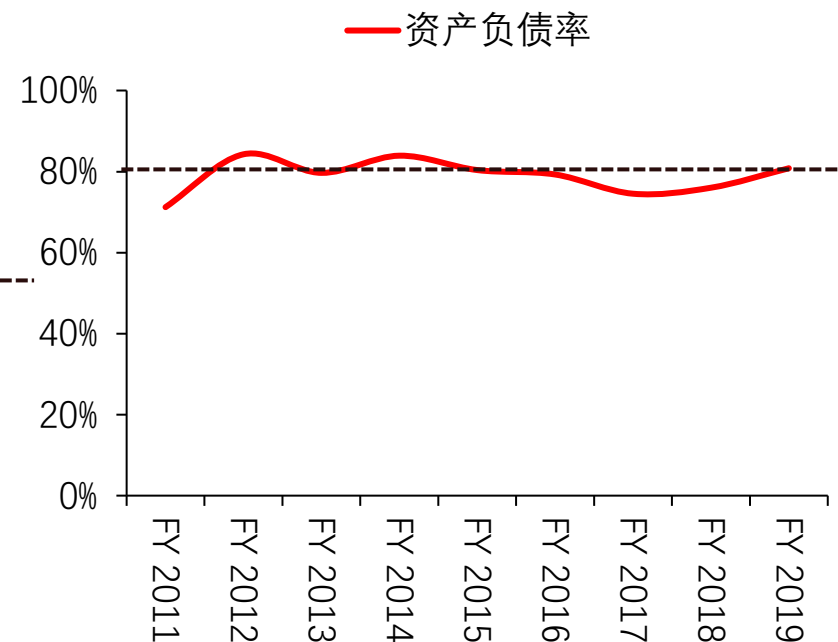
图表33：集团近年ROE保持在30%以上



图表34：集团近年ROIC保持在10%左右



图表35：集团资产负债率维持在80%水平

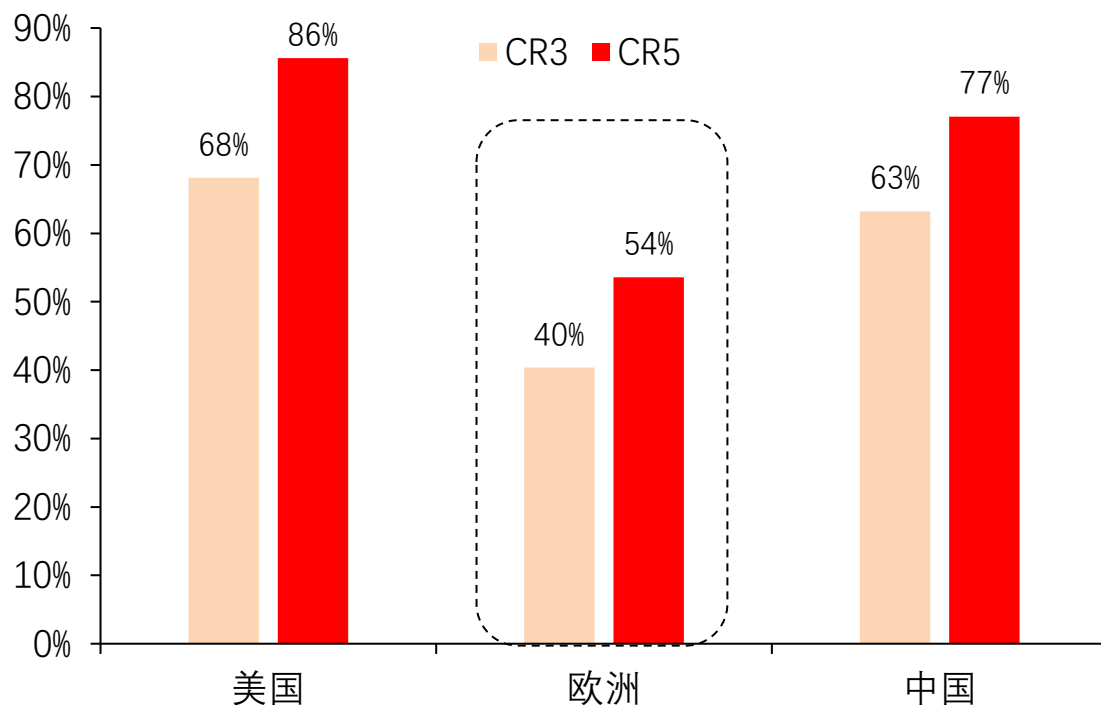


#### 四、重点问题：身处碎片化市场中，IAG为何能持续取得 $\alpha$ ？

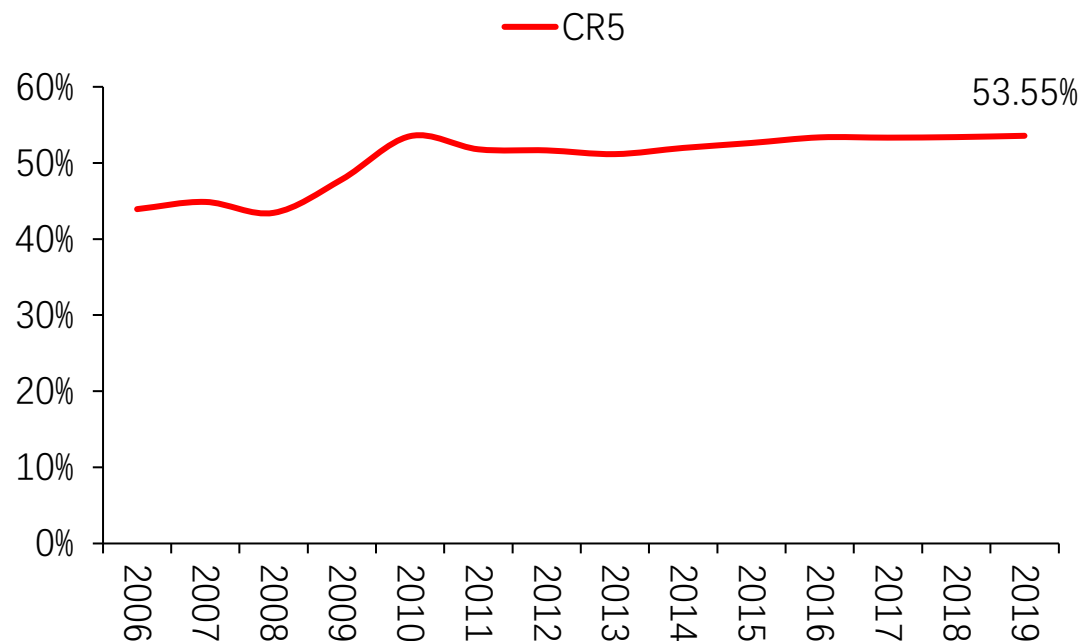
## 4.1 欧洲航空市场持续碎片化，但IAG却独树一帜持续取得 $\alpha$

- 航空业是高度同质化的行业，从全行业的发展规律来看， $\beta$ 往往远胜于 $\alpha$ ，特别对于全服务航司而言。同一个地区的全服务航司，其中一家走出独立行情的情况往往极为罕见，但国际航空集团却做到了这一点，而且是在行业格局长期碎片化的背景下实现的。

