

疫情修复预期贯穿全年，柳暗花明又逢布局时

——2021年交运社服行业投资策略

行业评级：看好

2020年11月26日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108040
证书编号	S1230520040003

一、核心观点

- 2021年，在疫苗上市预期加强的情况下，国内航班基本恢复正常，国际航班拐点或现，亚太地区航线有望率先恢复，航空机场板块有望跑赢市场，以及与之高度相关的酒店板块有望继续回升，整体业绩、估值有望恢复。
- 离岛免税新政实施4个月，销售表现符合市场预期。离岛免税市场由垄断走向适度竞争，能有效激活市场潜力；市内免税政策有望出台，免税板块有望继续维持强势。

二、2021年展望

- 海内外疫苗上市有望，疫情修复预期加强。国际航线出现明显复苏趋势，其中亚太航线率先反应。需求持续回升，供给短期全方位收紧，供需结构获改善。
- 酒店龙头逆势扩张，行业集中度逐渐提升，连锁化渗透率进一步增强。
- 离岛免税进入多运营商竞争阶段，21年销售额有望再上新台阶；我们预测市内免税政策有望21年出台，存超预期空间。

三、重点个股未来看点

- **上海机场**：受益于亚太航线恢复预期差，整体免税蛋糕大，上海机场作为我国最大国际航空枢纽，核心地位维持。
- **中国中免**：短期受益离岛免税、线上直邮高净利率保持高速发展，中长期规模、价格、成本对市场份额、利润率形成支撑。
- **白云机场**：短期有望受益于亚太航线恢复预期差，中期免税空间巨大。
- **春秋航空**：航空板块整体预期好转，时刻资源结构性改善，一线及基地机场占比提升，并受益于亚太恢复预期差。
- **首都机场**：免税关联交易被抽成比例下降，王府井或进驻经营免税，利润弹性释放。
- **三大航（国、南、东）**：受益于国际航线恢复，高固定成本致利润弹性显现，全年有望扭亏。
- **吉祥航空**：航空板块整体预期好转，核心市场占比逐渐提升，洲际航线开启新征程，公司股份回购彰显信心。

四、催化剂

- 1) 疫情修复超预期；
- 2) 亚太航线领跑，国际航线恢复超预期；
- 3) 航空、酒店需求恢复超预期；
- 4) 离岛免税销售额超预期。

风险提示

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、宏观经济增速不及预期；
- 3、需求恢复不及预期；
- 4、离岛免税销售额不及预期；
- 5、线上免税发展不及预期；
- 6、油价大幅上涨；
- 7、汇率风险；
- 8、免税竞争加剧风险。

目录

CONTENTS

01

宏观分析

- (1) 疫情修复是航空、机场、酒店板块回暖的前提
- (2) 消费升级趋势不减，可选消费持续回暖
- (3) 2020年航空机场板块大幅跑输市场，处于底部

02

交运、社服行业回顾

- (1) 航空机场：国内需求已恢复，国际仍低位徘徊
- (2) 酒店：与国内航空需求同步恢复，Q3起景气度大幅回升
- (3) 免税：离岛免税规模创新高

03

展望2021年

- (1) 国内需求回归正常增长，国际需求迎来边际改善
- (2) 一线机场时刻结构优化，航司机队引进节奏放缓，供需结构改善
- (3) 酒店：疫情下行业集中度提升，未来连锁化趋势进一步增强
- (4) 离岛免税：进入适度竞争阶段

04

重点个股

- (1) 上海机场 (2) 中国中免 (3) 白云机场 (4) 春秋航空 (5) 首都机场 (6) 三大航 (7) 吉祥航空

01

宏观分析

疫情修复是航空、机场、酒店回暖的前提

消费升级趋势不减，可选消费持续回暖

2020年交运行业大幅跑输市场，处于底部

- 美国辉瑞、Moderna研发的新冠疫苗三期试验预防有效性高达95%、94.5%，牛津疫苗二期试验中有99%受试者产生抗体。11月中旬，辉瑞/Biotech、Moderna先后公布各自研发的新冠疫苗三期试验数据，预防新冠病毒的有效性分别达到95%、94.5%，均远高于美国食品药品监督管理局（FDA）所要求的50%。同期，阿斯利康和牛津大学表示，在新冠疫苗二期试验中，有99%健康受试者在接种后产生抗体，且T细胞有所反应，意味着有望产生长期免疫，并将于圣诞节前公布三期试验数据。

表：海外疫苗11月最新进展

日期	新冠疫苗生产方	相关国家	具体进展
11.09	辉瑞、BioNTech		辉瑞公司和BioNTech合作研发的新冠候选疫苗BNT162b2三期试验有效性达90%。
11.16	Moderna		根据一项III期试验中期数据，该公司研发的实验性疫苗mRNA-1273在预防新冠病毒方面的有效性达94.5%。
11.18	辉瑞、BioNTech		辉瑞公司和BioNTech合作研发的新冠候选疫苗BNT162b2三期试验有效性达95%，对老年人的有效性亦高达94%，且没有严重的副作用。
11.19	阿斯利康、牛津大学		在疫苗的二期研究中，560名健康的成年受试者（包括240名70岁以上老者）中有99%出现抗体，老年高危群体亦出现强大的抗体和T细胞反应，且几乎都未引起副作用。牛津疫苗预计在今年圣诞节前更新第三期试验报告。
11.20	辉瑞、BioNTech	美国、澳大利亚、加拿大、欧洲、日本、英国	已向美国食品药品监督管理局（FDA）递交关于新冠疫苗的紧急使用授权（EUA），FDA计划定于12月10日举行评估会议，耗时约3周。如申请通过，美国最早将于12月开始限量投放疫苗。另外，辉瑞也已联手BioNTech向澳大利亚、加拿大、欧洲、日本和英国监管机构提交申请。
11.20	辉瑞、BioNTech	欧盟	德国总理默克尔预计，最快今年12月或明年年初，疫苗即可在欧盟获批，并开始实施接种。
11.20	辉瑞/BioNTech、Moderna、阿斯利康/牛津大学	英国	英国政府宣布，美国辉瑞公司和德国生物技术公司联合研制的新冠疫苗获得英国药监局审批在即，将于12月开始为英国民众实施接种。英国政府目前制定了两项疫苗接种计划：①未来几周将在短期内为数百万英国人接种疫苗；②在明年初更大规模普遍接种。这两项计划正同时部署启动。计划接种的新冠疫苗有三款，分别是美德合作研制的辉瑞/BioNTech疫苗4000万剂、美国莫德纳疫苗500万剂、英国牛津疫苗1亿剂。

- 欧美审批辉瑞、Moderna疫苗在即，最早有望12月限量投放。** 11月20日，辉瑞宣布已向美国、澳大利亚、加拿大、欧洲、日本等国监管机构递交关于新冠疫苗的紧急使用授权（EUA，即比完全批准的标准低且为有限投放）；如12月10日审批通过，美国最早将于12月11日或12日开始限量投放疫苗。Moderna亦宣布将于12月申请EUA。
- 辉瑞方表示，预计2020年底将供应新冠疫苗5000万剂，到2021年底将供应13亿剂，目前已分别与欧盟（2亿剂）、日本（1.2亿剂）、美国（1亿剂）、英国（3000万剂）、中国港澳（1000万剂）、新西兰（150万剂）签署供应协议。** Moderna方亦表示已在美国生产了数百万剂新冠疫苗，到21年底有望生产5-10亿剂。英国政府已预订牛津疫苗1亿剂，今年年底前有望获得400万剂。
- 多国宣布最快12月起实施新冠疫苗接种计划，英国明年4月或成年人全部接种完毕、美国明年5月或能实现群体免疫。** 据新华社，美国疫苗和药物攻关计划首席顾问斯拉维预估，将有2000万美国民众在12月接种疫苗，“美国3.3亿人口中大约70%须接种新冠疫苗以实现群体免疫”这一目标可能**在明年5月达成**。此外，英国表示最快能在12月1日起开始疫苗注射，预计**明年4月**所有英国成年人都能够接种完毕。

表：11月海外最新疫苗接种计划

相关国家	计划接种日期	具体计划
欧盟	12月或明年初	德国总理默克尔预计，最快今年12月或明年年初，疫苗即可在欧盟获批，并开始实施接种；从2021年1月开始，巴黎市政府准备为30%至40%的巴黎人接种新冠疫苗。
英国	20年12月起	辉瑞新冠疫苗获得英国药监局审批在即，若通过将于12月开始为英国民众实施接种。英国政府目前制定了两项疫苗接种计划：①未来几周将在短期内为数百万英国人接种疫苗；②在明年初更大规模普遍接种。这两项计划正同时部署启动。英国已有400万剂疫苗可用
美国	20年12月起	若辉瑞疫苗12月10日通过紧急使用授权审批，大约在12月11日或12日实施“全美首批人员接种疫苗”。美疫苗负责人预估将有2000万美国民众在12月接种疫苗；美国3.3亿人口中大约70%须接种新冠疫苗以实现“群体免疫”，这一目标可能在明年5月达成。
西班牙	21年1月起	西班牙与欧盟签署了新冠疫苗相关协议，该国将被分配到欧盟所获疫苗10%的剂量，预计将于2021年初开始疫苗接种。
印尼	20年底	印尼总统表示，预计在今年年底前开展大规模疫苗接种活动，接种活动的初期阶段将使用中国科兴生物和国药集团生产的疫苗。
日本	21年上半年	11月10日，日本首相称明年上半年将确保可向全体国民提供足够数量的疫苗。
韩国	21年下半年	韩国将11月内发布关于3000万剂疫苗的分配和接种计划，计划明年下半年启动接种。
加拿大	2021年年底	加拿大副首席公共卫生官于11月17日表示，大多数加拿大人会在2021年年底接种新冠肺炎疫苗。

- 中国正全力推进新冠疫苗研发。**11月18日，外交部发言人赵立坚表示，中国政府第一时间布局了全部5条疫苗技术路线，有序开展新冠疫苗研发工作；目前，中国已有5支灭活、腺病毒载体、重组蛋白疫苗正在巴西、巴基斯坦、秘鲁、阿联酋、乌兹别克斯坦等多国开展三期临床试验。钟南山院士表示，已有超过40个国家与中国达成疫苗合作。
- 浙江省嘉兴市/义乌市、四川省10月已开始进行科兴生物新冠疫苗紧急接种，2剂次400元。**10月15日，嘉兴疾控中心公布新冠疫苗紧急接种事宜，疫苗来源自科兴生物，因尚未注册只能紧急使用，接种按照重点人群优先、疫情地区优先等原则开展，疫苗需要接种2剂次，合计400元。
- 国药集团研发的全球首个新冠灭活疫苗三期临床试验已接近尾声，数据好于预期，有望于今年底上市。**11月，国药集团表示，其研制的2款新冠灭活疫苗已经在阿联酋、巴林、埃及、约旦、秘鲁、阿根廷等10个国家开展国际临床三期实验，各项数据均好于预期；已经紧急接种近百万人次，无一例严重不良反应。目前国药集团已经做好大规模生产准备工作，年底新冠灭活疫苗产能将达约1亿剂，预计明年年产能达到10亿剂以上。11月17日，国药集团中国生物法律总顾问周颂向中新经纬记者表示，国药集团新冠疫苗将于2020年底前上市。

表：进入三期临床试验的5支国产疫苗最新进展

新冠疫苗研发方	最新进展
国药集团北京生物、武汉生物	7月起，在阿联酋、阿根廷等10国开展Ⅲ期临床试验。10月，两支疫苗已纳入紧急使用范围。11月11日，Ⅲ期临床试验已接近尾声，各项数据均好于预期。11月17日，国药集团相关人员表示将于2020年底前上市。
科兴生物	7月起，在巴西等国开展Ⅲ期临床试验。 11月21日，根据路透社消息，公司副总裁孟伟宁表示最快将于下个月获得Ⅲ期试验数据。
陈薇院士团队	8月起，与巴基斯坦、俄罗斯等国合作开展Ⅲ期临床试验。
智飞龙科马生物	11月18日，在湖南湘潭县开始国内部分的Ⅲ期临床试验；国外预计本月下旬首先在乌兹别克斯坦进行。

- 鉴于新冠肺炎疫情在全球范围快速蔓延，自3月28日起，中国暂时停止外国人持目前有效来华签证、居留许可等有效证件入境，持外交、公务、礼遇、C字签证入境不受影响。7月21日起，来华航班乘客需要凭新冠病毒核酸检测阴性证明登机。
- 随着疫情形势缓和，中国入境限制逐渐放松，国际航线“五个一”政策被打破。根据民航局政策，自6月8日起，所有未列入“第5期”航班计划的外国航空公司每周运营1班国际客运航线航班，同时，在风险可控并具备接收保障能力的前提下，可适度增加部分具备条件国家的航班增幅。8月中旬，中国放松对欧洲36个国家入境限制；8月12日起，对从澳门进入内地人员不再实行集中隔离医学观察14天；9月28日起，允许持有效中国工作类、私人事务类和团聚类居留许可的外国人入境，相关人员无需重新申办签证。

表：关于中国逐步放宽入境限制的政策

日期	具体内容
4月3日	对国际货运航班计划管理工作序进行临时性调整，建立“绿色通道”，进一步优化工作流程缩短办理时间，促进国际货运航班计划审批顺畅高效。
5月25日	针对经批准或符合要求的航班，建立复产复工国际客运包机计划审批“绿色通道”，优化工作流程、缩短办理时间。
6月8日	以入境航班落地后旅客核酸检测结果为依据，对航班实施熔断和奖励措施。航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续3周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周1班，最多达到每周2班。 在风险可控并具备接收保障能力的前提下，可适度增加部分具备条件国家的航班增幅。
7月16日	公布38个具备国际客运航班接收能力的口岸城市。
8月11日	放宽欧洲36国持中国有效居留许可的公民的入境限制。
8月12日	对从澳门进入内地人员不再实行集中隔离医学观察14天。
9月3日	逐步将经第一入境点分流的北京国际客运航班恢复直航，原分流政策自3月23日起实施。
9月28日	允许持有效中国工作类、私人事务类和团聚类居留许可的外国人入境，相关人员无需重新申办签证。

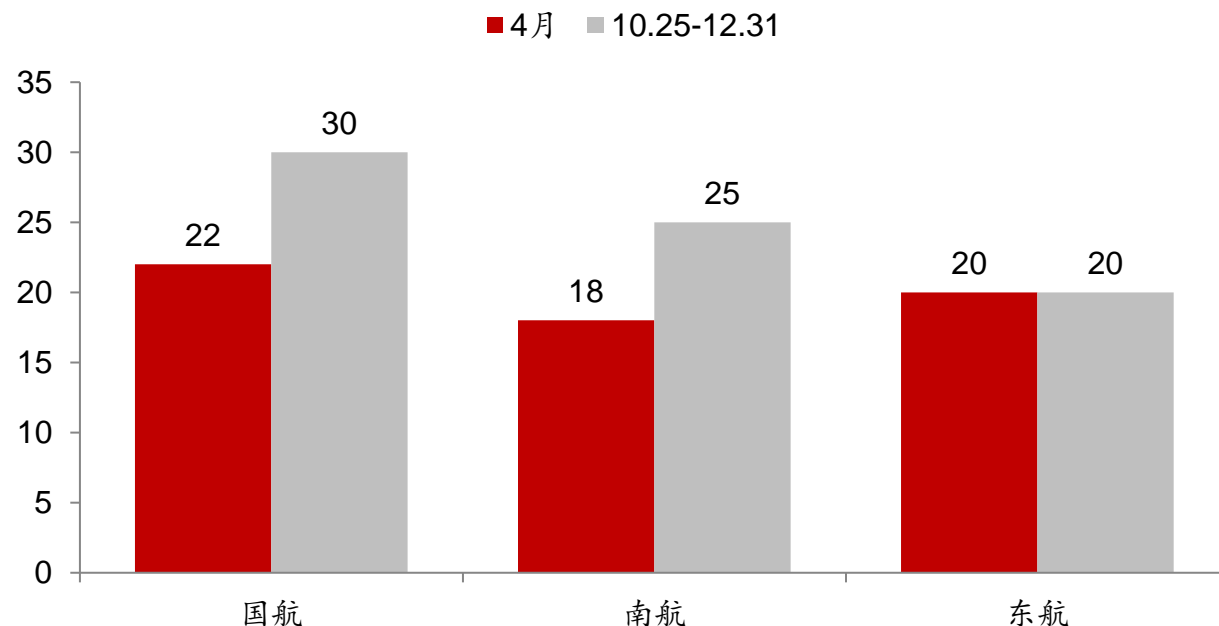
- 根据国家移民局，截至2月16日，共有133个国家/地区对中国公民采取入境管制措施。随着国内疫情控制得当，风险程度降至低水平，海外局部国家或地区逐步对中国大陆人放宽入境限制，如中国澳门、新加坡、泰国、日本、澳洲等。9月，全国公安机关出入境管理部门恢复办理内地居民赴澳门旅游签注，恢复澳门自由行，10月日均录得约1.9万游客，较9月日均上升26%。

表：疫情后对中国大陆人放松入境限制的国家/地区名单（仅部分）

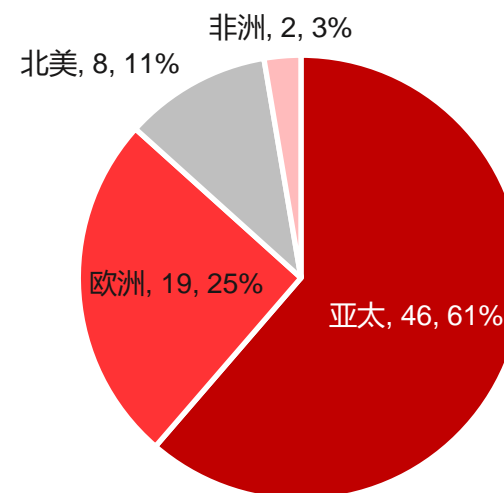
日期	国家	具体内容
6月8日	英国	所有旅客可以入境英国，但必须进行14天的自我隔离，入境人员必须下载英国卫生部门的定位软件。
6月8日	墨西哥	开始迎接国际游客，将对游客提供首日免费住宿和其他大幅折扣，以促进旅游业复苏。
6月15日	希腊	对包括中国在内的29个国家开放边境；允许航班在雅典和萨洛尼卡机场入境。
7月1日	越南	向包括中国在内的80国公民发放电子签证，允许使用电子签证的国家公民入境。
7月1日	西班牙	解除对外国人入境的隔离措施。
7月7日	迪拜	重新向全球旅客开放，必须有96天的核算检测报告。
7月15日	马尔代夫	开始恢复接待游客，入境时必须戴口罩、量体温，无需隔离。
8月1日	斯里兰卡	允许外国人入境，将对所有国家的旅客开放。
8月10日	韩国	解除对中国湖北省采取的限制入境及签证措施。
8月24日	芬兰	在中国与欧盟外交对等原则下，允许中国公民入境。入境后无强制隔离要求，但官方建议自我隔离14天。
9月15日	泰国	为外国游客签发特别旅游签证，外国游客在抵达泰国后，经过14天隔离并通过新冠病毒核酸检测且呈阴性后，可获得至少90天的签证。
10月30日	新加坡	自10月30日起，来自中国大陆的访客可申请航空通行证，并在获得批准后于2020年11月6日起入境新加坡。申请者必须在入境前的连续14天内在中国大陆停留。抵境后，访客须在机场接受核酸检测。核酸检测结果呈阴性的访客可在新加坡进行自由活动，无需再履行居家隔离。
10月30日	日本	日本外务省将包括中国在内的11个国家和地区，从感染病危险等级3级降至2级。与此同时，日本对这些国家和地区放宽新冠病毒的边境措施，这些国家和地区进入日本的入境者不再需要接受新冠核酸检测，而在上述地方停留过的外国人也可以入境日本。
11月12日	以色列	将中国列入绿色国家名单，这意味着中国公民入境以色列不需要隔离。

- 根据中国网财经报道，中国民航局在10月份新闻发布会上表示，目前在客运方面，共有105家航空公司（19家国内公司、86家外航）通航55个国家，每周计划执行290班左右。在货运方面，共有75家航空公司（18家国内公司、57家外航）通航44个国家，每周计划执行2100班左右。
- 国际航线逐渐恢复，其中亚太地区领先。**10月25日起至年底（20冬春航季），国航、南航、东航执飞国际航线分别为30、25、20条，较4月份（五个一政策发布后）分别新增8、7、0条。其中，往来亚太地区、欧洲、北美、非洲航线分别为46、19、8、2条，亚太地区恢复速度领先。
- 国际航线审批逐渐恢复。**截至10月，今年共审批通过85条国际航线，其中，全货45条，客货混合40条。

