

航空机场行业中报预告点评

三重压力下亏损延续，持续看好疫情消退后的投资机会

超配

核心观点

航空机场公司披露中报预告，业绩大幅亏损符合预期。各航空、机场公司集中披露 2022 年中报预告。二季度民航客流量仅为 4182 万人次，同比降 70.8%，相比疫情前同期降 74.0%。除需求显著承压外，国际油价持续破百，航油价格保持高位，叠加汇率贬值带来汇兑损失，需求、油价、汇率三杀，民航业录得全面亏损，上半年民航业亏损 1089 亿元，超过 20、21 年全年。机场板块表现稍好，由于国际旅客量持续低迷，国际客对应的航空及非航收入已经超过两年维持低位，且国内线旅客对机场的业绩贡献相对较小，因此尽管国内线客流断崖式下滑，但各机场业绩亏损边际变化并不十分显著。整体来看，各公司亏损幅度基本符合预期。

静待柳暗花明，看好长期投资机会。伴随着经济增长和飞机引进的持续降速，我国民航业的理论供需缺口已经出现。目前美国民航业显著恢复，或许可以作为我国民航业未来复苏趋势的参考。我国民航已经进入暑运运营，航班量整体仍在恢复中，期待疫情对我国民航业的影响逐步消退，并最终迎来全面的景气周期。枢纽机场的业绩回归仍需等待国际线的全面解禁，未来我们终将迎来国门的全面开放。目前枢纽机场的航站楼资源产能瓶颈已经突破，且前期白云机场坚持高扣点或说明机场免税议价权并未有本质上变化，预计疫情消退后机场业务量及收入业绩规模有望迅速回归乃至超越疫情前水平。

投资建议：

航空板块：疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场板块：当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率波动，疫情持续超预期，安全事故

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601111.SH	中国国航	买入	10.31	128252	-0.78	0.19	-13.2	54.3
601021.SH	春秋航空	买入	52.00	47656	-0.04	3.14	-1300.0	16.6
600009.SH	上海机场	买入	51.80	99816	-0.70	0.64	-74.0	80.9
600004.SH	白云机场	买入	13.92	32945	-0.23	0.12	-60.5	116.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

交通运输 · 航空机场

超配 · 维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

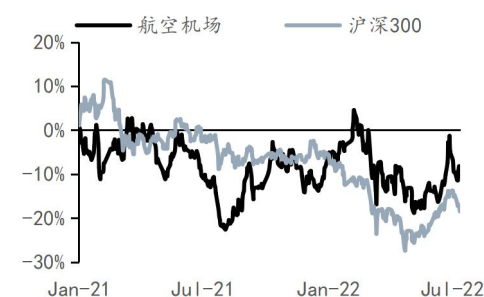
证券分析师：曾凡喆

010-88005378

cnzengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《航空机场行业一季报点评-客流承压普遍亏损，重视疫情消退后的反转机会》——2022-05-03
- 《国信证券-航空机场行业快评-立春时犹寒，暖风不再远》——2022-02-06
- 《航空机场点评：辉瑞新冠特效药效果显著，航空机场预期拐点强化》——2021-11-08
- 《航空机场点评：新冠特效药现突破，航空机场预期拐点出现》——2021-10-07
- 《航空机场业 2013 年投资策略：决战，在二季度》——2012-12-26

内容目录

各航空、机场公司披露 2022 年中报预告	4
三重压力下，二季度各公司亏损扩大	4
航空板块	4
机场板块	7
静待柳暗花明，看好长期投资机会	8
航空板块：周期反转逻辑不改	8
机场板块：继续看好机场消费场景，看好长期投资价值	12
投资建议	13
风险提示	13
免责声明	14

