

航空深度报告：从需求的底部逐渐复苏

航空运输 II 行业首次覆盖报告

主要观点：

航空公司受到的疫情冲击将可预见地逐渐减弱，收入端未来在疫苗的催化下将逐步修复，成本端目前仍在低位维持，航司将迎来或早或晚或快或慢的业绩或预期恢复。

► **9月开始主要航司国内运力当月同比已转正，民营航司率先恢复，三大航受国际业务拖累，疫苗有望推动国际修复。**

从目前的恢复情况来看，国内的运力已基本恢复，客座率尚在恢复过程中；从国际来看，目前运力尚未开始修复，未来随着疫苗的面世和推广有较大的修复空间。

盈利修复方面，三季度是航空业的传统旺季，我国的上市航司中，三大航中的南航，民营航司中的春秋、吉祥、华夏航空均在2020年三季度实现了单季盈利，其中华夏航空从二季度即已实现单季盈利。但四季度是传统淡季，同时疫情随着气温下降有所反复，11月航司的修复情况和经营数据有所下滑。

► **收入端：疫苗催化国际修复，国内票价修复需旺季催化；成本端：汇率上行+油价偏低，航司成本大幅下降。**

收入端的修复，在量方面，国内的运力已基本修复，未来主要的修复空间在于国际航线，主要的催化剂是疫苗的面世和推广，以及实际效果的显现。预计三大航尤其是国航在国际航线的修复过程中最受益。预计民营航司的偏低票价、灵活定价和航线快速调整，将在票价较长时间维持偏低水平并逐步回升的过程中受益。在以往为航司忽略的货运方面，或将在2020年下半年开始的出口修复的过程中获得较大的收入占比提升。预计三大航尤其是南航在货运需求的爆发中最受益。

成本端方面，2020年油价、美元汇率大幅下跌，以及利率的下行，均为航司压降成本提供了空间。预计未来较长一段时间内，油价仍将维持在偏低的水平，人民币汇率在中国制造业地位提升的过程中预计较难出现大幅贬值，而航司的综合融资成本预计亦将维持在较低的水平。成本端的变量预计在未来仍将保持在有利于航司的区间内。

► **推荐标的：春秋航空、华夏航空、中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空。**

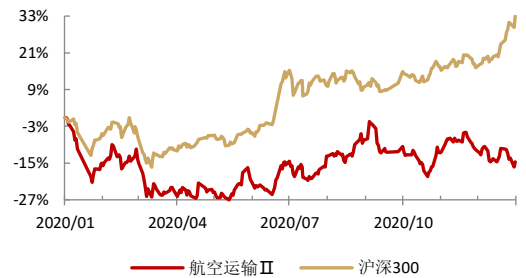
三大航（南航、国航、东航）受益于国际业务修复的弹性，其中国航受益于国际航线占比最高修复空间最大，南航受益于规模最大的高毛利国际货运，东航受益于“随心飞”等产品创新力。

民营航司（春秋、吉祥、华夏）在长期偏低票价下受益于优秀的成本控制能力，其中春秋航空受益于因私出行占比提升，华

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：丁一洪

邮箱：dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话：(0755) 2394 5082

分析师：洪奕昕

邮箱：hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080004

联系电话：

分析师：李承鹏

邮箱：licp1@hx168.com.cn

SAC NO: S11201190800075

联系电话：

夏航空受益于支线航空的盈利模式疫情影响最小。

风险提示

宏观经济系统性风险；疫苗研制及投放进度低于预期；新冠疫情影响下航空需求恢复低于预期；人民币汇率下跌超预期；油价上涨超预期；自然灾害、战争、动乱等不可抗力的影响。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600029.SH	南方航空	5.74	买入	0.22	-0.55	0.25	0.30	33.22	-10	23	19
600115.SH	东方航空	4.55	买入	0.20	-0.61	0.15	0.27	29.79	-7	31	17
601111.SH	中国国航	7.09	买入	0.44	-0.81	0.19	0.37	21.96	-9	38	19
601021.SH	春秋航空	53.71	买入	2.01	-0.19	1.19	2.78	21.85	-290	45	19
603885.SH	吉祥航空	9.96	买入	0.51	-0.39	0.25	0.68	29.66	-25	39	15
002928.SZ	华夏航空	12.5	买入	0.84	0.34	0.69	1.02	14.57	36	18	12

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内运力基本恢复，疫苗将促进国际运力恢复	8
1.1. 运力恢复：9月开始主要航司国内运力当月同比已转正	8
1.2. 周转量恢复：民营航司 RPK 修复较快，货运修复领先	9
1.3. 盈利恢复：民营航司率先恢复，三大航受国际业务拖累	20
2. 收入端：疫苗催化国际修复，国内票价修复需旺季催化	22
2.1. 单季看，20Q3 上市航司收入修复至 19 年同期的五至六成	22
2.2. 国际航线修复看疫苗，且预计集中度提高，三大航受益	24
2.3. 国内票价低+因私客占比提升，成本控制强的民营航司受益	25
2.4. 货运需求快速增长，收入的另一爆发点	27
3. 成本端：汇率上行+油价偏低，航司成本大幅下降	28
3.1. 油价：偏低的油价大幅降低航司成本	28
3.2. 汇率：美元兑人民币汇率处于下行周期，财务费用下降	30
3.3. 利率：航司融资成本较快下行对冲有息负债规模的增长	31
4. 推荐标的：干线航空、低成本航空、支线航空	32
4.1. 南方航空：国际货运复苏的最大受益者	34
4.2. 东方航空：“随心飞”系产品创新的先行者	39
4.3. 中国国航：疫苗催化下国际航线修复空间最大的航司	43
4.4. 春秋航空：受益因私出行占比提升，成本控制的标杆	47
4.5. 吉祥航空：民营航司恢复速度快，机队逆势扩张	51
4.6. 华夏航空：支线航空业绩波动较小，20Q2 即实现单季扭亏	54
4.7. 可比公司估值表	59
5. 风险因素	59
5.1. 宏观经济系统性风险	59
5.2. 疫苗研制、投放进度和效果低于预期	59
5.3. 新冠疫情影响下航空需求恢复低于预期	59
5.4. 人民币汇率下跌超预期	59
5.5. 油价上涨超预期	59
5.6. 自然灾害、战争、严重的动乱等不可抗力的影响	59

图表目录

图 1 2020 年 1-11 月各航司可用座公里 (ASK) 当月同比	9
图 2 2020 年 1-11 月各航司 (国内) ASK 当月同比	9
图 3 2020 年 11 月各航司收入客公里 (RPK) 当月同比	10
图 4 2020 年 11 月各航司收入客公里 (RPK) 累计同比	10
图 5 南航当月 RPK 恢复情况 (百万客公里)	10
图 6 南航当月 (国内) RPK 恢复情况 (百万客公里)	10
图 7 东航当月 RPK 恢复情况 (百万客公里)	10
图 8 东航当月 (国内) RPK 恢复情况 (百万客公里)	10
图 9 国航当月 RPK 恢复情况 (百万客公里)	11
图 10 国航当月 (国内) RPK 恢复情况 (百万客公里)	11
图 11 海航当月 RPK 恢复情况 (百万客公里)	11
图 12 海航当月 (国内) RPK 恢复情况 (百万客公里)	11
图 13 春秋航空当月 RPK 恢复情况 (百万客公里)	11
图 14 春秋航空当月 (国内) RPK 恢复情况 (百万客公里)	11
图 15 吉祥航空当月 RPK 恢复情况 (百万客公里)	12
图 16 吉祥航空当月 (国内) RPK 恢复情况 (百万客公里)	12
图 17 2020. 1-11 及 2019 年各航司累计客座率	12
图 18 2020. 1-11 及 2019 年各航司累计 (国内) 客座率	12
图 19 南航当月客座率恢复情况	13
图 20 南航当月 (国内) 客座率恢复情况	13
图 21 东航当月客座率恢复情况	13
图 22 东航当月 (国内) 客座率恢复情况	13
图 23 国航当月客座率恢复情况	13
图 24 国航当月 (国内) 客座率恢复情况	13
图 25 海航当月客座率恢复情况	14
图 26 海航当月 (国内) 客座率恢复情况	14
图 27 春秋航空当月客座率恢复情况	14
图 28 春秋航空当月 (国内) 客座率恢复情况	14
图 29 吉祥航空当月客座率恢复情况	14
图 30 吉祥航空当月 (国内) 客座率恢复情况	14
图 31 2020. 1-11/2019 年各航司 (国际+地区) RPK 占比	15
图 32 2020 年 11 月当月 (国际/地区) ASK 恢复情况	15
图 33 南航当月 (国际) RPK 恢复情况 (百万客公里)	15
图 34 南航当月 (国际) 客座率恢复情况	15
图 35 东航当月 (国际) RPK 恢复情况 (百万客公里)	16
图 36 东航当月 (国际) 客座率恢复情况	16
图 37 国航当月 (国际) RPK 恢复情况 (百万客公里)	16
图 38 国航当月 (国际) 客座率恢复情况	16
图 39 海航当月 (国际) RPK 恢复情况 (百万客公里)	16
图 40 海航当月 (国际) 客座率恢复情况	16
图 41 春秋航空当月 (国际) RPK 恢复情况 (百万客公里)	17
图 42 春秋航空当月 (国际) 客座率恢复情况	17
图 43 吉祥航空当月 (国际) RPK 恢复情况 (百万客公里)	17
图 44 吉祥航空当月 (国际) 客座率恢复情况	17
图 45 各航司 2020 年 1-11 月货运 RTK 累计同比增速	18
图 46 南航/国航疫情后国外 PRPK 收入大增 元/吨公里	18
图 47 各航司 2019/2020. 1-11 的货运周转量占比	18
图 48 南方航空总周转量、货运周转量及货运占比	18
图 49 东方航空总周转量、货运周转量及货运占比	19
图 50 中国国航总周转量、货运周转量及货运占比	19
图 51 海航控股总周转量、货运周转量及货运占比	19
图 52 春秋航空总周转量、货运周转量及货运占比	19
图 53 吉祥航空总周转量、货运周转量及货运占比	19
图 54 各航司国际货运周转量 (RTK) 当月同比增速	19

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 55 各航司 2019 年货运周转量 (RTK) 区域分布	20
图 56 各航司 2020. 1-11 货运周转量 (RTK) 区域分布	20
图 57 各航司 2019/20 年前三季度归母净利 (亿元)	20
图 58 南方航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	20
图 59 东方航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	21
图 60 中国国航 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	21
图 61 海航控股 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	21
图 62 春秋航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	21
图 63 吉祥航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	21
图 64 华夏航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)	21
图 65 各航司 2019/20 年前三季度的收入 (亿元)	22
图 66 南方航空 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	22
图 67 东方航空 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	23
图 68 中国国航 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	23
图 69 海航控股 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	23
图 70 春秋航空 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	23
图 71 吉祥航空 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	23
图 72 华夏航空 19Q1-20Q3 单季收入 (亿元) 及恢复程度	23
图 73 南方航空客运周转量 RPK 的区域分布变化	24
图 74 东方航空客运周转量 RPK 的区域分布变化	24
图 75 中国国航客运周转量 RPK 的区域分布变化	25
图 76 海航控股客运周转量 RPK 的区域分布变化	25
图 77 春秋航空客运周转量 RPK 的区域分布变化	25
图 78 吉祥航空客运周转量 RPK 的区域分布变化	25
图 79 2020 年冬春航季内地计划航班量同比增 15.5%	26
图 80 2020 年冬春航季, 支线和地方航线航班增速较高	26
图 81 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 RPK 受益和成本	26
图 82 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 ASK 受益和成本	26
图 83 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 RPK 毛利	27
图 84 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 ASK 毛利	27
图 85 行业历年收入及利润总额情况: 在需求无大冲击的情况下, 航司利润与油价基本呈反向变动	28
图 86 各航司 2019 年税前利润对燃油价格的敏感性	29
图 87 2020 年航空煤油价格大幅下跌, 为近年历史低点	29
图 88 各航司 2019 年航空业务成本结构, 航油占 30%	29
图 89 2020 年 H1 各航司航空业务成本中航油占 20%	29
图 90 20H1 三大航 ASK 同比约降五成, 航油成本降六成	30
图 91 2020 年 H1 三大航单位 ASK/ATK 燃油成本均下降	30
图 92 各航司 2019 年净利润对汇率 (USD/CNY) 的敏感性	30
图 93 USD/CNY 即期汇率走势	30
图 94 2019 年各航司汇兑损益占营业收入/利润的比例	31
图 95 2020Q1-3 各航司汇兑损益占营业收入/利润比例	31
图 96 各航司 2019 年及 2020 年 Q3 末的资产负债率	31
图 97 南航、东航 2019 年净利润对利率的敏感性	31
图 98 航司有息负债规模及 2020Q3 末较 2019 年末增速	32
图 99 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 测算融资成本	32
图 100 各航司机队规模及平均机龄	33
图 101 各航司机队的自有/融资租赁/经营租赁数量	33
图 102 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 的 ROE	34
图 103 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 销售净利率	34
图 104 各航司 2019/2020Q1-3 (年化) 总资产周转率	34
图 105 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 的权益乘数	34
图 106 南方航空 2020 年冬春航季的国内航线分布	36
图 107 南方航空 2020 冬春的国际航线分布	36
图 108 南方航空 2020 冬春在北美洲的国际航线分布	36

图 109 厦门航空 2020 冬春的国际航线分布	37
图 110 厦门航空 2020 冬春国内航线分布	37
图 111 河北航空（厦航子公司）2020 冬春的航线分布	37
图 112 江西航空（厦航子公司）2020 冬春的航线分布	37
图 113 南方航空 2019、2020H1 营业收入分类	38
图 114 南方航空股权结构	38
图 115 南航 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元	38
图 116 南航 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元	38
图 117 东方航空 2020 年冬春航季的国内航线分布	40
图 118 东方航空 2020 冬春的国际航线分布	40
图 119 东方航空 2020 冬春在北美洲的国际航线分布	40
图 120 上海航空 2020 冬春的航线分布	41
图 121 中联航 2020 冬春在的航线分布	41
图 122 东方航空 2019、2020H1 营业收入分类	41
图 123 东方航空股权结构	41
图 124 东航 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元	42
图 125 东航 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元	42
图 126 中国国航 2020 年冬春航季的国内航线分布	44
图 127 中国国航 2020 冬春的国际航线分布	44
图 128 中国国航 2020 冬春在北美洲的国际航线分布	44
图 129 深圳航空 2020 冬春的航线分布	45
图 130 山东航空 2020 冬春的航线分布	45
图 131 国泰航空近期的航线分布	46
图 132 澳门航空 2020 冬春的航线分布	46
图 133 中国国航 2019、2020H1 营业收入分类	46
图 134 中国国航股权结构	46
图 135 国航 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元	46
图 136 国航 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元	46
图 137 春秋航空 2020 年冬春航季的航线分布	48
图 138 春秋航空的销售费用率在上市航司中最低	48
图 139 春秋航空的管理费用率在上市航司中最低	48
图 140 春秋航空的飞机日利用率（小时）较高	49
图 141 春秋航空的客座率为上市航司中最高	49
图 142 春秋航空 2019、2020H1 营业收入分类	49
图 143 春秋航空股权结构	49
图 144 春秋 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元	50
图 145 春秋 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元	50
图 146 吉祥航空 2020 年冬春航线分布（欧洲航线为郑州新郑-赫尔辛基万塔/赫尔辛基万塔-上海浦东）	52
图 147 九元航空 2020 年冬春航季航线分布	53
图 148 吉祥近期机队扩张规模加速，与春秋逆势扩张	53
图 149 吉祥航空 2019 年营业收入分类	53
图 150 吉祥航空股权结构	53
图 151 吉祥 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元	53
图 152 吉祥 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元	53
图 153 华夏航空 2020 年冬春航季航线分布（蓝色线为执飞，橘色线为经停）	55
图 154 华夏航空的新疆航线布局	56
图 155 南方航空的新疆航线布局	56
图 156 乌鲁木齐航空的新疆航线布局	56
图 157 天津航空的新疆航线布局	56
图 158 华夏航空的收入和机队规模快速增长	57
图 159 华夏航空 2017 年的收入结构	57
图 160 华夏航空 2019、2020H1 营业收入分类	57
图 161 华夏航空股权结构	57
图 162 华夏 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元	58

图 163 华夏 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元.....58

表 1 2020 年冬春航季, 8 家货运航司周计划航班合计同比+33.8%, 远高于客运航班的 15.5%.....27

表 2 2019 年上市航司毛利率、其他收益率、期间费用率、净利率情况.....33

表 3 2020 年上半年上市航司毛利率、其他收益率、期间费用率、净利率情况.....34

表 4 南方航空主要客运子公司经营数据及财务数据.....37

表 5 南方航空收入及成本预测.....39

表 6 东方航空主要子公司经营数据及财务数据.....41

表 7 东方航空收入及成本预测.....43

表 8 中国国航主要子公司经营数据及财务数据.....45

表 9 中国国航收入及成本预测.....47

表 10 春秋航空收入及成本预测.....50

表 11 吉祥航空收入及成本预测.....54

表 12 华夏航空收入及成本预测.....58

在过去十年左右的维度内，航空业的波动主要来自成本端，由于油价（占营业成本的平均约 30%）、汇率（大幅影响财务费用中的汇兑损益）的波动是外生变量，航司的业绩除了受到客座率和票价所反映的行业本身供需和竞争格局的影响外，不确定性因素较多且预测难度较大，在估值上有一定的折价。

2020 年的疫情对航空业的是数十年一遇的黑天鹅，尤其是国际市场的恢复严重滞后，以及国际运力回流国内对国内市场造成的供给压力，使得多数航司在 2020 年前三季度即已亏损数年的盈利。

在这样的需求冲击下，成本端的波动成为影响航司业绩的次要矛盾（且成本端事实上是向有利于航司的方向变动），而需求的恢复成为了主要矛盾，在这一点上，虽然道路可能曲折，但是修复的前景是光明的。事实上正因为向好的过程中不断有疫情的反复，分歧才带来了航空股的投资机会。

国际上航司的经营模式主要分为三种：干线航空、支线航空和低成本航空。在本轮疫情中，干线航空（以三大航为例）受到的打击较重但未来反弹空间大，支线航空（以华夏航空为例）则凭借盈利的稳定性脱颖而出，低成本航空（以春秋航空为例）的成本控制和快速应变使其无论在修复程度还是财务指标上都一枝独秀。

航空业的 β 在需求修复主导下较为确定地向好，而巨大的负面冲击之下各类航司的 α 属性亦凸显，我们看好未来航司在不同阶段的不同催化剂下股价的此消彼长百花齐放。

1. 国内运力基本恢复，疫苗将促进国际运力恢复

航司从疫情之中恢复的节奏，主要分为三个阶段，首先是运力供给（ASK），其次是客座率（或实际周转量 RPK），最后是票价和企业盈利。从目前的情况来看，国内的运力（第一阶段）已基本恢复，客座率（第二阶段）尚在恢复过程中，因此即使油价和汇率均从成本端利好航司，尚在漫长修复过程中的票价仍拖累航司业绩；从国际来看，目前运力（第一阶段）尚未开始修复，未来随着疫苗的面世和推广有较大的修复空间。

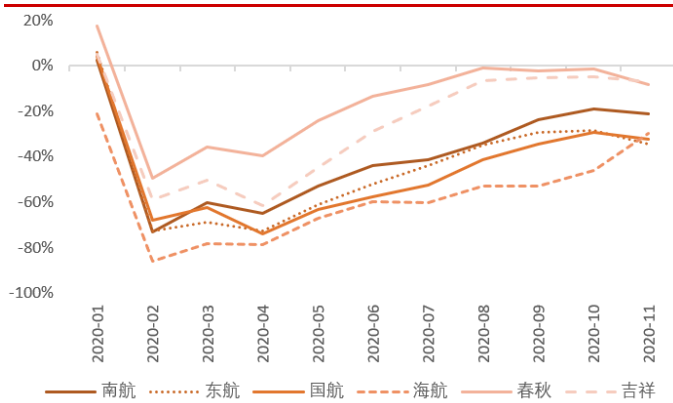
三季度是航空业的传统旺季，我国的上市航司中，三大航中的南航，民营航司中的春秋、吉祥、华夏航空均实现了单季盈利，其中华夏航空从二季度即已实现单季盈利。但四季度是传统淡季，同时疫情随着气温下降有所反复，11 月航司的修复情况和经营数据有所下滑。

1.1. 运力恢复：9 月开始主要航司国内运力当月同比已转正

从运力供给角度来看，2020 年 11 月，南航/东航/国航/海航/春秋/吉祥航空的（可用座公里）ASK 当月同比增速分别为-21%/-35%/-32%/-30%/-8%/-7%（多数航司在 10 月达到疫情后的运力最佳恢复水平，分别为-19%/-29%/-29%/-46%/-1%/-5%）。

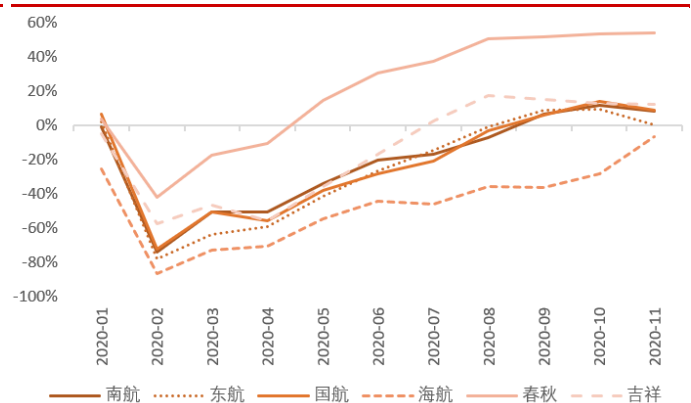
国内的运力恢复情况较好，除海航外，2020 年 11 月其他五家航司均已同比转正，南航/东航/国航/海航/春秋/吉祥航空的国内 ASK 当月同比增速分别为+8%/0%/+9%/-7%/+54%/+12%（多数航司在 10 月达到疫情后的国内运力最佳恢复水平，分别为+12%/+10%/+14%/-28%/+53%/+13%）。

图 1 2020 年 1-11 月各航司可用座公里(ASK)当月同比



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 2 2020 年 1-11 月各航司(国内)ASK 当月同比



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

根据航空管家数据, 2020 年最后一周, 40 家主要航司的航班执飞量较疫情前的平均恢复程度为 85%。

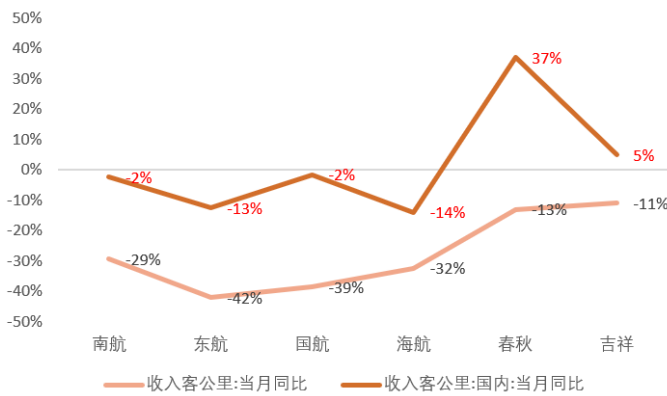
1.2. 周转量恢复: 民营航司 RPK 修复较快, 货运修复领先

根据民航局, 2020 年 11 月, 全行业完成运输航空飞行 89.7 万小时, 恢复至 2019 年同期的 88.9%; 共完成运输总周转量 82.8 亿吨公里, 恢复至 2019 年同期的 77.3%; 完成旅客运输量 4441.2 万人次, 恢复至 2019 年同期的 83.7%; 完成货邮运输量 67.5 万吨, 同比下降 3.5%, 降幅较上月收窄 3.3 个百分点。其中, 国际航线货邮运输同比增长 1.9%, 2020 年以来首次实现月度正增长。11 月, 全货机完成货邮运输量 25.5 万吨, 较 2019 年同期增长 21.2%, 继续保持较高增速。

1.2.1. RPK 修复情况: 民营航司率先修复, 国内显著较快

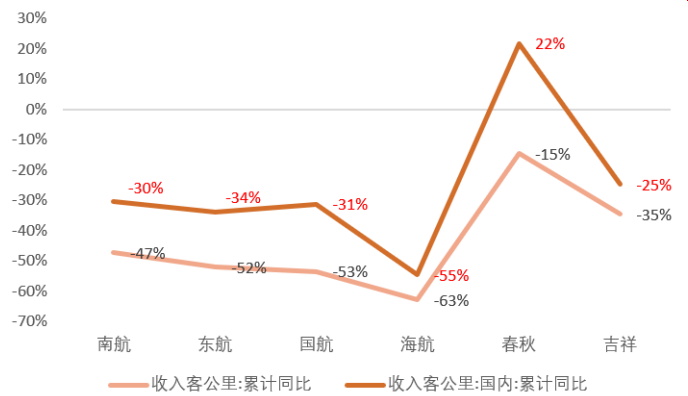
从各主要航司 2020 年 11 月收入客公里的 (RPK) 当月和累计同比数据来看, 民营航司修复较快, 其中春秋航空的国内周转量同比增速 (当月+37%, 累计+22%) 尤为显著; 三大航修复情况较为接近, 南航的修复速度略快; 海航的修复速度近月有所加快。

图3 2020年11月各航司收入客公里(RPK)当月同比



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

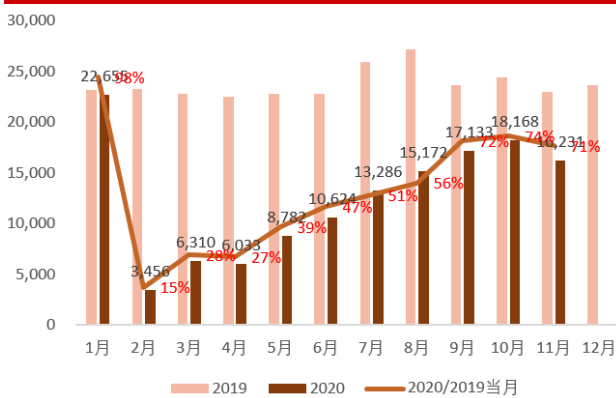
图4 2020年11月各航司收入客公里(RPK)累计同比



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

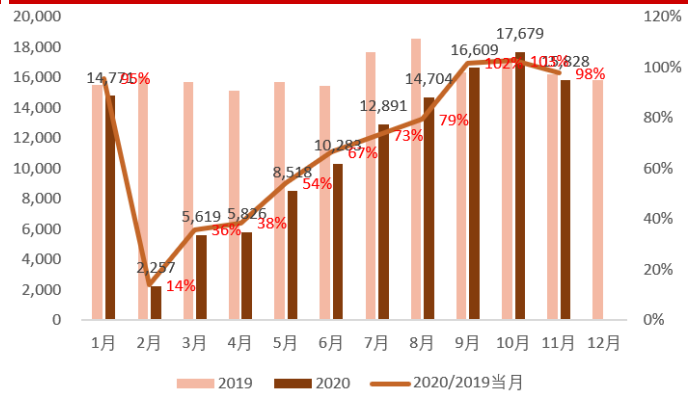
多数航司(除海航外)的 RPK 最佳修复情况在 9/10 月达到, 11 月淡季有所回落。

图5 南航当月 RPK 恢复情况(百万客公里)



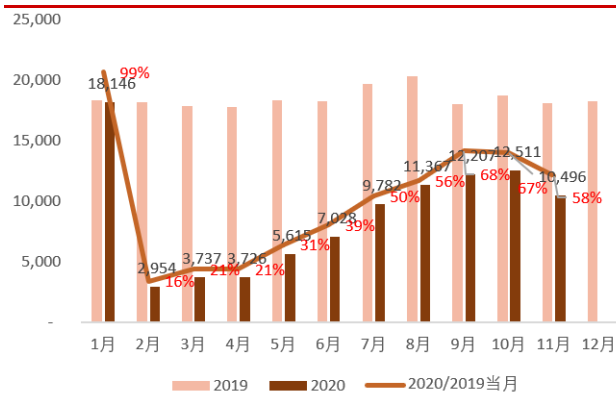
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图6 南航当月(国内)RPK 恢复情况(百万客公里)



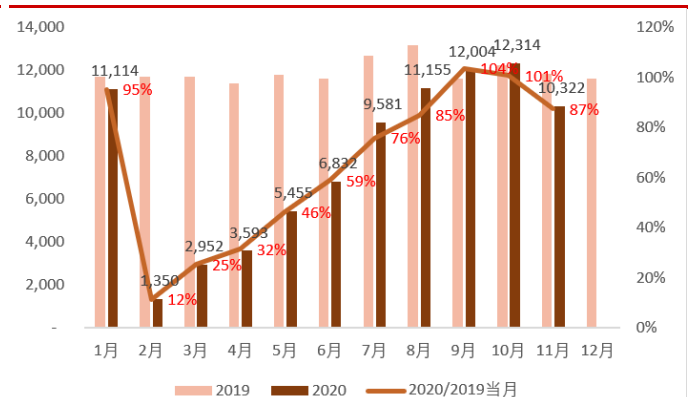
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图7 东航当月 RPK 恢复情况(百万客公里)