图表36：欧洲航空业市场集中度大幅低于中美（2019，RPK口径）



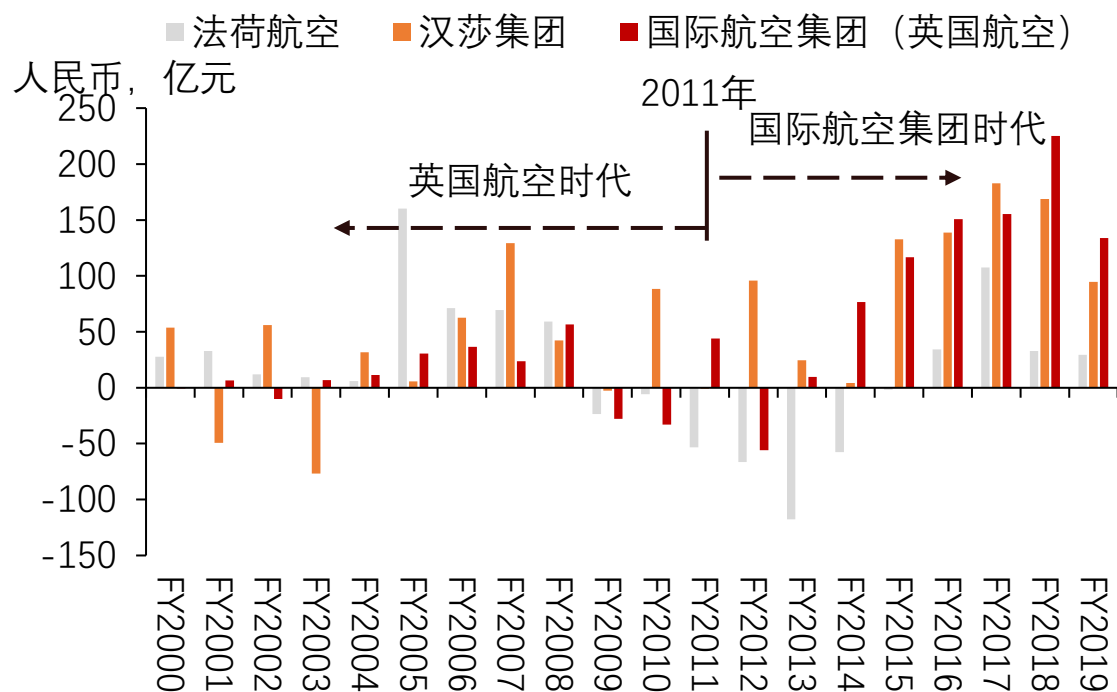
图表37：欧洲航空业市场集中度历史数据



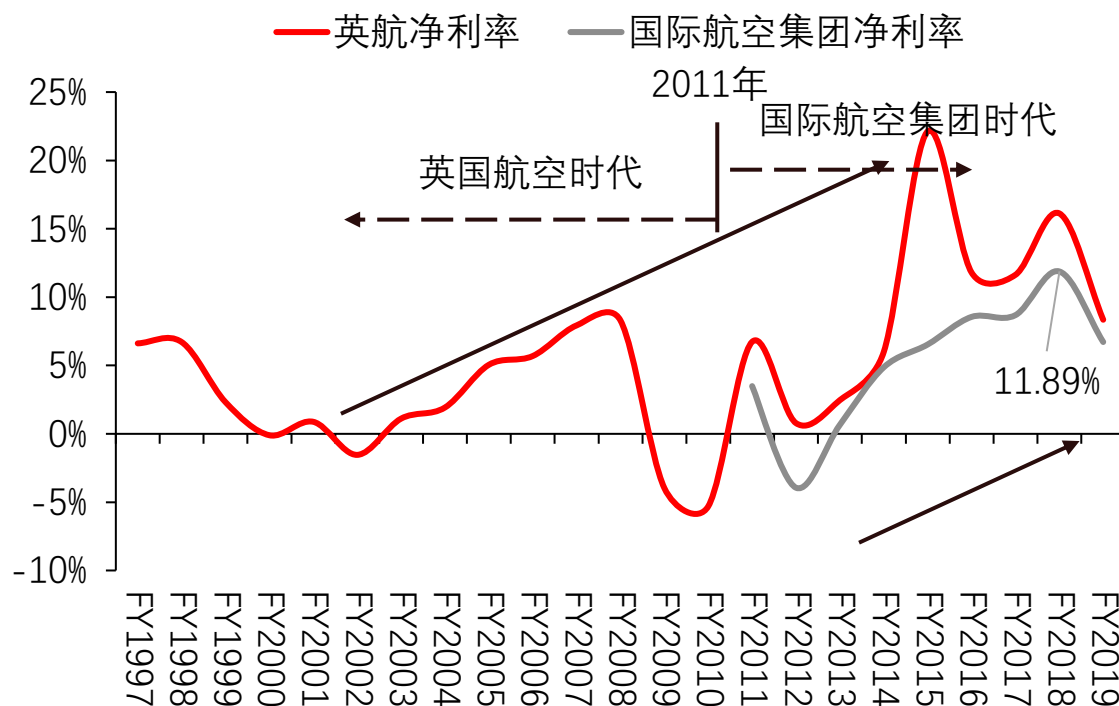
## 4.1 欧洲航空市场持续碎片化，但IAG却独树一帜持续取得 $\alpha$

- 1) 利润维度，过去20年间，国际航空集团的净利润中枢从50亿水平上移至150亿水平，规模出现大幅提升。剔除并购因素，集团的利润规模提升不仅来源于收入的增长，更主要是来源于净利率水平的持续提升。

图表38：过去约20年间，集团净利润规模出现大幅改善



图表39：2000年以来集团净利率明显提升

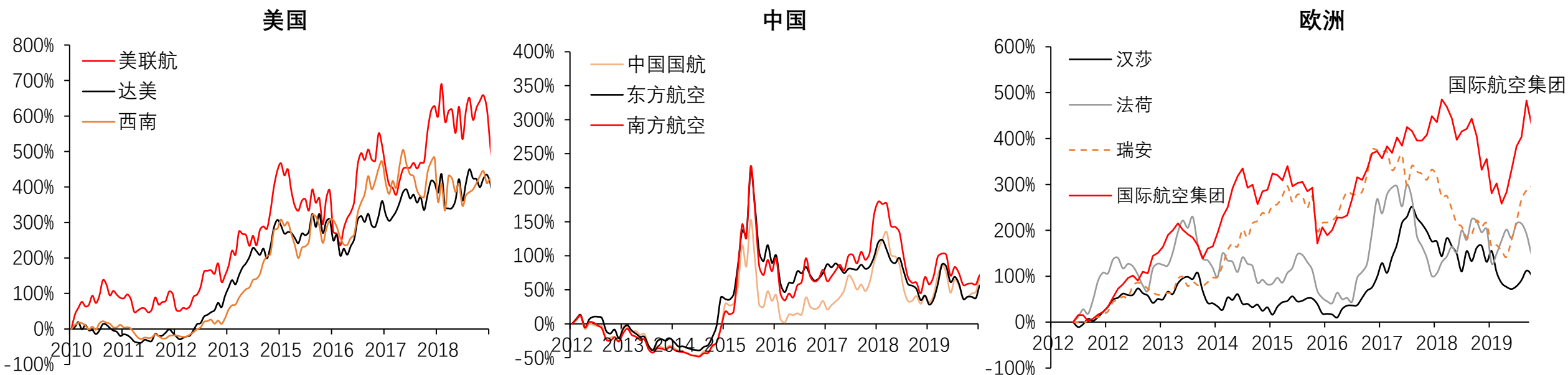


“慧博资讯”专业的研究报告数据分享平台  
注：FY2011年前的英国航空净利润数据为国际航空集团数据，数据统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1

## 4.1 欧洲航空市场持续碎片化，但IAG却独树一帜持续取得 $\alpha$

- 2) 股价维度，国际航空集团在欧洲三大航中大幅领先，2012年以来涨幅甚至超越了低成本航空龙头瑞安航空集团，实现了欧洲大型航司中的最强 $\alpha$ 。背后的原因是什么？

