

证券研究报告

2024年10月01日

行业报告 | 行业专题研究

航空机场

航空2025：供需有望逆转，盈利或迎拐点

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

- **航空的股价和盈利弹性较大**

如果牛市来临，航空股的股价弹性大，涨幅往往是大盘指数2-3倍。如果经济复苏，航空公司的业绩弹性大，但股价上涨往往领先经济复苏。推荐中国东航、南方航空、中国国航。

- **2025年或是航空业盈利拐点**

航空需求有望继续疫后修复，经济有望复苏带动航空需求更快增长，预期2024-26年航空公司收入增速19%、12%、8%，远超飞机4%左右增速，2025年开始扭亏、盈利趋势上行。

- **盈利分层，民营航司攻守兼备**

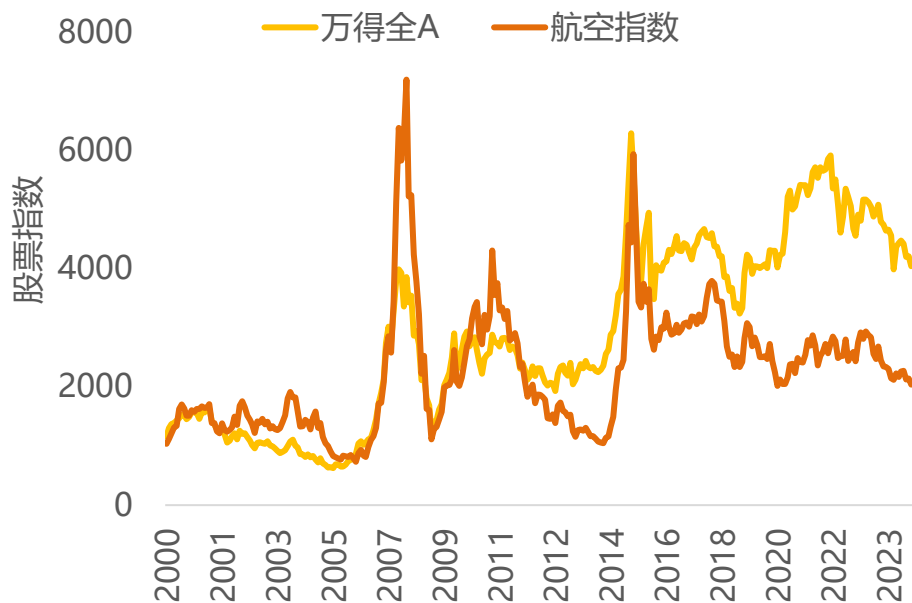
2024H1春秋航空和吉祥航空的毛利率和ROE明显高于三大航，15%左右的高ROE有望带来持续高回报率。民营航司也能享受到经济复苏的盈利高弹性、牛市的股价高弹性。推荐吉祥航空，关注春秋航空。

**风险提示：** 全球经济增速下行，燃油价格大幅上涨，人民币继续贬值

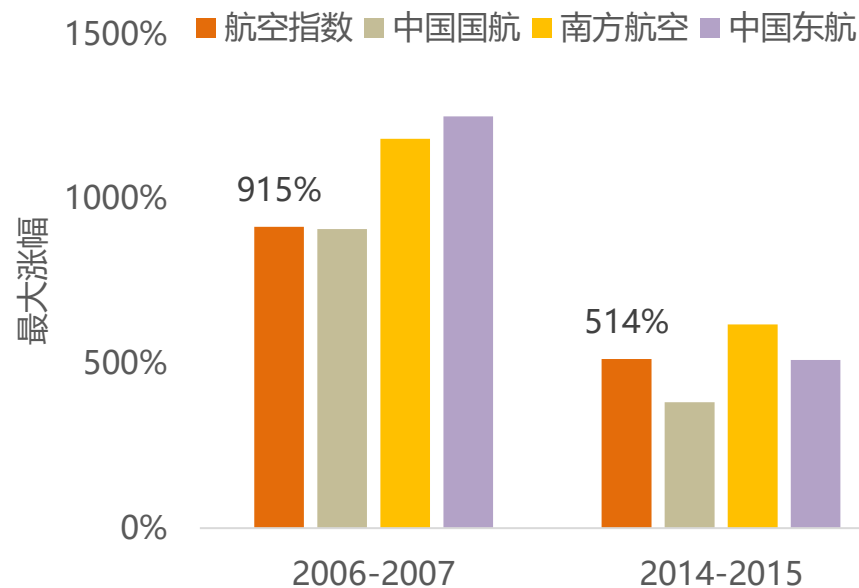
# 1.1 牛市中股价弹性大

- 在A股大盘指数大幅上涨阶段，航空指数往往涨幅更大。
- 2006-07年A股牛市，航空指数最大涨幅915%，三大航A股最大涨幅9-13倍。
- 2014-15年A股牛市，航空指数最大涨幅514%，三大航A股最大涨幅4-6倍。

