

航空运输行业专题

观察复苏特征，海外航司运价全面上行

超配

核心观点

海外民航业表现对我国民航复苏节奏具备参考价值。2022年初奥密克戎毒株的冲击过后，全球民航业开启了真正意义上的全面反转，目前已经进入到相对稳定的复苏状态，运营表现平稳向上。我国民航业全面复苏的启动点滞后于海外大约三个季度，我们认为对海外航司的运营表现对我国民航业的复苏节奏具备一定参考意义。

海外航司运价表现强势，驱动业绩逐步接近乃至超越疫情前。我们通过拆分美国四大航，日本的日本航空、全日空，德国汉莎航空以及印度靛蓝航空的季度报表，分析海外航司疫后复苏特征。截至4Q22，上述航司运量水平整体相比2019年仍有些许差距，但运价表现均表现强势，尤其是2022后，各航司单位运价相比19年同期均出现大幅上涨，其中4Q22美国四大航运价相比19年同期涨幅达到20%左右，日本两家航司为10%左右，德国汉莎、印度靛蓝航空运价涨幅更是达到了30%以上。展望未来，各航司整体对2023年的经营数据表现出较为乐观的预期，具体体现为业务量进一步恢复，业绩进一步接近甚至超越2019年。

继续看好我国民航供需反转方向。当前国内航线航班量已经恢复至19年同期水平，并有望于2023夏秋换季后进一步放量，国际（含港澳台）航线客运航班量恢复至2019年同期的20%左右，并将持续加班，此外，得益于春节后公商务客流持续增长，叠加发改委限折令发力，民航国内航线运价保持强势。

2020-2022年我国民航飞机引进速度大幅放缓，考虑到资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，行业理论供给仍将保持低增速。伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，民航供需有望从供大于求逐步转化为供需平衡，并向供不应求持续演绎，而供不应求的结果就是运价水平的整体显著提升。

海外航司2022年的运营表现说明尽管量的恢复尚不完整，但价格仍然保持强势，且趋势持续向好。我们认为2023年我国民航业运价有望保持坚挺，且随着需求的进一步回暖，2023年价格强势或意味着2024年景气周期的全面到来，继续看好民航业周期反转的大方向，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动，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		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601021	春秋航空	买入	62.54	61198	0.11	2.97	4.90	561.3	21.0	12.8
603885	吉祥航空	买入	18.08	40029	-0.20	1.10	1.86	-88.4	16.4	9.7
601111	中国国航	买入	11.20	181449	-0.59	0.51	1.48	-18.9	22.1	7.6
600029	南方航空	买入	7.95	144061	-0.32	0.41	1.25	-25.2	19.2	6.3
600115	中国东航	买入	5.47	121933	-0.39	0.32	0.80	-14.2	17.0	6.9
002928	华夏航空	买入	12.67	16195	0.02	0.75	1.14	759.6	17.0	11.2

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2023年1月数据点评-需求迅速复苏，春运客流表现良好》——2023-02-16
- 《航空12月数据点评-冲击过后迅速复苏，未来值得期待》——2023-01-17
- 《航空11月数据点评-长夜已尽，当前航班量已显著复苏》——2022-12-16
- 《航空10月数据点评-国际航线显著增量，复苏之路或已开启》——2022-11-16
- 《航空9月数据点评-阶段性经营压力持续，仍看好长期前景》——2022-10-17

内容目录

核心观点	5
美国民航业	6
美国航空	6
达美航空	7
美联航	8
西南航空	9
日本民航业	11
日本航空	12
全日空	13
德国民航业	14
汉莎航空	15
印度民航业	16
靛蓝航空	16
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图 1: 美国民航业客流恢复比例走势	6
图 2: 美国民航业运价相比 19 年表现	6
图 3: 美国航空运营数据	7
图 4: 美国航空业绩表现	7
图 5: 美国航空运价表现	7
图 6: 美国航空单位成本表现	7
图 7: 达美航空运营数据	8
图 8: 达美航空业绩表现	8
图 9: 达美航空运价表现	8
图 10: 达美航空单位成本表现	8
图 11: 美联航运营数据	9
图 12: 美联航业绩表现	9
图 13: 美联航运价表现	9
图 14: 美联航单位成本表现	9
图 15: 西南航空运营数据	10
图 16: 西南航空业绩表现	10
图 17: 西南航空运价表现	10
图 18: 西南航空单位成本表现	10
图 19: 日本国内线旅客量相比 2019 年恢复比例	11
图 20: 日本国际线旅客量相比 2019 年恢复比例	11
图 21: 日本航空运营数据	12
图 22: 日本航空业绩表现	12
图 23: 日本航空运价表现	13
图 24: 日本航空国内、国际线 RASK 表现	13
图 25: 全日空运营数据	13
图 26: 全日空业绩表现	13
图 27: 全日空运价表现	14
图 28: 全日空国内、国际线 RASK 表现	14
图 29: 汉莎航空运营数据	15
图 30: 汉莎航空业绩表现	15
图 31: 汉莎航空运价表现	15
图 32: 汉莎航空单位成本表现	15
图 33: 印度民航国内线旅客量及同比增速	16
图 34: 印度民航国内线月度旅客量走势	16
图 35: 靛蓝航空运营数据	17
图 36: 靛蓝航空业绩表现	17
图 37: 靛蓝航空运价表现	17

图 38: 靛蓝航空单位成本表现	17
图 39: 民航国内航线客运航班量	18
图 40: 民航国际地区航线客运航班量	18

表 1: 美国四大航部分运营指标相比 2019 年的季度变化	11
表 2: 美国四大航业绩展望	11
表 3: 日本航空、全日空部分运营指标相比 2019 年的季度变化	14

核心观点

2022 年初奥密克戎毒株的冲击过后，全球民航业开启了真正意义上的全面反转，目前已经进入到相对稳定的复苏状态，运营表现平稳向上。目前我国防疫政策全面优化，各航司运营数据持续好转，由于我国民航业全面复苏的启动点滞后于海外大约三个季度，我们认为对海外航司的运营表现对我国民航业的复苏节奏具备一定参考意义。

我们通过拆分美国的美国航空、达美航空、美联航、西南航空，日本的日本航空、全日空，德国汉莎航空以及印度靛蓝航空的季度报表，分析海外航司疫后复苏特征。截至 2022 年四季度，上述航司运量水平整体相比 2019 年仍有些许差距，但运价表现均表现强势，尤其是 2022 年 2 季度后，各航司单位运价相比 2019 年同期均出现大幅上涨，其中 2022 年四季度美国四大航运价相比 2019 年同期涨幅达到 20%左右，日本两家航司为 10%左右，德国汉莎、印度靛蓝航空运价涨幅更是达到了 30%以上，同时各航司成本端的扣油成本整体波动不大，尽管当前油价位置较高，各航司业绩仍然持续向好，逐步接近乃至超越 2019 年同期水平。展望未来，各航司整体对 2023 年的经营数据表现出较为乐观的预期，具体体现为业务量进一步恢复，业绩进一步接近甚至超越 2019 年。