图表40：中美大航股价走势高度一致，欧洲三大航走势则较为分散，IAG实现显著 $\alpha$ （2010-2019）



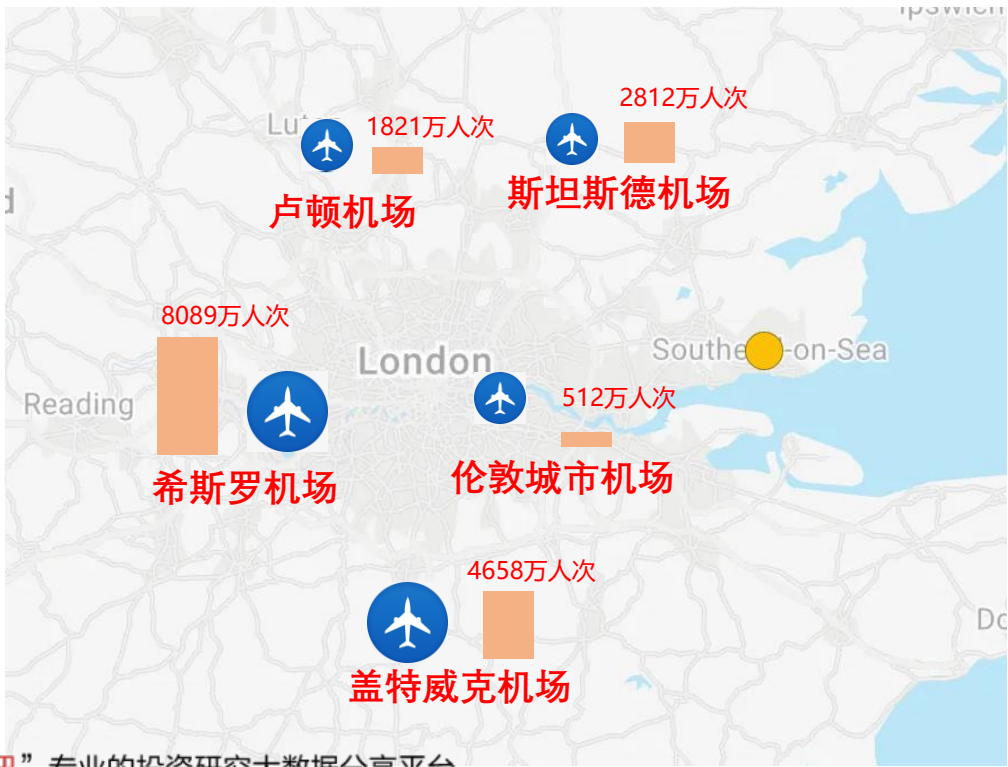


4.2 原因 | ①对核心枢纽的垄断程度提升，同时供不应求使枢纽价值也不断抬升

- 希斯罗机场是IAG的核心枢纽，与希斯罗机场相关的业务量占其总业务量的40%。伦敦地区虽有5家机场但分工相对明确，希斯罗机场地位最为重要，是伦敦乃至欧洲通达全球的门户，汇集大量公商务干线于一身，其吞吐量相当余下4家机场的总和。
- 独特的地位使希斯罗机场成为欧洲航线价值最高的机场，根据OAG所公布的数据，在2018年4月至2019年3月期间，按照航司收入排名的全球最赚钱航线TOP10中，有5条是以希斯罗机场构建的航线。

图表41：伦敦地区的5个机场区位及对应2019年旅客吞吐量

图表42：全球收入TOP10航线，以希斯罗构建的航线有5条



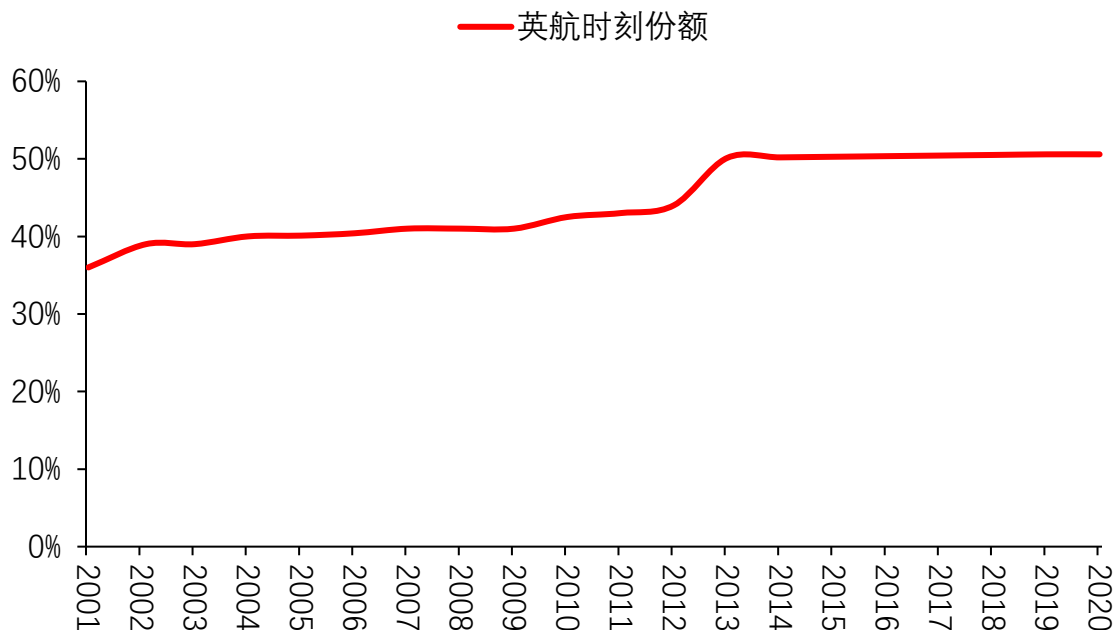
| 航线            | 航线收入<br>(亿人民币) | 单位小时收入<br>(万人民币) |
|---------------|----------------|------------------|
| 纽约肯尼迪-伦敦希斯罗   | 80.70          | 18.91            |
| 墨尔本-悉尼        | 59.95          | 16.55            |
| 伦敦希斯罗-迪拜      | 55.43          | 17.36            |
| 伦敦希斯罗-新加坡     | 51.25          | 13.07            |
| 旧金山-纽约纽瓦克     | 48.60          | 8.97             |
| 洛杉矶国际机场-纽约肯尼迪 | 46.10          | 9.12             |
| 伦敦希斯罗-多哈      | 44.49          | 14.22            |
| 香港-伦敦希斯罗      | 42.13          | 9.67             |
| 悉尼-新加坡        | 38.30          | 14.12            |
| 温哥华-多伦多       | 37.67          | 8.31             |

