

冬去春来，万象更新

——航空机场22年报&23一季报总结

行业评级：看好

2023年5月3日

分析师	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003
研究助理	李逸 / 卢骁尧

1、航空：2022至暗时刻，23Q1冬去春来

- 2022年上市航司收入较19年几乎腰斩、均录得历史最大亏损。23Q1业绩显著改善，其中春秋、吉祥已扭亏，分别实现归母净利润3.56、1.65亿元；三大航(国、南、东)及华夏亏幅同比收窄，归母净利润分别为-29.26、-18.98、-38.03、-2.76亿元。
- **量**：23Q1经营数据恢复加快，春秋、吉祥恢复领先，国航运力恢复领先三大航；**价**：国际线供需错配叠加征收燃油附加费，票价提升明显；**成本费用**：23Q1油汇边际改善、非油成本随着运力恢复被摊薄

2、机场：22年业绩筑底，23Q1业绩表现超预期

- 22年业务量低位运行，上市机场均录得近三年中最大亏损，业绩筑底。23Q1旅客量大幅恢复，其中3月国内旅客量基本恢复，广州机场国际及地区旅客量恢复至19年的26%。23Q1白云机场、上海机场、深圳机场归母净利润分别为0.45、-0.99、-1.08亿元，白云率先盈利，上机、深机亏损同比大幅收窄，业绩均超预期恢复。
- 免税业务方面，22年上机免税收入3.63亿元，我们预计白云免税收入同比持平，约为1.2亿元；23Q1，上机免税收入3.3亿元，白云免税客单价超过疫情前，我们预计白云免税收入约0.3-0.4亿元。
- 成本端亦值得重视，白云机场降本创效力度空前，22年末员工人数较17年末-26%，实现5年连降。

3、投资建议

- **推荐白云机场**：国际客流复苏趋势确定，非航收入有望超预期、成本端有望维持下行趋势，公司有望迎来收入成本剪刀差。
- **推荐航空板块**：**吉祥/春秋/国航/南航/东航/华夏**。十四五供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票价格天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期。
- **推荐上海机场**：随着国际客流恢复，机场免税销售规模恢复确定性较强，新增免税面积效应将显现。