伴随着疫情防控彻底优化，我国民航业自 2022 年 12 月底起迎来了显著复苏，当前国内航线航班量已经恢复至 2019 年同期水平，并有望于 2023 年 3 月 26 日夏秋换季后进一步放量，国际（含港澳台）航线客运航班量恢复至 2019 年同期的 20%左右，并将持续加班，此外，得益于春节后公商务客流持续增长，叠加发改委限折令发力，民航国内航线运价保持强势。

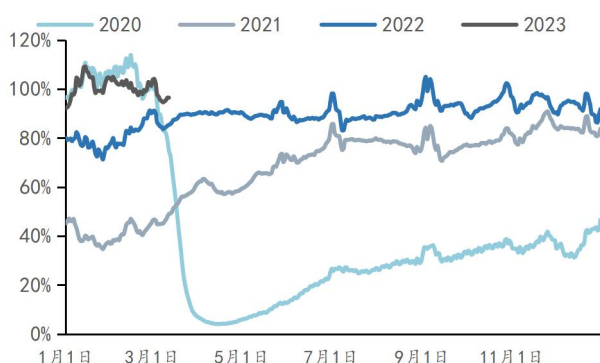
2020-2022 年我国民航飞机引进速度大幅放缓，考虑到资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，行业理论供给仍将保持低增速。伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，民航供需有望从供大于求逐步转化为供需平衡，并向供不应求持续演绎，而供不应求的结果就是运价水平的整体显著提升。

海外航司 2022 年的运营表现说明尽管量的恢复尚不完整，但价格仍然保持强势，我们认为 2023 年我国民航业运价有望保持坚挺，且随着需求的进一步回暖，2023 年价格强势或意味着 2024 景气周期的全面到来，继续看好民航业周期反转的大方向，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空。

美国民航业

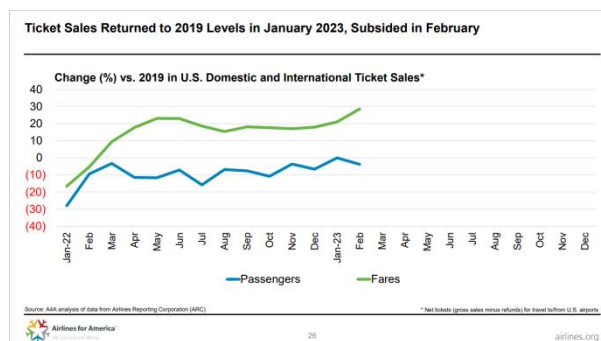
美国国土面积与我国接近，整体发达程度全球靠前，2019 年人均乘机人数达到 2.82 次，是我国同期水平的 5.98 倍，美国民航的运营表现也常用来在民航业分析中与我国对标。目前美国民航业客流已经基本恢复至 2019 年同期，且 AOA 数据显示，当前美国民航业客运运价显著上涨。在此部分内容中，我们对美国四大航司——美国航空、达美航空、美联航、西南航空的财务报表进行大致拆分，分析运投、运量数据，运价表现，成本结构，业绩情况等内容。

图1：美国民航业客流恢复比例走势



资料来源：TSA，国信证券经济研究所整理

图2：美国民航业运价相比 19 年表现



资料来源：AOA，国信证券经济研究所整理

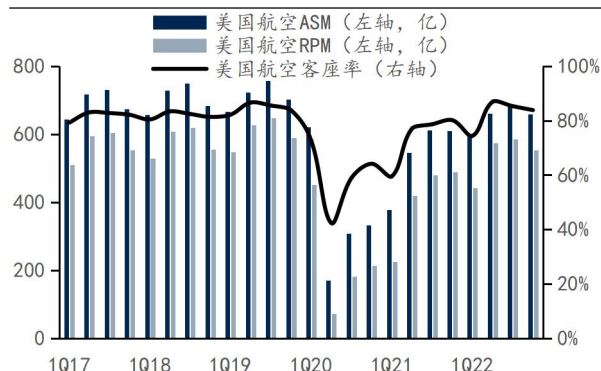
美国航空

截至 2022 年底，美国航空干线飞机运营数量为 925 架，相比 2019 年下降 17 架，降幅 1.8%，员工数量 8.52 万，相比 2019 年下降 1.7%。2022 年公司可用座英里 ASM 为 2602 亿，同比增长 21.3%，相比 2019 年下降 8.7%，收入客英里 RPM 为 2156 亿，同比增长 33.5%，相比 2019 年下降 10.6%。

2022 年美国航空营业收入 489.7 亿美金，同比增长 45.7 亿美金，同比增长 63.9%，其中客运收入 445.7 亿美金，同比增长 71%，相比 2019 年增长 6.1%。

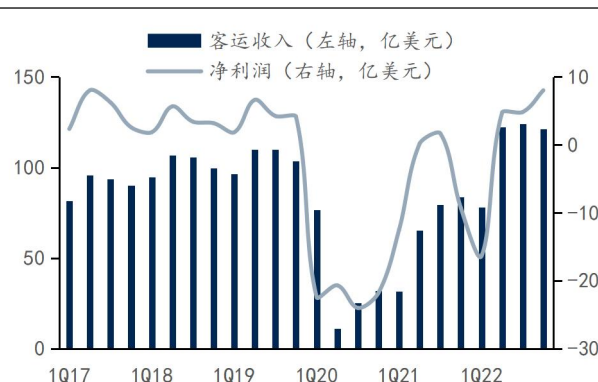
从季度数据来看，美国航空营业收入在疫情初期、德尔塔毒株时代、奥密克戎毒株时代均受到影响，但受冲击幅度越来越小，2022 年 2-4 季度单季营收已经创新高，其中 3-4 季度单季净利润已经创 2019 年以来新高。业绩新高的核心推手是价格的显著上行，美国航空 2022 年 1-4 季度座公里收入分别相比 2019 年同期下降 9.3%、提高 21.3%、提高 24.7%、提高 24.9%，此外，公司成本端单位非油成本并未出现显著波动，业绩持续向好。

图3: 美国航空运营数据



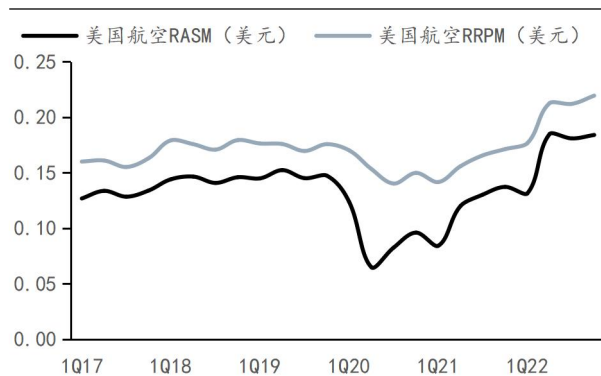
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 美国航空业绩表现



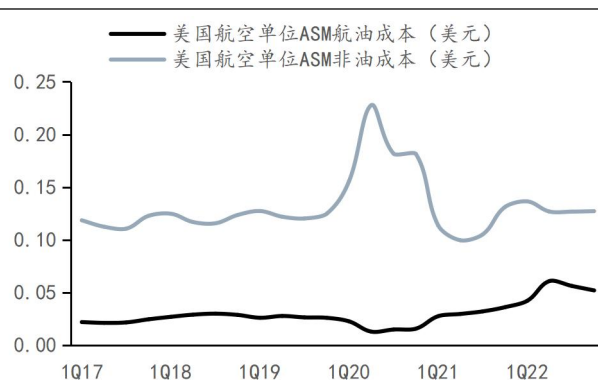
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 美国航空运价表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 美国航空单位成本表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

