



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

证券研究报告

2020年9月22日

航空：可选消费复苏——从量到价

姓名：岳鑫（分析师）

邮箱：yuexin@gtjas.com

电话：0755-23976758

证书编号：S0880514030006


姓名：郑武（分析师）

邮箱：zhengwu@gtjas.com

电话：0755-23976528

证书编号：S0880514030002

“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>

投资要点（行业评级：中性）

01

基本面：重回周期

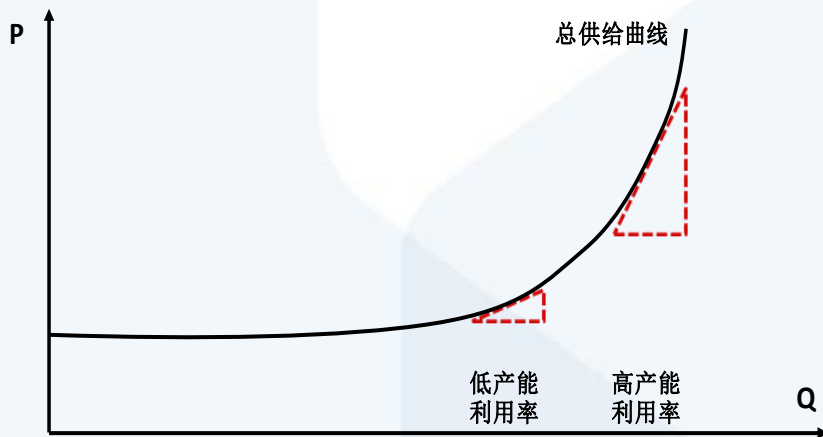
- 周期行业产能利用率是关键——“阈值理论”
- 产能利用率恢复需要时间，从量到价
- 未来一年基本面重回周期波动

02

投资：关注预期波动机会

- 三季度明显减亏，市场预期或分化
- 关注市场预期波动的阶段性机会

图1：供给曲线及产能利用率



目录 / CONTENTS

01 国内客流稳步恢复

02 国际客流恢复仍将缓慢

03 盈利滞后客流改善

03 维持中性评级

01

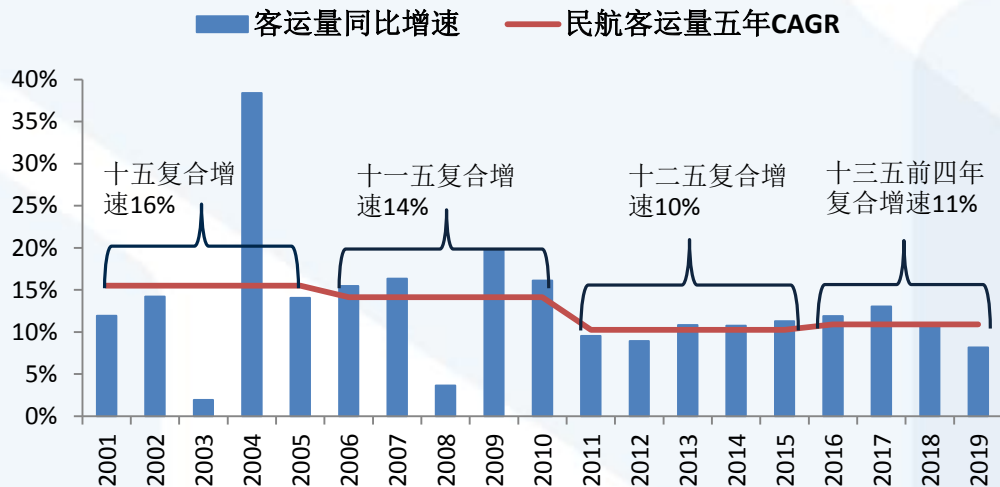
国内客流稳步恢复

01

从长周期观察中国民航需求——空间很大，道路很长

- 过去二十年，中国民航客运量年复合增速近13%
- 高铁贯通成网、需求结构变化、经济波动等，未改变长期增长趋势
- 背后是，中国尚处于航空消费初级阶段

图2：过去二十年中国民航客运量年复合增速近13%



01 中国航空消费相当于美国60年代中期水平

- 过去二十年，中美民航市场规模差距显著缩小，而人均乘机次数仍相差5-6倍
- 按照航空消费能力（人均可支配收入/平均票价）和人均乘机次数，中国相当于美国60年代中期水平