图表目录

图 1: 民航旅客运输量	5
图 2: 民航季度旅客运输量及同比增速	5
图 3: 航空煤油出厂价	5
图 4: 美元兑人民币汇率	5
图 5: 大航单季度业绩走势	7
图 6: 民营航司单季度业绩走势	7
图 7: 各机场旅客吞吐量 (万人次)	7
图 8: 各机场业绩走势	7
图 9: 我国民航运输飞机数量	8
图 10: 客机逐月引进数量	8
图 11: 我国 GDP 同比增速	9
图 12: 我国城镇居民可支配收入	9
图 13: 美国主要航司客流恢复情况	9
图 14: 美国主要航司各航线载运率情况	10
图 15: 美国主要航司运价表现情况	10
图 16: 我国民航国内线客运航班量走势	11
图 17: 我国民航国际线客运航班量走势	11
表 1: 各航司 2022 年中报预告情况	4
表 2: 各机场 2022 年中报预告情况	4
表 3: 各航司 2022 年上半年客运业务数据	6
表 4: 各航司 2022 年二季度客运业务数据	6

各航空、机场公司披露 2022 年中报预告

各航空、机场公司集中披露 2022 年中报预告，由于二季度疫情扰动显著，民航客流持续低迷，各航司、机场录得全面亏损。

表1：各航司 2022 年中报预告情况

单位：百万	1Q22	中报预告下沿	中报预告上沿	中报预告中值	2022
中国国航	-8899.9	-21000.0	-18500.0	-19750.0	-10850.1
南方航空	-4496.0	-12100.0	-10200.0	-11150.0	-6654.0
中国东航	-7760.0	-19500.0	-17000.0	-18250.0	-10490.0
海南航空	-3598.7	-12960.0	-11950.0	-12455.0	-8856.3
春秋航空	-437.0	-1300.0	-1200.0	-1250.0	-813.0
吉祥航空	-544.0	-1920.0	-1620.0	-1770.0	-1226.0
华夏航空	-453.8	-1050.0	-850.0	-950.0	-496.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2：各机场 2022 年中报预告情况

单位：百万	1Q22	中报预告下沿	中报预告上沿	中报预告中值	2022
上海机场	-508.5	-1290.0	-1230.0	-1260.0	-751.5
白云机场	-82.7	-569.9	-466.3	-518.1	-435.4
深圳机场	-298.8	-630.0	-600.0	-615.0	-316.2
厦门空港	6.3	7.6	10.3	8.9	2.6

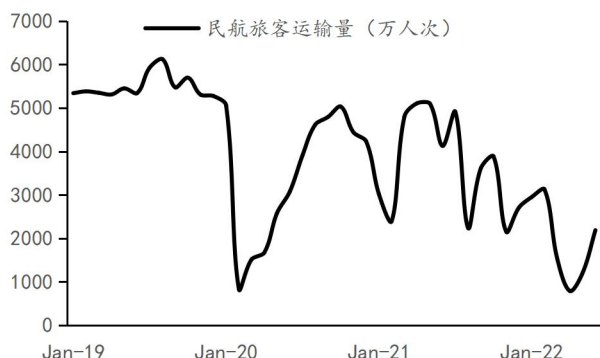
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三重压力下，二季度各公司亏损扩大

航空板块

回顾二季度，4-5 月份上海静态管理，全国疫情散发，民航业再度迎来至暗时刻，其中 4 月客流量甚至低于 2020 年 2 月疫情初期，尽管 5 月客流稍有恢复，6 月客流显著恢复，但二季度民航客流量仍仅为 4182 万人次，同比下降 70.8%，相比疫情前同期下降 74.0%。

图1: 民航旅客运输量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

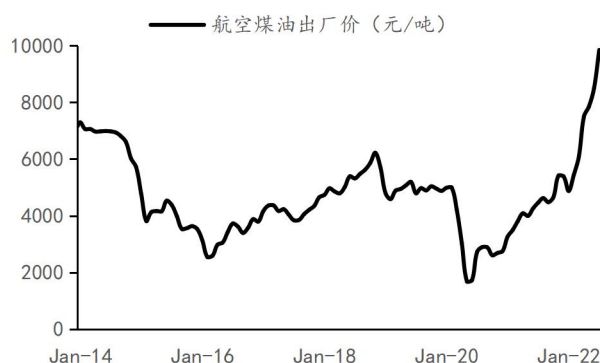
图2: 民航季度旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