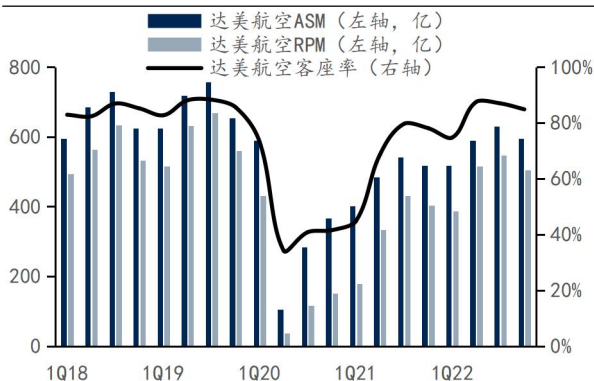
达美航空

截至 2022 年底，达美航空干线机队规模为 902 架，相比 2019 年增加 4 架。2022 年达美航空可用座英里 ASM 为 2332 亿，同比增长 19.9%，相比 2019 年下降 15.3%，收入客英里 RPM 为 1955 亿，同比增长 45.1%，相比 2019 年下降 17.8%。

2022 年达美航空营业收入为 505.8 亿美金，同比增长 69.2%，相比 2019 年增长 7.6%，其中客运收入 402.2 亿美金，同比增长 78.6%，相比 2019 年下降 4.9%。

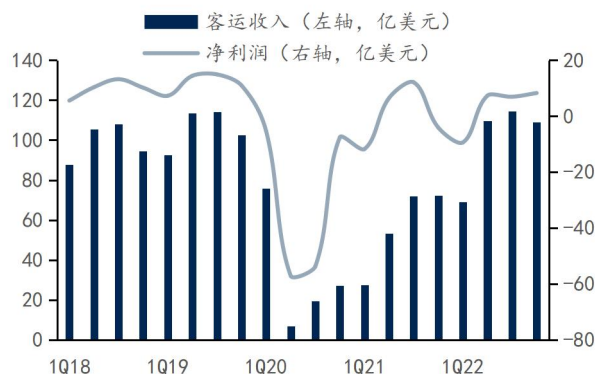
从季度数据来看，达美航空运投、运量相比 2019 年同期仍有一定差距，其中 2022 年四季度 ASM 相比 2019 年下降 9.1%，RPM 相比 2019 年下降 9.9%。尽管业务量仍为完全恢复，但达美航空运价表现强势，2022 年 1-4 季度座公里收入分别相比 2019 年同期下降 10.1%、提高 17.4%、提高 20.8%、提高 16.9%，拉动公司营收已经创新高，不过由于公司运投尚未完全恢复，公司单位非油成本相比 2019 年同期有所提升，因此达美航空虽已恢复盈利，但利润水平较 2019 年同期仍有一定差距。

图7: 达美航空运营数据



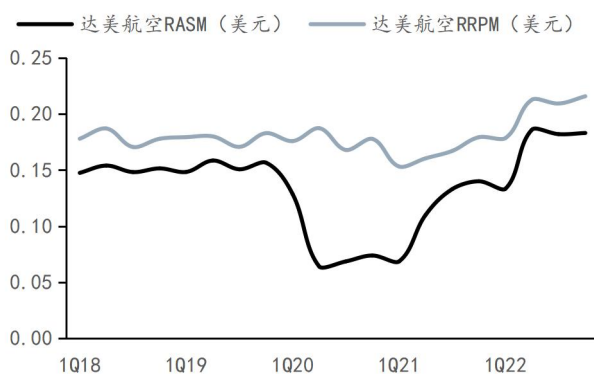
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 达美航空业绩表现



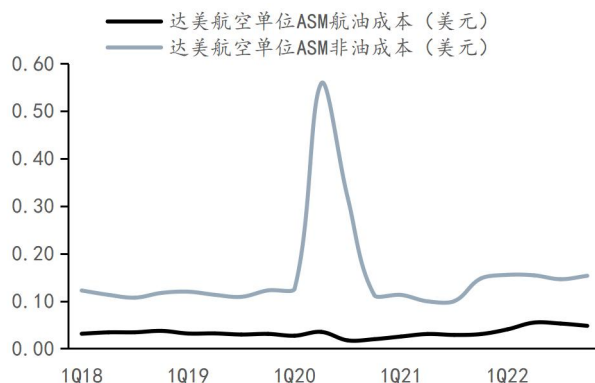
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 达美航空运价表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 达美航空单位成本表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

美联航

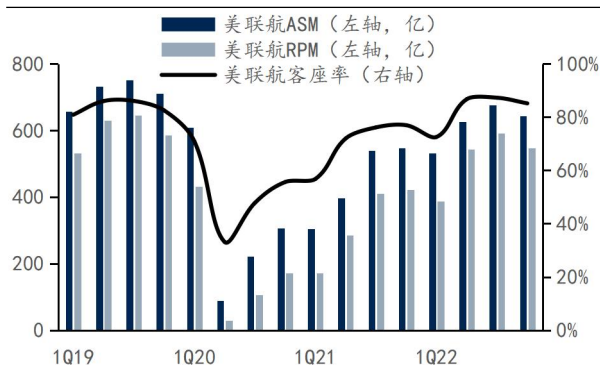
截至2022年末，美联航干线机队规模为868架，可比口径相比2019年增长1.4%，公司员工数量7.83万，相比2019年下降2.3%。2022年美联航可用座英里ASM为2479亿，同比增长38.7%，相比2019年下降13.0%，收入客英里2068亿，同比增60.3%，相比2019年下降13.6%。

2022年美联航营业收入为449.6亿美金，同比增长82.5%，相比2019年增长3.9%，其中客运收入400.3亿美金，同比增长98.2%，相比2019年增长1.0%。

从季度数据来看，美联航运投、运量尚未恢复至2019年同期水平，其中2022年四季度ASM、RPM相比2019年同期分别下降9.5%、6.6%，客座率85.2%，相比2019年同期提高2.6%。美联航运价显著上涨，2022年四个季度RASM相比2019年同期

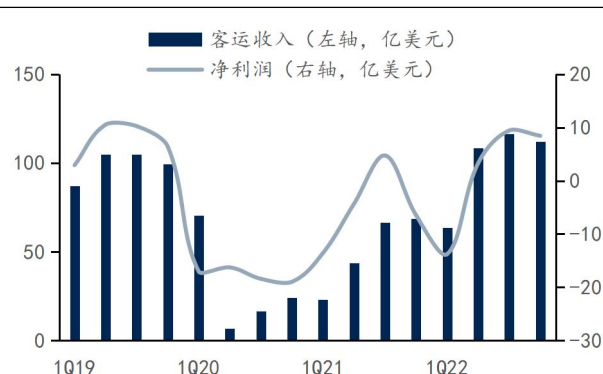
分别下降 10.3%、提高 20.8%、提高 23.3%、提高 24.6%。由于运投尚未完全恢复，美联航单位 ASM 非油成本有所提高，2022 年四季度为 0.1199 美元，相比 2019 年同期提高 9.5%，但得益于价格的强势，2022 年四季度美联航净利润 8.43 亿美金，已经超越 2019 年同期。

