

航空运输

证券研究报告
2021年07月08日

周期主导投资机会——航空业投资研究框架

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com
高晟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《航空运输-行业点评:局地疫情扰动回暖进程, 2021 年复苏趋势仍明确》2020-12-15
- 《航空运输-行业点评:国内线运量基本恢复, 客座率降幅大幅收窄》2020-10-18
- 《航空运输-行业点评:国内线持续复苏需求回暖, 继续看好航空中期景气》2020-09-16

● 航空股不适合长期投资

经济增长带动公商务出行需求, 中国的航空客运需求持续增长; 收入提升带动消费升级, 航空客运量在交通客运总量中的占比持续上升。因此, 航空股容易形成适合长期价值投资的错觉。但是 2001-2020 年, 全球航空业平均 ROE 为 4.4%、中国为 1.9%, 盈利能力差; 2010-20 年中国航空指数和三大航的股价是下跌的, 股价投资回报率低, 意味着航空股不适合长期投资。

● 航空股适合周期投资

航空业的盈利和股价周期性强。宏观经济波动、突发事件等导致航空业盈利呈现周期波动。股价受大盘指数、行业盈利、燃油价格等影响, 也呈现周期波动, 而且中国航空股价指数的波动性高于主要股票指数。这给航空股的周期投资提供了机会。

航空股周期性投资机会已经来临。2020 年新冠疫情在全球蔓延导致航空业盈利处于历史低估, 航空股股价也处于较低水平。波音 737max 事故导致 2019 年全球客机交付量减少, 2020 年疫情导致交付量进一步大幅减少, 预计航空业亏损将使未来数年的新订单量和交付量处于低谷。随着疫情缓解、需求恢复, 航空业供需错配有希望使盈利进入上行期。

● 油价下跌带来航空股投资机会

短期内, 航空的需求价格弹性大、供给价格弹性小, 当燃油价格低于征收燃油附加费的临界, 燃油成本变化主要由航空公司承担。当燃油价格大幅下跌, 票价跌幅往往较小, 航空公司享受低油价红利, 盈利大幅增长, 带来航空股投资机会。但是长期看, 燃油成本变动通过运力调整来实现供需平衡和回报率均值回归。

投资建议: 1、关注受益于国际航班恢复的中国国航、东方航空和南方航空。
2、关注油价下跌时带来的航空股投资机会。

风险提示: 疫情反复, 油价上涨, 人民币贬值

内容目录

1. 航空股不适合长期投资.....	4
1.1. 航空需求持续增长.....	4
1.2. 长期投资回报率低.....	6
2. 航空股适合周期投资.....	7
2.1. 行业周期性强.....	7
2.2. 股价波动幅度大.....	9
2.3. 周期投资机会来临.....	10
3. 油价下跌带来投资机会.....	10
3.1. 需求弹性大，票价波动小.....	10
3.2. 油价下跌红利，航司占大头.....	11
3.3. 汇率波动对股价影响小.....	12
4. 投资建议.....	13
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 2019 年世界主要经济体人均乘机次数与人均 GDP 相关.....	4
图 2: 民用航空旅客周转量增速与经济增速相关.....	4
图 3: 2019 年世界主要经济体人均乘机次数.....	5
图 4: 中国人均居民可支配收入变化趋势及预测.....	5
图 5: 2001-2020 年民用航空客运量在交通运输体系中的占比.....	5
图 6: 铁路与民用航空旅客运输平均运距的差距扩大.....	6
图 7: 高铁和民用航空客运量增速比较.....	6
图 8: 全球航空业和中国航空业长期投资回报率.....	7
图 9: 全球航空客运量与中国航空客运量同比增速.....	8
图 10: 全球航空业的盈利周期性.....	8
图 11: 中国航空业的盈利周期性.....	8
图 12: 全球航空股股价呈现周期性.....	8
图 13: 国内航空股股价呈现周期性.....	9
图 14: 2010-2020 年航空指数的波动性高于主要指数.....	9
图 15: 航空指数相对大盘指数的波动幅度.....	9
图 16: 历年全球航空客运量同比增速.....	10
图 17: 中国在册飞机同比增速.....	10
图 18: 2019-2020 年客机交付量大幅下滑.....	10
图 20: 因私旅客的需求价格弹性大.....	11
图 21: 航空公司的票价比较稳定.....	11
图 22: 国内主要航司的燃油成本占比.....	11
图 23: 国内主要航司销售净利率与油价.....	11

图 24: 短期看, 航空燃油成本难以向票价传导	12
图 25: 长期看, 航空燃油成本能够向票价传导	12
图 26: 三大航股价与人民币汇率	12
图 27: 人民币兑美元升值 1%, 航企净利增厚	13
表 1 航空指数和主要航司的年化收益率	7

