

航空机场

报告日期：2023年07月24日

航空 Q3 业绩能创历史新高吗？

——航空大周期专题报告

投资要点

□ **继续看好航空大周期：上半年涅槃重生，三季度航司业绩或创历史新高**
 2023上半年，航空业涅槃重生，一季度民营航司春秋、吉祥实现扭亏，二季度航司经营性业绩表现超预期。展望下半年，三季度是航空业传统旺季，出行恢复后的首个暑运旺季叠加航空大周期弹性，我们认为，三季度有望成为本轮航空大周期业绩兑现起点，上市航司归母净利润或创历史新高。

□ **二季度国际航线恢复有限的背景下，航司经营表现大超预期**
航司二季度经营性业绩表现超预期。 1) **Q2 国际运力恢复有限：**南航、国航、东航、春秋、吉祥 ASK 较 19 年恢复率分别为 93%、92%、92%、110%、121%，其中国际及地区航线 ASK 恢复率分别为 41%、39%、38%、48%、87%，对航司利用率恢复有所拖累。 2) **加回汇兑损失后的归母净利润表现超预期：**在上市航司 2023 半年度业绩预告值的基础上，基于 2022 年末外币敞口，我们测算得，**剔除汇兑损失影响后**，23Q2，中国国航、南方航空或扭亏为盈，中国东航或环比大幅减亏，春秋航空归母净利润区间中值较 19 年+4%，吉祥航空经营性业绩同比 19 年或翻倍。（具体见图 1）

□ **上市航司 23Q3 业绩或创三季度历史最佳**
暑期旺季量价齐升。 1) **航班量：**进入暑运，国内市场加班，国际市场进一步恢复。根据民航局 6 月 16 日预测，暑期日均保障国内客运航班 13600 班左右，同比 19 年+11%。 2) **旅客量：**根据民航局 6 月 16 日表示，预计暑期日均运输国内旅客 183 万人次左右，较 19 年+7%。 3) **票价：**根据航班管家数据，截止到 7 月 19 日，2023 年暑期国内机票（经济舱）均价 950 元，同比 19 年+11%。

我们认为，三季度暑运旺季有望成为航空大周期业绩兑现起点，航司 23Q3 业绩或为三季度历史最佳。Q3 扣汇归母净利润口径下，我们预计南航为 60.4-73.8 亿元，国航为 58.0-68.1 亿元，东航为 30.3-37.0 亿元，吉祥为 10.5-12.8 亿元，春秋为 12.7-15.5 亿元，区间中值同比 19 年（扣汇）分别+55%、+10%、-10%、+83%、+57%，同比历史最佳水平（扣汇）分别+55%、+10%、-21%、+41%、+57%（具体见图 2）。基于 6 月航司恢复情况与 7 月中上旬运力情况，我们作出如下假设：（具体假设与判断依据见后文）

- 1) 假设 Q3 ASK 同比 19 年的增幅分别为：南航-10%至-8%，国航-4%至-3%、东航-9%至-7%、吉祥 24%至 26%、春秋 15%至 17%。
- 2) 假设 Q3 客座率同比 19 年的增幅分别为：南航-4 至-3.5pct，国航-8 至-7.5pct，东航-4 至-3.5pct，吉祥-2.5 至-2pct，春秋-1.5 至-1pct。
- 3) 单位 RPK 收入：假设 Q3 国内市场与 Q1 持平、国际市场票价较 Q1 回落。
- 4) 成本费用端：基于油价走势，我们假设 Q3 油价平均为 6000 元/吨；假设单位非油成本费用较 23Q1 略下降。

□ **大周期利润弹性或被市场低估，若重回单机利润峰值，业绩弹性将更大**
市场或低估大周期航司业绩弹性。我们认为，航司单机扣汇净利润超预期的支撑主要为：1) 航空供需大周期已至，涨价预期下，航司巨大业绩弹性有望显现；2) 提价带动盈利中枢上移：2018 年起国内航线票价全价天花板打开，比如

行业评级：看好(维持)