图3：中美民航市场规模差距显著缩小

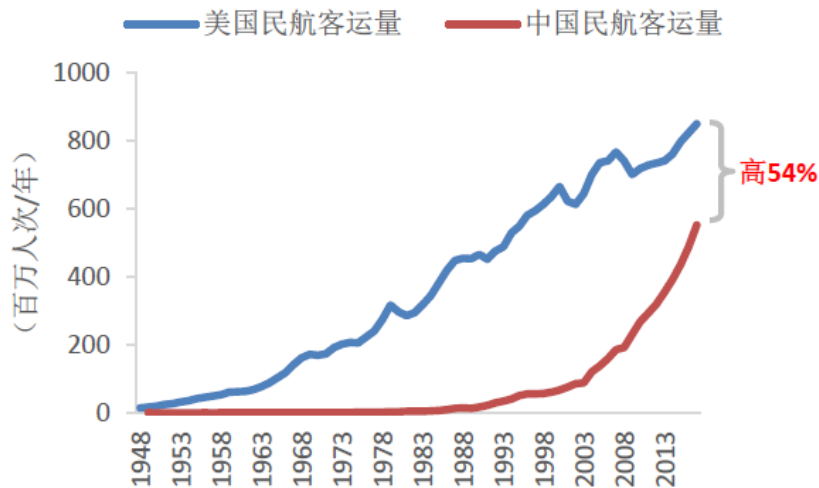
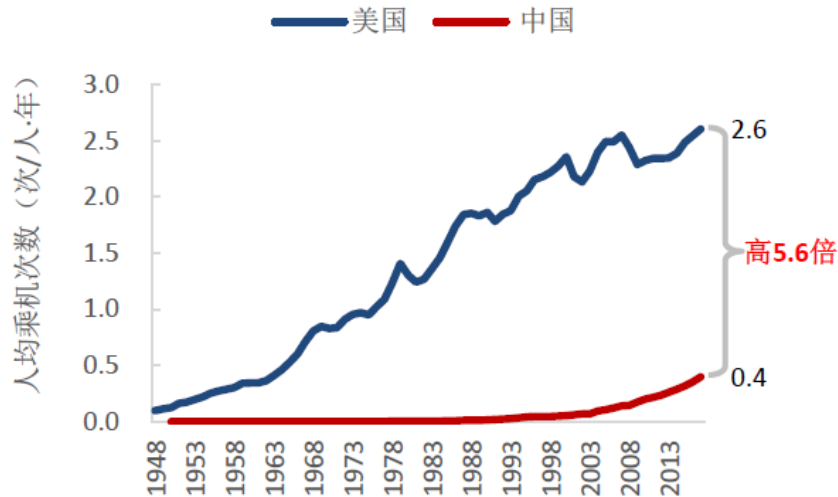


图4：中美民航市场规模差距人均乘机次数仍相差5-6倍



01

中国疫情防控成功，航空客流全球率先复苏

- 国内航空客流自3月稳步复苏，预计9月同比恢复约九成
- 若不发生二次大范围疫情，预计国内客流年内恢复至同比正增长

图5：中国民航客运量同比降幅逐月收窄

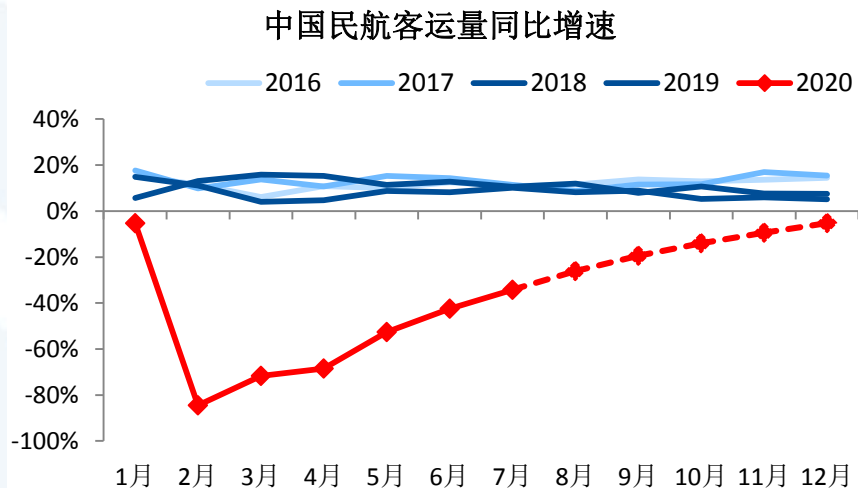
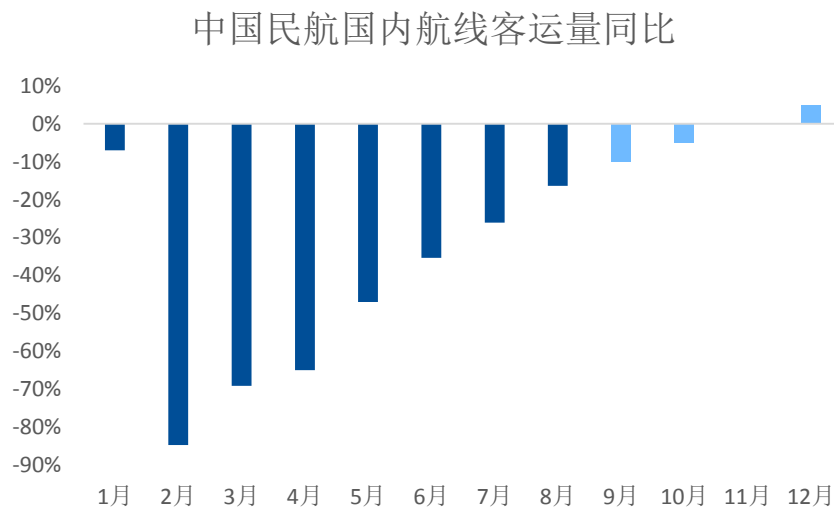