图11：美联航运营数据



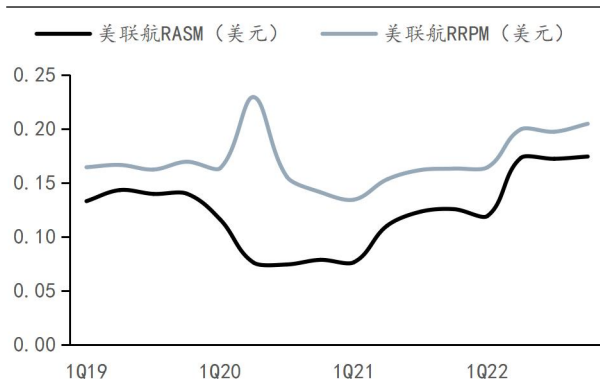
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：美联航业绩表现



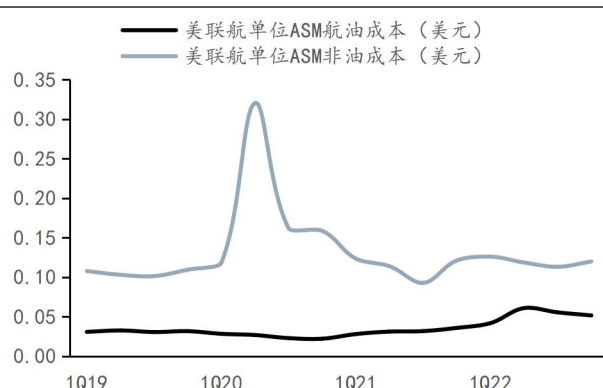
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：美联航运价表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：美联航单位成本表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

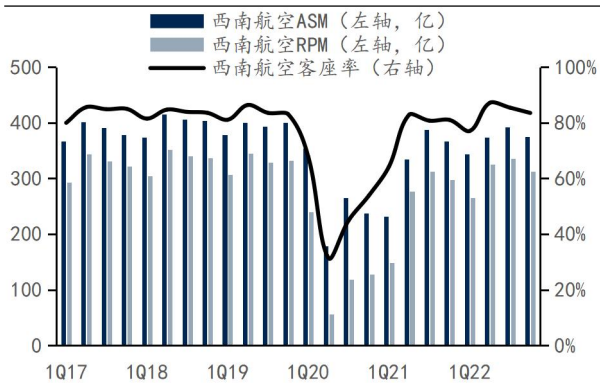
西南航空

截至 2022 年末，西南航空共拥有飞机 770 架，相比 2019 年增长 2.8%。2022 年西南航空可用座英里 ASM 为 1485 亿，同比增 12.5%，相比 2019 年下降 5.6%，收入客英里 RPM 为 1238 亿，同比增 19.6%，相比 2019 年下降 5.7%。

2022 年西南航空营业收入为 238.1 亿美金，同比增长 50.8%，相比 2019 年增长 6.2%，其中客运收入 214.1 亿美金，同比增长 52.2%，相比 2019 年增长 3.0%。

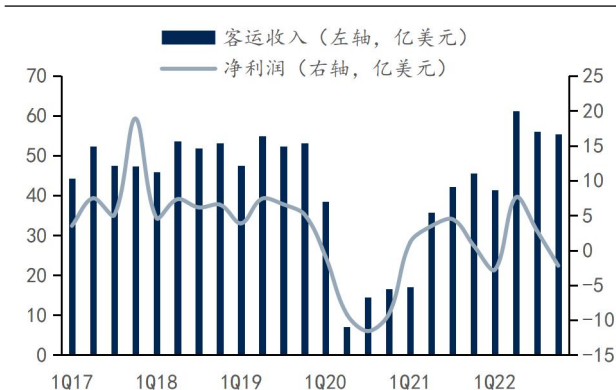
从季度数据来看，西南航空运投、运量已经接近于 2019 年同期水平，其中 2022 年四季度 ASM、RPM 相比 2019 年同期分别下降 6.3%、5.8%，客座率 83.5%，相比 2019 年同期提高 0.4%。西南航空运价表现不及其他三大航，2022 年四个季度 RASM 相比 2019 年同期分别下降 4.0%、提高 19.5%、提高 7.6%、提高 11.3%。同样由于运投尚未完全恢复，西南航空单位 ASM 非油成本相比 2019 年仍有一定升幅。因价格相对弱势，西南航空单季度盈利相比 2019 年同期仍有一定差距。

图15: 西南航空运营数据



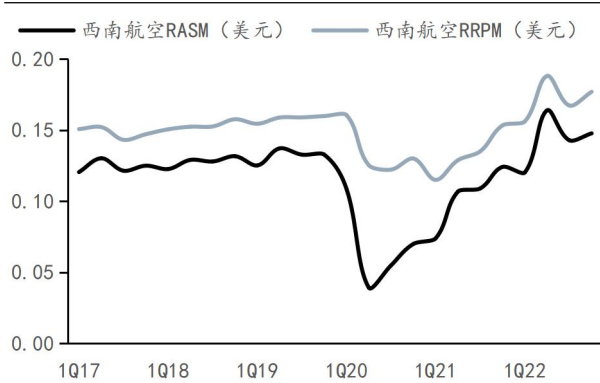
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 西南航空业绩表现



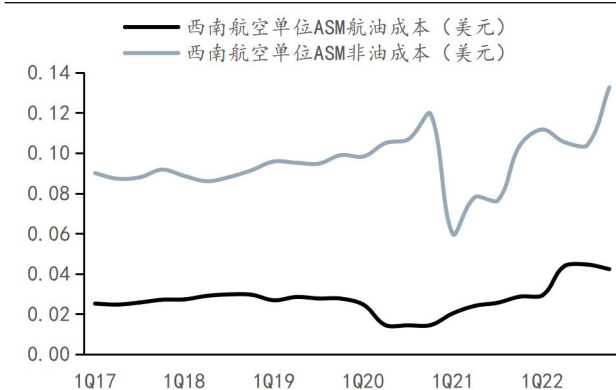
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图17: 西南航空运价表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 西南航空单位成本表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，美国民航业在疫情发生以来规模机队规模几无扩张，供给受限，疫后复苏趋势良好，尤其是奥密克戎毒株扰动过后，业务量表现迅速回升，运价大幅上涨，拉动业绩逐步接近乃至超越 2019 年同期水平，且从各航司对 2023 年的展望来看，其对全年盈利的预期进一步向 2019 年同期靠拢，甚至超越 2019 年，考虑到目前航油成本压力仍较大，业绩的进一步改善或意味着公司管理层对未来运价的表现更为乐观。