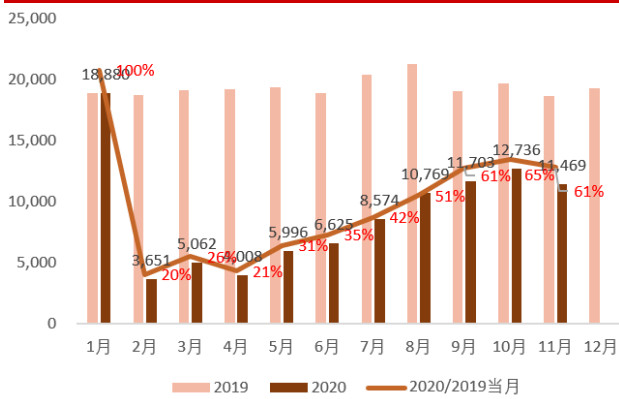
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图8 东航当月(国内)RPK 恢复情况(百万客公里)



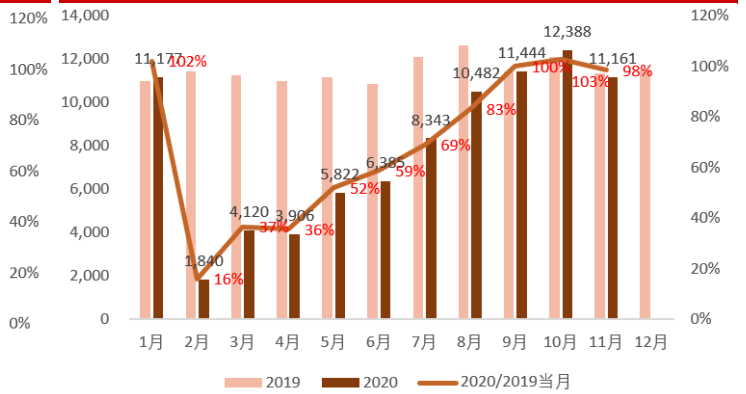
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图9 国航当月 RPK 恢复情况(百万客公里)



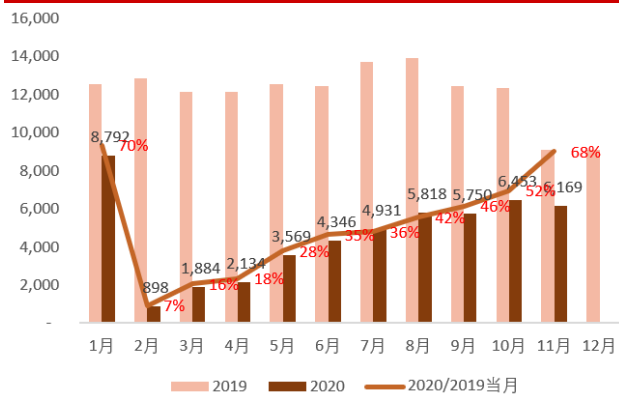
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图10 国航当月(国内)RPK 恢复情况(百万客公里)



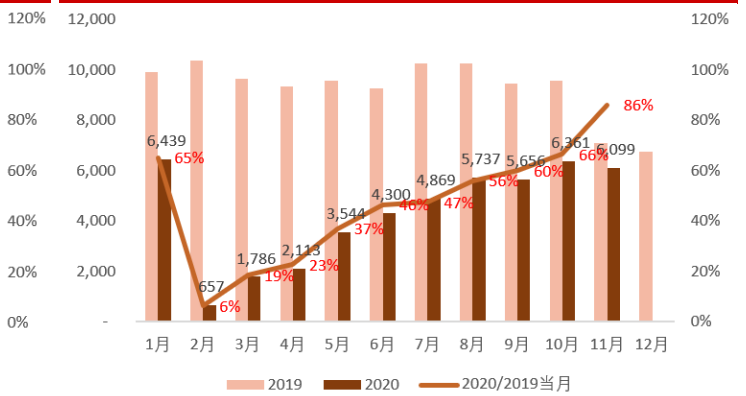
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图11 海航当月 RPK 恢复情况(百万客公里)



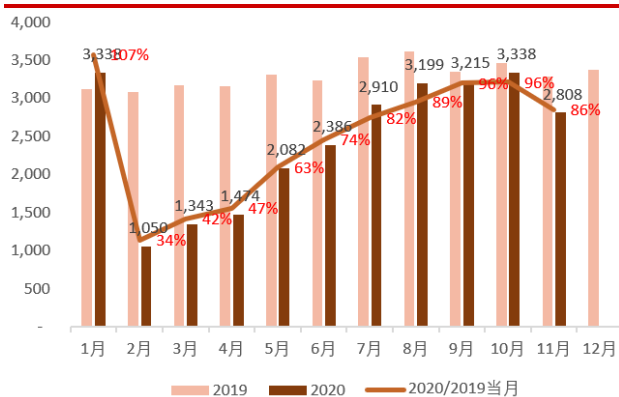
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图12 海航当月(国内)RPK 恢复情况(百万客公里)



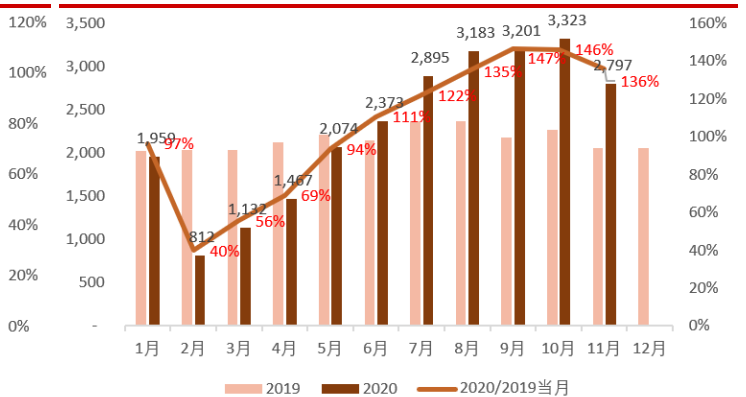
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图13 春秋航空当月 RPK 恢复情况(百万客公里)



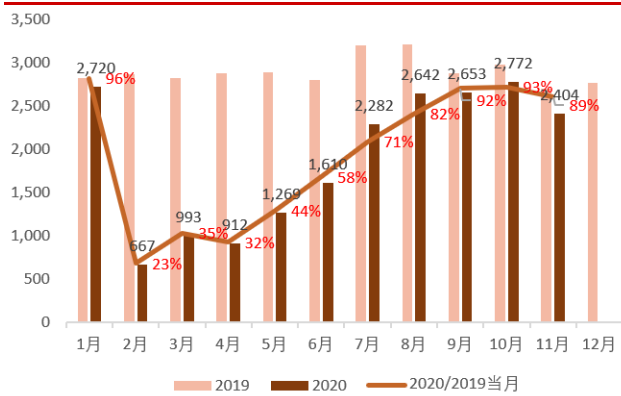
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图14 春秋航空当月(国内)RPK 恢复情况(百万客公里)



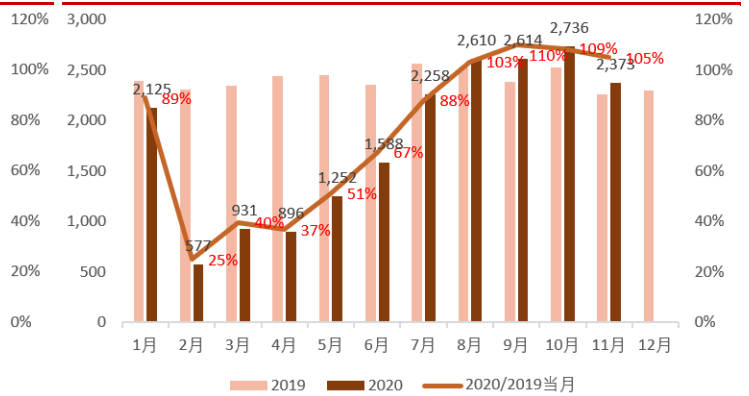
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 15 吉祥航空当月 RPK 恢复情况(百万客公里)



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 16 吉祥航空当月(国内)RPK 恢复情况(百万客公里)

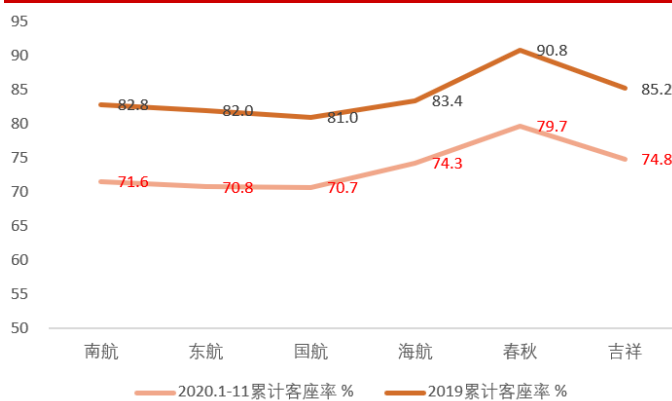


资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

1.2.2. 客座率修复情况: 供给过剩, 航司间的客座率修复程度差异不大

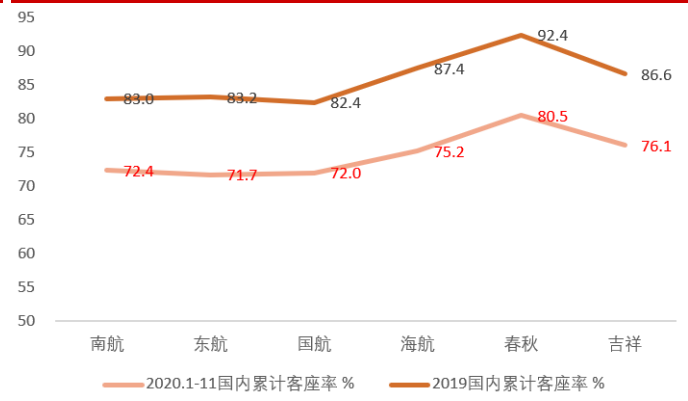
从各航司的累计客座率来看, 2020 年 1-11 月较 2019 年全年差距普遍在 10 个百分点左右。三大航的客座率较为接近, 民营航司的客座率较高, 但修复程度和国有航司差异不大。在整体供给过剩的情况下, 客座率偏低的情况是行业内普遍存在的。

图 17 2020.1-11 及 2019 年各航司累计客座率



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

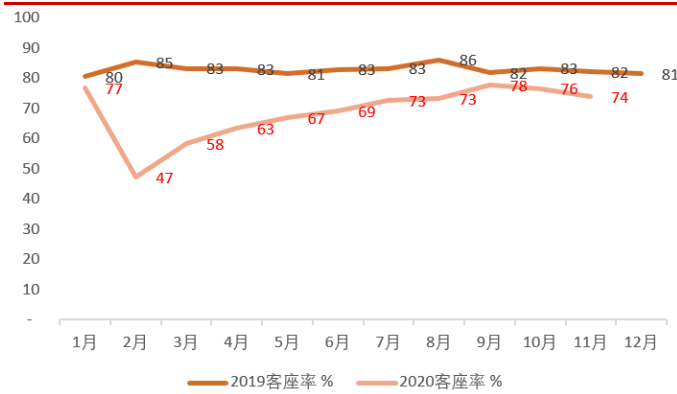
图 18 2020.1-11 及 2019 年各航司累计(国内)客座率



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

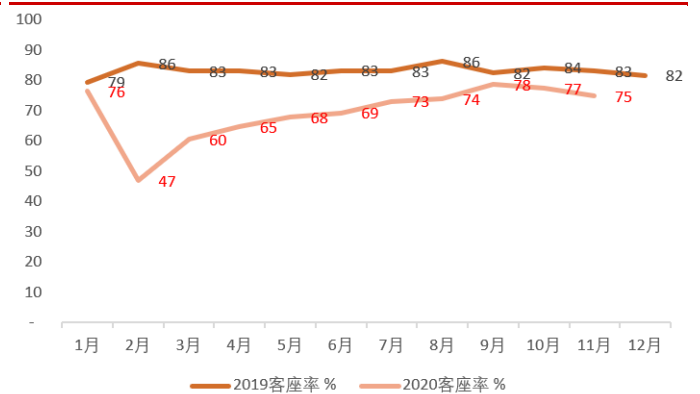
从各航司的当月客座率来看, 大部分主要航司在 2020 年 9 月的客座率与上年同期最为接近, 随着 11 月的淡季及部分地区疫情反复, 客座率差距有所拉大。

图 19 南航当月客座率恢复情况



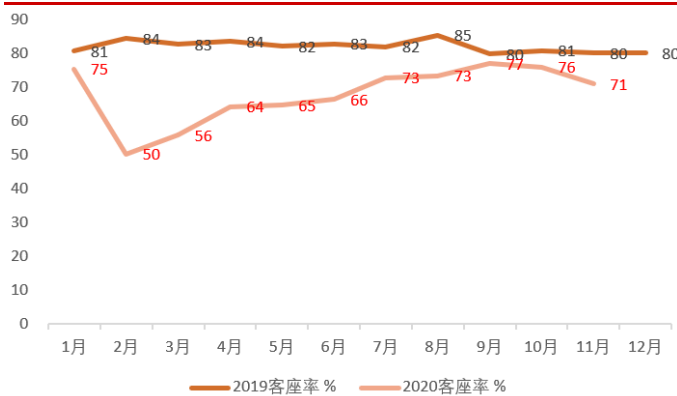
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 20 南航当月(国内)客座率恢复情况



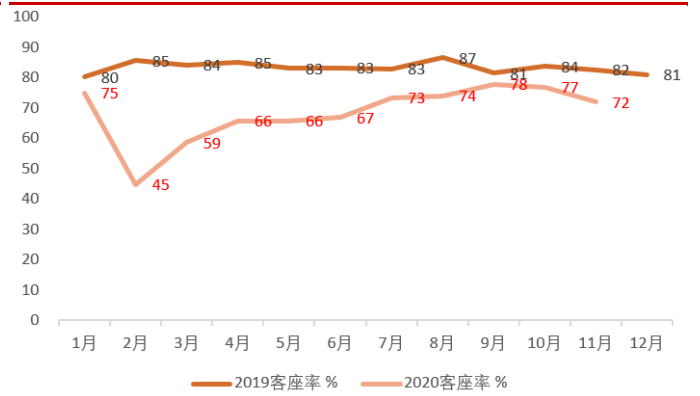
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 21 东航当月客座率恢复情况



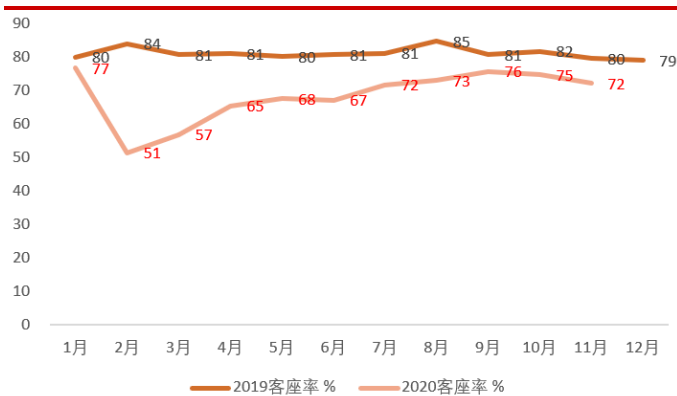
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 22 东航当月(国内)客座率恢复情况



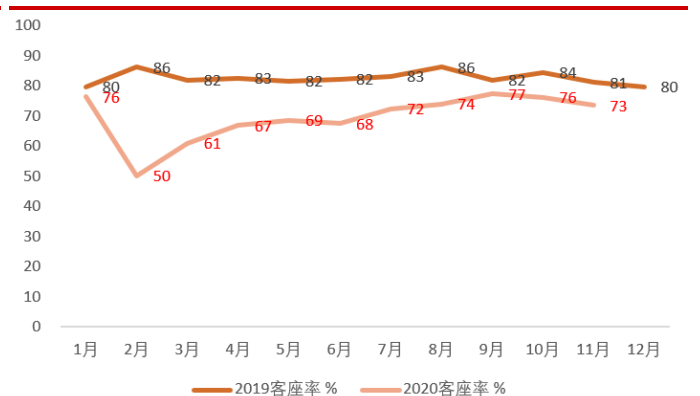
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 23 国航当月客座率恢复情况



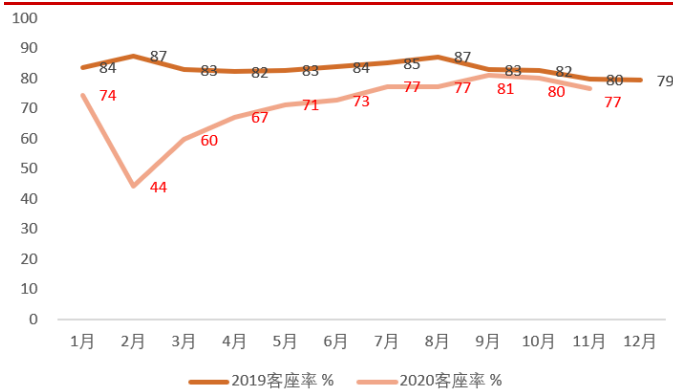
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 24 国航当月(国内)客座率恢复情况



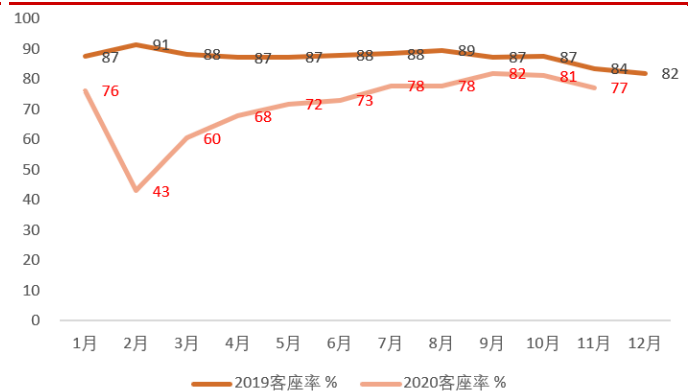
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 25 海航当月客座率恢复情况



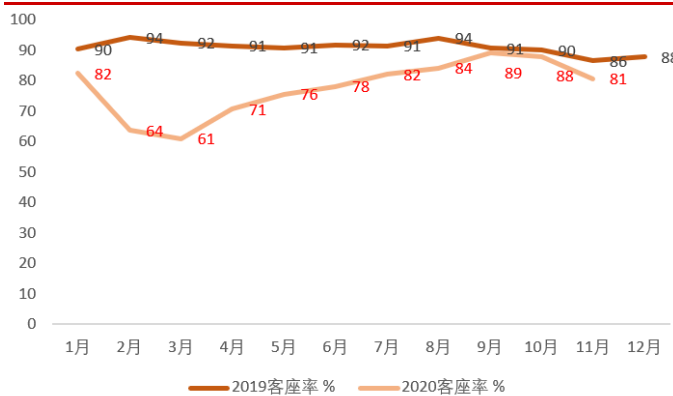
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 26 海航当月(国内)客座率恢复情况



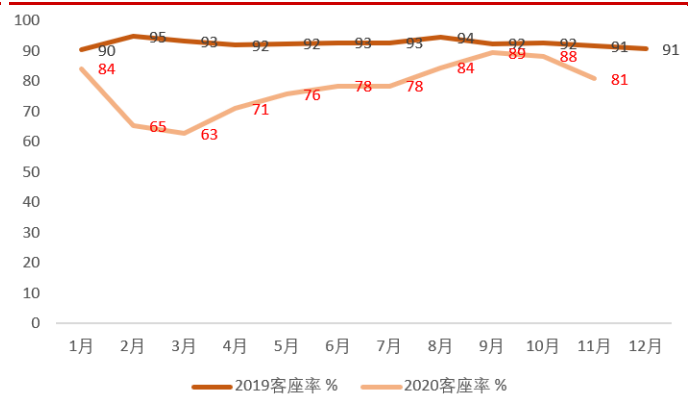
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 27 春秋航空当月客座率恢复情况



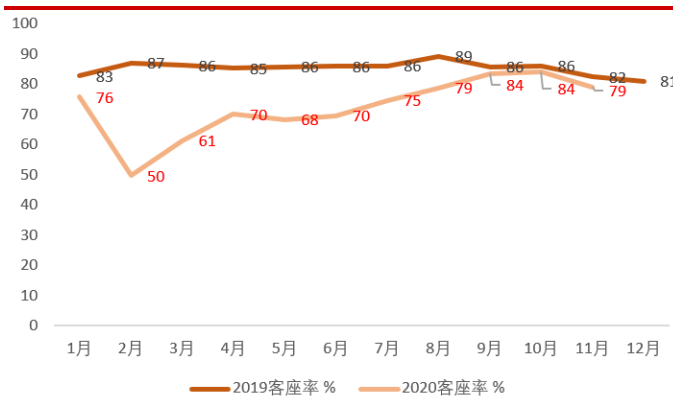
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 28 春秋航空当月(国内)客座率恢复情况



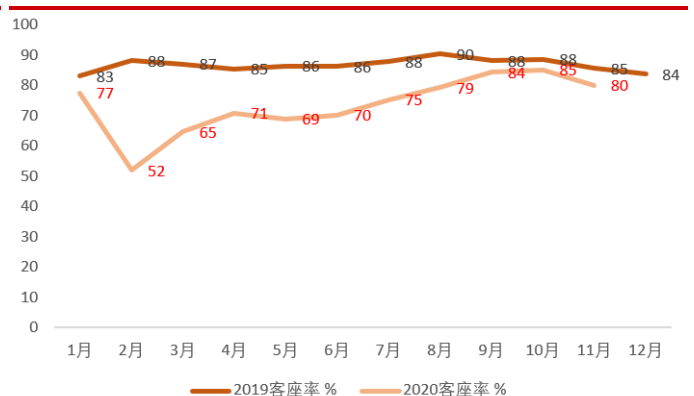
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 29 吉祥航空当月客座率恢复情况



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 30 吉祥航空当月(国内)客座率恢复情况

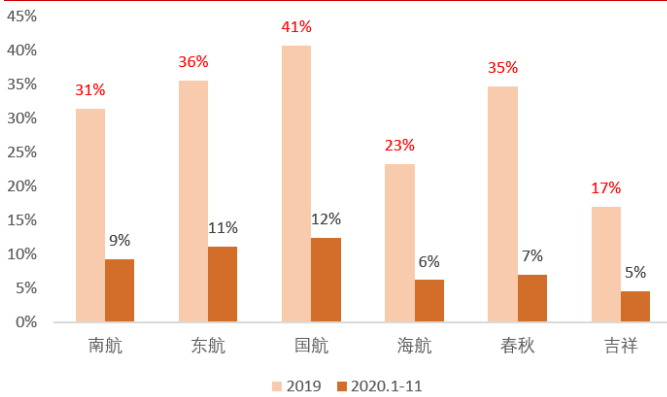


资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

1.2.3. 国际修复情况: 国航国际航线占比最高, 未来修复空间较大

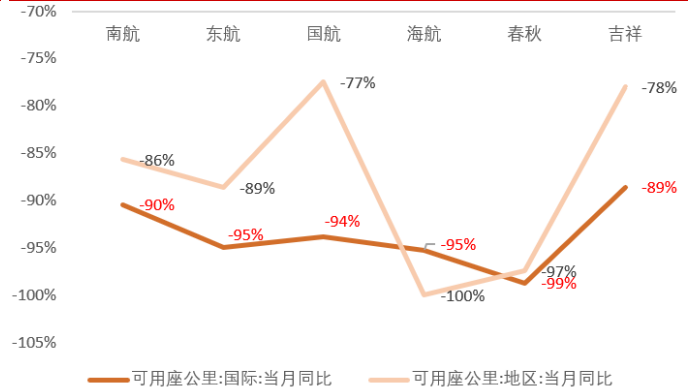
从2020年11月的数据来看，国际和地区航线的ASK恢复尚不容乐观，主要航司的国际航线恢复尚不足10%。在国内ASK已基本修复的情况下，疫苗的预期主要拉动国际ASK的修复，2019年和2020年前11月的累计非国内（国际+地区）RPK占比最高的是中国国航，其次是东方航空和南方航空。在国际市场的占比方面，国有航司较高，修复也较快。

图 31 2020.1-11/2019 年各航司(国际+地区)RPK 占比



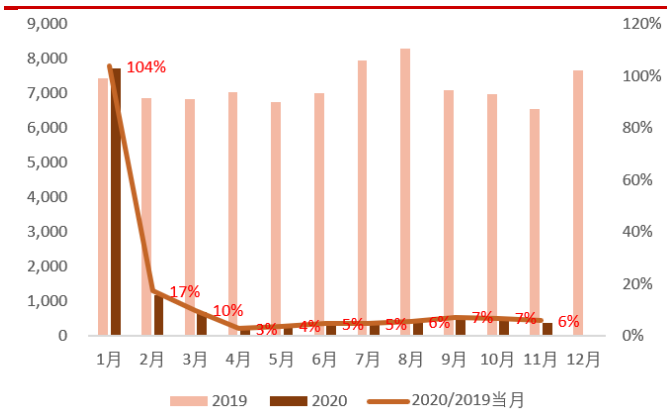
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 32 2020 年 11 月当月（国际/地区）ASK 恢复情况



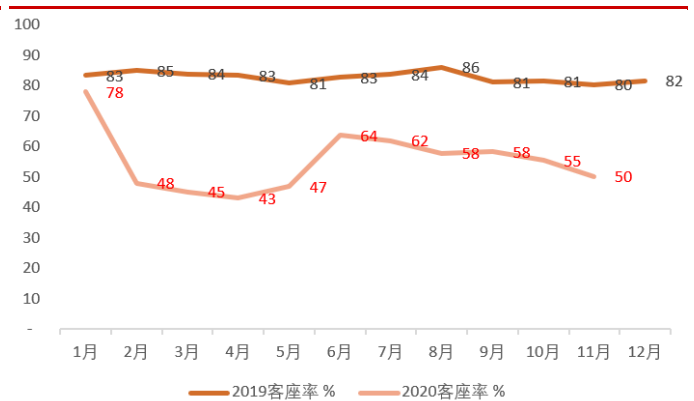
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 33 南航当月(国际)RPK 恢复情况(百万客公里)



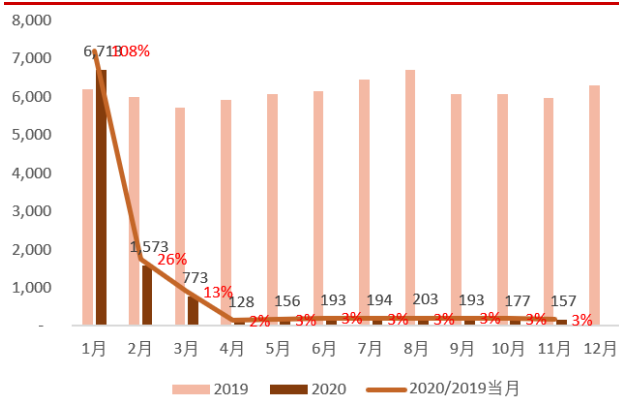
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 34 南航当月（国际）客座率恢复情况



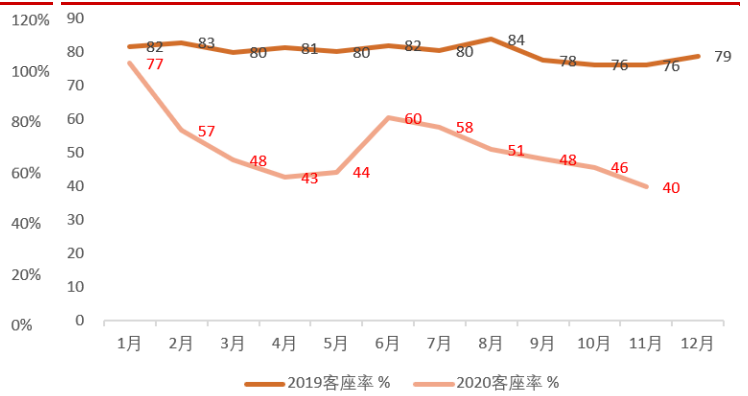
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 35 东航当月(国际)RPK 恢复情况(百万客公里)



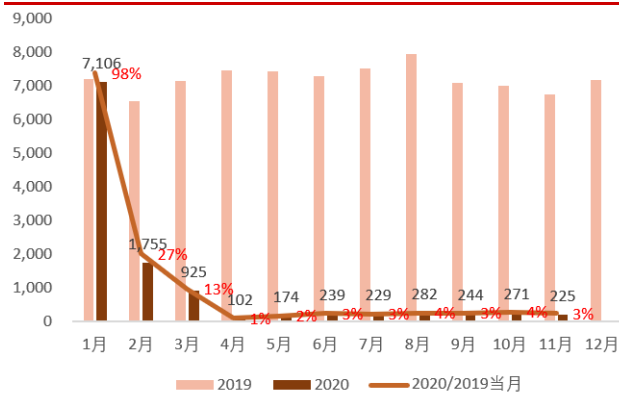
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 36 东航当月(国际)客座率恢复情况



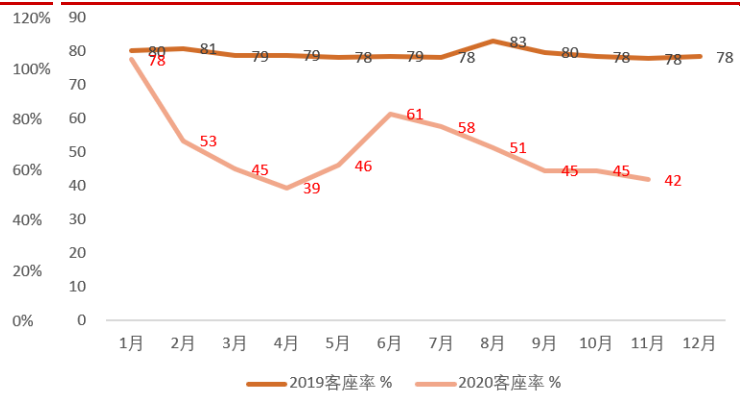
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 37 国航当月(国际)RPK 恢复情况(百万客公里)



