

航空机场

系列深度之五 国际航线：水将到、渠已成

- **高速增长遭遇疫情：**2010 年-2019 年，国际航线旅客量从 1900 万人次增长至 7425 万人次，CAGR 达 16.4%，年均增速高于国内和地区市场，国际旅客量占比从 7.1%提升至 11.3%。新冠疫情使国际航线长期处于几近停滞状态。2022 年国际旅客量 186 万，仅为 2019 年的 2.5%。
- **国际航线恢复为何滞后：**国际航线复航需较复杂前置流程：双边航权谈判、机场时刻安排、机场保障能力匹配，这主要不取决于航司本身；而签证受阻是当前压制出境需求主要因素。2023 年 8 月国际航线旅客量 364.5 万，恢复至 2019 年 52%。我们判断至明年上半年国际线仍将处于逐步修复状态。
- **国际航线区别于国内航线的主要特征：**(1) 航权是国际航线的基础，航权开放程度决定了竞争激烈程度；(2) 从需求端看，旅游目的占国际航线客源 7 成以上；而团队出游又占出境旅游人次约 5 成；(3) 从供给端看，宽体机、长运距使得国际航线在消化产能作用无可替代。这些特征使国际航线成为当下航司修复业绩的关键一环。
- **国际航线盈利能力并不弱：**尽管疫情前“三大航”披露国际航线单位公里收益低于国内线，但由于里程长，我们预计，国际线单位公里成本同样显著低于国内线。基于我们的模型测算，宽体机回归国际线后，将释放较大的盈利弹性。
- **上市公司国际线恢复情况：**1-8 月，上市公司国际航线供、需逐月恢复态势明显。国际 ASK 累计恢复率：吉祥 69%、春秋 43%、南航 36%、国航 33%、东航 33%、海航 21%；国际 RPK 累计恢复率：吉祥 60%、春秋 40%、南航 34%、国航 28%、东航 28%、海航 19%。随着出境游全面放开，国际航线的制约条件逐步改善，上市公司国际线恢复有望提速。

投资建议

推荐远程国际航线资源优势突出的中国国航，受益于东南亚及日韩出境游、国际航班恢复较快的春秋航空；机场方面，国际客流恢复将带动机场商业变现能力回暖，推荐上海机场、白云机场。

风险提示：油价上涨风险、汇率波动风险、出境需求恢复不及预期、政策不及预期、签证审批和国际关系等外部因素干扰；本报告中的数据预测基于不同情境下的假设条件，或与实际情况有出入，仅供参考。

重点推荐标的

简称	2023E	EPS	2024E	2025E	2023E	PE	2024E	2025E	CAGR-3	评级
中国国航	0.17	1.16	1.33	44.4	6.5	5.7	-	-	-	买入
春秋航空	2.43	4.07	4.89	20.7	12.4	10.3	-	-	-	买入
上海机场	0.32	1.59	2.29	112.9	22.8	15.8	-	-	-	增持
白云机场	0.28	0.76	0.90	37.6	14.1	11.8	-	-	-	增持

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 10 月 17 日收盘价

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

联系人：曾智星

邮箱：zengzhx@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《航空机场：2023 冬航季换季计划发布，内航国际航班恢复 68%》2023.10.16
- 2、《航空机场：双节出行延续高景气度，国际油价下跌》2023.10.09

投资聚焦

2023 年 8 月，民航运输旅客量达 6396.4 万，较 2019 年+4.5%，但国际航线旅客量仅 364.5 万，仅恢复至 2019 年 52%。国际航线为何恢复滞后？何时能完全恢复？对航司盈利能力影响？等问题已经成为市场关注焦点。

核心逻辑

国际航线不同于国内航线三大特征：（1）航权是国际航线的基础，航权开放程度决定了竞争激烈程度；（2）从需求端看，旅游目的占国际航线客源 7 成以上；而团队出游又占出境旅游人次约 5 成；（3）从供给端看，宽体机、长运距使得国际航线在消化产能上发挥了更加重要作用。基于上述特点，国际航线的恢复需要航权谈判、出入境政策和证件审批、境外保障能力部署等更长的前置流程。

不同于市场的观点

从上市公司披露的座公里收益看，疫情前国际航线大都低于国内航线，市场据此认为国际航线的收益水平低于国内航线。根据我们的研究，座公里收益指标并不能真实展示航线盈利能力，主要是由于不同的航线单位成本差异显著。国际航线直接成本的测算复杂，市场上研究成果较少，本报告搭建了国际航线直接成本测算模型，基于我们的测算，远程国际航线收益水平一般情况下高于国内航线、而非远程国际航线不同的市场有分化。

投资看点

2023Q2，上市航司在国际线更低位时，业绩仍有超市场预期表现，主要得益于今年以来国内航空市场呈现量价齐升景气度。下半年，国际航线加速恢复一方面将实现运力结构优化、改善国内市场供需，进一步提高景气度，另一方面国际航线本身将提供更高的业绩弹性。我们预计至年底行业国际线有望恢复至 70%以上，明年暑运有望迎来全面恢复。

正文目录

1. 国际航线概况：高速增长遭遇疫情	5
1.1 疫情前国际航线	5
1.2 疫情以来的国际航线	6
2. 国际线恢复为何滞后？	8
2.1 供给端：复航前置流程复杂，疫后阻碍增加	8
2.2 需求端：出行前置条件受限，外部环境变化	9
3. 国际航线的供需特征	10
3.1 供给端：国际航线对成本的摊薄	10
3.2 需求端：2010-2019 出入境旅客量 GAGR 达 14%	11
4. 国际航线的市场格局	14
4.1 航权开放程度越高，竞争越激烈	14
4.2 机场格局：国际客流集聚于北上广	17
4.3 航司格局：内、外航平分，三大航占内航超八成	18
5. 国际航线盈利性测算	20
5.1 国际航线盈利能力差？	20
5.2 远程国际航线直接成本测算	21
5.3 基于成本测算的盈利能力分析	23
6. 上市公司国际航线情况对比	25
6.1 2019 年各航司国际航线表现	25
6.2 上市公司国际航线恢复情况	26
6.3 下半年国际航线盈利预测	28
7. 风险提示	28

图表目录

图表 1：2010-2022 国际旅客量及占旅客量比	5
图表 2：2011-2022 总体/国际旅客量 yoy	5
图表 3：2010-2022 国际客运周转量及占总周转量比	5
图表 4：2011-2022 总体/国际客运周转量 yoy	5
图表 5：2010-2022 国际航线和里程（左）及 yoy（右）	6
图表 6：2018-2022 国际航班飞行小时&起降架次	6
图表 7：2019 年以来月国际旅客量/万人次	6
图表 8：2019 年以来周国际航班量/班次	6
图表 9：2023 年月国际旅客量（万人次）及环比	7
图表 10：2023 年每日国际航班量/班次	7
图表 11：2023 年第 36 周出港部分国际/地区航班恢复情况	7
图表 12：2023 年第 36 周出港国际航班目的地占比（%）	7
图表 13：疫情以来中美航线航权恢复进展	8
图表 14：国际航线通航流程示意	9
图表 15：2018-2022 我国护照签发量	9
图表 16：出境游旅行社组织人次	10
图表 17：旅行社组织出游占出境游比例	10
图表 18：航司成本费用主要项目构成示意	11
图表 19：2010-2022 出入境人次（亿）及 yoy	12
图表 20：内地航司国际地区旅客量/出入境人次（%）	12
图表 21：中、美国际客运周转量在总客运周转量中份额对比	13
图表 22：内地居民因私出境占比	13
图表 23：我国居民出境方式&目的分布	13
图表 24：2010-2019 出国留学人数/yoy/在国内居民出境人次中占比	14
图表 25：九大航权	15

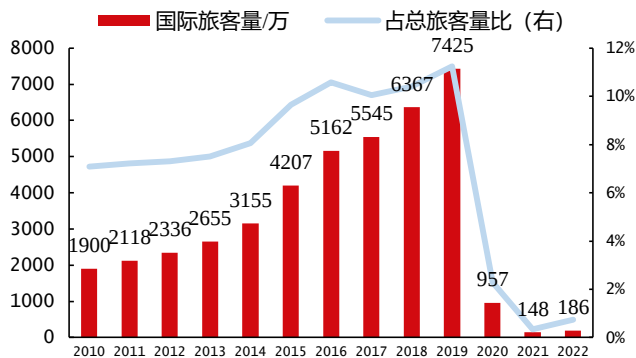
图表 26:	我国国际航线分类管理	16
图表 27:	国际航线价格分类	16
图表 28:	国际航线运价据双边协定决定审批流程	17
图表 29:	2019 年国际旅客吞吐量超过 300 万的机场	17
图表 30:	2019 年北上广分国际客流份额 (%)	18
图表 31:	2019 年 7 月北上广三个机场出港航班分布/班	18
图表 32:	2019 年不同航线旅客量及内航市场份额	19
图表 33:	2019 年三大航国际航线按区域份额	19
图表 34:	2014-2019 国航&南航单位客公里收益/元	20
图表 35:	选定航线、机型参数对比	21
图表 36:	国际/内航线（满载情况下）直接成本测算（元）	22
图表 37:	不同客座率，国际/内航线单位座公里直接成本（元）	23
图表 38:	不同客座率条件下，盈亏平衡点票价（元）	23
图表 39:	不同客座率/票价下，单程航线收益（元）	24
图表 40:	不同客座率/票价下，航线小时收益（元）	24
图表 41:	国际航线/国内航线收益倍数	24
图表 42:	三类航线当前拟合收益对比（元）	25
图表 43:	2019 年上市航司国际收入及占比	25
图表 44:	2019 年上市航司国际旅客量及占比	25
图表 45:	2019 年上市航司国际 RPK 及占比	26
图表 46:	2019 年上市航司总体/国际客座率	26
图表 47:	2019 年上市航司国际客均收入/ RPK	26
图表 48:	国际 ASK 较 2019 年恢复率	27
图表 49:	国际 RPK 较 2019 年恢复率	27
图表 50:	国际旅客量较 2019 年恢复率	28
图表 51:	客座率较 2019 年差值 (pp)	28
图表 52:	中国国航&春秋航空 23H2 国际线收入预测	28