4、风险提示

需求不及预期，油价、汇率大幅波动风险，免税销售额不及预期等。

目录

CONTENTS

01

航空

量：23Q1经营数据恢复加快，春秋、吉祥恢复领先，国航运力恢复领先三大航；

价：国际线供需错配叠加征收燃油附加费，票价提升明显；

成本费用：23Q1油汇边际改善、非油成本随着运力恢复被摊薄

02

机场

22年机场业绩筑底,23Q1业绩表现超预期，白机盈利0.45亿元

收入端：23Q1上机、白机免税租金收入分别约3.3、0.3亿元

成本端：白云机场员工人数连续5年下降

03

投资建议

推荐吉祥/春秋/国航/南航/东航/华夏

推荐白云机场

推荐上海机场

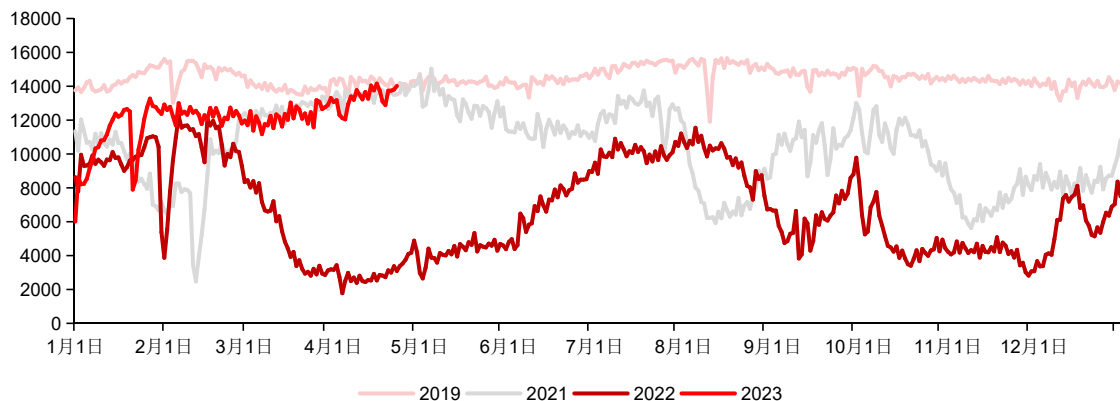
01

航空

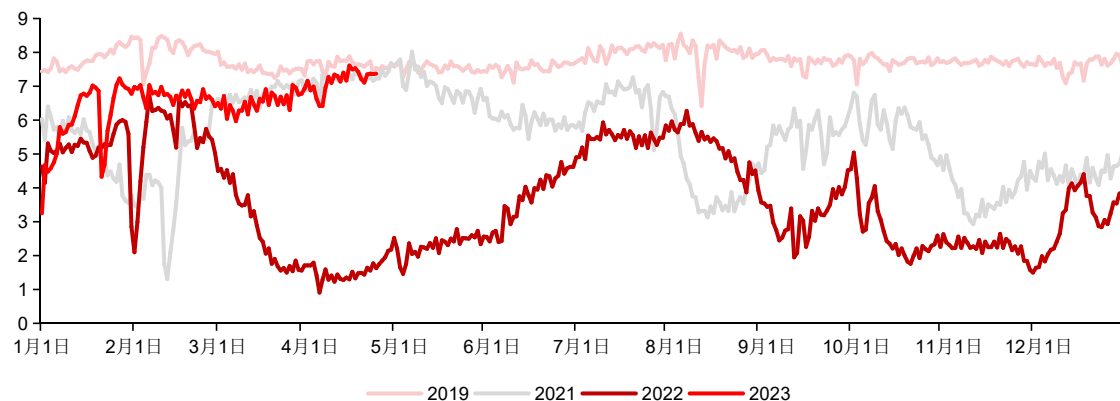
- 2022至暗时刻，23Q1冬去春来
- 春秋吉祥领先恢复，23Q1率先扭亏

□ 2022年疫情反复扰动行业复苏，全行业航班量、利用率跌至冰点；23Q1出行恢复，经营数据逐渐回暖。

图：全行业航班量



图：全行业利用率



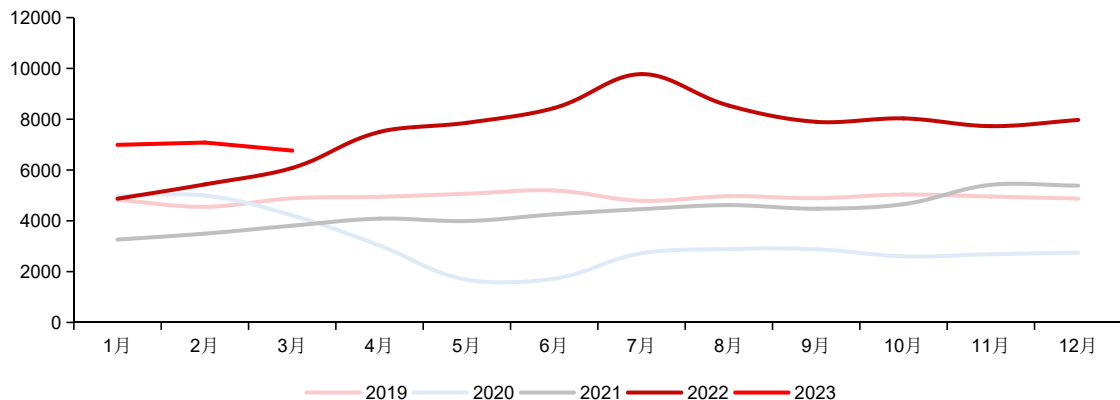
表：全民航业经营数据

	2019	2020	2021	2022	2022同比	2022较2019年	19Q1	22Q1	23Q1	23Q1同比	23Q1较19Q1
旅客运输量(万人次)	65,993	41,777	44,056	25,171	-43%	-62%	16,074	7,618	12,868	69%	-20%
国内	58,568	40,820	43,908	24,985	-43%	-57%	14,265	7,590	12,644	67%	-11%
地区	1,108	96	59	47	-21%	-96%	303	16	88	461%	-71%
国际	7,425	957	148	186	26%	-97%	1,810	27	224	718%	-88%
旅客周转量(亿人公里)	11,705	6,311	6,530	3,914	-40%	-67%	2,862	1,178	2,069	76%	-28%
国内	8,520	5,869	6,439	3,805	-41%	-55%	2,099	1,162	1,965	69%	-6%
地区	161	13	8	7	-21%	-96%	44	2	12	459%	-72%
国际	3,185	442	91	109	20%	-97%	763	16	105	563%	-86%
飞机日利用率	9.3	6.5	6.6	4.3	-2.3	-5.0	NA	5.4	7.3	1.9	NA
正班客座率	83.2	72.9	72.4	66.6	-5.8	-16.6	83.7	65.9	75.2	9.3	-8.5

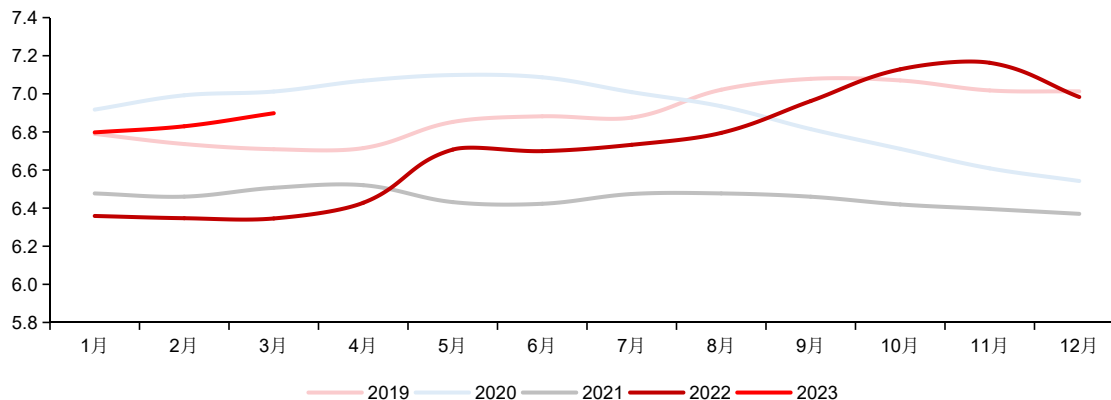
资料来源：航班管家、民航局，浙商证券研究所

- **油价高企**：2022年油价飙升并维持高位，航空煤油全年平均7510元/吨，同比+73.6%，加重航司航油成本负担。23Q1平均6946元/吨，同比+27%，但环比22Q4下降12%。
- **人民币贬值**：2022年末人民币兑美元较年初贬值9.2%，航司大量负债以外币为单位，人民币大幅贬值将产生巨额汇兑损失。23Q1末较2022年末升值1.334%，预计航司将产生汇兑收益。

图：航空煤油（元/吨）



图：汇率



表：季度油、汇数据

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1
航空煤油 (元/吨)	4,756	5,069	4,884	4,956	4,916	3,522	4,111	4,518	5,151	4,326	5,462	7,933	8,736	7,910	7,510	6,946
YoY	-4%	0%	-11%	-17%	-8%	-26%	-19%	-7%	4%	-12%	55%	93%	93%	54%	74%	27%
人民币-美元 汇率	6.73	6.87	7.07	6.98	6.98	6.57	6.46	6.49	6.38	6.38	6.35	6.71	7.10	6.96	6.96	6.87

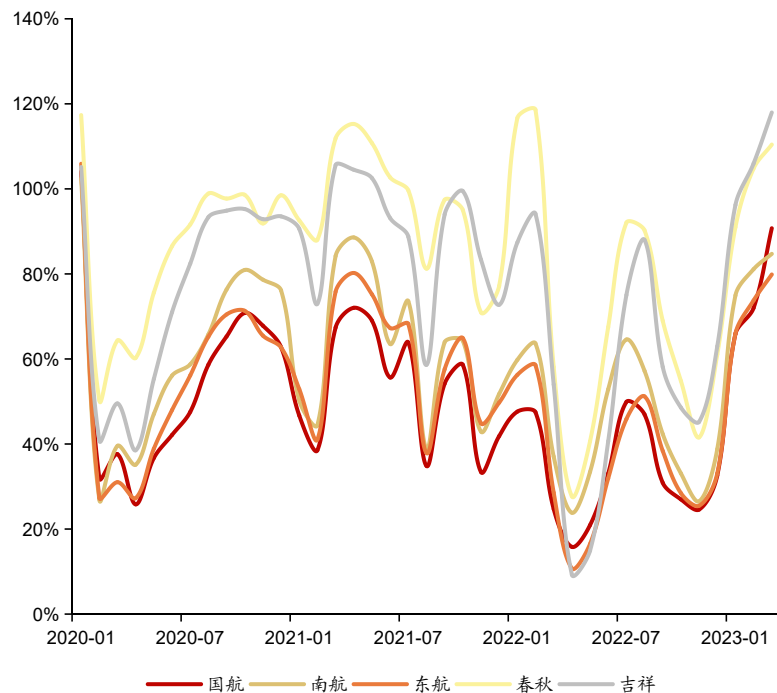
- 2022年，主要上市航司收入较19年几乎腰斩，归母净利润均录得历史最大亏损。
- 23Q1业绩显著改善，其中春秋、吉祥恢复领先，分别录得3.56、1.65亿元，而三大航及华夏航空亏幅同比大幅收窄。