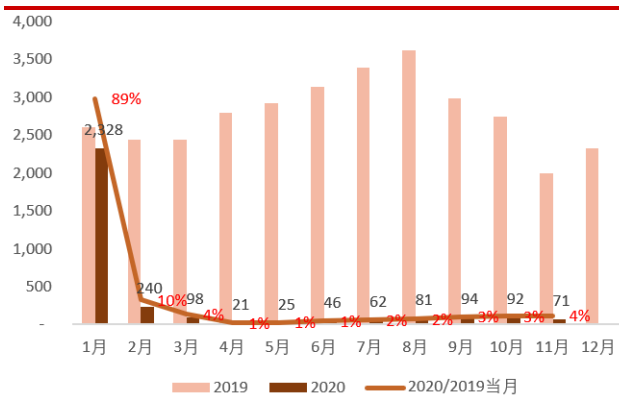
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 38 国航当月(国际)客座率恢复情况



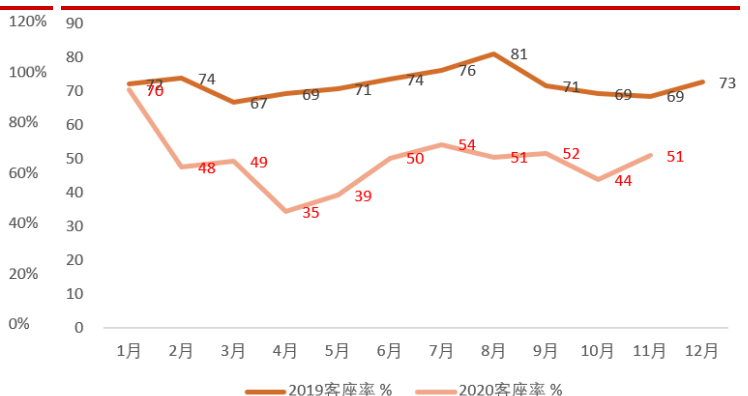
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 39 海航当月(国际)RPK 恢复情况(百万客公里)



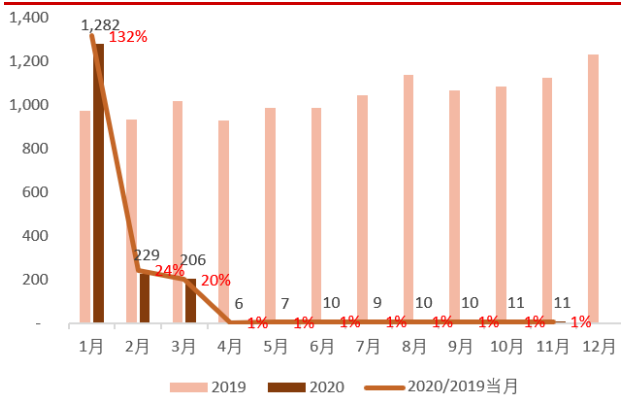
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 40 海航当月(国际)客座率恢复情况



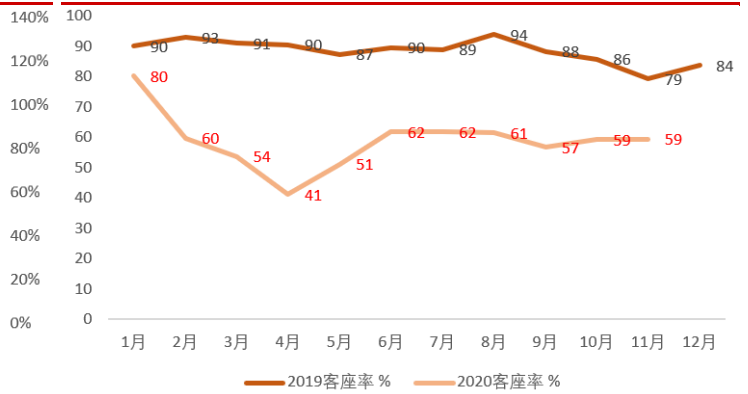
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 41 春秋航空当月(国际)RPK 恢复情况(百万客公里)



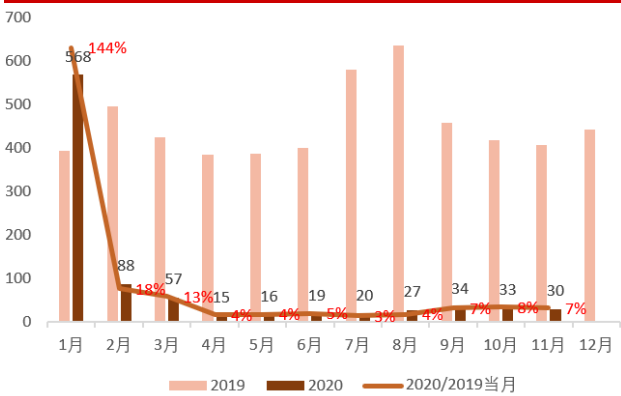
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 42 春秋航空当月(国际)客座率恢复情况



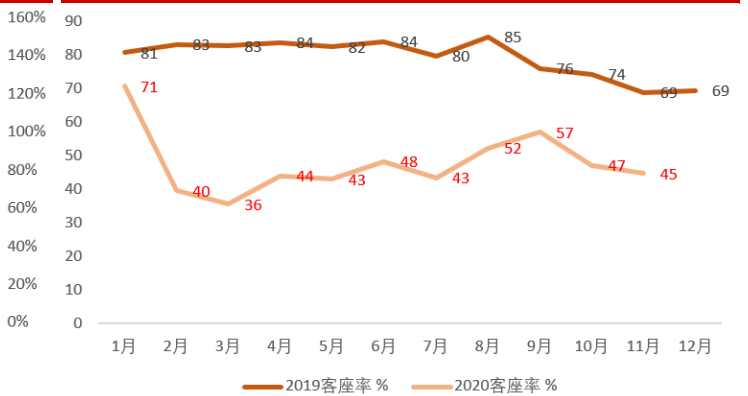
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 43 吉祥航空当月(国际)RPK 恢复情况(百万客公里)



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 44 吉祥航空当月(国际)客座率恢复情况

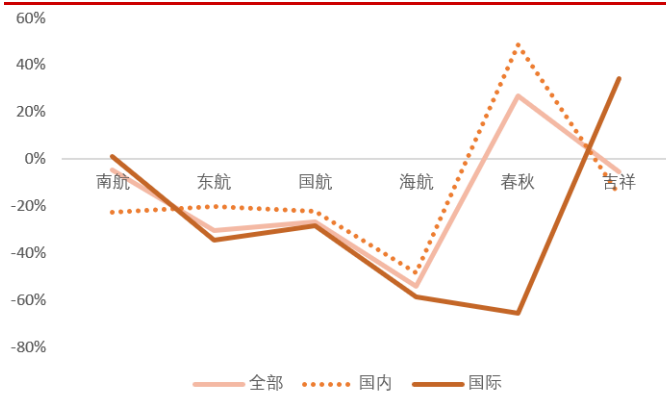


资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

1.2.4. 货运修复情况: 南航/吉祥较大程度上受益于国际货运的高毛利

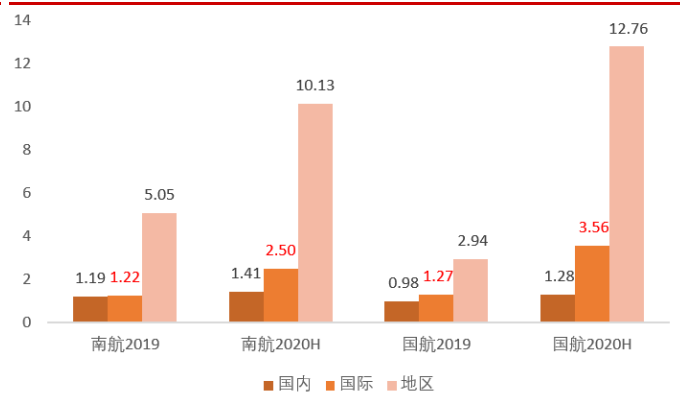
从南航和国航 2020 年中报和 2019 年单位货运吨公里 (RTK) 的货邮收入比较来看, 疫情之后国内、国际和地区的单位 RTK 货邮收入均有大幅增长, 其中国际和地区的增长尤为显著。在单位变动成本受益于油价下跌的情况下, 国际货运的毛利显著增长, 其中南航和吉祥在国际货运上的高增长将受益。

图 45 各航司 2020 年 1-11 月货运 RTK 累计同比增速



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

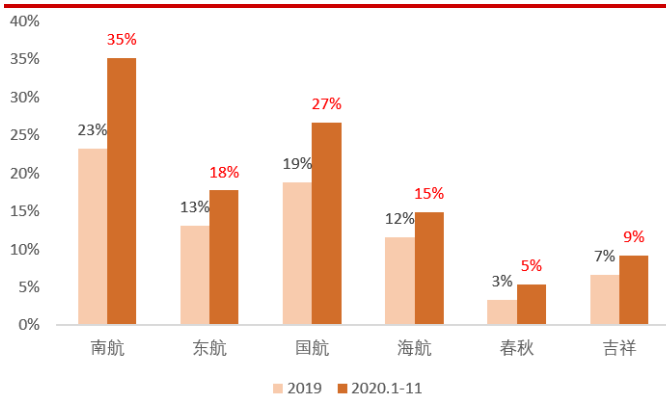
图 46 南航/国航疫情后国外 PRTK 收入大增 元/吨公里



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

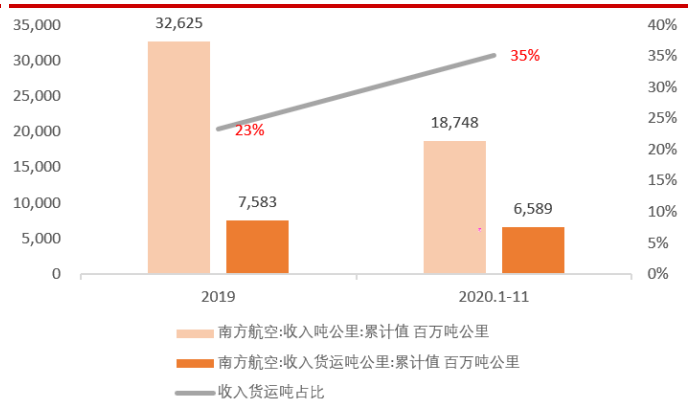
从收入货运吨公里占收入吨公里的占比来看, 2020 年 1-11 月较 2019 年有明显提高。其中提高较快的是三大航, 南航、东航、国航分别的货运周转量占比分别从 23%/13%/19% 上升至 35%/18%/27%, 其中南航、国航的占比提升尤其显著。

图 47 各航司 2019/2020.1-11 的货运周转量占比



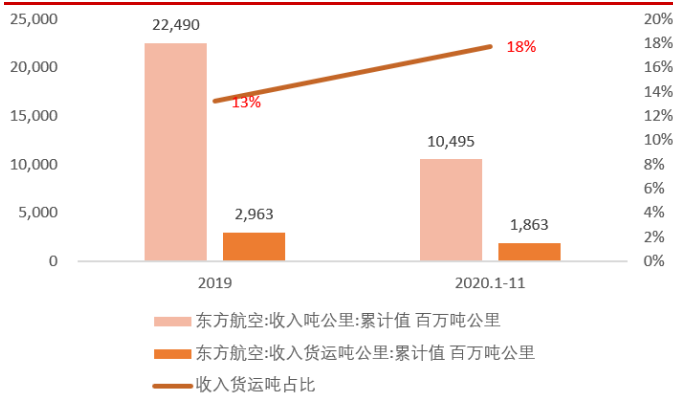
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 48 南方航空总周转量、货运周转量及货运占比



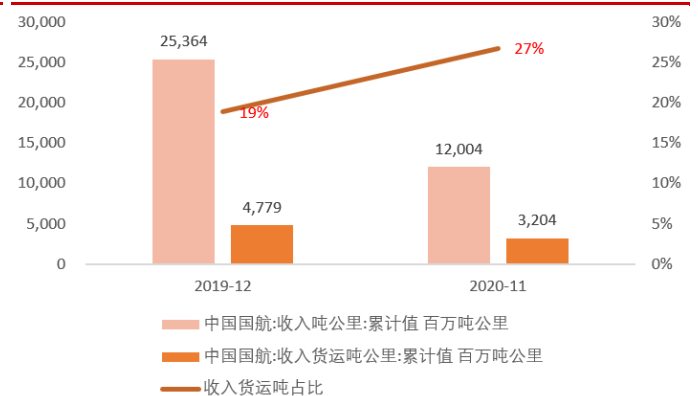
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 49 东方航空总周转量、货运周转量及货运占比



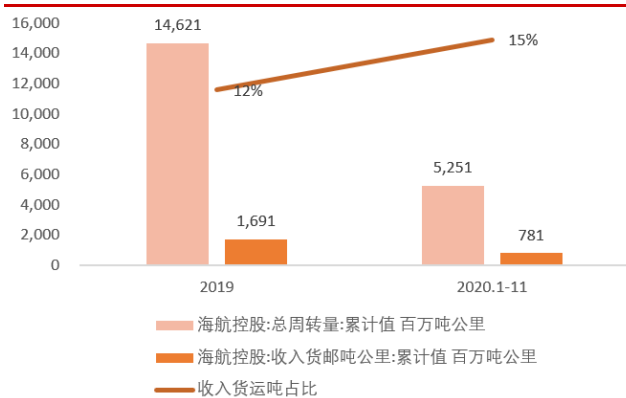
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 50 中国国航总周转量、货运周转量及货运占比



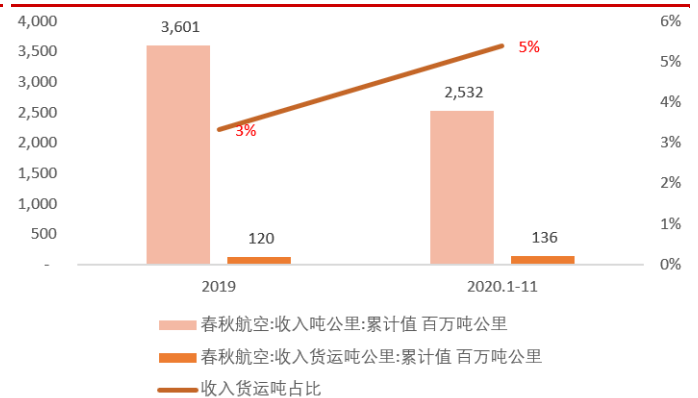
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 51 海航控股总周转量、货运周转量及货运占比



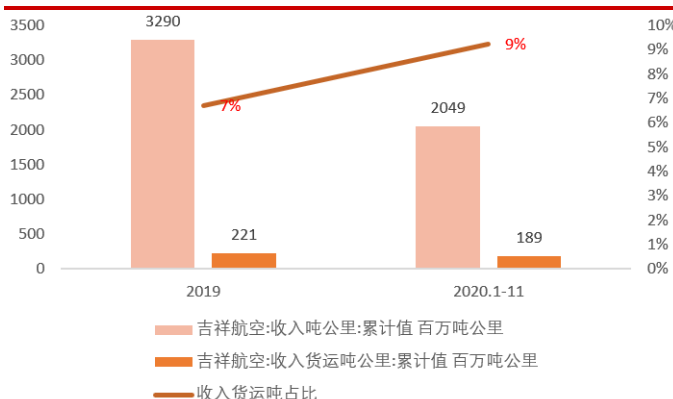
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 52 春秋航空总周转量、货运周转量及货运占比



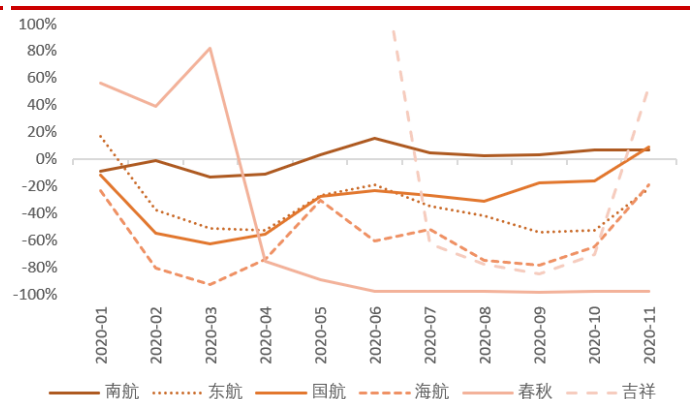
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 53 吉祥航空总周转量、货运周转量及货运占比



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 54 各航司国际货运周转量 (RTK) 当月同比增速



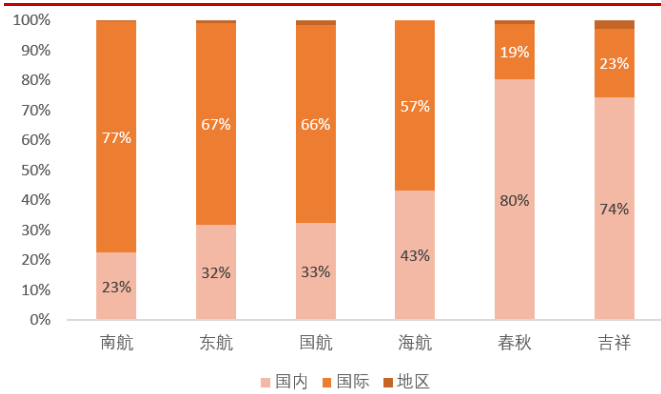
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

从货运周转量的区域占比来看，三大航的国际货运占比较高，民营航司的国内货运占比较高。其中南航的国际货运占比最高，2019年占比77%，2020年1-11月提升

至 82%。南航和吉祥航空是疫情冲击下货运周转量中国际占比提升的航司，大部分其他航司的国际货运或多或少受到了国际航线恢复滞后的影响。

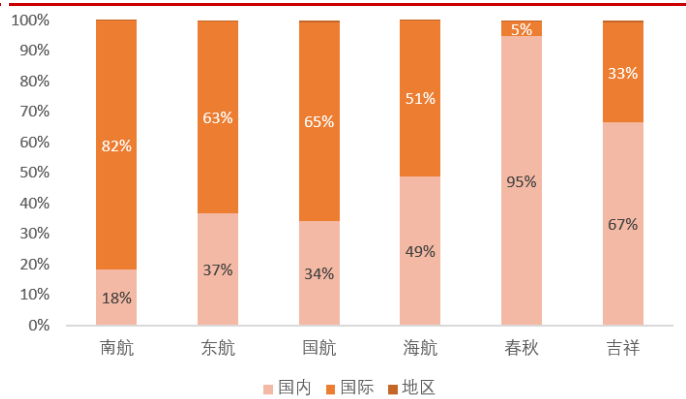
结合疫情之后海外货运的单位 RTK 收益显著提升，南航货运的绝对体量最大、总周转中的占比最高，且疫情之后占比提升最快，同时在区域分布上，高收益的国际货运占比最高、累计同比实现正增长，因此南航是本次疫情冲击下货运崛起的最大受益航司，中国国航从体量上、吉祥航空从增速上来看，亦一定程度上受益于货运。

图 55 各航司 2019 年货运周转量 (RTK) 区域分布



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 56 各航司 2020.1-11 货运周转量 (RTK) 区域分布

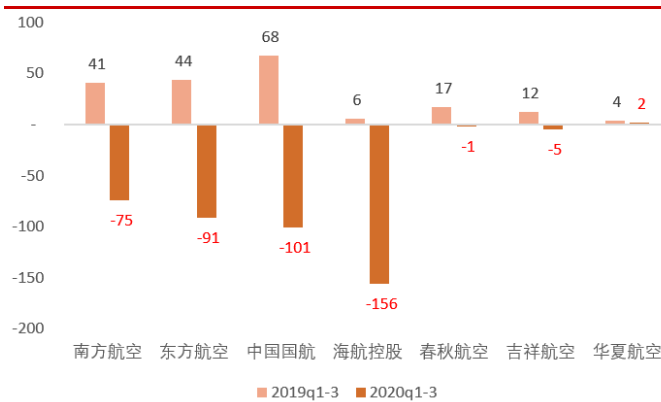


资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

1.3. 盈利恢复: 民营航司率先恢复, 三大航受国际业务拖累

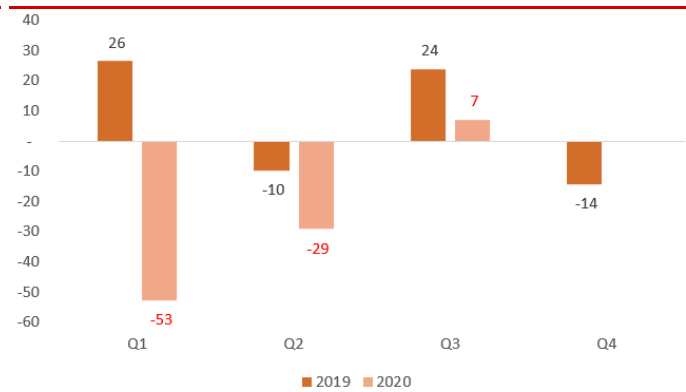
从单季盈利来看, 多数航司在 2020 年一季度出现了单季的盈利低点, 二、三季度逐渐减亏。三季度是航空业的传统旺季, 我国的上市航司中, 三大航中的南航, 民营航司中的春秋、吉祥、华夏航空均实现了单季盈利, 其中以支线航空为主、补贴较为稳定的华夏航空从二季度即已实现单季盈利。国际航线的修复进度较慢, 国际客运业务占比较高的三大航受其国际业务拖累, 盈利修复情况较慢。

图 57 各航司 2019/20 年前三季归母净利润 (亿元)



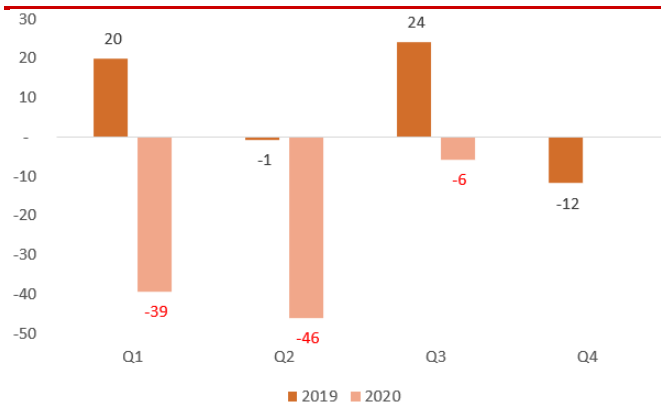
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 58 南方航空 2019/20 年单季归母净利润 (亿元)



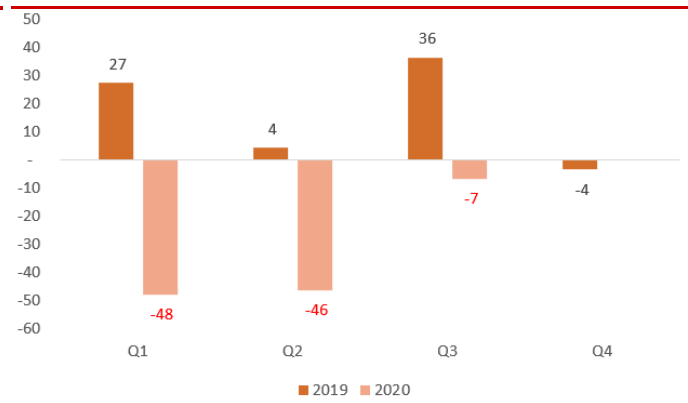
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 59 东方航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)



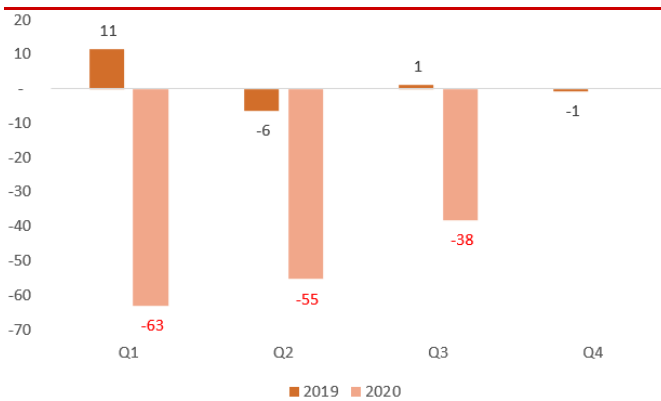
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 60 中国国航 2019/20 年单季归母净利 (亿元)



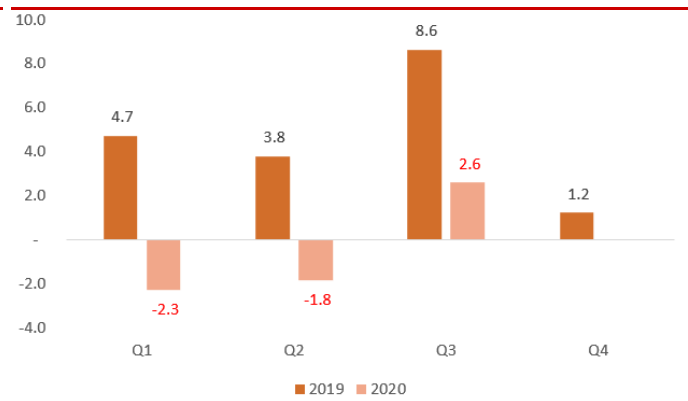
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 61 海航控股 2019/20 年单季归母净利 (亿元)



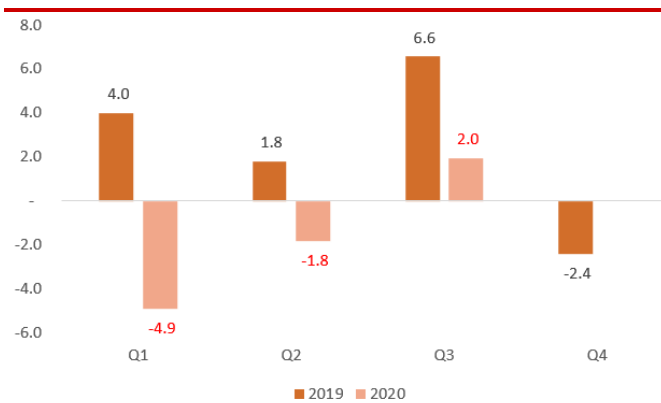
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 62 春秋航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)



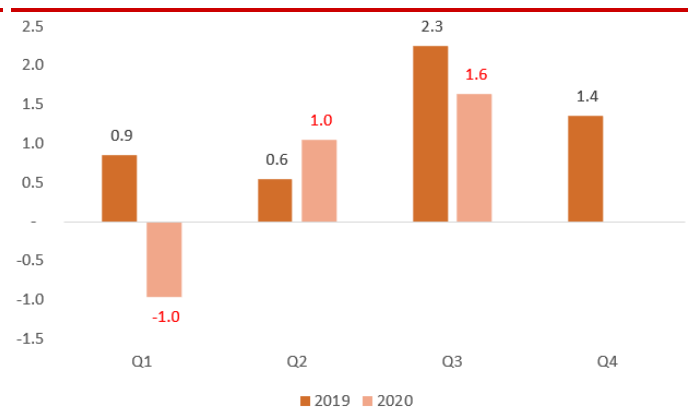
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 63 吉祥航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 64 华夏航空 2019/20 年单季归母净利 (亿元)



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

四季度是传统淡季, 同时疫情随着气温下降有所反复, 11 月航司的修复情况和经营数据环比有所下滑, 我们预计各航司 Q4 多为亏损, 或比 Q3 亏损幅度扩大, 华夏航空或成为上市航司中 2020 年唯一全年盈利的航司。

2. 收入端：疫苗催化国际修复，国内票价修复需旺季催化

收入端的修复，在量方面，国内的运力已基本修复，未来主要的修复空间在于国际航线，主要的催化剂是疫苗的面世和推广，以及实际效果的显现，而风险在于可能的病毒变异。预计三大航尤其是国航在国际航线的修复过程中最受益。

在价方面，国内的 RTK 和客座率尚在恢复过程中，国际航线回流国内、国内疫情的零星反复，均加剧了国内航线的供给过剩，尤其在国庆假期过后的淡季中，RPK 的修复陷入了停滞，与供需高度相关的票价亦仍处于较低水平。国内的客座率和票价修复或需要旺季的催化，春节的情况静待观察。而国际航线目前尚在第一阶段量的恢复中，目前国际航线的票价和盈利能力由于航班极度稀缺而无需担心，但随着后续量的逐步恢复，或亦将重新经历国内先量后价的修复过程。预计民营航司的偏低票价、灵活定价和航线快速调整，将在票价较长时间维持偏低水平并逐步回升的过程中受益。

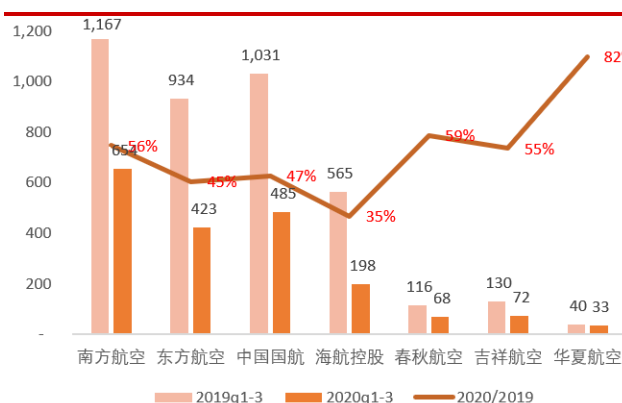
在以往为航司忽略的货运方面，或将在 2020 年下半年开始的出口修复的过程中获得较大的收入占比提升。随着海外需求的回暖，生产率先恢复的国内预计将面临强劲的出口需求，而伴随着大量的海外订单落地，国际货运的需求预计亦将大幅提升，为航司贡献收入增量。预计三大航尤其是南航在货运需求的爆发中最受益。