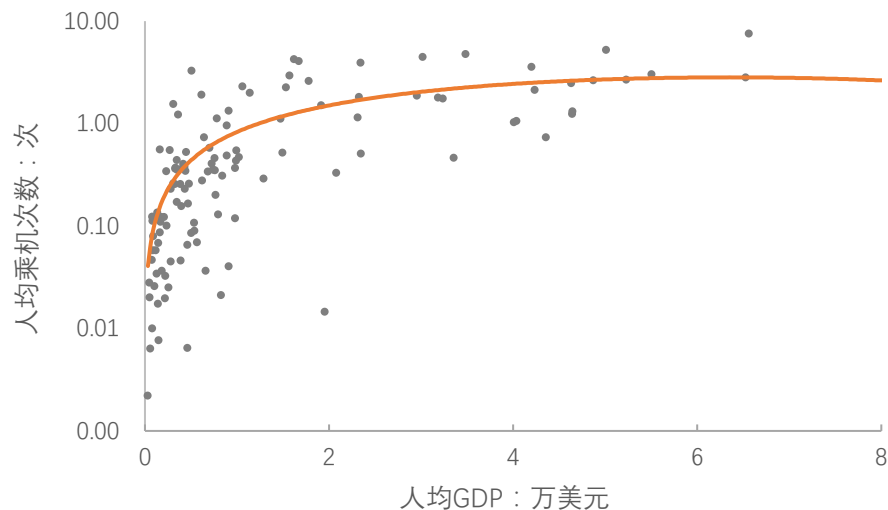
1. 航空股不适合长期投资

经济增长带动公商务出行需求，中国的航空客运需求持续增长；收入提升带动消费升级，航空客运量在交通客运总量中的占比持续上升。因此，航空股容易形成适合长期价值投资的错觉。但是 2001-2020 年，全球航空业平均 ROE 为 4.4%、中国为 1.9%，盈利能力差；2010-20 年中国航空指数和三大航的股价是下跌的，股价投资回报率低，意味着航空股不适合长期投资。

1.1. 航空需求持续增长

经济增长推动航空需求增长。航空运输业兼顾商务需求和因私出行需求，表现出可选消费属性。航空业与宏观经济具有较强的相关性，当宏观经济向好，企业盈利改善带动商务旅客的出行需求，居民收入水平提升带动因私出行需求。随着经济结构转型，居民出行消费升级将成为航空需求的有力支撑，航空消费属性增强。

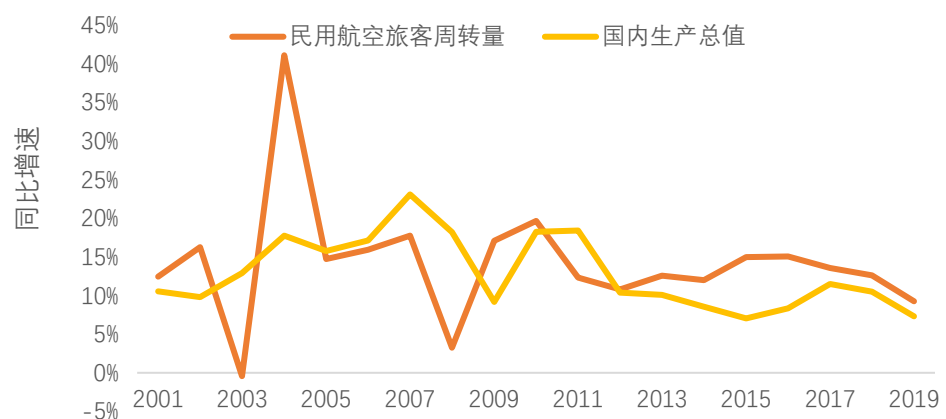
图 1：2019 年世界主要经济体人均乘机次数与人均 GDP 相关



资料来源：IATA，天风证券研究所

航空客运量与经济周期波动相关。中国民用航空旅客周转量同比增速与国内生产总值同比增速高度相关，个别年份滞后相关。经济增速影响商务活动和居民消费，从而影响航空需求，表现为客运量波动。

图 2：民用航空旅客周转量增速与经济增速相关

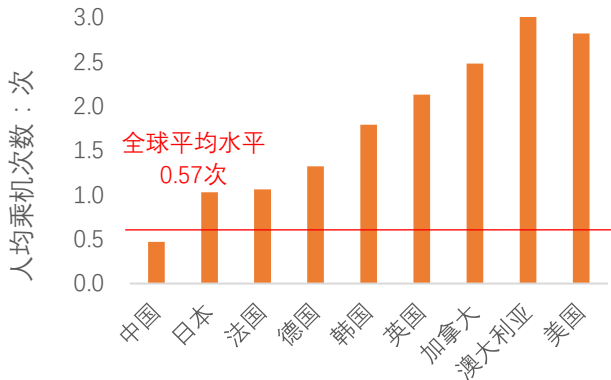


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

中国人均乘机次数增长空间大。2019 年中国人均乘机次数是 0.47 次，相比于 2010 年增长了 136%，但是仍然低于全球人均乘机次数 0.57，更远低于欧美发达国家。随着经济增长和