1. 国际航线概况：高速增长遭遇疫情

1.1 疫情前国际航线

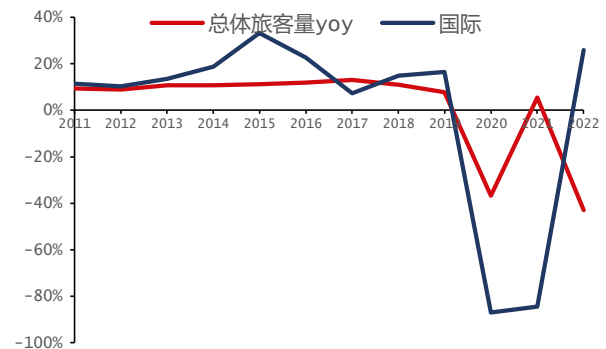
疫情前，我国出入境需求处于高速发展阶段，国际航线发展快于国内、地区航线。从需求端看，2010年-2019年，国际航线旅客量从1900万人次增长至7425万人次，CAGR达16.4%，年均增速高于国内和地区市场，国际旅客量占比从7.1%提升至11.3%。2019年国际客运周转量达3185亿人公里，为2010年的4.2倍，CAGR达17.3%、同样高于国内和地区市场；国际客运周转量占比从18.8%提升至27.2%，高于国际旅客量份额15.9pp，运输周转量考虑了运距在内，反映了远程航线需求在增强。如果考虑境外航司承运量，国际航线的旅客量及周转量更高。

图表1：2010-2022 国际旅客量及占旅客量比



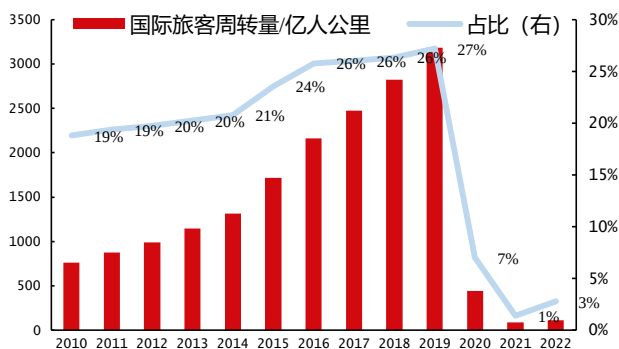
资料来源：民航局，国联证券研究所

图表2：2011-2022 总体/国际旅客量 yoy



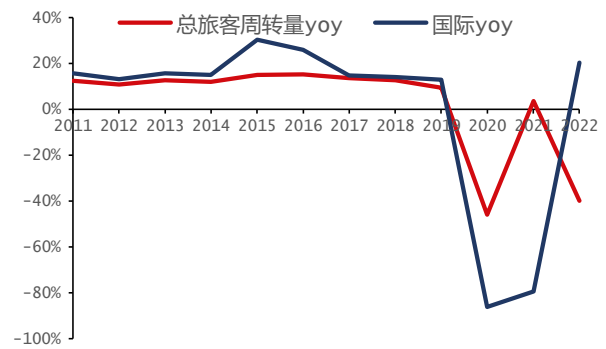
资料来源：民航局，国联证券研究所

图表3：2010-2022 国际客运周转量及占总周转量比



资料来源：民航局，国联证券研究所

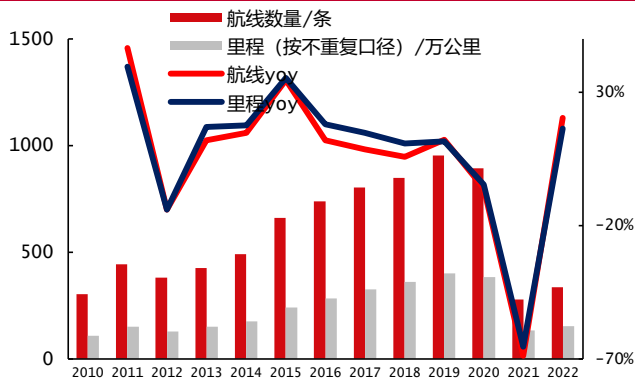
图表4：2011-2022 总体/国际客运周转量 yoy



资料来源：民航局，国联证券研究所

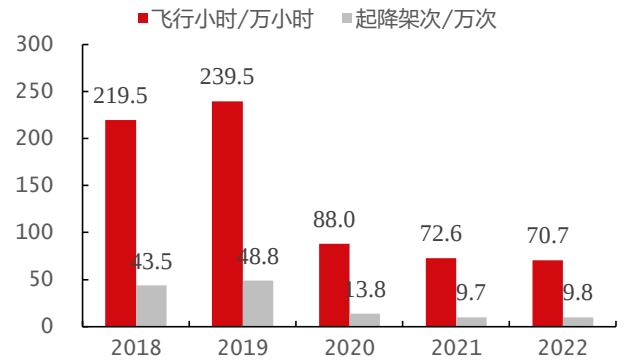
从航线通达性看，2010年-2019年，国际航线数量从302条增长至953条，航线里程（不重复口径）从107万公里增长至401万公里。截至2019年底，与我国签订双边航空运输协定的国家和地区为127个，与我国建立双边通航关系的国家和地区为39个，有效适航文件238份（截至2022年底，以上分别为：129个/40个/191份）。2019年，国内航空公司定期通航65个国家的165个城市，双边运输协定分布为：亚洲44个、非洲27个、欧洲37个、美洲12个、大洋洲7个。

图表5：2010–2022 国际航线和里程（左）及 yoy（右）



资料来源：民航局，国联证券研究所

图表6：2018–2022 国际航班飞行小时&起降架次

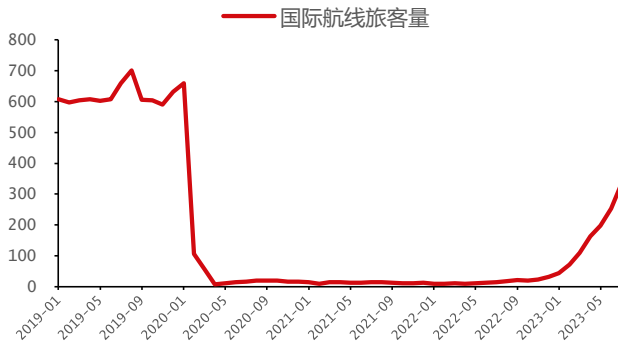


资料来源：民航局，国联证券研究所

1.2 疫情以来的国际航线

2019 年底，新冠疫情突发并引发持续性全球大流行，大量国际航班停航。据航班管家数据，2020 年第 6 周，航班量从 1.5 万班/周降至 0.67 万班/周，随后走低至疫情前 10%以内；2022 年进一步萎缩，最低不足 400 班/周。据民航局数据，国际旅客量从 2020 年 1 月 659 万降至 2020 年 3 月 55 万；2022 年全年国际旅客量 186 万，仅为 2019 年的 2.5%。新冠疫情使国际航线长期处于几近停滞状态。

图表7：2019 年以来月国际旅客量/万人次



资料来源：民航局，国联证券研究所

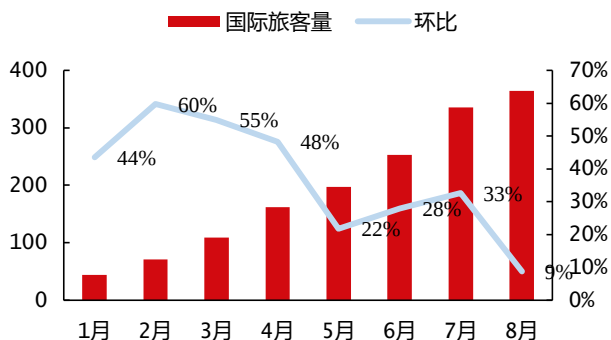
图表8：2019 年以来周国际航班量/班次



资料来源：航班管家，国联证券研究所

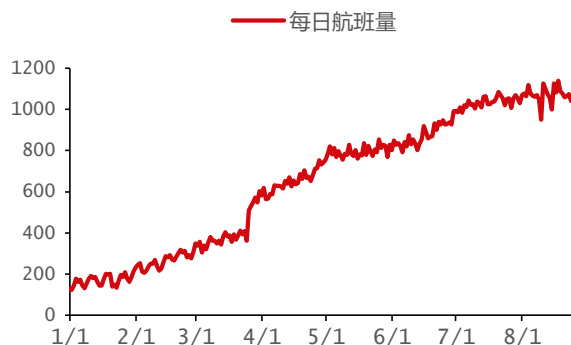
2022 年 12 月，国家卫健委发布“乙类乙管”方案，相应的出入境政策也适时调整，国际航线供、需开始回升。由于国际航线供给端链条更长，恢复更加迟缓。今年以来，国际航班量和旅客量均逐月回升，但与疫情前相比，仍有较大差距，截至 2023 年 8 月，国际旅客量当月达 364.5 万，恢复至 2019 年同期的 52%，累计达 1536.7 万，恢复至 2019 年同期的 30.8%；而同期的国内线（含地区），分别已经恢复至 19 年同期 111.2%/100.6%。

图表9：2023 年月国际旅客量（万人次）及环比



资料来源：民航局、国联证券研究所

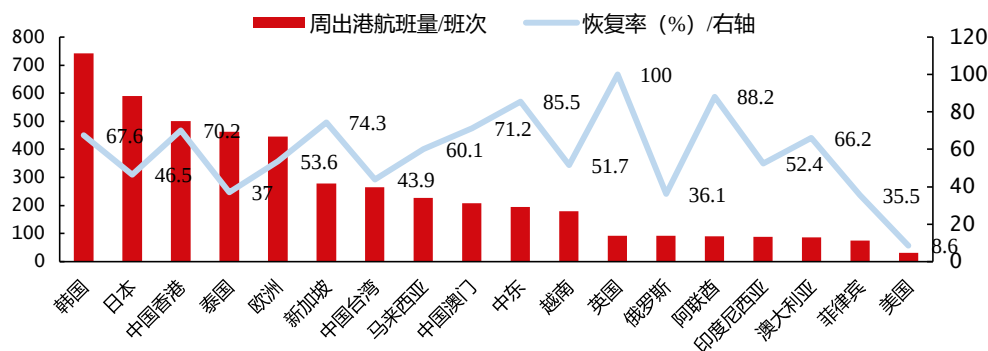
图表10：2023 年每日国际航班量/班次



资料来源：航班管家、国联证券研究所

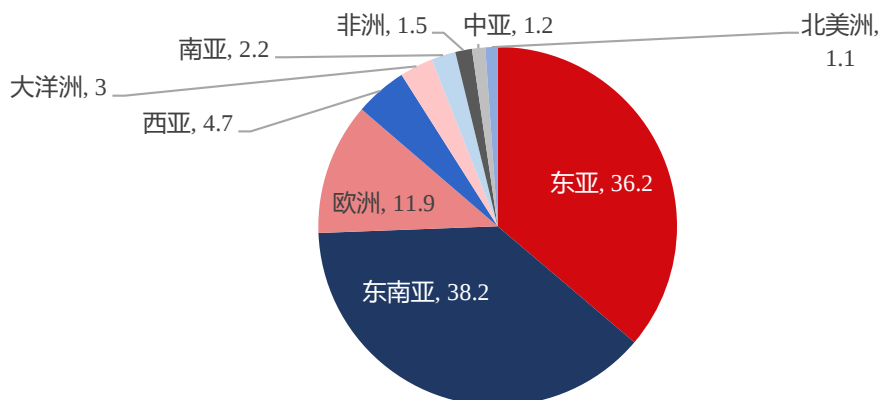
分地区来看，2023 年第 36 周（9.4-9.10），出港航班较 19 年同期恢复率超过 70% 的国际航线目的地有：英国/100%、中东/85.5%、新加坡/74.3%，超过 50% 的有：韩国/67.6%、欧洲/53.6%、马来西亚/60.1%、澳大利亚/66.2%、印尼 52.4%。其他国家相对滞后，其中日本/46.5%、美国/8.6%、泰国/37%。