图：三大航2020年国际航班计划执飞航线数（条）

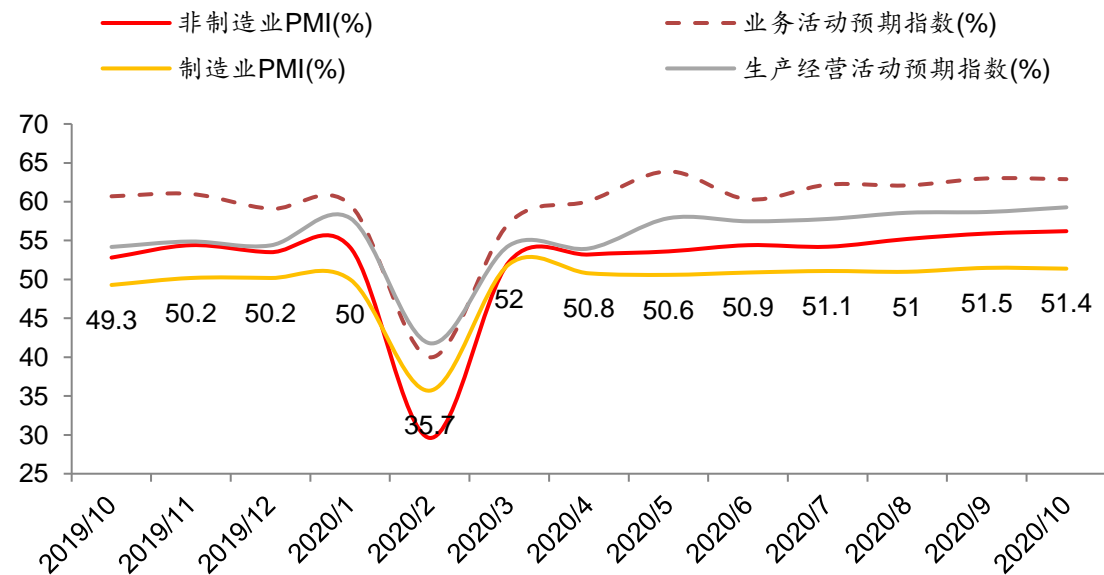


图：三大航2020年冬春航季执飞国际航线中亚太占比61%

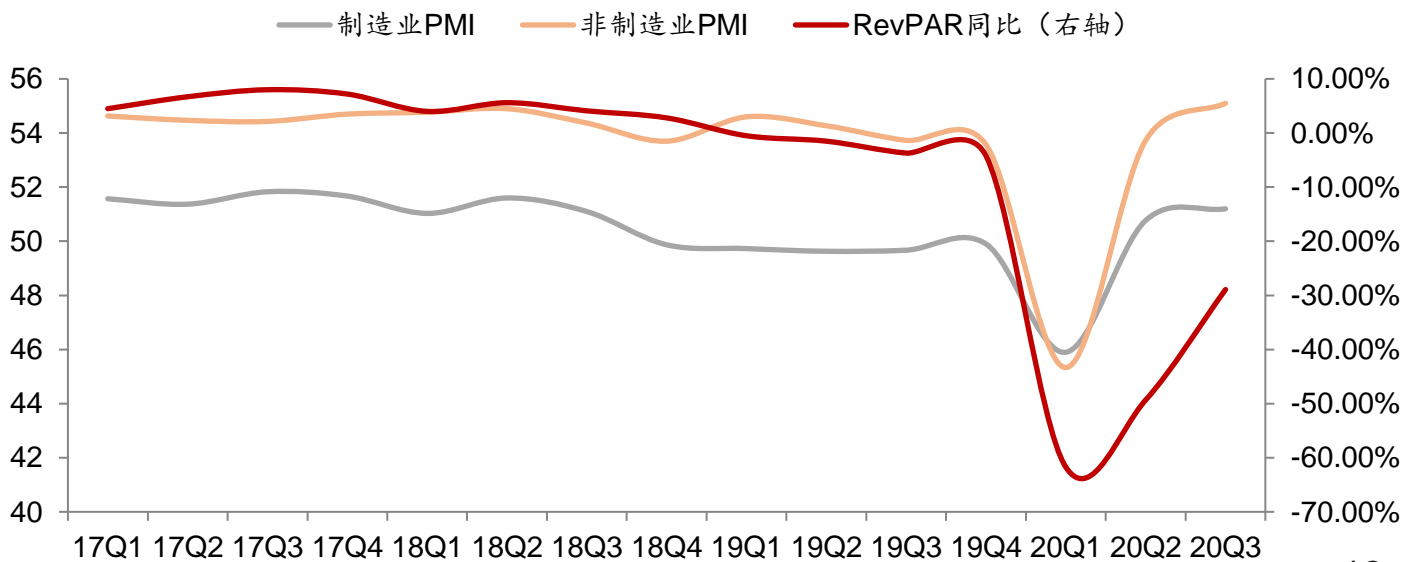


- 经济景气指数PMI保持稳中有升态势。**10月份，制造业PMI为51.4%，自7月份以来始终位于51.0%及以上，已连续8个月处于扩张区间，制造业总体持续回暖；非制造业PMI为56.2%，比上月上升0.3pct，为年内高点，非制造业复苏步伐有所加快。根据国家统计局官方解读，随着各地防控措施趋于缓和，在国庆中秋双节带动下，居民出行信心和意愿增强，消费需求加快释放，航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于59.0%以上较高运行区间，相关行业市场更趋活跃。从市场预期看，业务活动预期指数为62.2%，连续4个月位于60.0%以上高位景气区间，意味着企业对行业持续复苏较为乐观。
- PMI指数或可看作酒店走向的前瞻性指标。**首旅酒店2017Q1-2020Q3的RevPAR同比走势与同期制造业PMI、非制造业PMI的相关系数分别为0.64、0.71，即具有中高度相关关系，同时我们发现三者走向趋势相近，因此，鉴于PMI指数逐步上升的趋势，我们可预期酒店景气度将逐步转暖。

图：非制造业PMI连续三个月回升

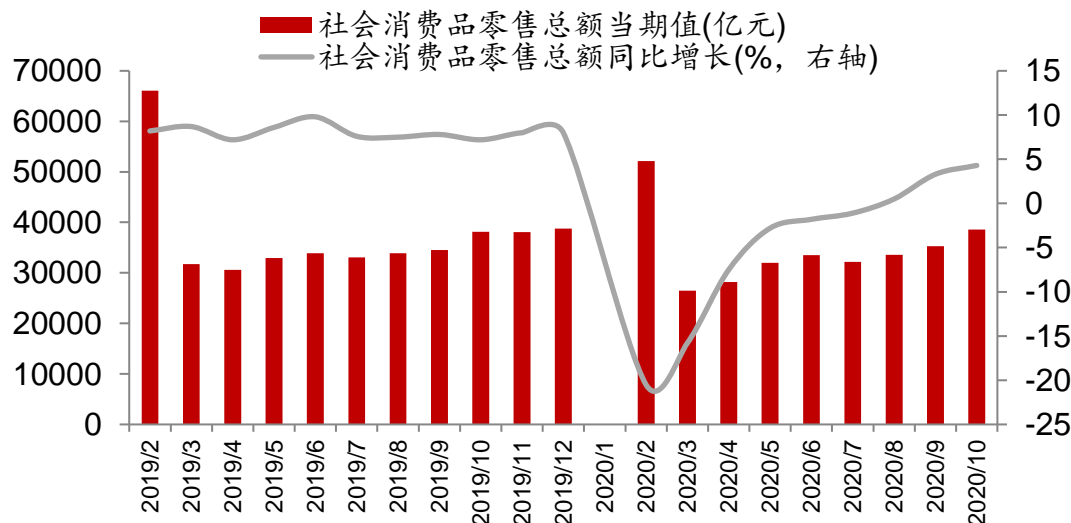


图：非制造业PMI、制造业PMI与首旅酒店RevPAR走势基本一致

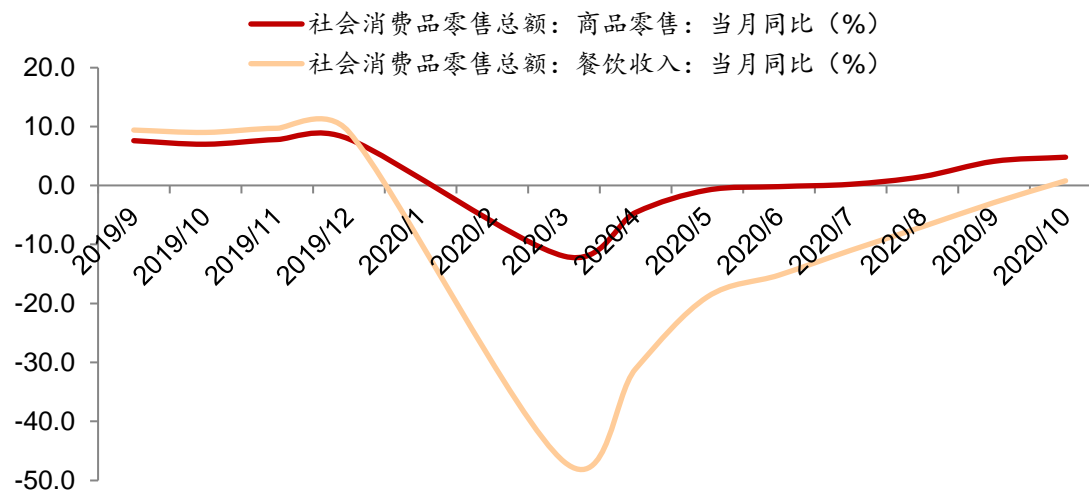


- 社零消费同比降幅持续收窄，8月增速回正。**1-2月份，疫情正面撞击使得社零消费触底，消费总额同比下降20.5%。3月起，国内疫情得到有效控制，企业复工复产率超过90%，各地政府出台一系列政策促进消费，整个消费大环境边际持续改善，社零消费同比降幅持续收窄，8月份增速回正为0.5%。10月份，社零消费总额同比增加4.3%。限上单位消费品零售额受损程度高于社零消费总额，但恢复更快，5月已实现1.3%的正增长。
- 餐饮收入增速10月回正，说明各地防疫措施放松，国内已基本恢复正常生活秩序，其他外出消费有望持续边际改善。**

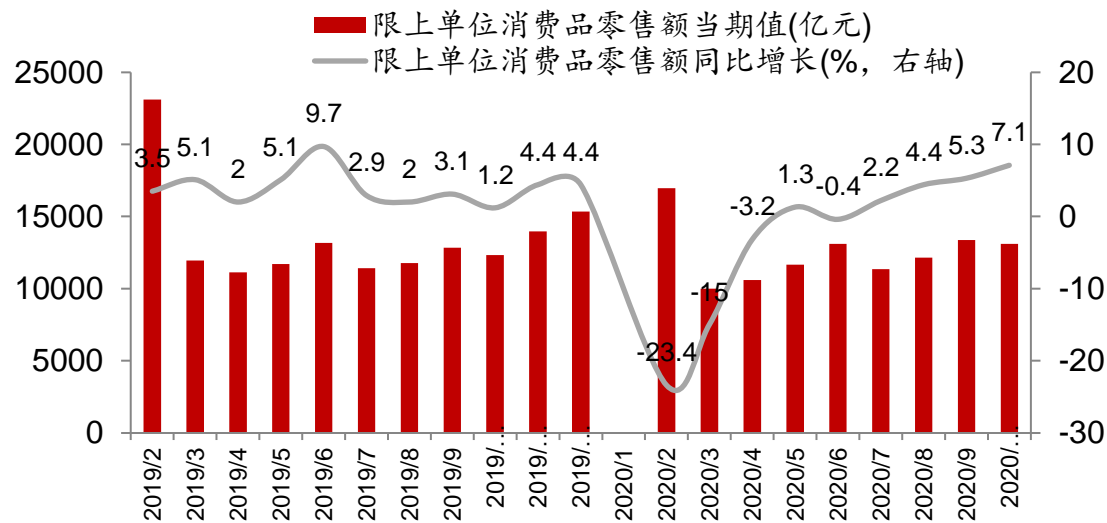
图：社会消费品零售总额8月实现正增长



图：商品零售消费增速7月回正，餐饮收入增速10月回正

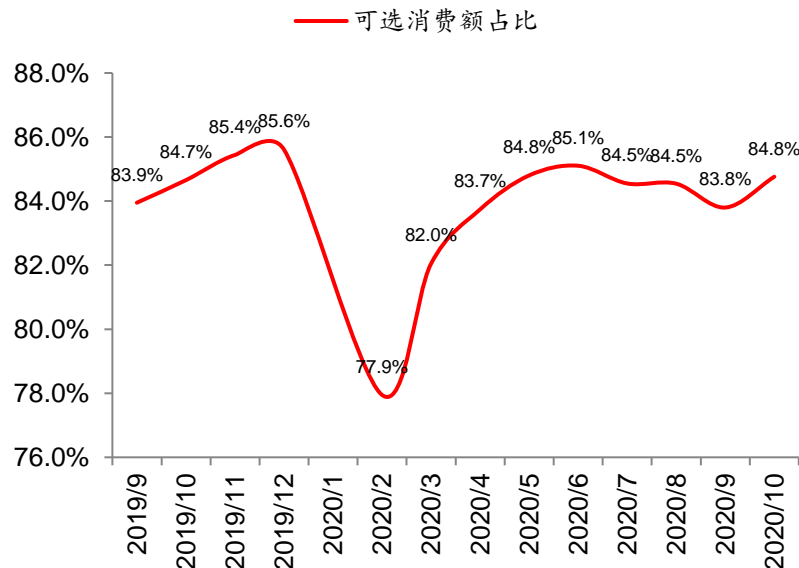


图：限上单位消费品零售额增速5月回正

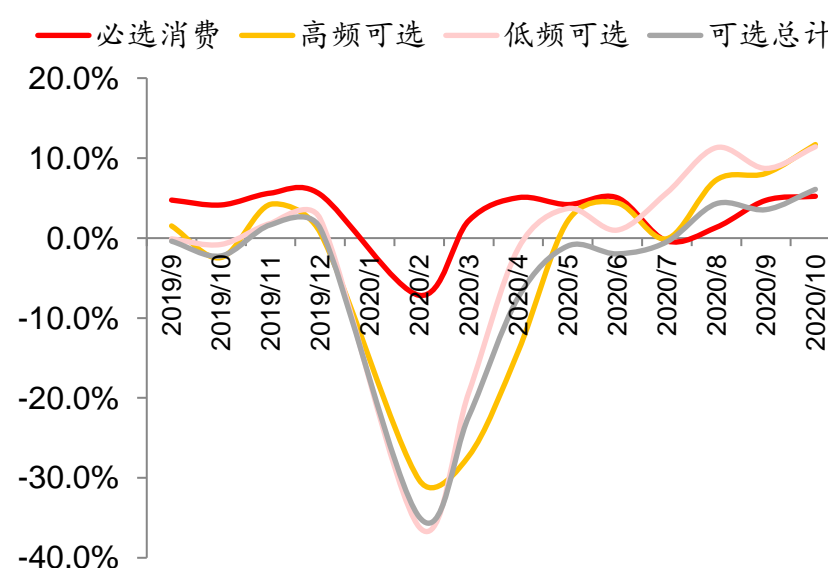


- 必选消费高基数上增速放缓，消费结构内部由必选向可选转移。**在企业复工复产、政策刺激支撑经济复苏的阶段过后，高景气必选消费上升空间有限，在上半年高基数增速的情况下，下半年必选消费上行动力有所减弱。随着经济和生活秩序恢复，消费作为经济复苏主动力，内部结构上将从必选向可选转移。10月，可选消费额占比84.8%，环比提升1pct。
- 消费升级长期趋势不变，可选消费持续上行。**在以国内为主体、国内国际双循环政策下，政府出台的多项促消费政策均聚焦在服务、线上等可选消费领域。随着经济加快修复，5月起，高频可选消费额（纺服、化妆品、体育娱乐、书报杂志）增速开始回正，6月起增速超过去年同期水平。8月，可选消费整体增速回正，并超过必选消费增速，我们认为未来可选消费成长空间巨大。
- 机场、航空、酒店修复确定性增强。**3月起，随着国内疫情蔓延趋势被有效控制，疫情管控措施也在不断减弱，旅游出行等消费显著提升。根据文化和旅游部数据，Q3游客出游意愿达80.22%，同比恢复9成左右。在疫苗落地确定性增强基础上，旅游、服务等行业加速修复，而与其保持高关联度的机场航空行业加速修复的确定性亦增强。

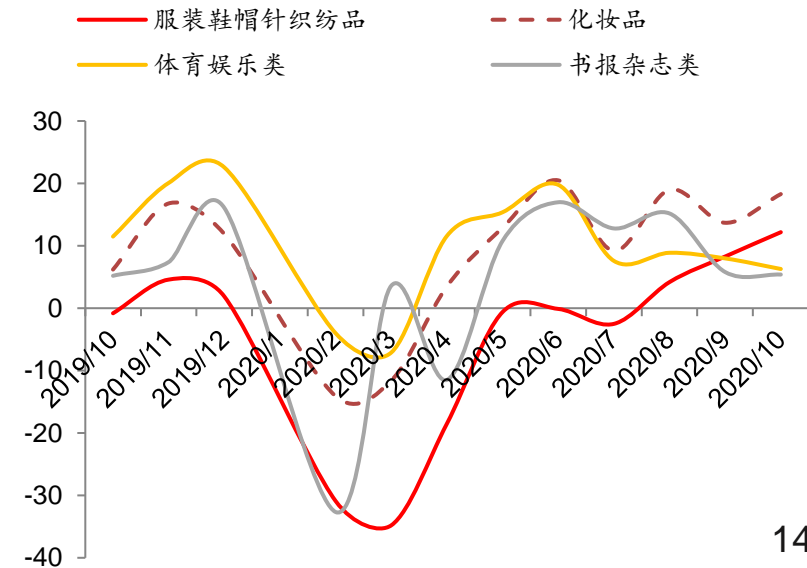
图：可选消费额占比提升



图：必选消费增速稳健，可选消费增速持续上行

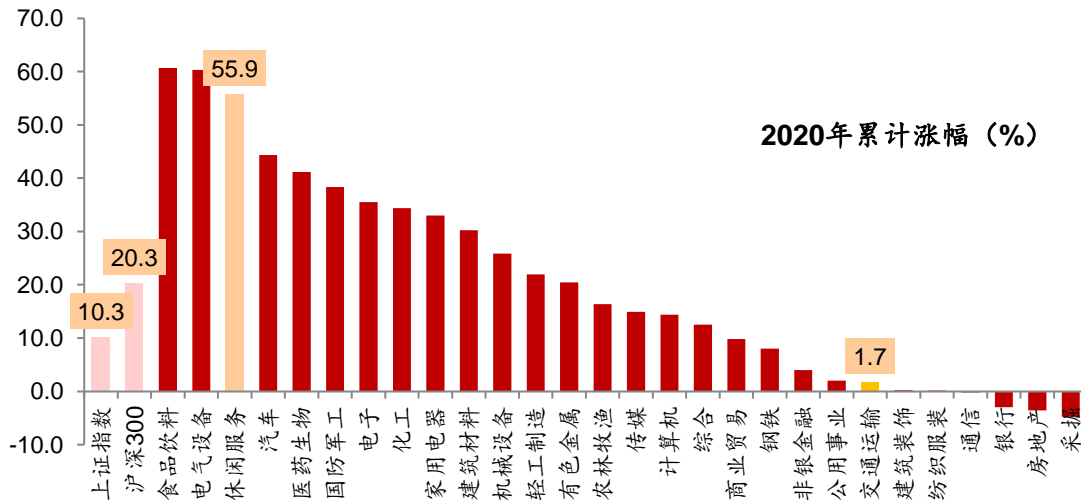


图：高频可选消费5月增速回正 (%)

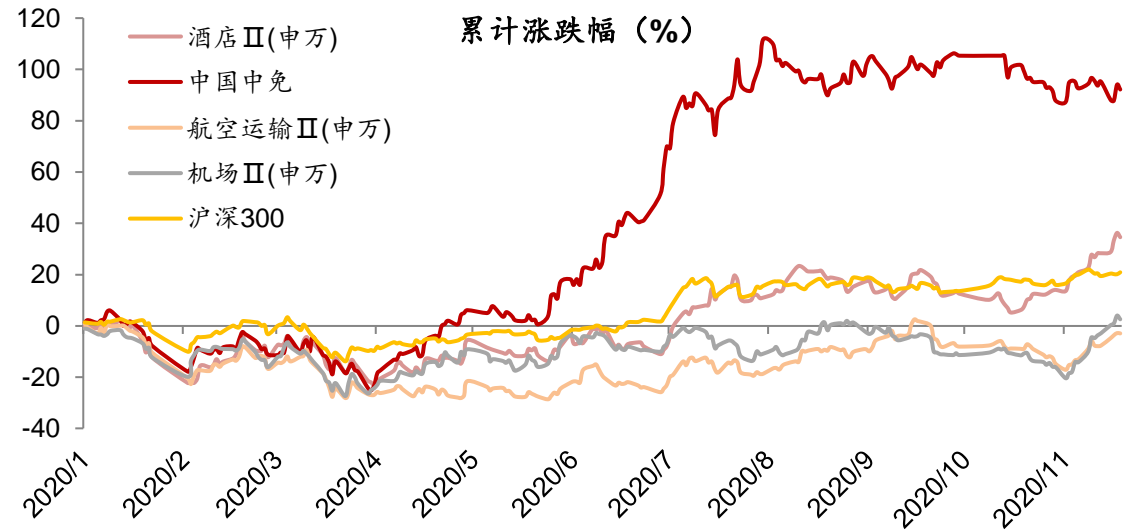


- 2020年初至今，免税大幅跑赢市场，酒店后期反弹强劲，航空机场行业大幅跑输。**截至11月19日，在申万一级行业中，交通运输行业年涨幅1.7%，排名22/28；休闲服务行业年涨幅55.9%，排名第3，其中免税、酒店为主力。在申万二级行业中，中国中免、酒店II、沪深300、机场II、航空运输II累计年涨幅分别为92%、35%、21%、3%、-3%。
- Q1出行、旅游板块均严重受创，Q2起免税一路高走，Q3起酒店显著反弹，航空机场表现疲弱。**具体来看，Q1由于国内疫情爆发，出行、旅游消费板块是实质性受损板块，因此航空机场、免税、酒店均跑输大盘。由于线上免税的爆发和海南离岛免税政策的放松，中国中免Q2大涨129%，之后一路高歌。Q2国内出行需求环比Q1出现明显好转，航空、机场、酒店板块亦企稳回升，机场板块表现由于独特的租赁收入模式——保底提成高，业绩稳定性高于航空板块。Q3国内生活基本恢复正常秩序、跨省团队游恢复，酒店板块反弹明显，Q3上涨26%。

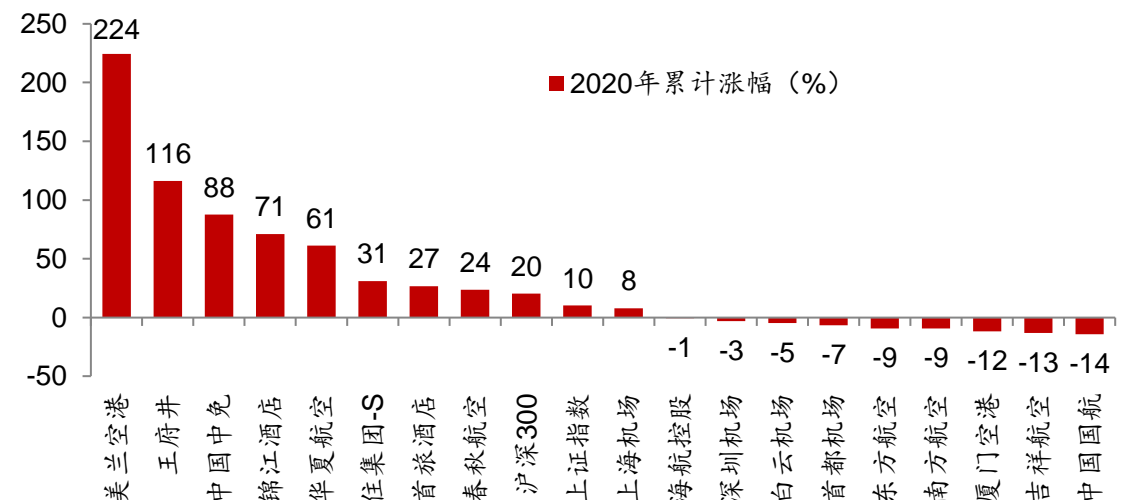
图：申万一级行业2020年初至今涨幅（截至11.19）



图：2020年至今，免税大幅跑赢，酒店恢复迅速，航空机场跑输大盘



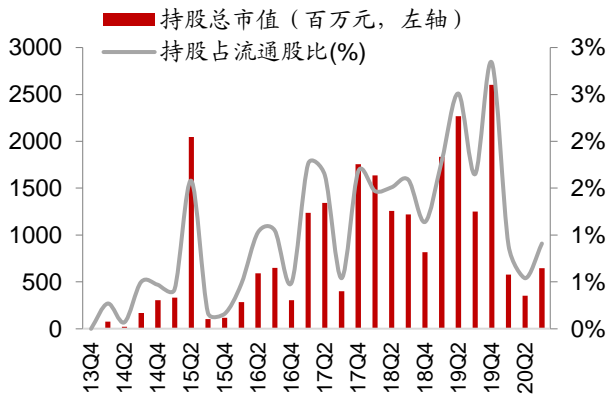
图：免税酒店涨幅靠前，除春秋、华夏外的航空机场个股跑输大盘



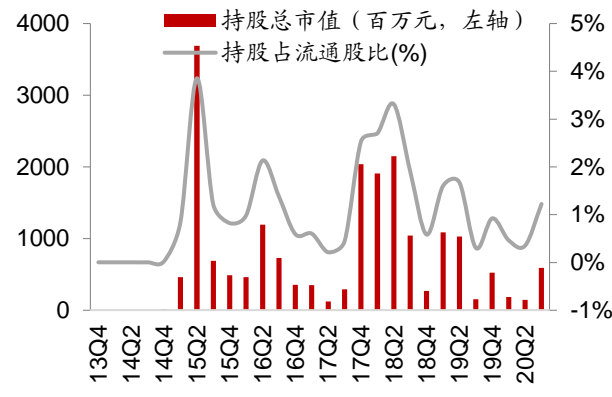
注：涨跌幅均截至11月19日

目前市场在航空机场板块持仓处于低位，股价亦基本回到3月欧美疫情爆发时的水平，当前交易胜率高。机场板块，2020年Q1-3持续下跌，Q3基金持股仓位降至冰点，上海机场、白云机场、深圳机场基金持股占流通股比例分别为4.9%、0.5%、0.04%。航空板块基数较低，上半年基金持股仓位下降明显，Q3均出现反弹，其中春秋航空仓位相对最高，基金持股占流通股比例2.6%。后续我们仍然看好机场低位的基本面改善，航空明年低基数下的国内持续向好+国际边际修复。