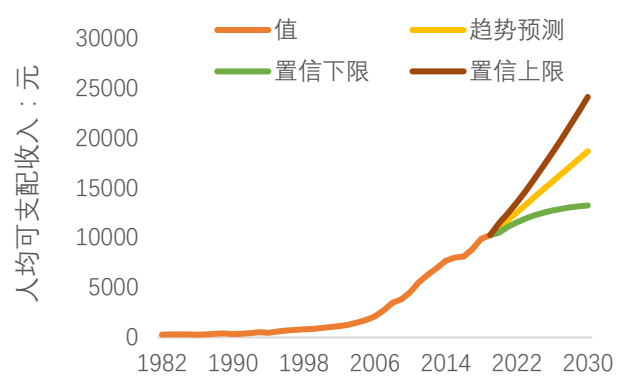
居民收入提升，人均乘机次数有望增加。2019-30年，中国人均居民可支配收入如果年化增速保持6%，那么到2030年将增长90%，人均乘机次数有望随之增长到1左右。

图 3：2019 年世界主要经济体人均乘机次数



资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 4：中国人均居民可支配收入变化趋势及预测



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费升级推动航空需求增长。2001-2020年，中国民用航空客运量在交通客运总量中占比从0.5%逐步攀升，2019年占比已经达到3.7%。随着疫情缓解，交通出行将恢复正常，消费升级带来航空出行需求扩大，有望使航空客运量占比继续上升。

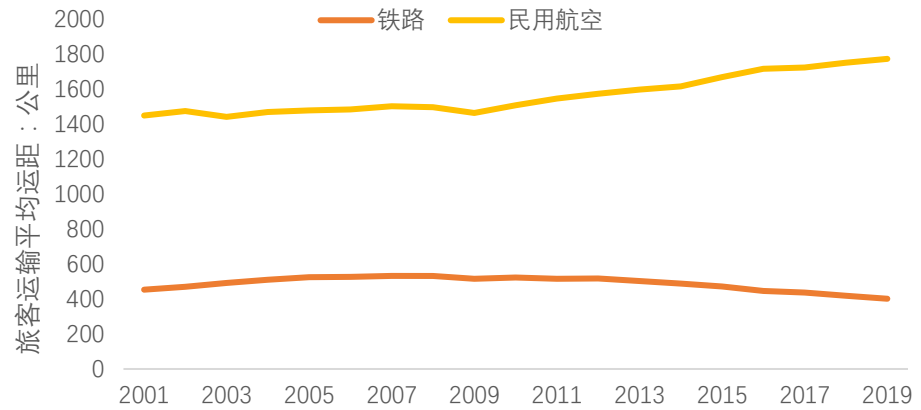
图 5：2001-2020 年民用航空客运量在交通运输体系中的占比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

高铁对航空的分流减弱。高速铁路对短途航空出行需求分流明显，但中长途航空客运仍然具有优势。高铁乘客的平均出行距离为不超过500公里，2014-19年呈下降趋势。民用航空旅客平均运距从2009年开始加速上升，2019年已经达到1774公里。随着两者平均运距的差距扩大，高铁的分流作用将减弱。

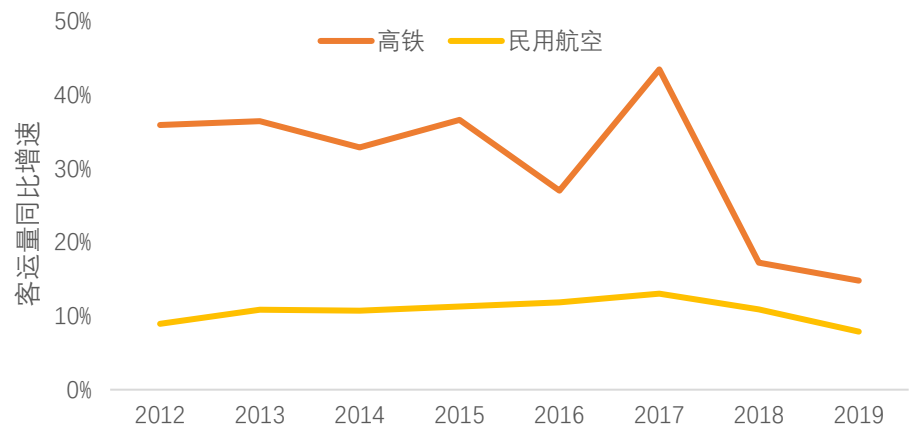
图 6：铁路与民用航空旅客运输平均运距的差距扩大



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

高铁、航空有望形成错位协同局面。中国高铁客运量增速逐步放缓，2019 年下滑至 15%，接近 2015-19 年民用航空客运量平均增速。到 2020 年底，全国性高速铁路中长途网络基本完成，未来高铁分流的影响趋于稳定。随着“航空+高铁”运输服务体系的完善，民用航空与高铁的竞合关系加强，有望促进民航客运量增长。