分析师：李丹
 执业证书号：S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《Q2 航司经营业绩超预期，布局正当时》 2023.07.16
- 2 《5 月淡季不淡，建议积极布局暑运旺季行情》 2023.06.17
- 3 《航空机场行业 2023 年中期策略：困境反转，业绩为王》 2023.06.10

多数一线互飞航线 22 年末全价相比 17 年底增长 70%以上；3) 随着机队规模扩张放缓，资本开支逐步下降，规模效应下，利润将持续释放。

基于航司单机扣汇净利润历史最佳水平测算，本轮航空大周期利润弹性想象空间巨大。根据航司 2022 年报披露的机队规划，若航司单机扣汇净利润重回历史峰值，基于 2024 年机队规模，对应得南航、国航、东航、吉祥、春秋净利润分别为 140、247、132、28、37 亿元，同比 19 年分别+233%、+189%、+212%、+177%、+97%。

□ 航空大周期刚刚进入业绩兑现临界点，建议积极布局

国际航线恢复突破为重要催化。随着国家间加强交流、签证进一步放开、出境团队游进一步放开，我们认为国际航班将加速恢复，可重点关注 10 月底航空换季关键节点。根据航班管家数据，7 月 1-20 日，国际及地区航线日均航班量恢复至 19 年同期的 5 成左右。

短期来看，随着国际航线运力恢复，国内市场供给将趋于紧张，供需关系将进一步改善，有望实现量价齐升；中期来看，供给降速逻辑较为确定，出行需求有望持续爆发，若出现明显供需差，航司可通过涨价步入盈利强周期，结合机票全价提升带来的盈利中枢改善，航空供需大周期业绩兑现有望超预期。

□ 投资建议

暑期旺季量价齐升，航空大周期已至，三季度有望成为大周期业绩兑现起点。基于预期弹性空间、业绩兑现确定度，**推荐吉祥航空/南方航空/中国国航/春秋航空/中国东航。**

□ 风险提示

由于核心假设不及预期导致业绩不及预期的风险，出行需求不及预期，油价大幅波动，汇率大幅波动。

正文目录

1 航司上半年涅槃重生，Q2 经营性业绩表现超预期	5
2 航司三季度业绩或创历史新高	5
3 从历史最佳单机利润表现看，大周期利润弹性想象空间巨大	7
4 投资建议	8
5 风险提示	8

图表目录

图 1: 航司 23Q1、23Q2 业绩表现 (单位: 亿元, 一季度、二季度汇兑损益为基于 2022 年报数据测算)	5
图 2: 航司 23Q3 业绩预测 (单位: 亿元)	6
图 3: 航司 23Q3 业绩预测值与历史表现比较 (单位: 亿元)	7
图 4: 若大周期单机利润重回历史峰值, 航司利润弹性将更大	8

1 航司上半年涅槃重生，Q2 经营性业绩表现超预期

2023 上半年，航空业涅槃重生，一季度民营航司春秋、吉祥实现扭亏，二季度航司经营性业绩表现超预期。

二季度航司扣汇归母净利润还原：1) 二季度航司录得汇兑损失：根据 2022 年报，若美元兑人民币汇率变动导致人民币升值 1%，中国国航净利润+2.74 亿元，南方航空净利润+2.93 亿元，中国东航净利润+2.42 亿元，吉祥航空净利润+0.86 亿元，春秋航空净利润+0.00081 亿元。按照美元兑人民币中间价口径，人民币 23Q2 末较 23Q1 末贬值约 5.2%，上市航司产生不同程度的汇兑损失。2) 剔除汇兑损失影响后的业绩表现超预期：在上市航司 2023 半年度业绩预告基础上，基于 2022 年末外币敞口，我们测算得，剔除汇兑损益影响后，23Q2，中国国航归母净利润为 4.4 至 11.4 亿元，南方航空归母净利润约 1.1 至 9.1 亿元，同比扭亏为盈；中国东航归母净利润约-18.5 至-4.5 亿元，环比大幅减亏；春秋航空归母净利润约 2.9 至 4.9 亿元，中值较 19 年同期+4%；吉祥航空归母净利润约 3.3 至 3.6 亿元，或较 19 年翻倍。（具体见图 1）