2.1. 单季看，20Q3 上市航司收入修复至 19 年同期的五至六成

从目前的收入情况来看，2020 年前三季度，主要上市航司的营业收入约为 2019 年同期的四至五成。华夏、春秋、吉祥等民营航司的收入修复程度略高于三大航，海航收入同比降幅较大，华夏航空由于基本全为国内航线以及支线航空补贴收入的稳定性，受到疫情冲击最小，前三季度收入已恢复到 2019 年同期的八成以上。

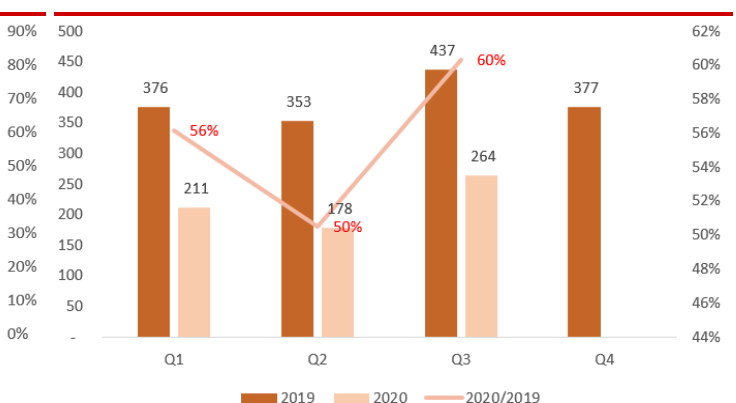
分季度来看，各航司由于 1 月业务相对正常，Q2 单季收入受疫情影响最大，Q3 已有较明显恢复，Q3 单季主要航司的营业收入约为 2019 年同期的五至六成，华夏航空已修复至 2019 年同期的 86%。

图 65 各航司 2019/20 年前三季度的收入（亿元）



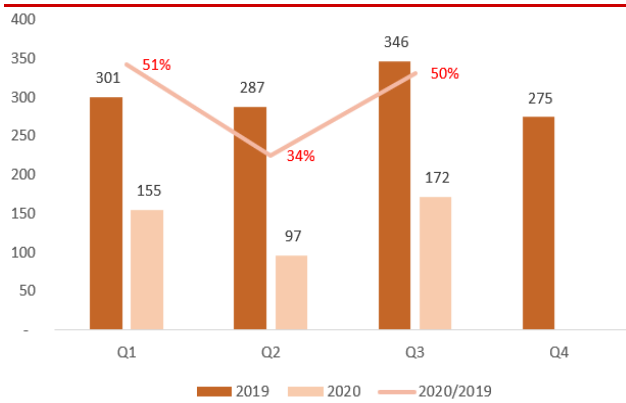
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 66 南方航空 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



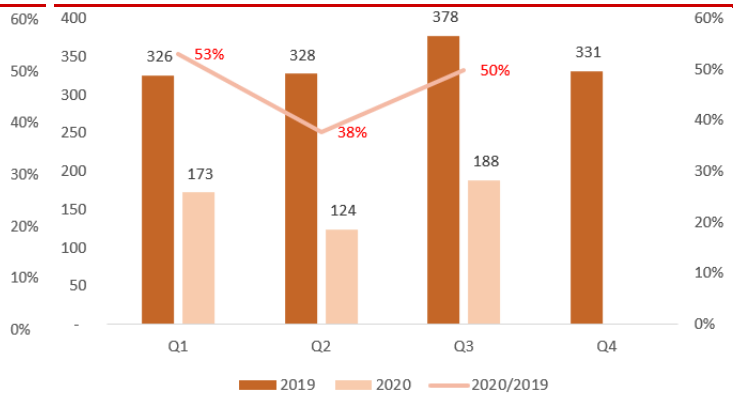
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 67 东方航空 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



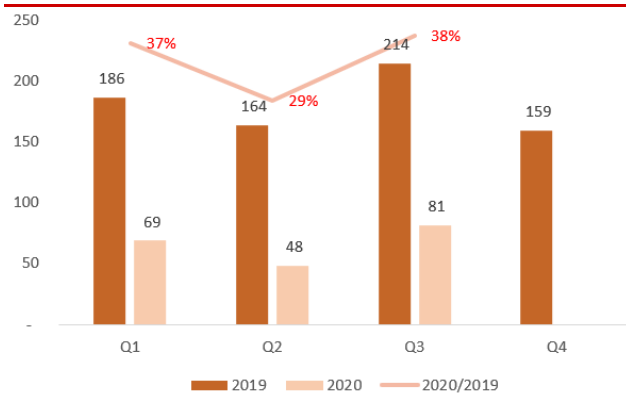
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 68 中国国航 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



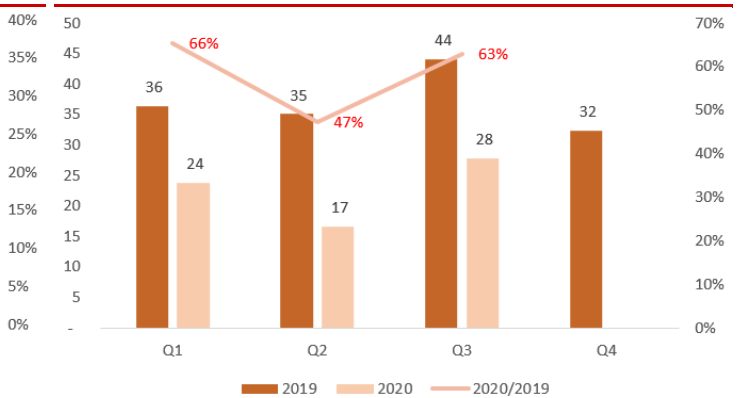
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 69 海航控股 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



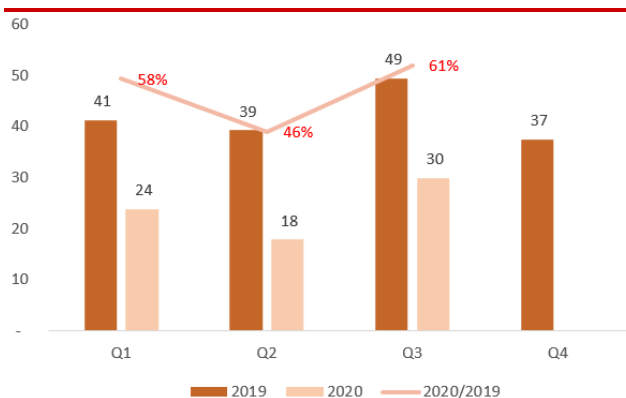
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 70 春秋航空 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



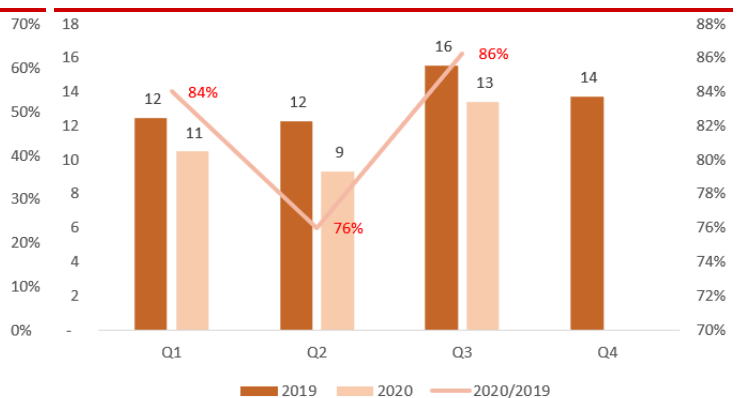
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 71 吉祥航空 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 72 华夏航空 19Q1-20Q3 单季收入(亿元)及恢复程度



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

2.2. 国际航线修复看疫苗，且预计集中度提高，三大航受益

2020 年底国产疫苗获批附条件上市。根据中国网，在国新办举行新闻发布会上，国家药品监督管理局副局长陈时飞介绍说，国家药监局于 2020 年 12 月 30 日晚上已经依法附条件批准了国药集团中国生物北京公司新冠病毒灭活疫苗的注册申请。目前，我国已经批准了 14 个疫苗进入临床试验，其中 5 个正在进行 III 期临床试验。除刚刚获批的国药中生北京公司的新冠病毒灭活疫苗之外，还有一批处在临床前阶段的药品正在加速推进。

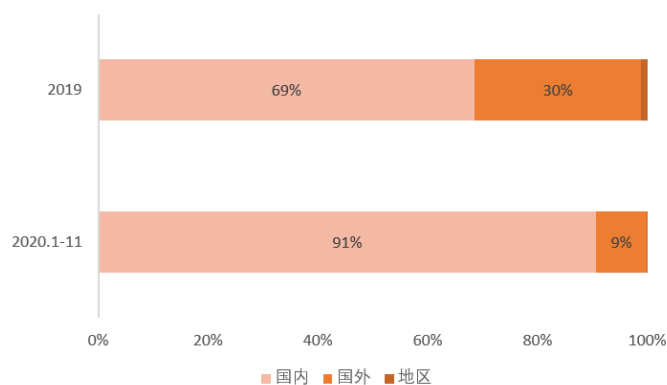
国际疫苗来看，2020 年 12 月，美国食品药品监督管理局（FDA）批准由美国制药公司辉瑞（Pfizer）和德国 BioNTech 公司联合开发的新冠疫苗的紧急使用授权（EUA）申请。近日 FDA 发布莫德纳疫苗的详细评估资料，美国第二张新冠疫苗的 EUA 预计也将落地。

国内外的疫苗逐渐面世，随着未来疫苗的推广和效果的逐渐验证，预计国际航线将逐渐恢复。从 2020 年 1-11 月的收入客公里来看，各航司的国际旅客周转量均有明显收缩，民营航司本身国际航线占比较低，且经营调整灵活（如春秋航空向国内回流迅速），受到的冲击相对较小。而三大航是未来国际航线修复的主力军，其中尤以中国国航的国际航线占比最大。

同时，我们认为国际航线修复后或更向三大航集中。疫苗的普及预计先从较发达的欧美地区开始，而发展中国家预计受疫情影响的时间更长。国际航线的修复预计从疫情较轻且较为发达的日韩等东北亚国家开始，然后是疫苗能够较快普及的欧美发达国家，最后是东南亚、非洲、南美等发展中国家及地区。

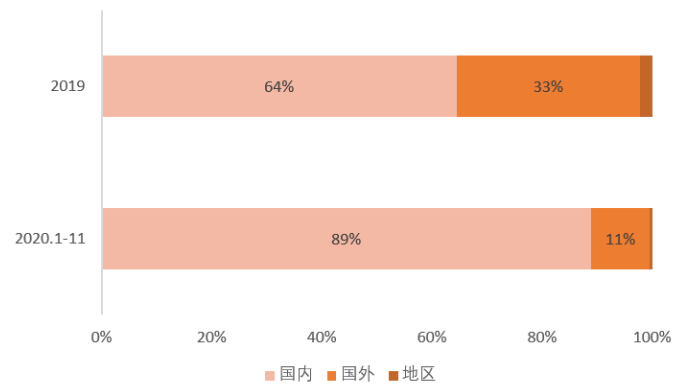
欧美和东北亚主要发达国家及地区航线多集中在三大航，预计率先开始修复的是核心航线，且修复初期由于班次较少，预计国际航线的票价和盈利能力颇为可观，主要的受益航司为三大航，其中尤以中国国航的航线优势明显。民营航司的国际航线主要是东北亚和东南亚，春秋、吉祥等民营航司的东北亚航线或将较快修复，但东南亚航线的修复速度或较慢。

图 73 南方航空客运周转量 RPK 的区域分布变化



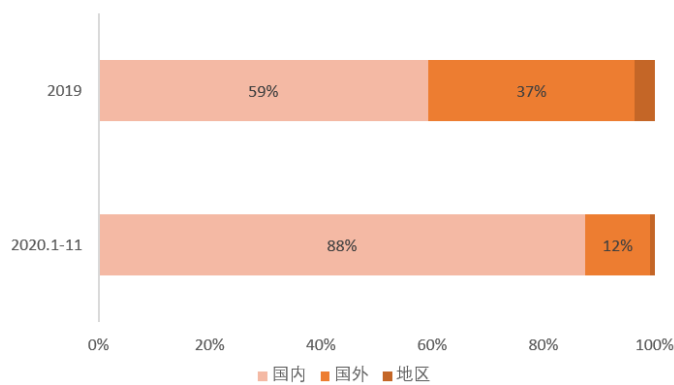
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 74 东方航空客运周转量 RPK 的区域分布变化



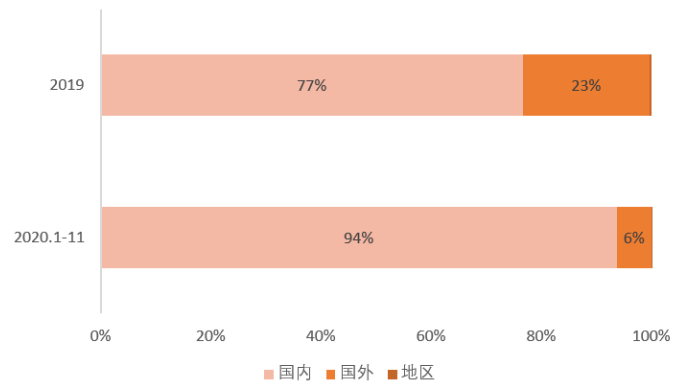
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 75 中国国航客运周转量 RPK 的区域分布变化



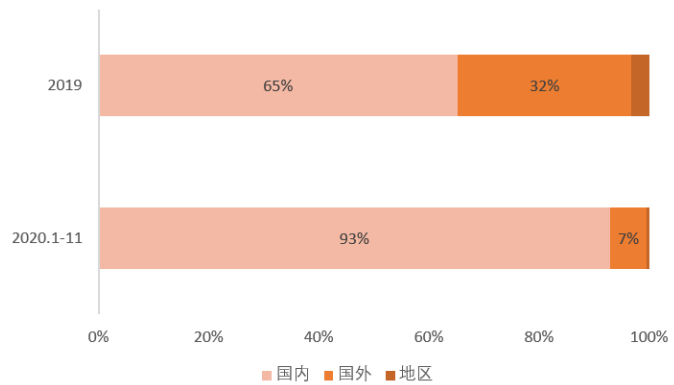
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 76 海航控股客运周转量 RPK 的区域分布变化



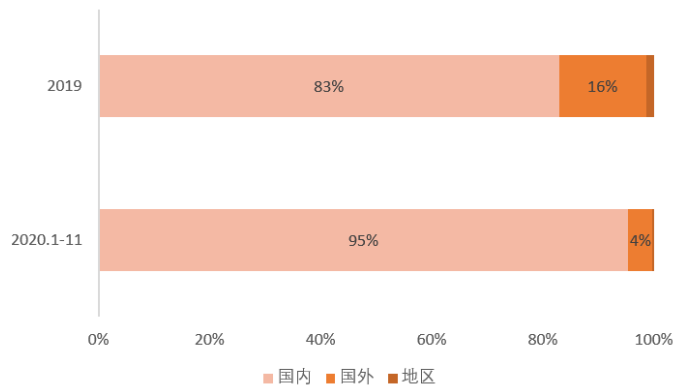
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 77 春秋航空客运周转量 RPK 的区域分布变化



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 78 吉祥航空客运周转量 RPK 的区域分布变化



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

2.3. 国内票价低+因私客占比提升，成本控制强的民营航司受益

在大量原本执飞国外航线的飞机回流至国内后，从 2020 年冬春航季的时刻表中可以看出，国内的航线供给同比增长了 15.5%。但需求的恢复在当前的淡季和疫情零星反复的情况下遇到了一定的瓶颈，在目前春节倡导减少出行的情况下，预计国内航线的供过于求短期较难改善，除了核心时刻核心航线，国内的机票价格修复或仍需较长的时间。

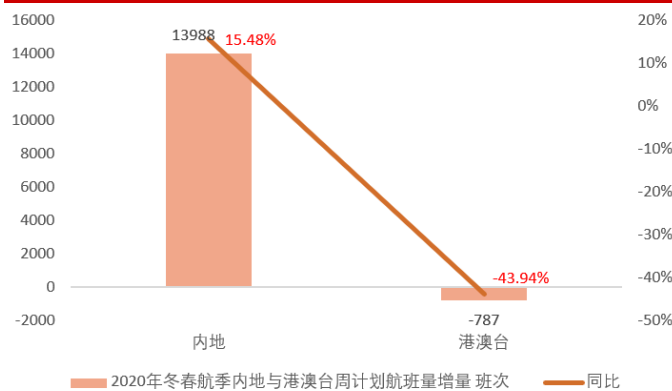
从客源结构来看，预计未来催化票价的主要因素是因私出行的旅游需求。根据航班管家，2020 年冬春航季的周计划航班量，干线（千万级-千万级机场）、支线（千万级-非千万级机场）、地方航线（非千万级-非千万级机场）航线的同比增量分别为 6981/5367/1059 班次，同比增速分别为+12.6%/+17.4%/+41.9%，其中若剔除北京大兴机场的转场和增量，干线同比增长仅为+5.63%。这一方面体现出干线机场的时刻资源紧张，另一方面也反映了旅游出行的需求，航司在供给方面积极响应，在支线和地方航线增加供给。

对于因公出行的商务客，虽然核心商务仍需要面对面交流，但线上会议系统等的广泛应用使得商务出行的意愿受到一定程度的影响，未来因私出行的旅客占比预计提升。这与携程机票大数据团队对 2020 年 1-7 月境内民航机场的旅客画像一致，画

像显示商务旅客的人均航段量由 2019 年同期的 3.1 降为 2.6，而休闲旅客的人均航段量仍然保持 2019 年的水平，人均 2 段。

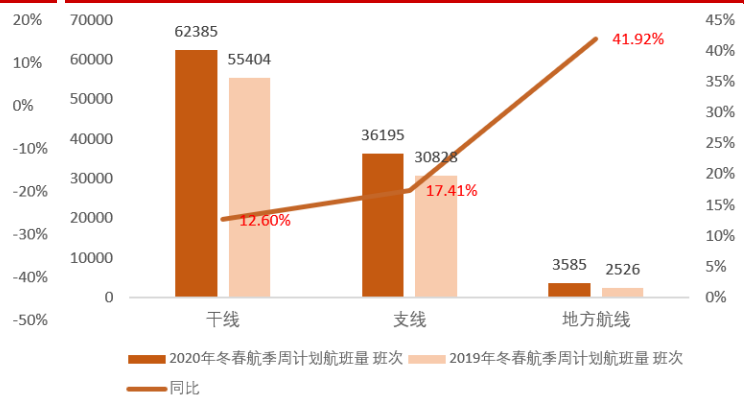
因私出行的休闲旅客旅客对票价较为敏感，且携程大数据画像显示亲子游、带父母出行的休闲旅客占比下降，旅客年龄分布更加集中在中间段的中青年旅客。中间段年龄的旅客对航班的舒适度要求较两头的旅客更低，低票价和各类“随心飞”产品能够催生新的旅行需求。

图 79 2020 年冬春航季内地计划航班量同比增 15.5%



资料来源：航班管家，华西证券研究所

图 80 2020 年冬春航季，支线和地方航线航班增速较高



资料来源：航班管家，华西证券研究所

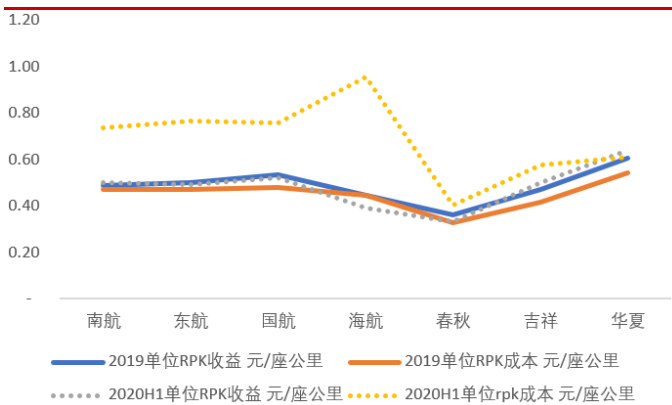
注 1：干线：千万级机场至千万级机场；

注 2：支线：千万级机场至非千万级机场；

注 3：地方航线：非千万级机场至非千万级机场。

在偏低票价的环境下，民营航司的适应能力强于三大航。

图 81 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 RPK 受益和成本



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

注 1：单位 RPK 收益=客运收入/RPK（收入客公里）；

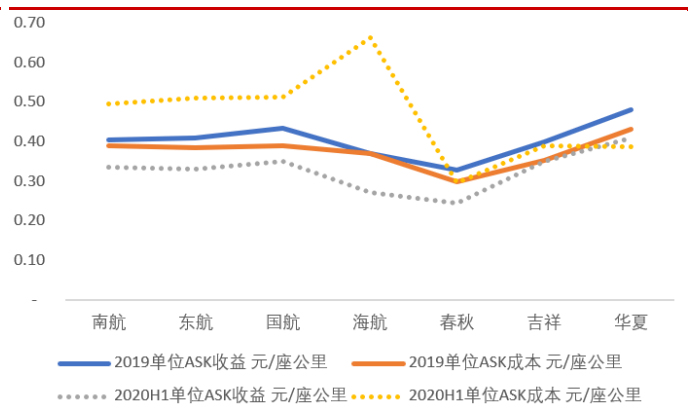
注 2：单位 RPK 成本=航空业务成本/RPK；

注 3：当客运收入不可得时（吉祥 2020 年中报，由于吉祥货运占比低，误差不大），以营业收入代替客运收入；

注 4：当航空业务成本不可得时，以营业成本代替，由于上市航司的其他业务成本均较低，误差不大；

注 5：单位 RPK 收益和成本反映航司的实际单位收入和成本。

图 82 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 ASK 受益和成本



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

注 1：单位 ASK 收益=客运收入/ASK（可用客公里）；

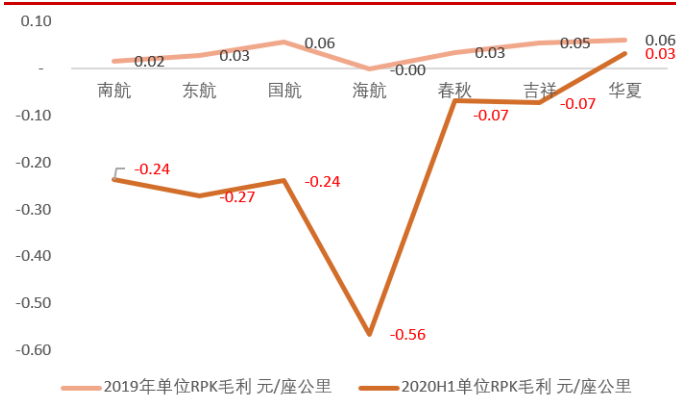
注 2：单位 ASK 成本=航空业务成本/ASK；

注 3：当客运收入不可得时（吉祥 2020 年中报，由于吉祥货运占比低，误差不大），以营业收入代替客运收入；

注 4：当航空业务成本不可得时，以营业成本代替，由于上市航司的其他业务成本均较低，误差不大；

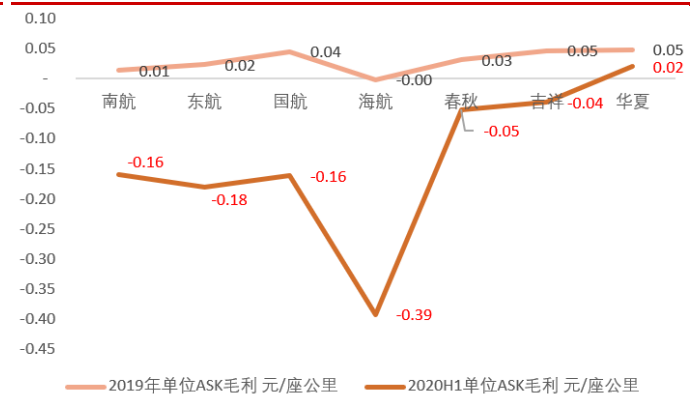
注 5：单位 ASK 收益和成本反映航司投入该班次的边际单位利润，航司在决策时更关注该指标。

图 83 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 RPK 毛利



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 84 各航司 2019 年、2020 年 H1 单位 ASK 毛利



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

2020 年上半年, 单位周转量的收益下降, 而航司的单位成本大幅抬升, 民营航司在成本控制方面更为到位, 春秋航空的单位 ASK 成本较 2019 年基本保持不变, 华夏航空甚至下降, 从单位毛利来看, 民营航司 2020 年上半年的表现显著优于三大航。

2.4. 货运需求快速增长, 收入的另一爆发点

根据航班管家, 2020 年冬春航季国内(不包含港澳台)航司计划航班中, 内地航班(含货运)周计划同比增长 15.48%, 由于货运占比较低(仅约 2%), 客运计划航班的增速在约 15%左右, 而货运航班的增速在 34%, 显著高于客运。

除国内货运的高增长外, 2021 年上半年预计大增的出口货运需求将推动国际货运量价齐升, 预计未来航司将在货运上发力贡献收入, 根据我们前文的分析, 南航或成为最大的受益者。

表 1 2020 年冬春航季, 8 家货运航司周计划航班合计同比+33.8%, 远高于客运航班的 15.5%

货运航司	2020 年冬春航季周计划航班量 班次	2019 年冬春航季周计划航班量 班次	同比
顺丰航空	1012	786	29%
中国邮政航空	469	455	3%
中原龙浩航空	148	82	80%
杭州圆通货运航空	140	64	119%
中国国际货运航空	96	92	4%
中州航空	88	-	-
天津货运航空	34	-	-
中国货运航空	24	24	0%
合计	2011	1503	34%

资料来源: 航班管家, 华西证券研究所

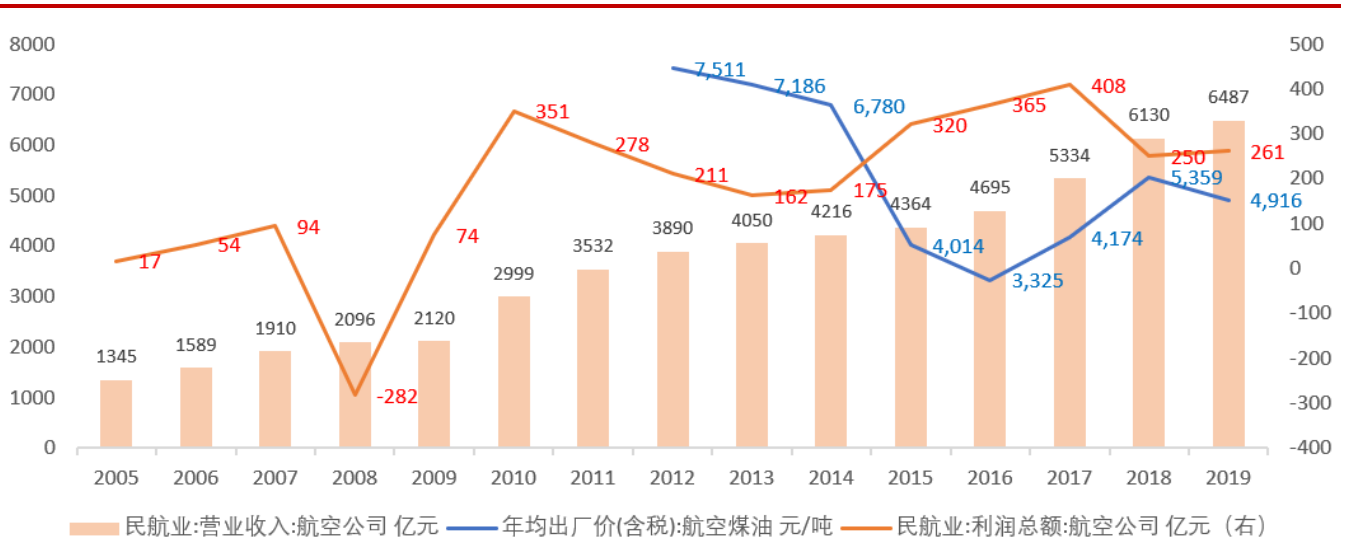
3. 成本端：汇率上行+油价偏低，航司成本大幅下降

本轮航空业在疫情之下受到的主要是需求冲击，目前正在从量价齐跌的困境中逐渐走出，而在油价下跌和美元汇率下行的趋势中，成本端亦很大程度上压低，对冲了收入的下降。未来我们认为油价很难马上回到很高的位置，而人民币仍维持强势，航司的融资成本在 2020 年亦大幅下行，起降费、民航建设基金等亦下降。未来成本端预计继续维持相对低的水平，静待收入端逐渐恢复。

3.1. 油价：偏低的油价大幅降低航司成本

在严重的需求冲击之外（如下图 2008 年），航司的利润主要与三个因素相关：第一是油价（营业成本中最大比例的成本项），第二是汇率（美元等外币负债引起的汇兑损益，进而影响财务费用），第三是客座率（行业供需）。其中油价波动对航司业绩的影响是巨大的，如下图所示，在需求无大冲击的阶段，航司利润与油价基本呈反向变动。