图表11：2023 年第 36 周出港部分国际/地区航班恢复情况



资料来源：航班管家、国联证券研究所

图表12：2023 年第 36 周出港国际航班目的地占比 (%)



资料来源：航班管家、国联证券研究所

2. 国际线恢复为何滞后？

国际航线的恢复受制因素更多，主要包括：政策因素（双边航权、出入境政策）、外部环境（地缘政治、国际关系）、相关服务疫后重启（机场保障能力、签证审批）等。

2.1 供给端：复航前置流程复杂，疫后阻碍增加

国际航线复航需要经历较复杂前置流程：双边航权谈判、机场时刻安排、机场保障能力匹配，这主要不取决于航司本身。

2.1.1 航权受限

航权恢复是国际航线恢复的前提，原有双边运输协定在疫情期间因各国的防疫政策而失效，疫后需要通过新的谈判予以确认，这中间需要走谈判流程、更需要视政府通航意愿。

今年以来，不同地区的航权恢复速度并不一致，目前大部分航权已经恢复或部分恢复，但北美地区受限仍明显。2020 年 8 月至 2023 年 5 月，内地至美国航线长期维持在双方各 8 班/周，仅约疫情前 5%，2023 年 8 月起，中美航线恢复开始加速，中间经历了较漫长的航权谈判。至 2023 冬春航季，中美单边航班量预计达 35 班/周。

图表13：疫情以来中美航线航权恢复进展

2019 年		中美航班量超过 300 班/周（单边 150+班/周）
2020 年	3 月 29 日	中国民航局实施国际航班“五个一”政策
	6 月 3 日	美国交通部禁止中方内地所有中美航班
	6 月 4 日	中国民航局调整国际航班“五个一”政策
	6 月 5 日	美国交通部放宽对中方内地航司限制至 2 班/周
	6 月 15 日	美国交通部放宽对中方内地航司限制至 4 班/周
	8 月 18 日	美国交通部放宽对中方内地航司限制至 8 班/周
2023 年	1 月 8 日	中国民航局不再对国际航班实施“五个一”调控措施
	5 月 3 日	美国交通部放宽对中方内地航司限制至 12 班/周
	6 月 18 日	布林肯访华，中美外长会谈探讨中美增班
	8 月 10 日	中国第三批出境游团队国家名单取消对美国限制
	8 月 11 日	美国交通部批准中方内地增至 24 班/周
	8 月下旬	美方航司宣布更多中美航班（35 班/周）
	9 月	海航疫后首次向美国交通部申请复航（12 班/周）

资料来源：民航局、美国交通部，国联证券研究所

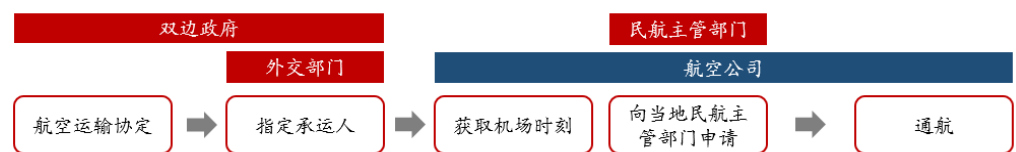
2.1.2 境外机场产能紧张

今年以来，多个海外机场出现人手短缺，进而导致航班量削减。一方面，疫情期间海外机场大量裁员，另一方面疫后需求恢复速度超预期，使机场从业人员尤其是空管等专业性岗位短时难以补齐。据美国运输安全管理局，6 月 16 日航空安检旅客达

到了疫情以来的最高值；而与此同时，美国交通部表示，人手短缺问题对空管运营连续性构成了风险，有 77% 的关键岗位人员配备低于 FAA 要求。关西国际机场是中日通航最密集的航点，截至今年 1 月，关西机场员工总数较 2020 年 1 月下降 26%，其中，负责提供飞机燃料、飞机餐、行李搬入的“飞机服务”减少了 1404 人。机场人手不足的问题在欧美、日韩和东南亚等热门出境点普遍存在，引发今年海外多个机场出现罢工。

此外，由于原有国际航线停飞，时刻被临时挪用，重启航线需要向目的地机场再次获取相应时刻，在这些前置条件尚不具备的情况下，航司很难重新部署海外保障能力。所以民航局半年工作会议提到，国际航班组织恢复周期更长。

图表14：国际航线通航流程示意



资料来源：民航局《外国航空运输企业航线经营许可规定》、国联证券研究所

2.2 需求端：出行前置条件受限，外部环境变化

国际航线不仅供给受限，当前客座率也较低，但这并不能反映当下真实的出境需求，这主要是因为需求的释放同样受到了压制。

护照签发恢复至 68%。今年 1 月 8 日起，国家移民局恢复受理审批普通护照，根据国家移民局数据，上半年签发普通护照 1000 余万本，同比增长 2647.5%，是 2019 年同期的 68.2%。疫情期间积压的护照办理、换发需求仍在恢复中。

图表15：2018-2022 我国护照签发量

	2022	2021	2020	2019	2018
护照签发量/万	106.8	63	未披露		3008

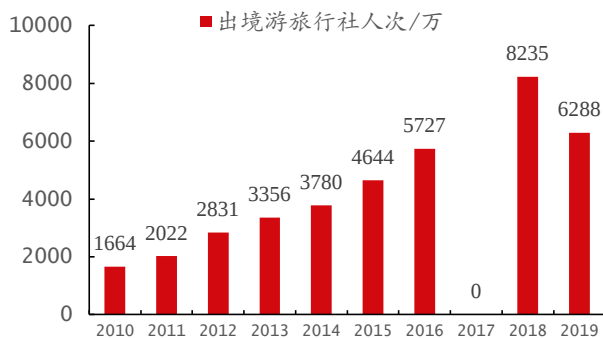
资料来源：国家移民局，国联证券研究所

出境签证审批迟缓。疫情期间二线城市的签证中心大多数关闭，今年以来尚未完全恢复；各国使领馆在疫情期间也削减人手导致签证处理量下降。据加拿大移民局公布数据，截至 7 月底，其超时签证积压达 35.3%；欧洲申根国家多个使领馆发布因需求大增、需提前办理签证的通告。据 9 月上旬查询的各地美国使领馆 B1/B2 签最早可预约时间：北京、上海、沈阳领馆/11 月、广州领馆/明年 1 月，较 6 月查询时有改善，但仍需等待较长时间。签证中心在今年陆续恢复叠加人手不足导致审批周期拉

长，使居民出境需求被推迟释放。

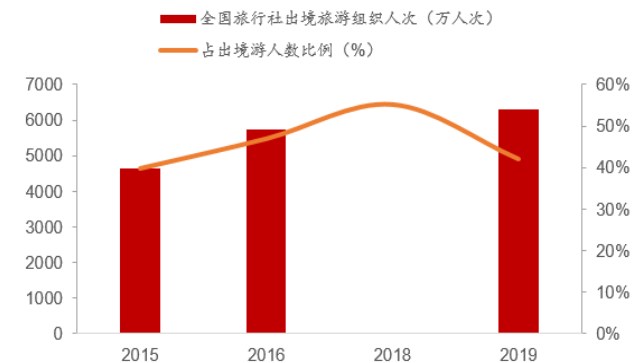
出境团队游至 8 月才全面恢复。旅游是第一大出境需求来源，疫情前团队游占出境游总量 4-5 成。根据中国旅游研究院的 2018 年度出境旅游报告，2018 年通过团队形式进行出境旅游的游客比例达 55.24%。文旅部今年分三个批次发布恢复出境团队游业务的国家名单：2 月 6 日/3 月 15 日分别开放了 20/40 个国家，但日韩美澳以及多数欧洲国家这些主要出境点尚不在列，直至 8 月 10 日，出境团队游国家名单扩大至 138 个，今年中秋国庆假期达到出境高峰。由于团签效率高于个签，出境团队游的恢复也将一定程度上缓解签证因素对于需求的压制。

图表16：出境游旅行社组织人次



资料来源：文旅部、中国旅游研究院、国联证券研究所

图表17：旅行社组织出游占出境游比例



资料来源：文旅部、中国旅游研究院、国联证券研究所

(2017-2018 出境游旅行社组织人次未公布，2018 数据根据旅游业公报推测)

此外，海外安全事件、汇率因素、国际关系、俄乌冲突等也对国际线供需恢复构成扰动，我们判断至明年国际线仍将处于逐步修复状态。基于签证效率的改善有望快于航权的全面恢复，在供给趋紧状况下，需求率先提振有望提升国际航班客座率，维持高票价景气度、释放盈利弹性。

