

回归常态化增长，供需状态或趋向紧平衡

航空业跟踪研究

1-3月，民航旅客周转量同比2019年连续正增长

根据中国民航局的数据，2024年3月，民航旅客周转量较2019年同期增速录得5.9%。其中，国内航线旅客周转量同比2019年增长15.7%，国际航线旅客周转量同比2019年增速录得-21.4%。2024年1、2月，民航旅客周转量较2019年同期增速分别录得5.2%、14.8%。至此，民航旅客周转量同比2019年已实现连续三个月正增长，行业整体运营已回归常态化增长轨道。

2024年一季度，民航旅客周转量较2019年同期增长8.6%，其中国内航线旅客周转量同比2019年增长20.2%，国际航线旅客周转量同比2019年增速录得-23.2%。

航空公司方面，2024年3月，国航、南航、东航旅客周转量较2019年同期增速分别录得17.4%、2.7%、6%，合计增速为8.4%。

一季度国际航线加速恢复

根据中国民航局的数据，2024年1-3月，国际航线旅客周转量较2019年同期增速分别录得-29.3%、-18.5%、-21.4%。国际航线恢复速度较2023年四季度显著加快。一季度国际航线加速恢复，我们认为主要有以下几方面原因：1、居民商务、旅游和探亲等需求持续恢复；2、春节前后海外出行需求集中释放；3、中美航班量继续增加。

2024年航司盈利能力有望全面提升

基于以下几点理由，我们认为2024年航空公司盈利能力有望全面提升：1、经济持续好转有望带动整体航空出行需求稳步增加；2、国际航线继续恢复，有助于海外出行需求的持续释放；3、预计民航业机队增速将维持低位，供需状态将逐步趋向紧平衡，客座率有望持续提升。

投资策略及重点关注公司

自2023年底以来，港股航空主要品种持续回落，目前股价已处于非常低的位置。我们认为民航业整体运营已回归常态化增长轨道，并且2024年行业供需状态有望逐步趋向紧平衡，航司盈利能力有望全面提升。目前二级市场低位，是较好的布局机会。维持跑赢大市之行业评级。具体品种方面，建议关注运力提升相对较大，业绩弹性较高的中国国航(00753.HK，未评级)，以及业务规模最大效率较佳的中国南方航空(01055.HK，未评级)。

(注：以上数据均来自中国民航局、上市公司公告、Wind，国信证券(香港)研究部整理)

风险提示

国际航线恢复进度不及预期；宏观经济好转不及预期；油价出现大幅上涨。

2024年4月22日

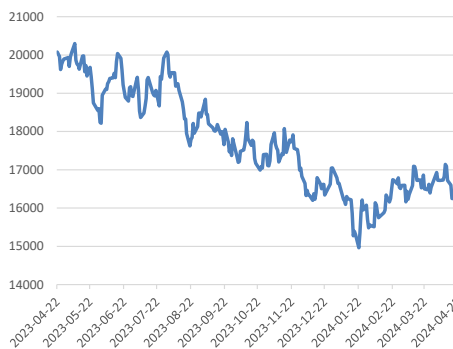
行业研究·点评报告

基础信息

所属行业 航空运输

评级 跑赢大市

恒生指数近52周走势



数据来源：Wind；国信证券(香港)研究部整理

韩卫东

SFC CE No.: BCH669

+852 2899 8300

hanwd@guosen.com.hk

相关研究报告

《客运量增长势头良好，主要品种仍处低位：航空业跟踪研究》(2024-02-22)

《12月旅客周转量明显回升，2024有望开门红：航空业跟踪研究》(2024-01-22)

《国际航线继续恢复，油价与汇率走势对行业有利：航空业跟踪研究》(2023-11-21)