图 7：高铁和民用航空客运量增速比较

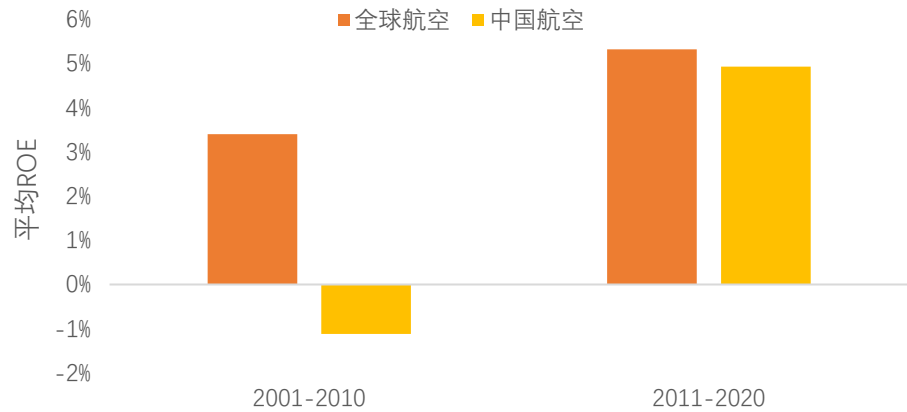


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

1.2. 长期投资回报率低

航空业长期投资回报率低。股票的长期投资回报率取决于公司的 ROE。2001-2020 年，全球航空业平均 ROE 为 4.4%，中国为 1.9%，航空业长期平均 ROE 意味着股票长期投资回报率低。因此，航空业不适合长期投资。

图 8：全球航空业和中国航空业长期投资回报率



资料来源：Wind，天风证券研究所

航空股不具备长期投资下的超额收益。从航空指数和国内主要航司的股价年化收益率来看，多数为负值，难以获得长期投资下的超额收益，仅春秋航空表现较好。

表 1 航空指数和主要航司的年化收益率

股票	期初	期末	年化收益率
航空指数	2010/1/4	2020/12/31	-0.21%
南方航空	2010/1/4	2020/12/31	-1.10%
东方航空	2010/1/4	2020/12/31	-2.26%
中国国航	2010/1/4	2020/12/31	-1.13%
吉祥航空	2016/1/4	2020/12/31	-11.53%
春秋航空	2015/1/21	2020/12/31	27.77%

资料来源：wind，天风证券研究所

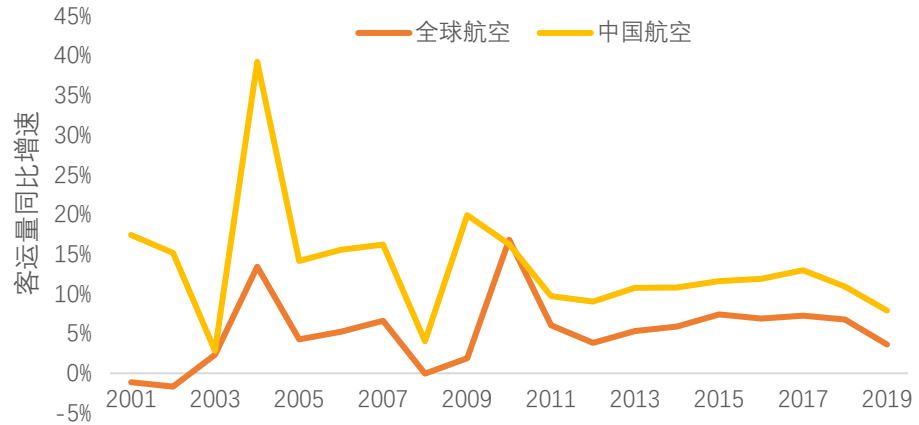
2. 航空股适合周期投资

航空股周期性投资机会已经来临。航空业的盈利和股价周期性强，给航空股的周期投资提供了机会。2020 年新冠疫情在全球蔓延导致航空业盈利处于历史低估，航空股股价也处于较低水平。波音 737max 事故导致 2019 年全球客机交付量减少，2020 年疫情导致交付量进一步大幅减少。预计全球航空业亏损将使未来数年的新订单量和交付量处于低谷。随着疫情缓解、需求恢复，航空业供需错配有希望使盈利进入上行期。

2.1. 行业周期性强

航空需求具有周期性。航空业对宏观经济波动具有较强的敏感度，航空客运量增速呈现周期性特征。无论是全球航空业还是中国航空业，客运量经常受外部冲击影响。2001 年美国“911 事件”导致全球航空客运量下滑，2003 年 SARS 在国内蔓延导致航空需求增速下滑，2008 年次贷危机导致全球航空需求触底，2020 年新冠疫情导致全球航空客运量骤降。

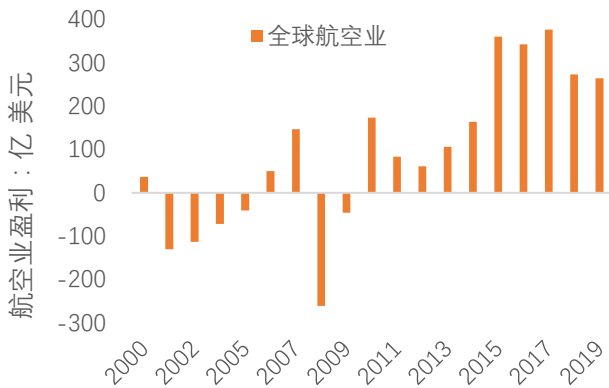
图 9：全球航空客运量与中国航空客运量同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