3. 国际航线的供需特征

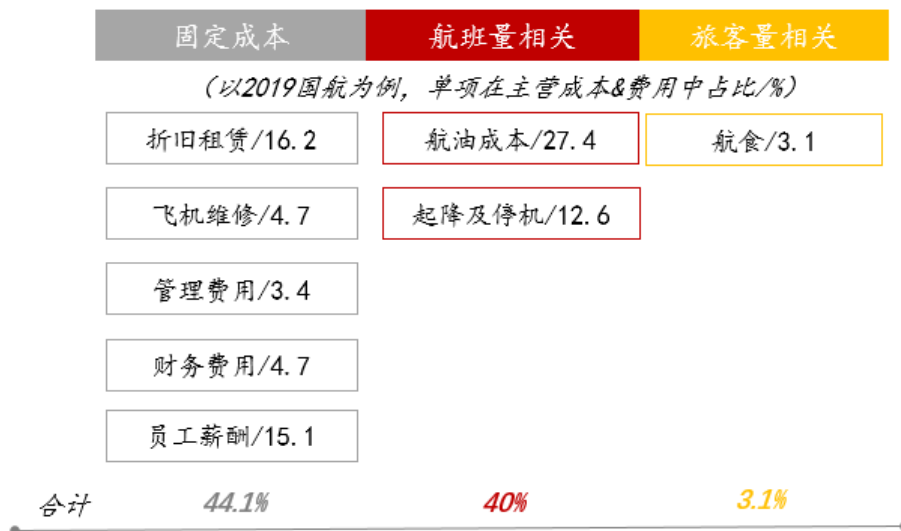
3.1 供给端：国际航线对成本的摊薄

航空公司的业务成本可分为：与飞机资产相关的固定成本和与业务量相关的可变成本。其中可变成本与旅客量并不完全对应，主要取决于航班量，这导致了航线收入与成本的非对称性。

如图 18 所示，以国航 2019 年年报为例，我们把成本费用类科目分为固定成本、航班量相关成本和旅客量相关成本三类，有 13% 左右无法明确归类（主要是销售费用、其他主营成本等）。可以较明确归类的成本中，固定成本占全部成本费用的 44.1%、与航班量相关产生的成本占 40%；而与旅客量相关成本仅 3.1%。由此可见，航空公司

的成本不随旅客量增长而线性增长, 达到盈亏平衡点后, 边际旅客毛利率或接近 90%。

图表18: 航司成本费用主要项目构成示意



资料来源: 中国国航 2019 年年报, 国联证券研究所

进一步对比国际航线和国内航线在摊薄成本上的差异。对比如下两条航线: “上海-洛杉矶” 航程 12 小时, “上海-北京” 航程 2 小时, 同样运营 12 个小时, 后者比前者航班量增长了 3-4 倍, 意味着航班量相关成本的增加, 而宽体机航班量相关成本显著高于窄体机。原来用于执飞国际航线的宽体机被投放至国内后, 导致: (1) 频繁起降增加飞机起降费用, 且飞机在起降阶段油耗比巡航阶段平均高出约三成, 对发动机的更大损耗带动维修周期加速; (2) 宽体机执飞航班量变多。宽体机用于承运国内航线致使国内航班量和座位数增长, 供给迅速增加, 破坏了原有供给结构; (3) 需要更大的去往北京的需求填补原来去往洛杉矶的需求, 对需求结构也造成了压力。

因此, 当前国际航线恢复成为航司业绩关键。

3.2 需求端: 2010-2019 出入境旅客量 CAGR 达 14%

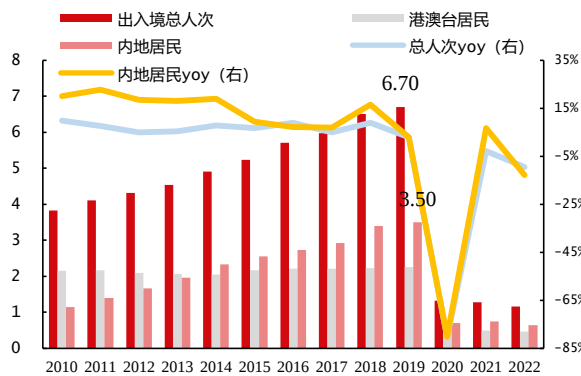
3.2.1 需求潜力: 中等收入群体扩大

疫情前, 我国出入境人次从 2010 年的 3.82 亿增长至 2019 年的 6.7 亿, CAGR 达 6.4%, 其中, 内地居民出入境人次由 1.14 亿增长至 3.5 亿, CAGR 达 13.3%, 内地居民出入境人次年均增速为总出入境人次年均增速 2 倍还多。过去十多年, 随着居民消费水平提高, 出入境需求持续增长。

航空出行是出国的主要交通方式。2010-2019 年, 内地航司的国际和地区旅客量 CAGR 达 14.1%, 略快于居民出入境人次的增长, 在总出入境人次中占比从 6.8% 提升

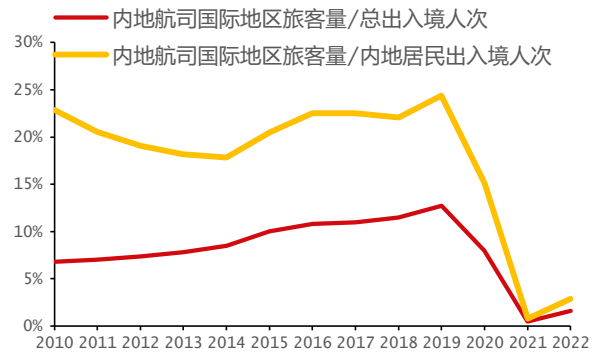
至 12.7% (内地航司国际和地区旅客量在内地居民出入境人次中占比约 25%)。居民出入境人次高增长保障了航空国际线需求的高增速；航空出行占比的提升，反映了远程旅行需求更快地增长。

图表19：2010–2022 出入境人次（亿）及 yoy



资料来源：公安部、国联证券研究所

图表20：内地航司国际地区旅客量/出入境人次 (%)



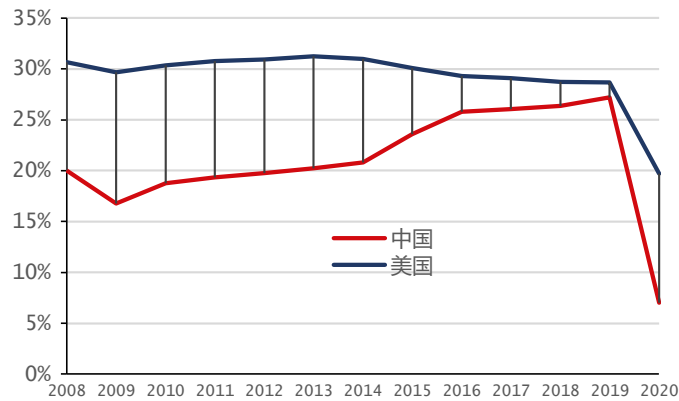
资料来源：公安部、民航局，国联证券研究所

2020 年，我国中等收入群体已超过 4 亿人，据国务院发展研究中心数据：至 2030 年，我国中等收入规模达 50%，中等收入群体将超过 7 亿人。按照同样增速，至 2030 年，航空国际和地区旅客量 CAGR 为 5.8% (以 2019 年为基期)。而随消费水平的增长，出入境旅行的需求将进一步渗透，一方面需求总量增长、另一方面国际远程旅行的需求释放。

2019 年，我国内地居民人均出入境 0.25 次、中等收入群体人均出入境为 0.88 次，假设至 2030 年：(1) 中等收入群体人均出入境达 1.5 次；(2) 航空出行占比提高，内地航司的国际地区旅客量在内地居民出入境人次中占比达 30%。则：2030 年，内地航司的国际地区旅客量将达到 3.15 亿，19–30 年 CAGR 达 12.6%。

对比海外市场看，在航空市场成熟阶段，国际旅客周转量占比将维持较稳定水平。美国航空客运周转量中国际份额长期稳定在 30% 左右，疫情前我国航空国际客运周转量份额呈上扬曲线，与美国差距逐年缩小。从国际航协披露数据看，2019 年全球的国际客运周转量在总客运周转量中份额达 63.8%，其中亚太和北美份额分别为 19.1% 和 7.5%，由于地缘差异，亚太地区国际客运周转量显著高于北美地区，料我国国际市场需求成熟阶段或超过美国水平，有望突破 30% 后再进入稳定期。

图表21：中、美国际客运周转量在总客运周转量中份额对比

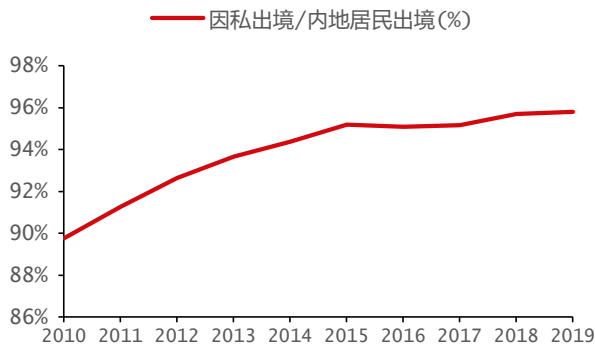


资料来源：wind，国联证券研究所

3.2.2 需求结构：旅游是主力

旅游构成出境主体需求。根据国家统计局数据，我国内地居民因私出境占比长年在90%以上，2019年为96%。参考欧睿咨询数据，2017-2019年，我国居民出境结构分布均较为稳定，出行方式上，航空出境占比五成；出行目的上，出差和休闲出境分别占比3、7成。我们预计，国际航线旅客第一大出行目的为旅游，以旅游为目的的客源在国际航线占比显著高于国内航线。

图表22：内地居民因私出境占比



资料来源：国家统计局、国联证券研究所

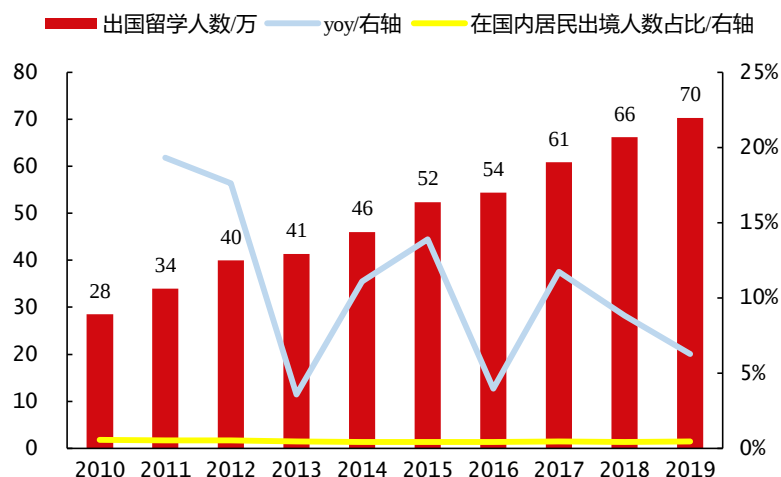
图表23：我国居民出境方式&目的分布

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
- 空运出境	49.3%	49.5%	49.7%	49.4%	50.6%	50.6%
- 陆出	29.6%	29.5%	29.4%	30.1%	29.5%	29.2%
- 铁路出站	15.5%	16.0%	17.0%	17.4%	17.5%	17.5%
- 水出	5.6%	5.0%	3.9%	3.1%	2.5%	2.7%
- 出差	29.5%	29.3%	29.1%	30.3%	30.2%	29.7%
- 休闲出境	70.5%	70.7%	70.9%	69.7%	69.8%	70.3%