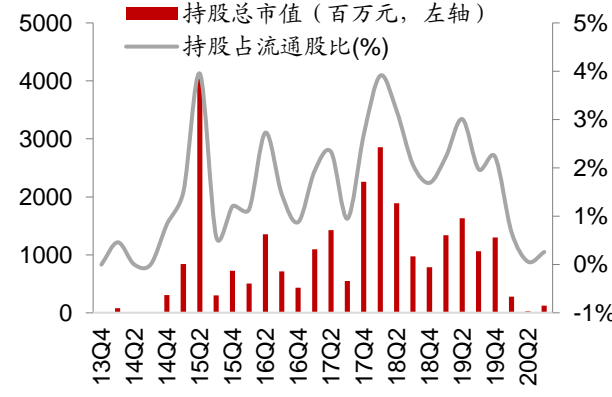
图：中国国航基金持仓仓位



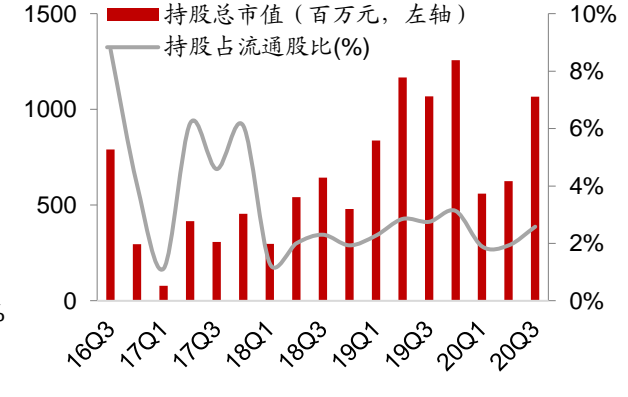
图：东方航空基金持仓仓位



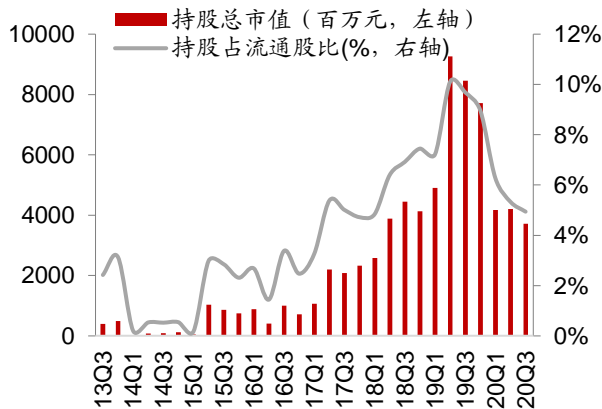
图：南方航空基金持仓仓位



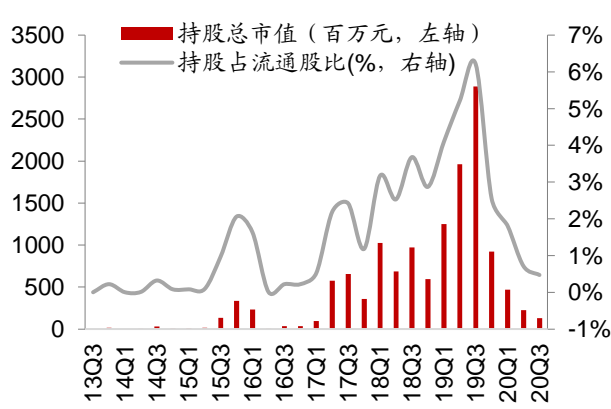
图：春秋航空基金持仓仓位



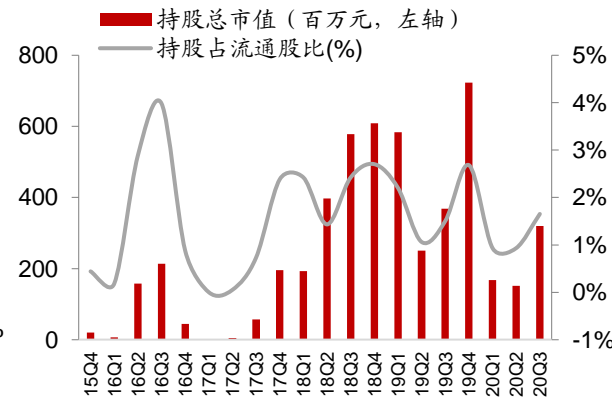
图：上海机场基金持仓仓位



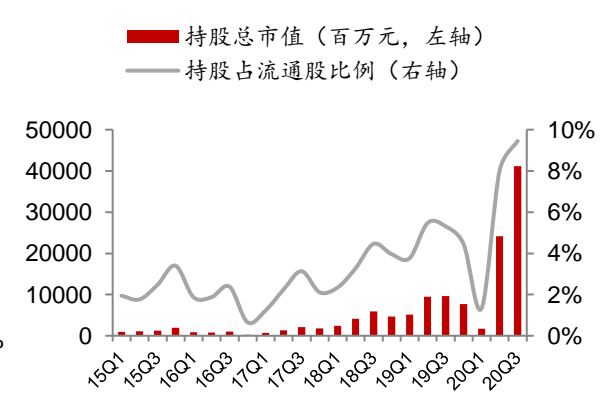
图：白云机场基金持仓仓位



图：吉祥航空基金持仓仓位



图：中国中免基金持仓仓位



02

交运、社服 行业回顾

**航空机场：国内需求已恢复，
国际仍低位徘徊**

酒店：Q3起景气度大幅回升

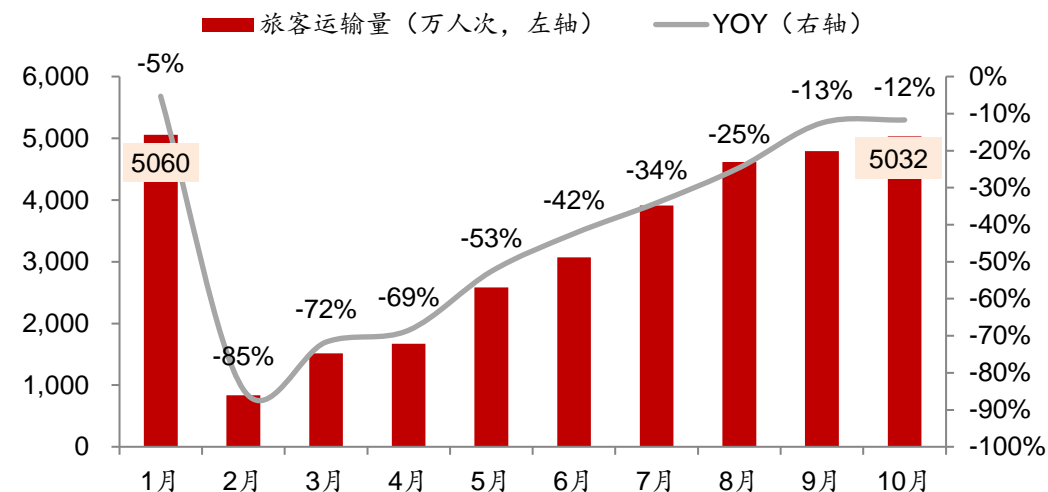
免税：离岛免税规模创新高

1月中旬，国内新冠肺炎疫情爆发；3月起，国内疫情控制得当，海外疫情开始爆发。截至11月下旬，航空运输经营数据先降后升。

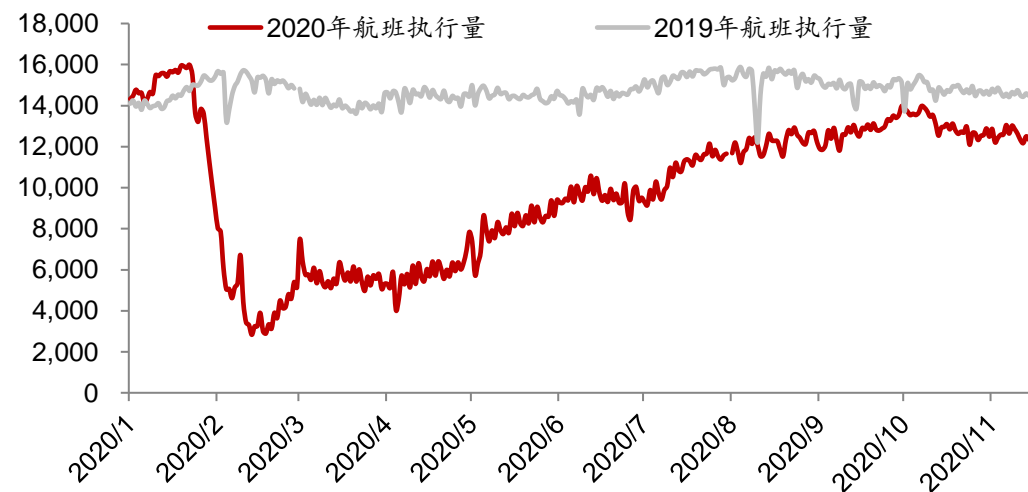
□ 疫情严重打击旅客出行信心，航空客运需求9月起已进入稳定期。

- **触底期（1月下旬-2月）**：2月，在新冠肺炎疫情叠加春节假期背景下，航空运输经营数据触底，日均航班执行量4523班次，同比下降70%，旅客运输量仅834万人次/-85%。
- **刚性需求恢复期（3-4月）**：随着国内疫情得到有效控制，企业复工复产提速。根据发改委消息，3月中旬，除湖北省等个别省份外，全国其他省市复工率均已超过90%，其中江浙沪等地区已接近100%。此阶段，因公出行等刚性需求恢复速度较快。4月，旅客运输量1672万人次/-69%，日均航班执行量稳定在5000-6000班次。
- **弹性需求恢复期（5-8月）**：5月起，国内基本恢复正常生活秩序；7月中旬，跨省团队旅游恢复，进一步提振旅客出行信心，同时暑运加速弹性需求修复。8月，日均航班执行量12188班次，民航旅客运输量4617万人次/-25%，较6月上升50%。
- **稳定期（9月-国际航线明显复苏前）**：9月，随着各大学开学、国内防疫措施减弱，国内客流基本恢复，整体需求恢复进入稳定期。10月，日均航班执行量13067班次/-12%；旅客运输量5032万人次/-12%。

图：2020年1-10月中国民航旅客运输量及同比增速



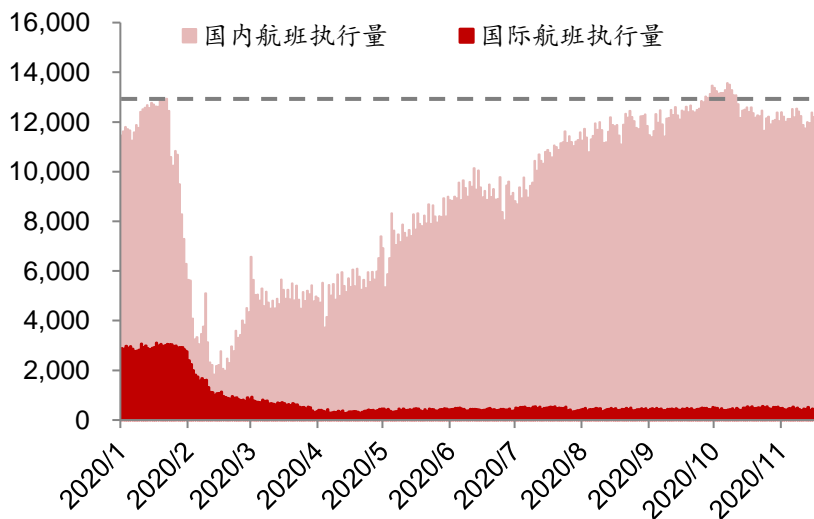
图：2019-2020年航班执行量（班次，截至11.16）



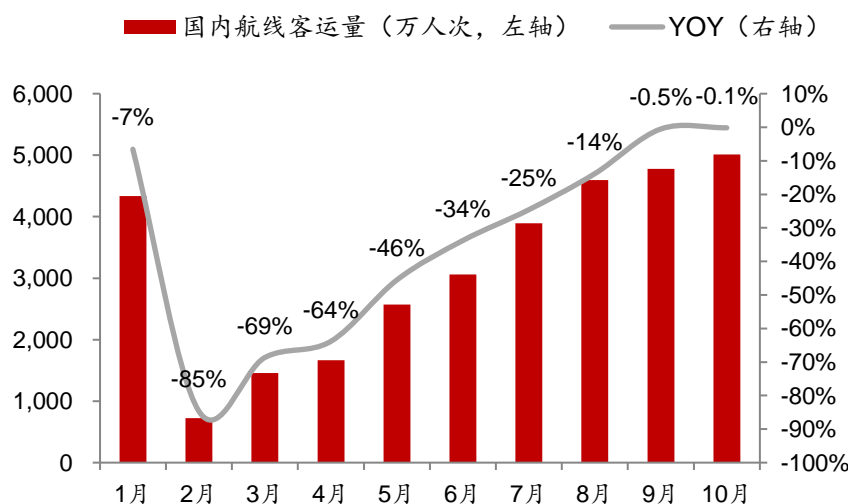
疫情发生后，国内航空需求逐步恢复，拉动整体旅客运输量回升；国际及地区航班量仍低位徘徊，导致整体需求恢复进入瓶颈期。

- 国内航空需求、航班量9月已基本恢复。**9月，除了个别地区出现小范围、短时间疫情反复外，国内基本恢复正常生活秩序，防疫措施减弱，国内航空需求基本恢复至去年同期水平；当月国内航线日均航班执行量12373班次，基本恢复正常水平，占比达96.6%；国内旅客运输量4775万人次，同比基本持平，占整体运输量的99.6%。10月，基于历史数据，我们预估国内航线旅客运输量5012万人次，同比持平。
- 国际及地区线航班量、客运量仍低位徘徊。**2月17日起，国际/地区航班按照民航局审批的航班计划执行；3月下旬，民航局发布“五个一”政策，即1家航司1个国家1条航线1周1班，严控国际客运航班量；6月8日起，以入境航班落地后旅客核酸检测结果为依据，对航司实施航班奖励和熔断措施，若连续3周旅客全阴性则每周奖励1班，若同一航线航班阳性旅客达到5个则暂停1周、达到10个则暂停4周。10月，我们预计国际及地区客运量仅20万人次，同比下降97%；11月上半月，日均航班量445班次。

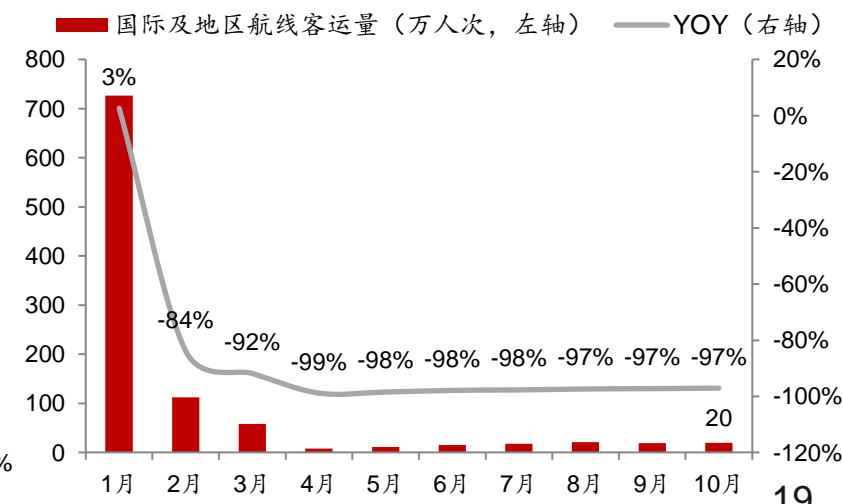
图：国内/国际航班执行量趋势对比（单位：班次）



图：2020年1-10月国内航线旅客运输量



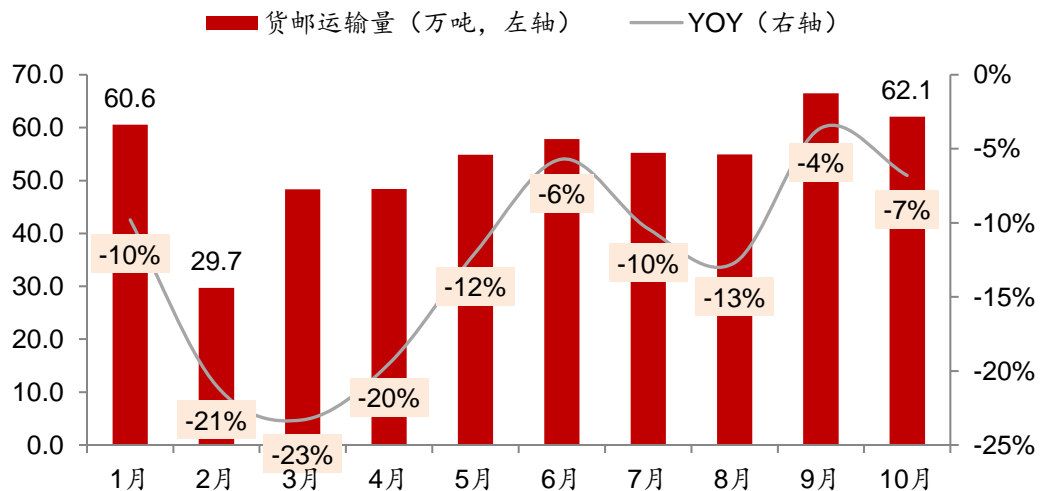
图：2020年1-10月国际及地区航线旅客运输量



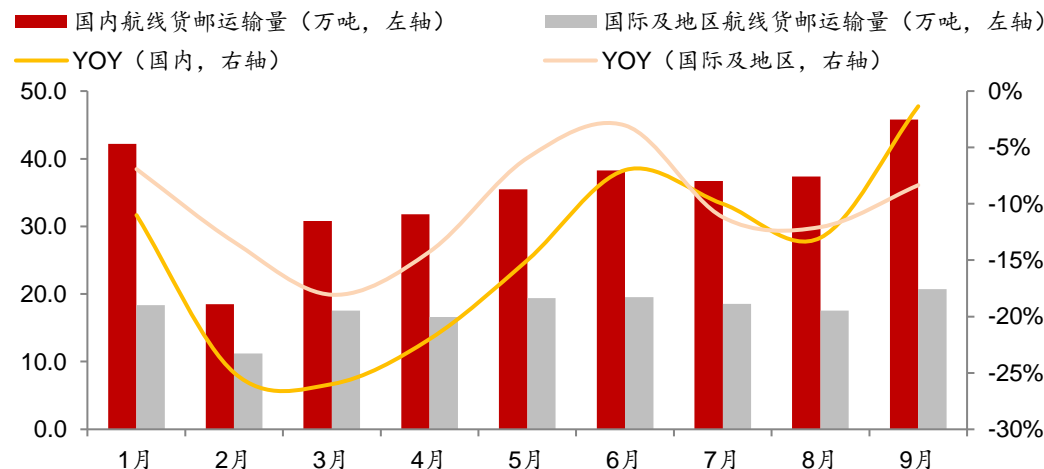
疫情期间，防疫、救援物资具有大规模、紧急性需求，同时客运航班量骤降，导致航空货运业务需求激增；同时国家出台财政、行政等措施，有效提升货运供给端水平。在客运需求低谷期，货运成为航司业绩亮点，但我们认为该非常态火爆趋势难以为继。

- 疫情催生航空货运新机遇，需求反弹较快。** 疫情期间，防疫物资和救援物资运输的刚性需求、海内外疫情形势差异带来新生产订单催生航空货运新机遇。2月，货运业务运营数据探底，货邮运输量29.7万吨/-21%；3-6月，在防疫刚性需求支撑下，货运需求回升迅速，其中6月货邮运输量仅同比下降6%。与客运需求结构不同，国内、国际/地区货运经营数据与整体货运需求的增速基本一致。
- 在国家政策支撑下，我国航空货运能力大幅提升。** 20Q2，我国中央财政安排资金对中外航空运输企业的货运业务予以支持，民航局为国际航空货运建立简易审批“绿色通道”，鼓励航司进行“客机内舱改货机”，并使用客运航权执飞货运航班。为了改善经营状况，减少疫情带来的损失，航司积极扩展市场机遇，灵活开展“客改货”业务，上半年货运业绩均表现靓丽。
- 货运火爆态势难以长期持续，供需将回归常态化。** 随着国内外疫情得到控制、趋于常态化，防疫物资运输需求大大减少，转移过来的东南亚生产订单回归原位，我们认为未来航空货运市场亦将同步降温，供需回归正常发展趋势。

图：2020年1-10月中国民航货邮运输量及同比增速



图：2020年1-9月中国各航线货邮运输量及同比增速



受新冠疫情影响，机场起降架次、旅客吞吐量均明显下滑。3月起，国内线经营数据探底回升，同比降幅均明显收窄。

- 国内业务量已恢复，国际航班低位运行。**8月，上海机场、白云机场国内线飞机起降架次同比增速回正，分别为16%、9%；9月，上海机场、白云机场、深圳机场国内线旅客吞吐量同比增速均回正，分别为14%、1%、2%。国际航线方面，一线机场旅客吞吐量同比下降94%-99%，尚未见明显复苏迹象。
- 上海机场国内业务量修复最快，白云机场11月出港航班执行量同比基本持平，首都机场恢复速度受二次疫情影响。**在一线机场中，上海机场国内线业务量修复最快，10月起降架次、旅客吞吐量同比分别增加24%、17%，远超其余机场。出港航班执行量方面，白云机场8月起已恢复至去年同期的90%以上、11月已基本与上年持平，深圳机场8月起基本恢复至上年同期水平。受二次疫情、北京防控措施最严格的影响，首都机场恢复最慢，10月国内线起降架次、旅客吞吐量同比分别下降21%、31%。