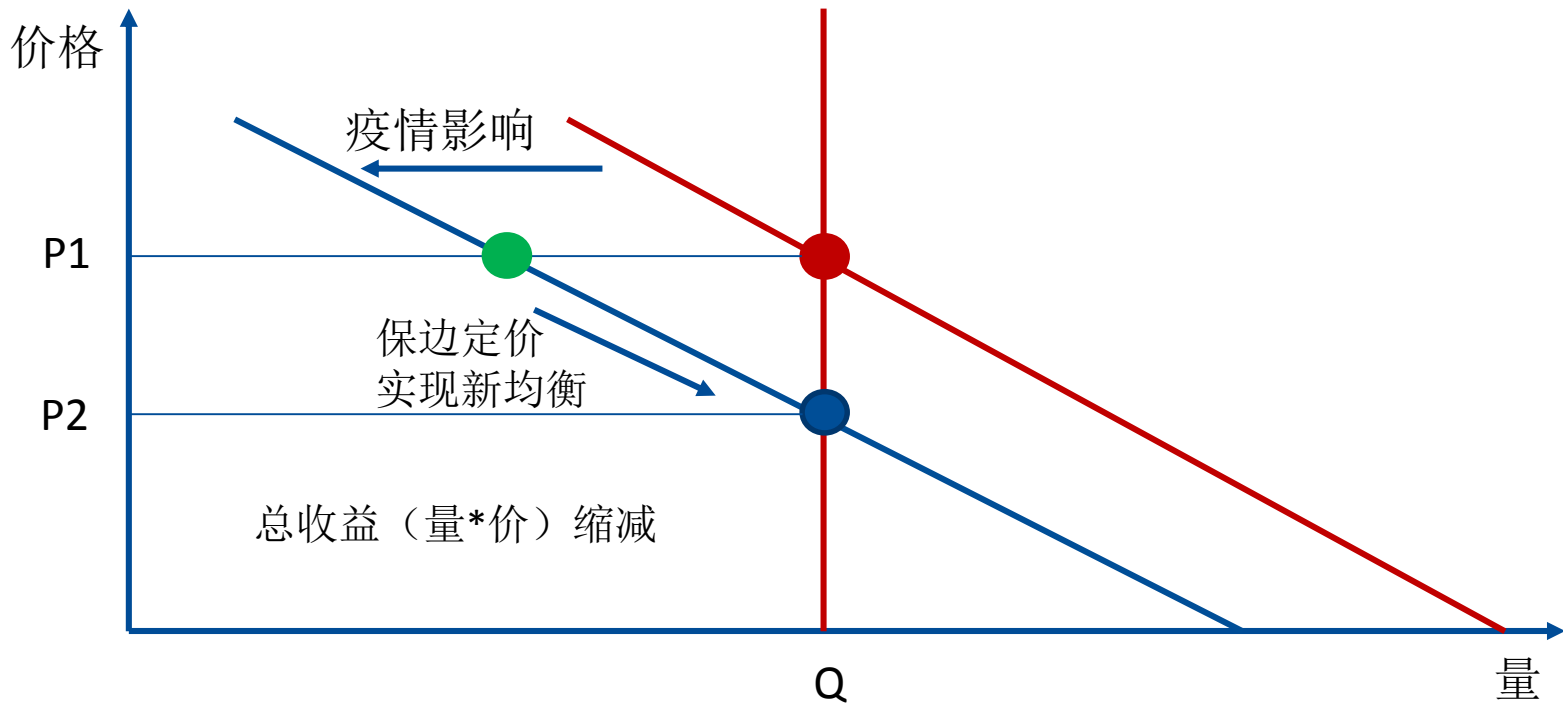
图6：中国民航国内客运量年内有望正增长



01

需求恢复明显慢于客流——国内客收同比降三成，低价撬动客流恢复

图7：疫情冲击下的供需再均衡



01

需求结构性复苏——从高铁抢客

- 公商务需求是盈利核心。

疫情之前，高频旅客人数占比5%，乘机次数占比超25%，收入占比超30%，贡献大部分利润

- 上半年低价撬动高价格弹性因私客流

(1) 新增旅客大幅增加——上半年新增旅客为2300万人，相当于以往全年的85%

(2) 出行频度明显降低——高频旅客占比不到2019年的一半

- 暑运新增旅客仍是重要增量

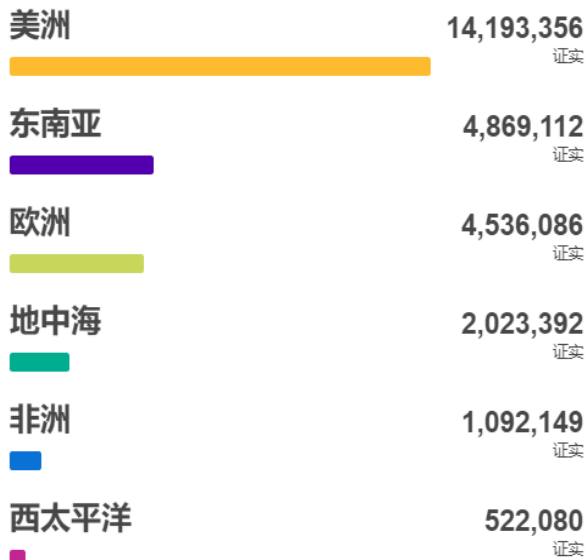
暑运新增旅客1600万人，乘机次数2800万人次，占比达34%，大幅高于往年

02

国际客流恢复仍将缓慢