资料来源：欧睿国际咨询，国联证券研究所

除了公商务和旅游，典型的出境目的还有留学，我国是最大的留学生源国。2010-2019年我国出国留学人数逐年增加、但是增速有下滑趋势。2019年出国留学人数为70万人，按出国留学人均出境2次/年计算，在2019年内地航司的国际旅客量占比约1.9%，留学为目的的客源的占比并不高。

图表24：2010-2019 出国留学人数/yoy/在国内居民出境人次中占比



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

国际航线的客源结构仍是以旅游为主、公商务为辅。随着出行前置条件逐步改善，受益于疫情结束后旅游的持续高景气度，预计今年国庆假期起，国际航线需求有望明显提振；至明年暑运起，有望恢复至疫情前水平。

4. 国际航线的市场格局

4.1 航权开放程度越高，竞争越激烈

4.1.1 《芝加哥公约》：九大航权

跨国航空运输涉及他国主权，世界航空业通过《芝加哥公约》规定了九大航权，以促进国际民航业发展。第一航权（飞越权）、第二航权（技术经停权）凡《芝加哥公约》缔约国自动获取；第三航权及以上为经济性权利，按照航权开放程度由低到高，航权需要双边政府签署航空运输协定向外国承运人开放。

双边航空运输协定对于航权的规定一般还包括：（1）双方承运人数量、具体航线和运力安排；（2）最高运价是否需要向主管部门核准/备案，等。

图表25：九大航权

	航权内容	释义	以中方航司角度举例	备注
第一航权	领空飞越权	不降停而飞越其领土	《芝加哥公约》缔约国自动获得；除此外其他航权为经济性权利，需双边协定	
第二航权	技术经停权	非运输业务性降停（不能装卸）		
第三航权	目的地客权	卸下来自母国客货	上海=洛杉矶	国际航线基本航权
第四航权	目的地客权	装载前往母国客货		
第五航权	中间点权/延远权	装卸任何其他缔约国客货	广州-东京（经停）-芝加哥	涉及多方谈判
第六航权	桥梁权	境外两国间接运客货且中经母国	伦敦—北京—大阪	
第七航权	完全第三国运输权	在境外两国间接载客货、不经母国	东京-新加坡	
第八航权	国内运输权	在某外国境内不同地方接载客货、但以母国为终点	纽约-洛杉矶-上海	进入他国的境内市场
第九航权	国内运输权	在某外国的境内运营	纽约-洛杉矶	

资料来源：《芝加哥公约》、民航局，国联证券研究所

4.1.2 航线分类管理：航权越开放，壁垒越低

民航局按航权开放程度对国际航线实行分类管理：

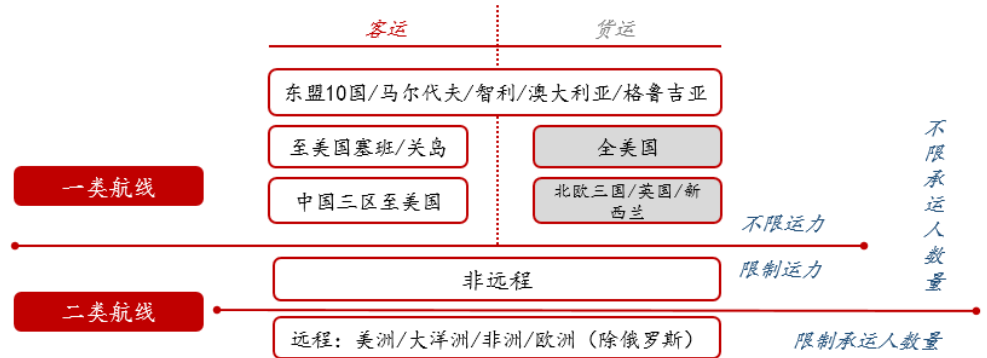
一类航线（航权开放程度高，由民航局发布《一类国际航线目录》）：**不限定承运人数量、航线表、运营班次及运力安排**。如至东南亚、澳大利亚的航线，参与的航空公司数量多、运力投入大，竞争激烈。**根据民航局 2021 年数据，一类航线班次比重占国际航班总量的六成以上。**

二类航线（除一类以外）：申请时，运力限制为每周不超 7 班；二类航线又分为远程和非远程，其中非远程航线和远程货运航线不限制承运人数量，如日韩航线；**远程客运航线按照逐步引入竞争的原则管理，具体来说：**

(1) 每三年最多新增一家承运人；

(2) 需满足内航班次份额低于 70%且内外航在该航线达到 14 个往返，或原航线属于独家经营 6 年以上。

图表26：我国国际航线分类管理



资料来源：民航局 2018 年《国际航权资源配置与使用管理办法》，国联证券研究所整理

航权分类管理，使不同区域的航线本身准入壁垒产生差异，由低到高分别为：一类航线<二类非远程<二类远程，三种类型的国际航线在竞争格局上也因此产生了较大差异。

4.1.3 国际航线定价机制

“三舱”运价需向民航局核准/备案。国际航线运价分为公布运价和非公布运价，非公布运价指非公开发售的运价，与特定对象签署协议约定；而公布运价又分为普通公布运价和其他，普通公布运价应按要求向民航局核准或备案。其中客运的普通公布运价即：头等/公务/经济三舱最高运价。

图表27：国际航线价格分类

类型	旅客		货物	
公布运价	普通	三舱最高运价	普通	按重量/体积收取
			等级	某些特定货物，在普通基础上附加/减
	特种	其他旅客	指定商品	某些具有特定品名编号货物
			集装货物	使用集装设备运输货物
非公布运价：不对公众公开发售的运价				

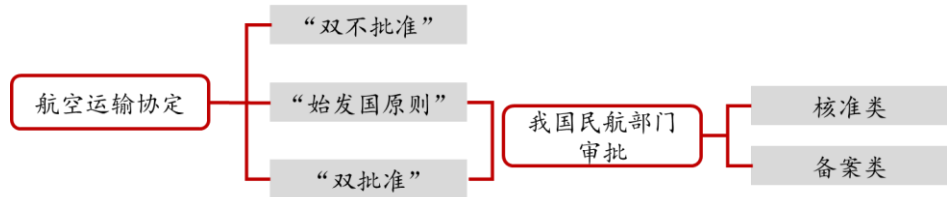
(标红为需向民航局核准/备案)

资料来源：民航局 2020 年《国际航空运输价格管理规定》，国联证券研究所整理

决定具体航线运价是否需要审批依据是双边航空运输协定。目前分为三种情况：“双不批准”一由航空公司自主确定，无需报双方政府批准；“始发国原则”一报航线始发国政府批准；“双批准”需报双方政府批准。我国民航部门对运价的批准方式分为：核准类（先审批、后执行）和备案类（先执行、后报备）。

此外，区别于国内航线，国际航线的燃油附加费由航空公司自主确定。

图表28：国际航线运价据双边协定决定审批流程



资料来源：民航局 2020 年《国际航空运输价格管理规定》，国联证券研究所整理

4.2 机场格局：国际客流集聚于北上广

国际客流机场分布高度集聚。2019 年，我国内地 238 个机场中开通国际航线的机场 93 个，占比 39%，开通洲际航线的机场 25 个，占比 10.5%。2019 年，内地机场国际旅客量吞吐量共 1.39 亿人次；国际旅客吞吐量超过 300 万的机场只有 8 个（图表 29），8 个机场合计国际旅客吞吐量约 1 亿人次，占全国七成。其中 6 个是国际航空枢纽机场，青岛、杭州是区域航空枢纽，另有 4 个国际航空枢纽机场（西安、重庆、乌鲁木齐、哈尔滨）客流不足 300 万。

由于地理位置优势，一些中小机场也具有较高国际旅客占比。2019 年国际旅客量占比超过 40% 的有：上海浦东、延吉；超过 20% 有：北京首都、广州、威海、二连浩特，超过 10% 的有：成都双流、青岛、天津、常州、牡丹江、抚远。

图表29：2019 年国际旅客吞吐量超过 300 万的机场

机场	国际旅客 吞吐量/万	占本场 旅客比	国际航点 /个	占全国 国际客比
上海浦东	3240	42.6%	146	23.3%
北京首都	2391	23.9%	133	17.2%
广州白云	1794	24.4%	95	12.9%
深圳宝安	525	9.9%	60	3.8%
成都双流	>500	>8.95%	78	—
昆明长水	>300	>6.24%	53	—
青岛流亭	>300	>11.7%	—	—
杭州萧山	>300	>7.48%	60	—

资料来源：民航局、上市公司公告、公司官网，国联证券研究所

北上广国际客流占全国比超 50%，远程国际客流占全国比超 70%。2019 年，上海浦东、北京首都、广州白云三场国际旅客吞吐量占全国比重 53.3%（加上北京大兴和上海虹桥的占比更高）；而北上广三地远程国际航线客流比例超过了 70%，这主要是由于国际航权的分类管理对二类远程航线航点、运力等限制以及实际市场需求结构

形成的。其中，北美航线更集中于上海和北京、欧洲航线更集中于北京和上海、中东航线三地分布均匀。日韩和东南亚航线受航权限制小、承运人多，预计集中度低于上述区域。

图表30：2019年北上广分国际客流份额（%）

区域	上海	北京	广州	合计
北美	37	40	11	89
欧洲	9	38	31	78
大洋洲	-	-	-	70
中东	分别 24-29			81
东南亚	15	-	23	
日本	42	14	-	
韩国	22	12	-	

资料来源：IATA、《我国国际航空运输政策与市场研究》（朱诺）、国联证券研究所

图表31：2019年7月北上广三个机场出港航班分布/班

区域		首都	浦东	白云
北美	北美	970	880	238
欧洲	西欧	427	403	105
	东欧	440	180	85
	中欧	374	289	0
	北欧	140	125	20
	南欧	130	120	15
非洲	东非	35	35	56
	北非	25	0	35
	南非	0	10	0
亚洲	南亚	99	99	266
	西亚	286	240	207
	中亚	110	0	0
	东亚	1568	3328	580
	东南亚	927	2310	2892
大洋洲	大洋洲	100	225	248
合计		5631	8244	4747
通航点数		112	104	73