表：2020年1-10月一线机场国内线运营数据同比增速

国内	起降架次			旅客吞吐量			
	首都机场	上海机场	白云机场	首都机场	上海机场	白云机场	深圳机场
1月	-13%	-5%	-2%	-20%	-10%	-7%	-7%
2月	-73%	-66%	-67%	-89%	-82%	-84%	-79%
3月	-74%	-65%	-51%	-88%	-78%	-68%	-57%
4月	-77%	-64%	-47%	-90%	-75%	-62%	-51%
5月	-60%	-45%	-31%	-73%	-59%	-45%	-34%
6月	-59%	-27%	-11%	-73%	-41%	-28%	-19%
7月	-61%	-6%	-1%	-73%	-15%	-13%	-4%
8月	-31%	16%	9%	-47%	0%	-7%	-3%
9月	-29%	19%	9%	-35%	14%	1%	2%
10月	-21%	24%	15%	-31%	17%	1%	3%

表：2020年1-10月一线机场国际及地区线运营数据同比增速

国际/地区	起降架次			旅客吞吐量			
	首都机场	上海机场	白云机场	首都机场	上海机场	白云机场	深圳机场
1月	-7%	1%	4%	-3%	-1%	2%	20%
2月	-64%	-57%	-61%	-79%	-81%	-82%	-86%
3月	-81%	-66%	-71%	-91%	-91%	-90%	-95%
4月	-84%	-54%	-71%	-100%	-99%	-98%	-100%
5月	-70%	-46%	-63%	-100%	-99%	-98%	-100%
6月	-80%	-58%	-69%	-100%	-98%	-97%	-100%
7月	-82%	-65%	-73%	-100%	-98%	-97%	-100%
8月	-83%	-65%	-73%	-100%	-97%	-95%	-99%
9月	-81%	-65%	-73%	-99%	-96%	-94%	-99%
10月	-80%	-64%	-73%	-99%	-96%	-94%	-99%

机场收入分为航空性收入、非航空性收入。其中，航空性收入主要包括飞机起降费、旅客服务费、停场费等，均与业务量直接挂钩；非航空性收入主要包括免税、广告、餐饮、租金等，收入增速可高于流量增速，逐渐成为机场主要盈利来源。

- 前三季度累计收入均大幅下滑，Q3收入降幅环比收窄。** 20Q1-3，上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场分别实现收入34.4、37.6、21.3、28.6亿元，同比分别下降58%、36%、24%、65%。其中Q3，收入同比降幅较Q2均有不同程度收窄。
- 航空性收入增速与业务量恢复程度直接挂钩。** 根据各机场中报披露，20H1，上海机场、深圳机场、首都机场分别实现航空性收入8.4、8.2、5.8亿元，同比分别下降59%、38%、72%，与上半年旅客吞吐量增速基本一致。Q3国内旅客吞吐量加速恢复，我们以业务量和机场收费标准为基础，对上市机场航空性收入内各细分项目进行测算，预估上海机场、白云机场、深圳机场Q3航空性收入分别为4.2、4.4、5.8亿元，较Q2环比分别上升34%、54%、25%。

表：2020年Q1-3四大一线机场收入情况

	上海机场	白云机场	深圳机场	首都机场
20Q1-3收入 (亿元)	34.4	37.6	21.3	28.6
YOY	-58%	-36%	-24%	-65%
其中：Q1收入 (亿元)	16.4	13.14	5.6	-
YOY	-41%	-35%	-38%	-
Q2收入 (亿元)	8.3	10.39	7.2	-
YOY	-69%	-49%	-24%	-
Q3收入 (亿元)	9.7	14.1	8.5	8.8
YOY	-65%	-29%	-11%	-68%
H1航空性收入 (亿元)	8.4	-	8.2	5.8
YOY	-59%	-	-38%	-72%
H1旅客吞吐量 (万人次)	1221	-	1419	1301
YOY	-68%	-	-45%	-74%
H1非航收入 (亿元)	16.3	-	4.6	14.1
YOY	-53%	-	-14%	-58%

- 非航收入降幅相对航空性收入小，白云机场Q3非航收入环比明显增加。** 20H1，根据中报披露，上海机场、首都机场、深圳机场非航收入分别为16.3、14.1、4.6亿元，同比分别减少53%、58%、14%，其中首都机场1月份按照合同约定免收免税租赁费。根据前文我们预估的20Q3航空性收入倒算，我们预计上海机场、白云机场、深圳机场Q3非航收入与分别为5.4、9.7、2.7亿元，环比分别增加4%、29%、6%，其中白云机场的非航收入项目与业务量相关度较大，因此Q3恢复较显著。
- 上海机场、首都机场前三季度均未计入免税保底租赁费，白云机场按照保底计入免税收入。** 根据20年中报，免税计入报表方式成为业绩主要差异点。20H1，上海机场计入免税收入约7.5亿元，根据免税合同，上半年保底收入约为20.8亿元，故上海机场未计入保底；首都机场计入免税收入1.76亿元，根据首都机场免税合同，首年（2018）保底金额为30.3亿元，且“每个合同年按经营区域所在航站楼国际旅客流量浮动调整年保底经营费”，20H1首都机场国际及地区旅客量下滑79.3%，首都机场基于谨慎原则亦未计入免税保底额；白云机场计入免税收入约2.6亿元，其中应收新免账款2.15亿元，白云机场计入了免税保底额。根据前文我们预估的20Q3航空性收入倒算得的非航收入，我们预计上海机场、首都机场、白云机场免税计入报表方式与上半年一致。
- 2-4月为疫情对机场商业影响最大的阶段，四大一线机场均对有税商业做出减免。** 根据公司公告，四大一线机场均实施了针对非国有中小企业在有税商业业务的减免政策，上海机场、首都机场、白云机场、深圳机场分别影响收入约12000、6664、10232、8000万元。

表：首都、上海、广州、深圳机场对非国有中小企业减免政策

机场	减免政策	影响
上海机场	在疫情期间对于非国有中小商户2月、3月经营权转让费保底部分不再计算。	预计1.2亿元左右
首都机场	2-3月于首都机场从事零售、餐饮及便利店的非国有中小微企业商户，就有关租金进行减免，4月及以后的租金减免政策，将根据新冠疫情的持续时间及防控情况等因素另行制定。	2-3月预计6663.6万元
白云机场	对受疫情影响较大不能正常经营的民营承租企业、个体工商户，免收2020年2月份的租金、经营权转让费（或特许经营费）和综合管理费；减半收取2020年3月份和4月份的租金、经营权转让费（或特许经营费）和综合管理费。	减免约10232万元
深圳机场	减免非国有企业、个体工商户2-3月物业租金	共计减免约8000万元

- 上海机场：**20Q1-3，上海机场实现归母净利润-7.4亿元/-118.5%，其中Q1、Q2、Q3分别为0.8亿元/-94.2%、-4.7亿元/-135.6%、-3.5亿元/-127.2%，Q3减亏幅度略低于预期。
- 首都机场：**20Q1-3，首都机场净利润-10.9亿元/-156.8%，Q3为-3.5亿元/-155.9%。受北京二次疫情影响，Q3业绩恢复缓慢。
- 白云机场：**20Q1-3，白云机场归母净利润-3.0亿元，同比下降152.3%，归母扣非净利润-4.8亿元/-192.0%。其中Q1、Q2、Q3归母净利润分别为-0.6亿元/-125.9%、-1.1亿元/-145.9%、-1.3亿元/-190.5%；Q1、Q2、Q3扣非净利润分别为-1.9亿元/-187.1%、-1.5亿元/-179.2%、-1.4亿元/-195.2%，Q3减亏幅度略低于预期。
- 深圳机场：**20Q1-3，深圳机场实现归母净利润-0.6亿元/-112.8%，其中，Q1、Q2、Q3归母净利润分别为-1.2亿元/-170.1%、-0.3亿元/-122.4%、0.9亿元/-47.9%。随着航班量的逐渐恢复，**深圳机场5、6月均已实现盈利**，全年有望整体盈利。

表：20Q1-3首都、上海、白云、深圳机场净利润情况

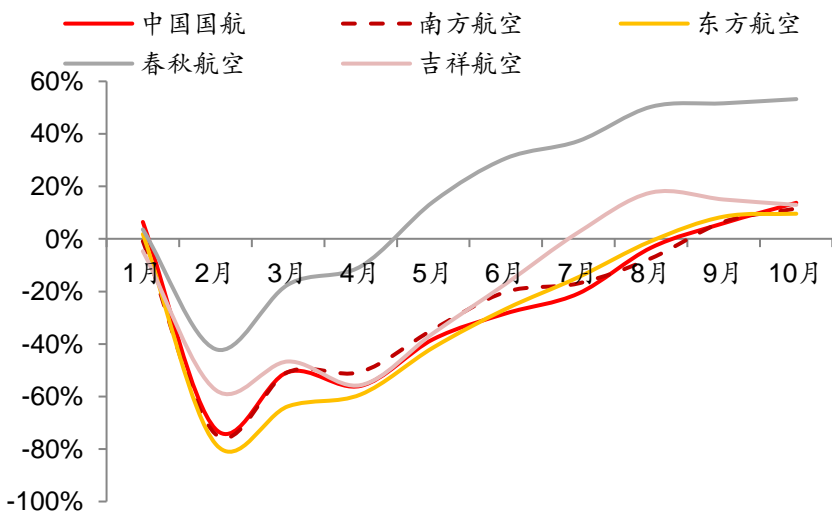
	上海机场	首都机场	白云机场	深圳机场
20Q1归母净利润 (亿元)	0.8	--	-0.6	-1.2
YOY	-94.2%	--	-125.9%	-170.1%
20Q2归母净利润 (亿元)	-4.7	--	-1.1	-0.3
YOY	-135.6%	--	-145.9%	-122.4%
20H1归母净利润 (亿元)	-3.9	-7.4	-1.7	-1.5
YOY	-114.3%	-157.2%	-135.6%	-149.2%
20Q3归母净利润 (亿元)	-3.5	-3.5	-1.3	0.9
YOY	-127.2%	-155.9%	-190.5%	-47.9%
20Q1-3归母净利润 (亿元)	-7.4	-10.9	-3.0	-0.6
YOY	-118.5%	-156.8%	-152.3%	-112.8%

随着国内疫情的好转，3月起，各航司ASK、RPK同比跌幅均明显收窄。国内线成为强劲支撑，9月，上市航司国内线ASK、RPK增速均回正，客座率降幅收窄至约3-4pct。

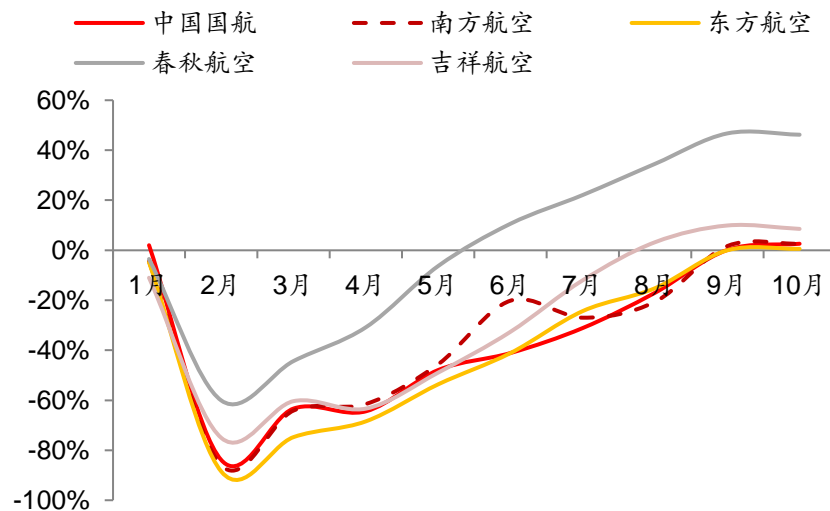
□ **新冠疫情发生后，各航司经营数据同比均明显下滑，其中春秋受损最小。**根据航司披露数据，**1) 10月**，国航、南航、东航、春秋、吉祥ASK同比分别下降29%、19%、29%、1%、5%，RPK同比分别下降35%、26%、33%、4%、7%，客座率同比分别下降7.0、6.7、4.9、2.0、1.9个百分点。**2) 1-10月累计来看**，国航、南航、东航、春秋、吉祥ASK同比分别下降48%、41%、45%、15%、27%，RPK同比分别下降55%、49%、53%、26%、37%，客座率同比分别下降10.9、11.8、11.7、12.0、11.6个百分点。

□ **国内航线强劲反弹，9月上市航司ASK、RPK增速均回正。**根据航司披露的国内线经营数据，春秋航空领跑行业，5月ASK增速率先回正，6月RPK增速亦回正；吉祥航空紧随其后，ASK、RPK增速先后于7月、8月回正；由于国际航线尚未明显复苏，国际航班量占比较大的三大航恢复速度较慢，但在国内线强劲表现的拉动下，9月份三大航ASK、RPK增速均回正。

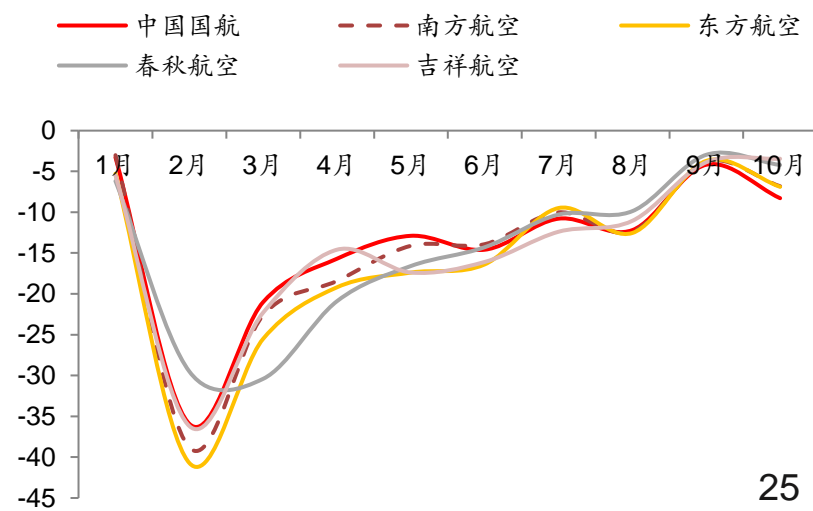
图：2020年1-10月上市航司国内线ASK增速



图：2020年1-10月上市航司国内线RPK增速



图：2020年1-10月上市航司国内线客座率增速 (%)



- 2020年前三季度，春秋业绩受损最小。**由于客运业务量数据大幅下滑，上市航司的收入均出现大幅下跌，但随着国内航班恢复，Q3收入环比降幅均收窄，其中春秋收入减亏幅度最大。20Q3，国航、南航、东航、春秋、吉祥实现收入分别为188亿元/-50%，264亿元/-40%，172亿元/-50%，28亿元/-37%，30亿元/-39%。
- 货运收益加持下，南航在三大航中表现最优。**根据航旅圈，上海联合产权交易所的公告显示，今年1-8月南航货运物流营业收入97.8亿元，净利润达到26.4亿元，仅7-8月南航货运物流营收21.1亿元。在货运物流和大机型A380助力下，Q3南航收益情况在三大航中表现最佳。在三大航中，国航、东航经过混改后已从上市公司报表中剥离货运物流，11月初南航货运公司筹建获初审同意，或剥离出上市公司。
- 20Q3，从单位ASK营业收入来看，国航绝对值最大，实现0.446元/-13%，南航降幅最小，实现0.432元/-10%；单位RPK营业收入方面，国航Q3绝对值最大且降幅最小，实现0.606元/-2%。**

表：20Q1-3各航司收入情况

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
2020Q1-3					
收入 (亿元)	485	654	423	68	72
增速	-53%	-44%	-55%	-41%	-45%
ASK (亿座公里)	1078	1469	1065	268	216
增速	-50%	-43%	-47%	-17%	-29%
RPK (亿人公里)	753	1035	746	210	157
增速	-57%	-52%	-55%	-29%	-40%
单位ASK营业收入 (元)	0.450	0.445	0.397	0.255	0.332
增速	-6%	-2%	-14%	-29%	-22%
单位RPK营业收入 (元)	0.644	0.632	0.567	0.325	0.455
增速	10%	16%	1%	-17%	-8%
2020Q3					
收入 (亿元)	188	264	172	28	30
增速	-50%	-40%	-50%	-37%	-39%
ASK (亿座公里)	422	611	448	110	96
增速	-43%	-33%	-36%	-4%	-10%
RPK (亿人公里)	311	456	334	93	76
增速	-49%	-13%	-37%	-11%	61%
单位ASK营业收入 (元)	0.446	0.432	0.383	0.254	0.313
增速	-13%	-10%	-22%	-34%	-33%
单位RPK营业收入 (元)	0.606	0.579	0.515	0.298	0.396
增速	-2%	-31%	-22%	-29%	-62%

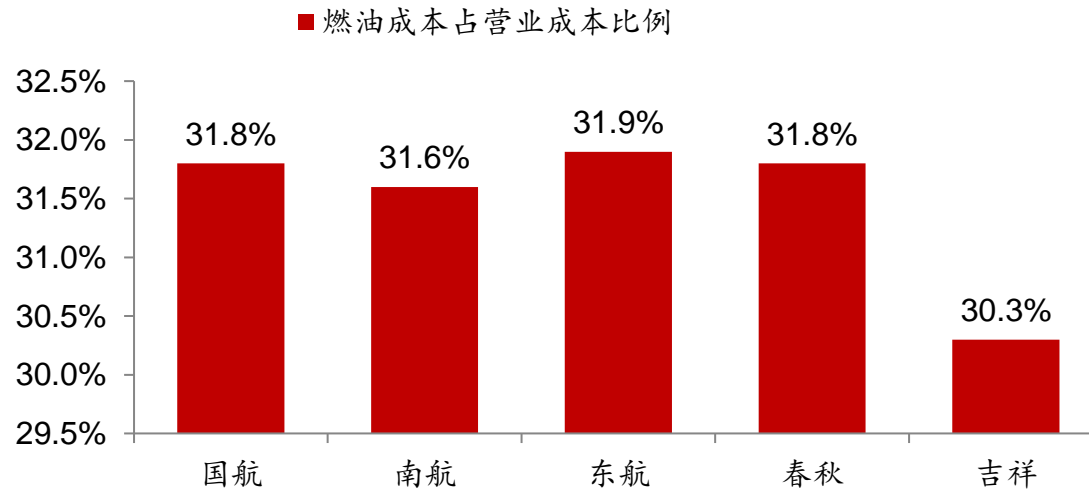
- 其他收益方面，20Q3，上市航司其他收益均有不同程度的增长，主要系本期航线补贴增加所致。其中，吉祥航空因去年洲际航线开通而获得较大幅度增长，同比增加107.5%。
- 2020Q1-3，国航、南航、东航、春秋、吉祥归母净利润分别为-101.1、-74.6、-91.1、-1.5、-4.8亿元。其中，20Q3，南航、春秋、吉祥净利润均回正。20Q3，春秋航空减亏幅度最大，国航、南航、东航、春秋、吉祥环比减亏幅度分别达到86.0%、113.5%、85.7%、212.6%、140.0%。
- 资产负债率方面，除南航外，其他航司均有所增长，其中春秋航空资产负债率最低，仅55.2%，相比去年底增加了6.4pct。

表：20Q3各航司其他收益、利润、资产负债率情况

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
20Q3其他收益 (亿元)	12.6	11.2	16.8	2.9	2.1
YOY	47.9%	7.7%	24.8%	20.0%	107.5%
20Q1归母净利润 (亿元)	-46.4	-29.1	-46.1	-1.8	-1.8
20Q2归母净利润 (亿元)	-48.1	-52.6	-39.3	-2.3	-4.9
20Q3归母净利润 (亿元)	-6.7	7.1	-5.6	2.6	2.0
20Q1-3归母净利润 (亿元)	-101.1	-74.6	-91.1	-1.5	-4.8
YOY	-249.5%	-287.0%	-308.5%	-108.7%	-138.8%
Q3/Q2环比	86.0%	113.5%	85.7%	212.6%	140.0%
资产负债率	69.8%	73.4%	78.9%	55.2%	66.8%
相较19年末	+4.3pct	-1.5pct	+3.8pct	+6.4pct	+5.9pct

- 油价暴跌降低燃油成本。**疫情爆发后，油价大幅下跌，4月触底，平均价格仅19.4美元/桶，同比下降70%；探底后油价回升，11月中上旬均价40.2美元/桶，同比下降29%。2019年，上市航司燃油成本约占营业成本的3成；20H1，这一比例降至2成，国航、南航、东航、春秋、吉祥燃油成本分别为68.1、84.0、63.1、10.5、9.4 亿元，同比分别下降 61.3%、59.3%、62.0%、47.6%、55.7%。
- 人民币升值贡献汇兑正收益。**截至11月20日，2020年人民币整体呈持续升值态势，美元兑人民币中间价较年初下降5.8%，为机场、航司贡献汇兑正收益，有助于缓解业绩压力。