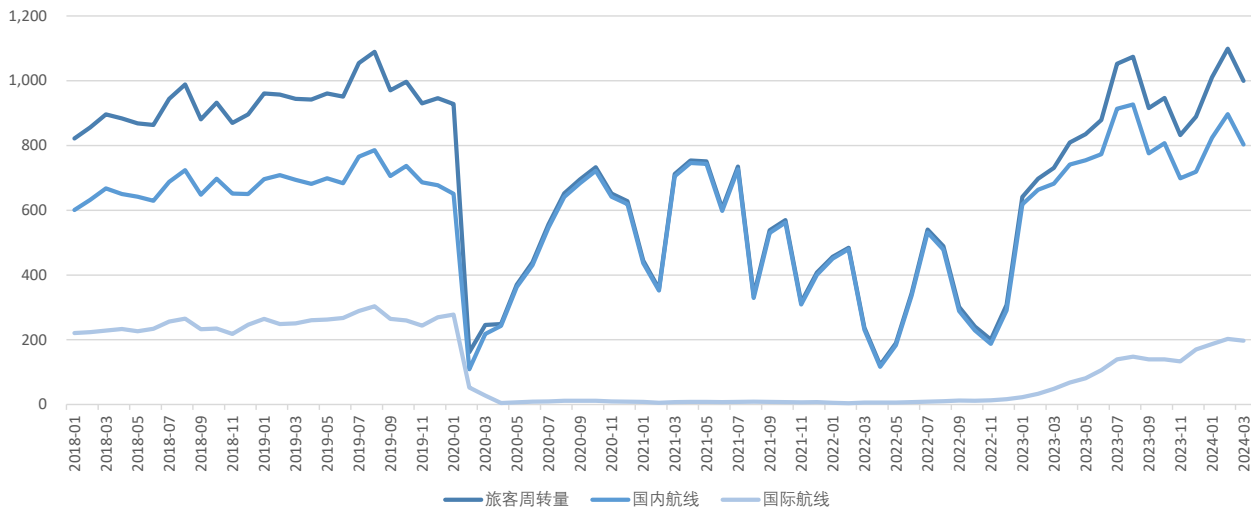
《三季度行业景气度有望迅速提升：航空业跟踪研究》(2023-07-26)

港股主要航空公司估值对比

公司名称	证券代码	收盘价 (港元)	折溢价 (H/A-1)	流通市值 (亿港元)	总市值 (亿港元)	PB
中国国航	00753.HK	3.81	-51.2%	189	632	1.54
中国南方航空	01055.HK	2.63	-56.2%	112	477	1.17
中国东方航空	00670.HK	1.9	-50.9%	98	424	1.57
国泰航空	00293.HK	8.07	-	520	520	1.03

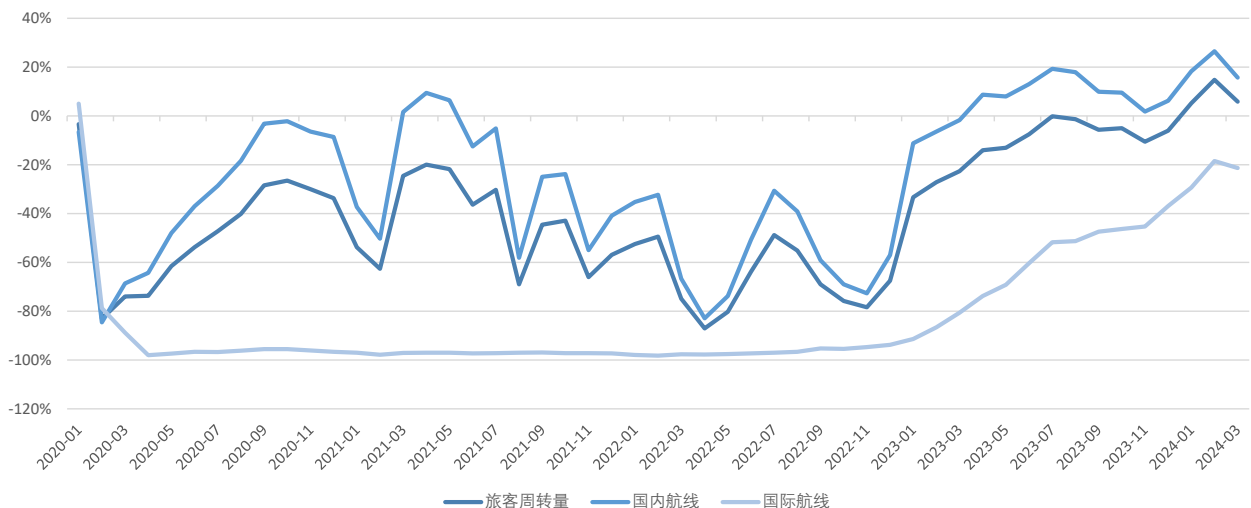
数据来源：Wind, 国信证券（香港）研究部；数据日期：2024年4月22日收盘

图 1 2018 年以来民航月度旅客周转量情况 (单位: 亿客公里)



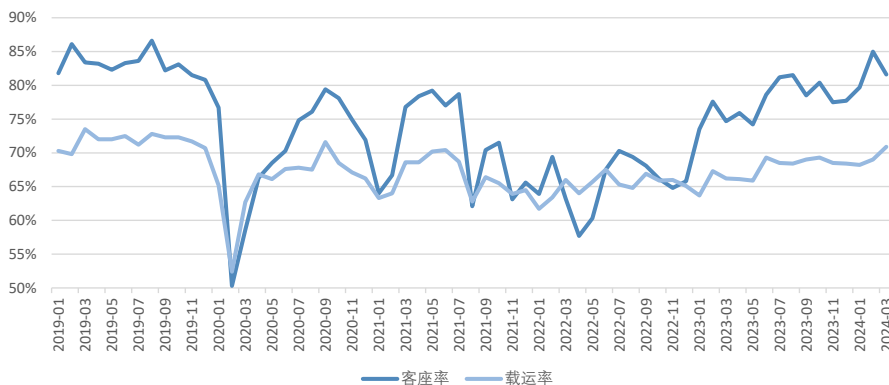
数据来源: 中国民航局, 国信证券(香港) 研究部

图 2 2020 年以来民航旅客周转量月度同比增速情况 (注: 均以 2019 年为基数)