图 85 行业历年收入及利润总额情况：在需求无大冲击的情况下，航司利润与油价基本呈反向变动

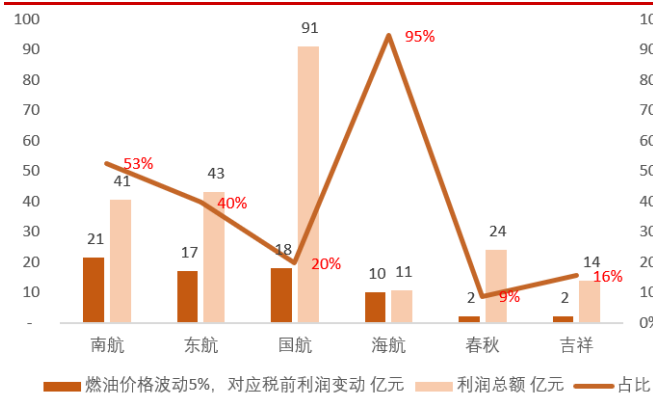


资料来源：WIND，春秋航空 IPO 招股说明书，华西证券研究所

对于航司而言，燃油成本是最重要的成本项，2019 年各航司的航油成本约占到航空业务成本的 30%，这是一个较为平均的水平，从 2014-2019 年平均来看，最低的是 2016 年的约 25%，最高的是 2014 年的约 40%。

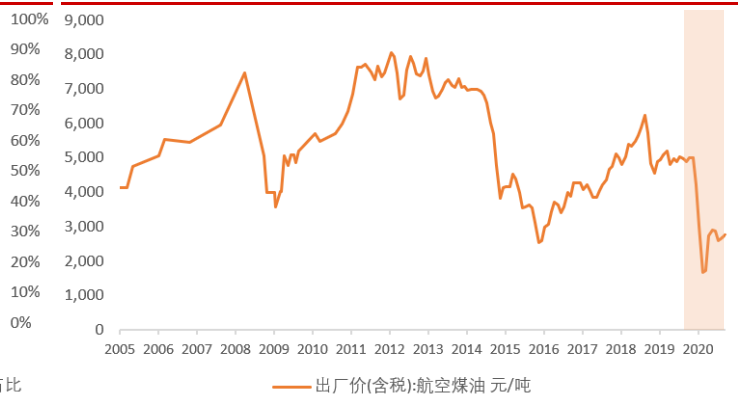
从敏感性分析来看，燃油价格每上涨或下跌 5%，对应南航/东航/国航/海航/春秋/吉祥航空 2019 年税前利润减少或增加 53%/40%/20%/95%/9%/16%（下图为敏感系数绝对值）。虽由于利润率不同，不同航司间的敏感性有较大差异，但整体仍可看出航油成本对航司的业绩影响非常大。

图 86 各航司 2019 年税前利润对燃油价格的敏感性



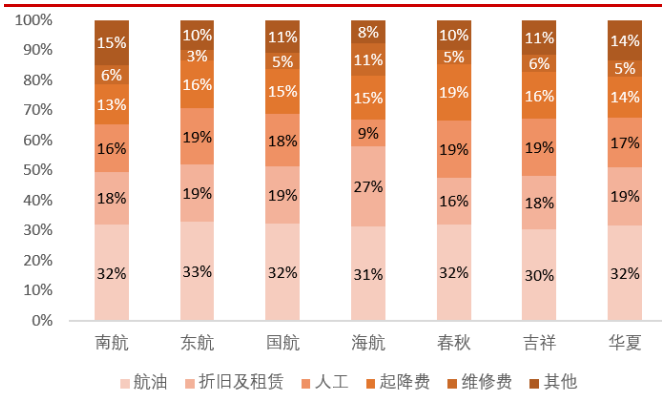
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 87 2020 年航空煤油价格大幅下跌, 为近年历史低点



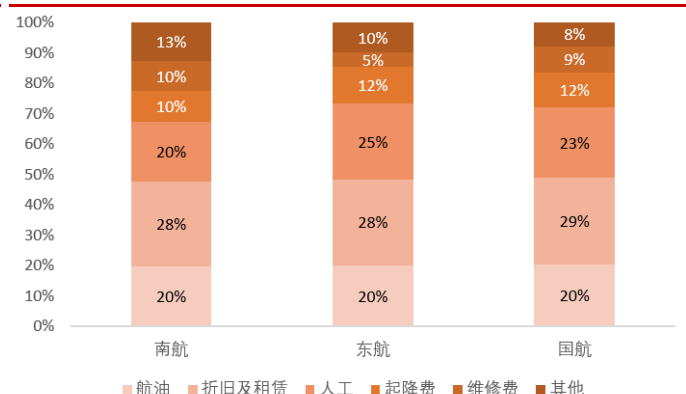
资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 88 各航司 2019 年航空业务成本结构, 航油占 30%+



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 89 2020 年 H1 各航司航空业务成本中航油占 20%

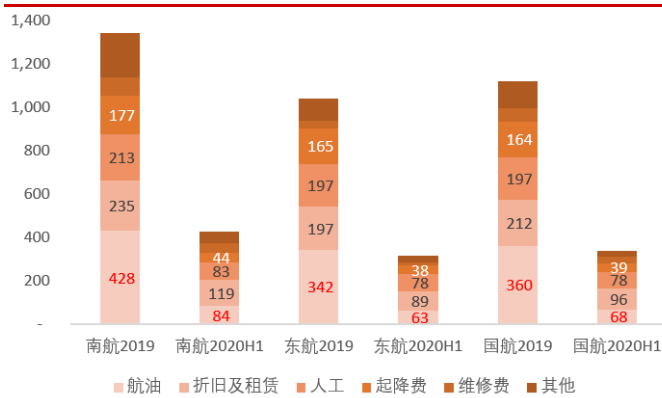


资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

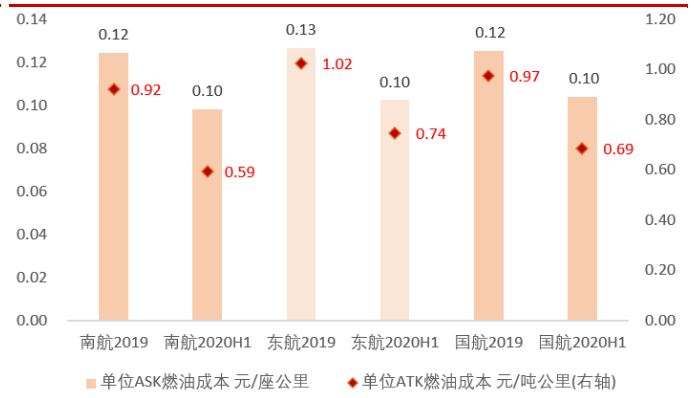
2020 年疫情的冲击下全球需求出现大幅下滑, 原油价格亦大跌, 2020 年平均航空煤油出厂价(含税) 3097 元/吨, 较 2019 年下跌 37%。从三大航 2020 年上半年的年报中, 可以看出航空业务成本中, 航油成本的占比从 2019 年的 30%+ 大幅下降至仅约 20%。从三大航的单位 ASK/ATK 燃油成本也可以看出, 2020 年上半年单位燃油成本较 2019 年大幅下滑。

目前全球需求逐步复苏, 油价亦有所回升, 但整体来看, 我们认为油价在 2021 年仍将处于偏低的位置, 从而降低航司的成本。

图 90 20H1 三大航 ASK 同比约降五成，航油成本降六成 图 91 2020 年 H1 三大航单位 ASK/ATK 燃油成本均下降



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所



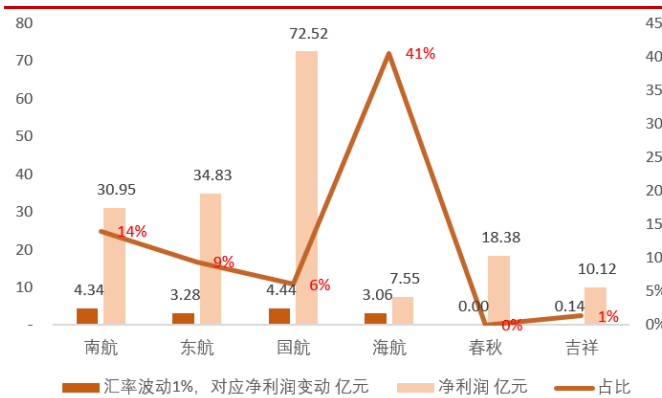
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

3.2. 汇率：美元兑人民币汇率处于下行周期，财务费用下降

航司由于主要资产飞机的采购向外国公司采购，因此外币负债规模较大，当外币负债以美元负债为主（春秋航空近年美元净金融负债规模较小，同时有一定规模的日元金融资产和金融负债），若美元兑人民币汇率大幅波动，美元负债将因此产生较大金额的汇兑损益，直接影响公司当期利润，对公司经营业绩造成较大影响。

从敏感性分析来看，美元兑人民币汇率每上升或下降 1%，对应南航/东航/国航/海航/春秋/吉祥航空 2019 年净利润下降或增加 14%/9%/6%/41%/1%/1%（下图为敏感系数绝对值）。由于利润率不同，期末外币负债规模的不同，不同航司和不同时间点的净利润对汇率敏感性有较大差异，但整体仍可看出汇率对航司的业绩影响非常大。

图 92 各航司 2019 年净利润对汇率 (USD/CNY) 的敏感性 图 93 USD/CNY 即期汇率走势



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

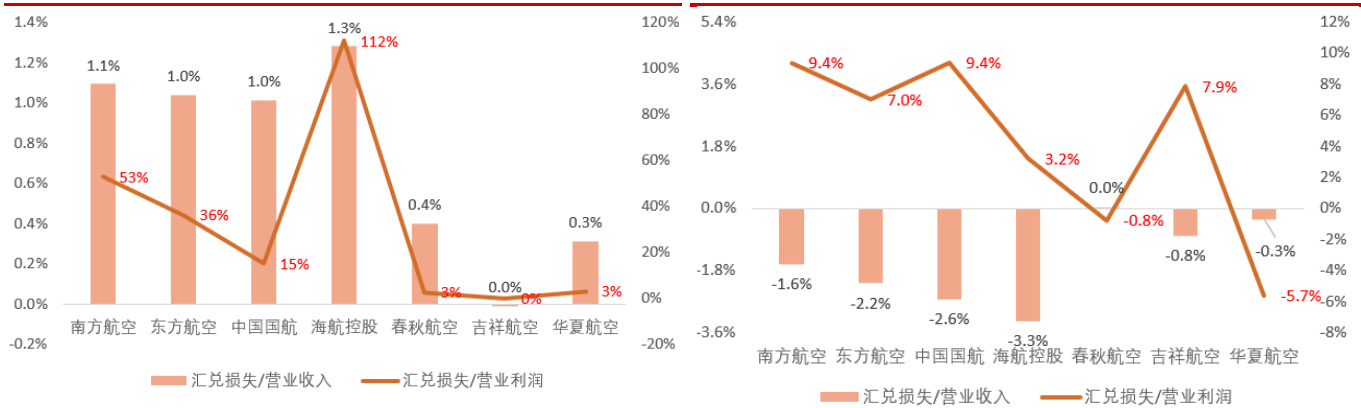


资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

2020 年下半年，美元兑人民币汇率进入了较长的下行周期，从各航司 2019 年年报和 2020 年三季报数据来看，2019 年汇兑损失整体为正值，对航司的业绩形成负面影响，三大航和海航的美元负债规模较大，对营业利润的影响较大；2020 年 Q1-3 汇兑损失整体为负值，形成汇兑收益，对航司的业绩形成正面影响（从汇兑损失/营业收入为正值可知，汇兑损失/营业利润为正值，是由于 2020 年 1-3 的营业利润均为负值）。

2020 年 Q3，各航司业绩单季环比明显转好，除了收入端的修复外，汇兑损益也是重要的贡献因素之一。

图 94 2019 年各航司汇兑损益占营业收入/利润的比例 图 95 2020Q1-3 各航司汇兑损益占营业收入/利润比例



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

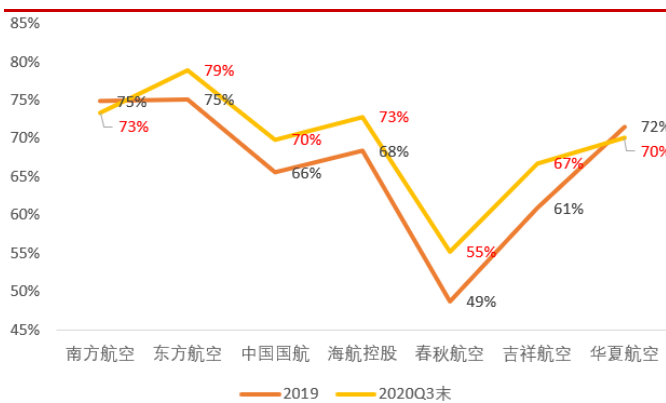
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

3.3. 利率：航司融资成本较快下行对冲有息负债规模的增长

航空公司是以飞机为主要资产的重资产行业，长期负债规模较大，资产负债率偏高，除春秋航空的负债率偏低外，大部分航司资产负债率在 65-75%之间。2020 年第三季度末，大部分航司的资产负债率较 2019 年末有明显提升。

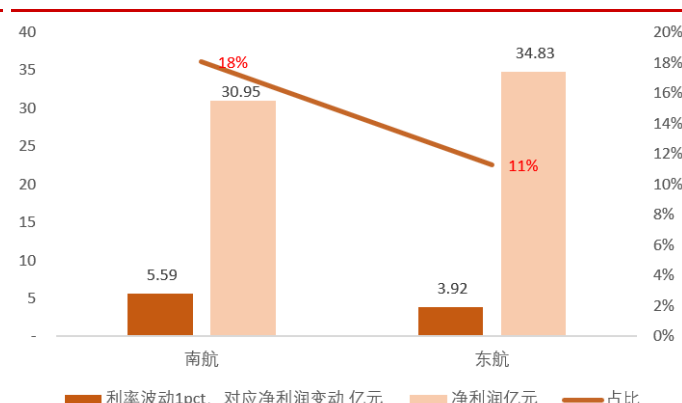
从业绩对利率波动的敏感性来看，利率每上升或下降 1 个百分点，南航、东航 2019 年净利润预计减少或增加 18%/11%。整体来看，利率的波动虽不如上文油价和汇率大，但敏感系数仍然不容小觑。

图 96 各航司 2019 年及 2020 年 Q3 末的资产负债率



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 97 南航、东航 2019 年净利润对利率的敏感性



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

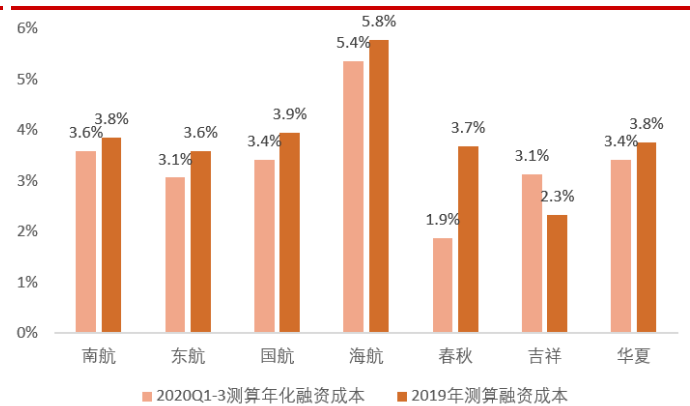
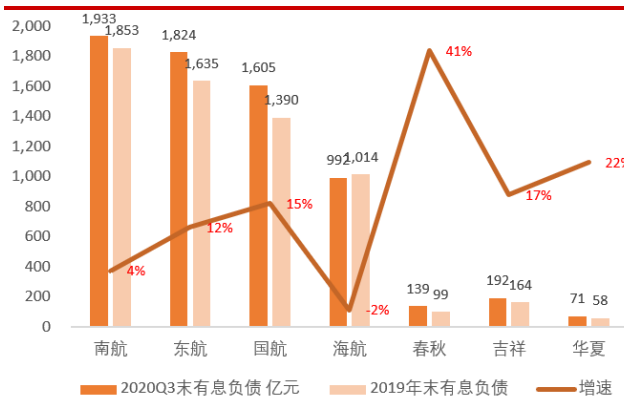
2020 年三季度末资产负债率的提升主要来自有息负债的增加，大部分航司的有息负债规模较 2019 年末增加 10-20%。此外，海航有息负债规模下降 (-2%)；南航有息负债规模增长较少 (+4%)；春秋航空由于基数较低，有息负债增长较快 (+41%)，

但增长后其资产负债率仍在上市航司中处于最低水平。整体来看，在疫情的收入压力之下，民营航司有息负债扩张的力度要快于三大航。

从融资成本来看，2020年随着全社会融资成本的下行，航司的融资成本也有明显下行。除吉祥航空因2019年基数较低导致2020年融资成本反而上升，以及春秋航空因2020年有息负债规模扩张较快、融资成本或由于负债时间分布不均而低估之外，其余航司2020年Q1-3的测算融资成本均较2019年有0.2-0.5个百分点的下行。

测算融资成本的绝对值来看，三大航和民营航司的融资成本较为接近，基本不存在明显差异；海航由于自身的债务问题，融资成本显著高于同行。

图 98 航司有息负债规模及 2020Q3 末较 2019 年末增速 图 99 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 测算融资成本



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

注：有息负债来自资产负债表的测算，包括“短期借款+应收票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债（应付短期债券）+长期借款+应付债券+租赁负债”等科目，测算结果与公司定期报表中公布的带息债券规模基本接近。

资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

注：考虑到由于新的租赁会计准则实施影响到租赁飞机的会计政策变更，部分航司2019年末与2018年末的有息负债规模差异较大，此处2019年测算融资成本=2019年财务费用附注中的“利息支出”/2019年末有息负债，而2020年Q1-3测算年化融资成本=2020年Q1-3利息支出/（2020Q3末有息负债+2019年末有息负债）*2/3*4

4. 推荐标的：干线航空、低成本航空、支线航空

目前整个航空业处于从需求的历史大底缓慢修复的过程中，疫苗的催化剂作用从基本面角度看暂时尚未显现，而中国的航司又由于国内的疫情控制较好，在全球范围内领先恢复。我们看好整个行业从底部反弹的投资机会。同时，在不同的阶段、不同的催化剂下，各航司由于自身特性的不同，股价修复的节奏或不尽相同。

三大航（南航、东航、国航）受益于国际业务修复的弹性，其中国航受益于国际航线占比最高修复空间最大（疫苗为催化剂），南航受益于规模最大的高毛利国际货运（出口数据为催化剂），东航受益于“随心飞”等产品创新力（新产品为催化剂）。

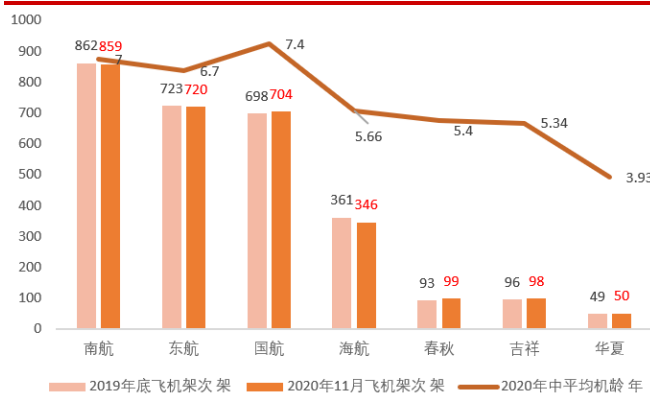
民营航司（春秋、吉祥、华夏）在长期偏低票价下受益于优秀的成本控制能力，其中春秋航空受益于低成本和因私出行占比提升（节假日及旅游旺季为催化剂），华夏航空受益于支线航空的盈利模式疫情影响最小（国内游旺季、“内循环”为催化剂）。

从机队规模来看，截至2020年11月底，南航、东航、国航、海航、春秋、吉祥、华夏航空的飞机架数分别为859/720/704/346/99/98/50架。在疫情影响下，多数航司均推迟了原定的采购计划，南航、东航、海航的飞机架数较2019年底分别减少3/3/15架，其中海航的收缩规模较大，与部分飞机出售有关。国航、春秋、吉祥、华夏航空分别较2019年底增加6/6/2/1架，春秋、吉祥航空近月飞机逆势扩张，华

夏航空与中国商飞签订了 100 架 ARJ21 系列和 C919 系列飞机，自 2020 年起十年内交付完成，预计未来几年机队规模将维持高增长。

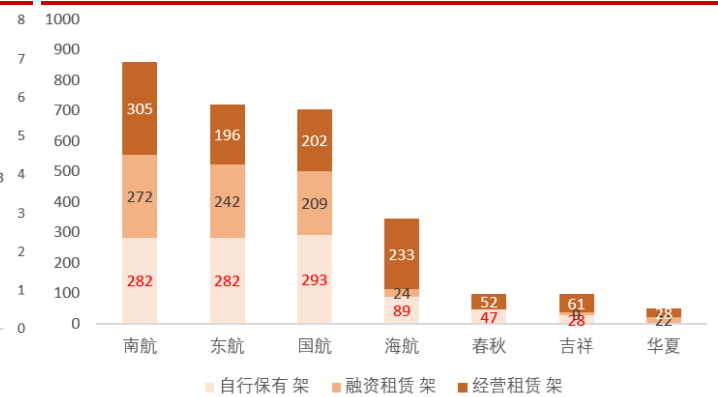
从飞机的持有模式来看，三大航的自有、融资租赁、经营租赁模式较为均衡，在 2019 年适用新租赁会计准则后，三大航的固定资产规模出现骤增，主要由于部分确认为原经营租赁的飞机重新确认为固定资产。海航、吉祥航空的经营租赁占比较高；春秋航空的自有和经营租赁数量接近；华夏航空的 3 架飞机售后回租后，目前无自有飞机，融资租赁和经营租赁数量接近。

图 100 各航司机队规模及平均机龄



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 101 各航司飞机的自有/融资租赁/经营租赁数量



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

从各航司的盈利能力和结构来看，2019 年中国国航的毛利率最高，这与其占优的航线资源和时刻资源有关；2020 年前三季度，华夏航空毛利率 13%，是上市各航司中唯一为正的航司，这与其支线航空补贴占比高的盈利模式有关，量价均较为稳定，南方航空、吉祥航空的毛利率亦较高（-3%），南航或与较高的货运增速有关，吉祥作为民营航司，且与春秋的低成本航空模式不同，毛利本身在民营航司中偏高。

航司的其他收益通常为航线补贴，支线航空占比较高的公司，其他收益占营收的比例较高，2019 年春秋航空和华夏航空的其他收益占比最高（9%）。

表 2 2019 年上市航司毛利率、其他收益率、期间费用率、净利率情况

2019 年	南方航空	东方航空	中国国航	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
毛利率	12%	11%	17%	7%	11%	14%	13%
其他收益/营收	3%	5%	3%	3%	9%	3%	10%
财务费用率	5%	5%	5%	8%	1%	2%	4%
期间费用率(含财务费用)	13%	14%	13%	13%	5%	9%	12%
营业利润率	2%	3%	7%	1%	16%	8%	10%
归母净利率	2%	3%	5%	1%	12%	6%	9%

资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

航司的期间费用主要是财务费用，春秋航空的低财务费用率一枝独秀，吉祥、华夏等民营航司的财务费用率亦偏低。整体的期间费用率来看，民营航司有显著的优势，春秋航空的低期间费用率使其在 2019 年的归母净利率上独占鳌头，2020 年前三季度，华夏航空凭借支线航空盈利模式的稳定性，归母净利率高达 5%，全行业第一。

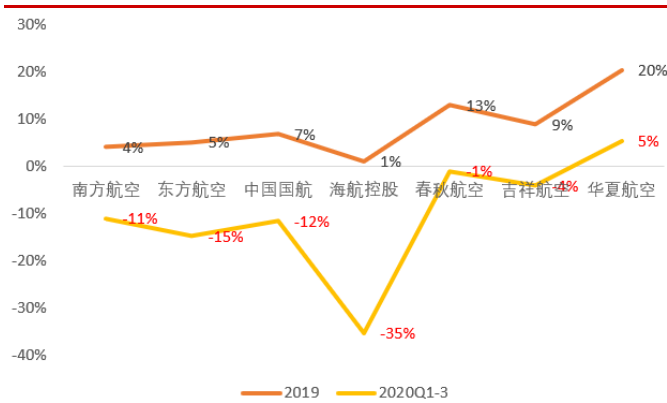
表 3 2020 年上半年上市航司毛利率、其他收益率、期间费用率、净利率情况

2020Q1-3	南方航空	东方航空	中国国航	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
毛利率	-3%	-20%	-9%	-60%	-7%	-3%	13%
其他收益/营收	4%	9%	6%	5%	9%	6%	7%
财务费用率	6%	7%	5%	16%	0%	5%	4%
期间费用率(含财务费用)	16%	19%	17%	26%	5%	14%	14%
营业利润率	-17%	-31%	-28%	-102%	-3%	-10%	6%
归母净利率	-11%	-22%	-21%	-79%	-2%	-7%	5%

资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

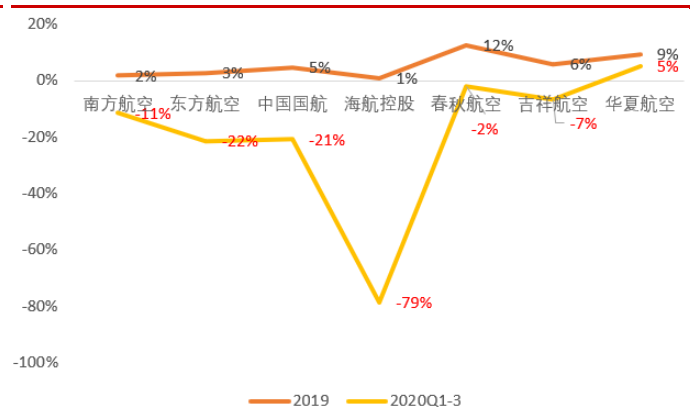
从各航司的杜邦分析来看，民营航司的 ROE 显著偏高，春秋航空由于期间费用率较低，在销售净利率上有绝对优势，同时，民营航司的资产周转率相对偏高，而三大航的权益乘数偏高。

图 102 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 的 ROE



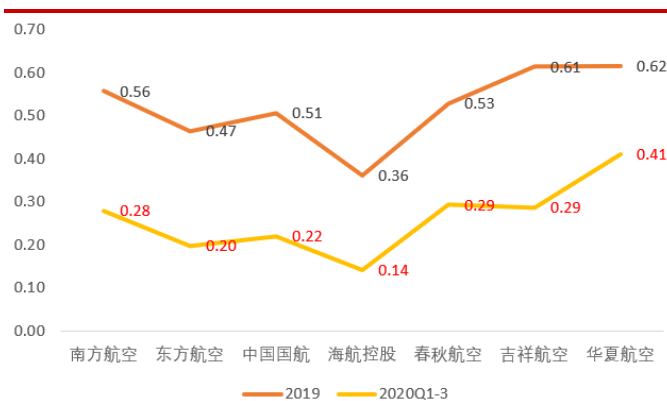
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 103 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 销售净利率



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 104 各航司 2019/2020Q1-3(年化)总资产周转率



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 105 各航司 2019 年及 2020 年 Q1-3 的权益乘数



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

4.1. 南方航空：国际货运复苏的最大受益者

从上文的数据分析中可以得知，南方航空的货运量、货运占比、国际货运占比来看均是国内最大的，同时货运恢复的程度亦较快，这一定程度上为南航 2020 年的业绩作出了较大的贡献，在客运普遍亏损的情况下，其货运子公司 2020 年上半年净利润高达 22 亿。我们预计南航在货运的优势将继续在全球需求恢复和中国出口大增的趋势中获益，成为各航司中国际货运复苏的最大受益者。