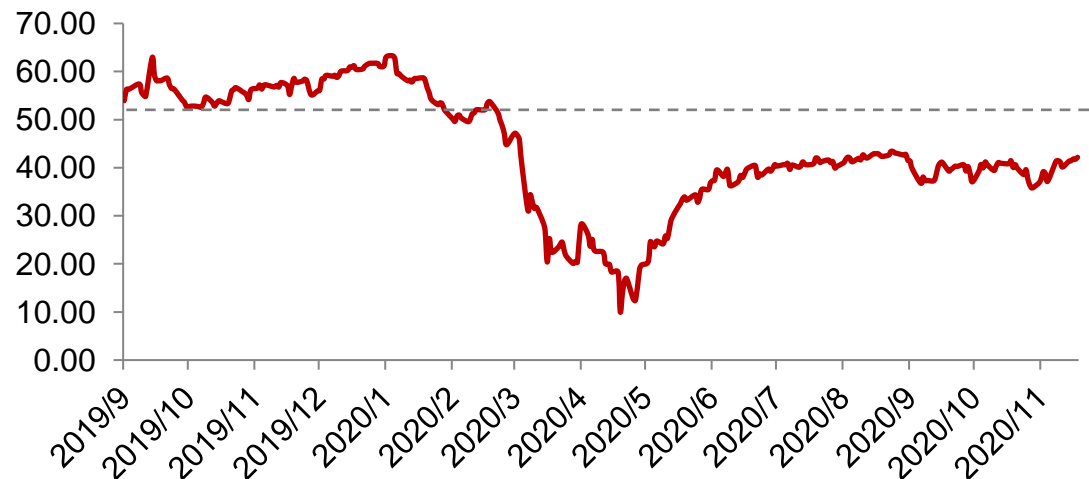
图：2019年各航司燃油成本占营业成本比例



图：2020年人民币呈升值态势

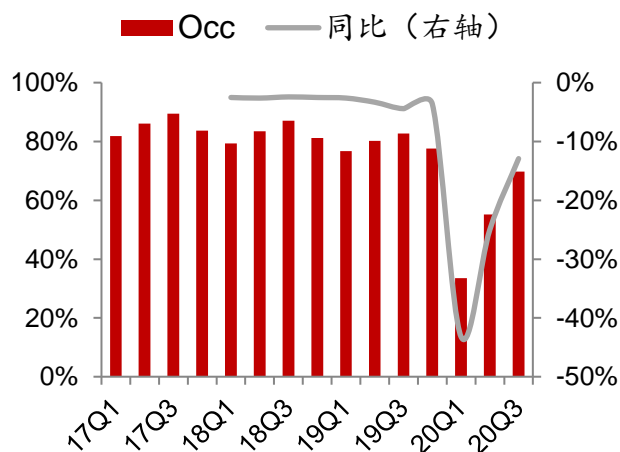


图：ICE布油期货结算价格（单位：美元/桶）

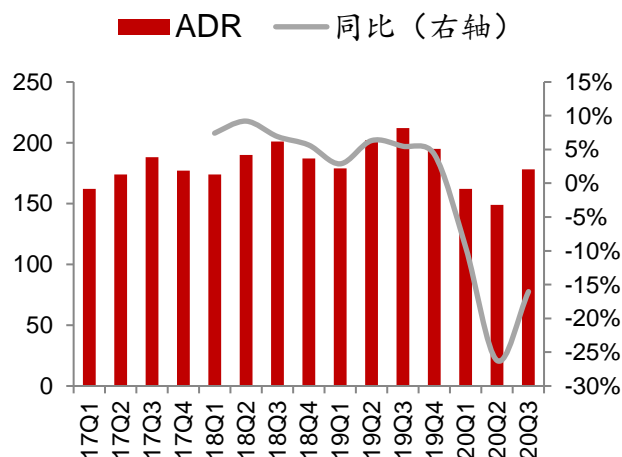


- Q2起酒店行业景气度持续回升。**3月起，国内疫情得到有效控制，居民出游意愿逐步释放，旅游业持续回暖，推动酒店业复苏。根据STR数据，自8月以来，中国大陆酒店平均入住率接近70%，国庆中秋双节期间入住率更是达到83%，基本与去年持平。其中，三亚表现最好，7月以来酒店平均入住率高于大陆平均水平。9月，STR数据显示，中国大陆酒店Occ为63.3%，同比提升0.6pct，增速回正；ADR约400元/间，同比下降9.8%，降幅环比收窄5.4pct；RevPAR为253元/间，同比下降8.9%，降幅环比收窄16.5pct，行业景气度持续回暖。
- 随着行业景气度回暖，酒店龙头经营数据持续恢复，其中锦江酒店恢复比首旅酒店更快。**2020年Q1、Q2、Q3，首旅酒店Occ分别为33%、55%、70%，同比分别下降43、25、13个百分点；ADR分别为162、149、178元，同比分别下降9%、26%、16%；RevPAR分别为54、82、124元，同比分别下降62%、49%、29%。2020年Q1、Q2、Q3，锦江酒店Occ分别为34%、58%、73%，同比分别下降36、18、5个百分点；ADR分别为200、181、196元/间，同比分别下降2%、14%、9%，RevPAR分别为68、105、145元，同比分别下降53%、34%、14%。

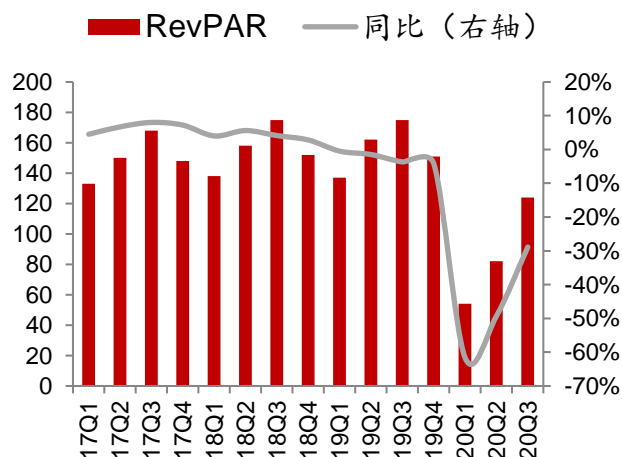
图：首旅酒店Occ持续恢复



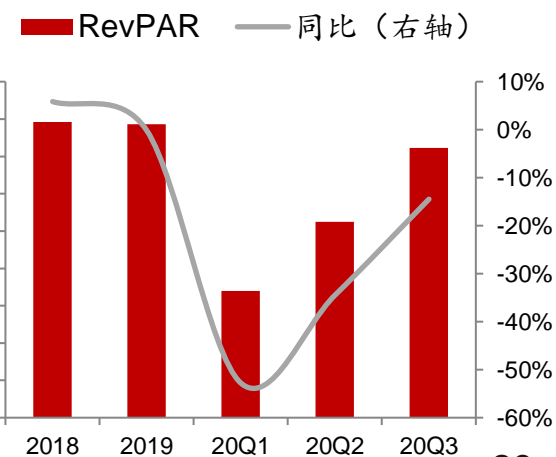
图：首旅酒店ADR持续恢复 (元/间)



图：首旅酒店RevPAR持续恢复 (元/间)

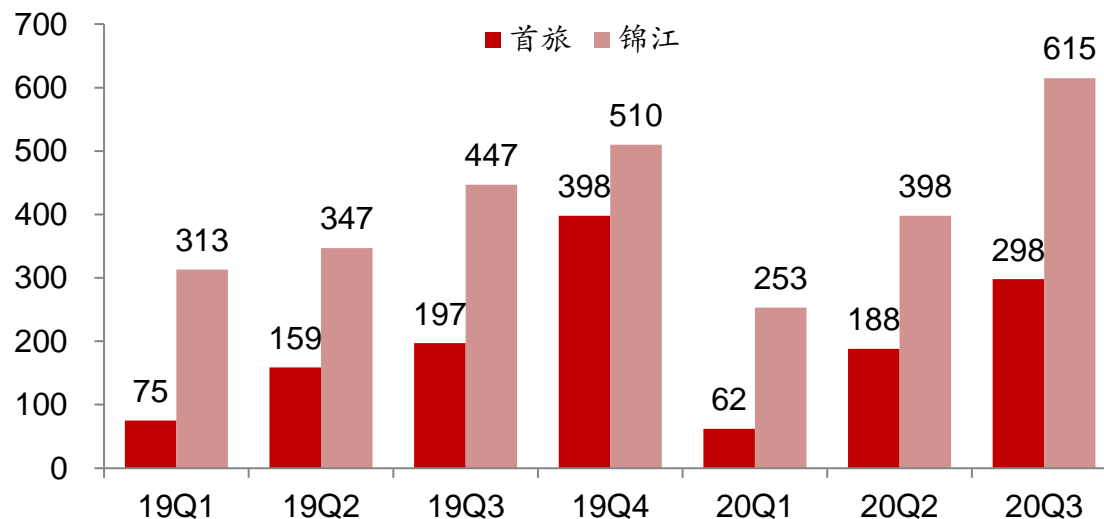


图：锦江酒店RevPAR (元/间)

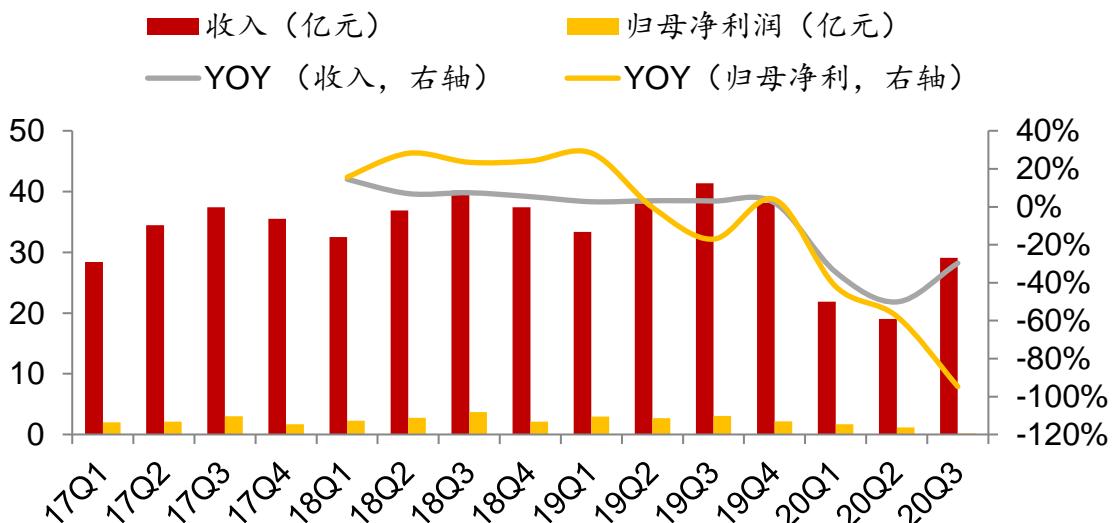


- 锦江酒店开新店速度逆势提升，20Q3收入回升。** 20Q1-3，公司新开酒店1266家，超过去年同期的1107家，疫情期间逆势扩张。2020Q1、Q2、Q3，境内酒店RevPAR分别为68、105、145元/间，同比分别下降53%、34%、14%；酒店收入分别为22、19、29亿元，同比分别下降34%、50%、30%。
- 首旅酒店20Q3归母净利润回正。** 2020年，2-9月收入逐月环比增长，Q3归母净利润1.4亿元，恢复盈利，9月公司RevPAR水平已经恢复到去年同期的90%。尽管受到疫情严重冲击，公司仍坚定推动全年800-1000家开店计划，前三季度累计新开548家，同比增加27%。

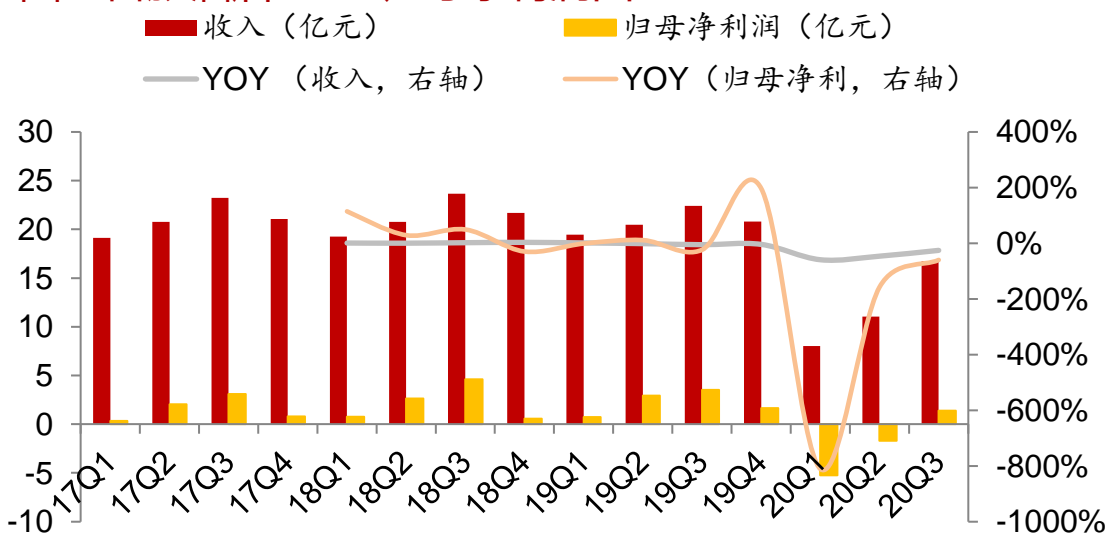
图：首旅、锦江酒店开新店数量（家）



图：锦江酒店20Q3收入降幅收窄

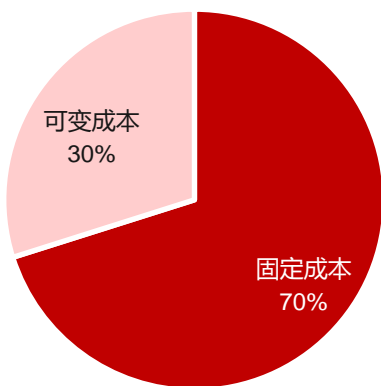


图：首旅酒店20Q3归母净利润回正

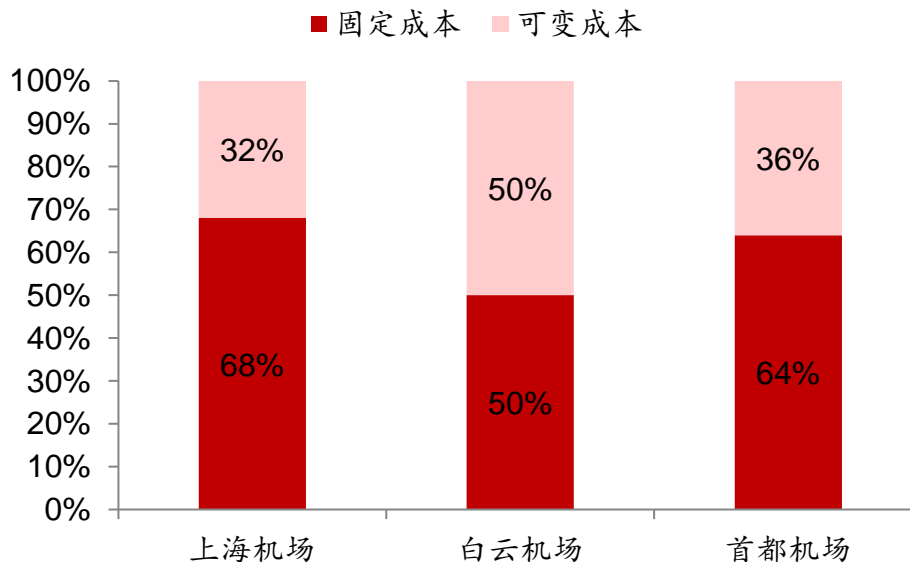


- 机场、航空、酒店均为高固定成本行业，在业务量尚未恢复到高位时，单位固定成本将大幅增加，导致业绩受创明显。待疫苗上市、旅客出行信心进一步提升后，弹性需求恢复突破瓶颈期，拉动业务量加速上升，盈利将出现明显修复，显现高利润弹性。
- 航空、机场、酒店公司固定成本占比5-7成。根据2019年报披露数据，国航、南航、东航、春秋、吉祥的固定成本占营业成本的比例均为约70%；上海机场、白云机场、首都机场固定成本占比分别约为68%、50%、64%；首旅酒店旗下酒店业务中固定成本占营业成本的比例约为56%。
- 20H1，航空、机场、酒店行业景气度处于缓慢爬升状态，高额固定成本导致业绩受创明显。国航、南航、东航、春秋、吉祥收入同比分别下降401%、584%、540%、148%、217%；上海机场、白云机场、首都机场归母净利润同比分别下降114%、139%、157%；首旅酒店、锦江酒店归母净利润同比分别下降289%、50%。

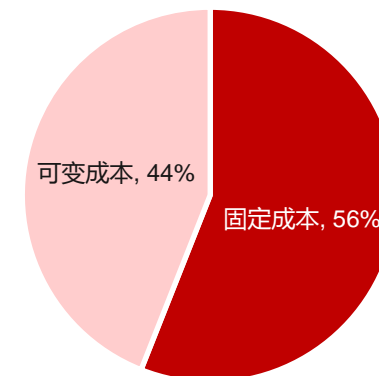
图：上市航司固定成本占比70%



图：上市机场固定成本占比5-7成

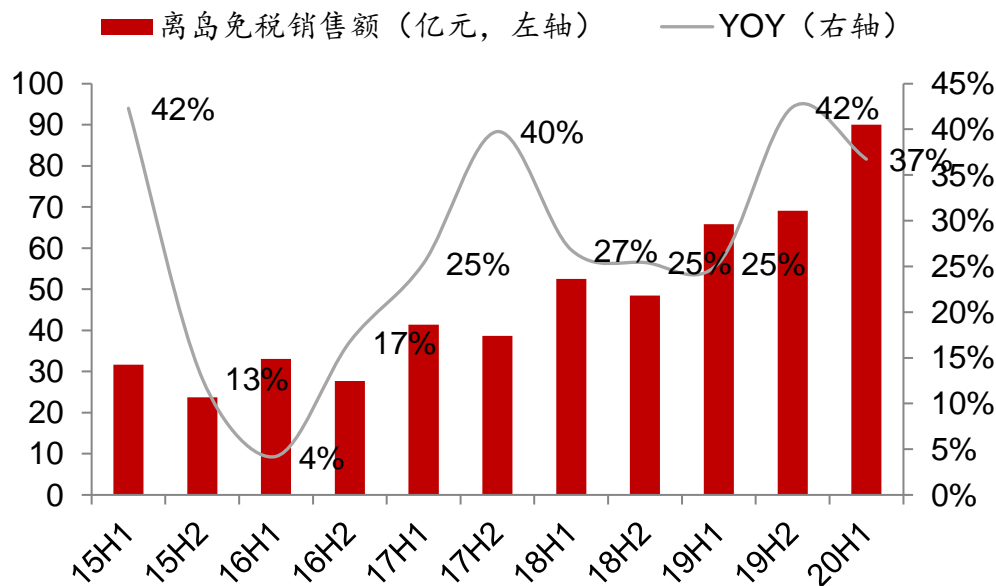


图：首旅酒店固定成本占比56%

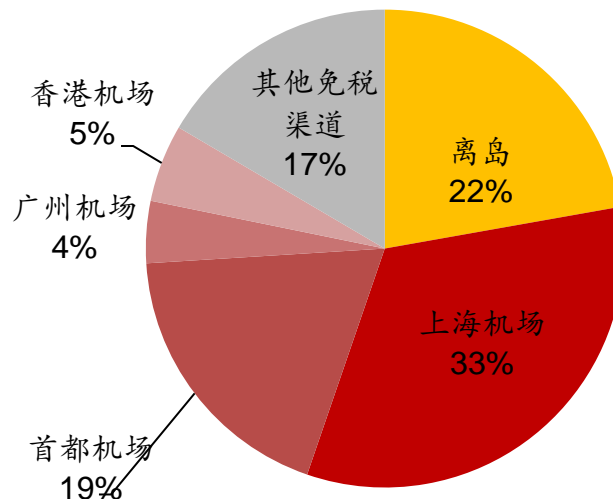


- 离岛免税销售额近年来高速增长，20H1实现逆势增长。**2019年初，海免运营的海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店新开业，加上原有的三亚国际免税城和海口美兰机场免税店，自此离岛免税店扩至4家。2020年上半年，离岛免税整体销售规模90亿元，同比增长约37%，而上年同期增速为25%，实现逆势增长；离岛免税购物人次149万人次，同比下降12%。其中Q1，受疫情影响，离岛免税店在传统旺季春节前后停业24天，业绩严重受损，仅29.8亿元；随着国内出行市场逐渐恢复、离岛补购线上渠道推出，Q2离岛免税销售额约60亿元。
- 离岛免税正成为拉动免税市场增长的主引擎。**2020年，中国中免市占率90%，我们认为龙头免税收入构成与当前国内免税行业格局高度一致。20H1，离岛免税占中免免税收入的32%，较2019年提升10pct；京沪机场合计占比46%，较2019年下降6pct。

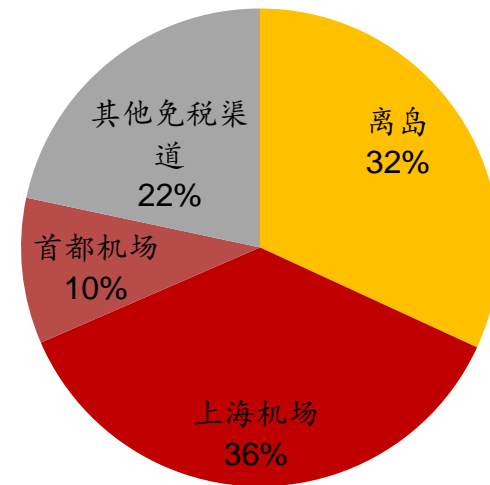
图：20H1离岛免税销售额逆势增长



图：2019年中免免税收入构成

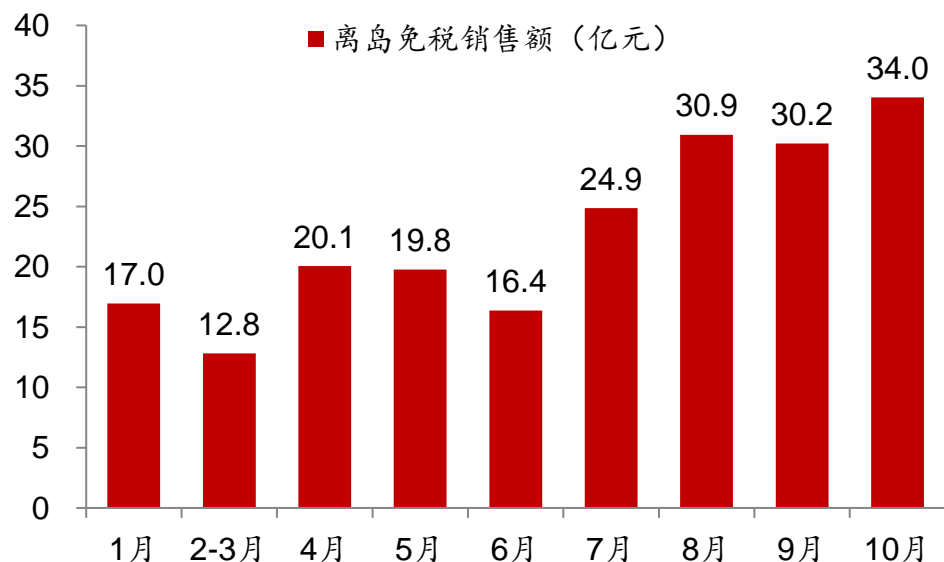


图：20H1中免免税收入构成

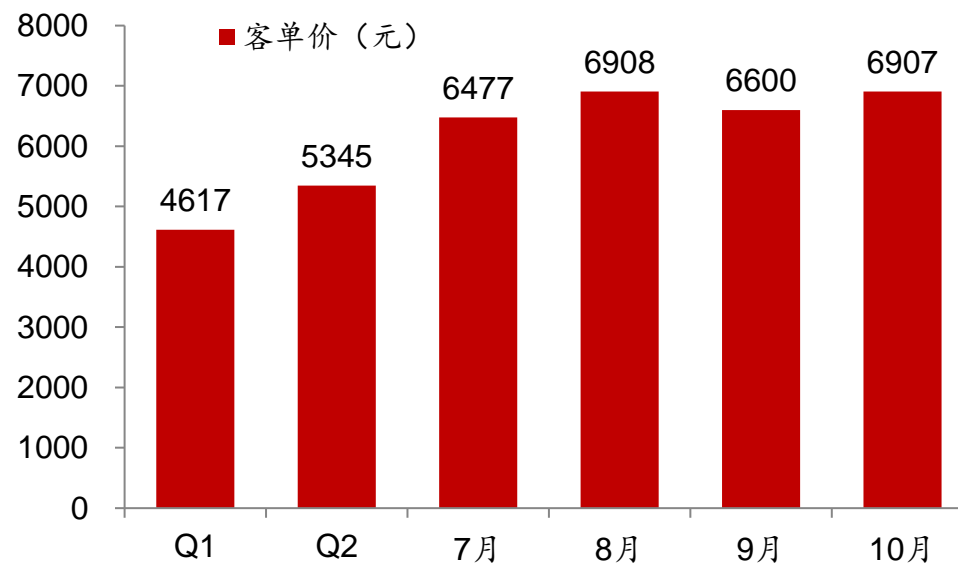


- 离岛免税购物新政策7月起实施，4个月销售额120亿元，大增2.1倍。**根据海口海关监管数据，7-10月，离岛免税销售额120亿元，同比增长214%，10月日均销售额1.1亿元，创历史新高。截至10月，2020年离岛免税销售额累计210亿元，接近2019年全年总额的1.6倍，全年销售额大概率超过300亿元目标。
- 新政策放宽购物限制后，离岛免税市场量价齐升。**7-10月，离岛免税购物人次178万人次，同比增长59%；购物件数1287万件，同比增加140%。10月，客单价约6907元，较Q2的5345元增长29%。其中，销售金额前三大商品分别为化妆品、手表、首饰，销售金额分别为58.2亿元、14.7亿元、14.5亿元，分别增长164%、354%和405%，前三大商品销售金额合计占同期离岛免税销售总额的72.8%。销售数量前三大商品分别为化妆品、香水和首饰，销售数量分别为1078万件、61万件、21万件，分别增长145%、205%、116%。