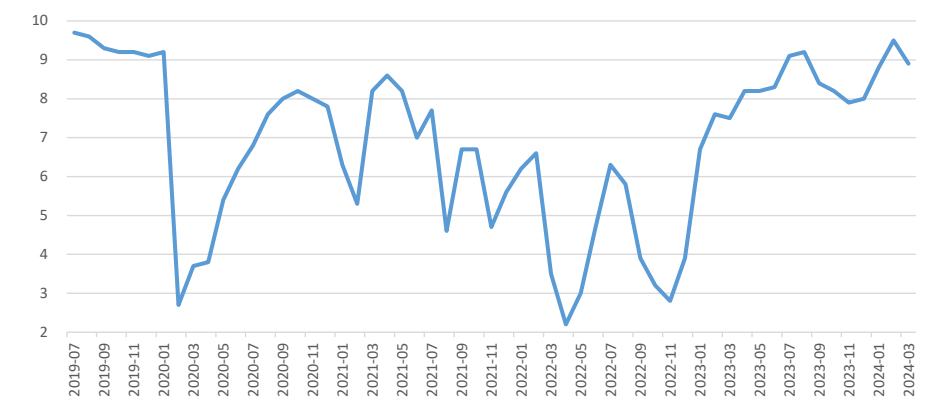
数据来源: 中国民航局, 国信证券(香港) 研究部

图 3 2019 年以来民航月度总体客座率与载运率情况



数据来源: 中国民航局, 国信证券(香港) 研究部

图 4 2019 年 7 月以来民航月度飞机日利用率情况 (小时/日)



数据来源：中国民航局，国信证券（香港）研究部

表 1 国航南航东航 2024 年 3 月主要业务数据与 2019 年同期对比

	国航			南航			东航		
	2024年3月	2019年3月	变动幅度/增减	2024年3月	2019年3月	变动幅度/增减	2024年3月	2019年3月	变动幅度/增减
收入客公里 (百万)	22451.0	19117.4	17.4%	23417.0	22801.9	2.7%	18930.8	17864.5	6.0%
国内航线	16291.3	11237.8	45.0%	18130.2	15669.7	15.7%	13384.6	11671.8	14.7%
国际航线	5607.3	7140.2	-21.5%	5106.6	6837.1	-25.3%	5145.0	5728.1	-10.2%
地区航线	552.4	739.4	-25.3%	180.2	295.2	-38.9%	401.2	464.7	-13.7%
客座率	78.5%	80.7%	-2.2%	82.3%	83.2%	-0.8%	81.2%	82.7%	-1.5%
国内航线	78.7%	81.9%	-3.2%	82.2%	83.0%	-0.8%	81.7%	84.1%	-2.4%
国际航线	78.6%	78.7%	-0.1%	83.1%	83.8%	-0.7%	80.7%	79.9%	0.7%
地区航线	70.3%	81.4%	-11.1%	75.1%	78.5%	-3.4%	72.8%	84.2%	-11.4%
收入货运吨公里 (百万)	370.6	412.1	-10.1%	808.1	665.1	21.5%	293.9	231.3	27.1%
国内航线	135.5	130.7	3.7%	131.0	136.3	-3.9%	79.1	78.2	1.1%
国际航线	230.0	273.6	-15.9%	674.2	526.4	28.1%	212.6	150.3	41.5%
地区航线	5.1	7.8	-34.6%	2.9	2.4	18.5%	2.2	2.8	-19.3%
货邮载运率	34.7%	43.2%	-8.5%	53.2%	52.2%	1.0%	36.8%	32.3%	4.5%
国内航线	21.6%	34.8%	-13.2%	26.3%	30.5%	-4.2%	22.6%	29.3%	-6.7%
国际航线	55.2%	49.3%	5.9%	66.5%	64.3%	2.2%	49.4%	34.9%	14.5%
地区航线	21.2%	34.1%	-12.9%	37.5%	26.4%	11.1%	12.1%	15.6%	-3.5%