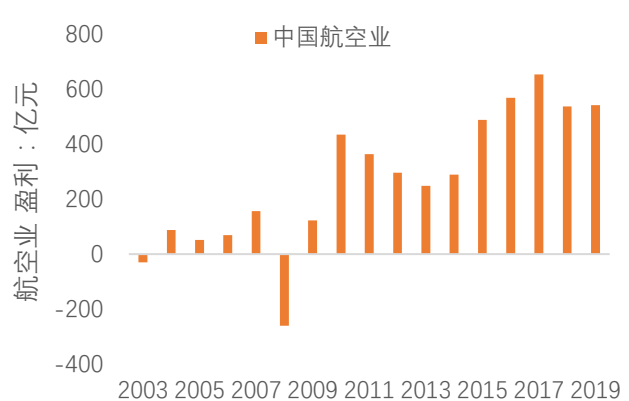
航空业盈利呈现周期性。供需关系变动、油价的周期性以及汇率的变动，均会对航空公司的盈利产生影响。从全球整体来看，航空业盈利经历周期性波动，21 世纪以来出现了两次较大幅度的下滑。纵观中国航空业，盈利同样具有周期性，受到油价涨跌、高铁分流等多种因素影响，行业盈利亦存在波动。

图 10：全球航空业的盈利周期性



资料来源：IATA，天风证券研究所

图 11：中国航空业的盈利周期性



资料来源：中国民用航空局，天风证券研究所

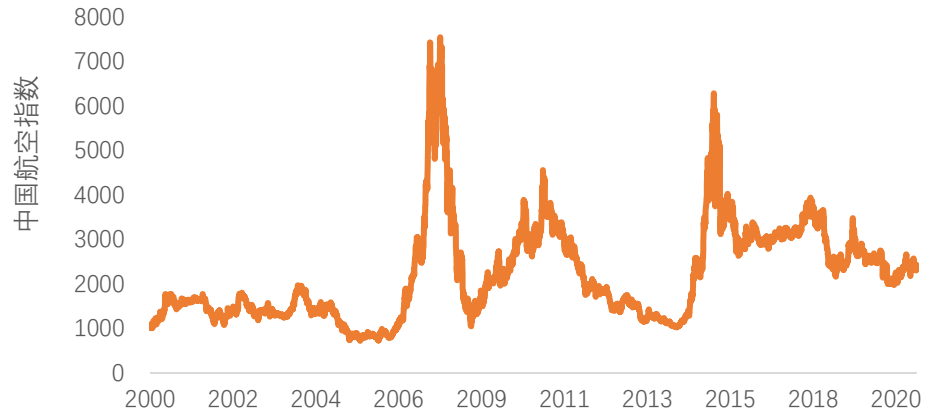
航空股股价呈现周期性。无论是全球航空指数还是中国航空指数，都呈现周期波动。航空股股价的周期主要受大盘指数、供需、油价、汇率等因素的影响。2008 年全球次贷危机使得行业历经亏损，航空指数的股价受到悲观预期的影响陷入低谷。随着基本面的不断修复，股价回升。

图 12：全球航空股股价呈现周期性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：国内航空股股价呈现周期性

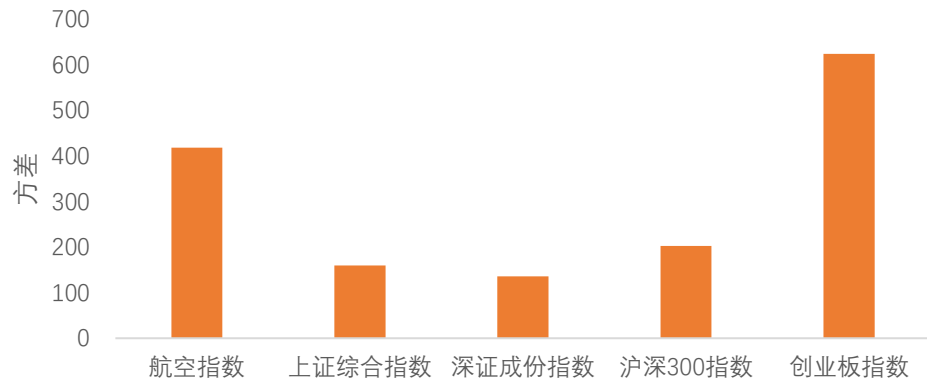


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 股价波动幅度大

航空股股价波动性大。受宏观经济、行业政策、突发事件等影响，航空指数波动幅度大。2010-2020年，航空指数方差高于主要股票指数，意味着航空股投资需要承担更大的风险。

图 14：2010-2020 年航空指数的波动性高于主要指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

航空指数的低点更低、高点更高。把主要股票指数在 2010 年初设置为 1000，对比 2010-2020 年的波动，发现航空指数在牛市中涨幅大、熊市中跌幅大。但是到 2020 年底，航空指数反而低于主要股票价格指数。