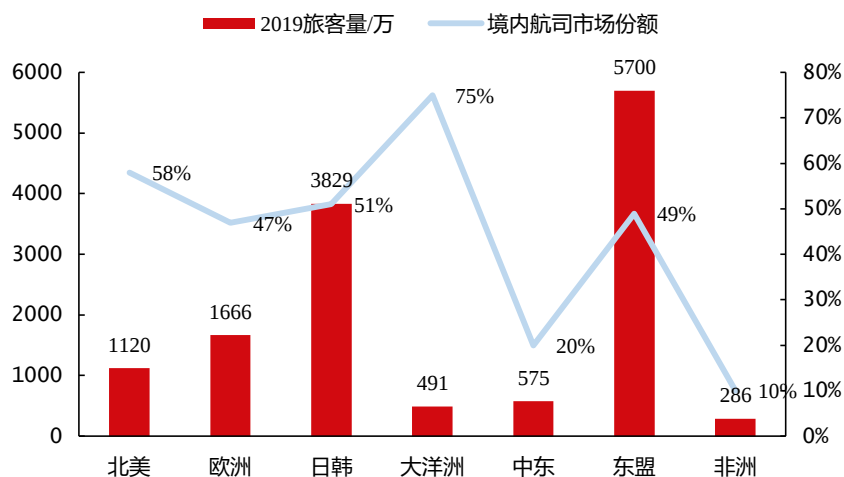
资料来源：航班管家，国联证券研究所

4.3 航司格局：内、外航平分，三大航占内航超八成

4.3.1 内、外航各半

近年来，境内航司的国际客流市场份额不断提高，至2019年，境内航司（不含地区航司）旅客量与外航相当。分区域（内航占比）：至日、韩（51%）航线内航略高于外航；至欧洲（47%）、东盟（49%）航线略低于外航；至北美（58%）航线，内航占多数；至大洋洲（75%）航线由内航主导；至中东（20%）、非洲（10%）航线由外航主导。

图表32：2019年不同航线旅客量及内航市场份额

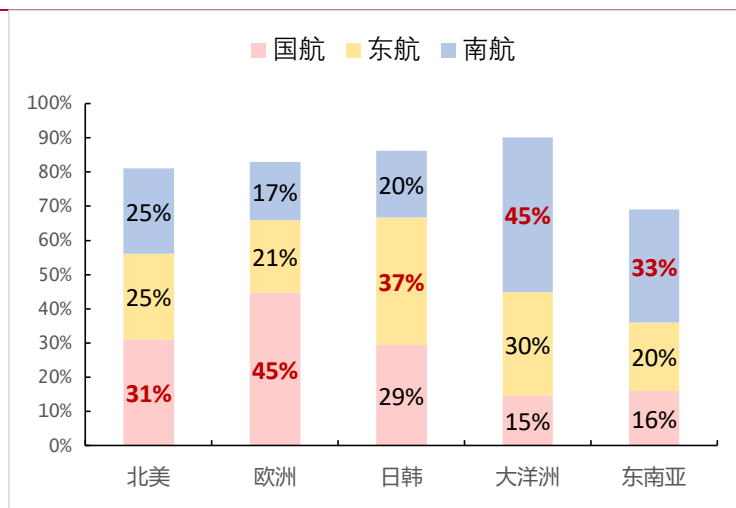


资料来源：IATA、朱诺《我国国际航空运输政策与市场研究》，国联证券研究所

4.3.2 三大航国际航线份额较整体份额更高

去往北美、欧洲、日韩、大洋洲、东南亚的航线构成我国最主要的国际航空市场，上述区域2019年国际旅客量占全部国际旅客量约九成；这些区域三大航市场份额分别达81%/83%/86%/90%/69%（在境内航司中的占比）。三大航同期总体旅客量市场份额60%、客运RPK市场份额63%，国际航线份额较整体份额高出明显。

图表33：2019年三大航国际航线按区域份额



资料来源：IATA、《我国国际航空运输政策与市场研究》（朱诺）、国联证券研究所

国航在欧、美市场份额领先，占据稀缺远程航权资源，尤其是欧洲航线超过了东、南航之和。欧美航线客流总量并不突出，但由于高价值客源和航权稀缺性，这些航线能提供较高盈利弹性。

东航在日韩市场份额领先。2019年东航日韩航线总客流量占其全部国际航线客流量约28%、而日韩线市场份额达37%。此外，东航的港澳台地区航线份额达43%，远超其他航司。

南航在大洋洲和东南亚市场份额优势明显。2019 年全行业东南亚客流量占国际客流量约 41%，是第一大出境市场。但由于我国与东盟 10 国、澳大利亚航权开放度很高，对运力投放几乎没有限制，加上东南亚低成本航司的强势竞争，使得这两个区域航线竞争格局较差，收益水平不高，导致南航国际线的优势区域弱于国航和东航。

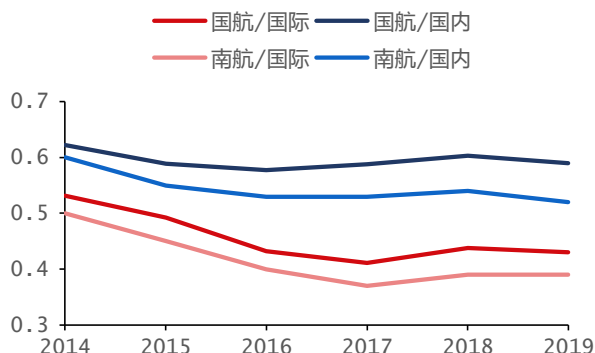
除三大航外，海航也有较多的国际航线。海航 2019 年时国际航线超过 200 条，覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲和大洋洲，国际航点超过 44 个；川航的国际航线也覆盖至五大洲，国际航点超过 25 个。春秋航空 2019 年国际航点 18 个，均为日韩和东南亚航线。吉祥航空 2019 年国际航点 20 个，于 2019 年 6 月开通了其第一条洲际航线上海-赫尔辛基，其他 19 个航点分布在东南亚、日韩和俄罗斯；2023 年吉祥航空开通了第二条洲际航线：郑州-米兰。

5. 国际航线盈利性测算

5.1 国际航线盈利能力差？

以 2014-2019 年国航和南航年报中披露数据为例，疫情前，国际线单位收益长期低于国内线 20%-40%（图表 34）。有观点据此认为，国际线盈利能力较差；但国际航线是航司竞相角逐的稀缺资源，二者似乎形成了悖论。

图表 34：2014-2019 国航&南航单位客公里收益/元



资料来源：上市公司公告、国联证券研究所

单位客公里收益指标并不能完全衡量国际线盈利能力。根据公式，单位客公里收益=客运收入/收入客公里=（票价*旅客量）/Σ（旅客量*飞行里程）。很显然，尽管国际航线票价高，但是旅客总量较少，导致分子项较低；而国际线飞行里程又高，导致其分母项偏高，最后使得单位客公里收益被摊低。且上市公司年报中，仅按照区域来拆分收入，而没有按区域拆分成本，因此无法得出国际航线的真实毛利率水平。

中短程国际线毛利率持平国内。春秋航空在 2019 年报中披露国际业务毛利率为

10.37%，同期国内业务毛利率为 10.61%，二者持平的主要原因是，春秋航空的国际线都是中短程航线，2019 年通航的国际航点全部在东南亚和日韩；而国航 2019 年北美和欧洲客运收入占国际客运收入 53%。春秋航空国际线的毛利率水平显然不适用于国航。

5.2 远程国际航线直接成本测算

航线的直接成本包括：**航空性业务收费、非航空性业务收费、航路费和进近指挥费、机组（含空乘）飞行小时费、航食成本、航油成本等**。以“上海-北京”、“上海-洛杉矶”两条航线为例，并以执飞上述航线的典型宽体机 B777-300ER 和国内航线典型窄体机 A321neo 对比其成本。

图表 35：选定航线、机型参数对比

航线	上海-北京	上海-洛杉矶
执飞机型	A321neo	B777-300ER（三舱）
航程/km	1178	10427
飞行小时/h	2	12
最大起飞重量/t	97	350
最大业载/t（估算）	8	28
座位数/个	195	316
小时油耗/t	2.36	7.69
油耗量/t	4.72	92.28

资料来源：wind、航旅纵横、东航官网、南航官网、国联证券研究所

航空性业务收费。主要包括起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费，其中起降费和停场费与飞机最大起飞重量相关，客桥费按小时收取，旅客服务费和安检费按业务载量计算。上述收费国内机场执行政府定价，依据民航局 2017 年《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》和 2013 年《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》测算。

非航空性业务收费。主要包括机场场地租金（按月收取）、地面服务收费和其他。地面服务收费和其他项与航班业务载量相关，由于我们只测算单趟航线直接成本，故排除机场场地租金项。目前上述费用在上海机场执行市场调节价，二三类机场的地面服务收费执行政府指导价，参考民航局 2017 年《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》中关于二三类机场的政府指导价作为测算依据。

航路费和进近指挥费。按照民航局 2012 年《关于调整民航进近指挥费和航路费有关问题的通知》测算国内部分，预估美国部分。

机组（空乘）飞行小时费。常见机组配置为：国内航线 2 人/国际航线 6 人；空乘：A321 7 人，B777 空乘 11 人。在此基础上假设：“上海-北京” A321/B777 飞行小

时费共 6000/8000 元,“上海-洛杉矶”飞行小时费、食宿及驻外补贴等综合考虑共 8 万元。

航食成本。参考国航 2019 年报每旅客量航空餐饮费用 34 元,国际航线计 2 次。

航油成本。9 月国内航煤出厂价为 7453 元/吨,考虑进销价差,假设国内航煤采购成本价为 7700 元/吨,国际航煤价调低 15%,假设为 6500 元/吨。

据此,初步测算航线直接成本如下:

图表 36: 国际/内航线(满载情况下)直接成本测算(元)