截取时间：2018年4月-2019年3月

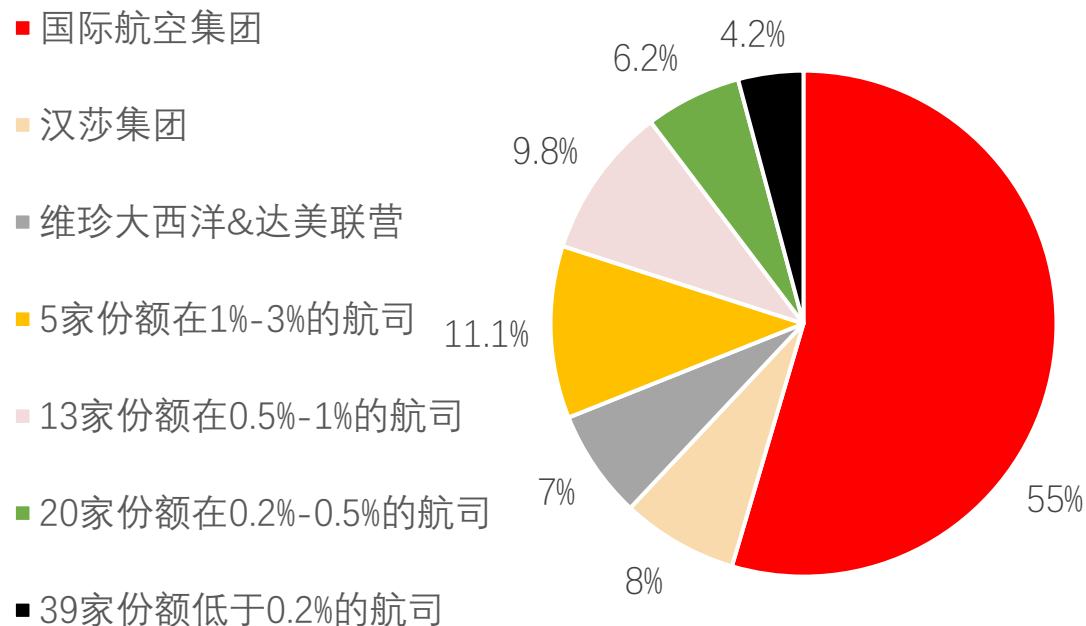
## 4.2 原因 | ①对核心枢纽的垄断程度提升，同时供不应求使枢纽价值也不断抬升

- **垄断程度方面**，IAG的前身英航在2001年时仅拥有希斯罗机场36.2%的时刻份额，但通过不断的时刻交易、直接并购等方式，2020年英航已经拥有希斯罗50.57%的时刻份额，而整个集团在希斯罗机场的运力市占率目前已经达到55%，远高于第二名的汉莎集团的8%和第三名的维珍大西洋&达美航空联营的7%。IAG 对希斯罗机场已经形成了实质上的垄断。

图表43：2020年英航在希斯罗机场的时刻市占率为50.57%



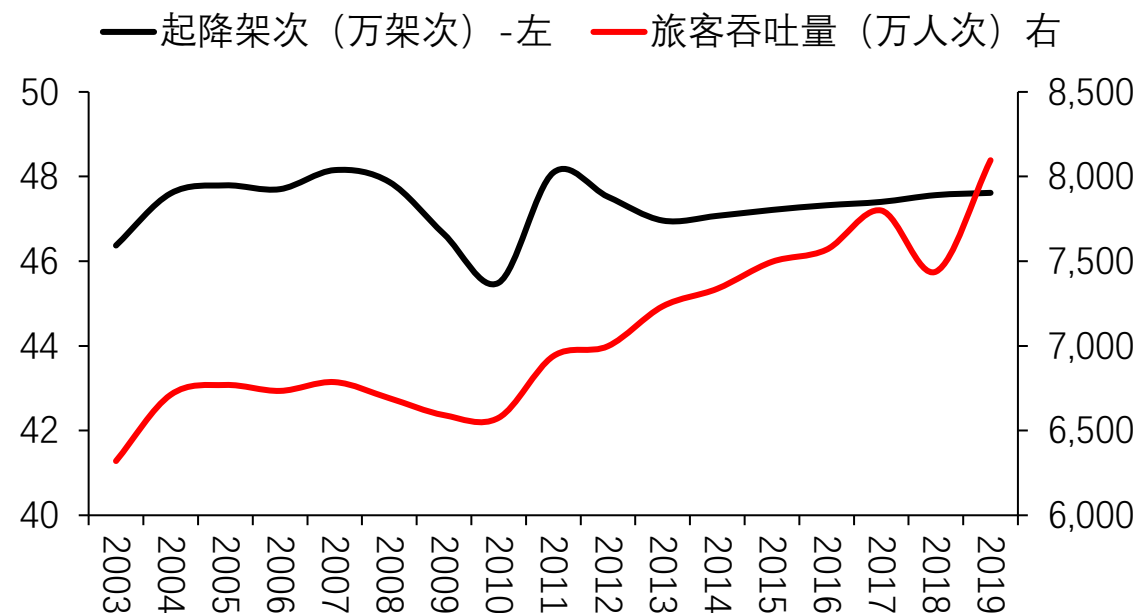
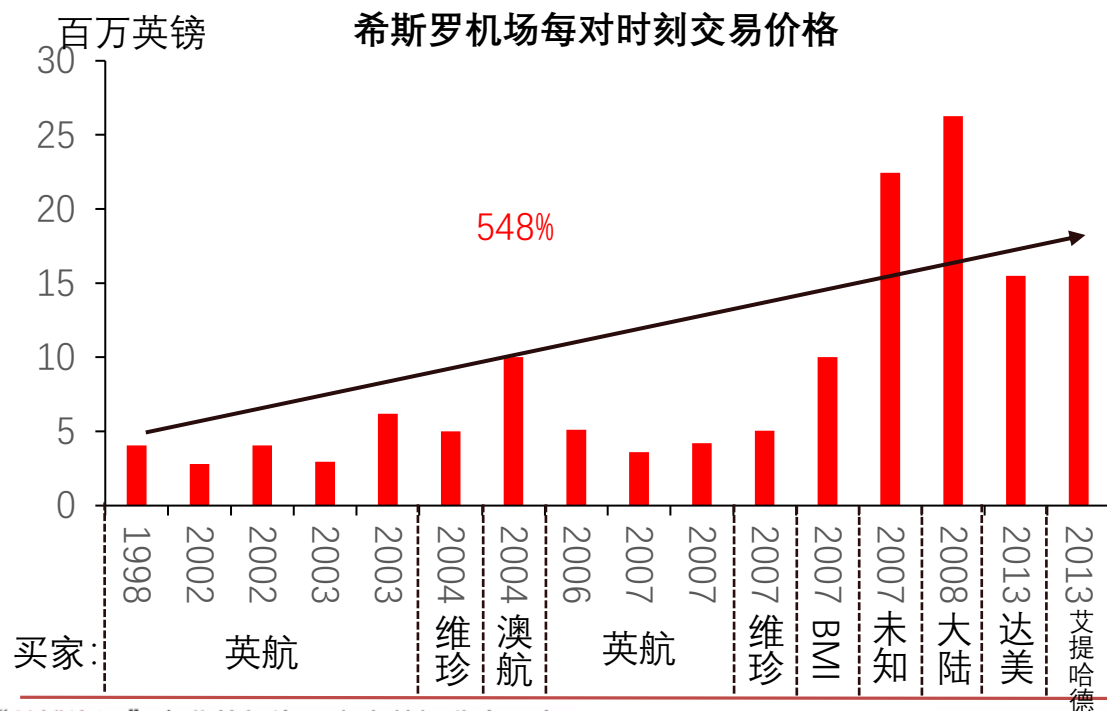
图表44：2017年IAG在希斯罗机场的运力市占率已达到55%



## 4.2 原因 | ①对核心枢纽的垄断程度提升，同时供不应求使枢纽价值也不断抬升

- **枢纽价值方面**，作为全欧洲旅客吞吐量最高的机场和世界上最繁忙机场之一，目前仅拥有两条跑道的希斯罗机场时刻资源长期供给不足。在2003-2019年的16年间，希斯罗机场的起降架次复合增速仅为0.17%，旅客运输量CAGR为1.56%，供需差持续扩大，枢纽价值不断提升。
- 1998-2008年期间，希斯罗机场每对时刻交易的合同价格涨幅提升超500%，2013年达美航空在希斯罗机场购买的时刻价格高达1500万英镑（约合1.39亿人民币）/对。

