

仅供机构投资者使用

证券研究报告|行业深度研究报告

当前市场对航空出行担心什么？

华西证券交运行业首席分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

2023年7月25日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

本篇报告核心结论

- **中国航空股的吸引力在于短期的爆发力（大周期兑现时）。**通过归因分析发现，造成全服务航空中短期较大波动的因素包括价格、油价、人民币汇率。比如2010年南方航空扣汇税前利润同比增长1637%，主要原因是机票价格的上涨；比如2014年、2015年南方航空扣汇税前利润分别同比增长471%、257%，主要原因是2014年下半年开始的油价暴跌。
- **客运飞机降速是这一轮航空周期的确定性因素。**以6大上市干线航司为例，根据其未来三年经营计划计算，其合计飞机数量在2013-2019年这六年时间合计增幅为60.8%，而在2019-2025年这六年时间合计增幅仅为17.7%。
- **目前市场担心的两个因素及我们的观点：**①市场将短期消费信心不足这个问题长期化，担心航空出行需求恢复的高度不够。我们认为即使考虑消费倾向对当期航空出行等可选消费贡献是中性，以2019-2025年为例，城镇居民人均可支配收入累计增长37%（假设23-25年每年同比增长5.5%），同期6大干线航司飞机数量累计增长18%，也具备航空大周期启动的条件；②市场担心长航线恢复缓慢影响航空大周期兑现。我们认为即使中美等长航线恢复较慢，如果中美等长航线由于航班供给恢复较慢带来票价上涨的部分（相较19年），能够大于由于飞机利用率下降所带来的单位固定成本上涨的部分，则意味着国际线同样可以实现盈利改善（相较19年）。
- **投资建议：**我们认为当期航空股正处于“向下有底、向上有空间”的阶段：①大周期的兑现具备逻辑基础；②行业目前整体尽管依旧在供给大于需求阶段，但供需关系在持续边际改善。短期而言，各家恢复率差异可能造成短期股价回报的差异。**相关受益公司包括：春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、东方航空。**
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。

目录

contents

- 01 中国航空的机会主要来自周期波动
- 02 这一轮航空周期中的确定与不确定
- 03 投资建议
- 04 风险提示

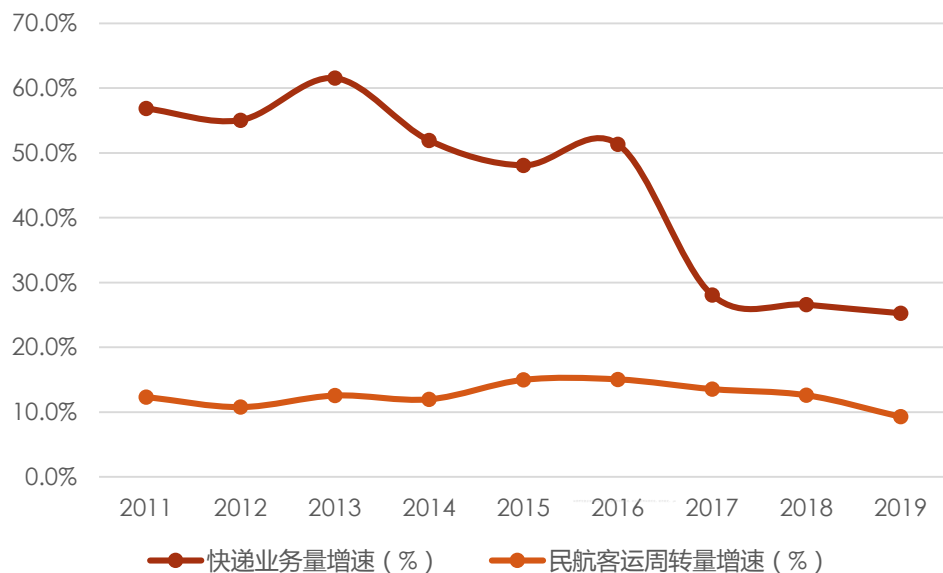


01 中国航空的机会主要来自周期波动

1.1 长期角度：三大航并没有足够有吸引力的成长

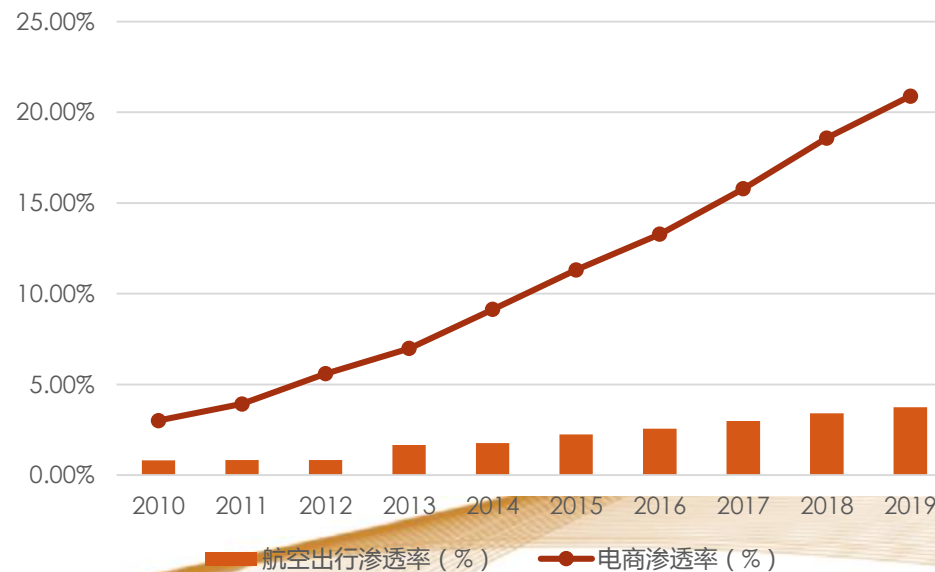
- 长期角度看，中国航空出行不是一个年化增速足够有吸引力的赛道，我们在2022年8月9日外发的深度报告《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》提到，航空出行渗透率（增速）取决于机票价格和人均可支配收入，其成长长期是一个缓慢而又漫长的过程。
- 以2011-2019年为例，期间民航客运周转量复合增速12.5%，快递业务量复合增速44.3%。作为电商派生需求，我们认为快递持续高增长是源自电商的互联网打法下，电商渗透率快速提升，从而使得电商及快递的成长足够有吸引力。

图表：2011-2019年快递及民航客运周转量增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2010-2019年电商渗透率及航空出行渗透率变化趋势（%）