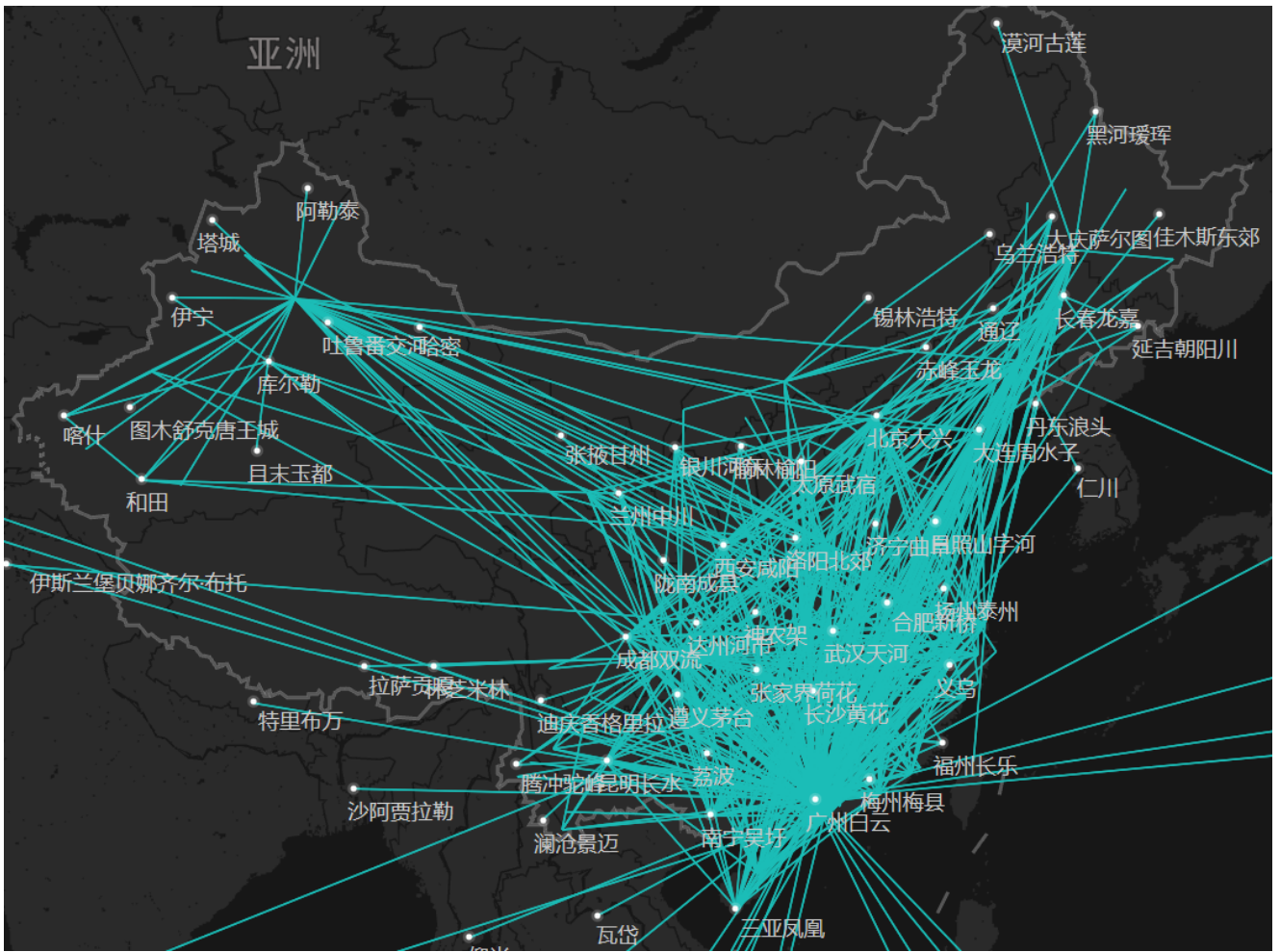
4.1.1. 南航 2020 年上半年货运子公司净利达 22 亿元

南方航空是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司，总部设在广州，以广州（白云机场）、北京（大兴机场）为主基地，拥有北京、深圳等 16 家分公司和厦门航空等 8 家控股航空子公司，在珠海设有南航通航，在杭州、青岛等地设有 23 个国内营业部，在悉尼、纽约等地设有 55 个境外营业部。

截至 2019 年底，本公司运营包括波音 787、777、747、737 系列，空客 380、350、330、320 系列，EMB190 系列，ARJ21 等型号客货运输飞机 859 架，较年初减少 3 架。2019 年，公司旅客运输量约 1.52 亿人次，连续 41 年居中国各航空公司之首，机队规模和旅客运输量均居亚洲第一、世界第三。

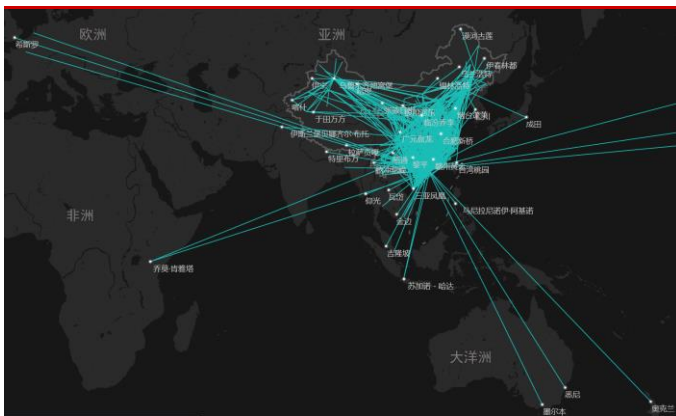
2019 年，公司每天有 3,000 多个航班飞至全球 44 个国家和地区、243 个目的地，提供座位数超过 50 万个。近年来，公司持续新开和加密航班网络，强化中转功能，利用第六航权，着力打造“广州之路”国际航空枢纽，广州国际和地区通航点超过 50 个，已成为中国大陆至大洋洲、东南亚的第一门户枢纽。

图 106 南方航空 2020 年冬春航季的国内航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 107 南方航空 2020 冬春的国际航线分布



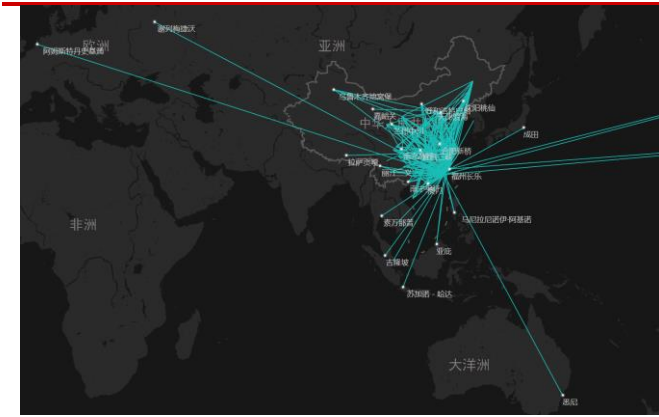
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 108 南方航空 2020 冬春在北美洲的国际航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 109 厦门航空 2020 冬春的国际航线分布



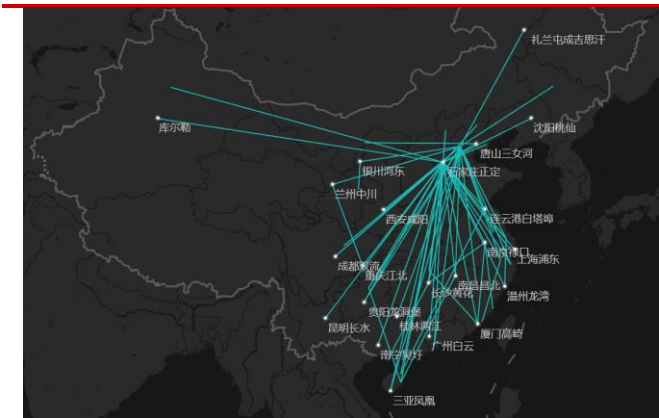
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 110 厦门航空 2020 冬春国内航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 111 河北航空（厦航子公司）2020 冬春的航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 112 江西航空（厦航子公司）2020 冬春的航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

表 4 南方航空主要客运子公司经营数据及财务数据

子公司名称	持股比例	19 营收 百万元	19 净利 百万元	2020H 飞机 数量	占集团 比例	承运旅客 人数(百 万人)	占集团 比例	货邮运 输量 (万吨)	占集团 比例	收费吨公 里 (RTK) 百万	占集团 比例	收费客公 里 (RPK) 百万	占集团 比例
厦门航空	55%	326	7.85	206	23.9%	39.87	26.3%	29.85	16.9%	6,481	19.9%	65,363	22.9%
汕头航空	60%	24	0.18	15	1.7%	3.33	2.2%	1.81	1.0%	422	1.3%	4,494	1.6%
珠海航空	60%	19	0.48	13	1.5%	2.50	1.7%	1.26	0.7%	378	1.2%	4,080	1.4%
贵州航空	60%	30	0.92	20	2.3%	3.97	2.6%	2.69	1.5%	571	1.8%	5,996	2.1%
重庆航空	60%	32	-1.62	28	3.2%	4.39	2.9%	2.13	1.2%	553	1.7%	5,950	2.1%
河南航空	60%	44	0.37	30	3.5%	6.06	4.0%	4.27	2.4%	812	2.5%	8,512	3.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注 1：厦门航空运营数据包含其控股子公司河北航空、江西航空运营数据；

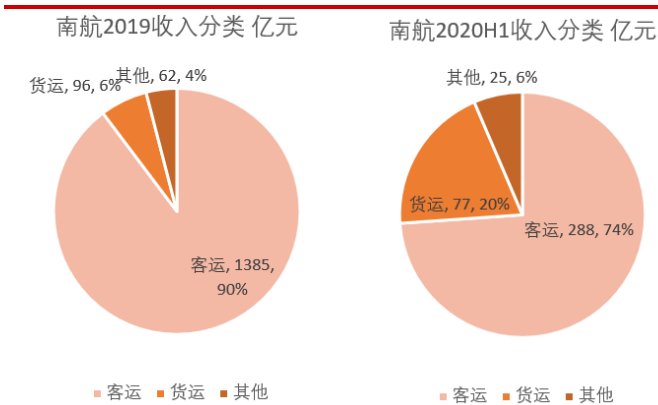
注 2：雄安航空正在筹建中，暂无可提供的运营数据；

注 3：除飞机数量为 2020 年中报数据，其他经营数据和财务数据均为 2019 年年报数据。

2020 年上半年，厦门、汕头、珠海、贵州、重庆、河南航空分别净亏损 15.05/2.03/2.00/3.01/4.61/2.66 亿元。客运方面，各子公司亦普遍受到了疫情的严重打击。但在货运方面，南方航空的货运子公司一枝独秀。

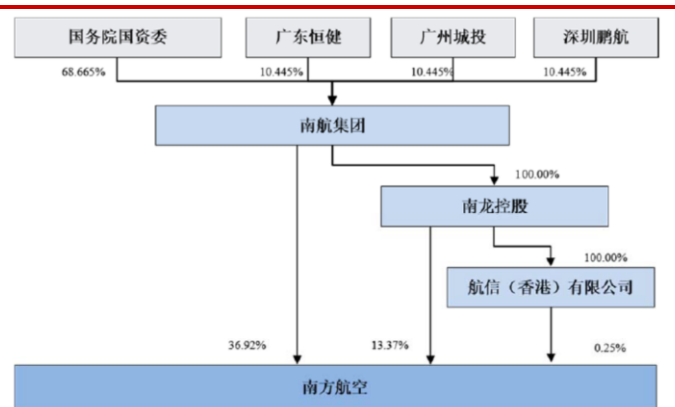
南航持有货运物流公司 100% 股份，货运物流公司成立于 2018 年 6 月，注册资本 10 亿元，2019 年实现营业收入 85.40 亿元，实现净利润 3.68 亿元。2020 年上半年实现营业收入 74.65 亿元，同比+92.15%；实现净利润 22.11 亿元，上年同期为净亏损 0.18 亿元。

图 113 南方航空 2019、2020H1 营业收入分类



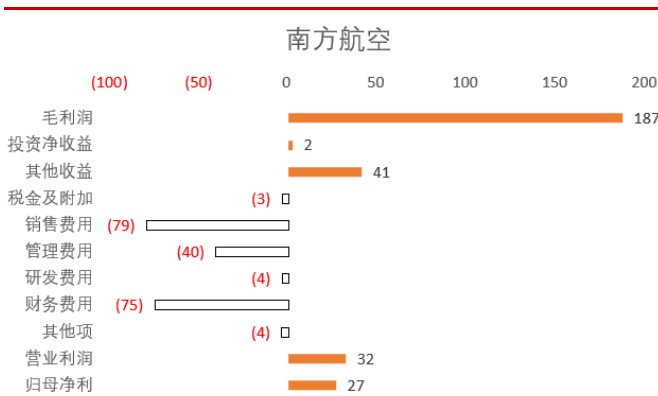
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 114 南方航空股权结构



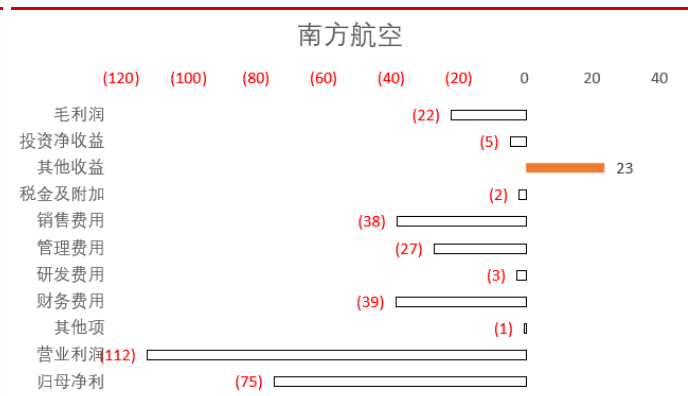
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 115 南航 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 116 南航 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

4.1.2. 盈利预测与评级

我们对南方航空的营业收入、营业成本和经营数据进行如下预测：

表 5 南方航空收入及成本预测

单位: 百万元	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
营业总收入	143,623	154,322	38,964	95,491	133,368	152,747
yoy	13%	7%	-47%	-38%	40%	15%
航空业务	141,159	151,633	37,968	93,491	130,968	150,147
客运	128,038	138,502	28,793	70,496	105,240	133,169
yoy	14%	8%	-56%	-49%	49%	27%
货运及邮运	10,026	9,615	7,667	19,894	22,428	13,477
yoy	10%	-4%	74%	107%	13%	-40%
其他主营业务	3,095	3,516	1,508	3,100	3,300	3,500
其他业务	2,464	2,689	996	2,000	2,400	2,600
可用座位公里(ASK) (百万)	314,421	344,062	57,859	222,180	286,577	350,155
yoy	12%	9%	-58%	-35%	29%	22%
收费客公里(RPK) (百万)	259,194	284,921	85,759	160,294	221,801	278,122
yoy	12%	10%	-48%	-44%	38%	25%
客座率(RPK/ASK) (%)	82.4%	82.8%	67.5%	72.1%	77.4%	79.4%
营业成本	128,613	135,668	43,144	96,276	117,294	134,944
yoy	15%	5%	-33%	-29%	22%	15%
毛利	15,010	18,654	-4,180	-785	16,074	17,803
yoy	-5%	24%	-149%	-104%	-2148%	11%
毛利率(%)	10.5%	12.1%	-10.7%	-0.8%	12.1%	11.7%

资料来源: 公司公告, WIND, 华西证券研究所

根据上述估计, 我们预测公司 2020-22 年归母净利-84/39/46 亿元, 同比增速分别为-418.5%/+146.0%/+18.4%, 对应 EPS 分别为-0.55/0.25/0.30 元, 对应 PE 分别为 -10/23/19 倍。考虑行业见底回升的趋势, 未来业绩修复空间巨大, 南航最受益于国际货运的爆发式增长, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

4.2. 东方航空: “随心飞”系产品创新的先行者

2020 年 6 月开始, 东航在各航司中率先推出了“随心飞”产品, 接着海航、春秋、祥鹏、中联航、川航、南航等航企亦推出类似产品, 如南航“快乐飞”等。产品的最初限量版本抢购火爆, 东航“周末随心飞”售出 10 万套, 南航“快乐飞”售出 20 万套; 此后各航司不断有新版本的系列产品推出“随心飞”产品的推出, 体现了航司在价格战中走向精细化, 东航在这方面具有先行优势, 体现了其产品力。

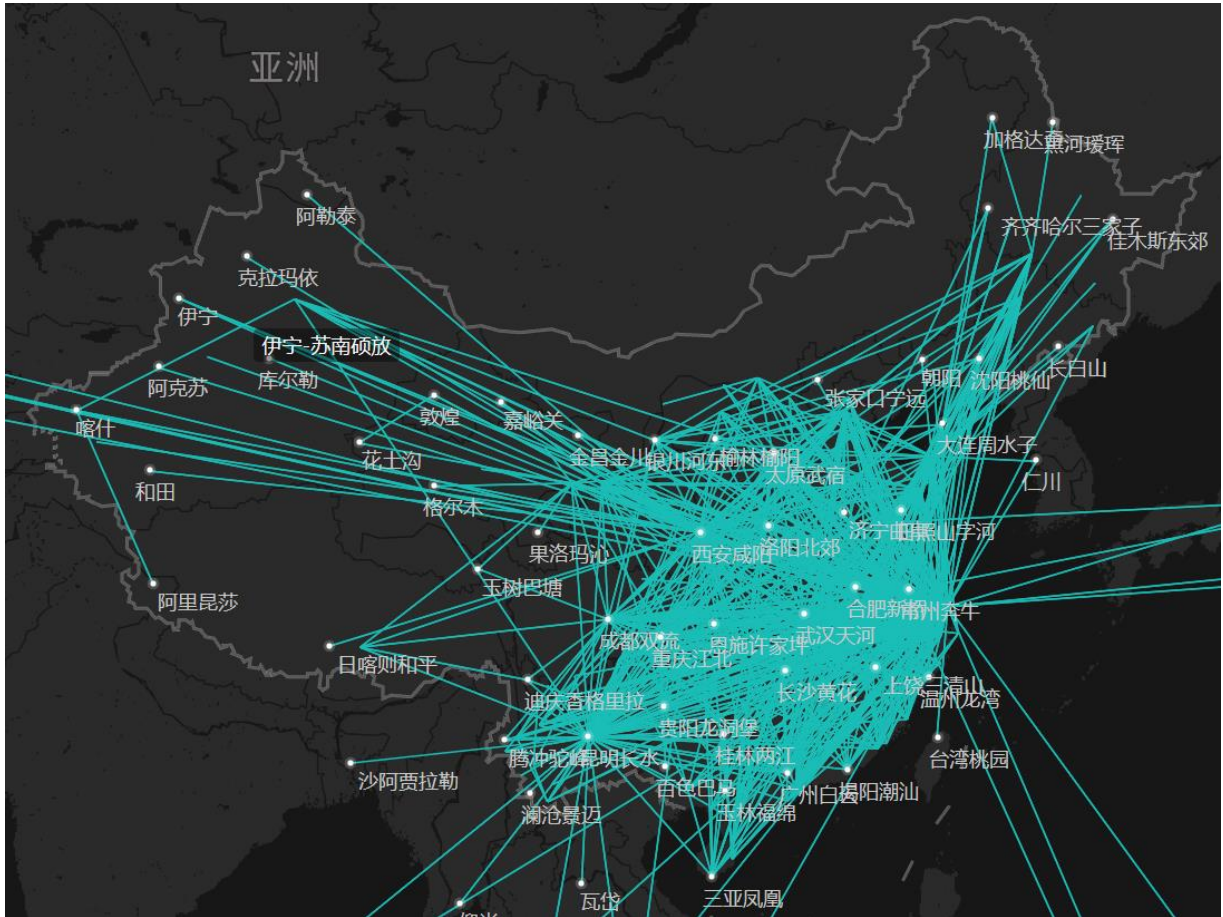
4.2.1. 航司的竞争更为精细化, “随心飞”系列体现东航产品创新力

东方航空为国有控股三大航空公司之一, 公司总部和运营主基地位于上海。公司在上海虹桥机场和浦东机场拥有最大市场份额, 主基地区位优势明显; 公司旗下东航江苏和浙江分公司分别在江苏、浙江两省具有基地运营优势和较强的品牌影响力。2019 年 9 月上海浦东国际机场 S1 卫星厅启用, 开启了“T1 航站楼+S1 卫星厅”枢纽新模式, 进一步提升了公司在浦东机场的运营效率和服务能力。

北京大兴机场正式通航后, 公司旗下中联航从南苑机场整体搬迁进驻大兴, 成为在大兴机场首家正式运营的航空公司。作为天合联盟在大兴唯一的主基地航空公司,

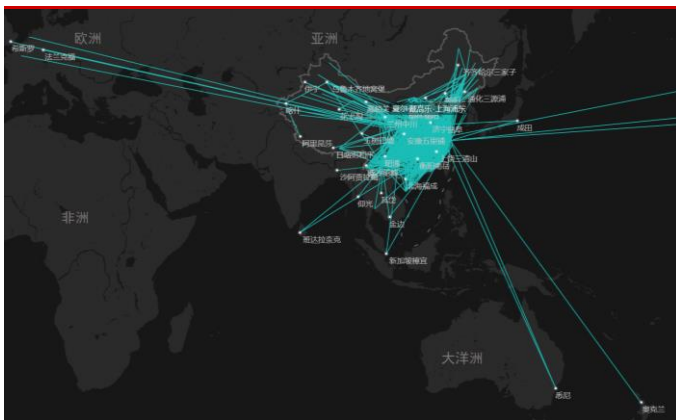
公司期望将大兴机场打造成为天合联盟的亚太核心枢纽。同时公司将精品商务快线-京沪线保留在首都机场运营。

图 117 东方航空 2020 年冬春航季的国内航线分布



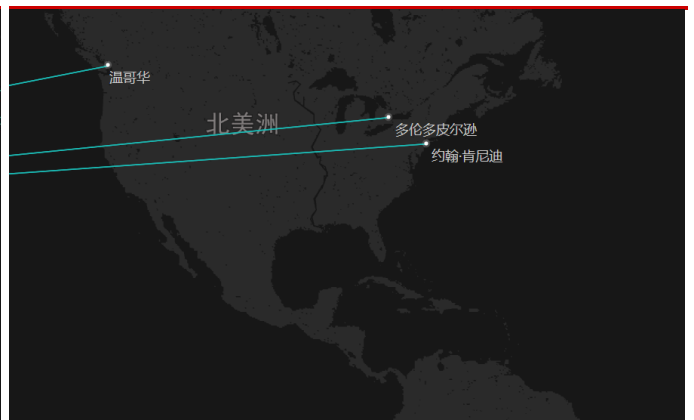
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 118 东方航空 2020 冬春的国际航线分布



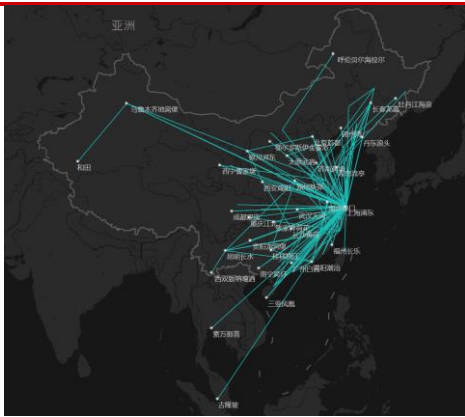
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 119 东方航空 2020 冬春在北美洲的国际航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 120 上海航空 2020 冬春的航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 121 中联航 2020 冬春在的航线分布



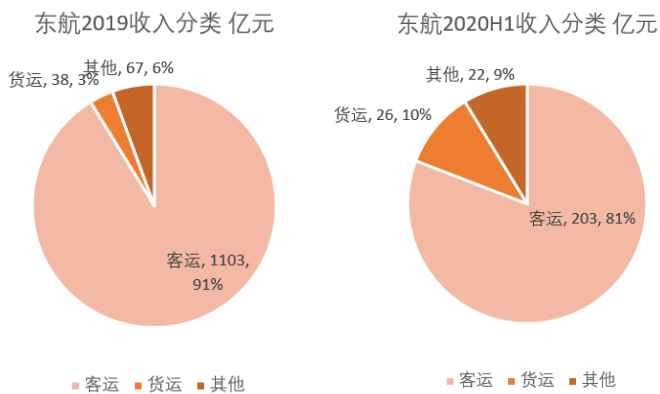
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

表 6 东方航空主要子公司经营数据及财务数据

子公司名称	持股比例	19 营收 亿元	19 净利润 亿元	19 年 同比	20H1 营收 亿元	20H1 净利润 亿元	20H1 总资产 亿元	20H1 净资产 亿元	20H1 资产 负债率
东航江苏	62.56%	98	3.1	1%	18.0	-7.8	133.41	30.77	77%
东航武汉	60%	47	3.2	46%	4.2	-4.1	78.79	33.62	57%
东航云南	90.36%	116	5.2	54%	22.3	-7.6	189.6	65.4	66%
上海航空	100%	133	-0.9	-114%	25.5	-11.6	283.73	3.72	99%
中联航	100%	57	6.6	-25%	9.7	-4.3	151.5	41.63	73%
上海飞培	100%	9	4.1	4%	3.5	1.5	21.19	14.52	31%
东航技术	100%	84	0.5	184%	21.7	-10.6	63.65	29.35	54%
一二三航空	100%	2020 年 2 月 26 日正式揭牌成立			0.9	-0.2	8.24	6.13	26%

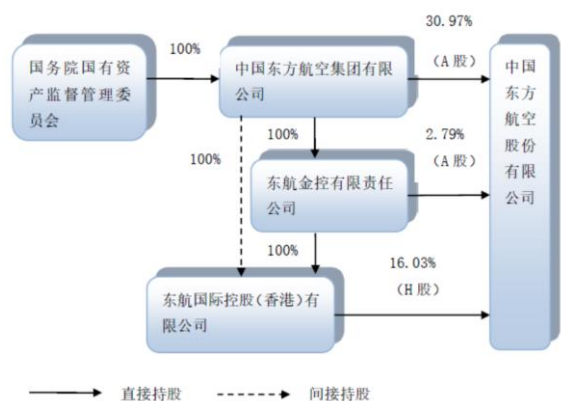
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 122 东方航空 2019、2020H1 营业收入分类



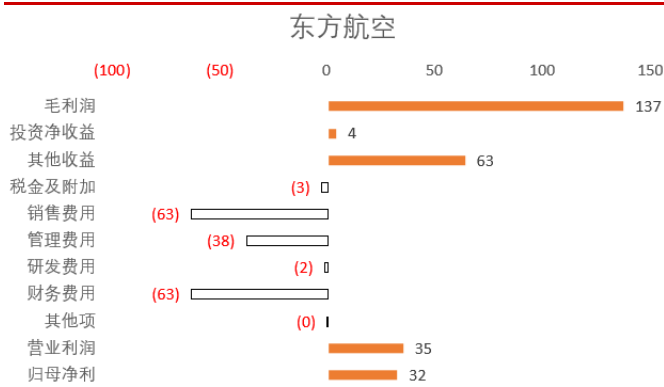
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 123 东方航空股权结构



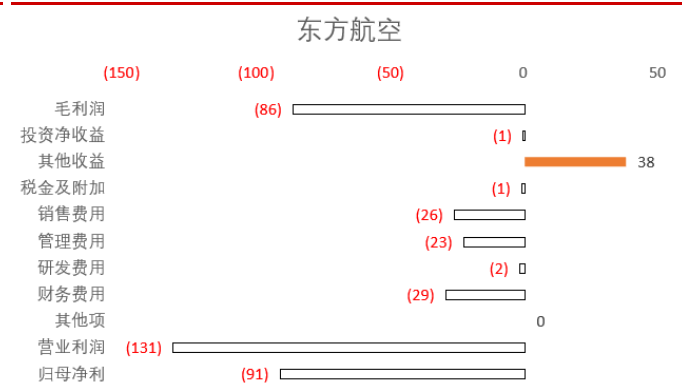
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 124 东航 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 125 东航 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

在目前国内航线供给过剩的情况下，“随心飞”更大的意义在于可以提升客座率，进而为提升平均票价提供可能。从东航的经营数据来看，7 月开始东航的客座率有明显增长。

考虑到东航“随心飞”的售价 3322 元、以及增加一个旅客的边际成本增量仅约 120-130 元，一个旅客覆盖“随心飞”产品的飞行次数在 5-6 次之间，对于航司而言，推出该款产品大概率有较高的边际收益率。

对航司而言，“随心飞”系列产品的优势在于：第一是直接的现金回流；第二是这部分的旅客增量的边际成本其实非常低，主要是餐盒成本，边际收益明显；第三是可以提升客座率间接推升平均票价。

在行业整体供过于求的情况下，航司之间的竞争更为精细化，价格战的方式转向产品的设计。东航率先推出“随心飞”系列，体现了产品创新力和快速的市场应变能力。

4.2.2. 盈利预测与评级

我们对东方航空的营业收入、营业成本和经营数据进行如下预测：

表 7 东方航空收入及成本预测

单位: 百万元	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
营业总收入	114,930	120,860	25,129	64,081	112,625	128,664
yoy	13.0%	5.2%	-57.3%	-47.0%	75.8%	14.2%
航空业务	109,787	116,602	23,937	61,952	108,793	124,717
客运	103,961	110,291	20,317	54,321	101,172	116,954
yoy	14.5%	6.1%	-62.0%	-50.7%	86.2%	15.6%
货运及邮运	3,627	3,826	2,615	5,395	5,050	5,063
yoy	0.2%	5.5%	50.1%	41.0%	-6.4%	0.3%
其他主营业务	2,199	2,485	1,005	2,237	2,572	2,701
其他业务	5,143	4,258	1,192	2,129	3,832	3,947
可用座位公里(ASK) (百万)	244,268	270,161	61,719	154,781	252,929	288,775
yoy	8.1%	10.6%	-53.1%	-42.7%	63.4%	14.2%
收费客公里(RPK) (百万)	200,930	221,557	41,206	110,858	202,344	233,907
yoy	9.7%	10.3%	-62.1%	-50.0%	82.5%	15.6%
客座率(RPK/ASK) (%)	82.26%	82.01%	66.76%	71.62%	80.00%	81.00%
营业成本	102,407	107,200	32,485	72,162	103,254	116,588
yoy	13.4%	4.7%	-37.8%	-32.7%	43.1%	12.9%
毛利	12,523	13,660	-7,356	-8,081	9,371	12,076
yoy	9.5%	9.1%	-212.2%	-159.2%	-216.0%	28.9%
合计	10.9%	11.3%	-29.3%	-12.6%	8.3%	9.4%

资料来源: 公司公告, WIND, 华西证券研究所

根据上述估计, 我们预测公司 2020-22 年归母净利-100/24/45 亿元, 同比分别为-413%/+124%/+83%, EPS 分别为-0.61/0.15/0.27 元, 对应 PE 分别为-7/31/17 倍。考虑行业见底回升的趋势, 未来业绩修复空间巨大, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