表1: 美国四大航部分运营指标相比 2019 年的季度变化

	RPM 相比 2019				运价相比 19 (RASM)				客运收入相比 2019			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
美国航空	-19.2%	-8.2%	-9.8%	-6.1%	-9.3%	21.3%	24.7%	24.9%	-19.1%	11.0%	12.7%	17.2%
达美航空	-25.0%	-18.4%	-18.1%	-9.9%	-10.1%	17.4%	20.8%	16.9%	-25.4%	-3.6%	0.5%	6.3%
美联航	-27.2%	-13.8%	-8.6%	-6.6%	-10.3%	20.8%	23.3%	24.6%	-27.2%	3.3%	11.2%	12.8%
西南航空	-13.7%	-5.8%	2.0%	-5.8%	-4.0%	19.5%	7.6%	11.3%	-12.9%	11.5%	7.3%	4.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 美国四大航业绩展望

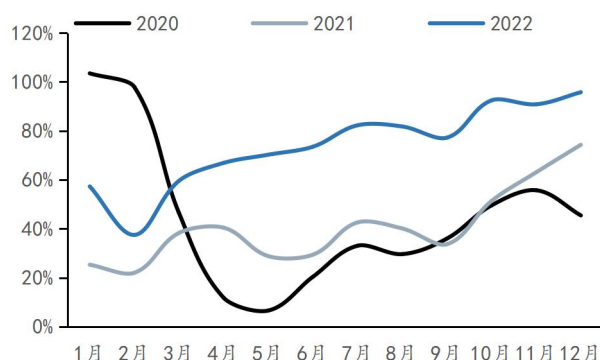
单位: 亿美元	2019 年业绩	2022 年业绩	2019 年 4Q 业绩	2022 年 4Q 业绩	2023 年 1Q 预期	2023 年业绩预期
美国航空	16.86	1.27	4.14	8.03	盈亏平衡	16.3-22.8
达美航空	47.67	13.18	10.99	8.28	收入增 14%-17%	31.9-38.3
美联航	30.09	7.37	6.41	8.43	-	33.0-39.6
西南航空	23.01	5.39	5.14	-2.20	预计亏损	-

资料来源: 公司公告, 民航资源网, 国信证券经济研究所整理

日本民航业

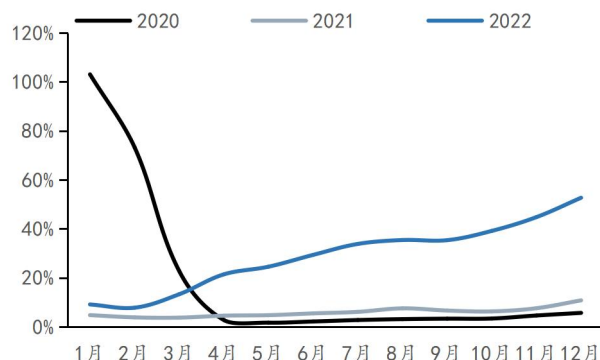
不同于美国民航业在 2022 年初奥密克戎毒株冲击过后客流快速复苏, 日本民航业疫后复苏节奏相对较慢, 但方向向好, 2022 年 12 月, 日本国内航线单月旅客量恢复至 823.2 万人次, 为 2019 年同期的 95.8%, 日本国际航线单月旅客量恢复至 103 万人次, 为 2019 年同期的 52.7%。

图19: 日本国内线旅客量相比 2019 年恢复比例



资料来源: 日本政府网站, 国信证券经济研究所整理

图20: 日本国际线旅客量相比 2019 年恢复比例



资料来源: 日本政府网站, 国信证券经济研究所整理

在日本民航业分析中我们选择日本航空和全日空作为样本，其中日本航空 2022 年旅客运输量 2985 万人次，市占率为 34.6%，全日空 2022 年旅客运输量 3272 万人次，市占率为 37.9%。

日本航空

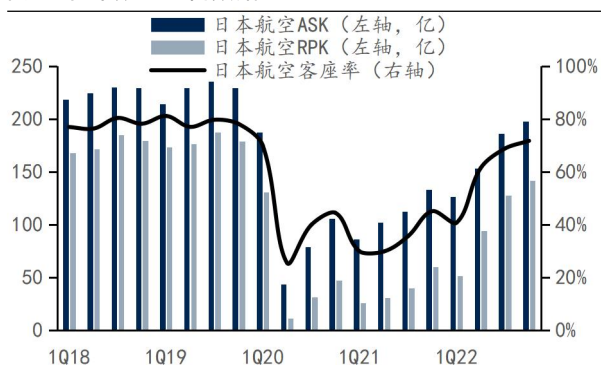
截至 2021 财年（2021 年 4 月 1 日-2022 年 3 月 31 日），日本航空运营飞机 239 架，相比 2019 财年（2019 年 4 月 1 日-2020 年 3 月 31 日）增长 4 架。

2022 财年前三季度日本航空客运收入 6226 亿日元，同比增长 179.4%，相比 2019 财年同期下降 22.9%。

从季度数据来看，2022 年第四季度日本航空 ASK197.5 亿，同比增长 48.7%，相比 2019 年同期下降 13.9%，RPK141.5 亿，同比增长 136.8%，相比 2019 年同期下降 20.9%，其中国内线复苏较快，国际线复苏速度较慢。

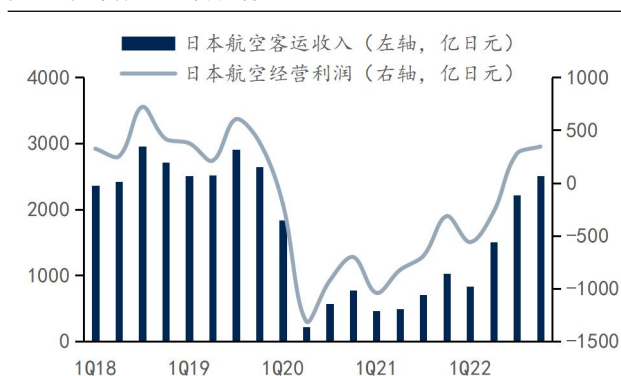
从运价的角度看，日本航空国内线运价相比 2019 年同期小幅下降，国际线运价显著上升，整体运价上行，其中 2022 年第四季度日本航空国内航线 RASK 为 13.95 日元，相比 2019 年同期下降 7.2%，国际航线 RASK 为 11.63 日元，相比 2019 年同期上涨 26.4%，整体 RASK12.70 日元，相比 2019 年同期上涨 10.0%。2022 年第四季度日本航空客运收入 2508 亿日元，同比增长 143.3%，相比 2019 财年同期下降 5.3%，经营利润 344 亿日元，相比 2019 年同期仅下降 11.3%。

图21：日本航空运营数据



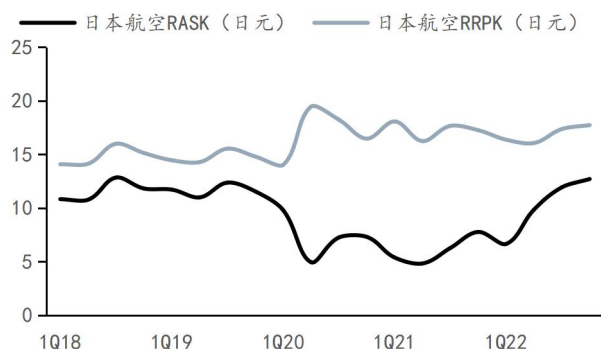
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：日本航空业绩表现