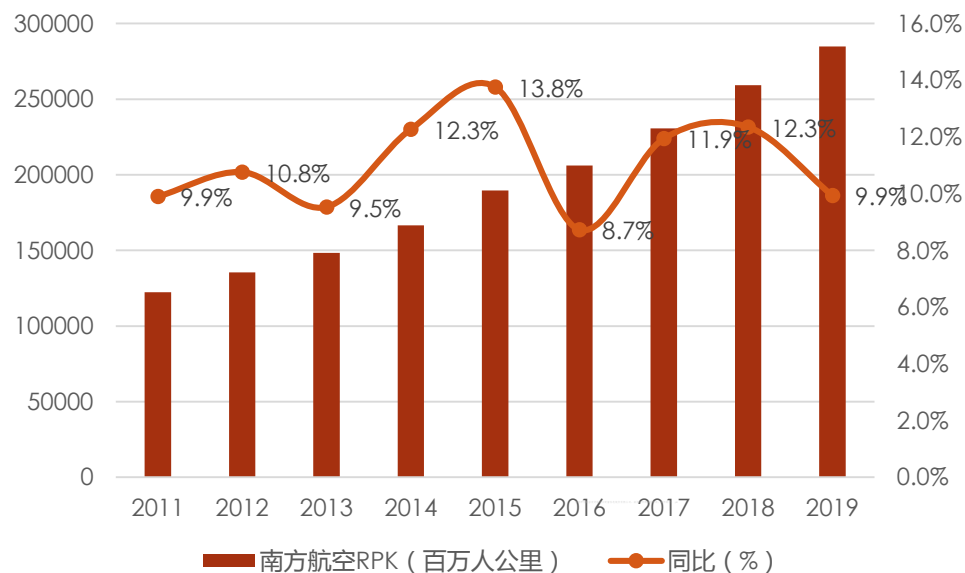


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 长期角度：三大航并没有足够有吸引力的成长

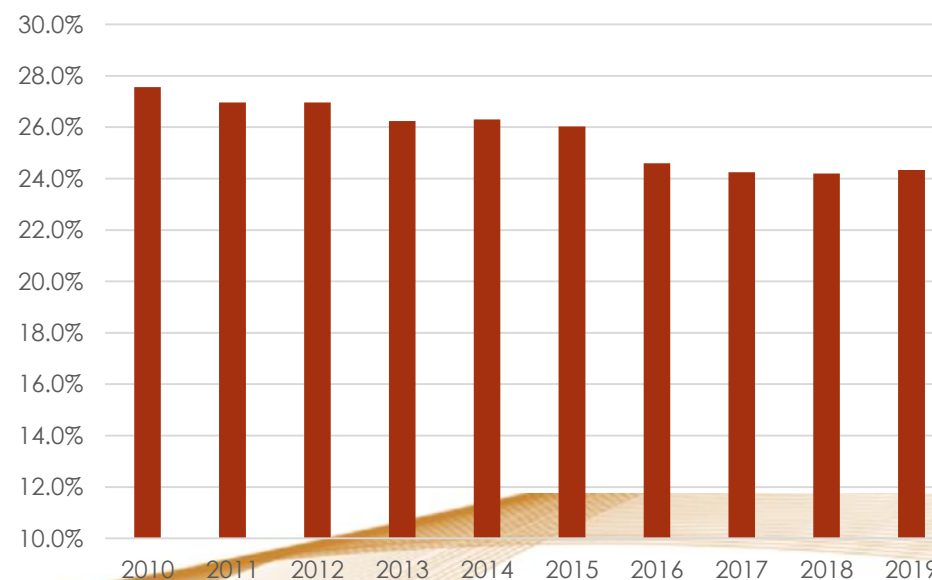
- 我们认为，三大航也难以获得持续超过行业的增长。因为全服务航空的产品和单位成本趋同，再叠加行业独特的隐性资产（时刻资源），全服务航空公司难以通过持续的价格提升或市占率提升来获得足够有吸引力的成长（长期角度）。
- 以南航航空为例，2010-2019年收入客公里的复合增速为11%，略低于同期行业的复合增速（12.5%），市占率则从2010年的27.6%略微降低至2019年的24.3%。

图表：2011-2019年南方航空RPK变化趋势（百万人公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2010-2019年南方航空RPK市占率变化趋势 (%)

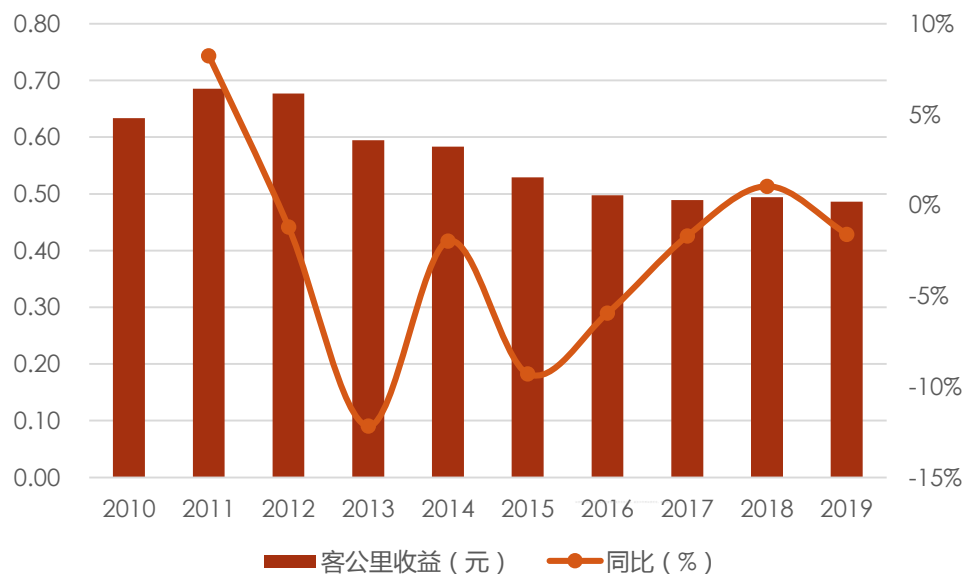


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 长期角度：三大航并没有足够有吸引力的成长

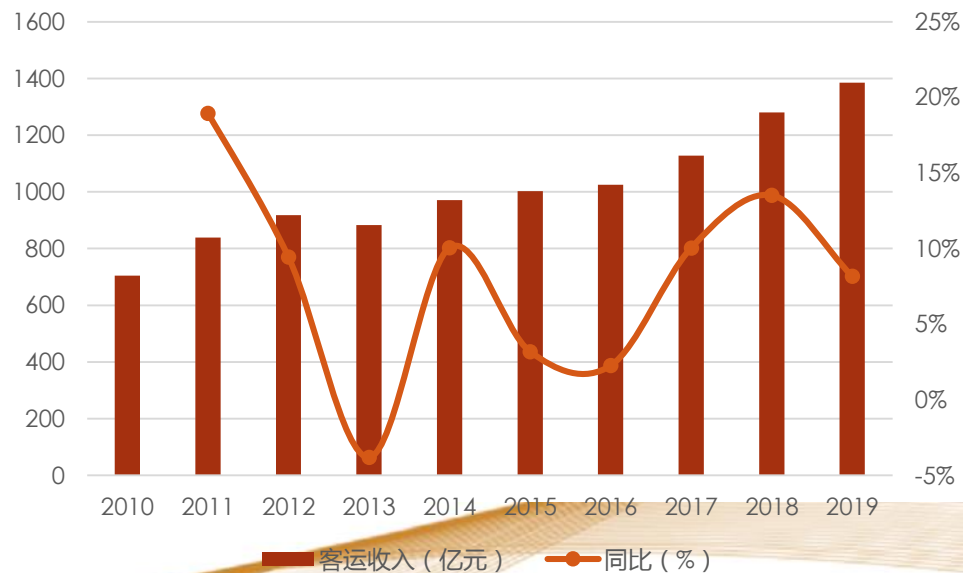
- 从过去的统计数据看，三大航单位票价收入也难以为其提供额外的增长动力。我们在2022年8月9日外发的深度报告《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》提到，在航空渗透率提升阶段，如果能够将客公里收益保持稳中有降的态势，航空出行需求有望持续跑赢人均可支配收入的增速。
- 以南方航空为例，2010-2019年客公里收益复合增速为-3%，客运收入复合增速为8%（同期RPK复合增速为11%）。

图表：2010-2019年南方航空客公里收益变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2010-2019年南方航空客运收入变化趋势（亿元）