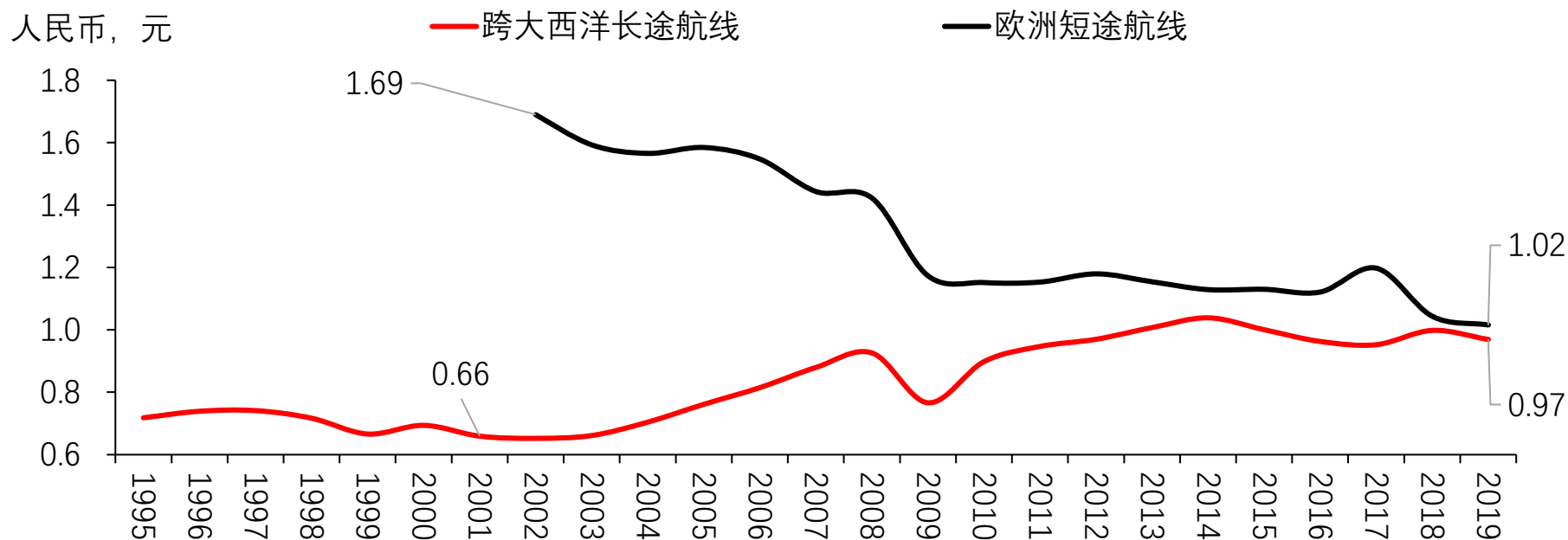
图表45： 1998-2008年希斯罗机场每对时刻的合同交易价格涨幅超500% 图表46： 近16年希斯罗机场飞机起降架次CAGR仅为0.17%，供需矛盾持续扩大



## 4.3 原因 | ②削减劣势短途航线，聚焦优势长途航线

- 在欧洲低成本浪潮的席卷下，全服务航司在长途市场和短途市场的收益走势截然相反。在低成本航司具备优势的短途航线上，欧洲全服务航司收益水平持续下行。而在自身具备优势的长途航线上，欧洲全服务航司的收益水平则在长周期内持续提升。汉莎航空的数据显示，其欧洲短途航线的RRPK从2001年的1.69元人民币下降至2019年的1.02元人民币，降幅接近40%。而根据MIT的数据显示，在跨大西洋的长途航线上RRPK从2001年的0.66元人民币提升至2019年的0.97元人民币，涨幅达47%。

图表47：1995-2019年间欧洲的长、短途航线的收益变化趋势



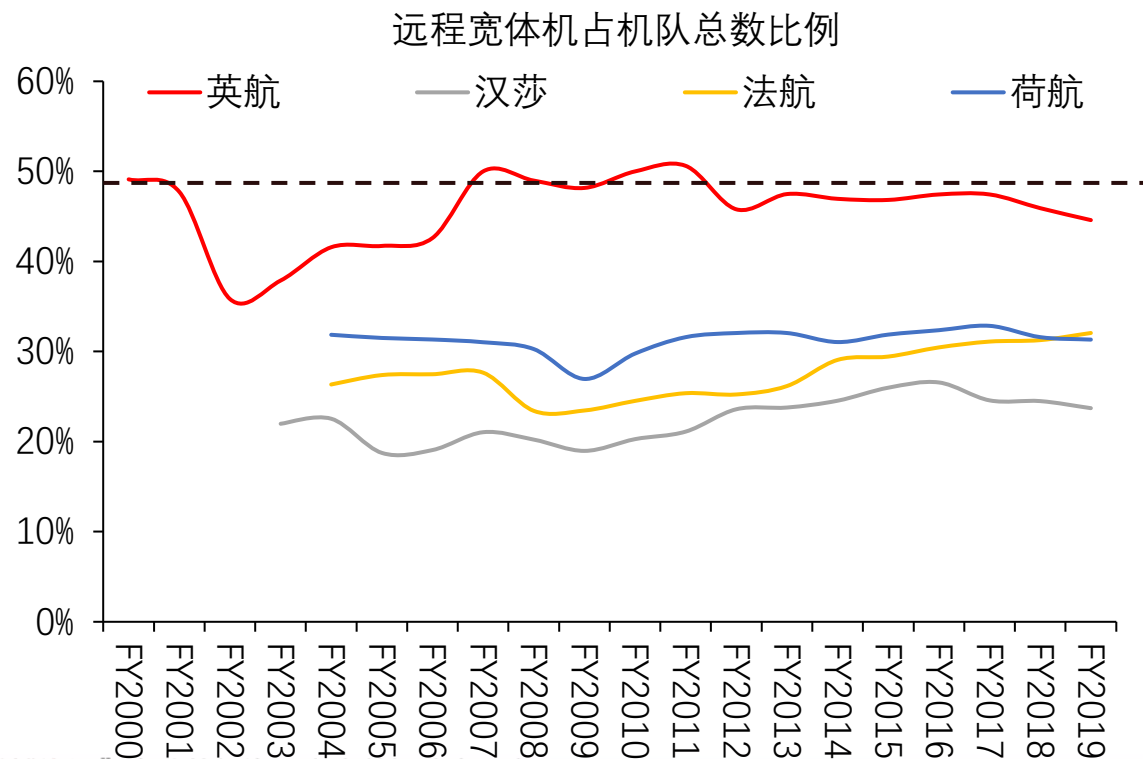
注：欧洲短途航线使用汉莎集团的公司数据；跨大西洋长途航线使用美国航空业的整体数据；统一采用2019年12月31日汇率换算，EUR/CNY=7.8072:1, USD/CNY=6.9632:1