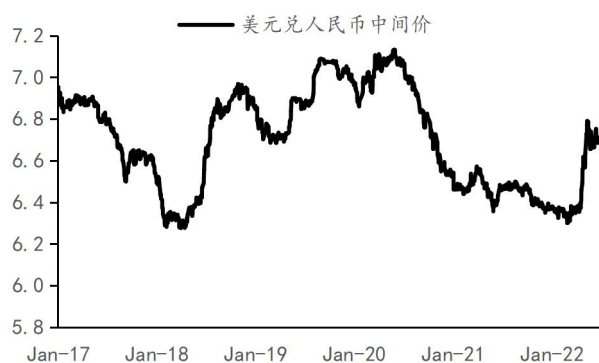
除了需求显著承压外,二季度国际油价持续破百,航空煤油价格保持高位,叠加汇率有所贬值带来汇兑损失,各航司基本面迎来需求、油价、汇率三杀,录得行业性亏损。民航局长宋志勇先生在全国民航年中工作电话会议中透露,上半年民航业整体亏损 1089 亿元,超过 2020、2021 年全年。

图3: 航空煤油出厂价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分航司来看,上半年三大航整体客运量同比下降超过一半,客座率略超 60%,同比下降 10pct 左右,二季度客运量降幅更是在七成左右,客座率在 60%左右,同比下降超过 10pct,相比 2019 年下降在 20pct 左右。

民营航司亦难以独善其身,春秋、吉祥均以上海为核心基地,二季度同样受损严重,上半年春秋客运量降幅超四成,客座率略超 70%,同比下降超过 10%,相比 19 年同期下降接近 20%,其中二季度客运量降幅超六成,吉祥上半年客流降幅约六成,其中二季度降幅超八成。

表3: 各航司 2022 年上半年客运业务数据

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
ASK (亿)	442.8	750.6	445.4	147.3	99.9
同比 21	-46.31%	-34.34%	-48.17%	-31.72%	-47.35%
相比 19	-68.61%	-54.79%	-66.13%	-29.17%	-50.02%
RPK (亿)	267.6	483.2	270.1	107.0	66.1
同比 21	-54.05%	-42.63%	-55.61%	-40.45%	-55.30%
相比 19	-76.58%	-64.79%	-75.15%	-43.92%	-61.23%
旅客运输量 (万)	1737.32	2972.60	1867.56	637.09	438.50
同比 21	-54.98%	-45.68%	-57.85%	-42.79%	-56.33%
相比 19	-69.01%	-59.15%	-70.82%	-40.84%	-59.52%
客座率	60.42%	64.37%	60.64%	72.61%	66.23%
同比 21	-10.18%	-9.31%	-10.16%	-10.65%	-11.78%
相比 19	-20.58%	-18.28%	-22.02%	-19.10%	-19.15%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

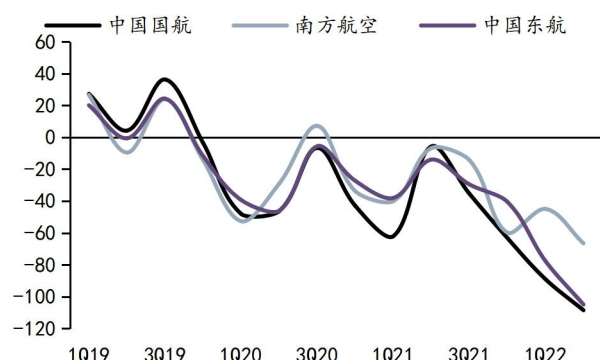
表4: 各航司 2022 年二季度客运业务数据

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
ASK (亿)	165.8	303.2	130.1	48.3	21.4
同比 21	-64.62%	-53.08%	-73.28%	-58.60%	-78.63%
相比 19	-76.78%	-63.25%	-80.18%	-54.65%	-78.60%
RPK (亿)	97.7	191.1	81.0	35.4	14.2
同比 21	-71.84%	-61.63%	-77.69%	-65.56%	-82.82%
相比 19	-83.01%	-71.90%	-85.09%	-63.56%	-83.46%
旅客运输量 (万)	629.48	1162.22	554.08	206.66	97.92
同比 21	-72.68%	-64.12%	-79.23%	-68.02%	-82.58%
相比 19	-77.55%	-68.07%	-82.76%	-62.72%	-82.42%
客座率	58.93%	63.02%	62.27%	73.32%	66.10%
同比 21	-15.12%	-14.05%	-12.30%	-14.82%	-16.15%
相比 19	-21.62%	-19.39%	-20.48%	-17.93%	-19.44%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