数据来源：上市公司公告、国信证券（香港）研究部

表 2 国航南航东航 2024 年 3 月主要运力数据与 2019 年同期对比

	国航			南航			东航		
	2024年3月	2019年3月	变动幅度/增减	2024年3月	2019年3月	变动幅度/增减	2024年3月	2019年3月	变动幅度/增减
可用座位公里 (百万)	28612.7	23695.1	20.8%	28443.7	27423.9	3.7%	23304.7	21598.1	7.9%
国内航线	20693.9	13717.7	50.9%	22057.1	18885.6	16.8%	16376.4	13879.2	18.0%
国际航线	7132.5	9069.0	-21.4%	6146.6	8162.2	-24.7%	6377.2	7166.8	-11.0%
地区航线	786.3	908.4	-13.4%	240.0	376.1	-36.2%	551.1	552.1	-0.2%
可用货运吨公里 (百万)	1068.8	953.2	12.1%	1518.8	1274.0	19.2%	798.4	715.2	11.6%
国内航线	628.3	375.6	67.3%	497.7	446.4	11.5%	349.8	267.5	30.8%
国际航线	416.4	554.7	-24.9%	1013.4	818.4	23.8%	430.3	430.1	0.0%
地区航线	24.1	22.9	5.2%	7.7	9.2	-16.3%	18.3	17.6	3.7%

数据来源：上市公司公告、国信证券（香港）研究部

表 3 国航南航东航 2023 年 2 月主要业务数据与 2019 年同期对比

	国航			南航			东航		
	2024年2月	2019年2月	变动幅度/增减	2024年2月	2019年2月	变动幅度/增减	2024年2月	2019年2月	变动幅度/增减
收入客公里 (百万)	23961.7	18700.6	28.1%	26323.2	23216.4	13.4%	20852.4	18136.7	15.0%
国内航线	18043.6	11410.8	58.1%	20552.4	16069.1	27.9%	15008.9	11706.0	28.2%
国际航线	5302.0	6545.3	-19.0%	5577.3	6853.9	-18.6%	5421.0	5993.7	-9.6%
地区航线	616.1	744.5	-17.2%	193.4	293.5	-34.1%	422.5	437.0	-3.3%
客座率	82.5%	84.0%	-1.5%	85.6%	85.2%	0.4%	83.4%	84.4%	-1.1%
国内航线	83.6%	86.1%	-2.5%	86.1%	85.6%	0.5%	84.3%	85.5%	-1.2%
国际航线	79.8%	80.8%	-1.0%	84.1%	84.8%	-0.7%	81.3%	82.8%	-1.5%
地区航线	75.5%	82.5%	-7.0%	80.1%	76.9%	3.2%	77.8%	80.2%	-2.3%
收入货运吨公里 (百万)	309.6	276.3	12.1%	617.1	377.7	63.4%	259.1	150.1	72.6%
国内航线	112.4	81.7	37.6%	106.3	85.6	24.2%	66.1	48.1	37.5%
国际航线	193.2	190.0	1.7%	509.1	290.8	75.1%	191.2	100.4	90.4%
地区航线	4.0	4.6	-13.0%	1.7	1.4	25.7%	1.8	1.6	11.7%
货邮载运率	29.2%	30.4%	-1.2%	41.4%	33.9%	7.5%	29.4%	20.4%	8.9%
国内航线	17.2%	21.3%	-4.1%	18.6%	18.3%	0.3%	16.9%	17.8%	-0.9%
国际航线	50.2%	37.9%	12.3%	55.9%	45.7%	10.2%	40.5%	22.5%	18.0%
地区航线	16.8%	18.7%	-1.9%	23.0%	13.2%	9.9%	9.5%	8.5%	1.0%

数据来源：上市公司公告、国信证券（香港）研究部

表 4 国航南航东航 2023 年 2 月主要运力数据与 2019 年同期对比

	国航			南航			东航		
	2024年2月	2019年2月	变动幅度/增减	2024年2月	2019年2月	变动幅度/增减	2024年2月	2019年2月	变动幅度/增减
可用座位公里 (百万)	29035.8	22259.9	30.4%	30751.0	27245.0	12.9%	25009.2	21480.7	16.4%
国内航线	21577.6	13251.6	62.8%	23876.6	18781.6	27.1%	17798.3	13693.1	30.0%
国际航线	6642.7	8105.5	-18.0%	6633.0	8081.7	-17.9%	6668.1	7242.5	-7.9%
地区航线	815.5	902.8	-9.7%	241.5	381.7	-36.7%	542.8	545.1	-0.4%
可用货运吨公里 (百万)	1061.0	908.8	16.7%	1491.6	1115.3	33.7%	881.9	734.8	20.0%
国内航线	652.4	383.2	70.3%	573.0	468.4	22.3%	390.5	269.8	44.7%
国际航线	385.0	501.2	-23.2%	911.2	636.6	43.1%	472.5	445.9	6.0%
地区航线	23.6	24.4	-3.3%	7.4	10.3	-28.0%	19.0	19.0	-0.1%

数据来源：上市公司公告、国信证券（香港）研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。