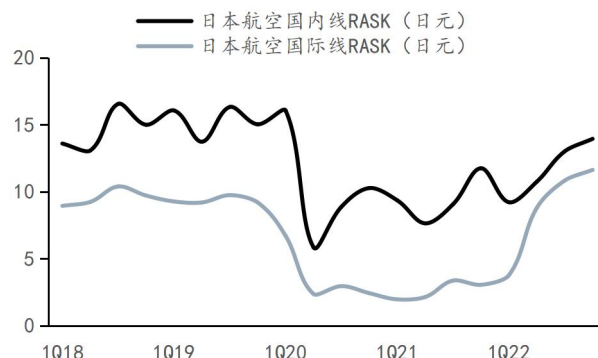
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: 日本航空运价表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24: 日本航空国内、国际线 RASK 表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

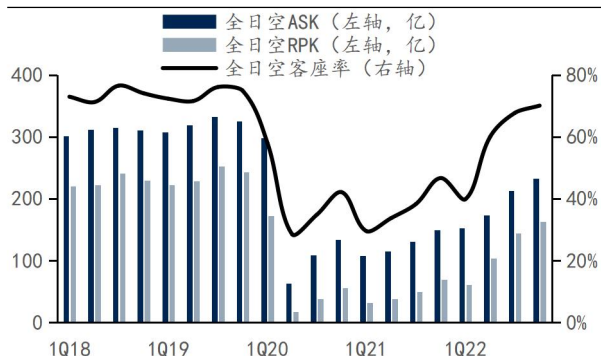
全日空

预计至 2022 财年末,全日空机队规模为 236 架,相比 2019 财年末减少 31 架。2022 财年前三季度全日空实现客运收入 6824 亿元,同比增长 167.9%,相比 2019 年同期下降 35.7%。

从季度数据来看,2022 年四季度全日空实现 ASK233.2 亿,同比增长 56.4%,相比 2019 年同期下降 28.3%,RPK163.3 亿,同比增长 134.9%,相比 2019 年同期下降 32.9%,客座率 70.0%,同比提高 23.4%,相比 2019 年同期下降 4.8%。

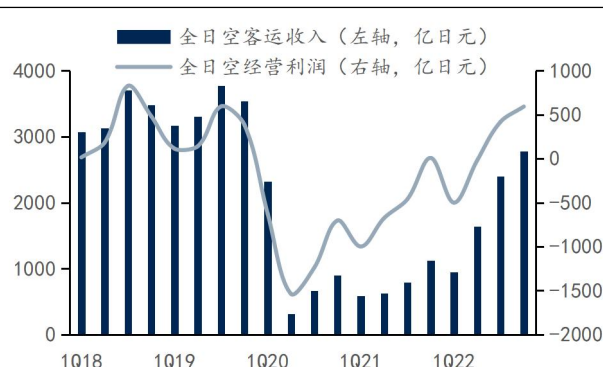
运价方面,类似于日本航空,2022 年四季度全日空国内航线 RASK11.29 日元,相比 2019 年同期下降 10.2%,但国际航线运价显著提升,达到 12.77 日元,相比 2019 年同期上涨 34.4%,拉动整体运价达到 11.93 日元,相比 2019 年同期提高 9.5%。2022 年第四季度全日空客运收入达到 2782 亿日元,相比 2019 年同期下降 21.5%,但经营利润已经达到 592 亿日元, 相比 2019 年上升 53.4%。

图25: 全日空运营数据



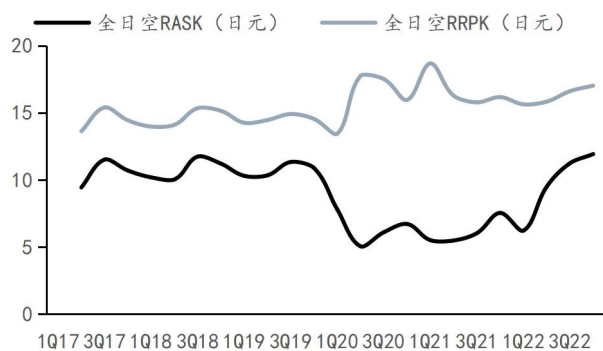
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 全日空业绩表现



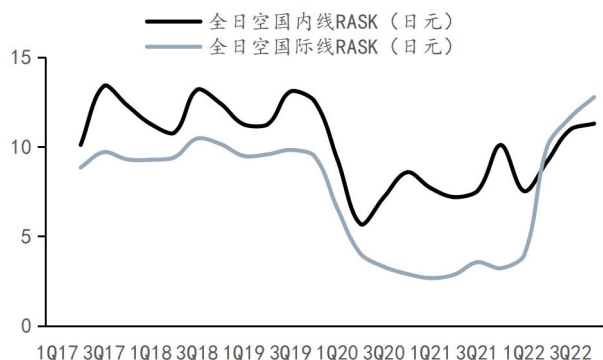
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 全日空运价表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 全日空国内、国际线 RASK 表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

日本民航业复苏速度相对较慢, 我们仍然看到随着时间推移, 日本民航业运力投放、运量逐步向正常状态靠拢, 全日空预计 2023 年公司国际线运投恢复至 2019 年的 80%, 2025 年达到 2019 年的 105%, 国内线运投 2023 年全面恢复至 2019 年同期, 2025 年达到 2019 年的 105%。

日本民航业得益于国际航线强势运价的带动, 尽管业务量及营收相比 2022 年四季度单季度有所差距, 但业绩表现良好, 其中全日空单季度经营利润已经超越 2019 年同期水平。

表3: 日本航空、全日空部分运营指标相比 2019 年的季度变化

	RPM 相比 2019				运价相比 19 (RASM)				客运收入相比 2019			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
日本航空	-70.5%	-46.9%	-31.9%	-20.9%	-43.3%	-10.4%	-3.6%	10.0%	-66.6%	-40.2%	-23.9%	-5.3%
国内线	-50.2%	-29.6%	-16.0%	-3.5%	-42.6%	-21.7%	-20.3%	-7.2%	-50.3%	-29.0%	-21.1%	-8.4%
国际线	-82.3%	-56.9%	-41.7%	-31.7%	-59.4%	-4.4%	11.2%	26.4%	-82.4%	-51.2%	-27.1%	-1.7%
全日空	-72.6%	-54.6%	-42.8%	-32.9%	-39.6%	-8.2%	-0.8%	9.5%	-69.9%	-50.3%	-36.3%	-21.5%
国内线	-55.9%	-39.7%	-28.7%	-15.0%	-33.1%	-18.2%	-16.2%	-10.2%	-54.7%	-38.6%	-30.5%	-19.2%
国际线	-85.5%	-66.0%	-54.5%	-46.8%	-58.4%	4.7%	18.7%	34.4%	-85.8%	-62.1%	-43.1%	-24.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