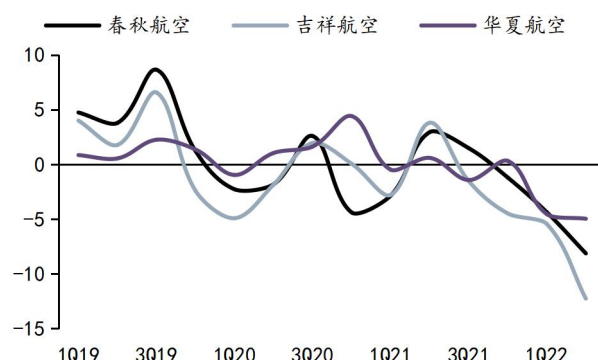
由于需求、油价、汇率三杀, 二季度各航司单季度亏损均创历史新高, 以中报预告业绩中值倒推二季度国航、南航、东航分别亏损 108.5 亿、66.5 亿、104.9 亿, 海航亏损 88.6 亿, 春秋、吉祥、华夏分别亏损 8.1 亿、12.3 亿、5.0 亿。

图5：大航单季度业绩走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：民营航司单季度业绩走势



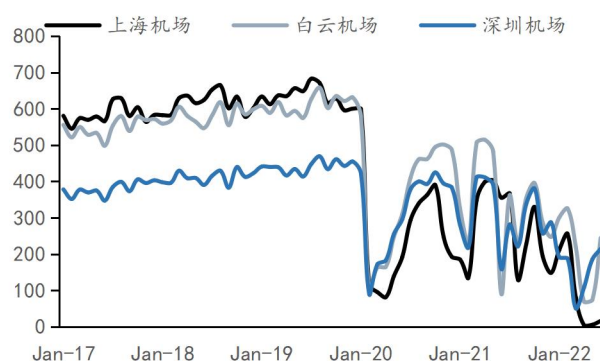
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

机场板块

枢纽机场国际旅客量持续低迷，国际客对应的航空及非航收入已经超过两年维持低位，且国内线旅客对机场的业绩贡献相对较小，因此尽管二季度各机场公司国内线客流断崖式下滑，各机场业绩亏损环比有所扩大，但仍整体可控。

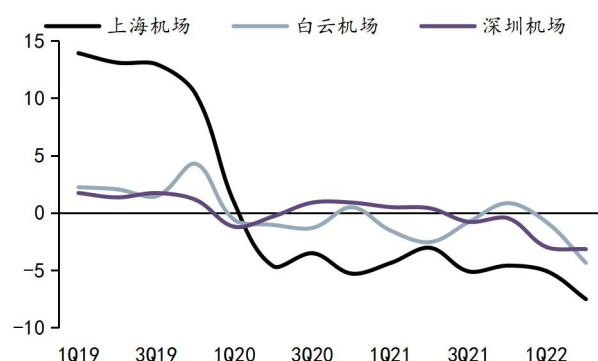
按照中报预告业绩区间中值倒推，上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港二季度分别亏损7.5亿、4.4亿、3.2亿，盈利0.03亿。

图7：各机场旅客吞吐量（万人次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：各机场业绩走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

静待柳暗花明，看好长期投资机会

疫情反复下航空、机场的运营压力难以避免，但我们仍看好疫情影响全面消退后航空、机场板块个股的投资机会。

航空板块：周期反转逻辑不改

尽管当前疫情反复仍可能对民航景气度带来显著影响，但我们认为民航业周期反转的条件已经具备，如有朝一日选择放开，民航景气度有望大幅上升。

供给端，我们继续强调民航业近三年供给增长已经从过往 10% 的增速中枢大幅下降至 3% 左右，2020-2021 年我国民航运输飞机数量增速为 2.2%、3.8%，其中新增客机以窄体机为主，2022 年上半年客机引进数量仅为 36 架，供给降速已成既定事实。