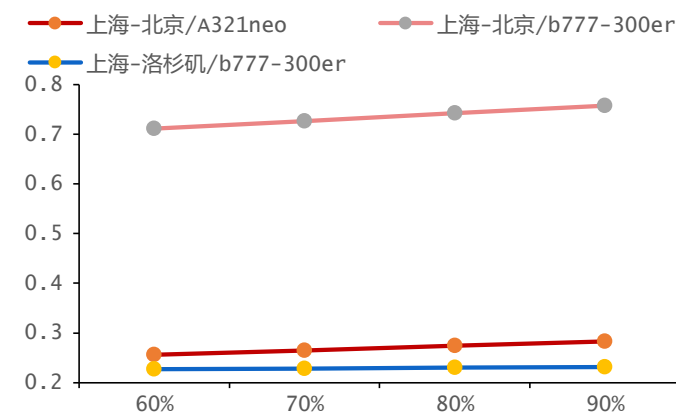
成本项目	上海-北京		上海-洛杉矶
	A321neo	B777-300ER	
航空性业务收费	11336	24897	34861
非航空性业务收费	5547	10560	10560
航路和进近指挥费	1200	5000	20000
机组(空乘)补贴	6000	8000	80000
航食成本	6630	10744	21488
航油成本	36344	118426	599820
合计	67057	177627	766729
—航班量相关	46372	141726	718820
—载运量相关	20685	35901	47909

资料来源:wind、东航官网、南航官网,国联证券研究所

说明: 1. “上海-洛杉矶”航线该测算以上海为始发点,假如从洛杉矶始发,成本则不一致;
 2. 为便于讨论在“非航空性业务收费”中不考虑货邮相关费用,相应的货邮收入也不在盈利测算中讨论; 3. 部分项目参考了二三类机场的政府指导价,但上海机场执行的市场调节价或有差异;
 4. 实际情况与理论值存在较大出入,测算结果仅供参考。

航线直接成本分为航班量相关(与客座率关系不大)和载运量(按客、货流量收费)相关。根据我们测算,上海-北京航线用 A321/B777 执飞时,航班量相关成本占比分别为 69%/80%,上海-洛杉矶航线用 B777 执飞时,航班量相关成本占比 94%。给与不同的客座率假设条件,我们测算后得到结论(图表 37):国际航线的单位座公里成本低于国内航线,而当宽体机用于执飞国内航线时,单位成本陡然上升。尽管测算存在诸多假设,但可进一步得出定性结论:(1)航线的直接成本中,航油、起降、机组等航班量相关成本是最主要项目;(2)由于宽体机的航班量相关成本显著高于窄体机,当前国际航线恢复率不足下,宽体机执飞国内航线时需要摊薄更多的航班成本。(3)尽管疫情前国际航线单位客公里收益低,但单位座公里成本同样低(主要是里程的摊薄),在油价低位时,摊薄效果更明显。

图表37：不同客座率，国际/内航线单位座公里直接成本(元)



资料来源：国联证券研究所

5.3 基于成本测算的盈利能力分析

1. 盈亏平衡点。

基于成本测算，三条航线在不同的客座率下，实现盈亏平衡条件：在 60%客座率时，票价分别需要达到 503/862/3943 元方能覆盖航线直接成本；在 80%客座率时，达成盈亏平衡的票价分别为 403/674/2995 元（图表 38）。不过需注意：（1）该测算基于当前油价高位；（2）票价为经济舱票价，未考虑公务舱/头等舱；（3）未考虑货运和广告收入。如考虑后二者，盈亏平衡要求票价更低。

图表38：不同客座率条件下，盈亏平衡点票价（元）

客座率假设	上海-北京		上海-洛杉矶
	A321neo	B777-300ER (三舱)	
60%	502.4	861.1	3942.9
70%	445.8	754.3	3401.2
80%	403.3	674.2	2995.0
90%	370.3	611.9	2679.1

资料来源：国联证券研究所

2. 航线收益&小时收益。

今年以来，国内/国际航线票价均保持高景气度，我们假设三档票价情况下，对三类航线的单程收益进行测算(图表 39)，在客座率 60%/最低档票价下，窄体机执飞的国内航线单程收益最高；在客座率和票价均有较高景气度时，宽体机执飞国内航线收益超过窄体机。

图表39：不同客座率/票价下，单程航线收益（元）

客座率	票价：国内/国际	上海-北京		上海-洛杉矶
		A321neo	B777-300ER（三舱）	
60%	700/4000	23117	-18850	10857
	1000/5500	58217	16250	295857
	2000/8000	175217	133250	770857
80%	700/4000	46280	6518	254254
	1000/5500	93080	82418	633754
	2000/8000	249080	335418	1266254

资料来源：国联证券研究所

从每小时收益看（图表 40），窄体机国内线最佳而宽体机国内线最差，而国际航线的连续性增强了产出转化能力。根据民航局《2022 年全国民航航班运行效率报告》，2022 年国内机场客运航班平均过站时长为 85.42 分钟，则：收入端看，“上海-洛杉矶”（12 小时）相当于“上海-北京”（2 小时）约 4 次，而 6 种情形中，除了 60%客座率/最低档票价外，宽体机执飞的国际航线收益是窄体机执飞国内航线的 4.4-6.8 倍（图表 41），即实际运行小时中，国际航线收益或高于国内航线，甚至可实现较大的增幅。

图表40：不同客座率/票价下，航线小时收益（元）

客座率	票价：国内/国际	上海-北京		上海-洛杉矶
		A321neo	B777-300ER（三舱）	
60%	700/4000	11559	-9425	905
	1000/5500	29109	8125	24655
	2000/8000	87609	66625	64238
80%	700/4000	23140	3259	21188
	1000/5500	46540	41209	52813
	2000/8000	124540	167709	105521

资料来源：国联证券研究所

图表41：国际航线/国内航线收益倍数

客座率	票价：国内/国际	A. 上海-北京/A321	B. 上海-洛杉矶/B777	收益倍数 (B/A)
60%	700/4000	23117	10857	0.47
	1000/5500	58217	295857	5.08
	2000/8000	175217	770857	4.40
80%	700/4000	46280	254254	5.49
	1000/5500	93080	633754	6.81
	2000/8000	249080	1266254	5.08

资料来源：国联证券研究所

3. 当前市场收益拟合

选取比较符合当前实际情况的三种情形：A. 上海-北京 A321 取 90%客座率和 800 元票价，B. 上海-北京 B777 取 80%客座率和 800 元票价；C. 上海-洛杉矶取 60%客座率和 12000 票价，分别测算三种情况下航线收益情况（图表 42）得出结论：当前国际航线的盈利能力显著强于国内航线，而宽体机执飞的国内线在票价走低时，盈利能力滑坡十分明显。

图表42：三类航线当前拟合收益对比（元）

	A	B	C
航线收益	75412	31818	1527635
小时收益	37706	15909	127303

资料来源：国联证券研究所

6. 上市公司国际航线情况对比

6.1 2019 年各航司国际航线表现

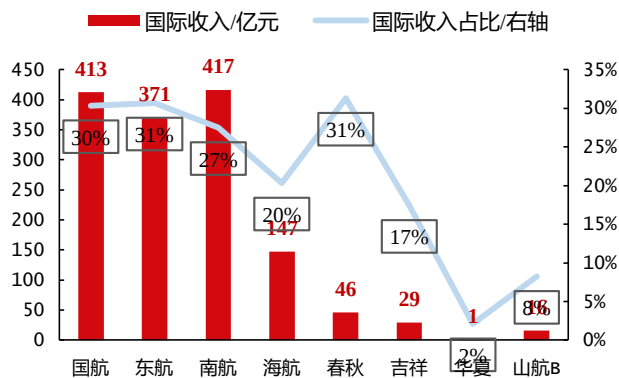
收入端：2019 年上市航司国际业务收入占总营收比重分别为：东航 31%/春秋 31%/国航 30%/南航 27%/吉祥 17%/山航 8%/华夏 2%，海航披露数据为国际和地区业务之和，占比 20%。疫情前，国航、东航、春秋对国际收入依赖性较高，海航、山航、吉祥偏低，华夏几乎不依赖国际线创收。

旅客量：2019 年春秋航空国际旅客量占比显著高于其他航司，达 23.9%；三大航比例接近，国航稍高为 14.9%，东航和南航均为 13.5%；吉祥 11.2%；海航最低，仅 6.6%，这与其较发达的国际航线网络并不匹配。

RPK：2019 年国航 RPK 国际占比 37.1%，显著高于东航和南航，反映其远程航线具有独一档优势，除三大航外，春秋 RPK 国际占比也超过了 30%，海航的 RPK 国际占比旅客量占比提升明显，反映其远程航线资源也较好。

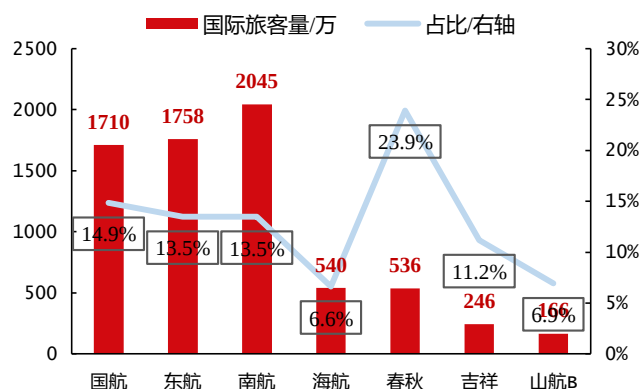
客座率：2019 年国际航线客座率：春秋 88%、南航 82.7%、东航 80.1%、国航 79.2%、吉祥 79%、海航 72.3%，其中南航国际线与国内线的差距最小，而海航差距最大、其国际线需求表现明显低于同行，与其大量开辟二线城市的国际航线有关。