德国民航业

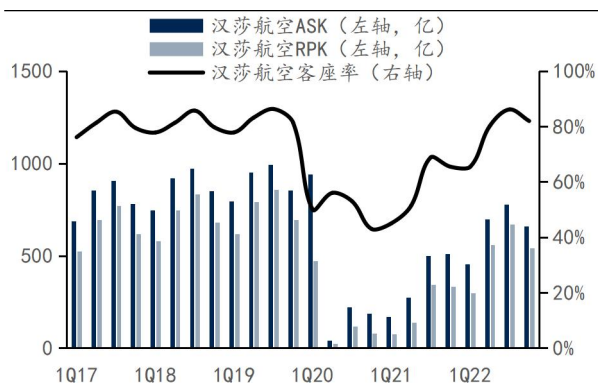
在欧洲民航业分析中, 我们选取德国汉莎集团的航空客运板块进行分析, 类似的, 尽管汉莎航空业务量相比 2019 年同期有一定差距, 但运价的强势表现拉动客运收入超越 2019 年同期, 经营利润降幅亦相对有限。

汉莎航空

2022 年汉莎集团客运板块全年 ASK2594 亿, 同比增 78.7%, 相比 2019 年下降 27.9%, RPK2070 亿, 同比增 131.6%, 相比 2019 年同期下降 30.2%, 实现营业收入 206.9 亿欧元, 同比增长 204.1%, 相比 2019 年下降 3.2%, 经营利润-3.15 亿欧元, 亏损幅度显著收窄, 其中 3-4 季度已经实现经营盈利。

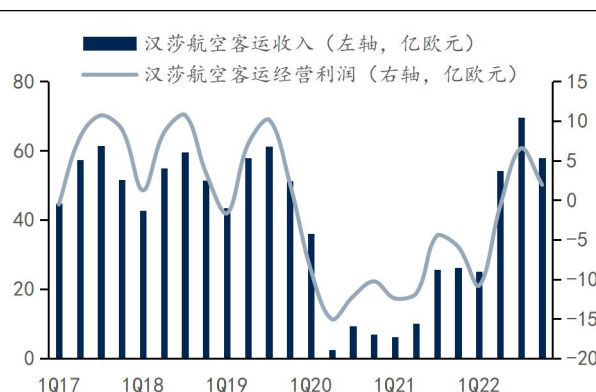
从季度数据来看, 2022 年第四季度汉莎航空 ASK 相比 2019 年同期下降 22.6%, RPK 下降 22.1%, 客座率 82.0%, 相比 2019 年同期提高 0.6%。汉莎航空客公里收入、座公里收入分别为 0.1069 欧元、0.0876 欧元, 相比 2019 年同期分别提高 45.1%、46.0%, 得益于运价的大幅上行, 汉莎航空四季度客运收入达到 57.88 亿欧元, 相比 2019 年同期提高 13.0%, 经营利润 1.92 亿欧元, 相比 2019 年同期仅下降 6.8%。

图29: 汉莎航空运营数据



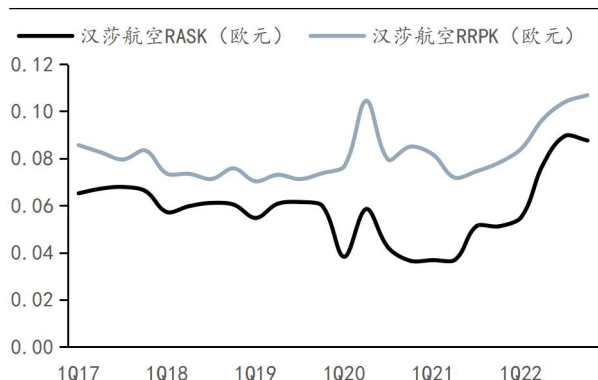
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图30: 汉莎航空业绩表现



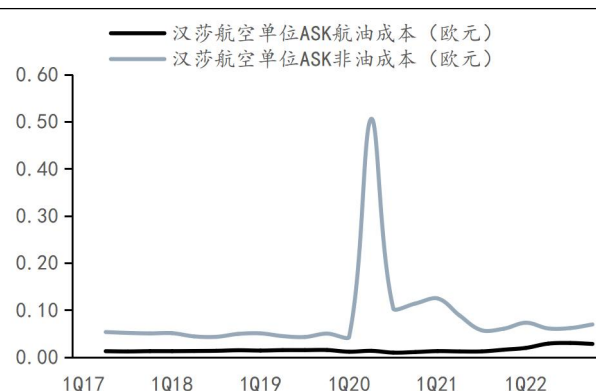
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 汉莎航空运价表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 汉莎航空单位成本表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

汉莎航空对未来做出了积极预测, 预计 2023 年 ASK 恢复至 2019 年的 85-90%, 2024 年恢复至 2019 年的 95%以上, 预计 2023 年 EBIT 显著高于 2022 年。

印度民航业

印度国土面积较大，与我国人口规模相近，且同样为发展中国家，民航业处于高速发展阶段。2018-2019 年印度民航业国内航线客流量分别达到 1.39 亿人次、1.44 亿人次，增速分别为 18.6%、3.8%。

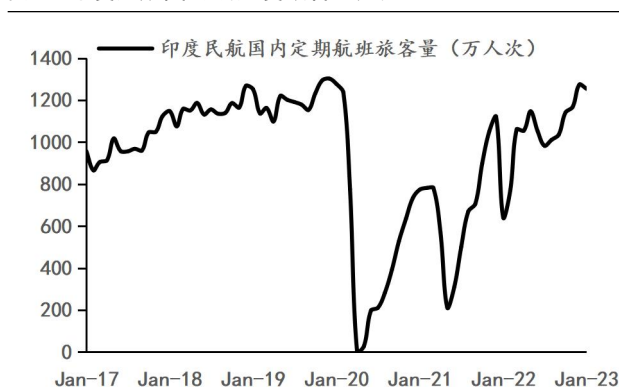
疫情爆发以来，印度民航整体市场波动上行，尽管历经了多轮疫情冲击，从客流的角度看，印度民航国内客流在每次疫情来临时的下探幅度逐步降低，疫情冲击后客流恢复速度较快。2023 年 1 月，印度国内航线客运量已经恢复至 1254 万人次，相比 2019 年同期提高 0.1%。

图33: 印度民航国内线旅客量及同比增速



资料来源: DGCA, 国信证券经济研究所整理

图34: 印度民航国内线月度旅客量走势



资料来源: DGCA, 国信证券经济研究所整理

靛蓝航空

靛蓝航空是印度规模最大的航空公司，也是一家低成本航空公司，2022 年靛蓝航空国内线旅客运输量为 6916 万人次，市占率达到 56.1%，靛蓝航空的疫后经营及业绩状况在相当程度上可以代表印度民航业的复苏情况。

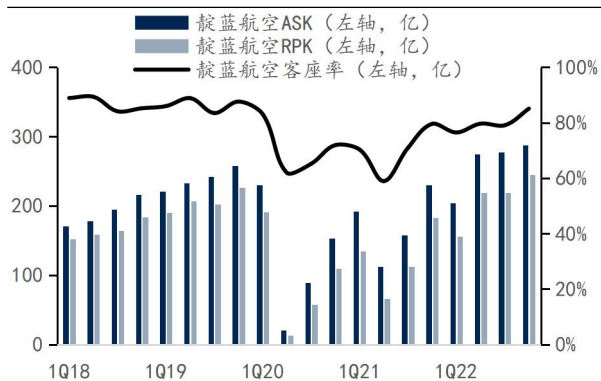
2022 年靛蓝航空 ASK1044 亿，同比增 50.9%，相比 2019 年增长 9.4%，RPK839 亿，同比增 69.2%，相比 2019 年增长 1.7%，客座率 80.4%，同比提高 8.7%，相比 2019 年下降 6.1%。