图 15：航空指数相对大盘指数的波动幅度

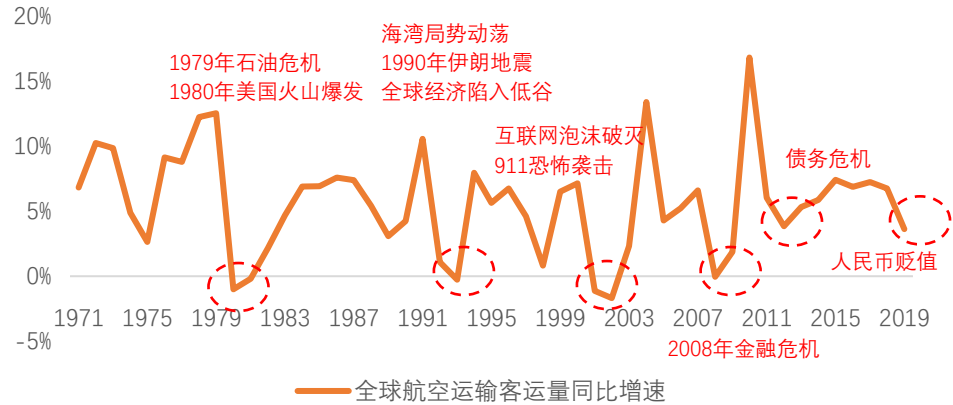


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 周期投资机会来临

危机孕育航空周期投资机会。1970年代以来，航空业遭受了过战争、灾害、金融危机等影响。当危机来临，航空需求受到巨大冲击，全球航空客运量同比增速跌至低谷。危机过后，航空需求先恢复，再进一步增长。此次新冠疫情对航空业的冲击远超于历史，有望在估值方面以及盈利修复形成大周期。得益于国内疫情控制情况良好，国内民航业复苏速度领先于全球，率先开启盈利修复周期。

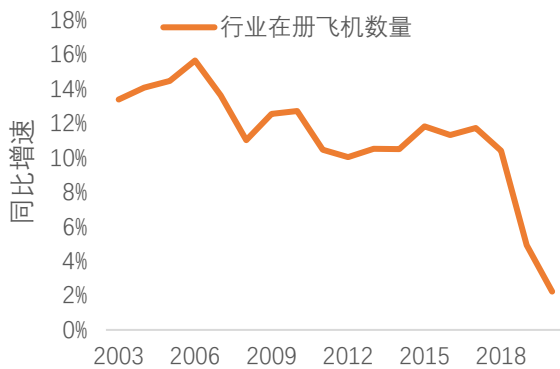
图 16：历年全球航空客运量同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

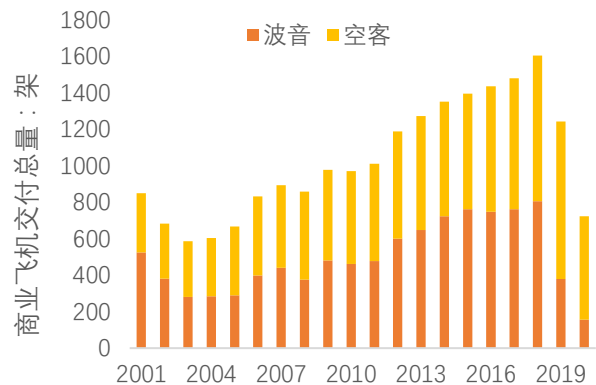
疫情期间飞机交付量减少，运力增长放缓。2015-2019年，我国客机数量增速下滑，航空公司客运供给紧缩的趋势初显端倪。新冠疫情之下，多数航空公司经营困难、缩减资本开支，波音和空客的客机交付总量大幅下滑。新增运力减少，有望在需求恢复后孕育新一轮周期。

图 17：中国在册飞机同比增速



资料来源：中国民用航空局，天风证券研究所

图 18：2019-2020 年客机交付量大幅下滑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 油价下跌带来投资机会

短期内，航空的需求价格弹性大、供给价格弹性小，当燃油价格低于征收燃油附加费的临界，燃油成本变化主要由航空公司承担。当燃油价格大幅下跌时，票价跌幅往往较小，航空公司享受低油价红利，盈利大幅增长，带来航空股投资机会。但是长期看，燃油成本变动通过运力调整来实现供需平衡和回报率均值回归。