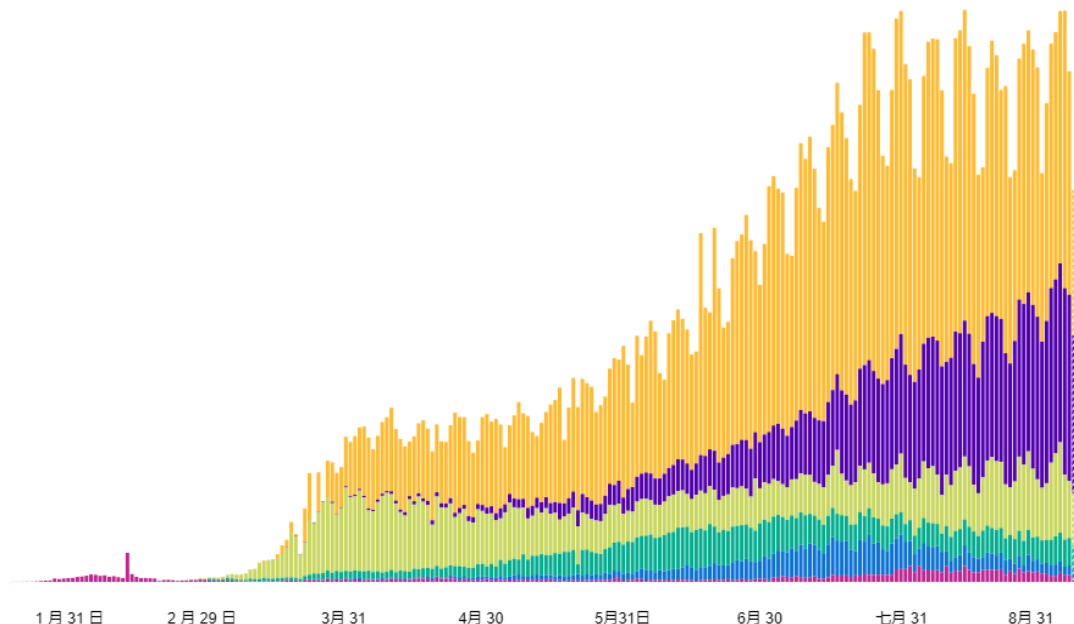
02 全球疫情仍在蔓延反复，国际航空市场基本停摆

图8：全球疫情正在经历第三波——发展中人口大国蔓延



源：世界卫生组织

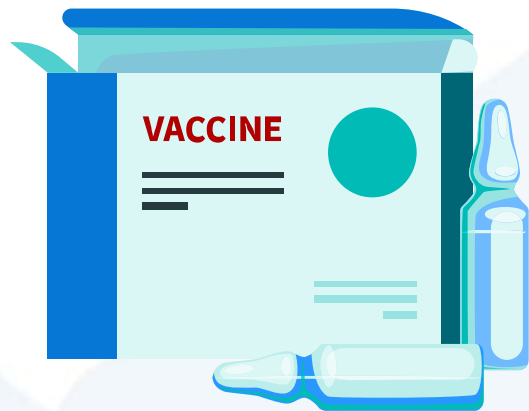
当前一天或一周的数据可能不完整。



02

疫苗上市可期，群体免疫需要时间

- 疫苗研发力度与速度空前，已有9种疫苗进入三期临床试验
- 专家普遍预计半年内疫苗上市，全球疫苗产能仍显不足
- 疫苗保护率尚不可知，有待三期临床试验结果
 - $(\text{疫苗保护率} = (\text{对照组发病率} - \text{接种组发病率}) / \text{对照组发病率} * 100\%)$
 - 流感疫苗保护率仅40-60%
 - 新冠病毒变异性显著低于流感，猜测保护率有望更高
 - 美国FDA要求新冠疫苗保护率最低50%
- 群体免疫需要时间——需要人口的70-90%取得免疫