图1：航司 23Q1、23Q2 业绩表现（单位：亿元，一季度、二季度汇兑损益为基于 2022 年报数据测算）

2023 一季度（公告数据）										
	ASK 同比19年	RPK 同比19年	客座率 同比19年	单位RPK收入 同比19年	归母净利润	同比19年	扣汇归母净利润	同比19年	油价	汇率
南方航空	-20%	-28%	-8%	26%	-19.0	/	-22.9	/	航空煤油进口到岸完税平均价 6976.3元/吨	季度末6.8717 (Q1人民币升值1.3%)
中国国航	-26%	-36%	-11%	23%	-29.3	/	-32.9	/		
中国东航	-27%	-38%	-12%	19%	-38.0	/	-41.3	/		
吉祥航空	7%	0%	-5%	10%	1.7	-59%	0.5	-88%		
春秋航空	2%	-4%	-5%	8%	3.6	-25%	3.6	-22%		
2023 二季度（公告数据）										
	ASK 同比19年	RPK 同比19年	客座率 同比19年	单位RPK收入 同比19年	归母净利润	同比19年	扣汇归母净利润	同比19年	油价	汇率
南方航空	-7%	-13%	-6%	/	-14.0至-6.0	/	1.1至9.1	-75%至+104%	6103	季度末7.2258 (Q2人民币贬值5.2%)
中国国航	-8%	-20%	-11%	/	-9.7至-2.7	/	4.4至11.4	-72%至-27%		
中国东航	-8%	-19%	-10%	/	-31.0至-17.0	/	-18.5至-4.5	/		
吉祥航空	21%	16%	-4%	/	-1.1至-0.9	/	3.3至3.6	+100%至+118%		
春秋航空	10%	7%	-2%	/	2.9至4.9	-24%至+29%	2.9至4.9	-28%至+22%		

资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所测算。注：1) 基于国航已于 2023.3.21 并表山航，二季度的同比数据均已统一前后口径；2) 23Q1、23Q2 汇兑损益对公司净利润的影响均基于各航司 2022 年报数据计算；3) 19Q1、19Q2 汇兑损益基于 19 年报所示汇兑损益计算，与实际可能存在一定差距；4) 汇率数据基于美元兑人民币中间价口径计算。

2 航司三季度业绩或创历史新高

展望下半年，三季度是航空业传统旺季，亦是出行恢复后的首个暑运旺季，我们认为，三季度有望成为本轮航空大周期业绩兑现起点，上市航司归母净利润或创历史新高。

暑期旺季开局表现亮眼，上市航司量价齐升。1) 航班量：进入暑运，国内市场加班，国际市场进一步恢复。根据民航局 6 月 16 日预测，暑期日均保障国内客运航班 13600 班左右，同比 19 年+11%。2) 旅客量：根据民航局 6 月 16 日表示，预计暑期日均运输国内旅客 183 万人次左右，较 19 年+7%。3) 票价：根据航班管家数据，截止到 7 月 19 日，2023 年暑期国内机票（经济舱）均价 950 元，同比 19 年+11%。

航司三季度业绩或创历史最佳。Q3 扣汇归母净利润口径下，我们预计南航为 60.4-73.8 亿元，国航为 58.0-68.1 亿元，东航为 30.3-37.0 亿元，吉祥为 10.5-12.8 亿元，春秋为 12.7-15.5 亿元，区间中值同比 19 年（扣汇归母净利润口径）分别+55%、+10%、-10%、+83%、+57%，同比历史最佳水平（扣汇归母净利润口径）分别+55%、+10%、-21%、+41%、+57%。具体见图 2 所示，关键假设如下：

1) ASK 假设：根据公司公告，6 月南航、国航、东航、吉祥、春秋 ASK 同比 19 年分别为-6%、-5%、-7%、+27%、+9%。根据航班管家数据，环比 Q2 日均航班量而言，南航、国航、东航、吉祥、春秋 7 月 1-20 日航班量日均值分别+10%、+9%、+8%、+9%、+20%。基于航司 7 月中上旬航班量水平，考虑国际航班恢复仍有限，我们假设 Q3 ASK 同比 19 年的增幅分别为：南航-10%至-8%，国航-4%至-3%、东航-9%至-7%、吉祥 24%至 26%、春秋 15%至 17%。