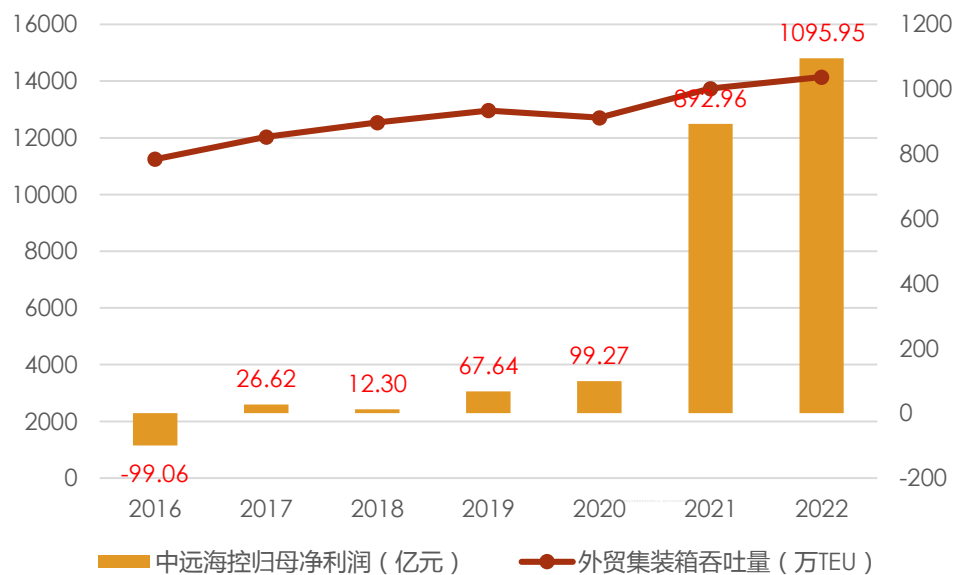


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 中短期角度：中国航空具备波动足够大的条件

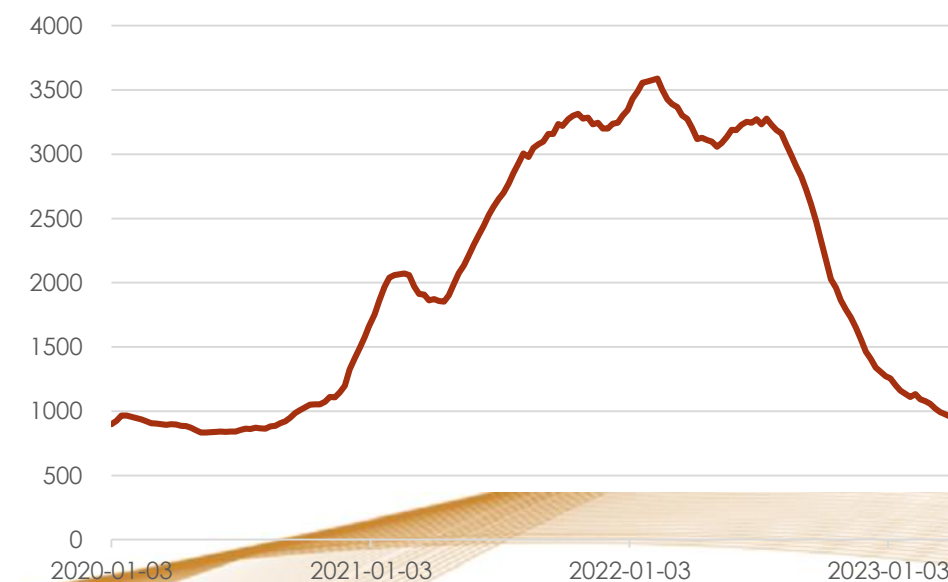
- 我们认为，任何一个行业均兼具周期属性和成长属性，只是两个属性占比差异而已。对于长期成长属性不够有吸引力的行业，可以重点精力放在中短期的周期波动幅度是否足够大。
- 以中远海控为例，2021、2022年归母净利润分别2019年的13倍、16倍，核心原因是期间集装箱运价的暴涨（2020年5月-2022年2月中国出口集装箱运价指数（CCFI）累计最大涨幅为330%）。我们总结产品价格短期价格具备爆发力的周期品，在供需错配前提下，均具备两个特征：买方的价格容忍极限高（比如占其成本费用比例低）、买方的价格接受度高（比如短期没有其他替代品）。

图表：2016-2022年外贸集装箱吞吐量、中远海控归母净利润变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2020年以来中国出口集装箱运价指数（CCFI）变化趋势

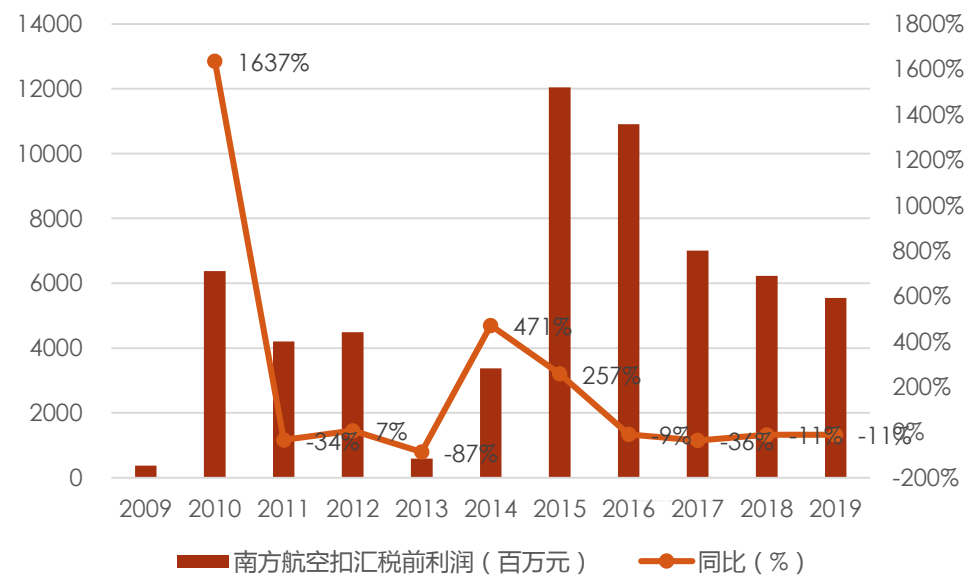


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 中短期角度：中国航空具备波动足够大的条件

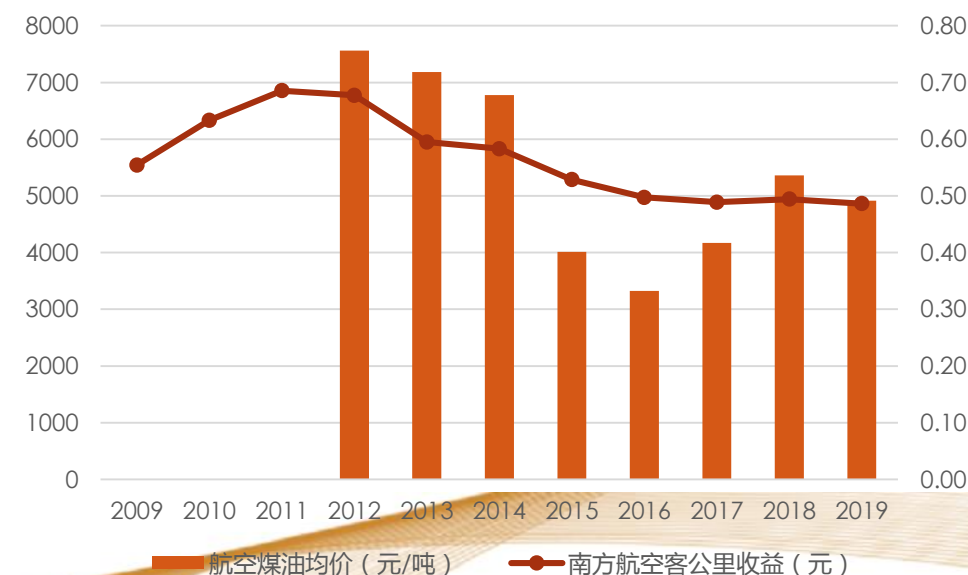
- 我们认为全服务航空具备中短期波动幅度足够大的条件（比如2010年、2015年）。通过归因分析发现，造成全服务航空中短期较大波动的因素包括价格、油价、人民币汇率。
- 比如2010年南方航空扣汇税前利润同比增长1637%，主要原因是机票价格的上涨（2010年全年南方航空客公里收益相较2009年增长14.2%）；比如2014年、2015年南方航空扣汇税前利润分别同比增长471%、257%，主要原因是2014年下半年开始的油价暴跌（2015年、2016年航空煤油均价分别只有2013年的56%、46%）。

图表：2009-2019年南方航空扣汇税前利润变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2009-2019年南方航空客公里收益及航空煤油均价变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所