4.3. 中国国航: 疫苗催化下国际航线修复空间最大的航司

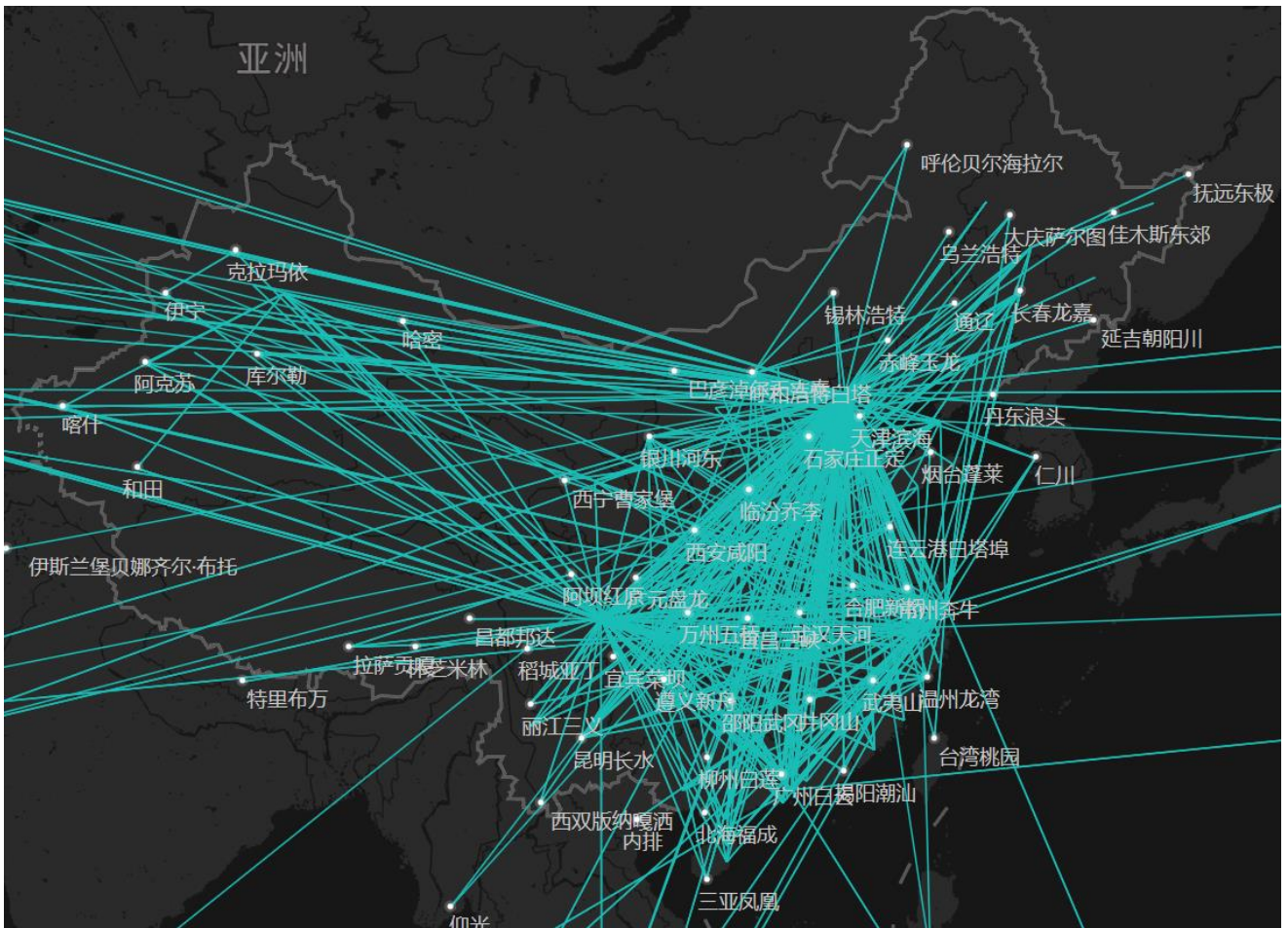
中国国航拥有国内航司中最优的航线资源和时刻资源, 财务状况在三大航中最为稳健, 国际航线的优势明显, 修复空间大。

4.3.1. 最优的国际航线, 受益于疫苗率先可得的欧美航线修复

中国国航是中国唯一载旗航空公司, 主基地位于北京首都国际机场。2019 年, 全球仅有北京首都国际机场与美国亚特兰大国际机场年旅客吞吐量超过 1 亿人次, 北京首都国际机场年旅客吞吐量已连续七年实现增长, 连续十年稳居世界第二, 是世界重要的国际枢纽。

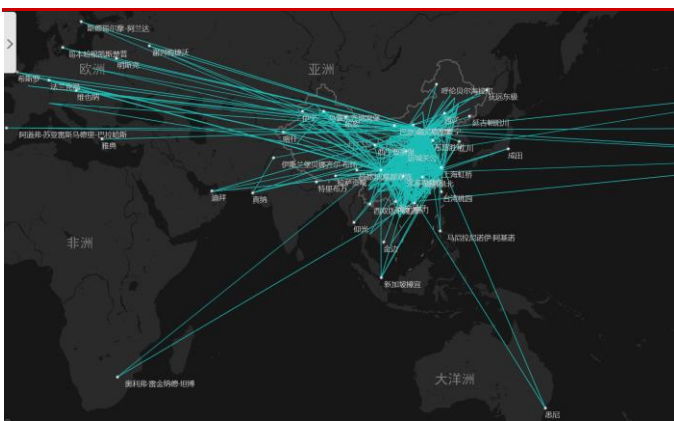
北京首都机场的客流量此次受疫情影响较大, 国内和国际市场未来修复的空间均较大。从国际航线的分布来看, 公司在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势。我们预计未来国外市场的修复, 首先是日韩等受疫情影响较小、经济又较为发达的东北亚航线, 其次是经济发达、疫苗可得性较高的欧美航线, 最后是东南亚等以发展中国家为主的航线。国航国内最大的国际航线占比、最优的欧美航线优势预计将最大程度上受益于疫苗面世后的国际市场修复。

图 126 中国国航 2020 年冬春航季的国内航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 127 中国国航 2020 冬春的国际航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 128 中国国航 2020 冬春在北美洲的国际航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

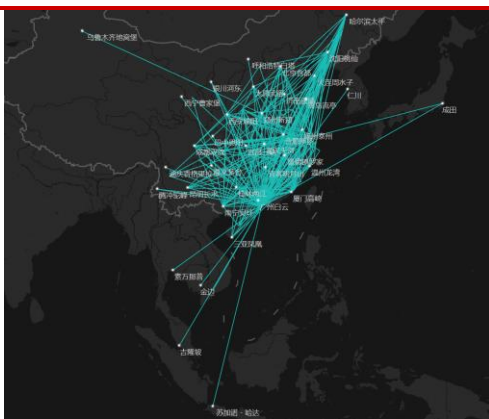
以国外航线为主的航司受疫情的负面冲击更大，2020年上半年，公司持股30%的国泰航空亏损89亿元，大幅拉低了国航的投资收益，对国航的合并报表业绩造成了较大影响，未来随着国际航线的修复，预计将逐渐减少负面影响。

表8 中国国航主要子公司经营数据及财务数据

	深圳航空	澳门航空	北京航空	大连航空	内蒙航空	国泰航空	山东航空
成立时间	1992年	1994年	2011年	2011年	2013年	1946年	1999年
基地	深圳	澳门	北京	大连	内蒙古	香港	山东
持股比例	51%	66.90%	51%		80%	80%	29.99%
19年营收 亿元	318.79	36.81	7.6		18.6	17.14	947.77
20H1 营收 亿元	66.41	4.57	1.32		4.04	3.17	250.3
yoy	-57%	-75%	-64%		-53%	-61%	-47%
19年归母净利 亿元	11.57	1.13	0.79		1.41	2.02	14.98
20H1 归母净利 亿元	-22.27	-4.64	-0.35		-1.25	-0.66	-89.24
机队规模 (架)	218	22	3		13	11	235
平均机龄 (年)	6.9	6.55	10.58		6.73	7.96	10.3
可用座位公里 (亿)	196.99	10.53	1.75		12.22	8.41	277.32
同比变幅 (%)	-44%	-71%	-56%		-27%	0%	-66%
收入客公里 (亿)	134.85	6.35	1.08		7.65	5.22	186.68
同比变幅 (%)	-53%	-79%	-67%		-46%	-53%	-73%
平均客座率 (%)	68%	60%	62%		63%	62%	67%
同比变幅 (百分点)	-12.67	-21.17	-21.49		-22.27	-18.81	-16.9
可用货运吨公里	4.31 亿	1,651.40 万	182.69 万		1,048.0 万	730.24 万	59.58 亿
同比变幅 (%)	-33%	-71%	-61%		-47%	-57%	-31%
收入货运吨公里	2.26 亿	415.57 万	94.20 万		768.27 万	495.00 万	59.20 亿
同比变幅 (%)	-28%	-66%	-50%		-7%	-12%	-51%
货邮载运率 (%)	52%	25%	52%		73%	68%	69%
同比变幅 (百分点)	3.38	3.86	11.79		31.8	34.37	5.9

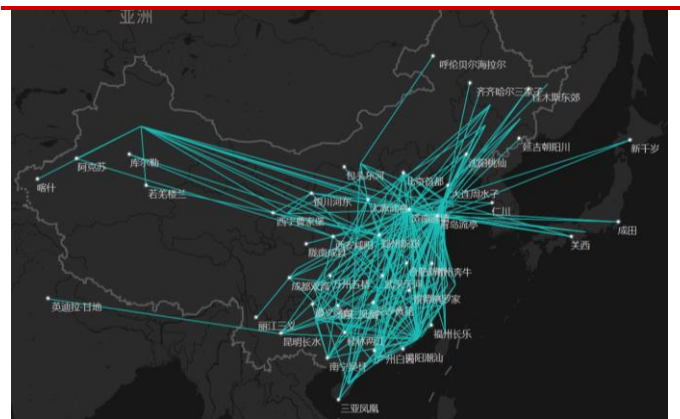
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 129 深圳航空 2020 冬春的航线分布



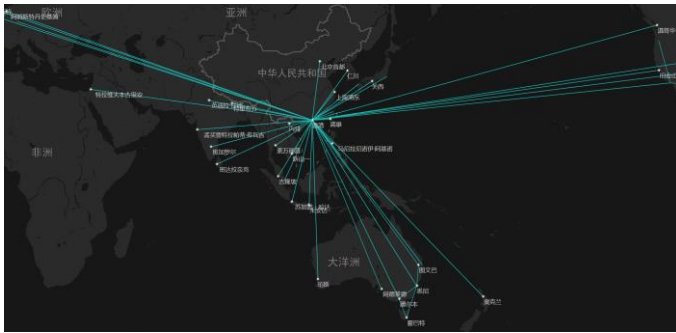
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 130 山东航空 2020 冬春的航线分布



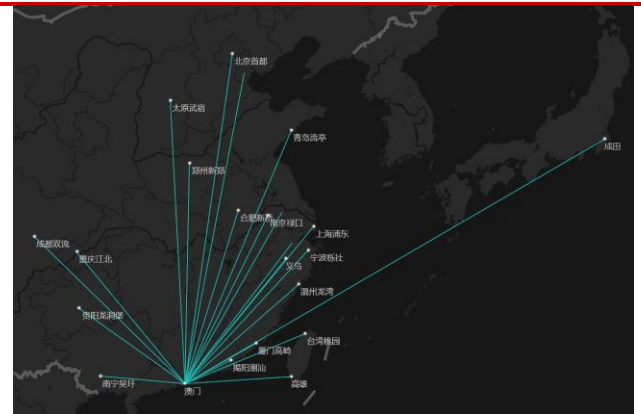
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 131 国泰航空近期的航线分布



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

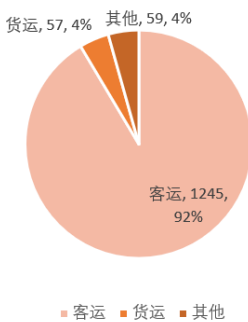
图 132 澳门航空 2020 冬春的航线分布



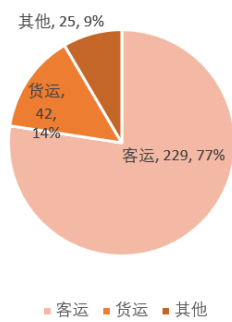
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 133 中国国航 2019、2020H1 营业收入分类

2019收入分类 亿元



2020H1收入分类 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

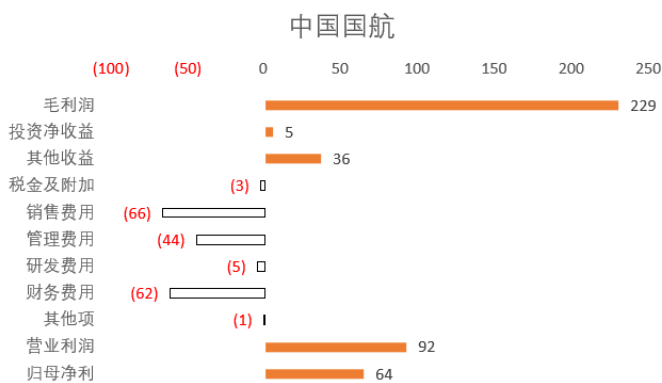
图 134 中国国航股权结构



注：中航集团公司直接持有和通过其全资子公司中航有限间接持有公司共计 51.70% 的股份。

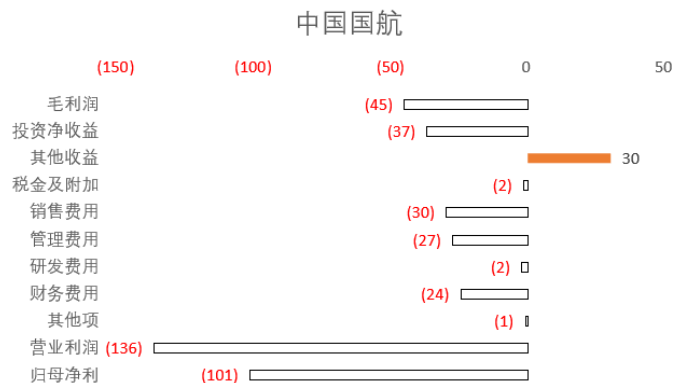
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 135 国航 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 136 国航 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

4.3.2. 盈利预测与评级

我们对中国国航的营业收入、营业成本和经营数据进行如下预测：

表 9 中国国航收入及成本预测

单位：百万元	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
营业总收入	136,774	136,181	29,646	69,174	110,196	128,246
yoy	13%	0%	-55%	-49%	59%	16%
航空业务	133,386	132,991	28,558	66,999	107,196	125,046
客运	120,430	124,525	22,948	52,713	85,860	111,392
yoy	13%	3%	-62%	-58%	63%	30%
货运及邮运	11,406	5,732	4,191	11,447	18,436	10,654
yoy	11%	-50%	48%	100%	61%	-42%
其他主营业务	1,550	2,734	1,419	2,838	2,900	3,000
其他业务	3,388	3,190	1,088	2,176	3,000	3,200
可用座位公里(ASK) (百万)	273,600	287,788	65,566	156,228	214,318	266,942
yoy	10%	5%	-54%	-46%	37%	25%
收费客公里(RPK) (百万)	220,528	233,176	44,222	111,105	160,721	205,203
yoy	10%	6%	-61%	-52%	45%	28%
客座率(RPK/ASK) (%)	80.6%	81.0%	67.4%	71.1%	75.0%	76.9%
营业成本	115,132	113,246	34,162	72,979	95,686	111,072
yoy	15%	-2%	-38%	-36%	31%	16%
毛利	21,642	22,935	-4,516	-3,805	14,509	17,174
yoy	3%	6%	-143%	-117%	-481%	18%
毛利率(%)	16%	17%	-15%	-6%	13%	13%

资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所

根据上述估计，我们预测公司 2020-22 年归母净利-118/27/53 亿元，同比分别为-284%/+123%/+95%，对应 EPS 分别为-0.81/0.19/0.37 元，对应 PE 分别为-9/38/19 倍。考虑行业见底回升的趋势，未来业绩修复空间巨大，国航是疫苗催化下国际客运恢复的最大受益者，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

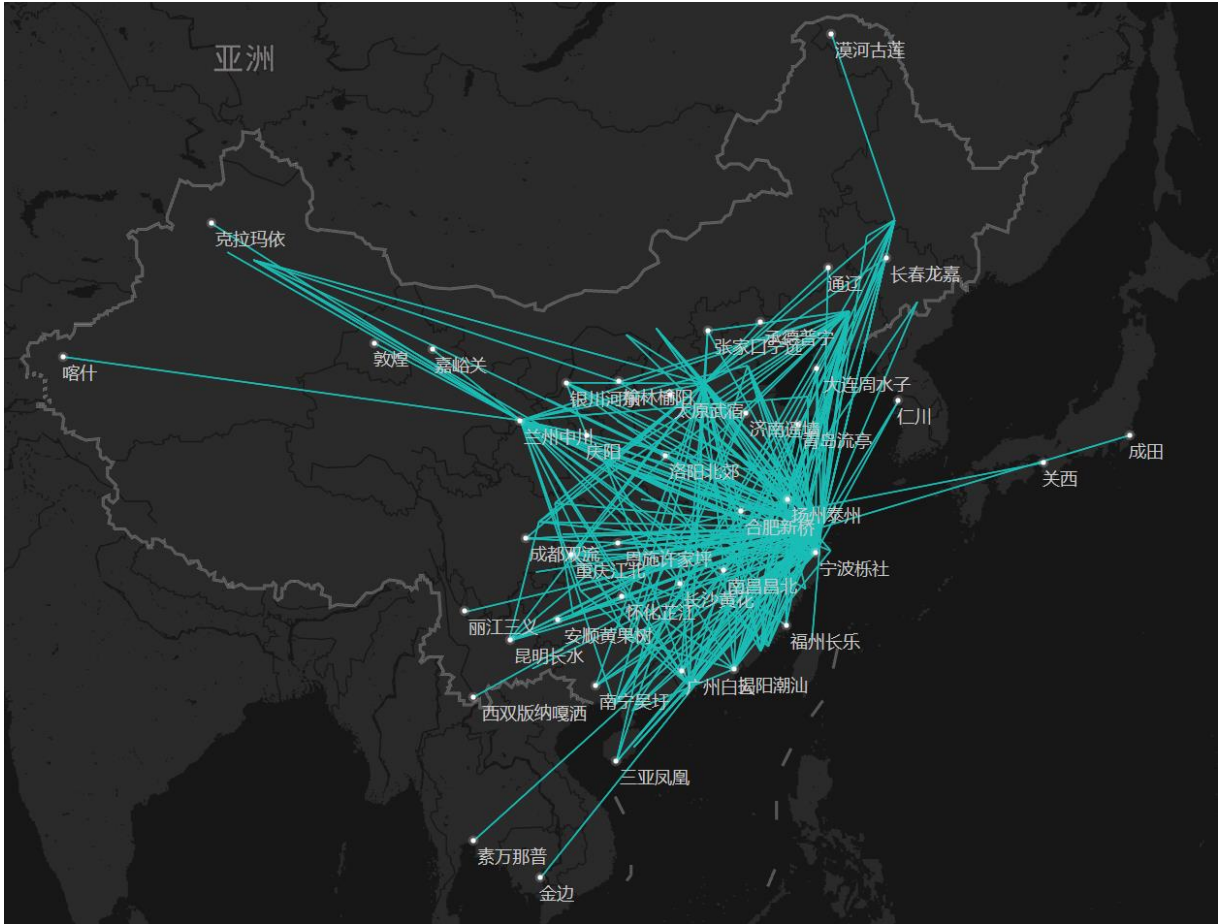
4.4. 春秋航空：受益因私出行占比提升，成本控制的标杆

春秋航空是国内低成本航空的标杆，在未来较长一段时间的低票价中，一方面在多数同行亏损时能够通过低成本实现盈利，另一方面在因私出游比例提升的趋势中扩大自身的低价竞争优势，有利于提升市占率。

4.4.1. 低成本航空模式适应低票价，因私出游占比提升有利扩市场

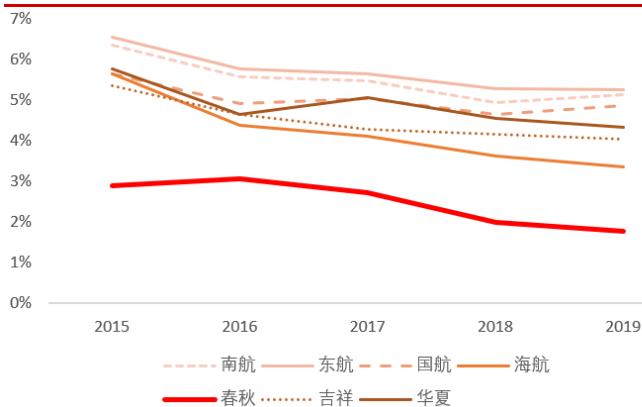
春秋航空以上海虹桥机场和浦东机场作为枢纽基地，形成以上海基地为核心，江苏扬州和浙江宁波为支撑的华东枢纽，以深圳为核心、揭阳为支撑的华南机场枢纽，以石家庄机场为核心的华北机场枢纽，和以沈阳机场为核心的东北枢纽，同时以 2019 年新投入运力的兰州和西安机场作为开拓西北区域的基石，亦将逐步增加西南重要城市的投入。

图 137 春秋航空 2020 年冬春航季的航线分布



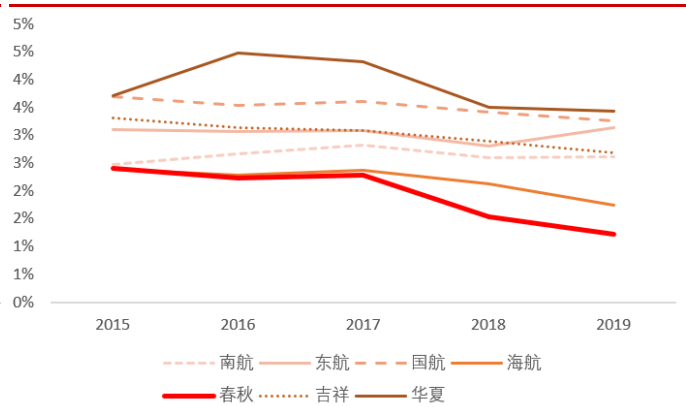
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 138 春秋航空的销售费用率在上市航司中最低



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 139 春秋航空的管理费用率在上市航司中最低



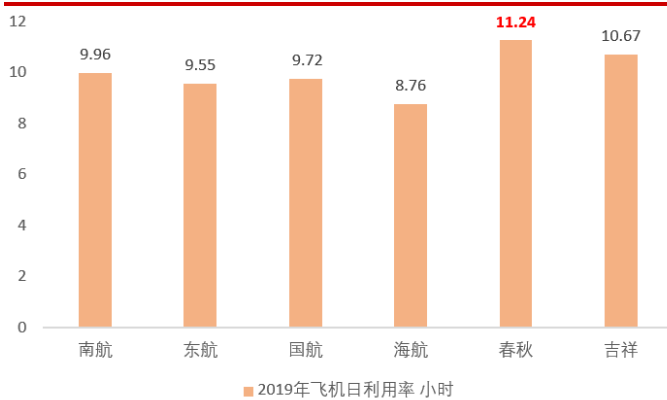
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

公司通过“两单”、“两高”、“两低”来实现低成本运营，即通过全部采用**单一机型**（空客 A320 系列）、**发动机**（CFM 发动机）降低集采、租赁和维修成本，降低管

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

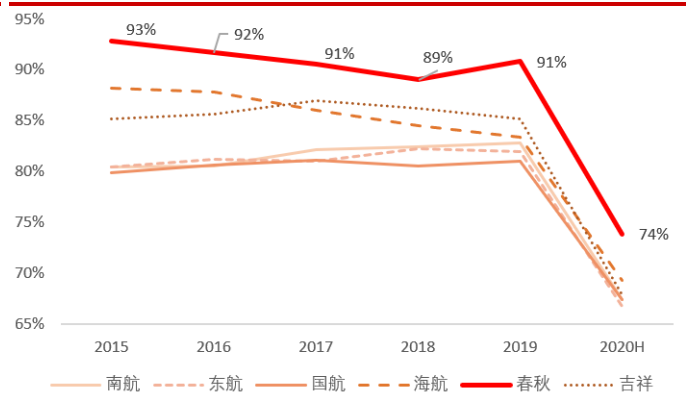
理复杂度和培训难度；通过只设置**单一的经济舱位**（不设头等舱与公务舱）将 A320 机型的可提供座位数提高 15%-20%；通过低票价维持上市航司中**最高的客座率**水平以降低单位 RPK 成本；通过更紧凑的排班和更少的货运来**提高飞机日利用率**（小时）；通过以电子商务直销为主的销售渠道（2019 年占比 92%）来**降低销售费用**；通过最大程度利用第三方服务商在各地机场的资源与服务来**降低管理费用**。春秋航空的低成本航空运营模式明确，成本管控效果明显，在偏低票价的情况下能够在多数同行亏损时实现盈利。

图 140 春秋航空的飞机日利用率（小时）较高



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

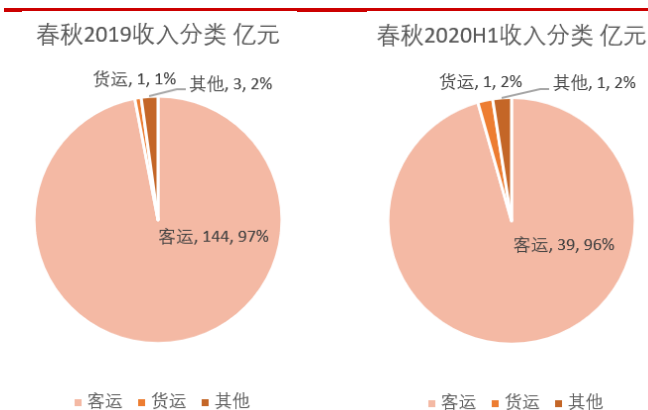
图 141 春秋航空的客座率为上市航司中最高



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

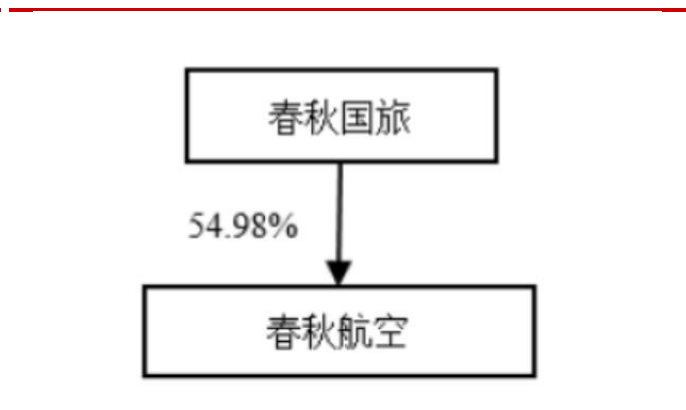
同时，根据携程大数据，在商务需求一定程度上受疫情影响的情况下，因私旅游出行的占比有较为明显的提升。一方面因私旅游有长期压制后的反弹需求，另一方面在“随心飞”等各类产品的航司价格战下，对票价较敏感的旅客出行需求被激发，预计未来因私旅行的需求占比仍将进一步提升，尤其在疫情得到控制后的节假日或将有爆发式增长，且预计优先仍考虑国内游，春秋航空将因此受益。即使 2021 年的春节因疫情反复暂时被抑制出行需求，但我们认为假期的旅行需求虽迟但终将到来。

图 142 春秋航空 2019、2020H1 营业收入分类



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 143 春秋航空股权结构



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 144 春秋 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元 图 145 春秋 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

4.4.2. 盈利预测与评级

我们对春秋航空营业收入、营业成本、经营数据的预测如下:

表 10 春秋航空收入及成本预测

单位: 百万元	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,114	14,804	4,045	9,761	13,501	17,717
YOY	20%	13%	-43%	-34%	38%	31%
航空业务	12,842	14,482	3,946	9,511	13,151	17,317
客运	12,727	14,359	3,867	9,290	12,863	17,086
YOY	22%	13%	-44%	-35%	38%	33%
货运及邮运	115	123	79	221	288	230
YOY	20%	7%	44%	80%	30%	-20%
其他业务	272	321	99	250	350	400
可用座位公里数 (ASK) (百万人公里)	38,965	43,707	15,805	37,588	45,857	52,735
YOY	17%	12%	-24%	-14%	22%	15%
旅客周转量 (RPK) (百万人公里)	34,683	39,691	11,673	29,967	38,978	47,462
YOY	15%	14%	-39%	-25%	30%	22%
平均客座率 (%)	89.01%	90.81%	73.86%	79.73%	85.00%	90.00%
营业成本	11,844	13,115	4,681	10,595	12,707	15,227
YOY	23%	11%	-24%	-19%	20%	20%
毛利	1,270	1,689	-636	-834	794	2,489
YOY	-5%	33%	-166%	-149%	-195%	213%
毛利率 (%)	10%	11%	-16%	-9%	6%	14%

资料来源: 公司公告, WIND, 华西证券研究所

根据上述估计, 我们预测公司 2020-22 年归母净利-1.7/11/25 亿元, 同比分别为-109%/+741%/+134%, EPS 分别为-0.19/1.19/2.78 元, 对应 PE 分别为-290/45/19 倍。考虑行业见底回升的趋势, 未来业绩修复空间巨大, 公司依靠高效的经营管理在低成本航空中一枝独秀, 助力快速恢复盈利, 值得给予管理溢价, 同时低成本模

式有助于公司在低票价的国内环境中随着因私旅客比例提升而扩大市占率，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4.5. 吉祥航空：民营航司恢复速度快，机队逆势扩张