图：2020年7月起离岛免税销售额高速增长



图：2020年7月起客单价大幅提升

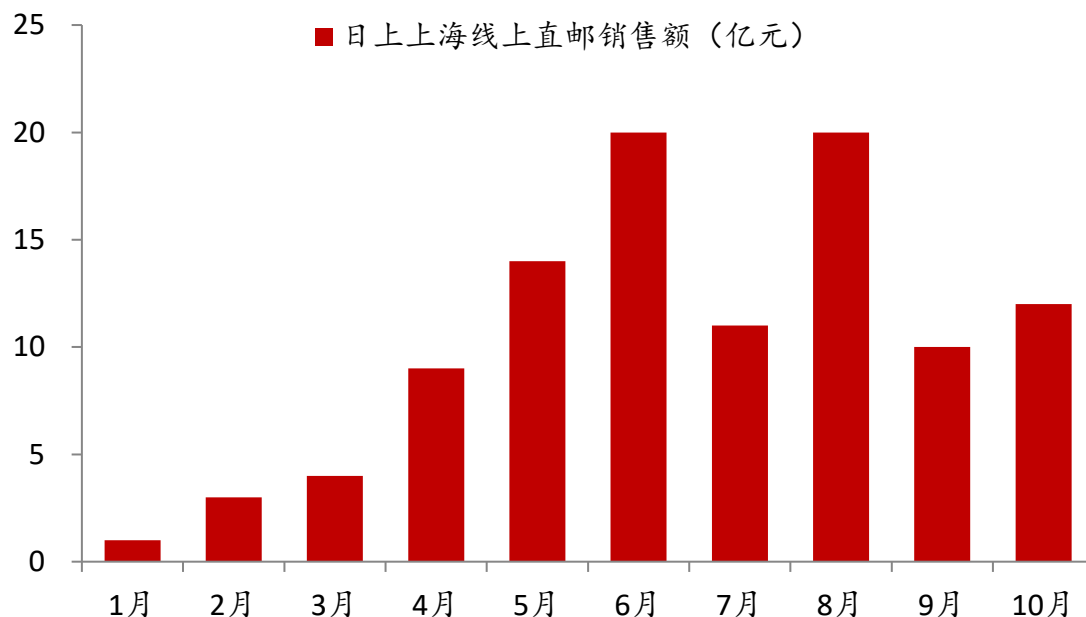


- 海南方面**，20H1，三亚海棠湾免税店实现营业收入59.8亿元/+12.2%，海免公司实现营业收入30.3亿元/+136.4%。20Q3，离岛免税销售额86.1亿元/+227.5%，占中免收入的54.4%，我们预计其中三亚海棠湾店收入约60-70亿元，海免收入约20亿元；前三季度，我们预计三亚海棠湾店免税收入120-130亿元，海免收入约50亿元。
- 机场方面**，在空港出入境客流量下降且尚未出现恢复拐点的情况下，机场线下免税销售额降至底部，但**线上直邮成为新盈利点**。根据上半年财务数据与线上直邮表现情况，我们预计Q3日上上海实现营业收入约40-45亿元，即前三季度合计营收109-114亿元；以日上上海收入为参考，我们预计北京机场免税店Q3实现营业收入约5-10亿元，前三季度营收23.5-28.5亿元。

图：20Q3三亚海棠湾免税店销售额（含离岛补购）大幅增长



图：日上上海线上直邮销售额



03

2021年展望

**国内需求回归正常增长，国际需求迎
来边际改善**

**一线机场时刻结构优化，航司机队引
进节奏放缓，供需结构改善**

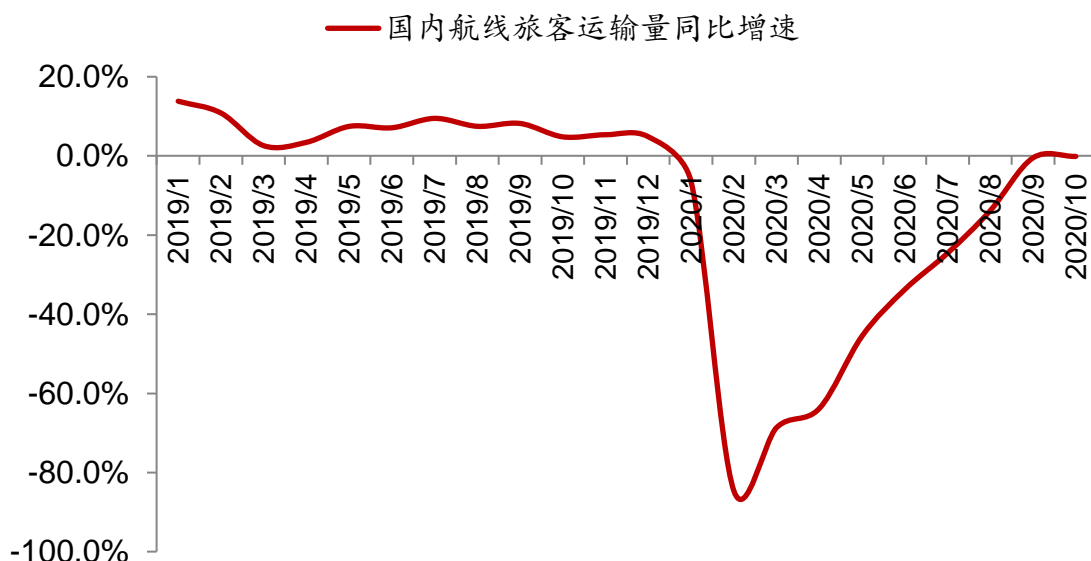
**酒店：疫情下行业门槛有所提高，未
来连锁化趋势进一步增强**

离岛免税：进入适度竞争阶段

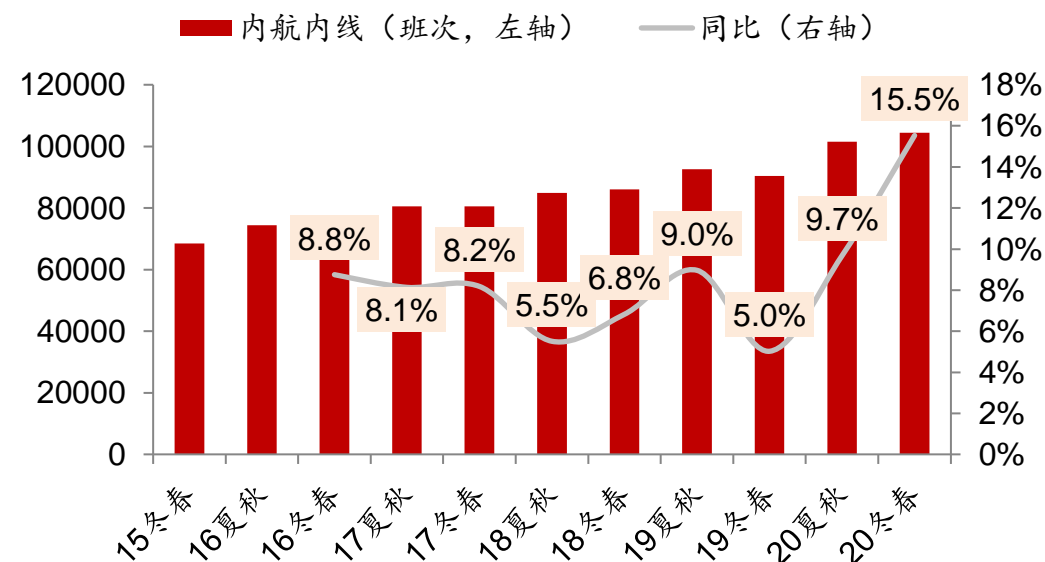
03 国内需求已基本恢复至去年同期水平，未来有望回归正常增长

- ❑ **10月国内航线旅客运输量已基本恢复。**根据民航局数据，10月中国民航完成旅客运输量5032万人次，恢复至去年同期的88.3%；参照历史数据，我们保守预估其中国内航线旅客运输量超过5012万人次，恢复至去年同期的99.86%。
- ❑ **Q4国内线航班执飞量、计划量均已超出历史同期水平。**根据航班管家数据，10月中国民航整体执飞率约85.5%，环比9月份提升4pct；10月航班量恢复到去年同期87.6%，其中国内航线航班量恢复至历史同期105.6%。20冬春航季国内航线周度航班量同比增长15.5%，创历史新高。
- ❑ **各地防疫措施缓和，进一步提升旅客出行信心，未来国内需求有望回归正常增长。**自3月起，国内疫情形势控制得当，期间个别地区的小范围反复亦快速被控制、解除危险，国内生活基本恢复正常秩序，进一步提升旅客出行信心。根据文化和旅游部数据中心测算，2020年国庆8天长假期间，全国共接待国内游客6.4亿人次，按可比口径同比恢复79%；实现国内旅游收入4666亿元，按可比口径同比恢复70%。我们认为，未来国内航空需求回归3%-8%的正常增速可期。

图：10月国内航线旅客运输量已基本恢复至上年同期水平

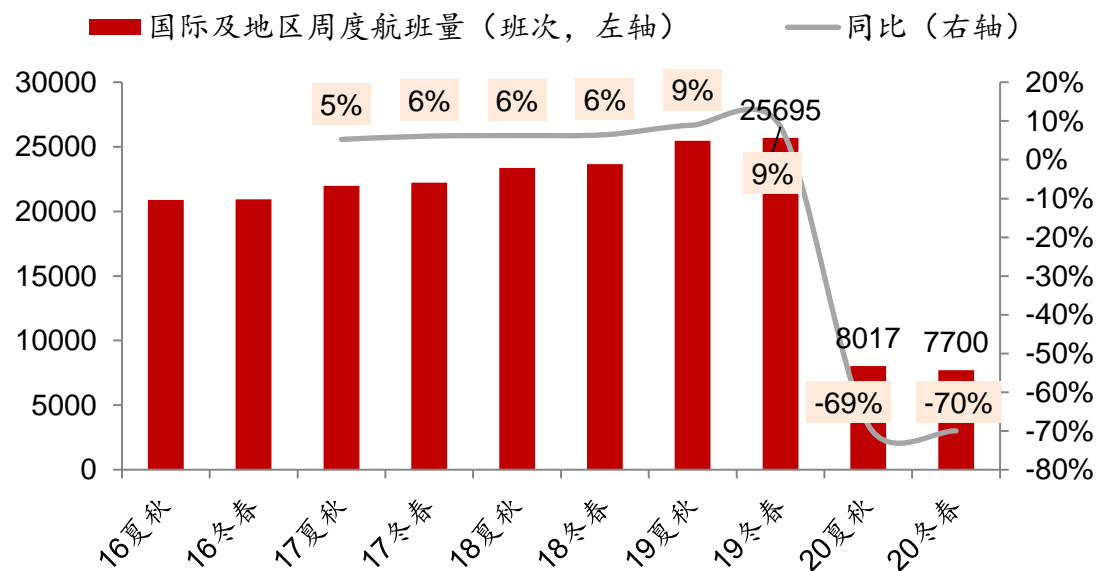


图：20冬春航季国内线周度航班量创历史新高

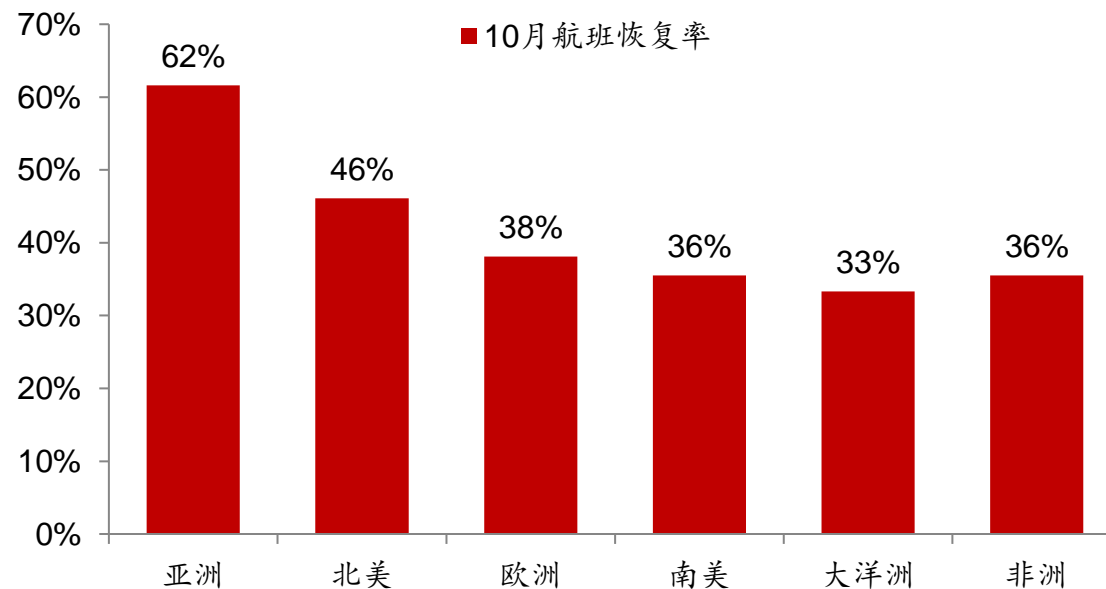


- 疫苗最快有望年底上市，国际需求有望迎来边际改善。**我国当前日均国际航班执行量仅去年同期2成，国际及地区旅客运输量稳定在每月约20万人次，同比下降约97%。据我们上文统计，2020年下半年，已有多国边境陆续对中国公民重新开放。随着疫苗上市并发挥作用，国际需求有望迎来持续边际改善。
- “五个一政策”逐渐升级为“一国一策”，国际航线拐点或率先在亚太地区显现。**根据第一财经，7月起至少22家外航的25条国际航线获批，打破“五个一”政策规定，国际航班逐步转向“一国一策”。政策转向后，由于欧美等国要求航班对等，因而日韩东南亚航线激增，比如7月中韩双方每月各自可运营10个中韩航班。20冬春航季，国际及地区周度航班量7700班次，同比下降70%，环比上一航季下降4%。10月，亚洲航班恢复率62%，全球领先。考虑到亚洲及周边地区疫情控制形势较欧美大国更好，疫苗上市或使得国际航班量拐点率先出现在亚洲航线，航空运输市场有望开启新一轮景气底部向上周期。

图：20冬春航季国际及地区周度航班量下降70%

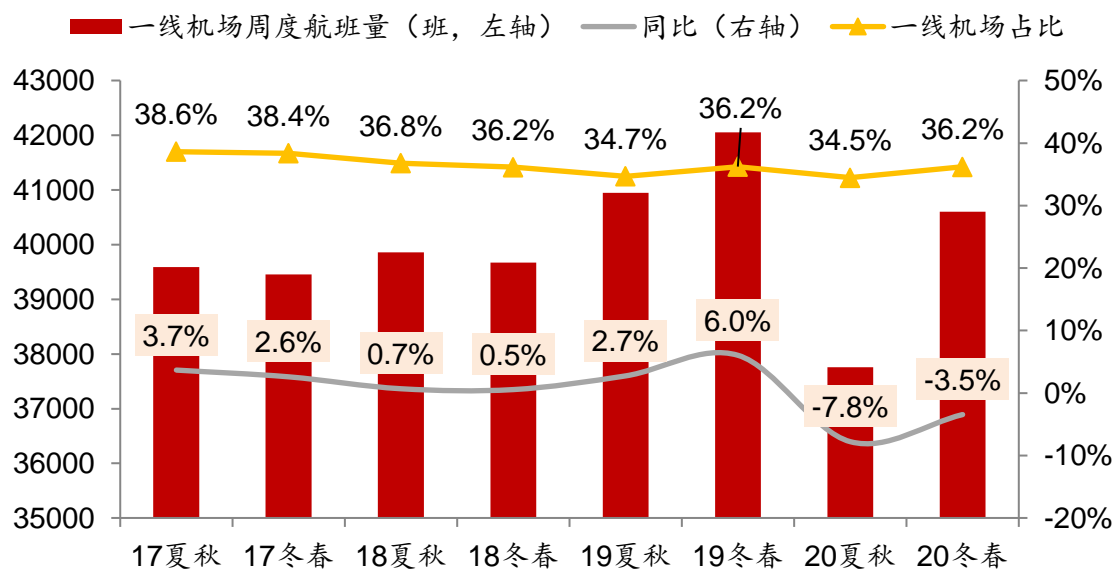


图：10月亚洲航班恢复率62%，全球领先

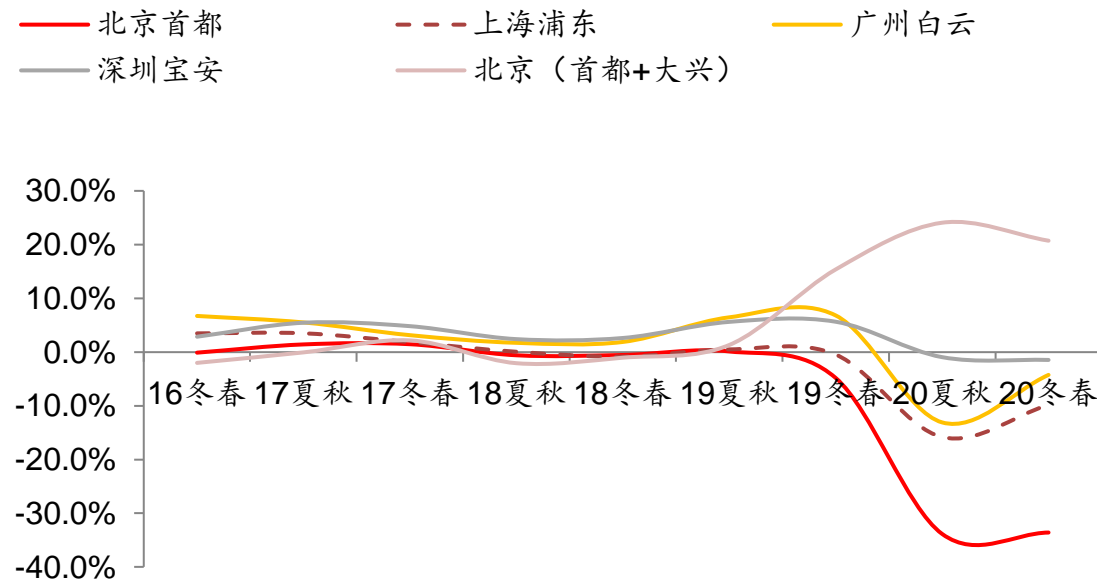


- 20冬春航季民航局放宽北上广一线机场准入限制。**民航局9月下发了《关于2020/21年冬春航季国内航线航班评审相关工作的通知》，调整放宽了部分国内航线航班准入政策：1) 放开核准航段每周最大航班量限制，核准航线是指涉及北京、上海、广州机场之间及其连接部分国内繁忙机场的客运航线，目前共49条；2) 放宽涉及“北上广”三大机场支线航线准入限制，调整后，2019年旅客吞吐量在100万至200万人次之间的32个机场至“北上广”航线，将不受通航点数量的准入门槛限制。
- 新航季一线机场时刻占比提升。**20冬春航季，一线机场周度航班量合计40602班，同比下降3.5%，环比上一航季增加7.5%，占总时刻资源的36.2%，环比提升1.7pct。四大一线城市机场时刻总量较上一航季环比均有提升，其中北京双枢纽机场和广州白云机场环比增速明显，分别增加11.2%、11.8%。除大兴机场外，其他一线机场新航季时刻总量同比均有不同程度的下降，但上海浦东、广州白云机场降幅较上一航季明显收窄。

图：20冬春航季一线机场时刻占比提升



图：20冬春航季一线机场时刻同比增速

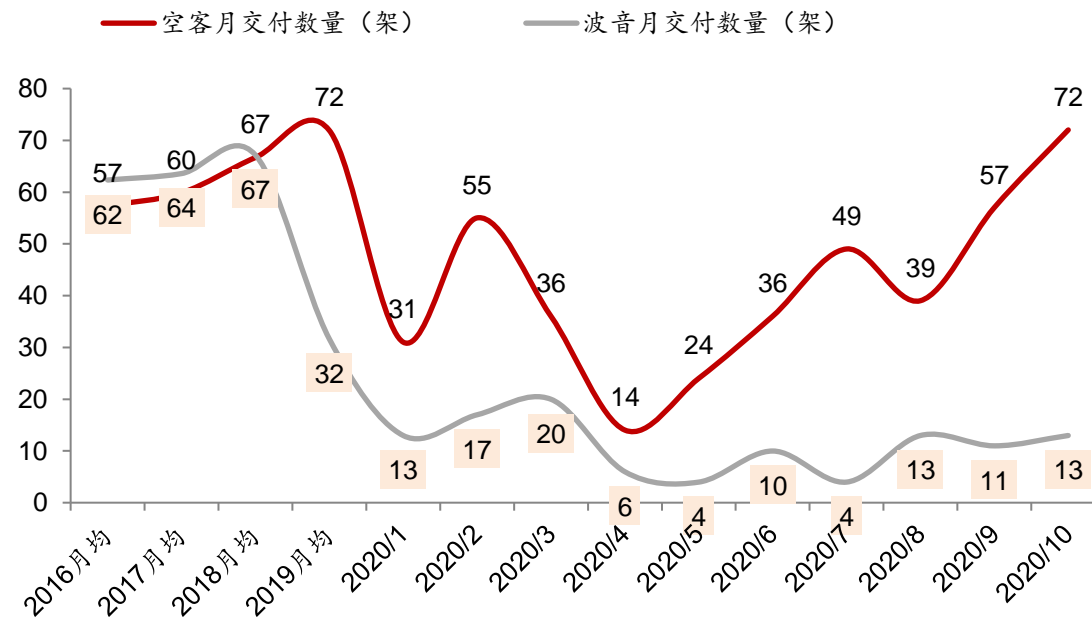


- 航空公司经营承压，飞机引进节奏放缓，行业供给全方位收紧。**受航空需求减少以及经营活动现金流承压的影响，国内航空公司推迟了飞机引进计划。考虑到2019年报为疫情爆发后发布，航司披露的机队引进计划或已根据疫情影响进行调整，所以我们将19年报对20年的引进计划分别与18年报对20年的规划、20年引进实际情况（截至10月）作对比，发现三大航在19年报披露的引进规划节奏较18年原规划均有所放缓，同时2020年实际引进数量均远小于预期计划。
- 上游飞机供应商交付能力亦受疫情严重影响。**2020年1-10月，空客、波音分别交付飞机413、111架，10月单月分别交付72、13架，其中空客交付能力已基本恢复，波音还需缓冲时间。短期内，行业供给将全方位收紧，供需结构或有所改善。
- 波音737MAX在美复飞靴子落地。**11月美国批准737MAX机型复飞，欧洲或于明年1月批准，中国民航局尚未设定复飞时间表。