02 这一轮航空周期中的确定与不确定

2.1 当前市场对航空出行担心什么？

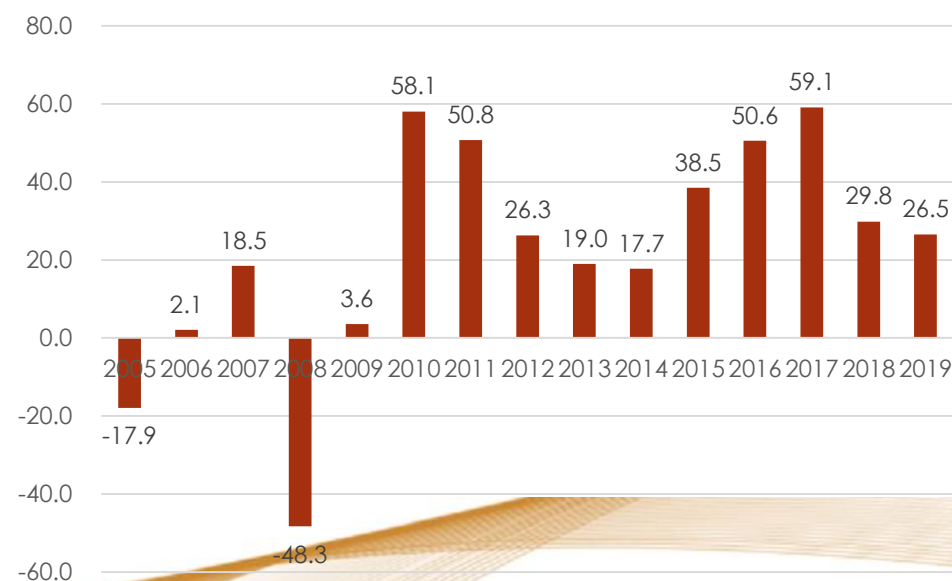
- 我们认为，航空板块业绩在中短期具备爆发式增长预期时，才是航空股价有价值的时机。以南方航空为例，06/07年（期间股价最大涨幅13倍）、09/10年（期间股价最大涨幅接近4倍）、14/15年（期间股价最大涨幅接近7倍）这三轮航空大周期，航空公司均具备业绩爆发式增长的预期、并且最终得到验证。
- 今年年初以来，航空运输（申万）下跌10.27%（截止7月24日）。我们认为今年航空股价走势不尽人意，核心原因并不是短期业绩扭亏到盈利多少，而是市场担心这一轮航空周期能否如期兑现。因此我们将在2.2-2.4中着重讨论这一轮航空周期的确定与不确定（市场目前担心的因素）。

图表：2005年以来南方航空股价变化趋势（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2005-2019年南方航空归母净利润变化趋势（亿元）

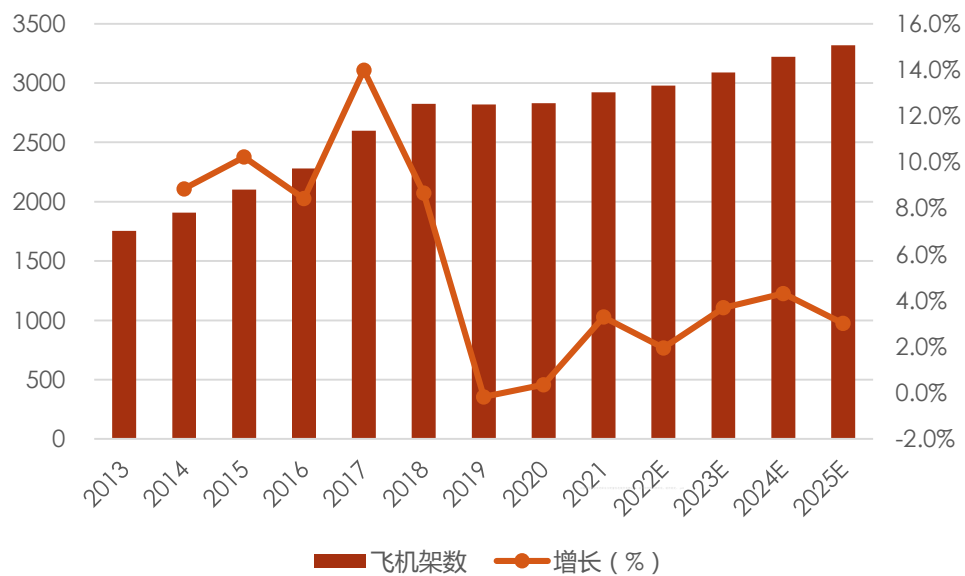


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 客运飞机降速是确定性因素

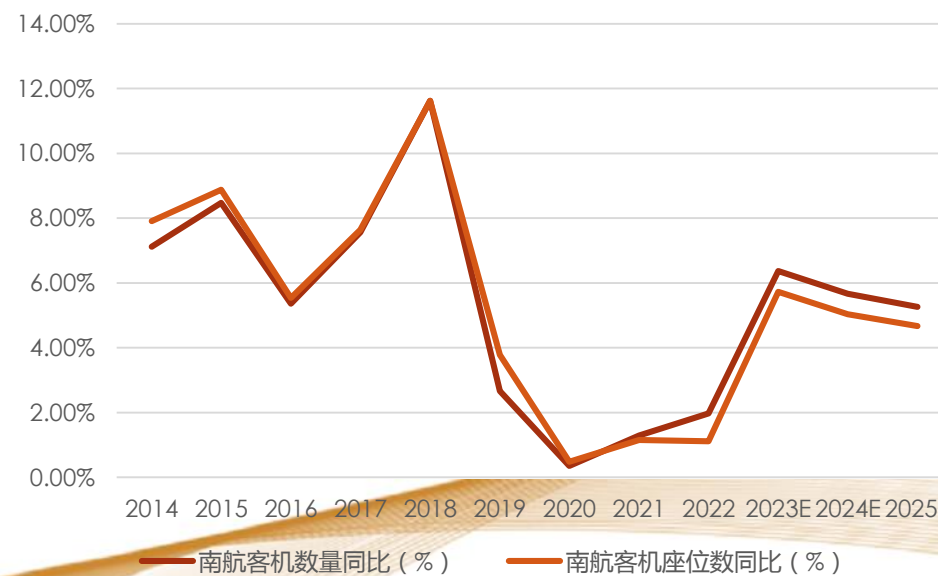
- 飞机数量增速下降明显。以6大上市干线航司为例，根据其未来三年经营计划计算，其合计飞机数量在2013-2019年这六年时间合计增幅为60.8%，而在2019-2025年这六年时间合计增幅仅为17.7%。
- 我们预计2019-2025年飞机座位数的增幅小于同期飞机数量的增幅。疫情后航司增量飞机以窄体机为主，以南方航空为例，2019-2025年客机数量累计增幅为22.6%、客机座位数累计增幅为19.5%。

图表：2013-2025年6大上市干线航司飞机数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2014-2025年南航客机数量及座位数增长情况 (%)