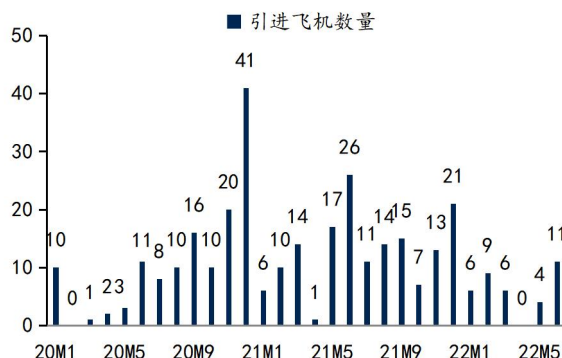
需求端，我们持续看好民航需求韧性，尽管疫情冲击国内经济总量增速受到一定影响，但 2020-2022 年上半年均实现正增长，居民收入也在同步提高，民航理论需求应有显著增长，当前需求承压不改变未来需求释放。

图9：我国民航运输飞机数量



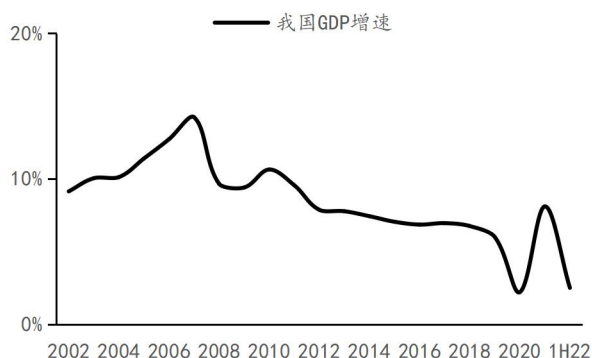
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：客机逐月引进数量



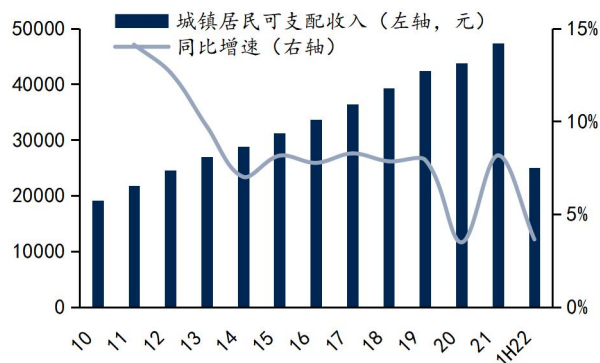
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：我国 GDP 同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

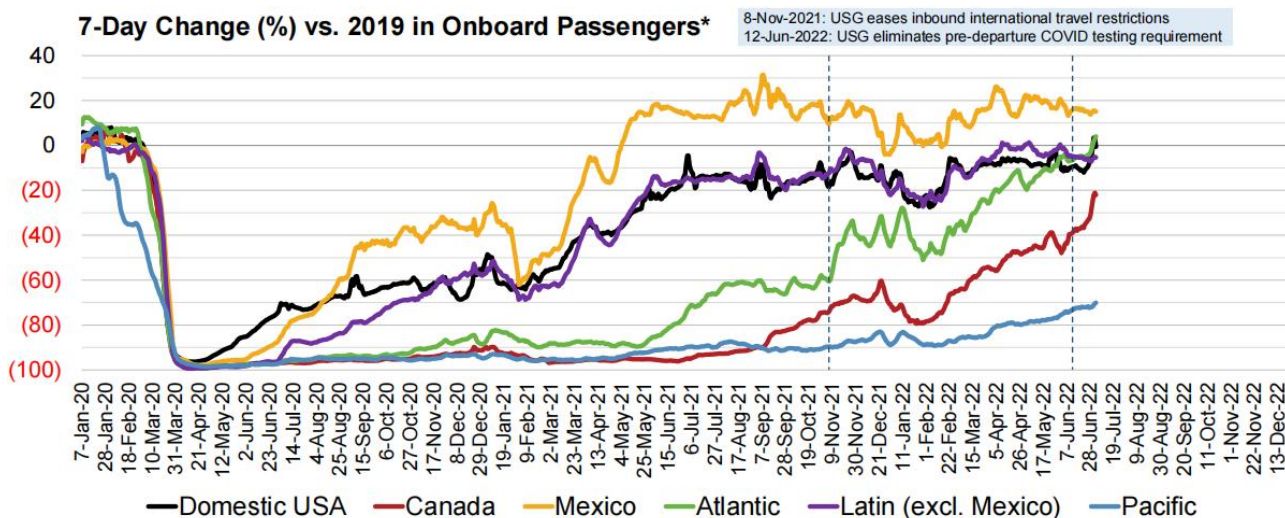
图12：我国城镇居民可支配收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