02 国际复苏预测：下调2021国际客流至2019年五成

- 我们认为国际客流恢复仍将缓慢
 - 预计疫苗上市后，海外疫情有效控制仍需时间
 - 旅客国际出行所需的心理建设周期较国内出行更长
- 国际客流假设：下调2021年恢复至2019年五成（原七成）
- 需要注意的是，根据我们与实业界的交流，普遍认为该假设仍偏乐观

图9：非典疫情后国际客流恢复显著慢于国内市场

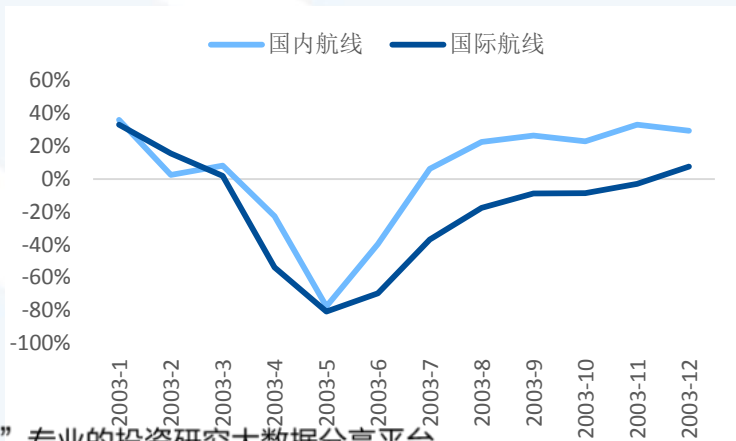
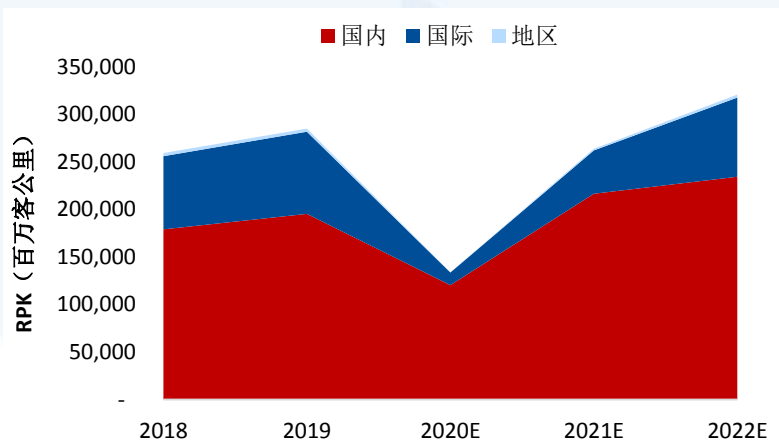