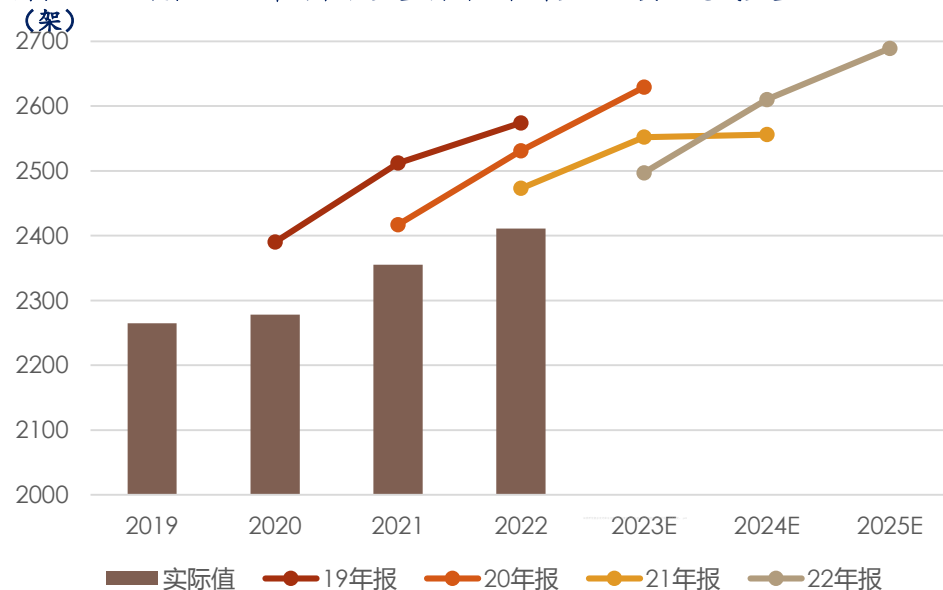


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 客运飞机降速是确定性因素

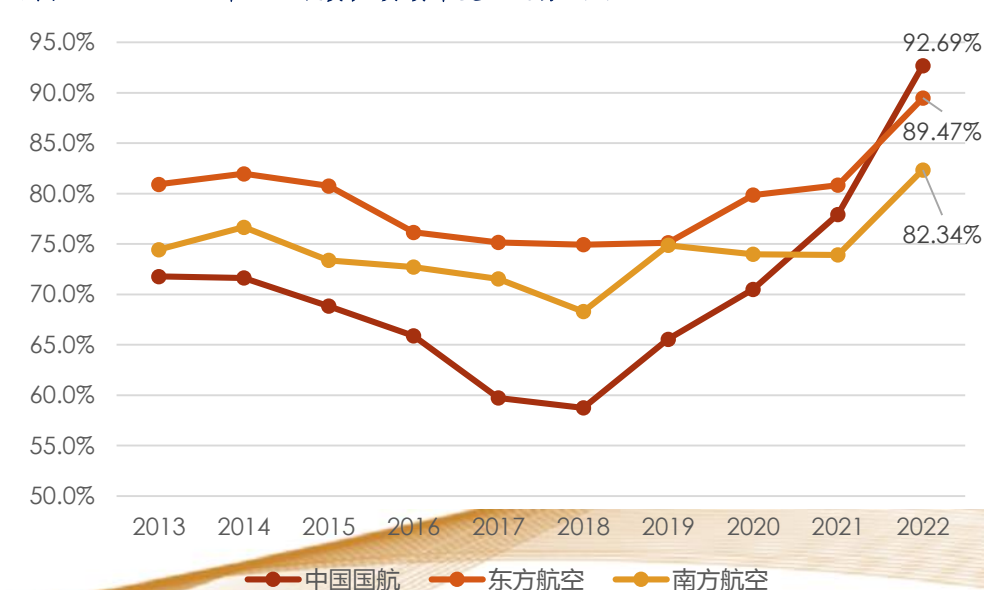
- 过去三年国内航空公司一直在下调飞机引进计划。以三大航合计数为为例，其在2019、2020、2021年报对2022年的客机数量指引分别为2574架、2531架、2473架，而截止2022年底三大航客机数量实际值为2411架。
- 我们预计未来2-3年航司将先后修复利润表、资产负债表，期间将以维持性资本开支为主。以中国国航为例，截止2022年底的有息负债相较2019年底净增加678.4亿元，资产负债率从2019年年底的65.55%提高至2022年底的92.69%。

图表：三大航在19-22年对客机数量指引的合计数以及实际完成数量



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013-2022年三大航资产负债率变化趋势 (%)

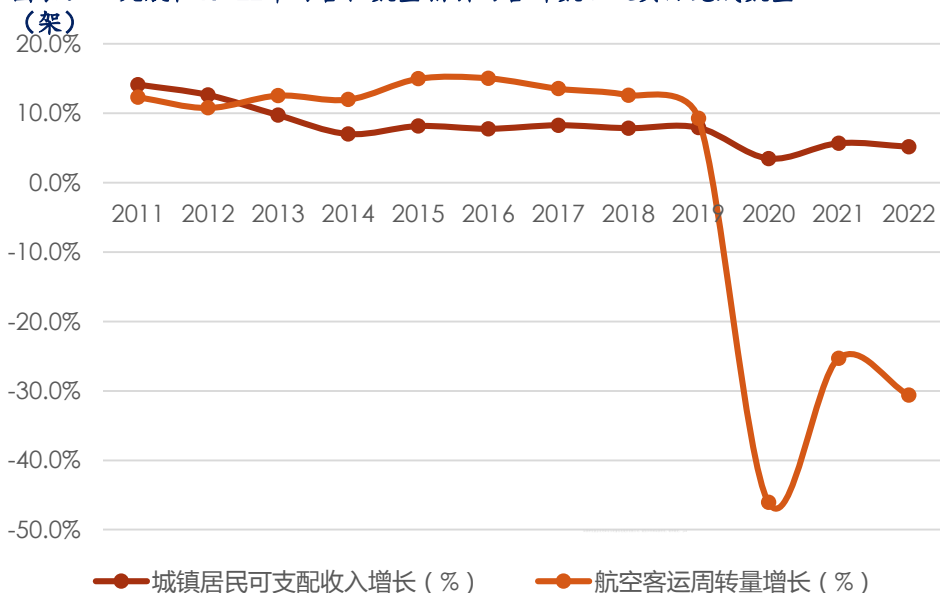


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 市场担心航空出行需求恢复的高度不够

- 疫情前，人均可支配收入的增长是航空出行需求增长的主要推动因素，航空客运周转量增速略快于收入增速。
- 疫情期间，疫情主要通过两个方式影响航空出行需求：①疫情封控，直接造成出行场景消失；②疫情期间人均可支配收入增速回落，意味着期间航空出行需求内生增速的回落。第一个因素的影响程度远远大于第二个因素，因此在疫情防控政策放开前，航空股主要交易的是政策放开的预期。

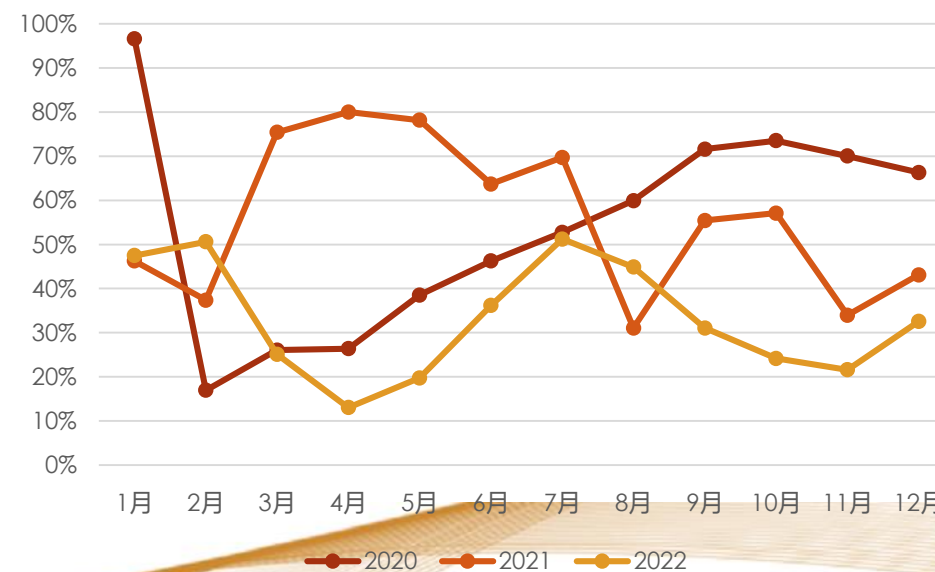
图表：三大航在19-22年对客机数量指引的合计数以及实际完成数量



资料来源：wind，华西证券研究所

注：2021、2022年均以2019年为基数计算的复合增速

图表：2020-2022年当月航空客运周转量相较2019年同期恢复情况 (%)