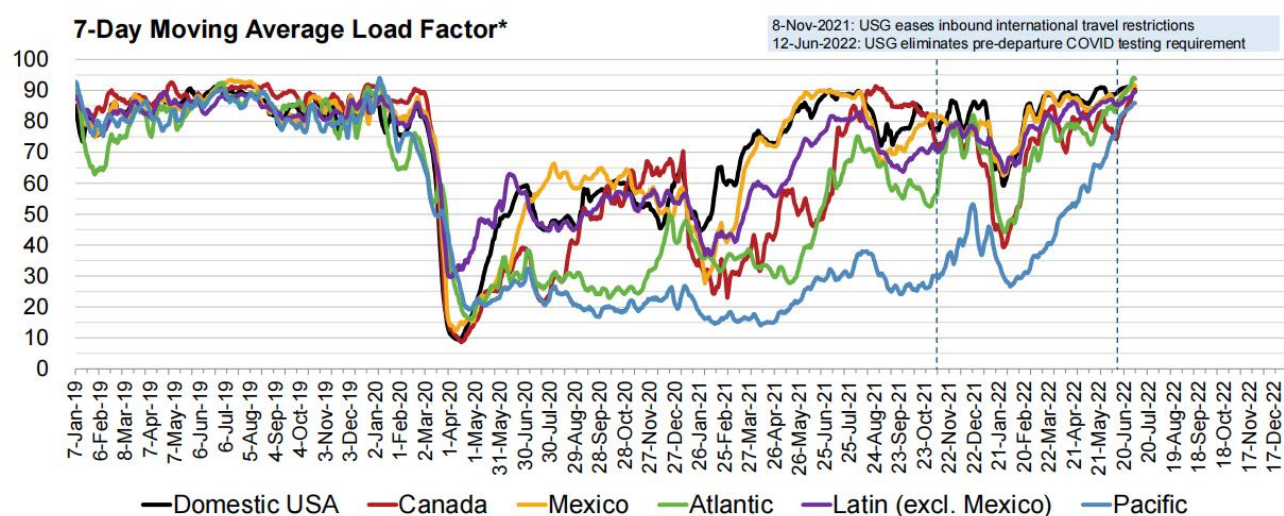
反观国外，美国民航业近期客流量再创新高，其中国内旅客量已经基本恢复至疫情前同期水平，国际航线旅客量除亚太地区航线外亦有不俗的恢复，其中大西洋航线客流同样回归至疫情前同期水平。