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

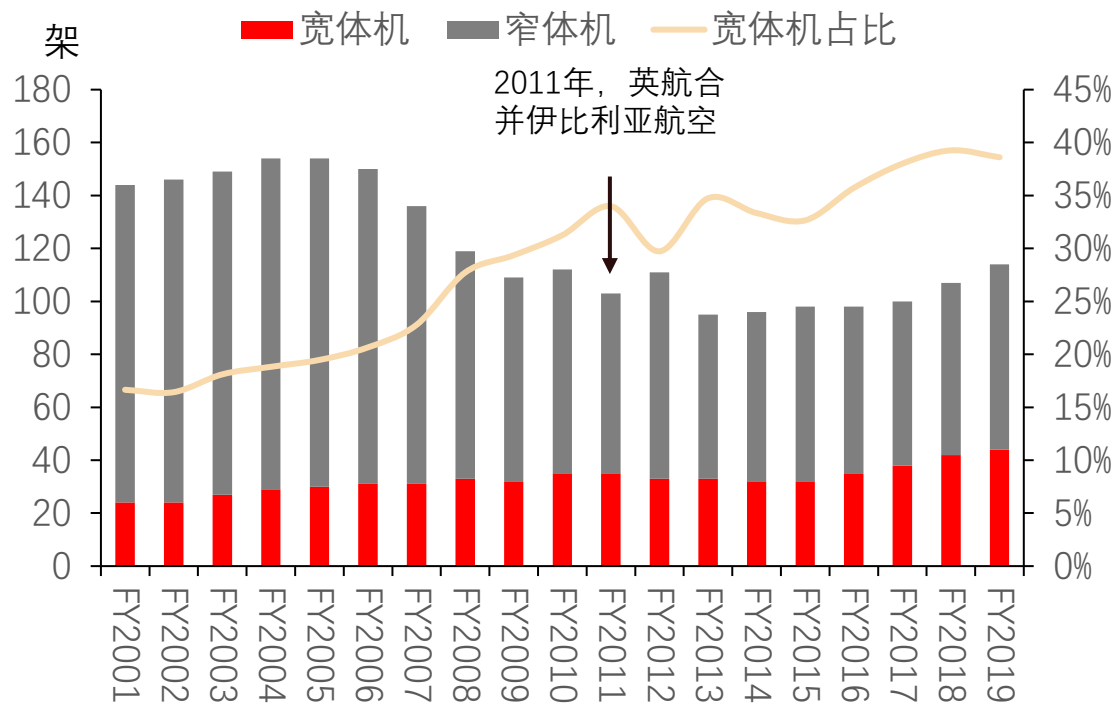
## 4.3 原因 | ②削减劣势短途航线，聚焦优势长途航线

- 与长途航线对应的是宽体机数量及占比。数量方面，IAG拥有欧洲第一大宽体机机队。占比方面，IAG的前身英航从2002年开始，即选择逐步减少窄体机增加宽体客机，宽体机占其机队比例从FY2003的38%提升至FY2008的49%，此后维持在近50%的高水平。2011年集团成立后，集团同样采用该战略改造旗下全服务航司。伊比利亚航空从2011年开始加快机队中窄体机的退出速度，并持续引进宽体客机，2019财年宽体机占伊比利亚航空机队比例已达39%。