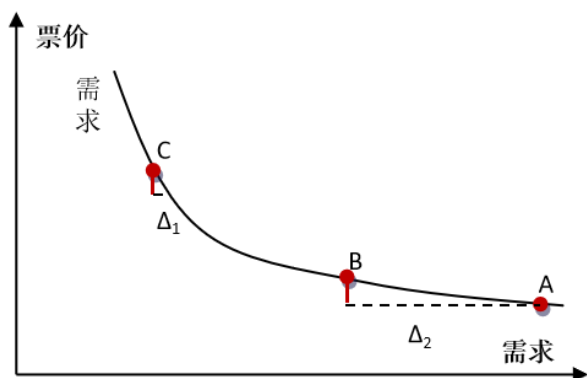
3.1. 需求弹性大，票价波动小

航空作为可选消费，需求弹性大。航空需求兼顾商务需求和因私出行需求。因私出行包括旅游、探亲等，对票价敏感。票价的小幅变动，会带来客运量的较大幅度变动。

航空票价波动较小。2015-20 年油价大幅波动导致航空公司单位成本大幅波动，但是客公

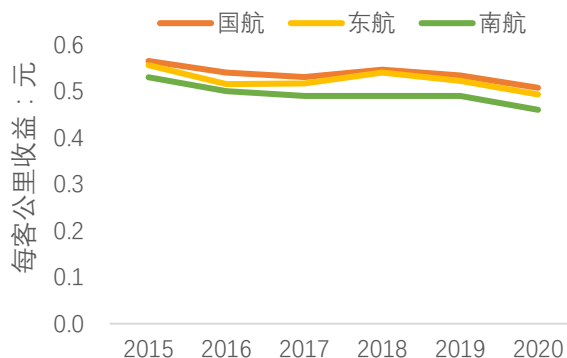
里收益相对稳定，波动幅度较小。航空公司的客座率也保持在稳定的水平。

图 19：因私旅客的需求价格弹性大



资料来源：天风证券研究所

图 20：航空公司的票价比较稳定

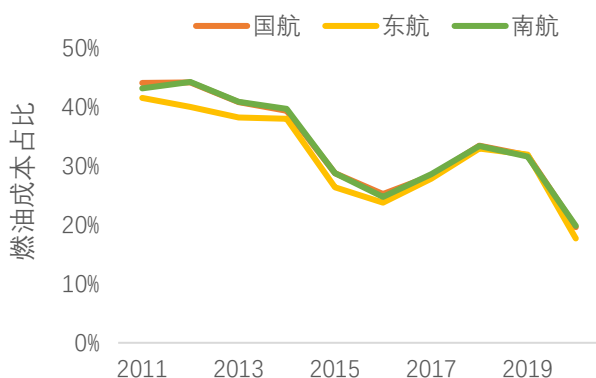


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 油价下跌红利，航司占大头

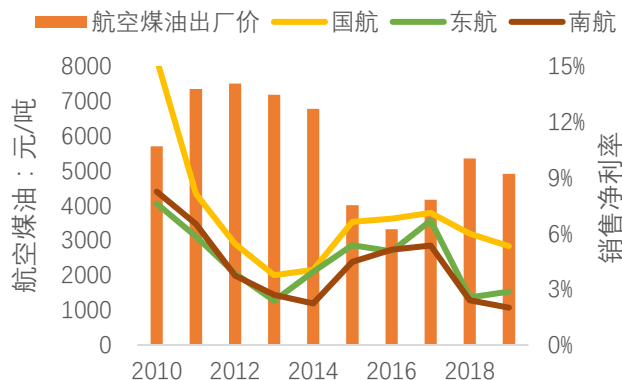
油价对航空公司盈利影响大。对于航空公司而言，燃油成本约占航空业务成本的 30%，最高接近 45%。因此，燃油价格的波动会对航空公司的利润造成较大影响。当行业供需稳定时，油价波动带来的燃油成本变化将直接影响航空公司业绩。从三大航司的数据来看，油价和航空公司的利润率呈反向变动。

图 21：国内主要航司的燃油成本占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

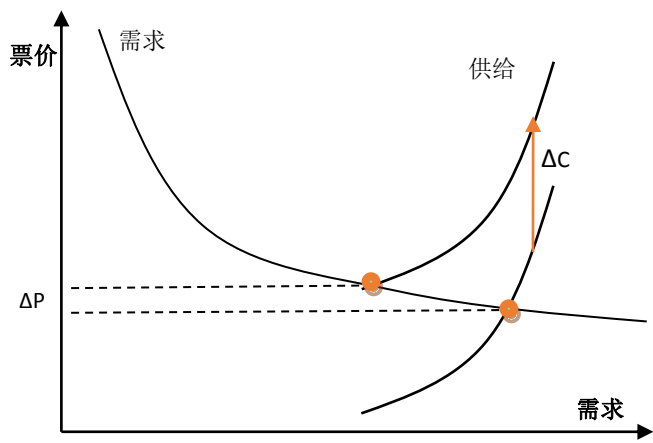
图 22：国内主要航司销售净利率与油价



资料来源：Wind，天风证券研究所

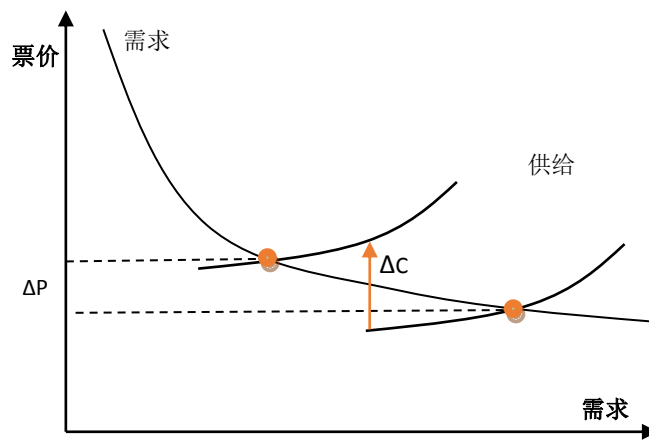
短期燃油成本变化难以向票价传导。成本传导能力取决于需求价格弹性，而非行业集中度。航空因私旅客对票价敏感，需求价格弹性高，成本难以传导。而航空公司短期运力供给刚性，难以调整。所以，当航空煤油价格低于征收燃油附加费的临界时，燃油成本变化主要由航空公司承担；当高于临界时，可以通过燃油附加费来转嫁成本。