图13：美国主要航司客流恢复情况



资料来源：Airlines of America，国信证券经济研究所整理

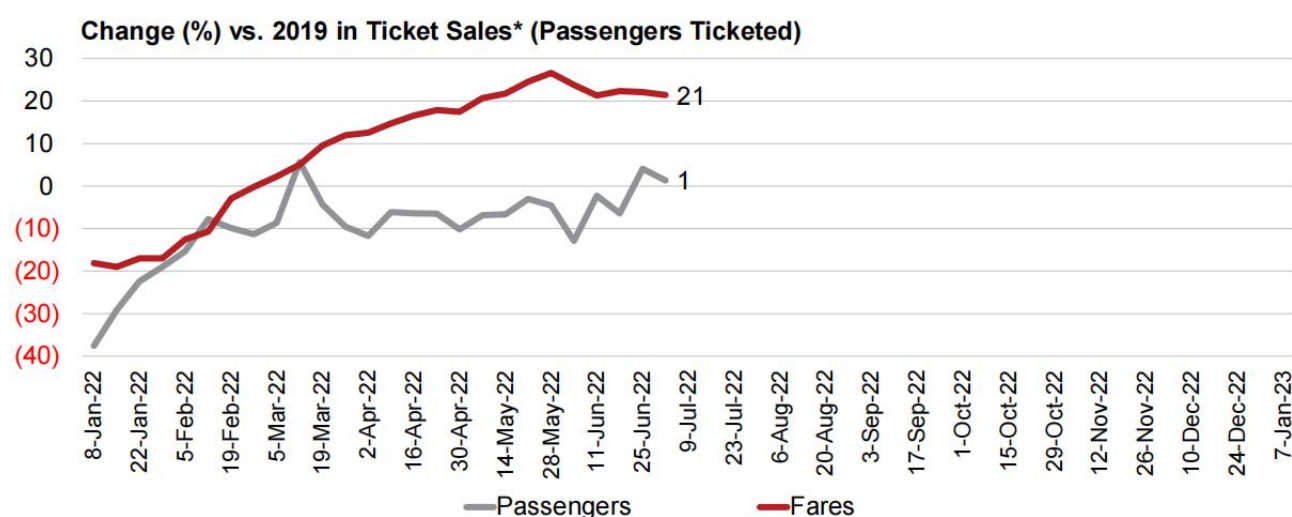
图14: 美国主要航司各航线载运率情况



资料来源: Airlines of America, 国信证券经济研究所整理

价格方面, 目前美国民航票价水平全面走高, 相比疫情前升幅超过 20%。目前美国民航业涉及的亚太航线恢复程度依然较低, 如相关航线恢复进一步消化运力, 则景气度有可能进一步提升。