吉祥航空的目标客户主要定位在上海及周边城市圈的长江三角洲地区。就群体而言，主要定位于中高端商务、旅行及休闲客户，致力于提供具有性价比的产品。

子公司九元航空主要目标市场为我国低成本航空市场，利用广东省及珠三角地区经济发达、人口流动活跃、出行需求较高以及可近距离辐射东南亚等区位优势，依托单一机型构建机队低成本运营，积极拓展低成本航空市场。

4.5.1. RPK 与客座率快速恢复，20Q3 单季利润转正，近期机队快速扩张

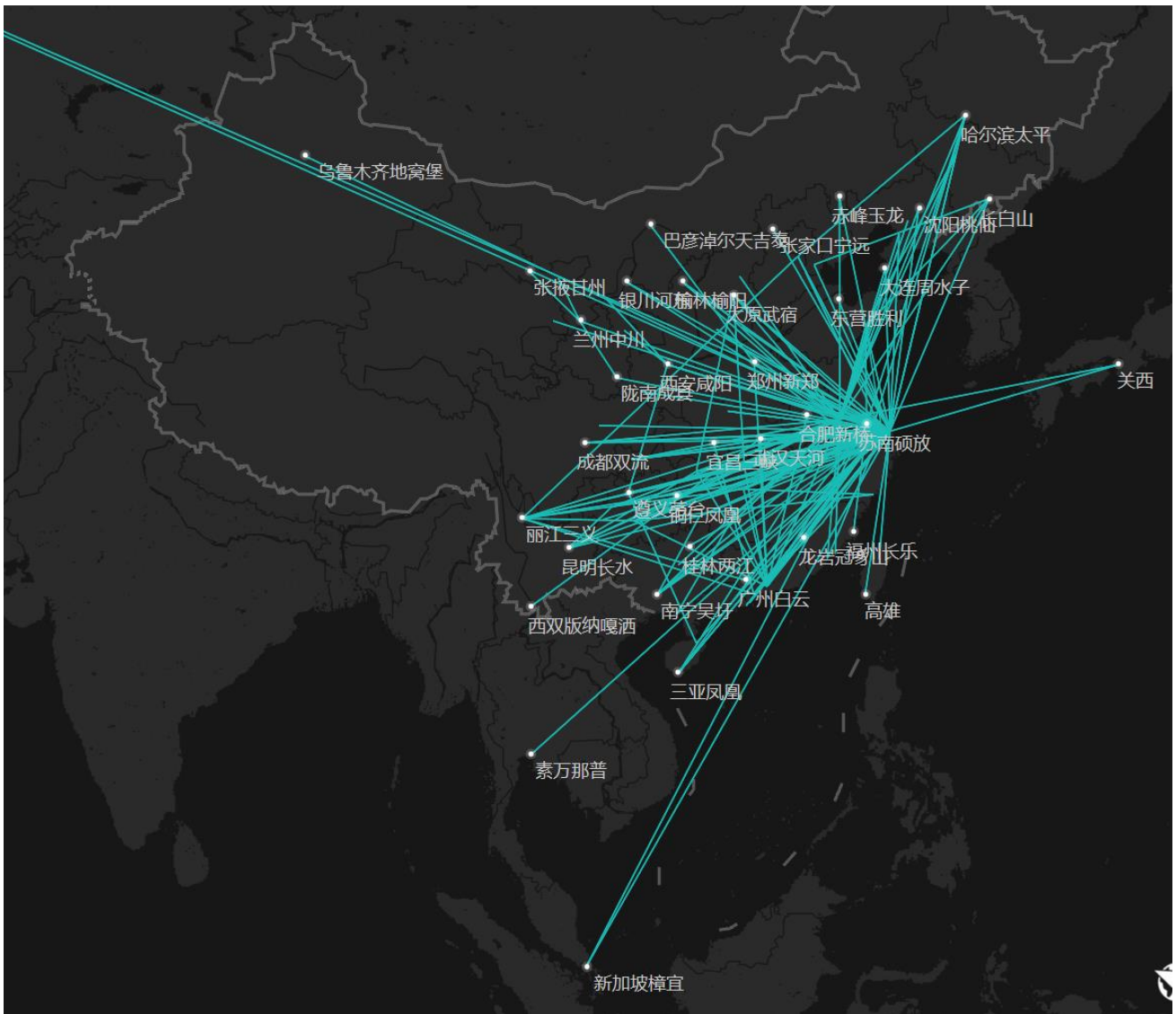
吉祥航空（全服务航空）以上海虹桥、浦东两场为主基地机场，以南京为辅助基地；控股子公司九元航空（低成本航空）以广州白云机场为主基地机场。

吉祥航空将上海作为最主要的运营基地，截至 2020 年 11 月 30 日，本公司运营 72 架 A320 系列飞机（其中 27 架为 A321 机型、7 架为 A320neo 机型，1 架为 A321neo 机型），6 架波音 787 系列飞机；子公司九元航空实际运营 20 架飞机，均为波音 737 系列飞机。公司运营着超过 220 条以上海为主运营基地始发国内、国际、港澳台地区航线，主要航线目的地均为省会城市、经济发达城市以及旅游城市。

2020 年上半年，公司旅客运输总量超过 532 万人次，其中上海两机场旅客运输量达到 251.36 万人次。公司 2020 年上半年在上海的市场占有率达到 10.9%（以上数据均不包含九元航空）。

控股子公司九元航空于 2014 年获批设立，于 2015 年初正式开航。九元航空以广州白云机场为主基地机场，以波音 737 系列飞机组建单一机型机队，运营 150 余条国内航线，通航城市 50 多个，主要目标市场为我国低成本航空市场。2020 年上半年旅客运输总量约 133 万人次。

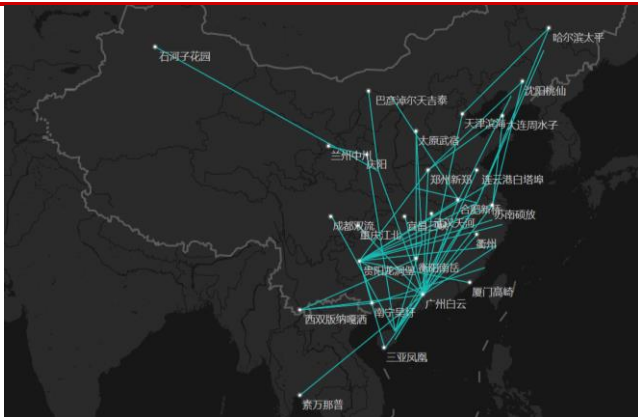
图 146 吉祥航空 2020 年冬春航线分布（欧洲航线为郑州新郑-赫尔辛基万塔/赫尔辛基万塔-上海浦东）



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

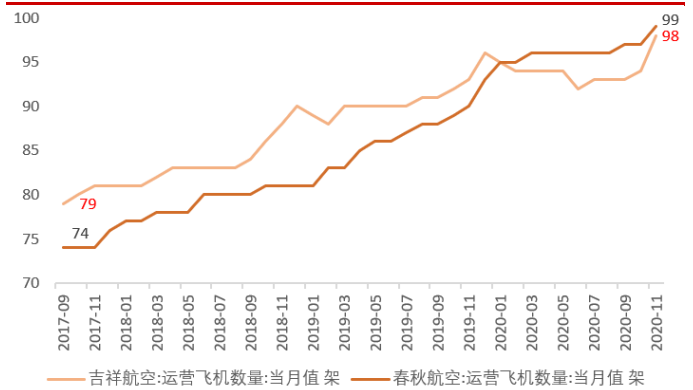
从 2020 年 9 月开始，吉祥航空的 RPK 已恢复至 9 成左右，国内 RPK 当月同比转正，9/10 月旺季的当月客座率恢复至与全年同期仅相差 2-3 个百分点的水平，恢复速度与春秋航空一起名列前茅。同时，吉祥航空与春秋航空一同在机队方面逆势较快扩张，体现了未来在偏低票价下提升市占率的信心。

图 147 九元航空 2020 年冬春航季航线分布



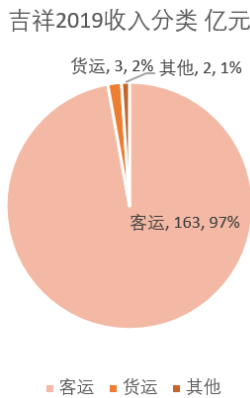
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 148 吉祥近期机队扩张规模加速，与春秋逆势扩张



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 149 吉祥航空 2019 年营业收入分类



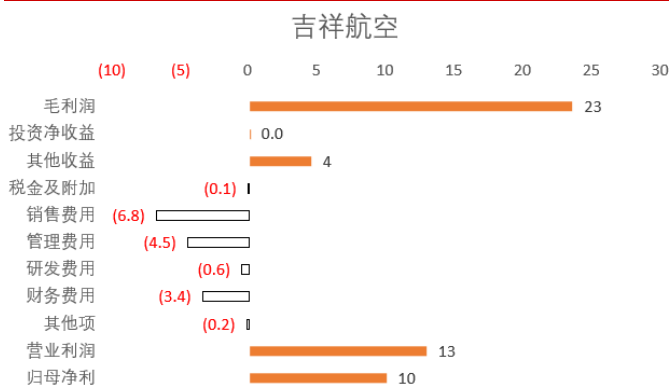
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 150 吉祥航空股权结构



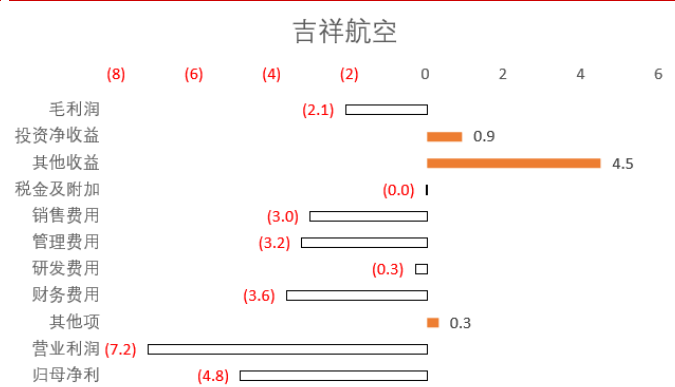
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 151 吉祥 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 152 吉祥 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

4.5.2. 盈利预测与评级

我们对吉祥航空的营业收入、营业成本和经营数据做如下预测：

表 11 吉祥航空收入及成本预测

单位：亿元	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,366	16,749	4,169	10,789	15,006	18,443
yoy	16%	17%	-48%	-36%	39%	23%
航空业务	14,198	16,577		10,639	14,846	18,273
客运	13,982	16,277		10,250	14,263	17,806
yoy	16%	16%		-37%	39%	25%
货运	216	299		389	584	467
yoy	21%	39%		30%	50%	-20%
其他主营业务	0	1		0	0	0
其他业务	168	173		150	160	170
可用座位公里数 (ASK) (百万人公里)	34,812	40,797	12,032	31,006	38,757	44,571
yoy	10%	17%	-40%	-24%	25%	15%
旅客周转量 (RPK) (百万人公里)	30,021	34,770	8,173	23,296	31,006	37,885
yoy	10%	16%	-52%	-33%	33%	22%
平均客座率 (%)	86.24%	85.23%	67.93%	75.13%	80.00%	85.00%
营业成本	12,208	14,400	4,689	11,164	13,415	15,440
yoy	24%	18%	-32%	-22%	20%	15%
毛利	2,158	2,349	-520	-375	1,591	3,003
yoy	-15%	9%	-145%	-116%	-524%	89%
毛利率 (%)	15%	14%	-12%	-3%	11%	16%

资料来源：公司公告，WIND，华西证券研究所

根据上述估计，我们预测公司 2020-22 年归母净利润-7.7/5.0/13.4 亿元，同比分别-178%/+165%/+168%，EPS 分别为-0.39/0.25/0.68 元，对应 PE 分别为-25/39/15 倍。考虑行业见底回升的趋势，未来业绩修复空间巨大，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4.6. 华夏航空：支线航空业绩波动较小，20Q2 即实现单季扭亏

华夏航空专注支线航空，在西南、内蒙已经形成较为成熟的支线网络，2019 年在新疆形成了较全的航线网络，2020 年布局云南，逐个省份进行深耕。支线航空模式可复制，且在地方政府以较低成本（几百万-几千万/年的航线补贴）获得较大正外部性（航线开辟、客流增加拉动的投资和消费）的前提下，补贴模式可持续。在疫情的考验下，华夏航空的盈利模式实现了高度稳定，恢复程度行业第一，率先在 2020 年二季度实现单季盈利。

4.6.1. 受益于支线航空的正外部性，补贴模式可持续且稳定

华夏航空以重庆江北国际机场的总部基地为主运营基地，截至 2020 年中，已在贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆建立了 6 个运营基地和天津、成都、兴义 3 个过夜基地；在飞航线 158 条，其中国内航线 155 条，国际航线 3 条，独飞航线 145 条，占公司航线比例达 92%；通航城市 119 个，其中国际航点城市 2 个；公司支线航点占全部国内支线机场比例达 47%。公司独飞航线占比高，旅客出行相对为刚需，提高了公司的盈利稳定性。

公司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。对应在机型配置上，公司选用 CRJ900 系列飞机和 A320 系列飞机作为主力运营机型。公司利用 CRJ900 机型航段成本低的特点，进行支线市场开发与培育；利用 A320 机型具备较低的单座公里成本的特点，承接 CRJ900 培育相对成熟的市场，取得良好效益。

《中国民用航空发展第十三个五年规划》提出了“增加中西部地区机场数量，提高机场密度，扩大航空运输服务覆盖”等政策，我们认为在这些政策的支持下，未来支线机场数量将会有较大的增长，支线航空市场将会有较大的需求空间。

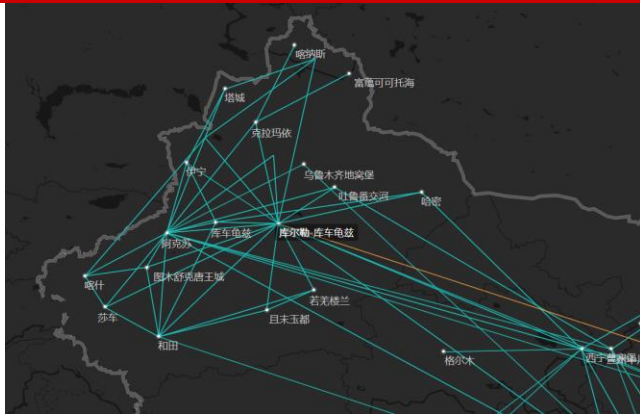
图 153 华夏航空 2020 年冬春航季航线分布（蓝色线为执飞，橘色线为经停）



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

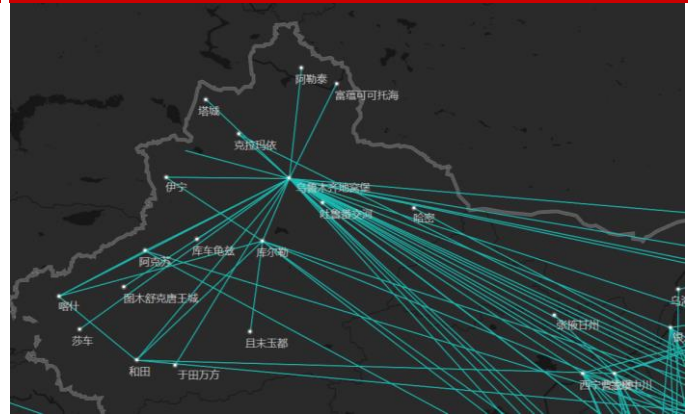
我们以公司重点开发的新疆为例，选择同样在新疆有较完整网状航线分布的南方航空、天津航空，和以乌鲁木齐为主基地的乌鲁木齐航空的航线布局来与华夏航空进行比较，可以看出华夏航空在支支航线做得更为到位，形成更像蛛网的结构，而其他航司的航线仍以干支航线为主，更像放射状的结构。华夏航空在新疆的深耕，通过支支航线的补贴模式的深入探索，目前在云南，未来有望在更多区域进行复制。

图 154 华夏航空的新疆航线布局



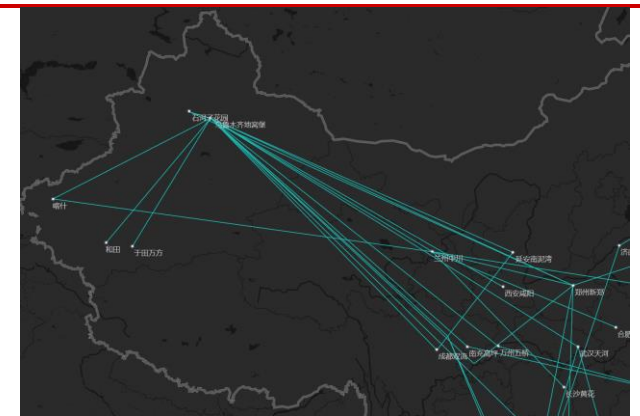
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 155 南方航空的新疆航线布局



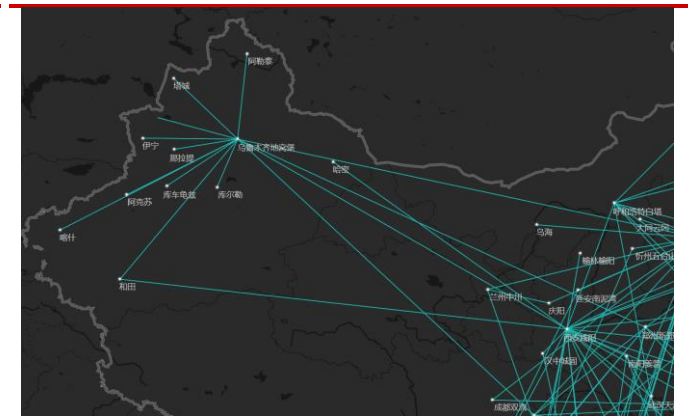
资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 156 乌鲁木齐航空的新疆航线布局



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

图 157 天津航空的新疆航线布局



资料来源：航班管家，华西证券研究所整理

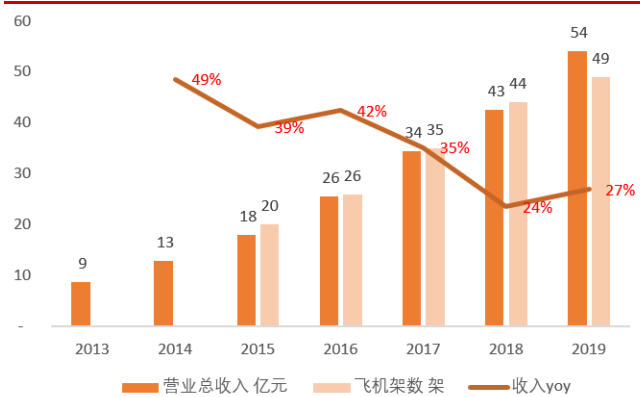
华夏航空处于高速增长期，近五年的营业收入复合增速高达 33%，机队规模亦在不断扩张，2020 年与商飞签订了 100 架 ARJ21 系列和 C919 系列的订单，预计自 2020 年起 10 年内交付完成。

根据公司招股说明书，2017 年公司的收入结构中，60%来自个人客户机票销售，40%来自机构客户运力购买。在个人客户机票销售中，94%来自机构运力购买航线，6%来自非机构运力购买航线；在机构客户运力购买中，71%为无限额模式，29%为有限额模式。

签订运力购买航线后，若结算期内该航线航班个人客户机票销售实际金额低于合同约定的该航线运力购买总价，则由机构客户将差额支付给华夏航空，作为机构客户运力购买收入。无限额模式下，机构客户向本公司支付全部的差额；而在有限额模式下，机构客户向本公司支付的差额仅以合同约定的上限为最高支付金额，因此较高的无限额模式更能保证公司的收益。

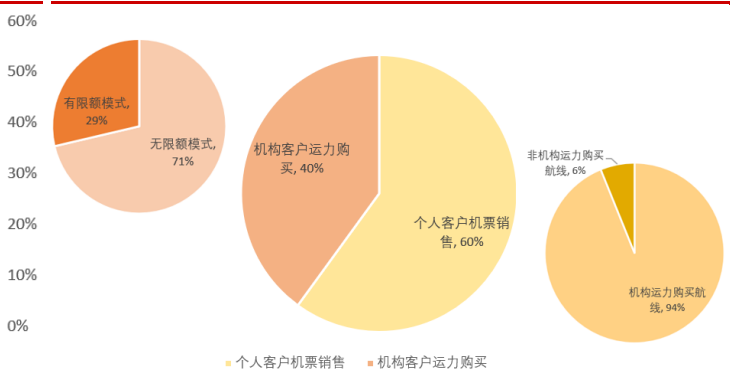
因此，以 2017 年华夏航空的收入结构为例，其中 60% 的个人客户机票销售中的 94% 来自机构运力购买航线，与 40% 的机构客户运力购买共同由公司 与 地方政府/对方机场等签订的运力购买航线作为保证。且公司的无限额模式比例较高，更进一步保证了差额的填补。

图 158 华夏航空的收入和机队规模快速增长



资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 159 华夏航空 2017 年的收入结构

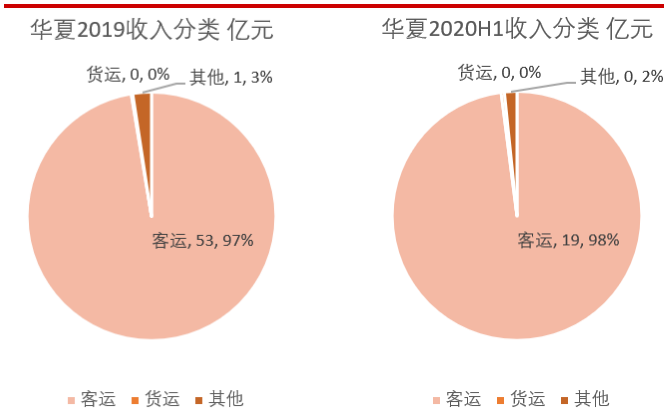


资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

根据公司招股说明书，2015-17 年，公司年度机构运力购买收入前 30 大航段重合率较高。公司通过得益于 CRJ900 型飞机机型小、油耗低的优势，可以报出较其他运行更大机型航空公司更低的单次航班飞行价格，因而对于客流量尚处较低水平地区的机构客户较有吸引力，更容易进入新市场并进行培育。同时，华夏航空经过多年深耕支线航空市场，已在该细分市场成为第一大龙头，新的机构客户在采购时亦会考虑品牌效应。

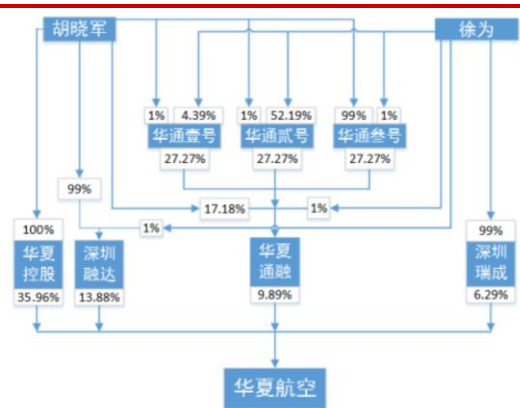
华夏航空的收入结构中基本以客运为主，货运极少可忽略。在利润结构中，其他收益（航线补贴为主）能够占到毛利润的超过一半（2019 年超过八成），与公司基于补贴的支线航空盈利模式相一致。公司在成本控制方面亦精耕细作，期间费用率体现了民营航司的控制力度，最终保证了较高的销售净利率和 ROE。

图 160 华夏航空 2019、2020H1 营业收入分类



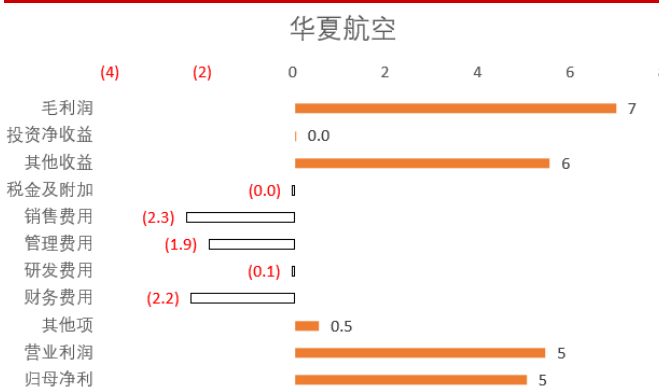
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 161 华夏航空股权结构



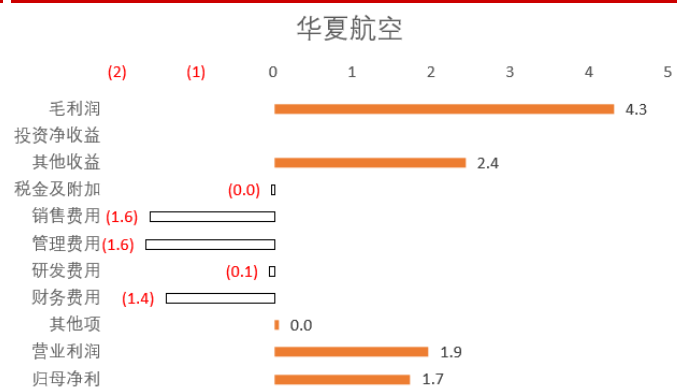
资料来源：WIND，公司公告，华西证券研究所

图 162 华夏 2019 毛利润/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

图 163 华夏 2020H1 毛利/期间费用/归母净利等 亿元



资料来源: WIND, 公司公告, 华西证券研究所

4.6.2. 盈利预测与评级

我们对华夏航空的营业收入、营业成本和经营数据做如下预测:

表 12 华夏航空收入及成本预测

单位: 百万元	2018	2019	2020H	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,260	5,407	1,984	4,410	6,054	7,611
yoy	24%	27%	-20%	-18%	37%	26%
客运收入	3,966	5,266	1,943	4,288	5,906	7,440
yoy	20%	33%	-20%	-19%	38%	26%
货运收入	6	11	8	22	28	31
yoy	26%	73%	83%	100%	30%	10%
其他主营业务	288	131	32	100	120	140
可用座位公里数 (ASK) (万人公里)			4,766	10,000	12,500	15,000
yoy			-6%		25%	20%
平均客座率 (%)			63.71%	67%	75%	80%
旅客周转量 (RPK) (万人公里)			3,036	6,700	9,375	12,000
yoy			-25%		40%	28%
营业成本	3,658	4,712	1,847	3,959	5,136	6,340
yoy	35%	29%	-16%	-16%	30%	23%
毛利	603	695	137	451	918	1,271
yoy	-19%	15%	-52%	-35%	104%	38%
毛利率 (%)	14%	13%	7%	10%	15%	17%

资料来源: 公司公告, WIND, 华西证券研究所

根据上述估计, 我们预测公司 2020-22 年归母净利 3.5/7.0/10.3 亿元, 同比分别-31%/+102%/+47%, 对应 EPS 分别为 0.34/0.69/1.02 元, 对应 PE 分别为 36/18/12 倍。考虑行业见底回升的趋势, 未来业绩修复空间巨大, 公司是 2020 年唯一有望实现盈利的上市航司, 在支线航空细分领域已成龙头, 具有正外部性的补贴模式可持续且可复制, 为公司带来稳定的业绩增长, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

4.7. 可比公司估值表

根据 2021 年 1 月 12 日的收盘价，以及华西证券盈利预测，本报告首次覆盖南方航空、东方航空、中国国航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空六家上市公司的可比公司估值表如下所示：

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS (元)				2019A	2020E	2021E	2022E
600029.SH	南方航空	5.74	买入	0.22	-0.55	0.25	0.30	33.22	-10	23	19
600115.SH	东方航空	4.55	买入	0.20	-0.61	0.15	0.27	29.79	-7	31	17
601111.SH	中国国航	7.09	买入	0.44	-0.81	0.19	0.37	21.96	-9	38	19
601021.SH	春秋航空	53.71	买入	2.01	-0.19	1.19	2.78	21.85	-290	45	19
603885.SH	吉祥航空	9.96	买入	0.51	-0.39	0.25	0.68	29.66	-25	39	15
002928.SZ	华夏航空	12.5	买入	0.84	0.34	0.69	1.02	14.57	36	18	12

资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

5. 风险因素

5.1. 宏观经济系统性风险

若宏观经济发生系统性风险，可能对航空的商务和旅游出行需求造成影响，从而影响航司的业绩。

5.2. 疫苗研制、投放进度和效果低于预期

若疫苗研制及投放进度低于预期，可能使得航空的需求恢复低于预期，尤其是国际航线的需求恢复将低于预期，进而影响航司的业绩修复速度。

5.3. 新冠疫情影响下航空需求恢复低于预期

若新冠疫情反复，可能影响到部分地区部分时段的航空需求，若疫情影响范围扩大，可能影响到整体的航空需求，进而影响航司的业绩修复速度。

5.4. 人民币汇率下跌超预期

若人民币汇率下跌超预期，航司以外币尤其是美元结算的债务、航材采购等的人民币成本将提升，同时可能产生汇兑损失，从而对航司的业绩造成负面影响。

5.5. 油价上涨超预期

航油成本是航司最主要的营业成本之一，大部分航司的航油成本占营业成本的比例在 30-40% 之间，若油价上涨超预期，将对航司的业绩造成负面影响。

5.6. 自然灾害、战争、严重的动乱等不可抗力的影响

若发生自然灾害（如地震、大雪、暴雨、台风、冰雹、洪水等）、战争、严重的动乱等不能预见、不能避免并不能克服的不可抗力，可能影响航空运输活动的正常运行，进而对航司的业绩造成偶发性的负面影响，其影响程度视不可抗力的强度、影响范围和持续时间等而定。

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队分析师，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。