图10：预计2021年国际客流恢复仍将缓慢



03

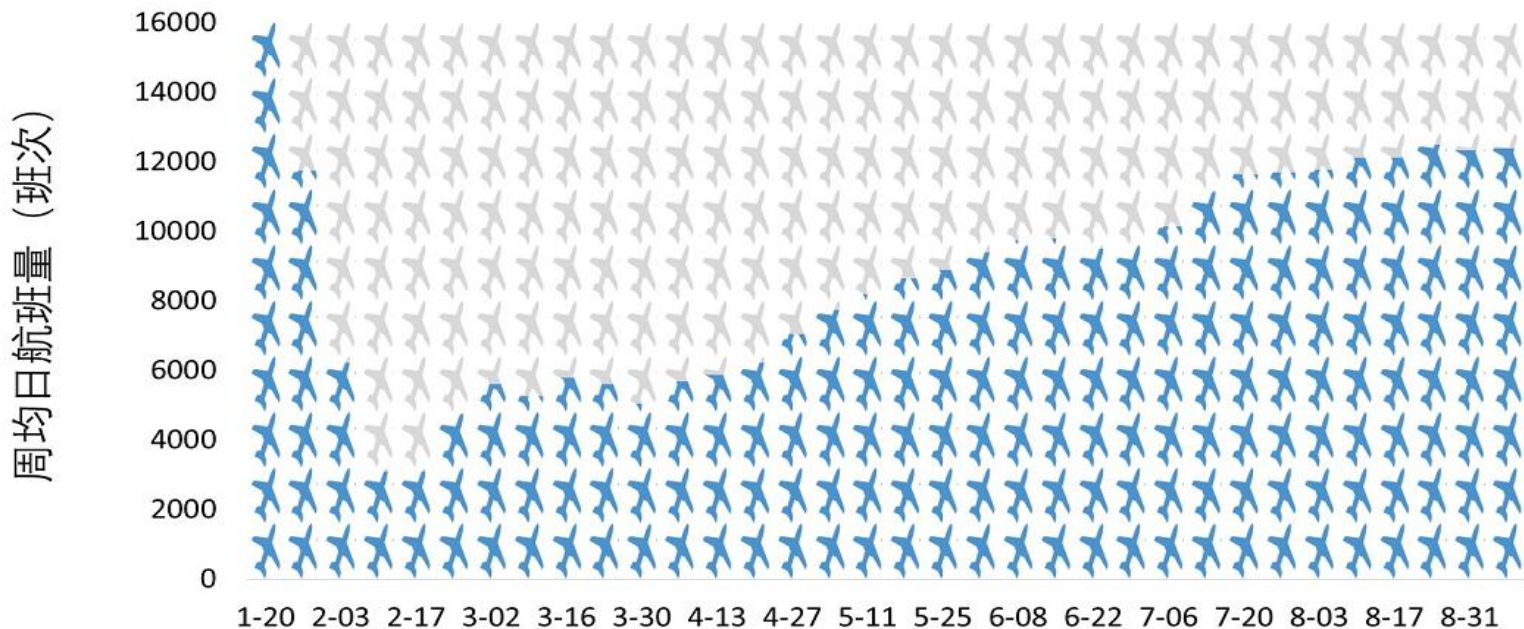
盈利滞后客流改善

03

国内运力基本得到恢复

图11：中国民航航班计划执行率自3月稳步回升，目前国内运力基本恢复

中国民航航班计划执行情况



03

国际过剩运力将转投国内市场——国际ASK按照2/3打折转投国内

图12：A320飞机由国际航线转飞国内航线，ASK缩减1/3，可售座位数翻倍

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
国内航线								150				150				150				150				
国际航线								150								150								

以A320飞机为例（150座，800公里/小时），

（1）国际航线：每班飞行6小时，一天飞2班，日提供300个座位，ASK为144万座公里。

（2）国内航线：每班飞行2小时，一天飞4班，日提供600个座位，ASK为96万座公里。

03 预计2021年国内供给过剩，收益恢复难度较大

- 国际运力全部转投国内，国内ASK将+25%
- 国际运力四成转投国内，且引入部分飞机，国内ASK或将较2019年增长10%-15%
 - 干线宽体机替换
 - 增投中西部三四线

图13：中国民航国际运力转投国内，国内运力增幅情景测算

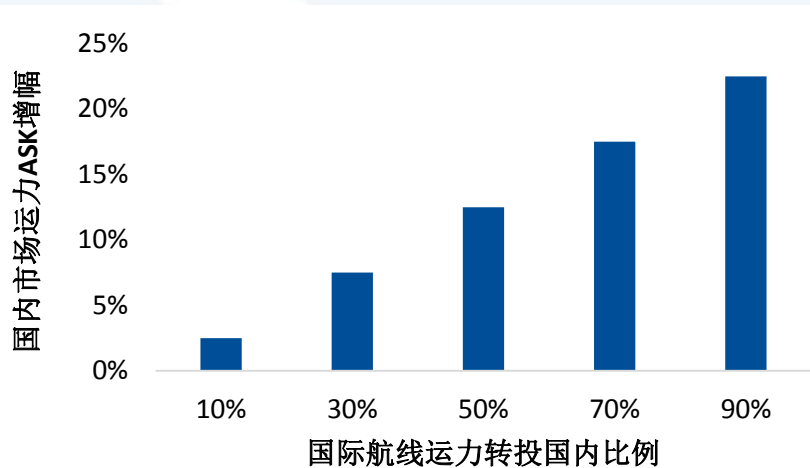
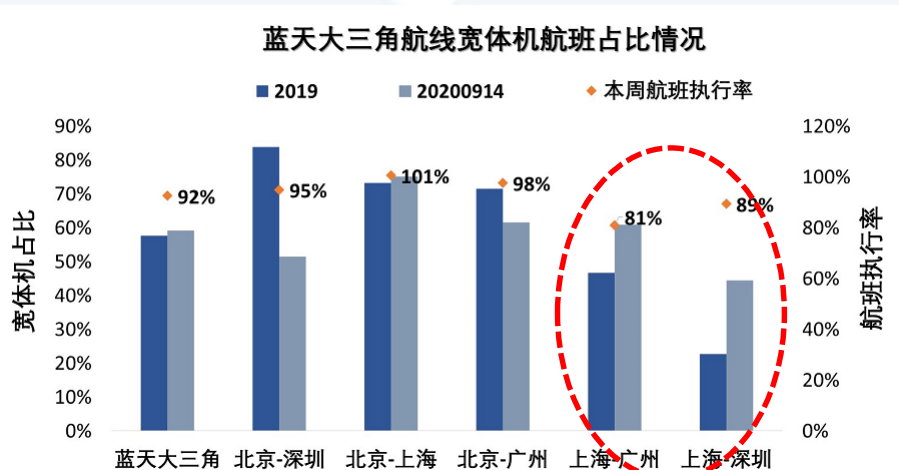