表：主要上市航司2022及23Q1业绩

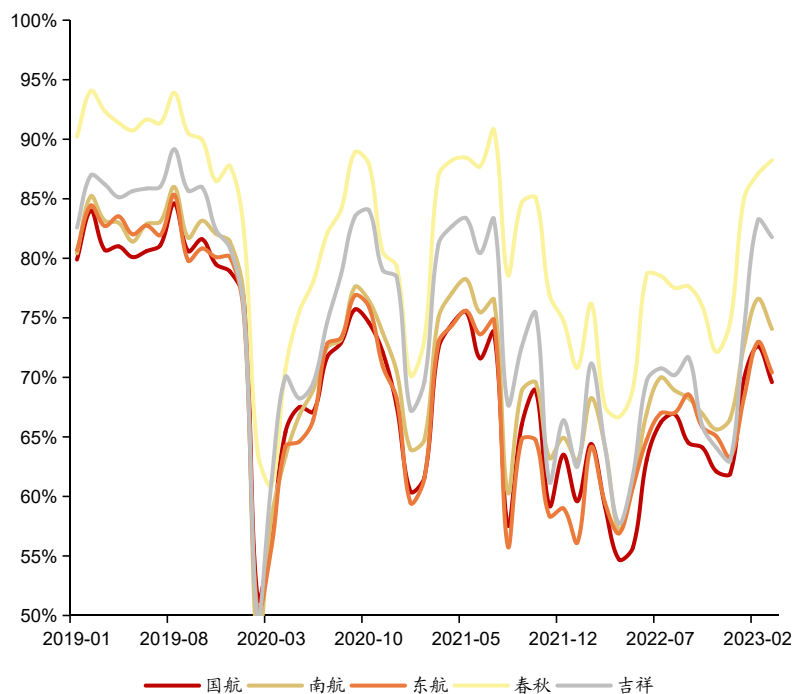
	营业收入(亿元)										归母净利润(亿元)					
	2019	2021	2022	同比	同比19	19Q1	22Q1	23Q1	同比	同比19	2019	2021	2022	19Q1	22Q1	23Q1
国航	1,361.81	745.32	528.98	-29%	-61%	325.54	129.18	250.68	94%	-23%	64.09	-166.42	-386.19	27.23	-89.00	-29.26
南航	1,543.22	1,016.44	870.59	-14%	-44%	376.33	214.71	340.55	59%	-10%	26.51	-121.03	-326.82	26.49	-44.96	-18.98
东航	1,208.60	671.27	461.11	-31%	-62%	300.53	126.65	222.61	76%	-26%	31.95	-122.14	-373.86	20.06	-77.60	-38.03
春秋	148.04	108.58	83.69	-23%	-43%	36.40	23.60	38.63	64%	6%	18.41	0.39	-30.36	4.75	-4.37	3.56
吉祥	167.49	117.67	82.10	-30%	-51%	41.32	24.86	44.42	79%	8%	9.94	-4.98	-41.48	4.00	-5.44	1.65
华夏	54.07	39.65	26.43	-33%	-51%	12.50	6.00	10.45	74%	-16%	5.02	-1.13	-19.74	0.86	-4.56	-2.76

- 23Q1恢复加快，春秋、吉祥运力供给超疫前，国航运力恢复领先三大航。
- 春秋、吉祥2023年2月起ASK已超过19年同期，客座率较19年同期约有5pct的缺口。
- 截至23Q1，三大航ASK分别恢复至19年同期的91%、85%、90%。客座率较19年同期约有10pct的缺口。