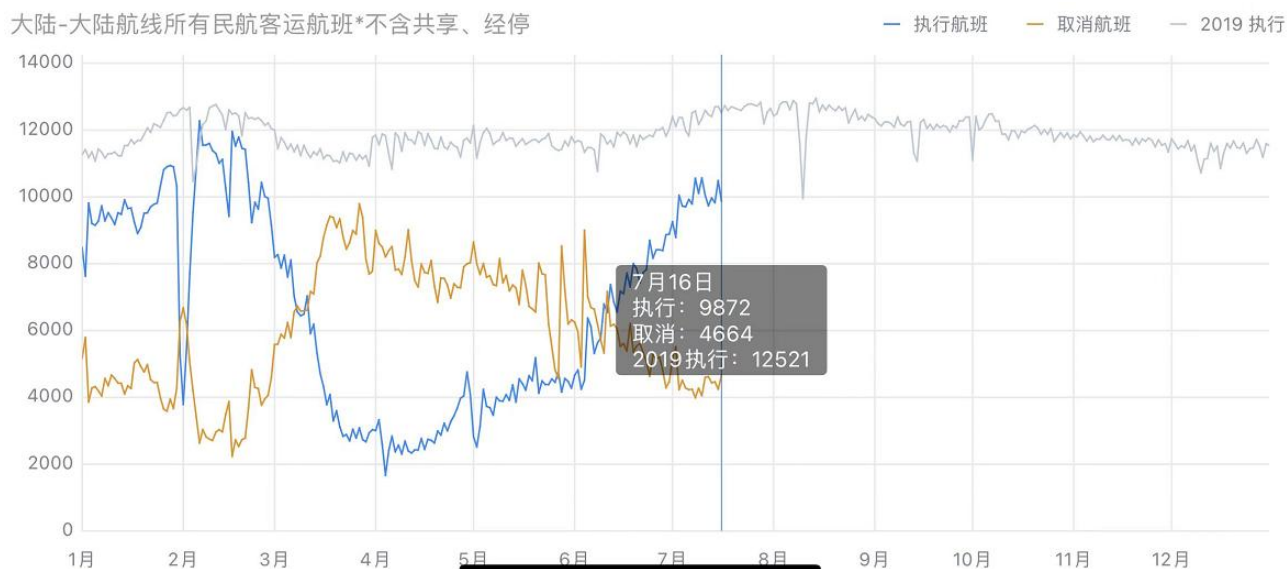
图15: 美国主要航司运价表现情况



资料来源: Airlines of America, 国信证券经济研究所整理

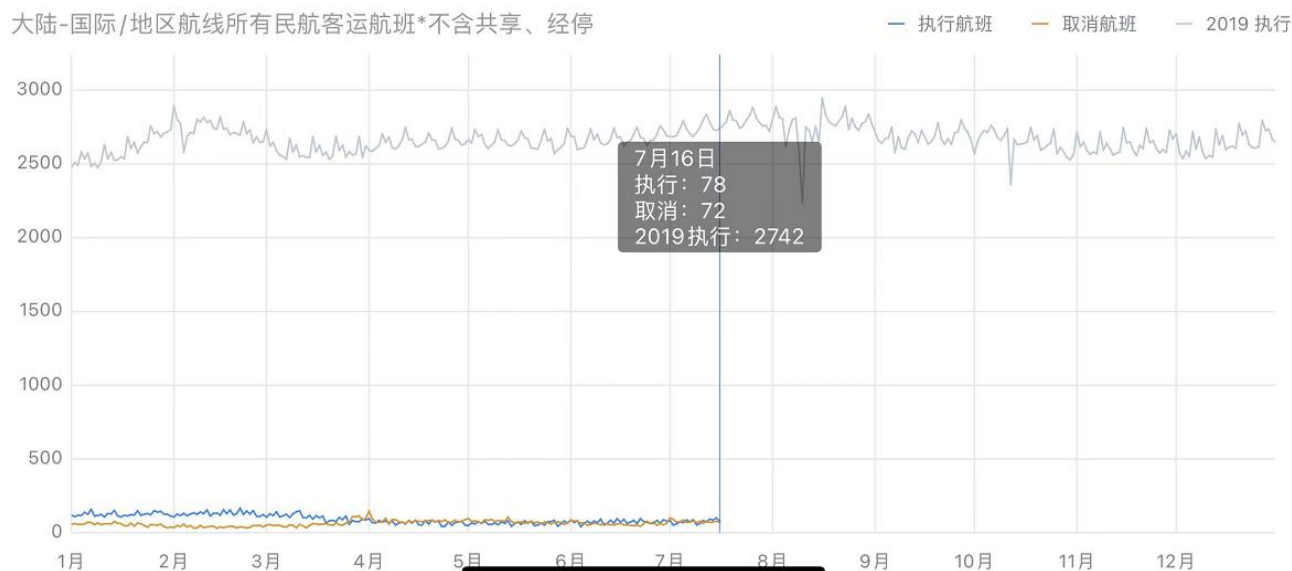
目前我国民航进入暑运运营，航班量整体仍在恢复中，2022年7月16日国内线执行航班量9872班，恢复至疫情前的78.8%，期待疫情对我国民航业的影响逐步消退，并最终迎来全面的景气周期。

图16: 我国民航国内线客运航班量走势



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图17: 我国民航国际线客运航班量走势



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

投资建议：

疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。供给端，2011-2019 年民航运输飞机数量年化增速 10.1%，而在经营压力较大的 2020-2021 年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为 2.2%、3.8%。2022 年，从各航司机队引进规划看，如不考虑 B737MAX 复飞，年内飞机引进数量仅为 3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场板块：继续看好机场消费场景，看好长期投资价值

过去两年半时间枢纽机场因国际线大幅减量，业绩持续承压。我们很难想象在国内仍采用严格措施的前提下国际线能够有效放开，因此枢纽机场业绩全面回归尚需等待国内政策发生变化。

长周期看，我们终将迎来国门的全面开放。疫情前上海机场卫星厅，白云机场 T2 航站楼均处于建成初期的产能爬坡期，疫情期间深圳机场 T3 卫星厅也已经投入使用，上述机场的航站楼资源的产能瓶颈已经突破，预计疫情消退后机场航空性业务量及收入有望恢复乃至超越疫情前同期水平。

枢纽机场业绩核心驱动力仍来自于非航收入，尤其是免税租金，枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变，白云机场新免税协议或说明在免税经营权谈判中机场方仍具备较强的议价权。我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点，但不改变机场方仍可获取高额租金的结论。伴随着疫情后客流恢复，枢纽机场非航收入同样有望恢复乃至逐步超越疫情前水平。

投资建议

当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

投资建议

航空继续看好周期反转机会，推荐三大航、春秋、吉祥，机场看好国际线恢复后消费场景恢复，推荐上海机场、白云机场，具体来看：

航空：

疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。供给端，2011-2019 年民航运输飞机数量年化增速 10.1%，而在经营压力较大的 2020-2021 年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为 2.2%、3.8%。2022 年，从各航司机队引进规划看，如不考虑 B737MAX 复飞，年内飞机引进数量仅为 3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场：

当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

风险提示

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，疫情影响持续超预期，安全事故

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032