图14：蓝天大三角航线宽体机占比超过疫情前



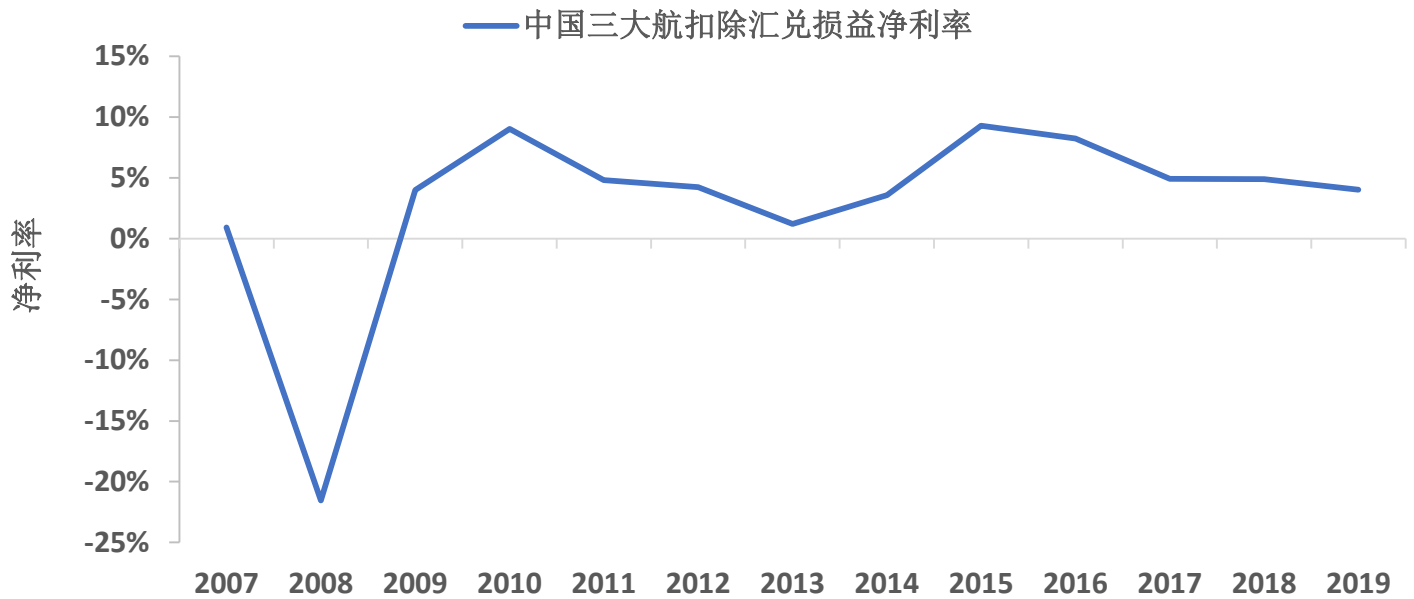
04

维持中性评级

04

过去三年盈利能力稳定，但利润率仍偏低，利润表脆弱

图15：过去三年三大航扣汇兑损益净利率仅4-5%

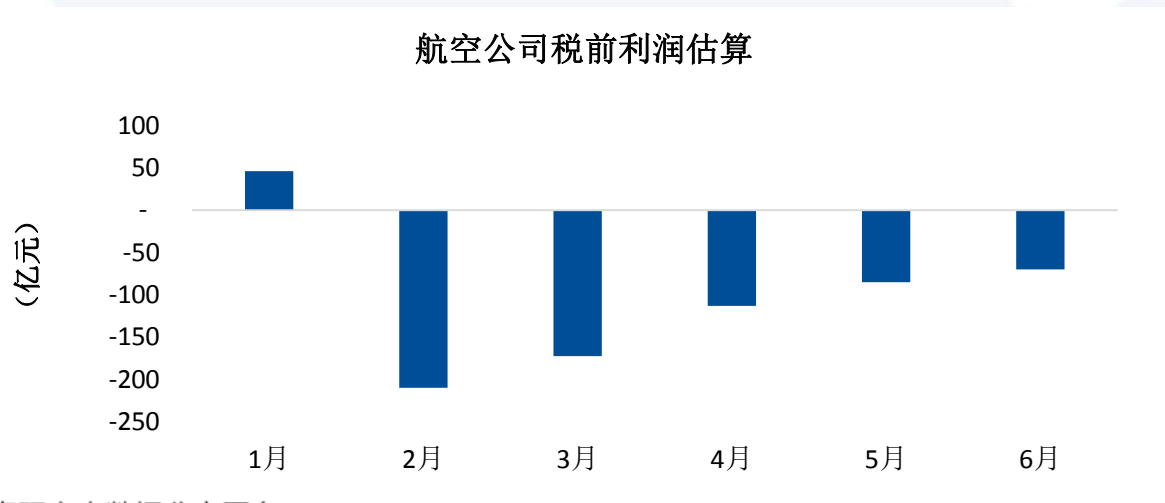


04

业绩展望：三季度明显减亏

- 二季度货运主导减亏
- 三季度客运改善，汇兑收益明显，有望明显减亏
- 未来一年仍有可能行业性大额亏损

图16：中国航司二季度环比减亏——客运亏损环比扩大，货运利润创纪录弥补部分亏损



04

中报后更新：下调业绩预测与部分评级

- 下调三大航2020年每家亏损至120-130亿元
- 下调三大航2021年至亏损或微利，预计2022年盈利初步恢复

简称	代码	股价 2020.09.11	盈利预测—净利润（归母）						PB	评级	目标价
			调整前			调整后					
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E			
中国国航	601111.SH	7.41元	113	84	105	-125	4	75	1.3	增持	8.92元
吉祥航空	603885.SH	11.66元	-7.7	8.6	12.3	-7.6	8.7	12	1.9	增持	15.38元
东方航空	600115.SH	5.15元	-92	47	68	-120	-18	31	1.5	谨慎增持	5.69元
南方航空	600029.SH	6.2元	-130	44	66	-130	-20	23	1.4	谨慎增持	6.97元
春秋航空	601021.SH	47.77元	19.7	22.7	-	-6.1	8.0	18.5	3.0	谨慎增持	47.22元
中国国航	0753.HK	5.63港币	113	84	105	-125	4	75	0.9	增持	9.29港币