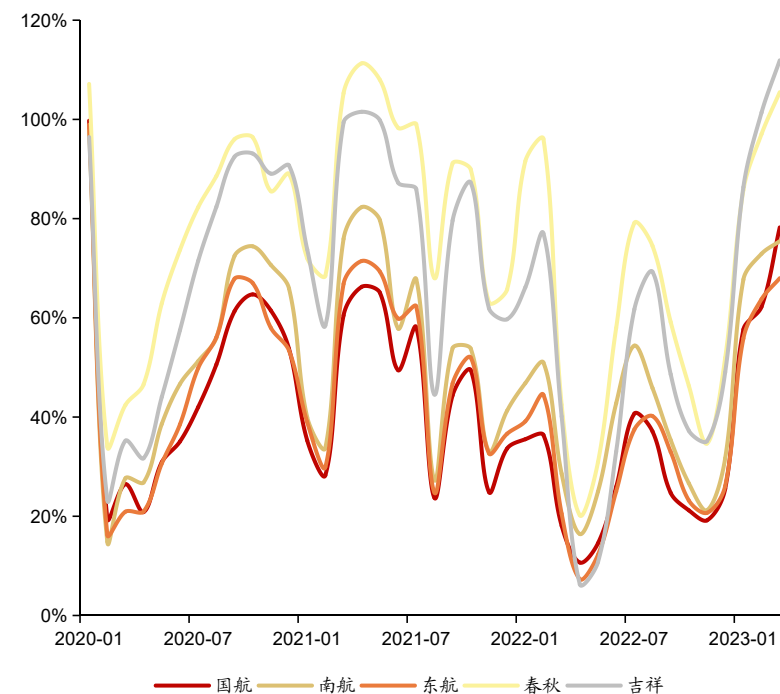
图：各航司ASK较2019恢复情况



图：各航司月度客座率

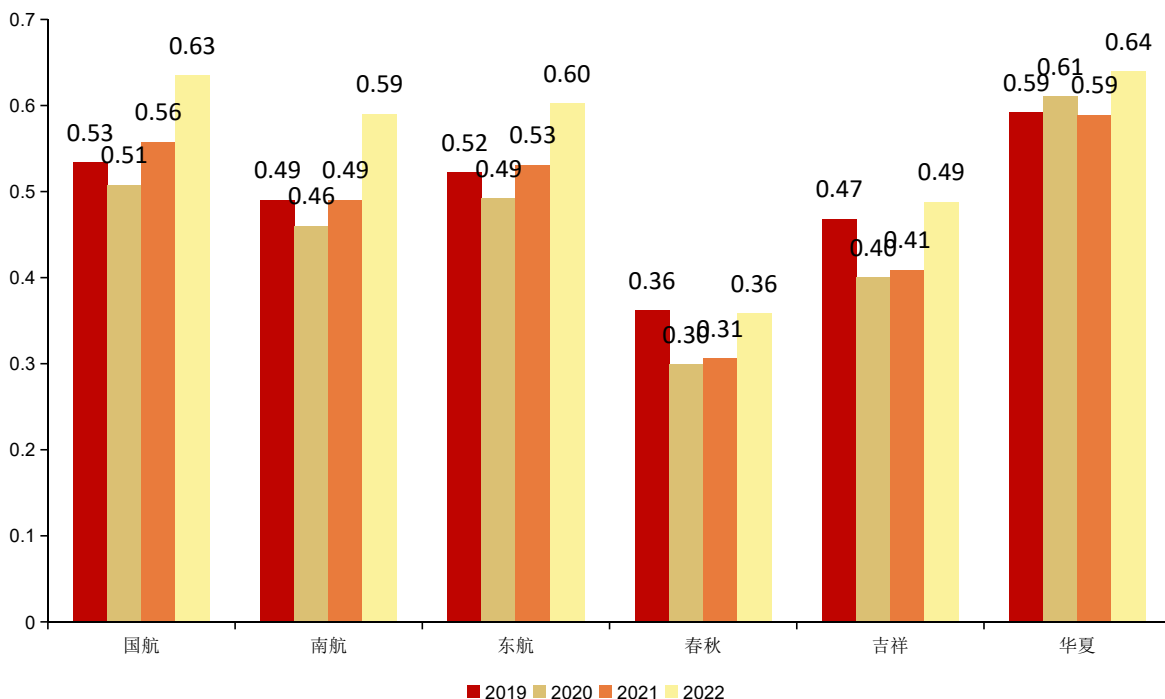


图：各航司RPK较2019恢复情况

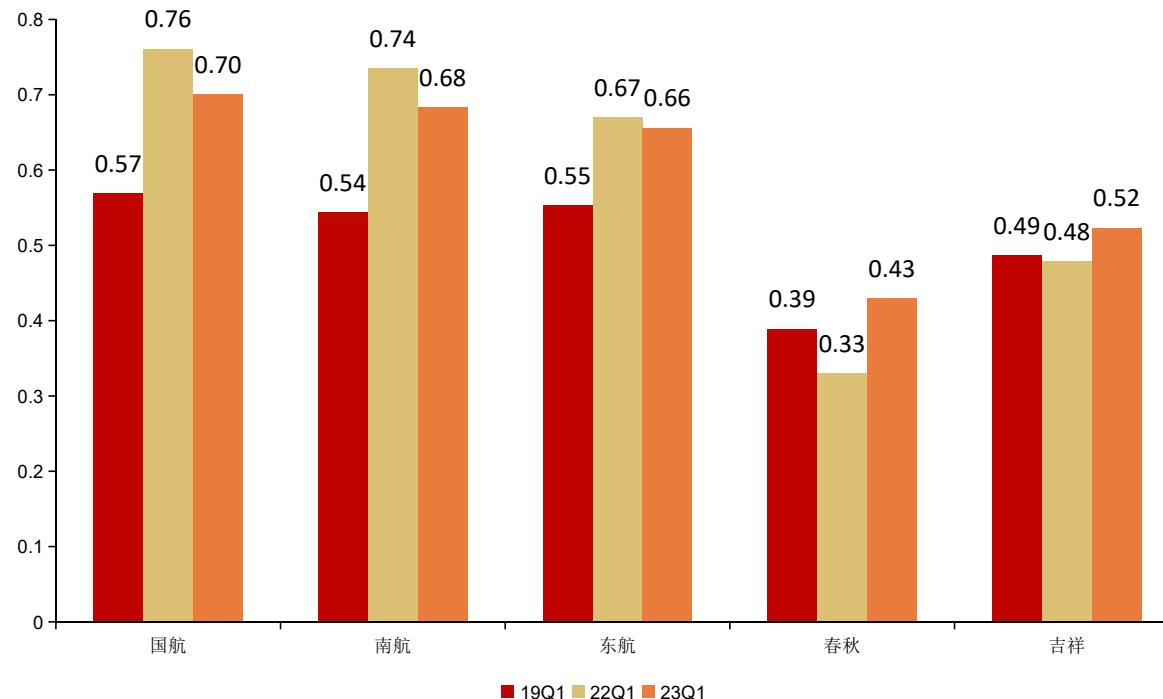


- 供需+燃油附加费，票价提升明显。**2022年国际线恢复较慢，供需错配下票价维持高位，叠加燃油附加费推高客收水平。国、南、东、春秋、吉祥、华夏2022客收同比分别+14%、+20%、+13%、+17%、+19%、+9%。同比19分别+19%、+20%、+15%、-1%、+4%、+8%。
- 23Q1春秋、吉祥单位RPK收入分别同比+30%、+9%，而国南东同比分别-8%、-7%、-2%。**我们认为或因国际线放开初期，春秋吉祥恢复较快（欧美线占比低；截至3月，国际线ASK分别恢复至19年的38%、70%），国际线高票价推高整体收益水平。

图：客公里收益

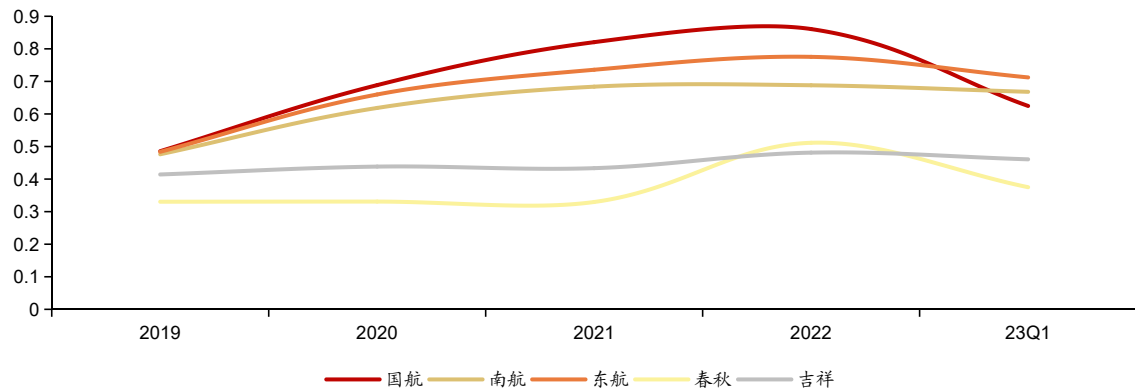


图：单位RPK收入

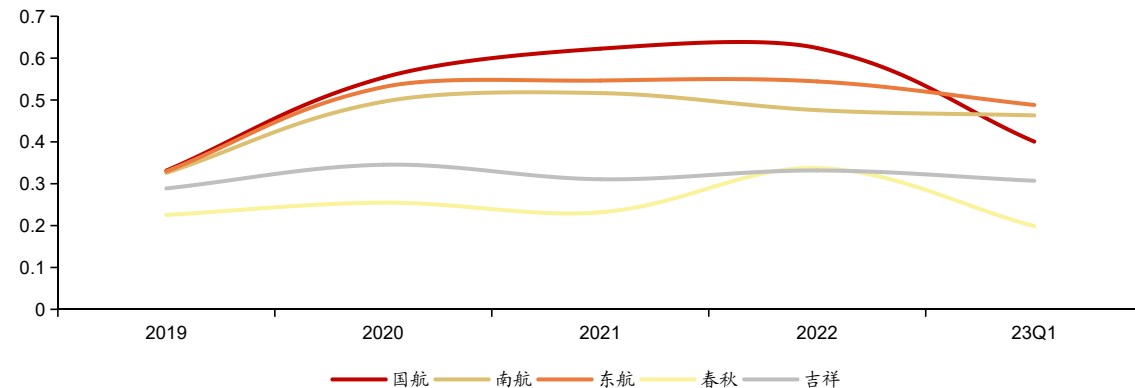


- **航油成本推高整体成本**：航空煤油2022年平均7510元/吨，同比+73.6%，高油价加重航油成本压力，导致航司整体成本高企。
- **运力不断恢复、单位成本被有效摊薄**。23Q1供给不断恢复，单位ASK非油成本和单位ASK成本显著下行。
- 2022年末人民币兑美元较年初贬值9.2%，航司遭受巨额汇兑损失。23Q1末较年初升值3.4%，航司实现汇兑收益。

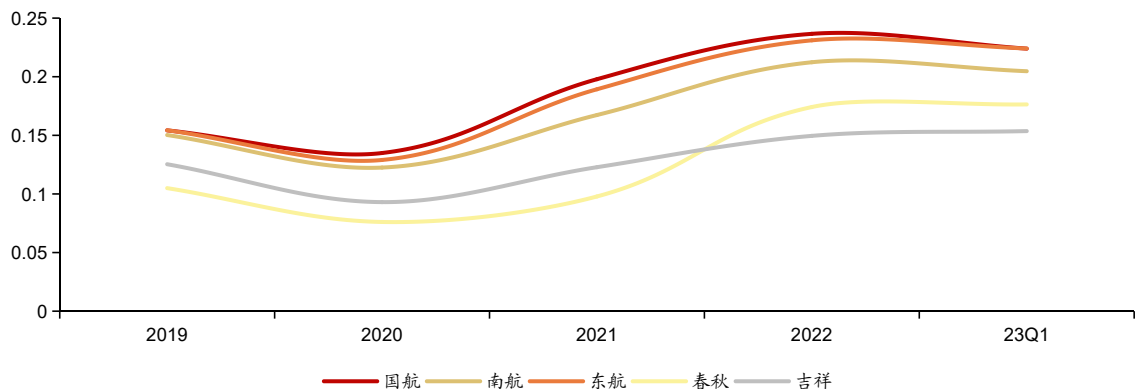
图：单位ASK成本



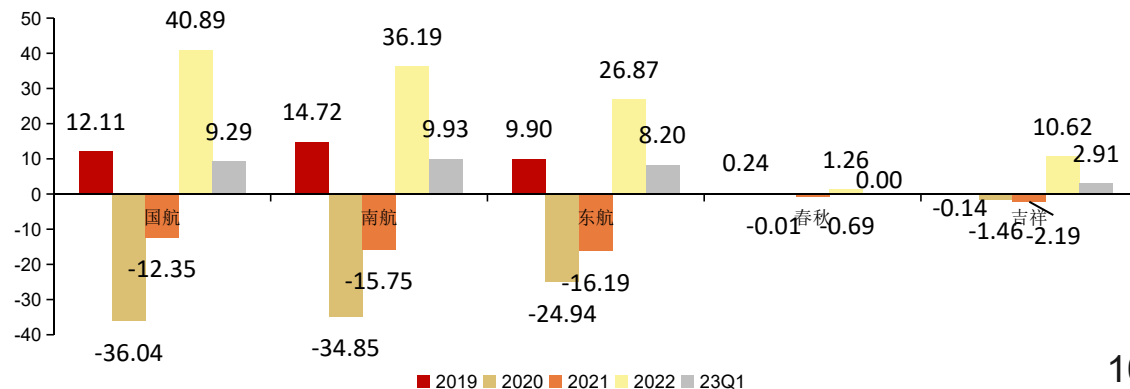
图：单位ASK非油成本



图：单位ASK航油成本



图：汇兑损益(亿元)