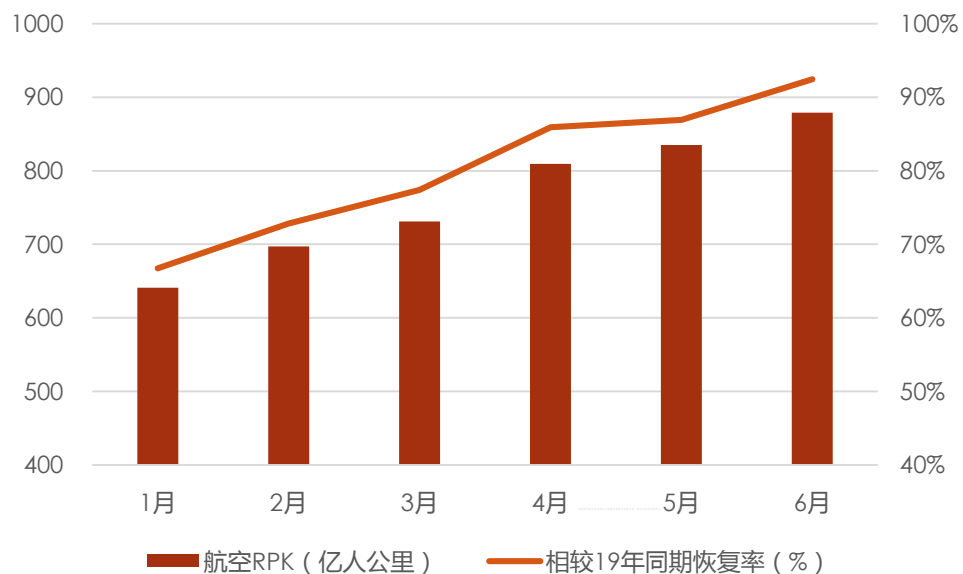


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 市场担心航空出行需求恢复的高度不够

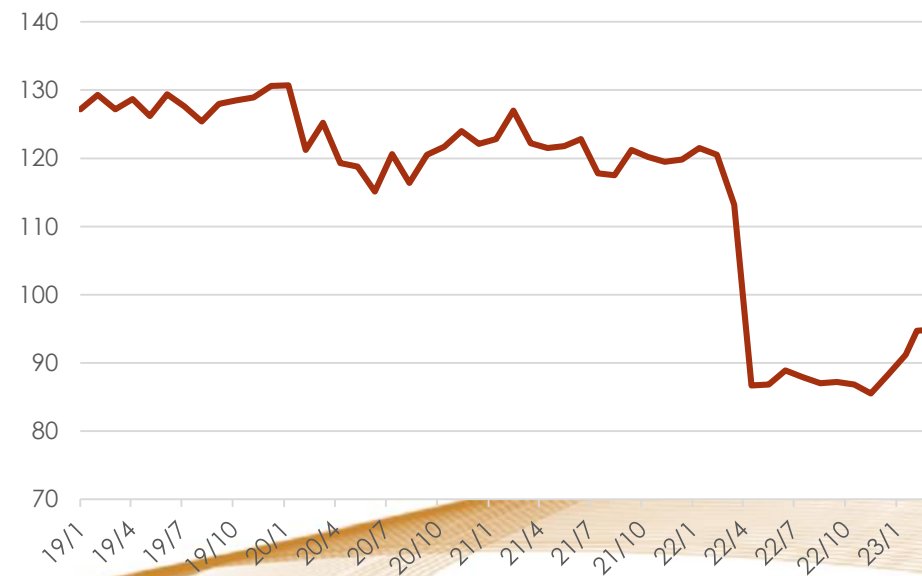
- 支持今年以来航空出行需求增长的两个逻辑：①出行场景的恢复；②2020-2022年期间累计人均可支配收入增幅、以及2023年收入预期增幅在航空出行需求增长上的兑现。
- 从实际情况看：①出行场景恢复带来出行需求恢复在持续兑现；②从收入增长转化为实际增长，中间还间隔着消费倾向。今年以来消费者信心依旧在较低位置，市场担心航空出行需求恢复的高度不够，进而造成航空板块兑现为普通 β 。

图表：2023年当月航空RPK及相较2019年同期恢复率



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：月度消费者信心指数变化趋势

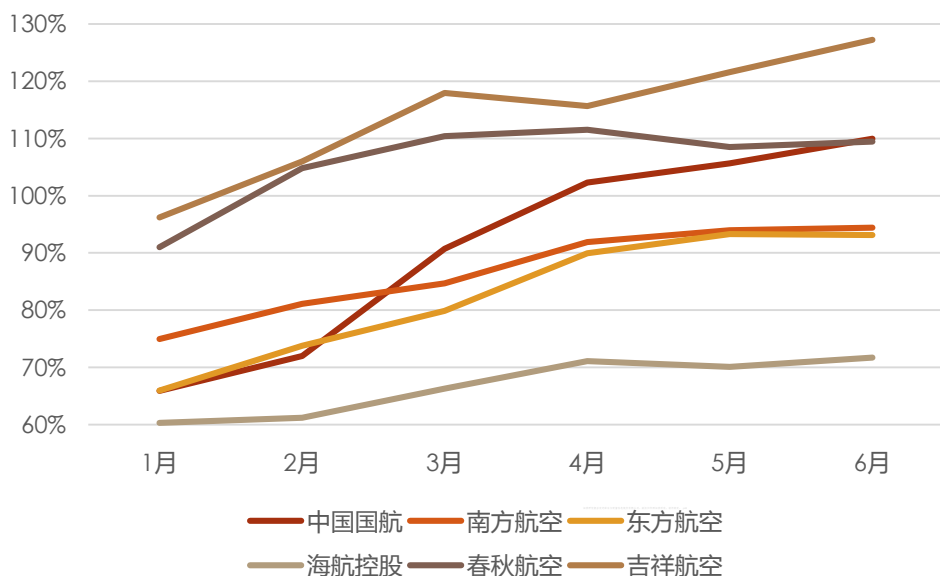


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 市场担心航空出行需求恢复的高度不够

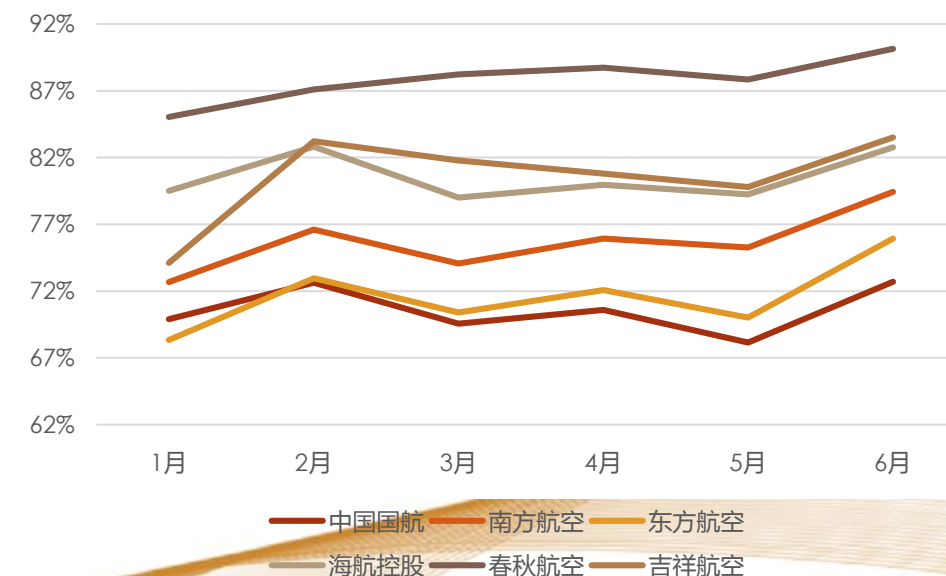
- 我们认为市场对消费倾向担心，有短期问题长期化倾向：①短期消费者信心指数在边际修复，中期必将会均值回归；②即使考虑消费倾向对当期航空出行等可选消费贡献是中性，以2019-2025年为例，城镇居民人均可支配收入累计增长37%（假设23-25年每年同比增长5.5%），同期6大干线航司飞机数量累计增长18%，也具备航空大周期启动的条件。
- 我们认为当期航空股正处于“向下有底、向上有空间”的阶段：①大周期的兑现具备逻辑基础；②行业目前整体尽管依旧在供给大于需求阶段，但供需关系在持续边际改善。