图表48：到2008年，英航机队宽体机占比提升至50%，此后一直维持高水平



图表49：FY2019伊比利亚航空的宽体机占比已达39%

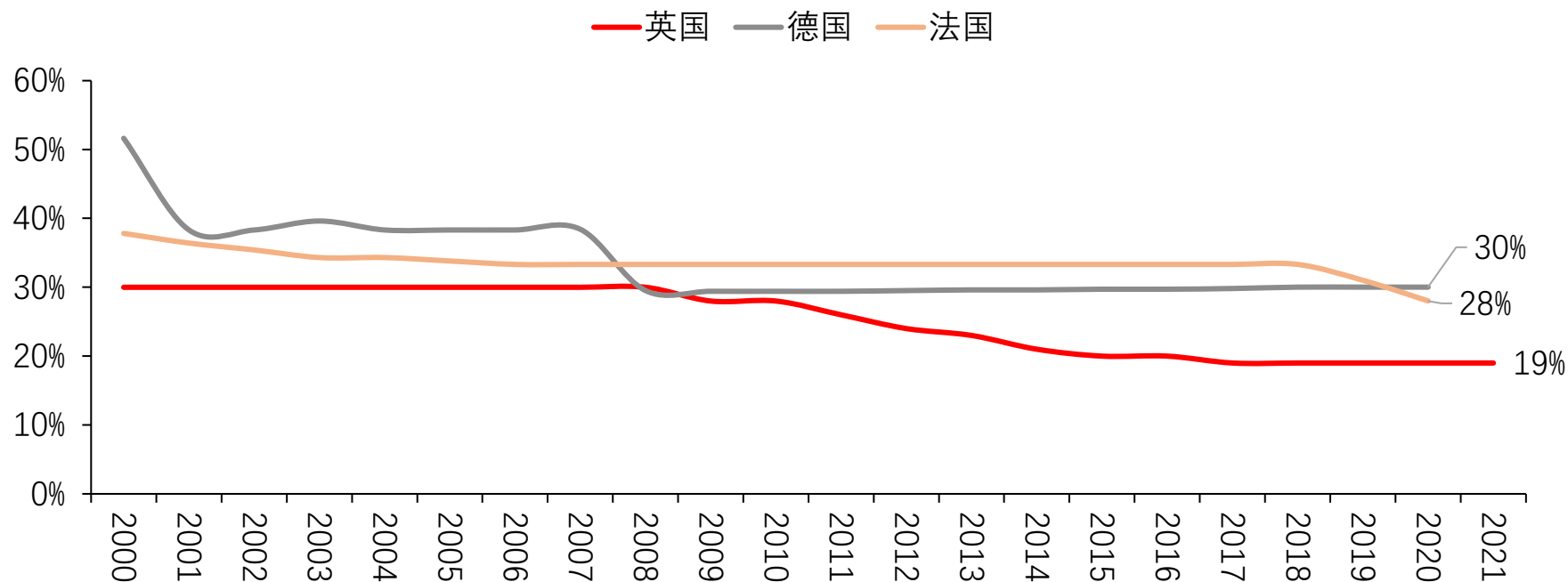




## 4.4 原因 | ③ 08年后英国持续降低所得税率，助力IAG利润率回升

- 2008年全球金融危机后，英国政府为了吸引外资重振经济开始逐年降低其企业所得税税率。当前英国的所得税税率仅为19%，远低于德国的30%和法国的28%。

图表50：2008年至今，英国企业所得税税率从30%降至19%





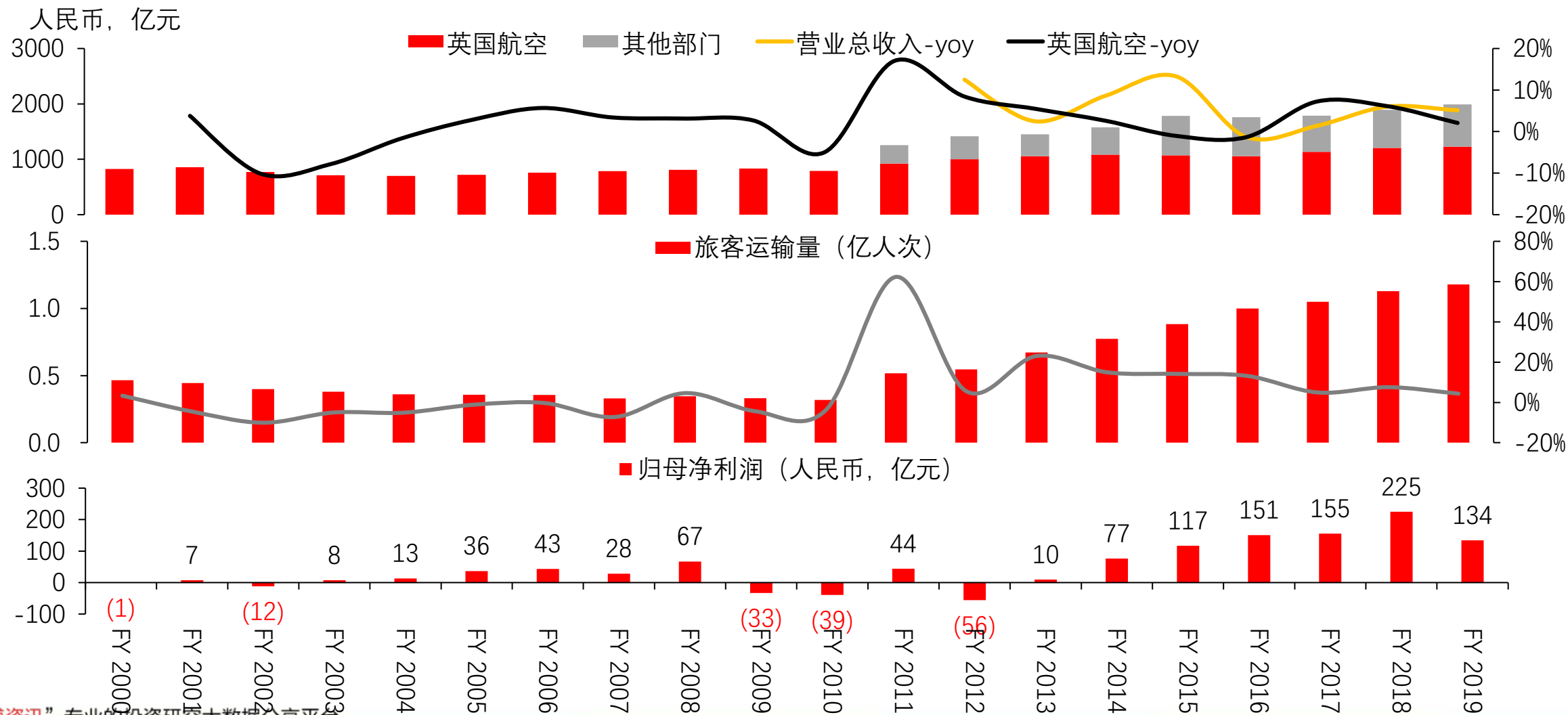
## 五、投资逻辑：危机决定周期起点，格局决定周期中枢

## 5.1 2000年以来的三波大周期行情回顾

图表51：公司2000年以来的股价（前复权）走势



图表52：2000年以来公司营收、乘客运输量、归母净利润对比



## 5.1 2000年以来的三波大周期行情回顾

### ▪ 第一波：2001-2007

在“911”事件及欧美经济短暂衰退影响下，公司股价进入下行周期

2003年，危机影响接近尾声。伴随经济复苏，公司股价迎来估值修复，同时公司开启机队结构调整提高宽体机占比，至2007年1月，股价涨幅达到417.07%。

### ▪ 第二波：2008-2019

在全球金融危机及欧债危机的影响下，公司股价进入下行周期

2012年，随着危机逐步过去，公司开启估值修复。同时，IAG在其核心枢纽垄断程度有效提升，继续提高宽体占比策略，净利润实现6连涨。至2018年7月，股价涨幅491.3%