02

机场

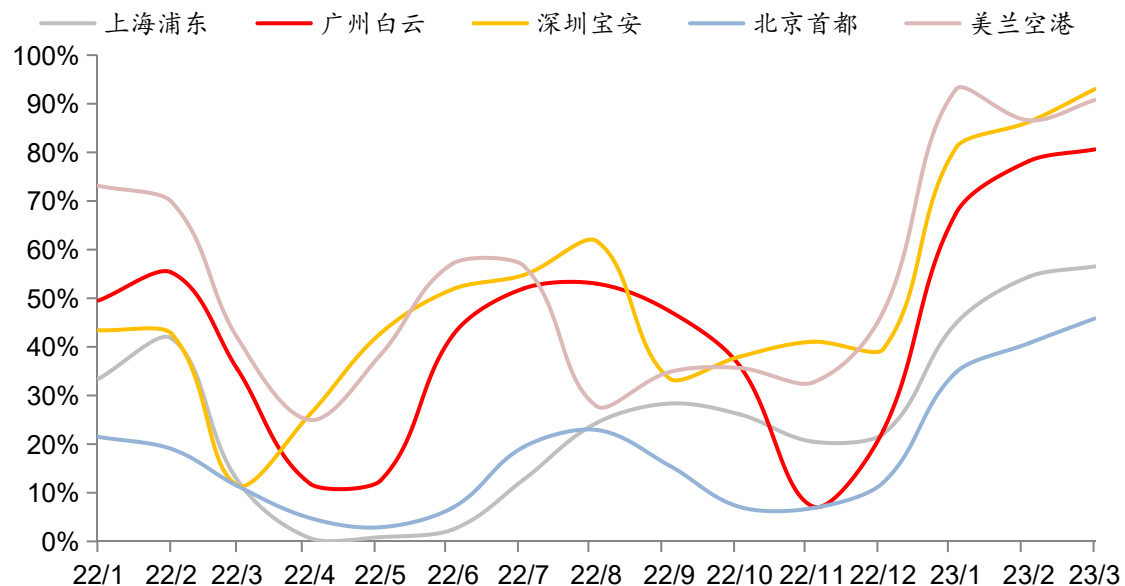
- 22年机场业绩筑底
- 23Q1业绩表现超预期，白机盈利0.45亿元
- 收入端：23Q1上机、白机免税租金收入分别约3.3、0.3亿元
- 成本端：白云机场员工人数连续5年下降

02 运输数据：22年筑底，23Q1国内基本恢复、国际明显复苏

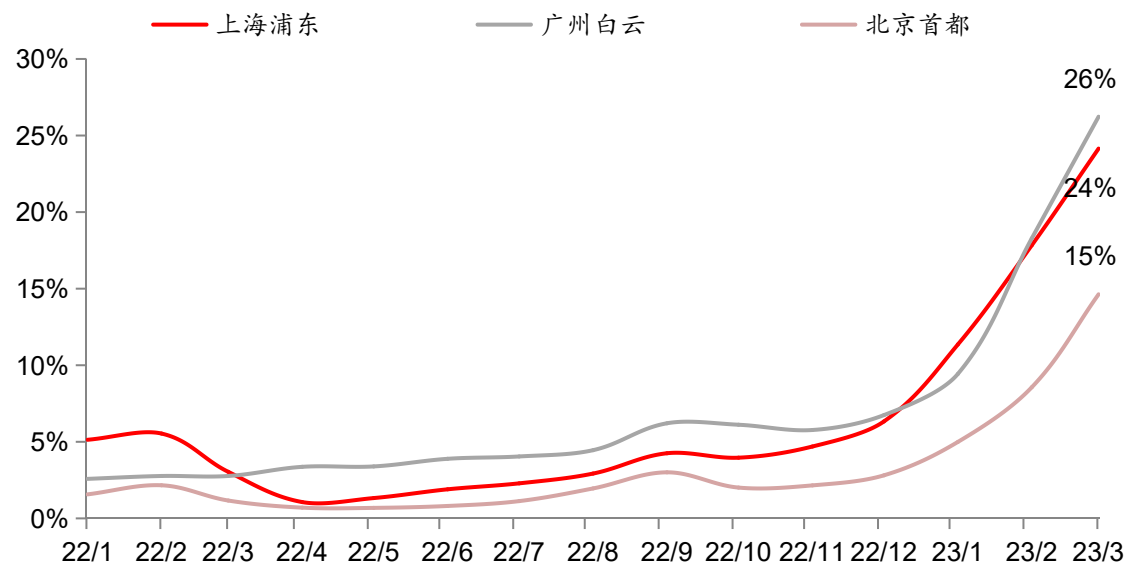
疫情影响贯穿2022全年，机场业务量低位运行。随着“乙类乙管”实施，23Q1机场业务量同比明显提升。

- **2022年旅客吞吐量：**上海浦东机场、白云机场、深圳机场、首都机场、美兰空港同比21年分别-56%、-35%、-41%、-61%、-36%；同比19年分别-81%、-64%、-59%、-87%、-54%。
- **23Q1旅客吞吐量：**上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场、美兰空港分别恢复至19年的52%、75%、87%、40%、90%。其中，国际及地区旅客吞吐量上，上海浦东机场、广州白云、北京首都机场分别为83.6、42.2、32.4万人次，分别恢复至19年的24%、26%、15%。