表：上市航司飞机引进节奏放缓

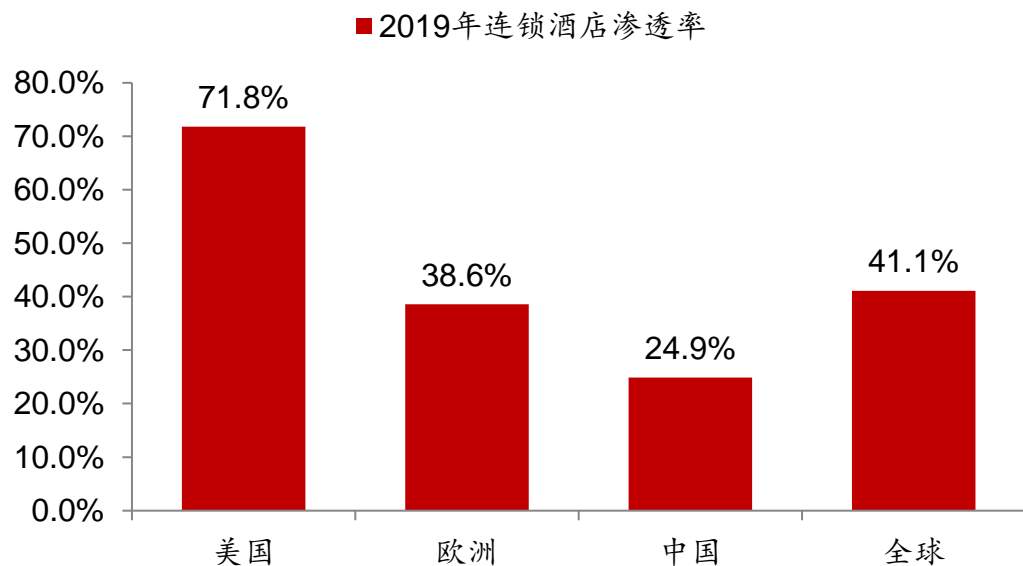
单位：架		18年报规划 (净增)	19年报规划 (净增)			机队规模	
航司	飞机型号	2020	2020	2021	2022	2020.10规模	2020年净增
中国国航	空客系列	16	31	40	3	370	5
	波音系列	30	-1	-	-5	326	-3
	商飞系列	0	3	6	8	2	2
	合计	46	33	46	6	698	4
南方航空	空客系列	17	11	16	4	369	-6
	波音系列	57	43	48	39	469	2
	其他	-11	-5	5	8	18	-2
	合计	63	49	69	51	856	-6
东方航空	空客系列	34	37	28	26	396	5
	波音系列	17	5	1	-3	324	-8
	其他	0	3	6	8	1	1
	合计	51	45	35	31	721	-2
春秋航空	A320系列	10	10	8	1	97	4
吉祥航空	合计	-	5	-	-	94	-2

图：空客10月交付水平已基本恢复，波音还需缓冲时间

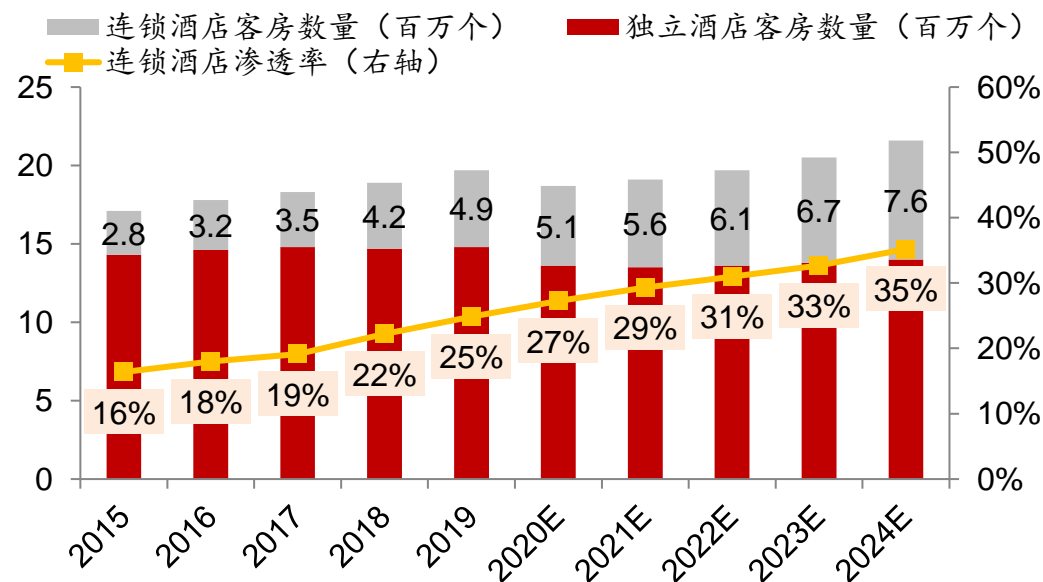


- 疫情下，行业门槛有所提高，龙头集中度将有所提升。** 连锁酒店拥有较高品牌辨识度及更多资本资源，因此于疫情全球大流行期间更具韧性。随着连锁酒店通过合并及收购以扩大其经营规模，将可能形成行业整合的趋势。相较于2019年，2020年独立酒店的数量预计将下跌12.9%，而连锁酒店的数量预计将上升5.2%。此外，越来越多独立酒店经营者将可能通过特许经营或管理加盟安排的方式选择加入连锁酒店，以享有连锁酒店所提供更多的客户流量、品牌声誉及抗风险优势。
- 未来连锁化趋势将进一步增强，2024年较2019年有望提升10pct。** 2019年，全球连锁酒店占酒店客房总数的约41.1%，但是中国的连锁酒店渗透率仅24.9%，远低于世界平均水平。由于疫情期间众多独立酒店可能退出该行业，未来连锁酒店预期将进一步取得市场份额。具体而言，根据弗若斯特沙利文报告，中国三线或以下城市的酒店行业连锁酒店渗透率相对较低（2019年约为21.1%），为连锁酒店带来巨大增长机会。尽管预计2020年至2024年的酒店客房总数将以3.7%的温和复合年增长率增长，但同期的连锁附属客房供应将以10.5%的显著较高的复合年增长率增长，连锁酒店渗透率预计将于2024年增长至35.2%。

图：中国连锁酒店渗透率尚有较大提升空间



图：中国连锁酒店渗透率预期将逐渐提升



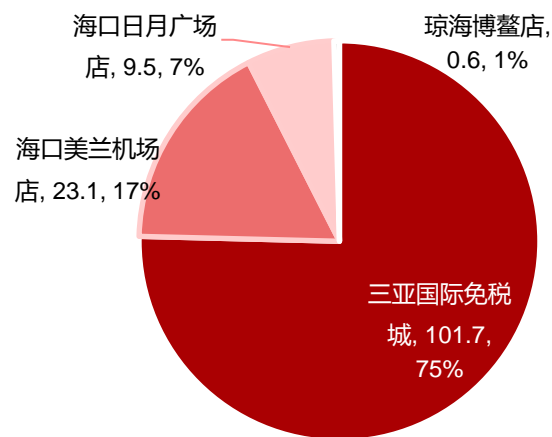
- 离岛免税风起云涌，步入适度竞争阶段。截至2020年10月，离岛免税牌照共5张，分别为中免、海免、海旅投、海发控、中出服。
- 截至2020年11月中旬，离岛免税市场至少存在11个潜在竞争项目。根据8月份海南省商务厅，三亚市年内有望新开2家市内免税店和1家机场免税店，并计划增加三亚海棠湾免税城营业面积。11月，海口市政府提出，海口争取今年年底前新增和扩建4处离岛免税店，在海口美兰机场二期扩建免税店，营业面积9000平方米；计划在日月广场新增免税店面积5万平方米。

表：海南离岛免税市场潜在竞争项目（截至11月）

城市	运营商	合作伙伴	离岛免税店	物业地址	预计开业时间	免税面积 (万平方米)
三亚	中免	自有采购团队	三亚海棠湾店	距离市区车程30分钟	已开业	7.08
	中免	自有采购团队	三亚凤凰机场	三亚凤凰机场	2020	-
	中出服	DUFY	鸿洲时代广场	三亚城市核心商业中心	2020.11	3.3
	海旅投	拉格代尔	海旅免税城	居然之家广场	2020.12	10
	珠免	DUFY	-	凤凰海岸地块	-	-
海口	海免	中免	美兰机场店	海口美兰机场	已开业	2.3
	海免	中免	日月广场店	海口市CBD区域	已开业	2.2
	中免	自有采购团队	海口国际免税城	新海港旁	2021	8.86
	海发控	DUFY	全球精品海口免税城	海口国兴区块（日月广场）	-	5
	深免	DFS	观澜湖免税店	观澜湖	-	-
琼海	海免	中免	博鳌免税店	博鳌亚洲论坛景区	已开业	0.42
-	王府井			正全力推动离岛免税项目落地		

- 三亚市历来是离岛免税重镇，2019免税销售额102亿元，占海南离岛免税市场的75%。截至2020年11月，三亚免税市场由中免运营的三亚国际免税城垄断。
- 11月21日，海旅投宣布旗下三亚海旅免税城将于12月开业，正式拉开离岛免税市场从中免垄断走向适度竞争的帷幕。根据海南省商务厅8月提出争取年内在三亚新开1家机场免税店和2家市内免税店，结合各运营商透露的新店筹建信息，我们预计2021年海南将新开多家离岛免税店。

图：2019年海南离岛免税销售额分布（亿元）



图：海口离岛免税项目（截至11月）



图：三亚离岛免税项目（截至11月）



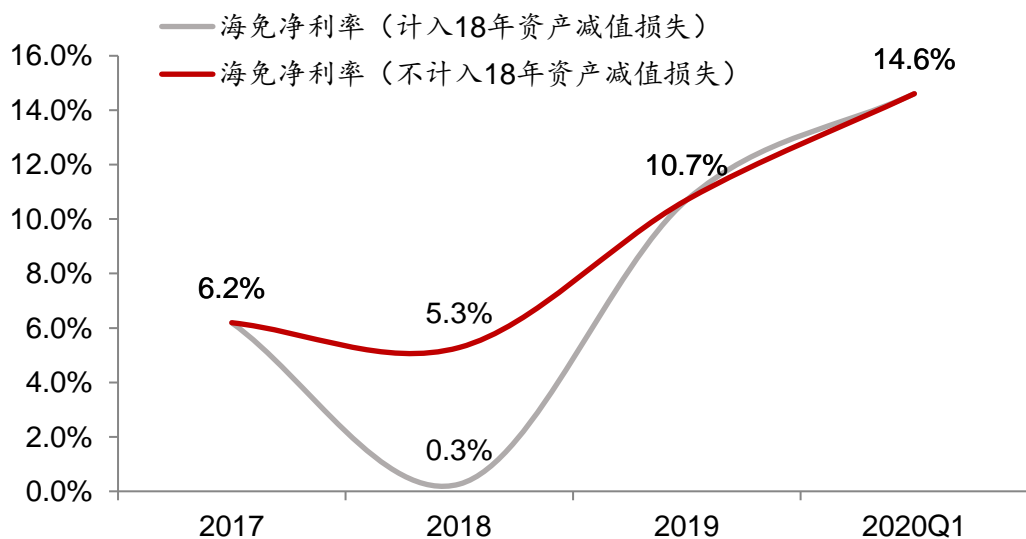
- 海南离岛免税拥有巨大外部成长空间。** (1) **国人境外免税消费回流。** 2018年，据韩国关税厅，中国人在韩免税消费额达834亿元，占韩国总销售规模的73%；同年在日本旅游购物零售额约合478亿元，2019年内地居民在中国香港购物消费977亿元，整个境外免税零售消费额回流空间近3000亿元。(2) **国人境外奢侈品消费回流。** 根据贝恩咨询，2019年中国消费者在境外消费奢侈品金额5342亿元，而中国内地奢侈品市场仅约2345亿元，贝恩预测25年国人奢侈品境内购买将达到7356亿元，境内占比将从31%提升到56%，消费回流空间较大。
- 从量价拆分来看，海南离岛免税销售额的增长主要来自** (1) 离岛免税购物旅客增加；(2) 离岛人次购物渗透转化率提升；(3) 购物客单价持续增长。**从竞争格局来看，考虑规模和物业优势，中免市占率有望维持在70%以上。**
- 今年以来从顶层到地方各级政策对免税产业持续支持，海南自贸港政策落地、离岛免税政策大力度升级，在有利的外部市场和政策环境下，中国免税渠道销售额将持续加速增长。因此，我们通过预测中免离岛免税销售规模及市占率，预计海南离岛免税规模2021年大概率超500亿元，2025年有望超1500亿元。**

表：海南离岛免税2020年至2025年销售规模预测表（单位：亿元）

各免税店销售额	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中免（含海免）运营的离岛免税店						
三亚国际免税城	236	420	706	803	870	930
YOY	131%	78%	68%	14%	8%	7%
海口美兰机场免税店	39	57	72	81	89	93
YOY	68%	48%	26%	13%	9%	5%
海口日月广场店	34	45	53			
YOY	254%	34%	19%			
琼海博鳌店	1.0	1.6	2.0	2.3	2.5	2.7
YOY	60%	70%	20%	15%	10%	8%
海口国际免税城	-	-	24	107	148	227
YOY	-	-	-	125%	38%	54%
三亚凤凰机场免税店	-	26	40	57	67	75
YOY	-	-	53%	41%	18%	12%
中免在离岛免税市场的销售额	309	550	897	1050	1177	1328
YOY	129%	78%	63%	17%	12%	13%
中免集团（含海免）海南离岛免税市占率	100%	85%	80%	78%	76%	75%
海南离岛免税行业规模	309	647	1121	1346	1549	1771

- 中短期来看，由于离岛免税竞争加剧，中免利润率将被挤压；但长期来看，价格倒逼壁垒产生，在成本优势下利润率将回升。
- 规模为基，价格为王，中免相较于其他国内免税运营商有10%-15%的成本优势。2020H1，中免在全球旅游零售商业绩排名中从第4跃至第1，我们认为，在规模基础上，中免的进货成本与全球旅游零售龙头DUFY基本处于同一水平。在采购渠道方面，中免自有采购团队，直接与品牌方对接；而其他免税运营商是与DUFY、DFS、拉格代尔等合作实行加价批发，因此，批发成本将比直接向品牌商拿货的成本高10%-15%。2019年起，中免接手DFS统一供货海免旗下3家免税店，当年海免的净利率提升5.4%（不计入2018年资产减值损失），因此，我们预计中免的批发扣点率要低于DFS约3-5pct。
- 中免海南免税店为自有物业，奠定10%-15%的高利润率优势。中免三亚海棠湾店与海口国际免税城均为自有物业，而其他免税运营商的海南竞争项目基本为租赁物业。我们对各免税相关渠道净利率进行了模拟，相较而言，自有物业的中间成本主要为折旧，远低于物业租赁费，因此，三亚海棠湾店的净利率约为25%，要高于其他线下渠道10个百分点以上。

图：2019年海免由中免供货后，净利率翻倍



图：各免税渠道利润率模拟测算

	离岛免税 (自有物业)	离岛免税 (租赁物业)	市内免税	机场免税	线上免税	跨境电商
举例	三亚国际免税城	海旅免税城	中免上海市内店	上海机场免税店	日上上海直邮	cdf会员购
成本	物业折旧	租赁15%-20%	租赁或物业折旧约15%-20%	给机场扣点42.5%	补税约35%-38%	税率为进货成本的约23%
中间成本占销售额收入比例	约20%	15%-20%	15%-20%	42.5%	约20%	12%-15%
净利率	约25%	约10%-15%	15%-20%	约6%	约25%	20%-25%

04

重点个股

上海机场

中国中免

白云机场

春秋航空

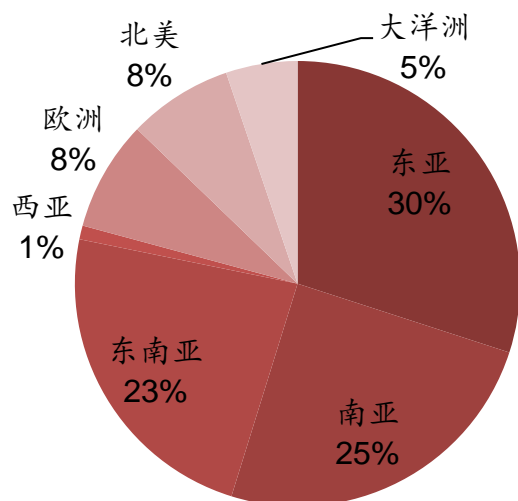
首都机场

三大航（国、东、南）

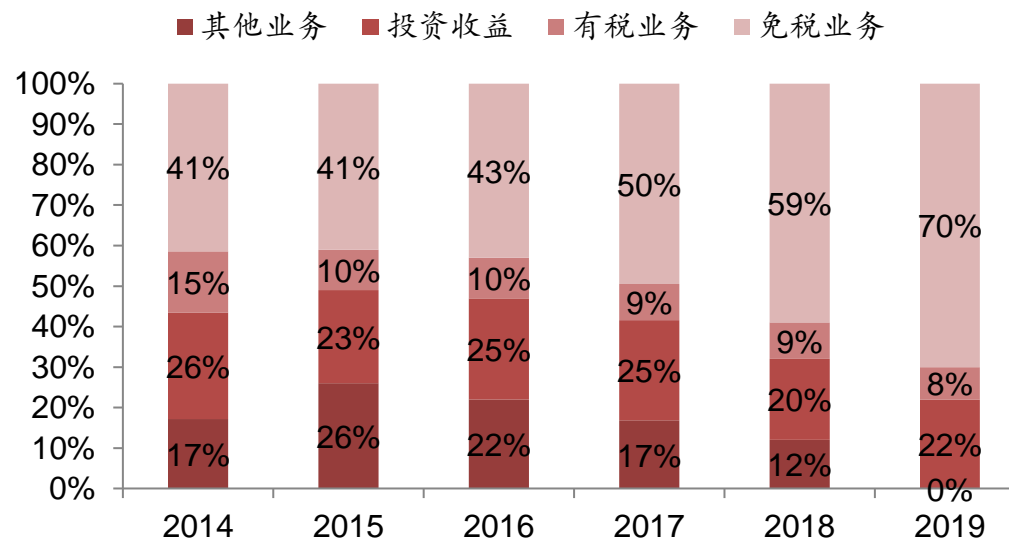
吉祥航空

- **短期来看，自身调整能力强。**上海机场国内线旅客吞吐量增速8月已率先回正为0.5%，10月增速17.5%，自身调整能力强。
- **中期受益于亚洲周边航线恢复。**根据我们对上海机场的时刻拆分得出，上海机场国际航线中，亚洲、欧洲、北美、大洋洲航线占比分别为79%、8%、8%、5%。我们判断亚洲周边航线将率先得到较好恢复，未来上海机场有望受益于亚洲周边航线恢复超预期，股价亦会有所表现。
- **长期来看，上海机场作为核心免税口岸成长空间可观。**我们认为，当前对于免税政策的制定思路已经发生变化，从过去的谨慎放开到刺激消费回流同时带动国内商业。离岛免税政策超预期只是第一步，未来市内免税政策、机场免税政策都会受益于大方向的利好。上海机场作为我国第一大国际航空枢纽，核心地位超然，中期将受益于免税蛋糕的扩大和政策端的利好。此外，上海机场免税采取保底和提成孰高收费方式亦使得其在逆周期环中能保持业绩相对稳定。

图：上海机场国际航线分地区占比情况

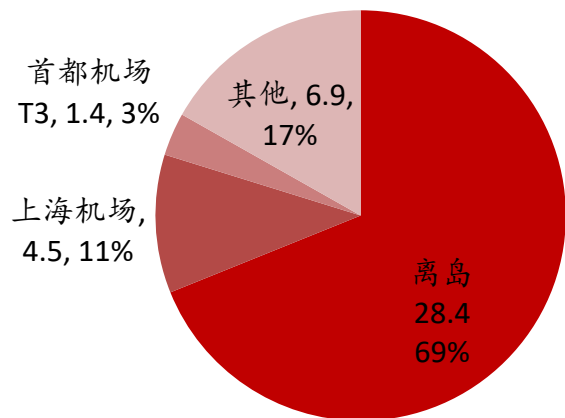


图：2019年上海机场免税占利润比例70%

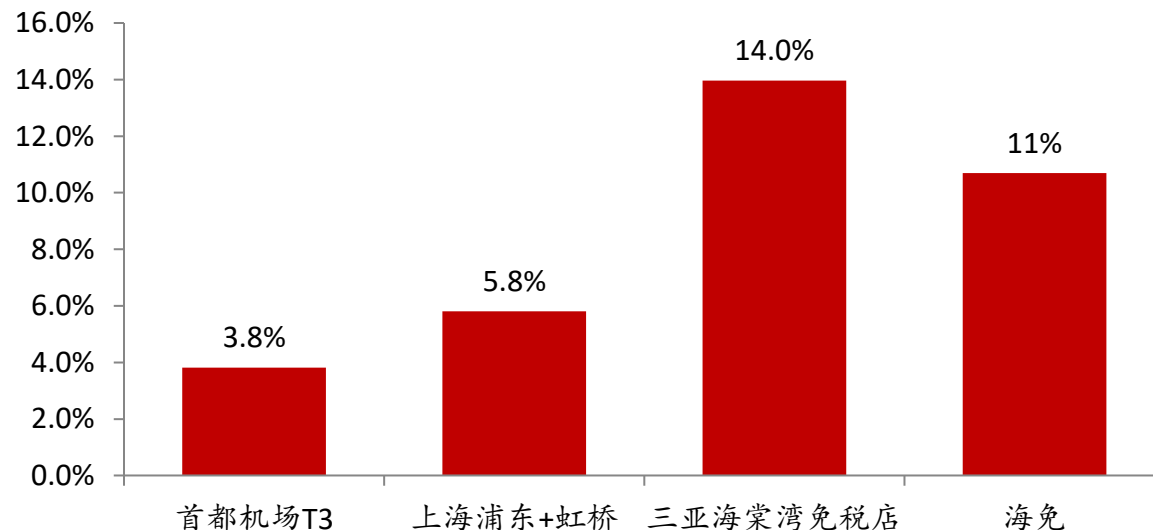


- 离岛免税、线上直邮双轮驱动，免税龙头业绩有望持续亮眼。** 2019年，中免集团归母净利润41.2亿元，其中我们预估三亚国际免税城盈利24.7亿元（零售+批发），占比60%，给海免供货盈利约3.7亿元，离岛渠道合计贡献69%净利润。2020年，离岛免税购物新政策催化效应明显，实施首4月（7-10月）销售额120.1亿元，同比增加214%，拉动Q3中免营收158.3亿元，同比增加39%。鉴于离岛免税、线上直邮渠道均具高净利率，中免将充分受益细分赛道发展红利。
- 在规模、价格、自有物业带来的成本优势上，中免市占率有望维持高位，龙头地位难以动摇。** 中短期来看，由于离岛免税竞争加剧，中免利润率不可避免被挤压；但长期来看，在规模优势基础上，价格将倒逼壁垒产生，中免相较于其他国内免税运营商有10%-15%的进货成本优势，叠加海南自有物业折旧成本较租赁费的成本优势，在市场走向成熟后，中免利润率将自然回升。因此，我们认为，虽然免税牌照放开大势所趋，但是中免的规模优势、议价能力、渠道优势、管理水平等经营优势将对其龙头地位形成强劲支撑，长期来看市占率有望维持在70%以上。20-21年，正处离岛免税政策红利快速释放期，叠加海内外疫情差异加速消费回流，中短期估值溢价空间较大。我们给予公司2022年PE40-45倍，对应市值为5051-5683亿元，对应目标股价为258.7-291.1元，维持“买入”评级。