2) 客座率假设：根据公司公告，6 月客座率同比 19 年来看，南航-3.4pct、国航-8.3pct、东航-6.8pct、吉祥-2.3pct、春秋-1.5pct。基于此，我们假设 Q3 客座率同比 19 年的增幅分别为：南航-4 至-3.5pct，国航-8 至-7.5pct，东航-4 至-3.5pct，吉祥-2.5 至-2pct，春秋-1.5 至-1pct。

3) 单位 RPK 收入假设：根据公司 2023 一季报，南航、国航、东航、吉祥、春秋单位 RPK 收入同比 19 年分别+26%、+23%、+19%、+10%、+8%。我们假设 Q3 国内市场较 19 年明显增长、国际市场票价较 23Q1 回落，假设 Q3 单位 RPK 收入同比 19 年分别为：南航 25%-30%，国航 18%-22%，东航 17%-21%，吉祥 12%-16%，春秋 18%-22%。

4) 成本费用端假设：航油成本方面，23Q1、23Q2 航空煤油进口到岸完税价平均值为 6976、6103 元/吨，7 月为 5884 元/吨，基于油价走势，我们假设 Q3 油价平均为 6000 元/吨。非油成本费用方面，考虑到固定成本占比较大，基于 ASK 进一步恢复带来的摊薄，我们假设单位非油成本费用较 23Q1 略下降。

图2：航司 23Q3 业绩预测（单位：亿元）

2023三季度（预测数据）										
关键假设	ASK 同比19年	RPK 同比19年	客座率 同比19年	单位RPK收入 同比19年	扣汇归母净利润 下限E	同比19年	扣汇归母净利润 上限E	同比19年	油价 (元/吨)	汇率
南方航空	-10%至-8%	-12%至-14%	-4%至-3.5%	25%至30%	60.4	40%	73.8	71%	6000	暂不考虑汇兑影响
中国国航	-4%至-3%	-12%至-13%	-8%至-7.5%	18%至22%	58.0	1%	68.1	19%		
中国东航	-9%至-7%	-11%至-13%	-4%至-3.5%	17%至21%	30.3	-19%	37.0	-1%		
吉祥航空	24%至26%	21%至23%	-2.5%至-2%	12%至16%	10.5	64%	12.8	101%		
春秋航空	15%至17%	13%至15%	-1.5%至-1%	18%至22%	12.7	41%	15.5	73%		

资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所测算。注：1) 基于国航已于 2023.3 并表山航，三季度的同比数据已统一前后口径；2) 19Q3 汇兑损益为基于 19 年报所示汇兑损益计算，与实际可能存在差距。

图3: 航司 23Q3 业绩预测值与历史表现比较 (单位: 亿元)

报表口径 (10Q3-19Q3值为归母净利润)						扣汇口径 (10Q3-19Q3值为扣汇归母净利润)					
归母净利润	南航	国航	东航	吉祥	春秋	扣汇归母净利润	南航	国航	东航	吉祥	春秋
10Q3	30.4	53.9	31.5			10Q3	24.7	47.4	28.0		
11Q3	31.3	40.9	33.1			11Q3	23.9	32.1	27.9		
12Q3	22.2	35.0	26.3			12Q3	24.2	36.0	27.5		
13Q3	21.6	32.0	28.6		3.5	13Q3	18.2	29.5	26.1		3.4
14Q3	22.7	28.8	20.4	2.4	3.9	14Q3	22.7	28.7	20.4	2.4	3.9
15Q3	11.7	26.1	17.7	4.5	5.8	15Q3	40.0	52.5	42.5	5.2	6.2
16Q3	33.1	41.3	34.6	5.5	4.3	16Q3	35.6	44.7	37.3	5.6	4.4
17Q3	42.8	53.8	35.7	6.2	6.3	17Q3	38.1	45.8	30.4	6.2	6.4
18Q3	20.4	38.7	22.1	8.2	6.9	18Q3	30.7	52.8	34.1	8.2	7.1
19Q3	23.9	40.9	24.2	6.6	8.6	19Q3	43.2	57.2	37.2	6.4	9.0
23Q3E (扣汇)	60.4-73.8	58.0-68.1	30.3-37.0	10.5-12.8	12.7-15.5	23Q3E (扣汇)	60.4-73.8	58.0-68.1	30.3-37.0	10.5-12.8	12.7-15.5
中值同比19年	181%	54%	39%	77%	63%	中值同比19年	55%	10%	-10%	83%	57%
中值同比历史最佳	57%	17%	-6%	43%	63%	中值同比历史最佳	55%	10%	-21%	41%	57%