图表43：2019 年上市航司国际收入及占比



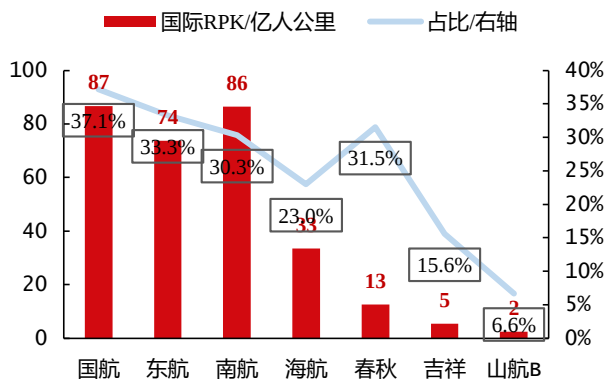
资料来源：上市公司公告、国联证券研究所（海航数据包括地区业务）

图表44：2019 年上市航司国际旅客量及占比



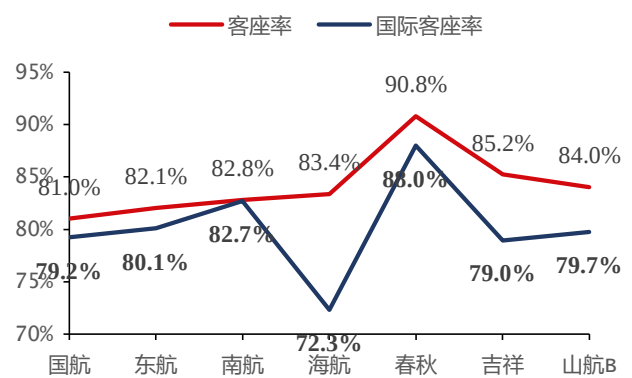
资料来源：上市公司公告、国联证券研究所

图表45：2019年上市航司国际 RPK 及占比



资料来源：上市公司公告、国联证券研究所（海航数据包括地区业务）

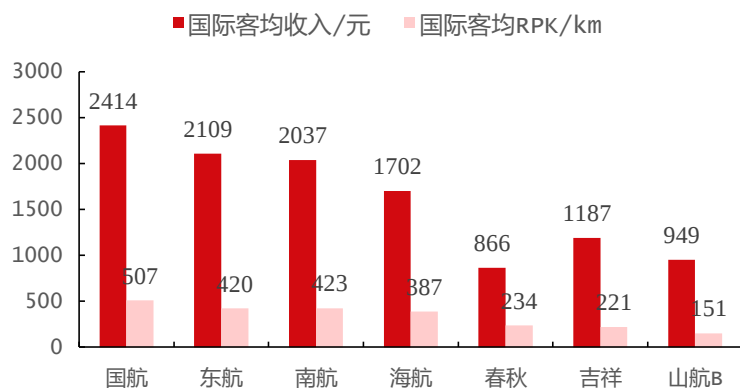
图表46：2019年上市航司总体/国际客座率



资料来源：上市公司公告、国联证券研究所

单位收入看，如前文分析，单位客公里收益会随着里程的增长而被摊薄，我们用国际客均收入（国际收入/国际旅客量）衡量各航司的国际线商业价值，并用国际客均 RPK（国际 RPK/国际旅客量）观测各航司国际线运距差异。三大航在国际航线优势明显，国航客均收入显著高于其他航司、达 2414 元，高出东航、南航约 20%，客均 RPK 也高出东航、南航 20%以上；东航国际航线质量好于南航，客均 RPK 小于南航、但客均收入高于南航。海航客均收入达 1702 元、客均 RPK 也较长。春秋采取低价策略，旅客量占比第一，但客均收入最低、为 866 元；其客均 RPK 高于吉祥，但客均收入低于吉祥 27%。

图表47：2019年上市航司国际客均收入/ RPK



资料来源：上市公司公告、国联证券研究所（海航数据包括地区业务）

6.2 上市公司国际航线恢复情况

1-8 月，上市公司国际航线供、需逐月恢复态势明显。（以 2019 年同期数据对比各家恢复率，另：国航 23M3 并表山航、海航 19M11 天航出表，前后口径有差异）

从供给端来看，国际 ASK 累计恢复率：吉祥 69%、春秋 43%、南航 36%、国航 33%、

东航 33%、海航 21%。吉祥 2 月起即加快了国际运力投放，恢复率领先行业，在 4 月即达 95%，但随后又下调国际运力；三大航中，南航恢复领先；海航收缩了国际线运力投放，恢复滞后。8 月单月恢复率：吉祥 71%、春秋 59%、国航 55%、东航 56%、南航 51%、海航 30%，三大航的国际运力恢复逐步提速。

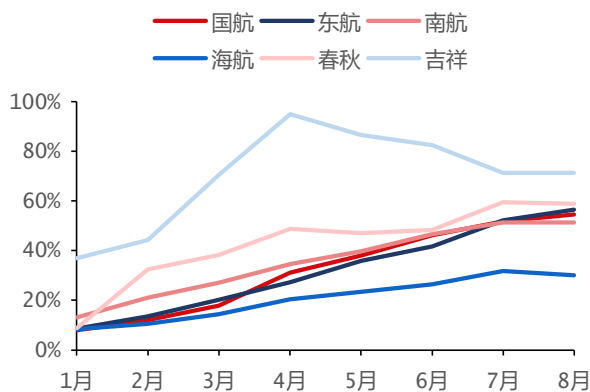
从运输周转量来看，国际 RPK 累计恢复率：吉祥 60%、春秋 40%、南航 34%、国航 28%、东航 28%、海航 19%，各航司 RPK 表现与 ASK 类似，南航、海航运输量与运力的恢复差距较其他航司收窄。8 月单月恢复率：吉祥 70%、春秋 57%、南航 51%、东航 52%、国航 50%、海航 27%，8 月各航司运输量恢复率已接近运力恢复率，反映需求恢复在加快。

从旅客量来看，1-8 月累计国际旅客量/恢复率分别为：南航 489 万/36%、国航 333 万/29%、东航 325 万/27%、海航 79 万/21%、春秋 134 万/39%、吉祥 80 万/47%。8 月旅客量恢复明显，8 月单月恢复率：春秋 62%、吉祥 64%、南航 56%、国航 55%、东航 55%、海航 26%，除海航外，各航司单月旅客量恢复均超过了 55%。

基于 ASK 和 RPK 恢复率的差异，各家航司国际客座率表现分化。8 月各航司国际客座率差值(19 客座率-23 客座率)分别为：南航 0.45pp、吉祥 1.86pp、春秋 3.08pp、东航 6.44pp、国航 7.6pp、海航 7.17pp。前三家航司 8 月国际线客座率接近疫情前水平，而东航、国航、海航仍差超过 5pp。

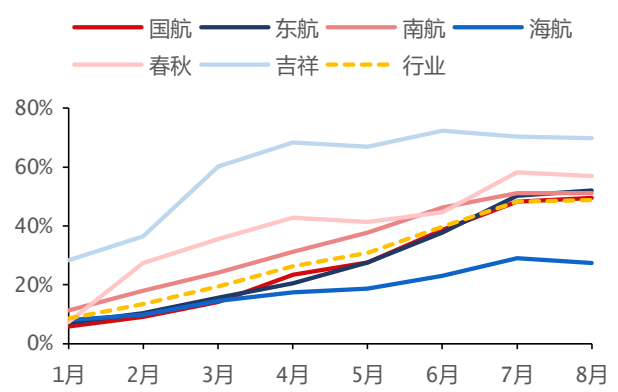
按照当前恢复趋势，我们预计至年底时，三大航国际线需求有望恢复至 65%左右，春秋、吉祥有望恢复至 75%。

图表48：国际 ASK 较 2019 年恢复率



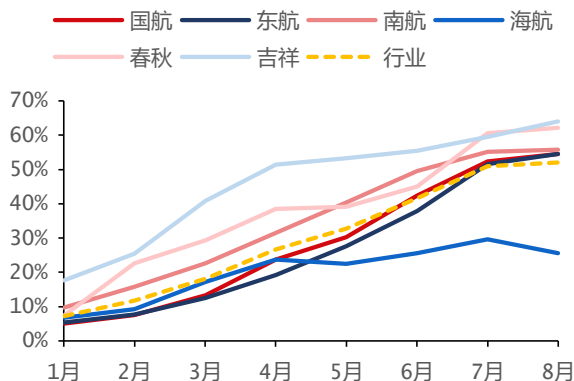
资料来源：上市公司公告、国联证券研究所

图表49：国际 RPK 较 2019 年恢复率



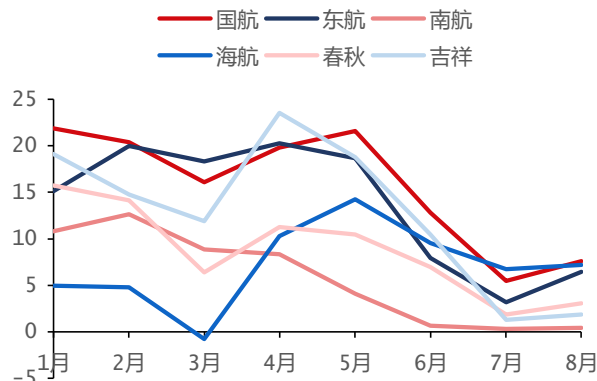
资料来源：民航局、上市公司公告、国联证券研究所

图表50：国际旅客量较 2019 年恢复率



资料来源：民航局、上市公司公告，国联证券研究所

图表51：客座率较 2019 年差值 (pp)



资料来源：上市公司公告，国联证券研究所

6.3 下半年国际航线盈利预测

我们选取中国国航和春秋航空，下半年国际线收入进行预测如下：

图表52：中国国航&春秋航空 23H2 国际线收入预测

		国航	春秋
23H1 半年报	国际客运收入/万元	672438	100303
	国际客运量/万	174.1	76.2
	客均收入/元	3863	1317
	7月国际旅客量恢复率	52%	61%
	19H2国际客运量/万	851.7	285.9
假设 (1)	23H2国际客运量恢复率	62%	70%
预计	23H2国际旅客量/万	528.0	200.1
假设 (2)		票价维持当前水平	
预计	23H2国际客运收入/万元	2039770	263489

资料来源：上市公司半年报，国联证券研究所

23H2 旅客量增长如在当前国际运力承受范围内，假设航司不对运力结构调整，我们给与国际线毛利率假设，分别为：国航 25%、春秋 16%，根据预测结果，则对应国际客运业务将贡献利润分别为：51/4 亿元。

7. 风险提示

油价上涨风险。航油成本作为年际变动明显的主要成本项、显著影响航司的盈利弹性，如原油价格上涨，航司成本端将承压。

汇率波动风险。飞机资产以美元计价，如人民币对美元汇率贬值，航司将承受汇兑损失。

出境需求恢复不及预期。国际航线是当前航司产能效率的主要瓶颈，如国际航班量持续保持低位，不利于成本摊薄、也不利于通过外线油价拉低平均航油成本。

政策不及预期。国际航线受出入境政策、航权政策等因素影响较大、如政策不及预期，将阻碍国际航线恢复。

签证审批和国际关系等外部因素干扰。签证是出境的前置环节，当前仍处于恢复期，如恢复低于预期，将影响需求释放；地缘政治动荡将影响国际航班通航。

本报告中的数据预测基于不同情境下的假设条件，或与实际情况有出入，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