图表：6大上市航司今年以来ASK相较2019年同期恢复率



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：6大上市航司今年以来客座率变化趋势（%）

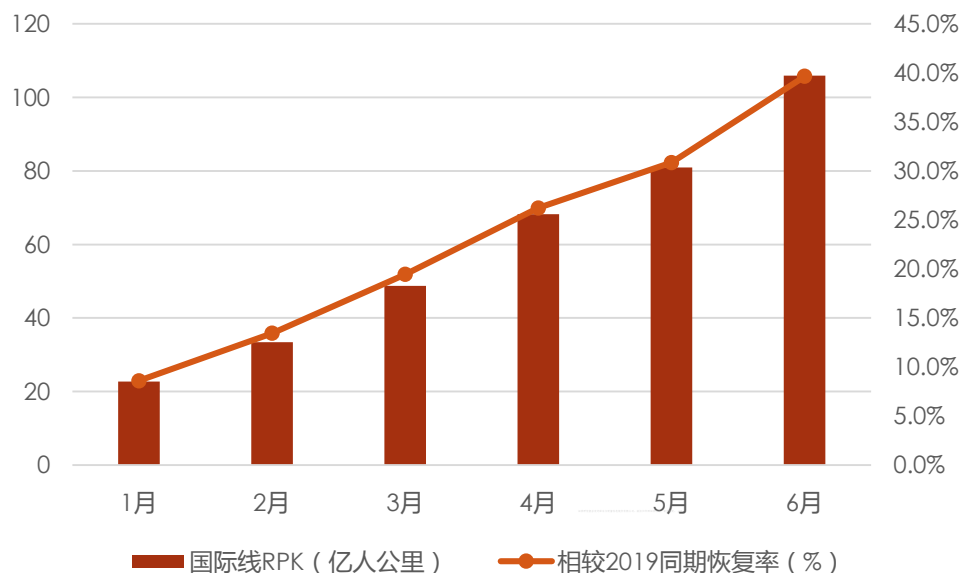


资料来源：wind，华西证券研究所

2.4 市场担心长航线恢复缓慢影响航空大周期兑现

- 今年以来国际航班恢复较慢，2023年6月国际线RPK仅恢复至2019年同期的39.65%。分主要目的国看，第29周（7月17日-23日）中国-美国周出港航班量仅恢复至2019年同期的6.4%。
- 根据携程，2018年中美航线往返旅客近830万人次，同比增长约5.0%。假设2019年同比增长5%至871.5万人、中美直飞平均航距1.2万公里、中国航司50%市占率、平均客座率80%，则中国航司2019年在中美直飞航线投入ASK约654亿座公里，占当年国际线ASK投放的16%。如果加上中国-加拿大直飞航班，我们估算占比20%左右。

图表：2023年当月国际航线RPK及相较2019年同期恢复率



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：第29周（7月17日-23日）中国-主要国际航班量及恢复率（架，%）

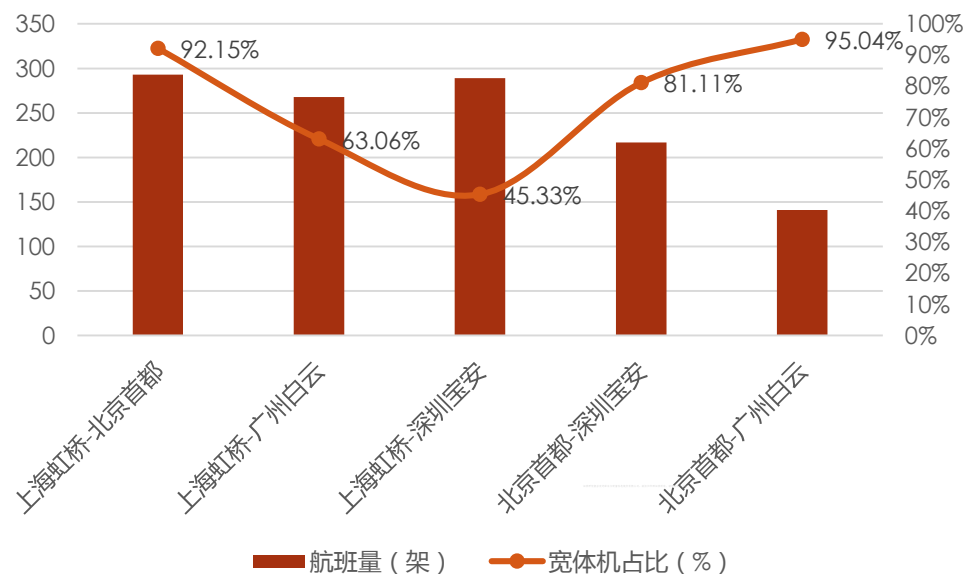


资料来源：航班管家，华西证券研究所

2.4 市场担心长航线恢复缓慢影响航空大周期兑现

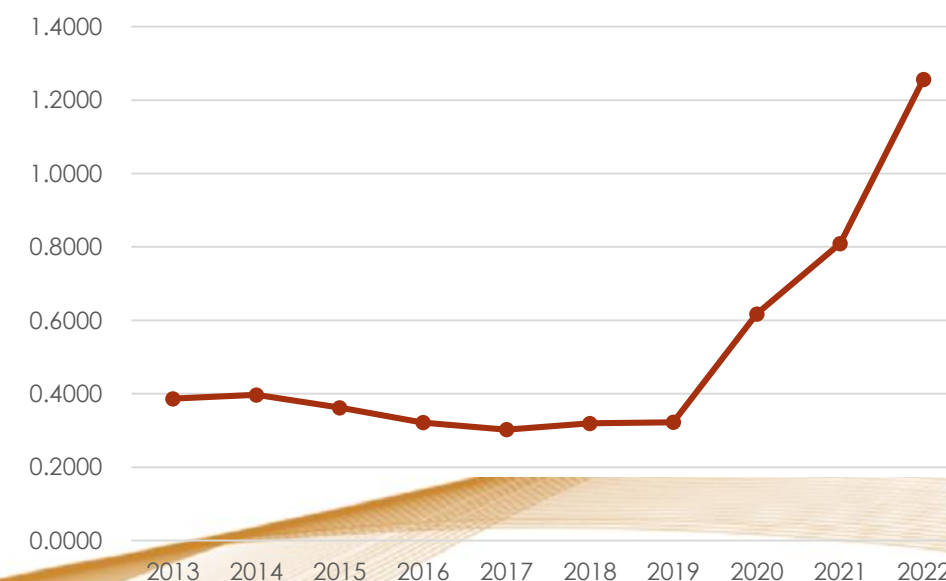
- 市场担心长信恢复缓慢影响航空大周期兑现，主要体现在两个方面：①原本执飞这些航线的宽体机，在国内航线执飞，挤压国内线的盈利弹性；②中美直飞拖累整体国际线需求，影响整体盈利。
- 我们认为：①宽体机只有在国内航线的一线、强二线城市互飞，才具备经济性。而从最新数据看，北上广深互飞航线的宽体机占比已经足够高；②以南方航空为例，2019年国际航线座公里收益0.3226元，而公司平均座公里成本为0.3943元，估算国际线整体毛利率为-22%。如果中美等长航线由于航班供给恢复较慢带来票价上涨的部分（相较19年），能够大于由于飞机利用率下降所带来的单位固定成本上涨的部分，则意味着国际线同样可以实现盈利改善（相较19年）。