资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所测算。注: 10Q3-19Q3 汇兑损益为自行估算, 主要基于当年年报汇兑损益, 按照 Q3 汇率变动幅度计算 Q3 汇兑损益, 与实际情况可能存在差距。

3 从历史最佳单机利润表现看, 大周期利润弹性想象空间巨大

市场或低估大周期航司业绩弹性。我们认为, 航司单机扣汇净利润超预期的支撑主要为: 1) 航空供需大周期已至, 涨价预期下, 航司巨大业绩弹性有望显现。2) 提价带动盈利中枢上移: 2018年起国内航线票价全价天花板打开, 比如多数一线互飞航线22年末全价相比17年底增长70%以上; 3) 随着机队规模扩张放缓, 资本开支逐步下降, 规模效应下, 利润将持续释放。

若基于航司单机扣汇净利润历史最佳水平测算, 航空大周期利润弹性仍有巨大想象空间。有公开官方数据以来, 上市航司单机扣汇净利润最佳表现分别为: 南航1389万元(2015年)、国航2636万元(2010年)、东航1595万元(2015年)、吉祥2054万元(2015年)、春秋2668万元(2015年)。根据航司2022年报披露的机队规划, 若航司单机扣汇净利润重回历史最佳水平, 基于2024年末机队规模, 对应得南航、国航、东航、吉祥、春秋净利润分别为140、247、132、28、37亿元, 同比19年分别+233%、+189%、+212%、+177%、+97%。

图4： 若大周期单机利润重回历史峰值，航司利润弹性将更大

单机扣汇净利润（万元）					
	南航	国航	东航	吉祥	春秋
2010	1216	2636	1379		
2011	912	1296	928		
2012	734	1136	745		
2013	103	448	128	809	1785
2014	429	786	718	1040	1893
2015	1389	1738	1595	2054	2668
2016	1188	1602	1312	1943	1546
2017	728	891	848	1664	1669
2018	567	1283	658	1389	1888
2019	487	1038	584	1043	1996
若24年单机扣汇净利润回到10-19年峰值，对应净利润测算					
	南航	国航	东航	吉祥	春秋
机队规模（架）	1007	937	827	135	137
对应净利润（亿元）	140	247	132	28	37
同比19年	233%	189%	212%	177%	97%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所。注：国航于2023Q1末并表山航，为了前后比较口径统一，本表将10-19年国航业绩调整为并表山航口径。

4 投资建议

短期来看，随着国际航线运力恢复，国内市场供给将趋于紧张，供需关系将进一步改善，有望实现量价齐升；中期来看，供给降速逻辑较为确定，出行需求有望持续爆发，若出现明显供需差，航司可通过涨价步入盈利强周期，结合机票全价提升带来的盈利中枢改善，航空供需大周期业绩兑现有望超预期。

暑期旺季量价齐升，航空大周期已至，三季度有望成为大周期业绩兑现起点。基于预期弹性空间、业绩兑现确定度，**推荐吉祥航空/南方航空/中国国航/春秋航空/中国东航。**

5 风险提示

- （1） 由于关键假设不及预期导致业绩不及预期的风险；
- （2） 出行需求不及预期；
- （3） 油价大幅波动；
- （4） 汇率大幅波动。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>