图 23：短期看，航空燃油成本难以向票价传导



资料来源：天风证券研究所

图 24：长期看，航空燃油成本能够向票价传导



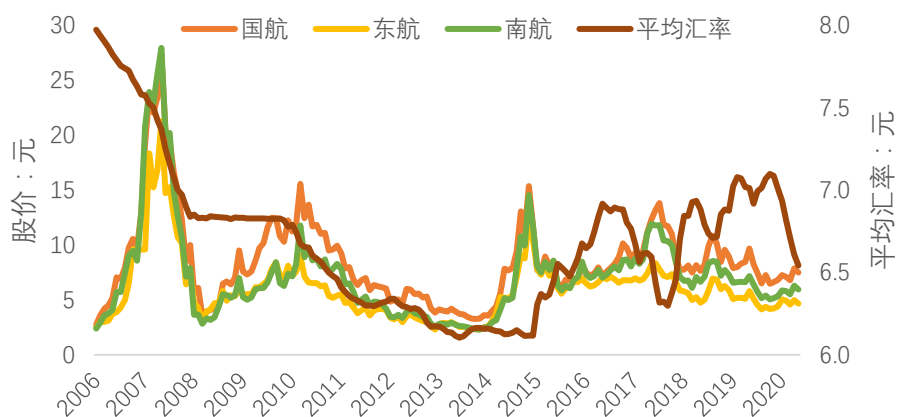
资料来源：天风证券研究所

长期燃油成本传导通过调节运力来完成。航空公司根据投资回报率来调整运力变化，高油价导致航空公司短期盈利下滑，也会导致航空公司运力投放减少，实现合理回报率下的供需平衡。航空公司运力投放和退出，表现为长期供给曲线的平坦化。

3.3. 汇率波动对股价影响小

航空业股价涨跌受汇率影响较小。从三大航股价与人民币汇率的历史波动看，两者并不存在明显的相关关系。航空业股价受到大盘指数、供需、油价等多重因素的影响，汇率只是其中之一，而且是影响较小的因素。

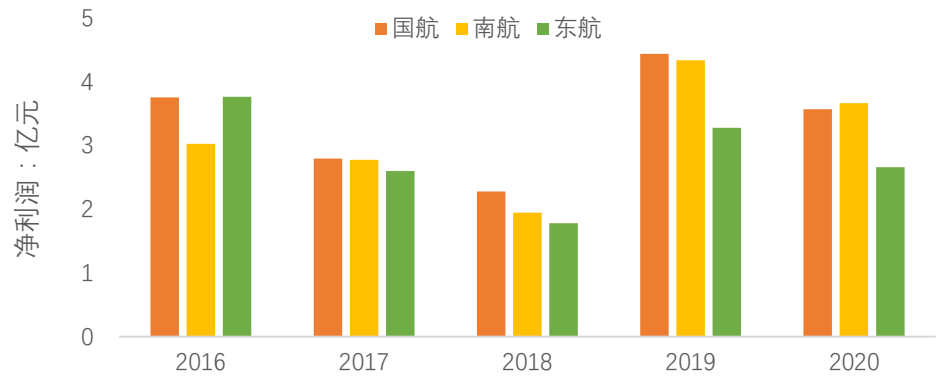
图 25：三大航股价与人民币汇率



资料来源：wind，天风证券研究所

汇率波动影响报表利润，但对公司价值影响较小。汇率变化时，航空公司基于会计谨慎原则，对外币负债价值重估，但并未对等的对资产价值进行重估，因此产生汇兑损益，影响当期利润。国际航线的部分外币收入，也会对冲汇率变化对外币负债的影响。长期视角看，汇兑损益带来的超额回报，将通过运力调整来消纳，对公司价值影响小。

图 26：人民币兑美元升值 1%，航企净利增厚



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

关注受益于国际航班恢复的中国国航、东方航空和南方航空。如果国际航班恢复，飞机利用率有望明显回升，带动航空公司盈利恢复。三大航的宽体机数量多，如果国际航班恢复，受益将较大。

关注油价下跌时带来的航空股投资机会。如果欧佩克增加原油产量，新能源对石油消费的替代增加，油价可能下跌，促使航空公司盈利增长。

5. 风险提示

疫情反复

新冠疫情持续时间超出市场预期，疫苗接种进度不及预期。海外疫情引发的更多变异病毒传播或将全球共性复苏的时间再次推迟，国际航空需求恢复缓慢。

油价上涨

随着疫情缓解、全球经济复苏，石油需求将恢复，推动油价上涨。由于燃油成本上升难以传导到票价上，所以会对航空公司盈利产生负面影响。如果短期内油价大幅上涨，那么可能导致航空公司盈利大幅下滑。

人民币贬值

航司持有较大外币负债，人民币大幅贬值会带来较大汇兑损失，减损当期盈利。尽管人民币汇率波动对航空公司价值影响不大，但是可能影响投资者对航空公司的估值，从而影响股价。

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标的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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com