图：2019年离岛免税渠道为中免贡献69%净利润

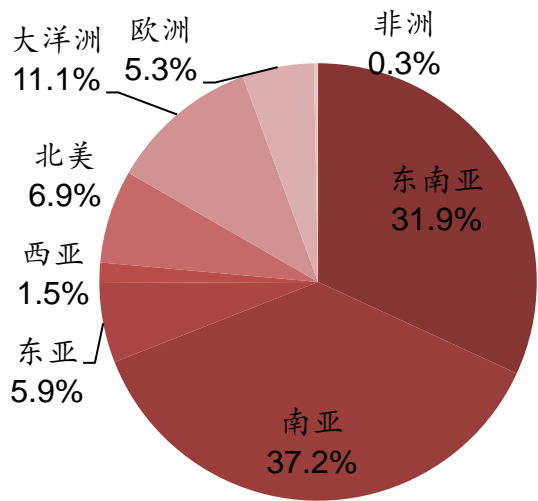


图：主要免税渠道的零售端净利率

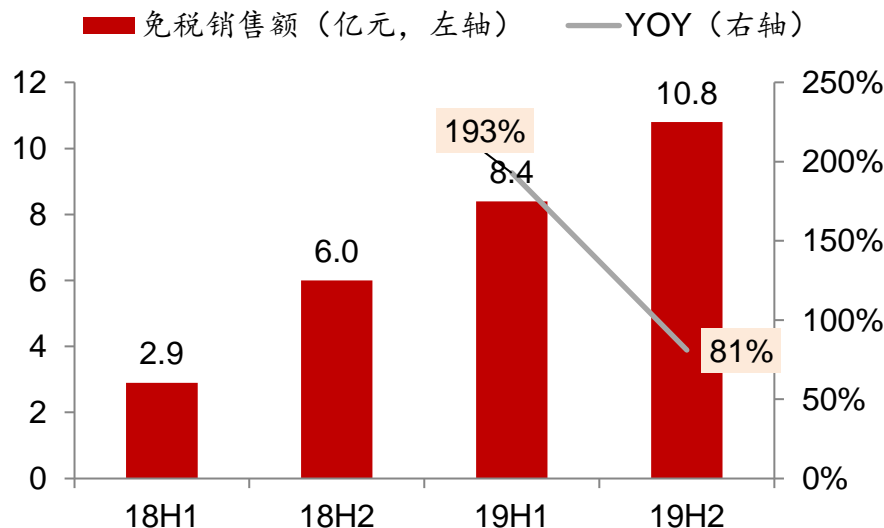


- 产能逐步释放，疫情期间恢复速度位于国内机场前列，中短期有望受益亚洲及周边航线恢复。** 2018年，白云机场启用2号航站楼后，设计容量为年旅客吞吐量8000万人次，目前仍有扩容空间。2020年，白云机场三期扩建工程开工，预计2025年竣工，设计容量为满足2030年旅客吞吐量1.2亿人次。根据我们对白云机场的时刻拆分得出，白云机场国际航线中，亚洲、欧洲、北美、大洋洲航线占比分别为77%、5%、7%、11%。我们判断21年亚洲周边航线修复超预期，公司业绩预期有望修复。
- 长期免税成长空间巨大。** 白云机场2019年免税销售额19.2亿元，同比增长117%。18H1、18H2、19H1、19H2，白云机场人均免税销售额分别为34、67、92、114元。免税销售额每半年一个跨步，实现快速攀升。横向对比，上海、北京、香港、韩国仁川机场2019年人均免税销售额分别为358、311、340、622元，白云机场仍有较大空间。我们预测，不考虑疫情影响，白云机场5年人均免税销售额有望达到300元以上，整体免税销售额尚有4倍空间。

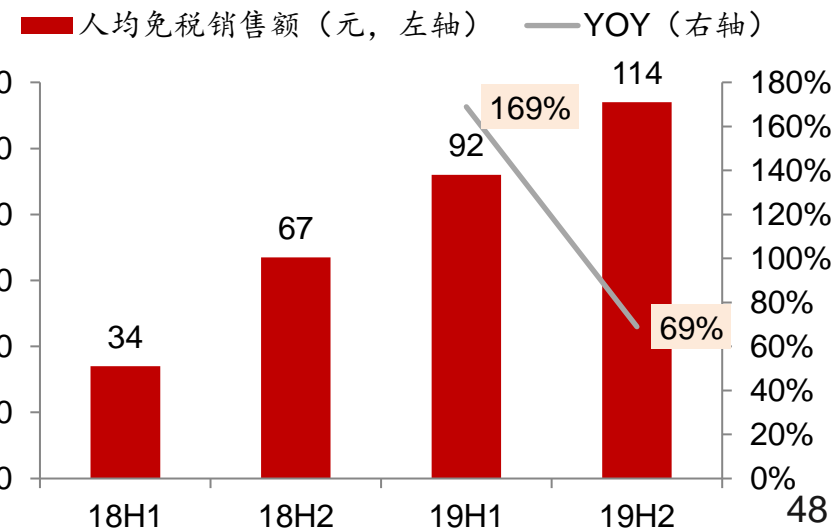
图：白云机场国际航线分地区占比情况



图：白云机场免税销售额快速攀升

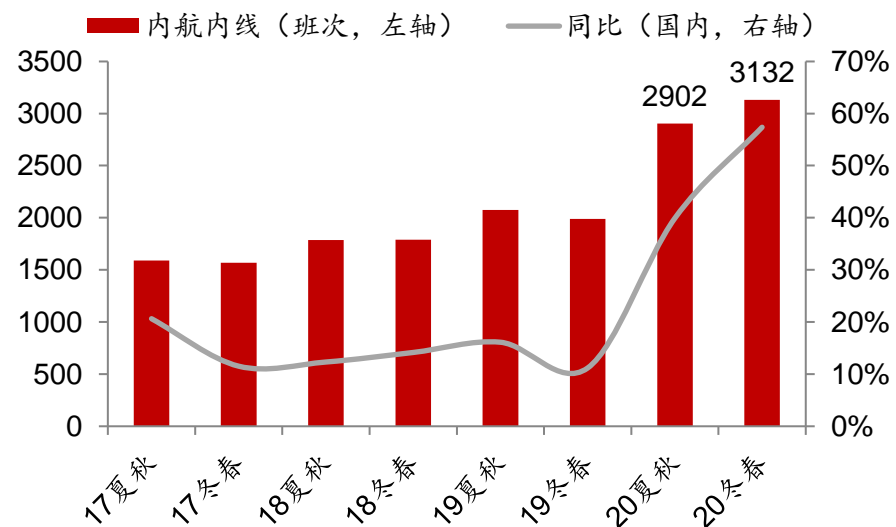


图：白云机场人均免税销售额

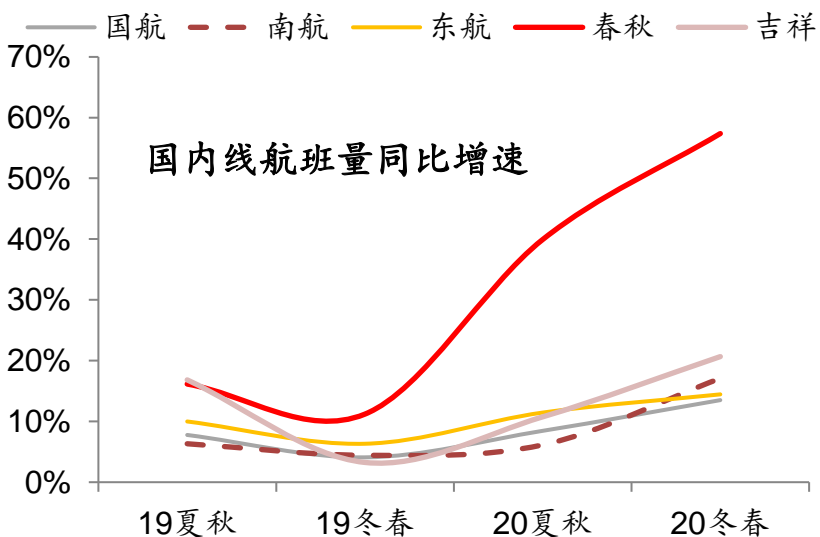


- 短期来看，经营恢复程度领先全行业，疫情下航线结构性改善，20冬春航季国内线航班量同比增加57%。**2019年底，春秋航空国内、国际（含地区）ASK占比分别约为60%、40%。海外疫情发生以来，民航局3月底实行“五个一”政策，凭借民航局灵活弹性的时刻政策、公司单一机型的优势、高效的执行力，春秋迅速将较大比重的国际闲置运力转回国内，20夏秋、20冬春航季周度国内航班量同比分别增加40%、57%，增幅列全行业首位，一线机场与二三线基地（如兰州）时刻占比均有所提升。春秋的国际航线均为亚洲周边航线，其中，日韩泰占比达到80%以上，公司受益于国内线的恢复，**有望成为亚洲周边航线率先修复超预期中的最大受益者。**
- 长期来看，中国低成本航空空间大，**我们认为，（1）春秋航空未来3年依靠飞机引进、机型变更能维持15%左右ASK增长；（2）依靠单位成本低于其他航司15%-20%的优势，可以下沉至三四线经营，模式可复制；（3）成熟基地航线占公司运力比例85%，存在运价优化的可能性。

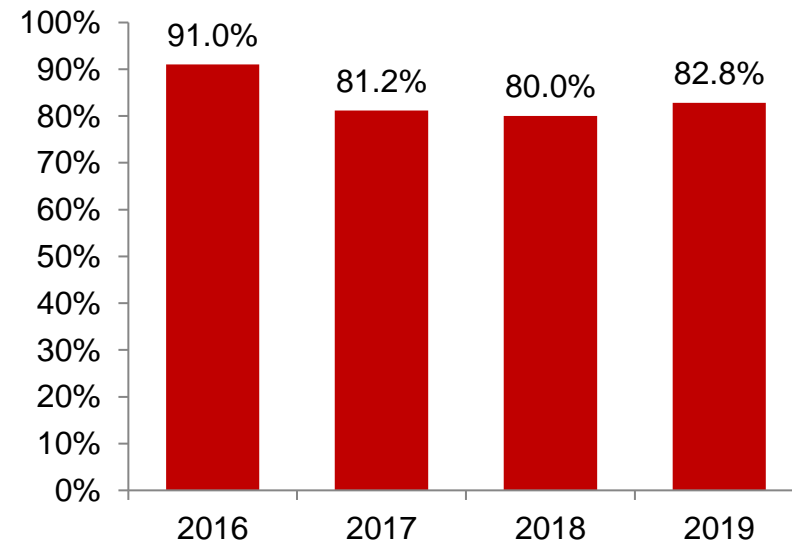
图：春秋航空各航季国内航班量



图：疫情发生后春秋航空航线调整迅速

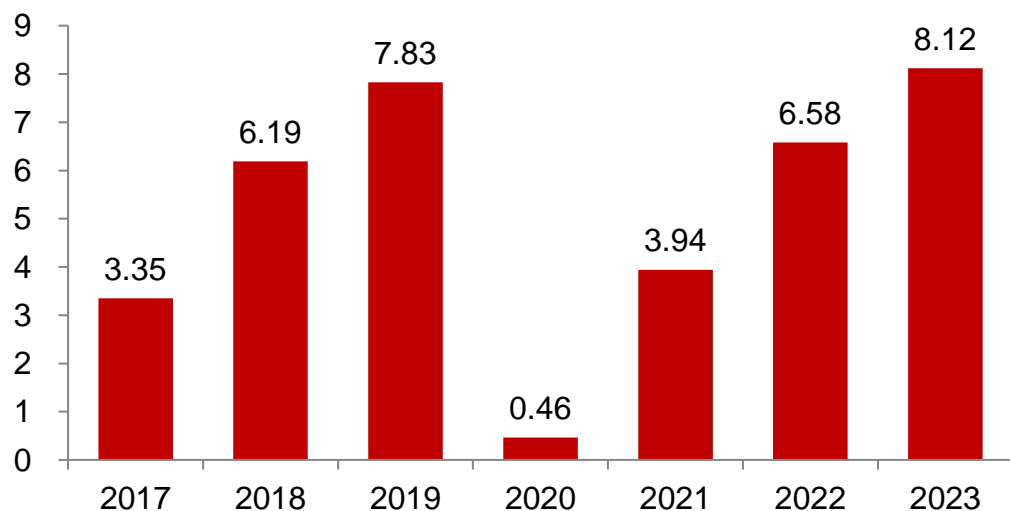


图：春秋航空日韩泰航线ASK占国际线比例

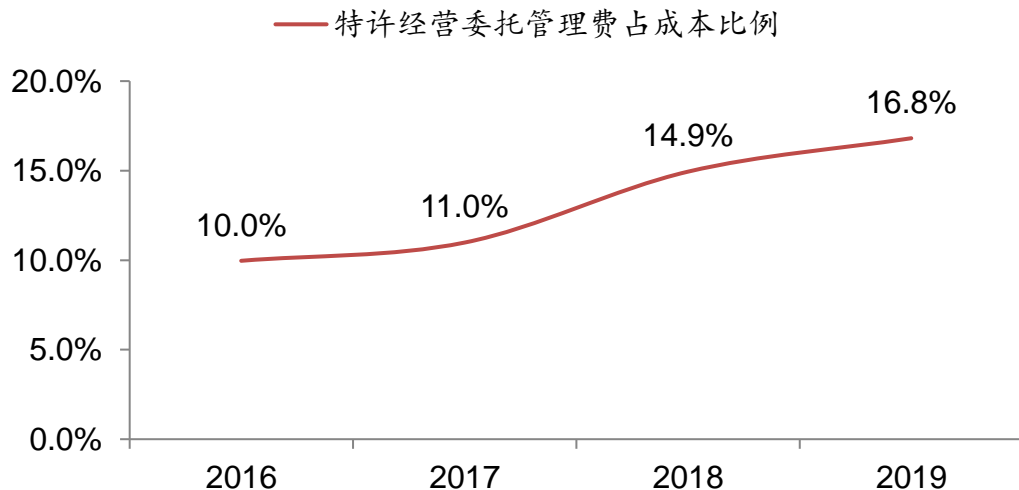


- 大兴机场分流对国际航线影响有限。**首都机场国际航班主要由主基地航空公司中国国航承运，约占整体国际航班的5成，转场大兴机场的航司主要是东航、南航等，国际旅客比例低。且未来，在国际/地区航线运力投放和运营、国际航权资源配置指标体系中，主基地航司国航具有较大优势，将对首都机场国际枢纽地位形成强有力支撑。随着部分原来在首都机场国际航班占比低的航司转场，未来首都机场的国际旅客比例有望进一步提升。
- 免税被抽成比例下调，王府井或将进驻经营免税，利润弹性有望释放。**11月3日，首都机场公告新三年期（2021-2023）国际零售委托管理交易条款，将增量部分的60%取消，免税业务利润率有望提升。同时，我们认为广告、餐饮、国内零售业务新合同亦有望与免税合同保持一致变动，公司利润弹性将有望释放。2019年，北京机场免税销售额85.9亿元/+16%；据北京日报，王府井正在首都机场推动机场免税店落地，未来或将对首都机场的免税业务带来增量。
- 考虑到转场对首都机场国际旅客和商务客等高质量客流发展影响有限、机场免税业务具备可持续内生增长动力、特许经营委托管理费用结构趋于合理化、王府井或将进驻带来的免税收入提升，我们认为公司或迎来业绩、估值双重修复。**

图：首都机场免税业务特许经营委托管理费用（亿元）

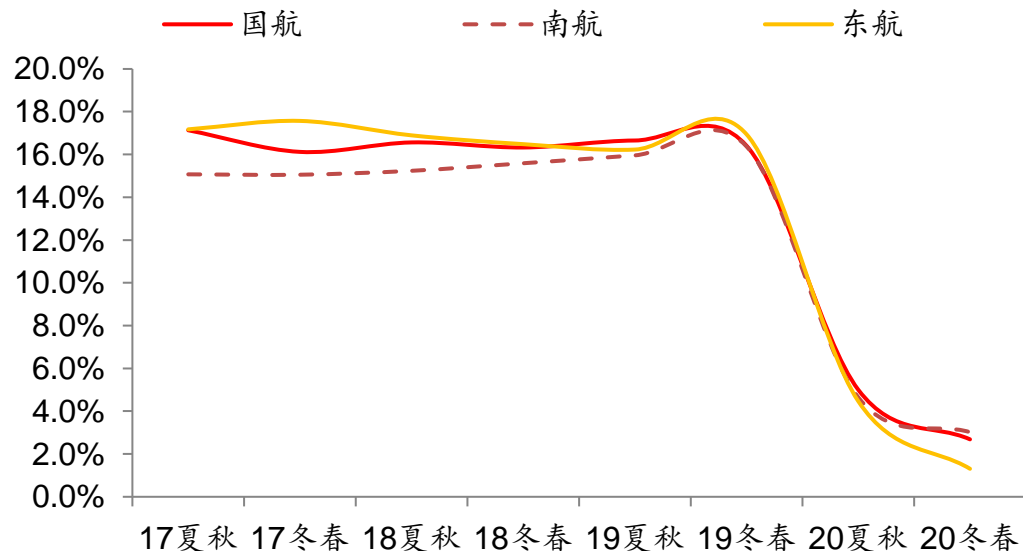


图：2017-2019首都机场特许经营管理费用占成本比例升高

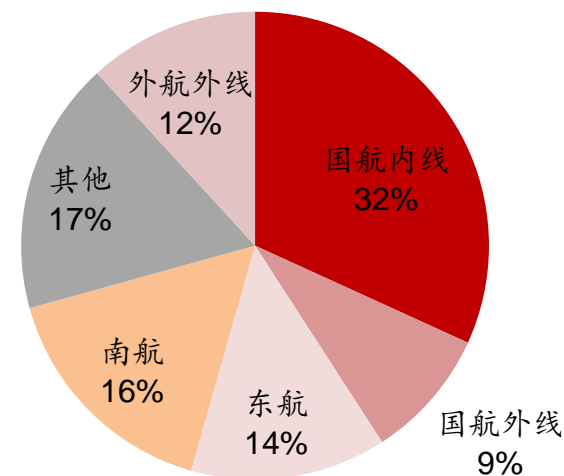


- 三大航国际航班量占比较高，目前国际航线恢复缓慢拖累业绩，但未来将显著受益于国际航线复苏，利润弹性较大。根据民航预先飞行管理计划，19冬春航季国航、南航、东航计划国际及地区航班量占比分别为16.4%、16.4%、16.9%；20冬春航季，因疫情导致国际航班严格受管控，国航、南航、东航计划国际及地区航班量占比分别为2.7%、3.0%、1.3%。在疫苗上市预期确定增强的情况下，三大航业绩、估值修复确定性增强。
- 随着北京“一市两场”运行，长期来看，三大航在国际航权配置中具有核心竞争力，在北京的时刻资源均有望提升。转场前，国航、南航、东航在首都机场的时刻资源占比分别为41%、16%、14%。在转场期后，南航、东航将分别拥有大兴机场40%、30%的时刻资源；国航作为首都机场主基地航司，亦将有望取得更多转场航司原有时刻及航站楼资源，并有望优先获得新增时刻，巩固优势地位。

图：三大航国际及地区航班量占比



图：19夏秋航季三大航航班量在首都机场的占比



- 持续获得优质时刻资源，国内核心市场占比提升。** 2019 冬春航季，吉祥航空跟上海两场有关的航线占比 63.7%，较上一航季提升 6.7pct，核心基地市场占比提升；转场大兴后，吉祥航空京沪线周度航班量从14班增至36班，同时上海往返广州从14班增至28班。另外，子公司九元航空在主基地广州航班量占比提升 9.5pct 至 39.2%。我们认为，国内航线核心市场占比提高有助于公司客公里收益水平的提升。
- 洲际航线开启新征程，787利用率趋于正常运营水平，补贴增量亦可观。** 2019年，吉祥航空开通第一条洲际航线“上海至赫尔辛基航线”；2020年10月，开通第二条洲际航线“郑州-赫尔辛基航线”。随着洲际航线开始运行，787利用率将有所提升，单位成本将有所下降，进入正常运营节奏。后续公司计划陆续开通墨尔本、曼城、冰岛、都柏林等洲际航线，整体飞机运行效率有望进一步提升。此外，上海市政府对基地航司洲际航线的补贴政策标准处于高水平，补贴增量亦可观。

表：上海市财政局对基地航空公司的补贴条款

航司要求	补贴措施	补贴标准 (万元)
本市基地航司	新辟中远程国际线1条	3000
本市基地航司	复航中远程国际线1条	2000
本市基地航司	加密中远程国际线1条	1000
年旅客运量≤500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	500
年旅客运量500-1000万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	1000
年旅客运量1000-1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	2000
年旅客运量≥1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	5000

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、宏观经济增速不及预期；
- 3、需求恢复不及预期；
- 4、离岛免税销售额不及预期；
- 5、线上免税发展不及预期；
- 6、油价大幅上涨；
- 7、汇率风险；
- 8、免税竞争加剧风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>