图：上市机场旅客吞吐量较19年的恢复率



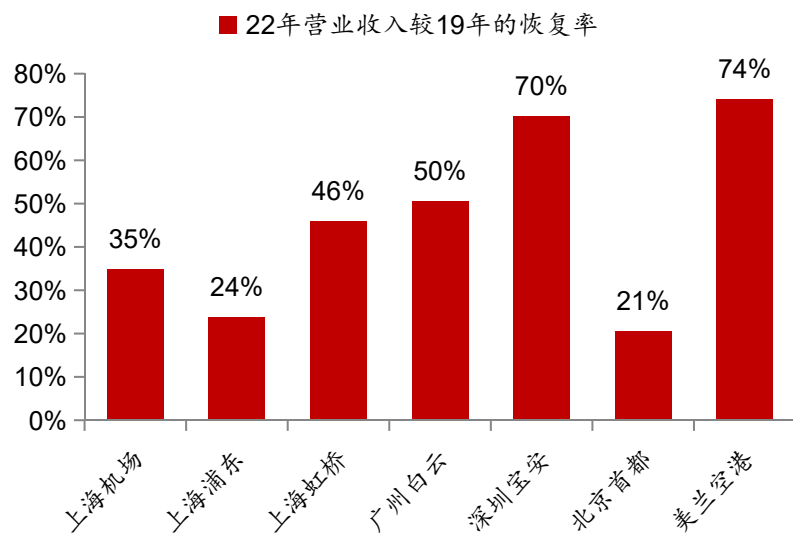
图：机场国际及地区旅客吞吐量较19年的恢复率



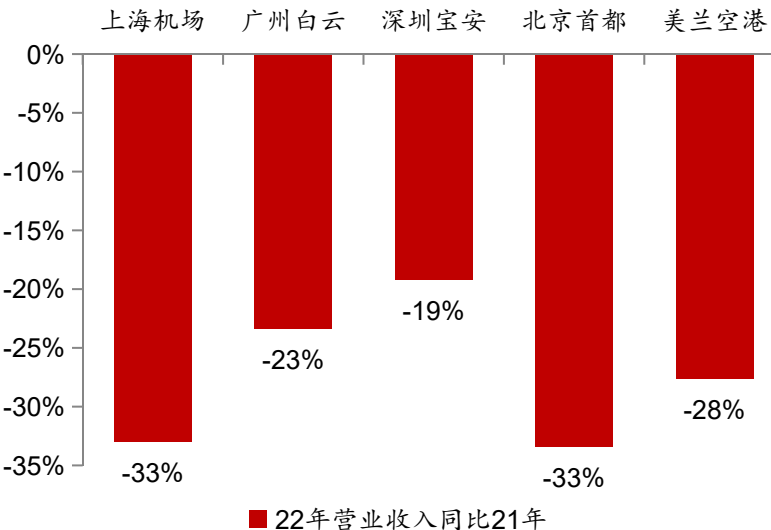
疫情影响贯穿2022全年，机场业务量低位运行，导致机场业绩筑底。

- **白云机场**：22年营业收入39.7亿元，同比-23%，恢复至19年的50%；归母净利润-10.7亿元，亏损同比扩大6.7亿元。
- **上海机场**：22年上海机场营业收入54.8亿元，同比-33%（22Q3并表虹桥机场等，追溯调整口径，下同），恢复至19年的35%；归母净利润约-30亿元，亏损同比扩大14.2亿元。
- **深圳机场**：22年营业收入26.7亿元，同比-19%，恢复至19年的70%；归母净利润-11.4亿元（21年为-0.3亿元）。
- **美兰空港**：22年营业收入11.7亿元，同比-28%，恢复至19年的74%；归母净利润-1.6亿元（21年为7.7亿元）。
- **北京首都机场股份**：22年营业收入22.4亿元，同比-33%，恢复至19年的21%；归母净利润-35.3亿元，亏损同比扩大14.1亿元。

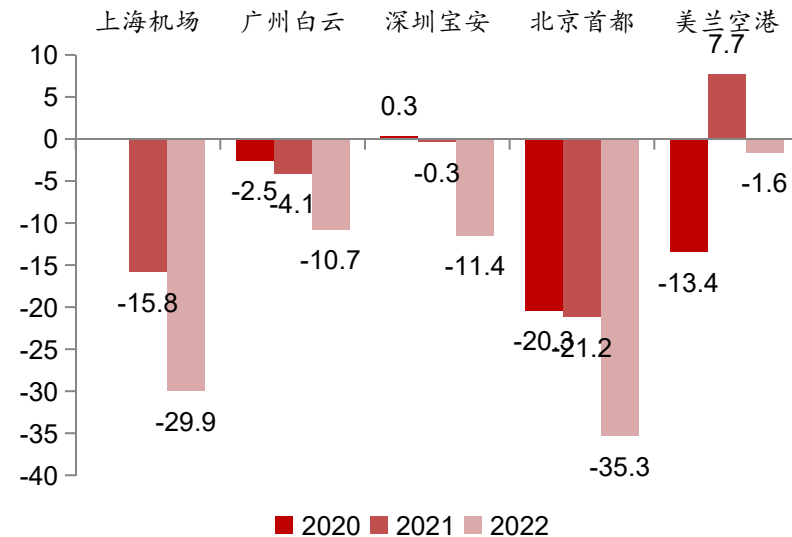
图：22年机场营业收入较19年的恢复率



图：22年上市机场营业收入同比



图：上市机场归母净利润（亿元）



- **白云机场**：基于免税补充协议与22年国际旅客恢复率4%，我们预计免税租金收入同比持平，约为1.2亿元。此外，22年实现广告收入5.7亿元，同比-32%，主要因为：基于疫情等因素，公司减免T1、T2航站楼广告特许经营商部分广告发布费，预计对公司2022年收入影响约1.65亿元，对2022年归母净利润影响约1.24亿元。
- **上海机场**：22年，航空性收入18.2亿元，同比-40%；非航业务收入36.6亿元，同比-28%，其中免税收入3.6亿元，同比-25%。
- **深圳机场**：22年，航空主业收入17.6亿元，同比-22%；非航业务收入9.1亿元，同比-12%。
- **美兰空港**：22年，航空性收入3.6亿元，同比-30%；非航业务收入7.8亿元，同比-28%。
- **北京首都机场股份**：22年，航空性收入7.1亿元，同比-47%；非航业务收入15.2亿元，同比-24%，其中免税收入0.8亿元，同比+48%。

表：22年机场营业收入拆分（单位：亿元）

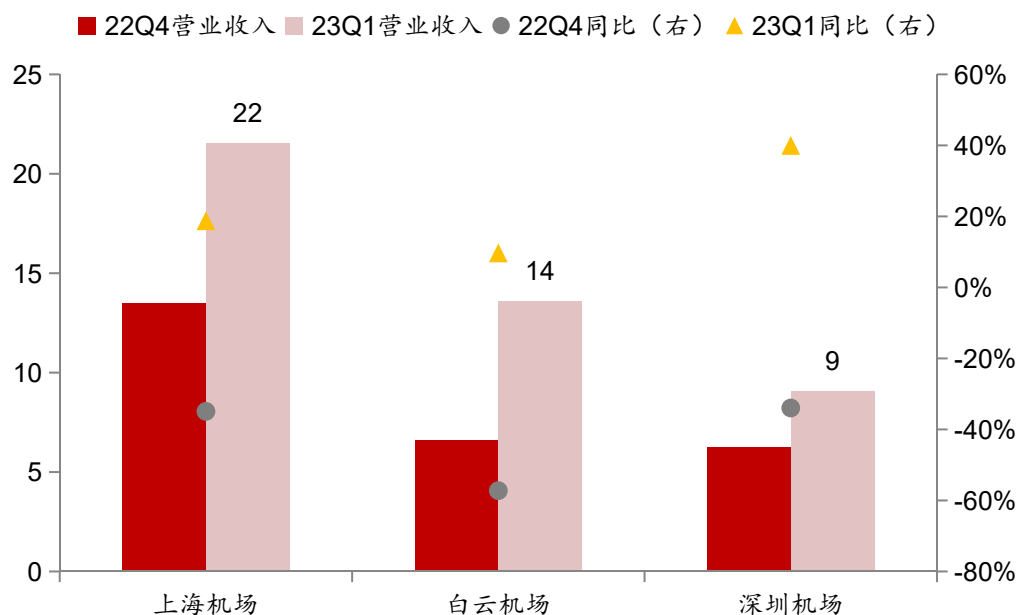
	上海机场	广州白云	深圳宝安	北京首都	美兰空港
营业收入	54.8	39.7	26.7	22.4	11.7
YOY	-33%	-23%	-19%	-33%	-28%
航空性收入	18.2	-	17.6	7.1	3.6
YOY	-40%	-	-22%	-47%	-30%
非航空性收入	36.6	-	9.1	15.2	7.8
YOY	-28%	-	-12%	-24%	-28%
其中：免税租金收入	3.6	1.2	-	0.8	4.4
YOY	-25%	0%	-	48%	-36%
归母净利润	-29.9	-10.7	-11.4	-35.3	-1.6