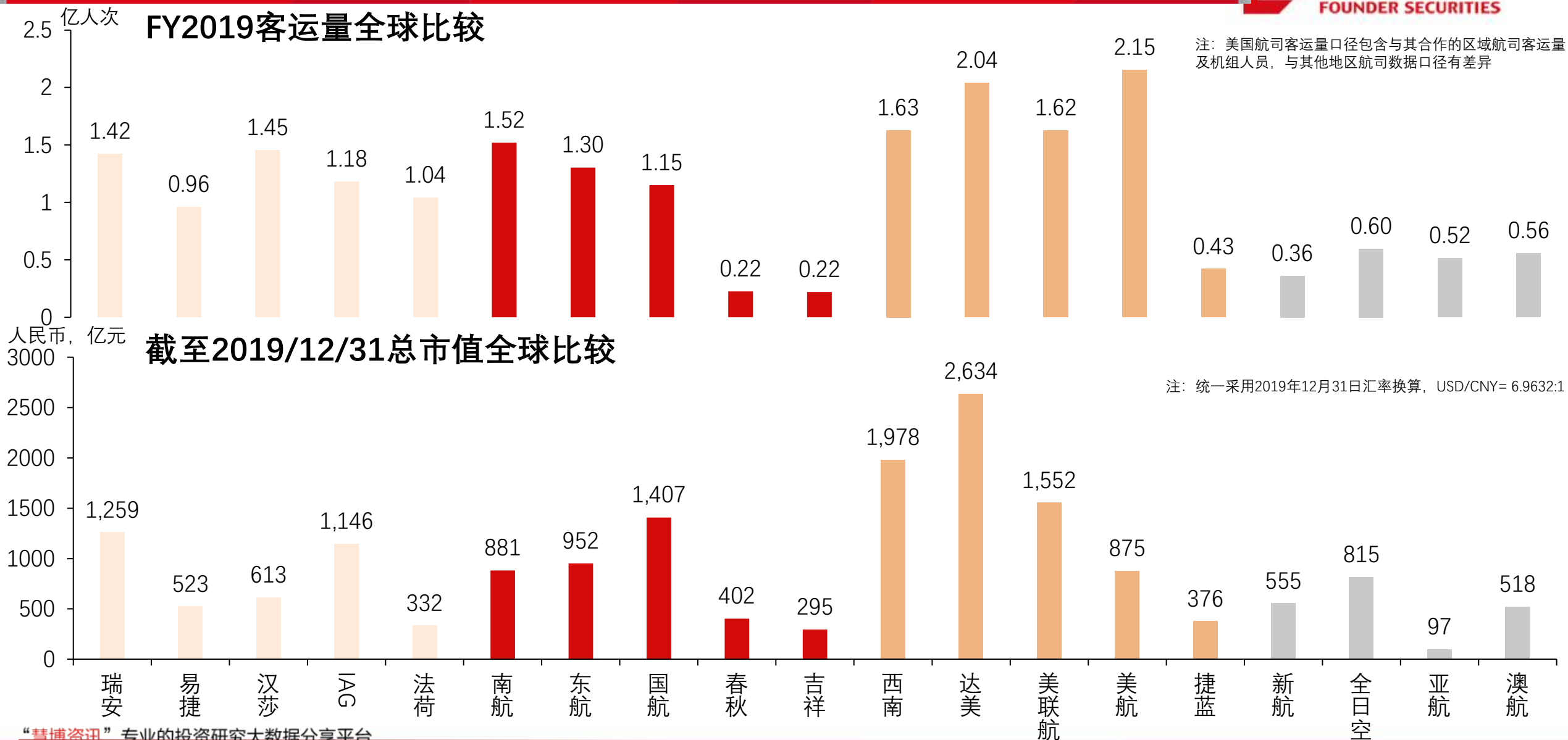
### ▪ 第三波：2020至今

新冠疫情冲击下航空需求崩溃，公司股价再度进入下行周期，并且相较疫情前暴跌78.04%。

2020年10月，IAG已经度过最危险时期，基本面上行，估值修复。截至2021年4月，股价上涨113.43%。

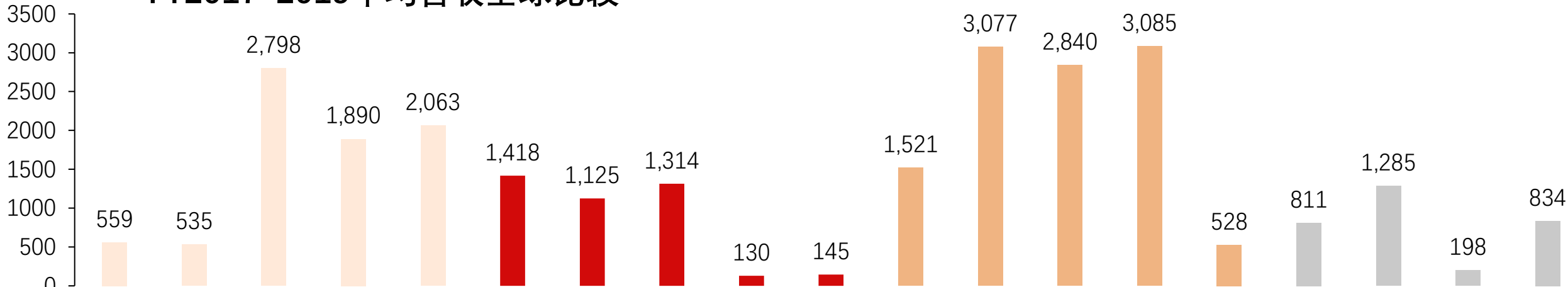
## 5.2 结论：危机决定周期起点，格局决定周期中枢

- 危机决定周期底部。总体而言，2000年以来IAG和英航三波大周期行情，都是以大型危机事件为起点。虽然三波行情中危机的表现形式不一，但其所带来的影响都是需求萎缩，从而带动股价达到周期底部。
- 格局则决定了周期的中枢。估值修复完成后，决定本轮周期行情中枢的，则是格局。但需要强调的是，格局分为两层含义，一是航司在其核心枢纽的竞争格局，二是全行业的竞争格局。从欧洲三大航以及IAG的实践来看，航司对于其核心枢纽的垄断程度是比行业集中度更为重要的指标，垄断了核心枢纽和核心城市，才意味着真正获得了定价权。

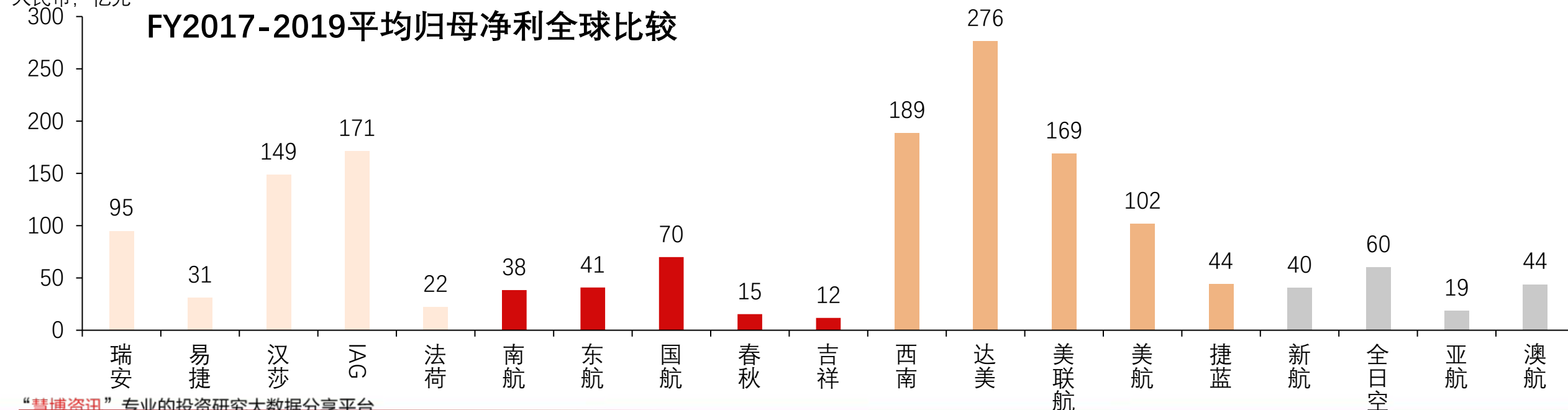


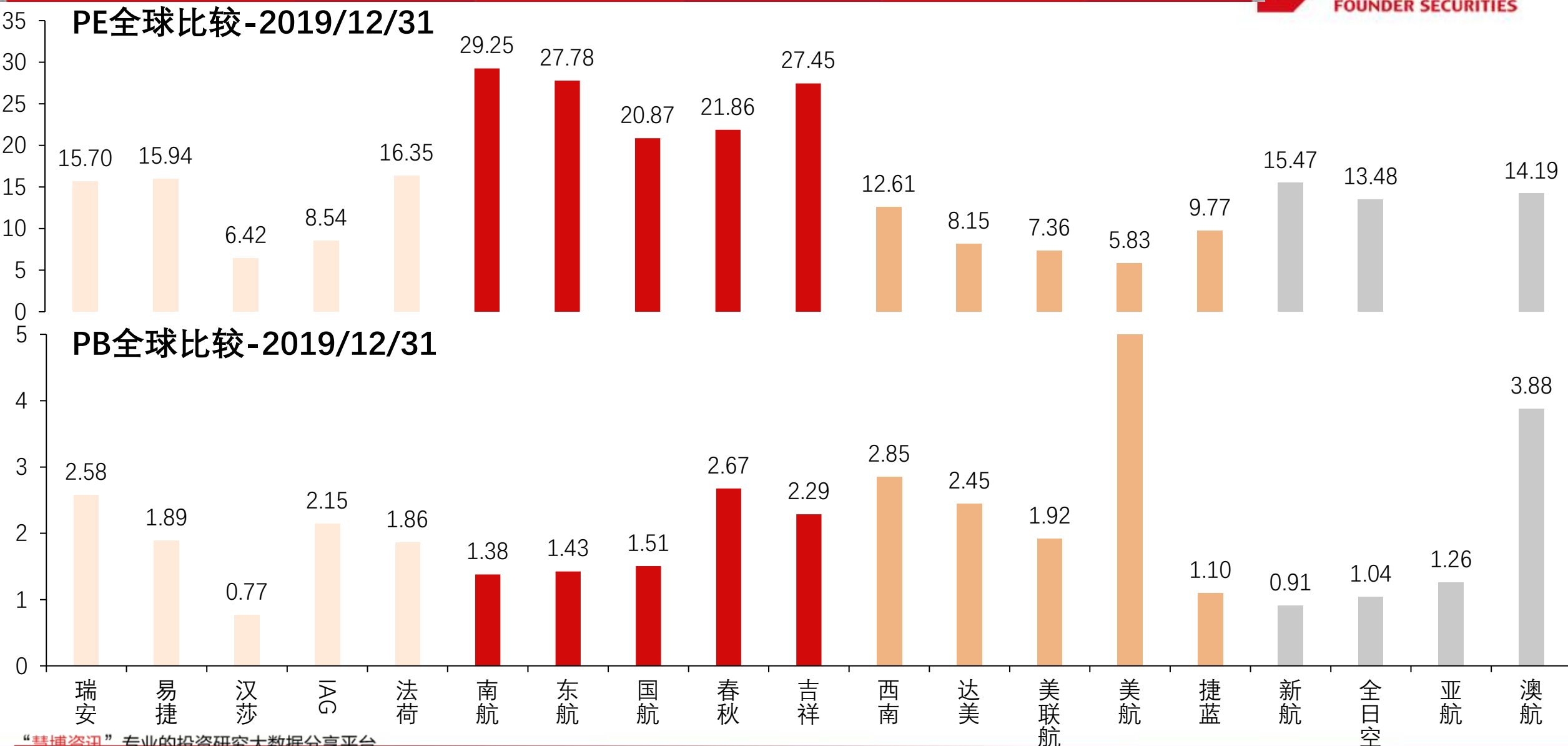


人民币, 亿元 FY2017-2019平均营收全球比较



人民币, 亿元 FY2017-2019平均归母净利全球比较





## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

## 致谢

感谢实习生李易星、张振涛、甘祺祺对本报告做出的贡献。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# 专注 专心 专业

联系人：李跃森 邮箱：liyuesen@foundersc.com



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

广州市天河区珠江新城华夏路10号农信大厦3A层方正证券

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯”专业财经资讯大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>