中国东方航空股份	0670.HK	3.58港币	-92	47	68	-120	-18	31	1.0	增持	5港币
中国南方航空股份	1055.HK	4.57港币	-130	44	66	-130	-20	23	1.0	增持	5.97港币

04

风险分析

- 全球疫情持续时间超预期风险或二次反复
- 疫苗研发较市场预期延期
- 再融资摊薄风险
- 经济下行风险
- 政策风险
- 油价汇率风险
- 安全事故风险

04

增发摊薄风险

- 南航集团2019年7月与广东省、广州市、深圳市政府混改，合计增资300亿元。
- 南方航空2019年10月底启动向集团的A+H股160亿元定增。2020年6月完成，总股本增加25%。
- 2020年5月启动A股160亿元六年可转债发行。
- 国泰航空2020年6月启动390亿港元资本重组，预计完成后总股本将增加74%。
- 三大航负债率65-75%
- 三大航每个月18-20亿元折旧费用，7月主业亏15-20亿元，现金流基本转正

04 中国国航：头部效应短期抑制，不改长期核心价值

- 头部优势或被短期抑制——“保边”策略下定价优势减弱；宽体机周转压力；国泰航空投资收益拖累
- 疫情终将结束，头部效应将再现，并开启盈利上行
- 长期价值将再获提升

- 未来国航在首都机场的市场控制力将显著提升
- 区位差异将持续优化客源结构，时刻价值上行
- 待未来首都机场时刻释放，将再获批量优质时刻

图17：国航收益品质长期行业居首

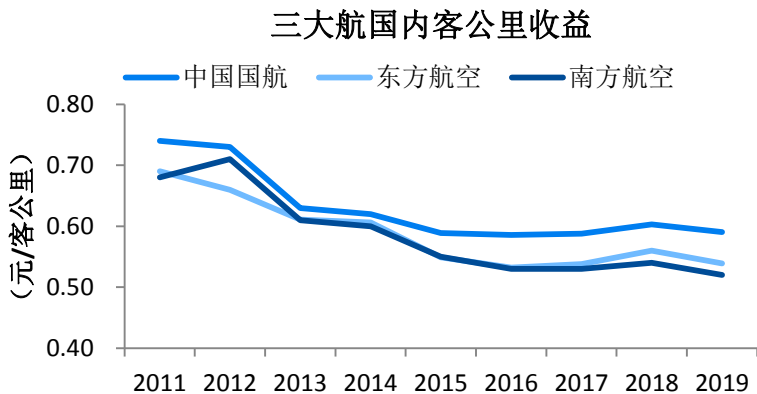


图18：首都机场区位优势明显，国航客源结构有望持续优化



免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

“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>