图表：第29周（7月17日-24日）重点航线航班量及宽体机占比（架，%）



资料来源：航班管家，华西证券研究所

图表：2013-2019年国际航线座公里收益变化趋势（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

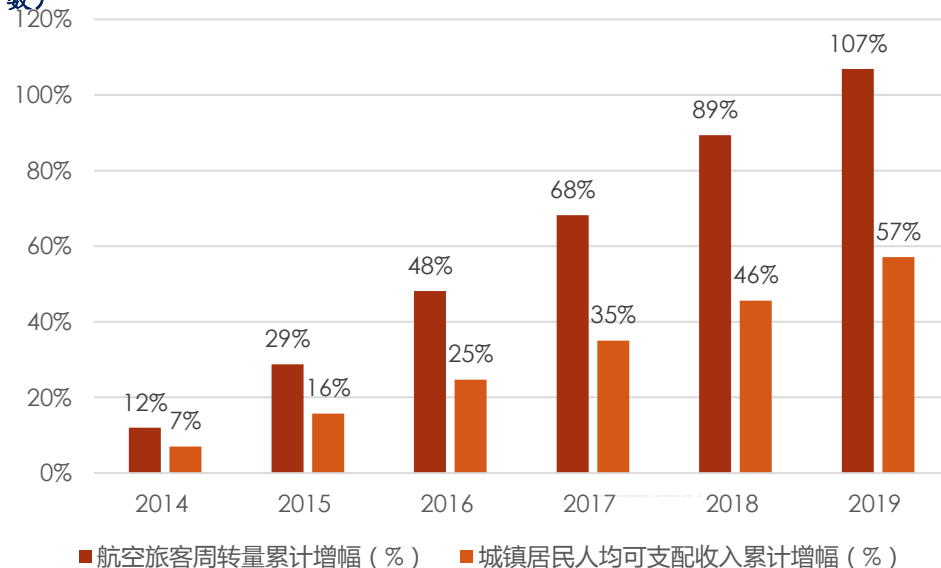


03 投资建议

3 投资建议

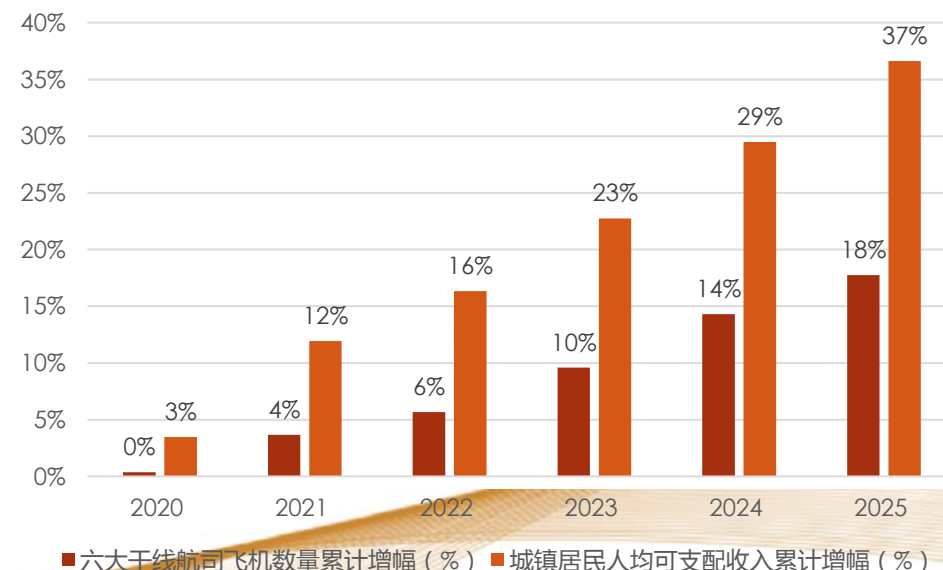
- 我们认为从1-2年角度，即使消费倾向对航空出行等可选消费的贡献为中性，航空依旧具备启动大周期的条件：
- 以2013-2019年为例，城镇居民人均可支配收入累计增长57%，同期航空旅客周转量累计增长107%，中国运输飞机数量累计增长78%（其中南方航空飞机数量累计增长51%，ASK累计增长84%），南方航空客公里收益累计增长-18%。
- 以2019-2025年为例，城镇居民人均可支配收入累计增长37%（假设23-25年每年同比增长5.5%），同期6大干线航司飞机数量累计增长18%（考虑期间引进飞机以窄体机为主，我们估算同期座位数增幅为15%左右）。

图表：2014-2019年航空旅客周转量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（2013年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：6大干线航司飞机数量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（2019年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：6大干线航司为南方航空、中国国航、东方航空、春秋航空、海航控股及吉祥航空

3 投资建议

- 我们认为当期航空股正处于“向下有底、向上有空间”的阶段：①大周期的兑现具备逻辑基础；②行业目前整体尽管依旧在供给大于需求阶段，但供需关系在持续边际改善。
- 我们判断，未来3-5年航空是由 β 主导的投资机会，客观来说，尤其三大航之间择股重要性并不强，更重要的是当期市值、远期预期市值、以及兑现概率这三者之间的匹配程度。短期而言，各家恢复率差异可能造成短期股价回报的差异。
- 从当期数据来看，2023年6月各家RPK相较2019年同期恢复率分别为：吉祥航空（123.7%）、春秋航空（107.6%）、中国国航（99.2%）、南方航空（90.5%）、东方航空（85.5%）、海航控股（70.9%）（注：中国国航自2023年3月并表了山东航空）。

受益公司估值表（盈利预测来自wind一致预期）

股票代码	股票名称	收盘价(元)	重点公司 EPS(元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601111.SH	中国国航	8.83	-2.66	0.17	1.12	1.29	-3.99	51.94	7.88	6.84
600115.SH	中国东航	4.74	-1.68	0.08	0.56	0.65	-2.79	59.25	8.46	7.29
600029.SH	南方航空	6.6	-1.8	0.17	0.76	0.95	-4.21	38.82	-2.37	0.18
601021.SH	春秋航空	62	-3.1	1.98	3.64	4.58	-20.71	31.31	17.03	13.54
603885.SH	吉祥航空	17.6	-1.87	0.6	1.28	1.57	-8.64	29.33	13.75	11.21

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：收盘价采用2024年7月24日收盘价



04 风险提示

4 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，航空出行需求将受到收入和消费倾向的双杀。
- **油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。**油价或汇率的波动，不仅直接影响航空公司成本费用项，还将间接影响航空出行需求。目前市场能够看得清过去及未来几年飞机增速大幅下降，对疫情后供需关系改善带来的航空高景气度周期有较强预期。如果届时油价大幅上涨或汇率大幅度贬值，虽然不会改变航空出行板块景气向上的方向，但依旧有可能使得景气向上的幅度不及预期。

5 华西交运团队近期深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

序号	外发日期	报告类型	报告标题
1	2022年7月13日	快递行业深度	快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演
2	2022年7月24日	公司深度	韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头
3	2022年8月9日	航空行业深度	航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望
4	2022年9月5日	公司深度	宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业
5	2022年9月13日	公司深度	春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头
6	2022年10月8日	航运行业深度	航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架
7	2022年10月16日	公司深度	兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头
8	2022年11月1日	投资策略报告	2023年交运物流行业投资策略：把握高景气油运和化工品物流
9	2022年11月15日	航运行业深度	航运系列深度研究 II：成品油轮行业研究框架
10	2022年12月4日	公司深度	顺丰控股（002352.SZ）：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？
11	2023年4月25日	公司深度	南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇
12	2023年5月9日	公司深度	北部湾港（000582.SZ）：产业转移推动公司持续高增长
13	2023年5月26日	公司深度	招商局港口（00144.HK）：深耕“一带一路”布局，打造世界一流港口综合服务商
14	2023年6月12日	公司深度	招商轮船（601872.SH）：油散双驱的综合性航运龙头
15	2023年6月18日	公司深度	中远海能（600026.SH）：全球领先的能源运输龙头

资料来源：华西证券研究所

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。12年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、旅游免税、家装建材等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去评估公司当期、以及远期的合理估值。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等领域。

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>

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。

谢谢！