白云机场：23Q1营业收入13.6亿元，同比+10%；归母净利润0.45亿元，上年同期为-0.83亿元；扣非归母净利润0.38亿元。22Q4，营业收入6.6亿元，同比-57%；归母净利润-4.4亿元（21Q4为盈利0.8亿元）；扣非归母净利润为-4.7亿元。

上海机场：23Q1，上海机场营业收入21.5亿元，同比+19%；归母净利润约-1亿元，去年同期为-5亿元。22Q4，营业收入13.5亿元，同比-35%；归母净利润-8.9亿元，亏损同比扩大3.8亿元。

深圳机场：23Q1，公司营业收入约9.07亿元，同比+40%；归母净利润-1.08亿元，亏损同比收窄1.91亿元。22Q4，营业收入为6.2亿元/-34%，归母净利润为-2.5亿元（21Q4为-0.5亿元）。

图：机场营业收入（亿元）及同比增速



表：机场单季度归母净利润（亿元）

	上海机场 (并表后口径)	白云机场	深圳机场
1Q21	-	-1.55	0.50
2Q21	-	-2.55	0.40
3Q21	-	-0.80	-0.78
4Q21	-5.08	0.84	-0.46
1Q22	-5.04	-0.83	-2.99
2Q22	-	-4.35	-3.22
3Q22	-	-1.10	-2.69
4Q22	-8.92	-4.44	-2.53
1Q23	-0.99	0.45	-1.08

上海机场免税收入：2022全年公司免税收入3.63亿元；其中22Q4免税收入1.27亿元，国际旅客量46万人次，对应“面积系数*客流系数”值约2.06。23Q1，免税收入3.3亿元，同比增加2.1亿元，国际旅客量178万人次，对应系数值约1.37。

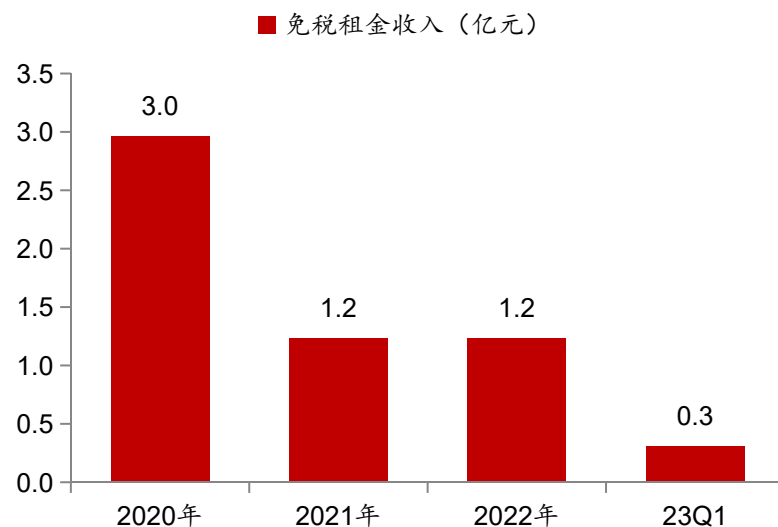
白云机场免税收入：2022.6，白云机场与中免签署免税补充协议，此次合同调整，仅涉及疫情期间（即国际客流低于疫情前80%），且只调整保底，不调整提成比例，不影响疫后白云机场的收入预期。基于补充协议，2021年白云机场免税租金收入约1.23亿元，考虑到22年国际客流恢复比率环比变动不大，我们预计22年免税租金收入同比基本持平。考虑到23Q1国际客流恢复至19年的18%，我们预计23Q1免税租金收入同比基本持平，约为0.3-0.4亿元。

23Q1白云机场免税客单价超预期，未来有望维持上行趋势。根据中国海关数据，23年1月白云机场口岸免税店销售额1765万元，国际及地区旅客量15万人次，对应人均免税销售额118元，为历史最佳水平。考虑到缺货、促销力度低、团客缺失、开业面积较小等扰动因素，我们认为实际客单价水平或更高。

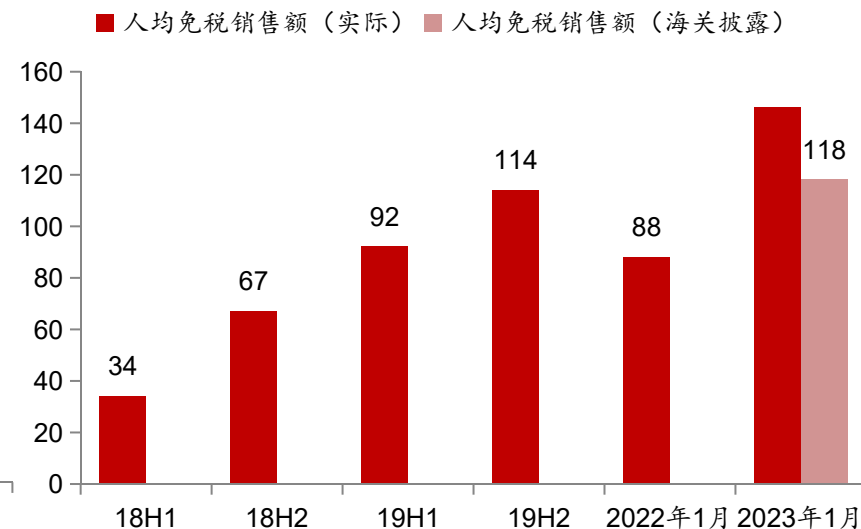
表：上海机场免税租金收入与对应系数

	上海机场免税租金 (亿元)	国际+地区客流量 (万人次)	“客流调节系数*面积调节系数”
2020.3-12	3.38	109	2.28
21Q1	0.92	31	2.16
21Q2	1.29	44	2.15
21Q3	1.49	50	2.21
21Q4	1.16	42	2.03
22Q1	1.17	44	1.98
22Q2	0.22	14	1.16
22Q3	0.97	31	2.31
22Q4	1.27	46	2.06
23Q1	3.30	178	1.37

图：白云机场免税租金收入（亿元）



图：白云机场人均免税销售额（元）



白云机场：降本工作力度空前，2022年成本费用支出为近三年最低。22年营业总成本55.8亿元，同比-5%；其中，营业成本49.3亿元，同比-6%；销售费用0.7亿元，同比-5%；管理费用3.2亿元，同比-6%。**员工人数连续5年下降，22年末为10168人，较17年末减少3502人（-26%），**故2022年人员成本同比-6%，我们预计未来仍将保持下降趋势。23Q1，营业总成本13.1亿元，同比-5%。