靛蓝航空 2022 年营业收入 4949 亿卢比，同比增 99.5%，相比 2019 年增长 35.7%，全年扣除汇兑损益的经营利润 92.3 亿卢比，同比扭亏，相比 2019 年下降 46.9%。

从季度数据来看，靛蓝航空运营数据持续回升，运价水平逐步走高，其中 2022

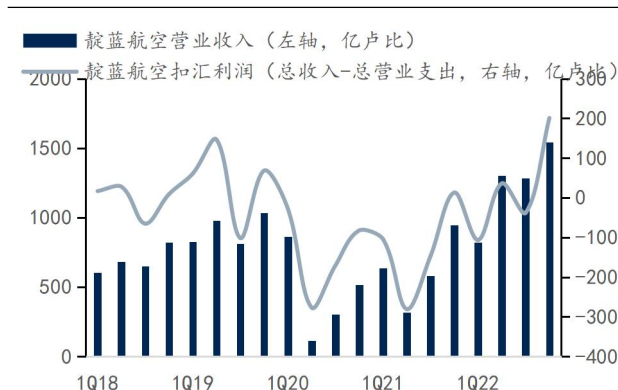
年 4 季度靛蓝航空 ASK 达到 288 亿，相比 2019 年同期提高 11.6%，RPK245 亿，相比 2019 年同期提高 8.4%，RASK 达到 5.19 卢比，相比 2019 年同期提高 34.7%，单季度营业收入达到 1541 亿卢比，相比 2019 年同期提高 49.2%，扣汇经营利润 201.0 亿卢比，相比 2019 年同期提高 85.1%。

图35: 靛蓝航空运营数据



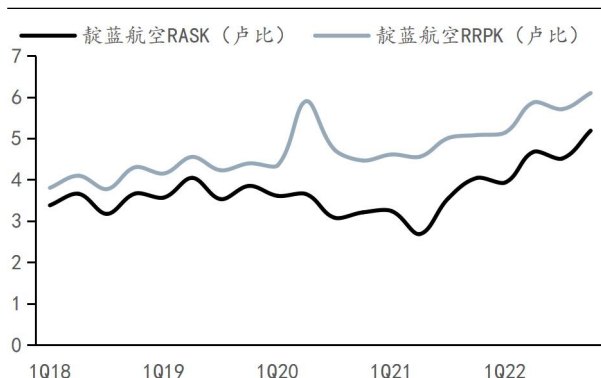
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36: 靛蓝航空业绩表现



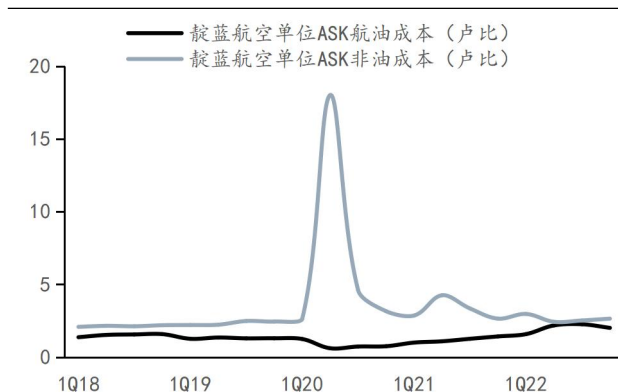
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 靛蓝航空运价表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图38: 靛蓝航空单位成本表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

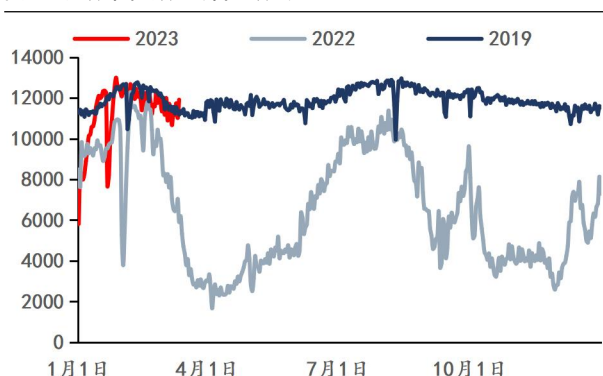
投资建议

通过对上述 8 家航司的季度运营数据进行分析，截至 2022 年四季度，上述航司运量水平整体相比 2019 年仍有些许差距，但运价表现均表现强势，尤其是 2022 年 2 季度后，各航司单位运价相比 2019 年同期均出现大幅上涨，其中 2022 年四季度美国四大航司运价相比 2019 年同期涨幅达到 20%左右，日本两家航司为 10%左右，德国汉莎、印度靛蓝航空运价涨幅更是达到了 30%以上，同时各航司成本端的扣油成本整体波动不大，尽管当前油价位置较高，各航司业绩仍然持续向好，逐步

接近乃至超越 2019 年同期水平。展望未来，各航司整体对 2023 年的经营数据表现出较为乐观的预期，具体体现为业务量进一步恢复，业绩进一步接近甚至超越 2019 年。

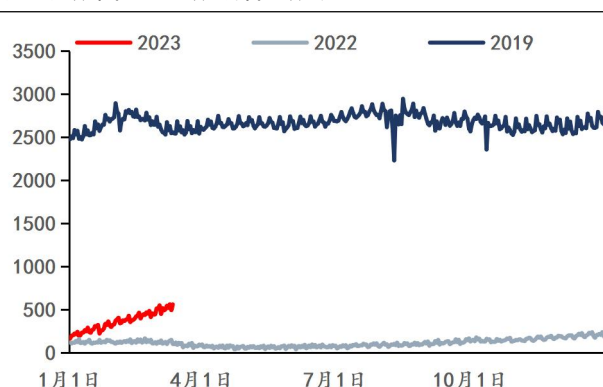
伴随着疫情防控彻底优化，我国民航业自 2022 年 12 月底起迎来了显著复苏，当前国内航线航班量已经恢复至 2019 年同期水平，并有望于 2023 年 3 月 26 日夏秋换季后进一步放量，国际（含港澳台）航线客运航班量恢复至 2019 年同期的 20% 左右，并将持续加班，此外，得益于春节后公商务客流持续增长，叠加发改委限折令发力，民航国内航线运价保持强势。

图 39: 民航国内航线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图 40: 民航国际地区航线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

2020-2022 年我国民航飞机引进速度大幅放缓，考虑到资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，行业理论供给仍将保持低增速。伴随着疫情褪去，民航需求稳步复苏是大概率事件，民航供需有望从供大于求逐步转化为供需平衡，并向供不应求持续演绎，而供不应求的结果就是运价水平的整体显著提升。

海外航司 2022 年的运营表现说明尽管量的恢复尚不完整，但价格仍然保持强势，我们认为 2023 年我国民航业运价有望保持坚挺，且随着需求的进一步回暖，2023 年价格强势或意味着 2024 景气周期的全面到来，继续看好民航业周期反转的大方向，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动，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。本报告仅供我公司客户使用，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所提及的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