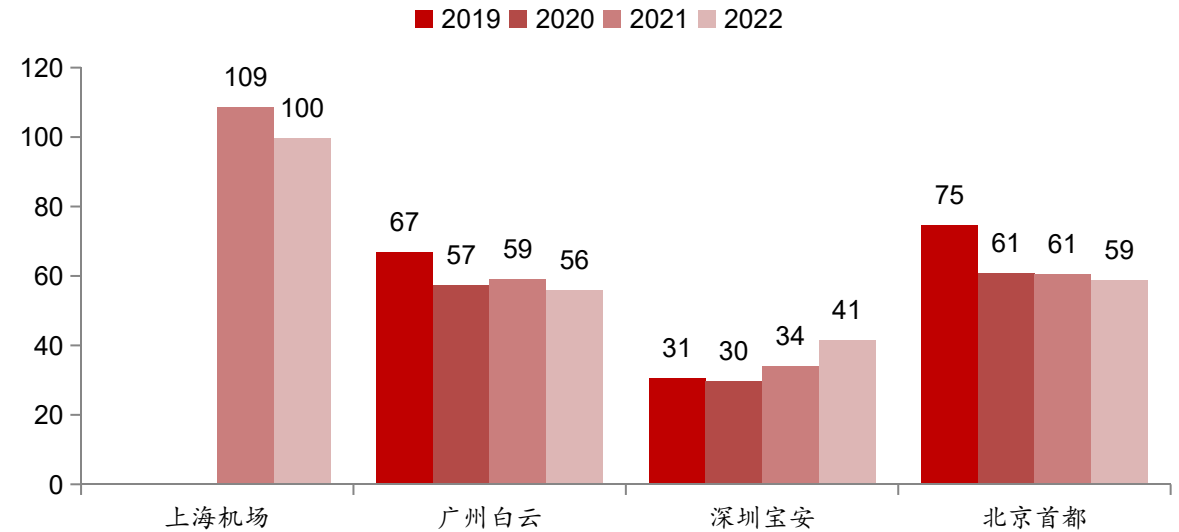
上海机场：22年公司营业成本89亿元，同比-8.4%，主要是折旧摊销成本下降（延长折旧年限）以及运营维护成本下降所致。23Q1，营业成本21.7亿元，同比持平。

深圳机场：22年营业成本36.1亿元，同比+19%；23Q1营业成本约9亿元，同比22年-2%，同比19年+38%。主要因为21年12月卫星厅投产，折摊成本、人工成本、运营成本同比大幅增加。

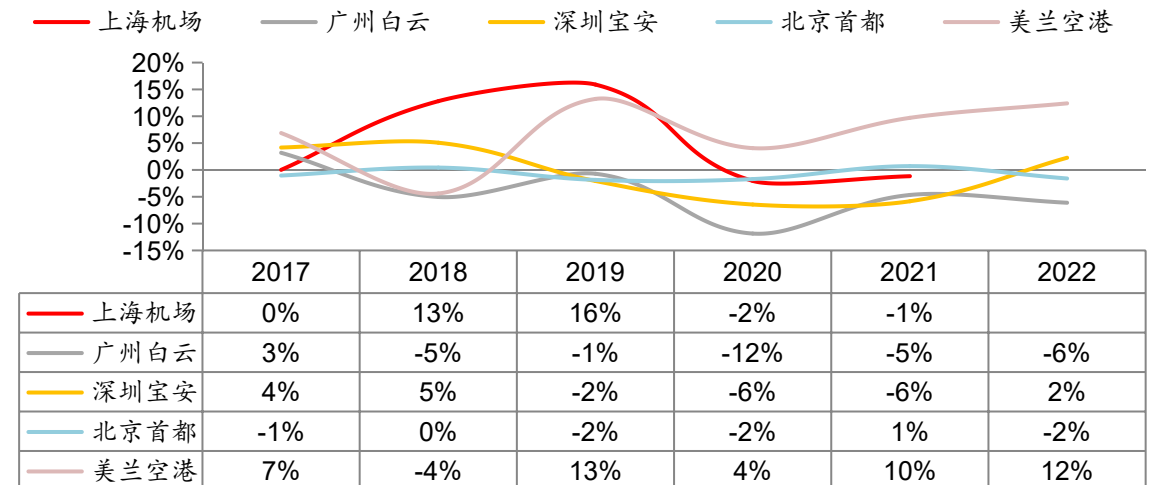
美兰空港：22年营业总支出12.9亿元，同比+23%，主要因为21年12月美兰二期投产致使营业成本、税金及财务费用同比增加超3.5亿元。23年新跑道租赁协议将导致成本增加。

北京首都机场股份：22年营业总支出58.9亿元，同比-3%。

图：机场营业总成本（亿元，上海机场为并表口径）



图：机场员工人数（个）同比



03

投资建议

- **航空供需大周期已拉开序幕。**十四五供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票价格天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期。
- **推荐吉祥航空：**（1）吉祥航空与三大航重叠的优质航线占比较高，在三大航主导市场的情况下，在大周期中有望充分受益票价弹性。（2）受宽体机低利用率拖累，18-19年业绩为低基数。疫后短期利用率恢复在上市航司中领先，中期随着洲际航线拓展，在财政补贴与利用率提升的双重促进下，宽体机单机盈利能力有望迎来明显改善。（3）23年大航逐步复飞737 MAX，九元有望恢复接收MAX机型。19年起九元航空在主基地广州的时刻开始放量，21夏秋获得一线互飞时刻，未来航网效应有望显现，低成本市场空间广阔。（4）中期公司将保持快于行业的增速，成长性相对突出。
- **推荐春秋航空：**（1）中期公司增速将快于行业，成长性相对突出。我们根据上市航司2022年报披露计划测算得，五大上市航司19-25年机队规模CAGR约为3.2%，而春秋有望达到7.9%。（2）成本优势巨大，疫后业绩将率先恢复。公司单位成本显著低于其他航司，正常利用率下低线城市航线也可盈利，业绩有望率先恢复并保持高速增长。
- **推荐三大航：**坐拥最优质航线资源，提价能力强，且国际运力占比大，强周期下业绩弹性有望充分释放。
- **推荐华夏航空：**作为支线航空龙头，垄断多条支线航线资源，公司在行业复苏周期将充分受益，长期发展空间广阔。

□ **推荐白云机场：**国际客流复苏趋势确定，非航收入有望超预期、成本端有望维持下行趋势，公司有望迎来收入成本剪刀差。

1) **免税方面**，国际客流恢复后机场免税销售规模恢复确定性较强，公司议价权将大幅回升。2022年6月，白云机场与中国中免签署免税补充协议，此次合同调整，仅涉及疫情期间（即国际客流低于疫情前80%），不改变保底与提成孰高的计算模式，且只调整保底、不调整提成比例，因此，不影响疫后白云机场的收入预期。根据中国海关，23年1月白云机场免税店销售额1765万元，人均免税销售额118元，为历史最佳。19年白云机场免税店销售规模与客单价基数低，人均消费额103元，不到上海机场/首都机场的1/3，我们认为，客单价上行趋势有望持续超预期，有望驱动机场业绩超预期。

2) **有税商业、广告方面**，2022年十一前后，白云机场LV、GUCCI、Tiffany精品店（有税）陆续开业，参照海内外机场精品发展情况，我们预计2023年将有更多高奢品牌入驻，重塑机场有税渠道商业价值。23年3-4月公司挂出T1、T2广告、有税商铺招商公告，我们预计合同重签即将落地、并将取得不错的结果。

3) **成本端**，我们认为过去几年白云机场成本控制尤其值得重视，自T2航站楼18年投产以来，白云机场员工数量从17年未的13670人下降至22年未的10168人，净减3502人，未来或将继续维持下降趋势。

□ **推荐上海机场：**随着国际客流恢复，机场免税销售规模恢复确定性较强，新增免税面积效应将显现，免税客单价有望超预期恢复，机场议价权将大幅回升。我们认为，2023年的上海机场想象空间还很大，比如调整免税合同的可能性、比如或重奢进驻。未来商业带来的业绩增量有望超预期，驱动业绩超预期。

- 需求不及预期
- 油价、汇率大幅波动风险
- 免税销售额不及预期等

行业的投资评级

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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