## ■ 股票牛市中，航空指数涨幅比大盘指数更大



## ■ 在两轮股票牛市中，航空股股价最大涨幅高达数倍



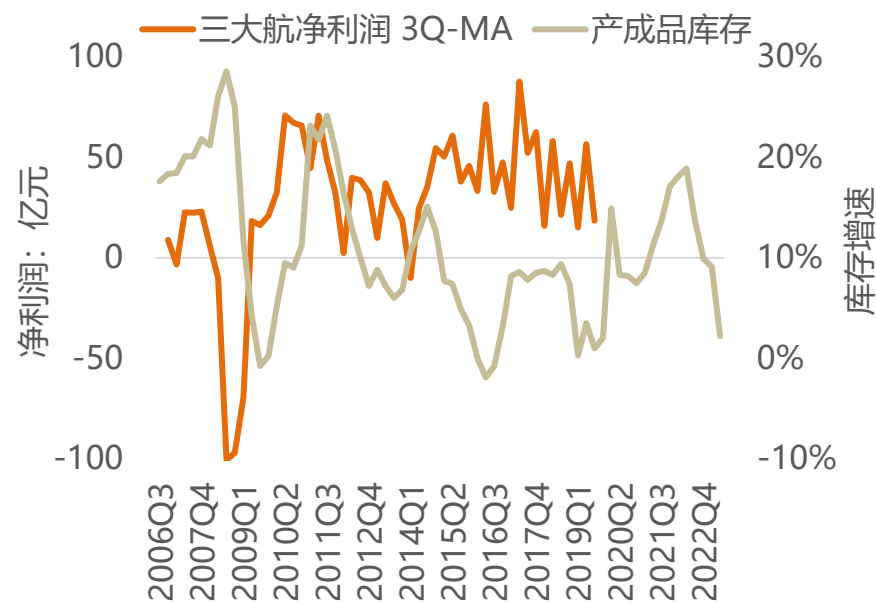
# 1.2 股价领先于经济复苏

- 航空指数与库存周期相关，并且多次领先于库存周期波动。
- 三大航利润与库存周期相关，两者往往同向波动。

## ■ 航空指数与库存周期相关，略有领先



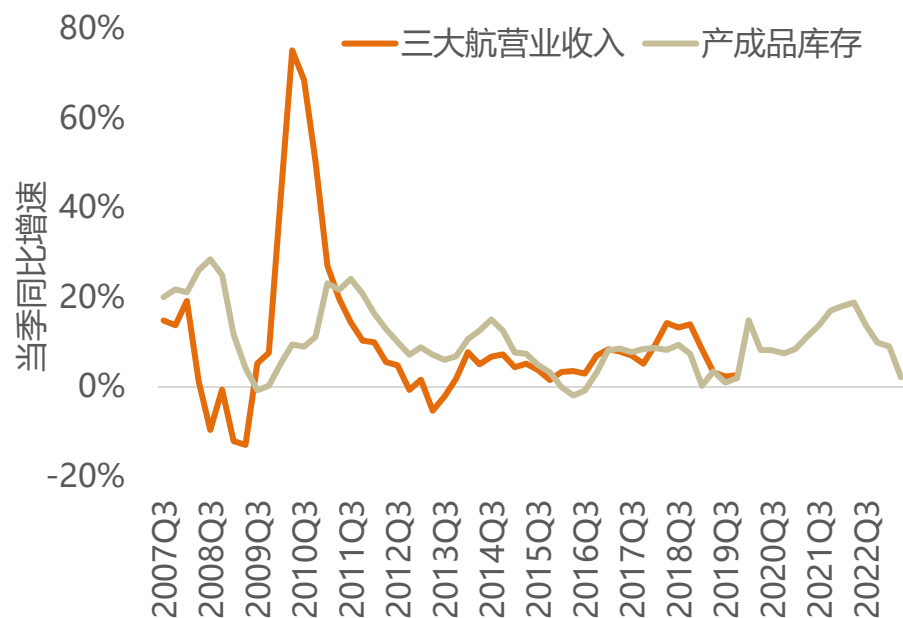
## ■ 三大航净利润与库存周期相关



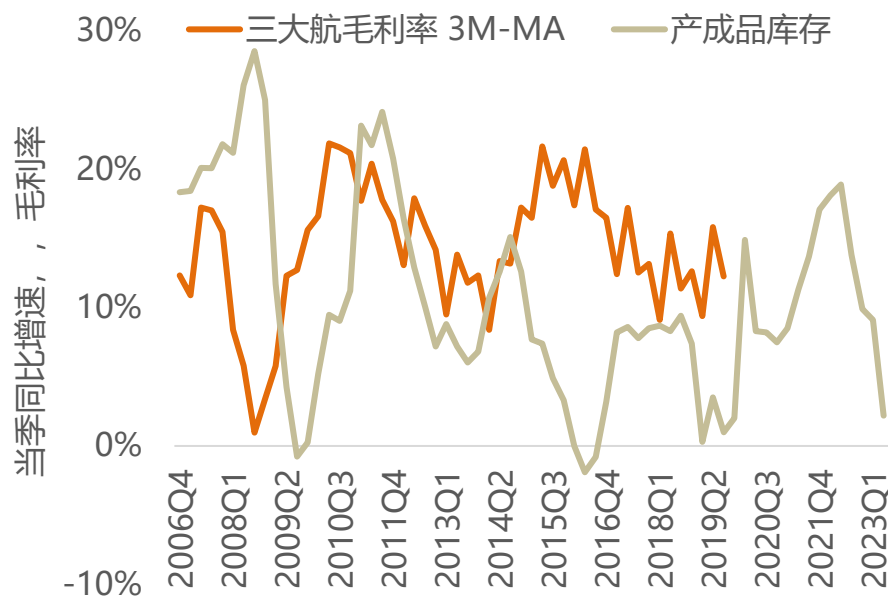
# 1.3 经济复苏时盈利弹性大

- 三大航收入周期与库存周期相关，并且收入增速弹性较大。
- 三大航毛利率与库存周期相关，并且毛利率弹性较大。

■ 航空周期与库存周期密切相关，且收入弹性较大



■ 三大航毛利率与库存周期相关，且弹性较大



# 1.4 股价与运量、客座率弱相关

- 航空指数与民航客运量、客座率都有一定相关性，但是相关性较弱。
- 这或与股价领先于经济周期、航空公司盈利有关。

■ 航空指数与民航客运量增速弱相关



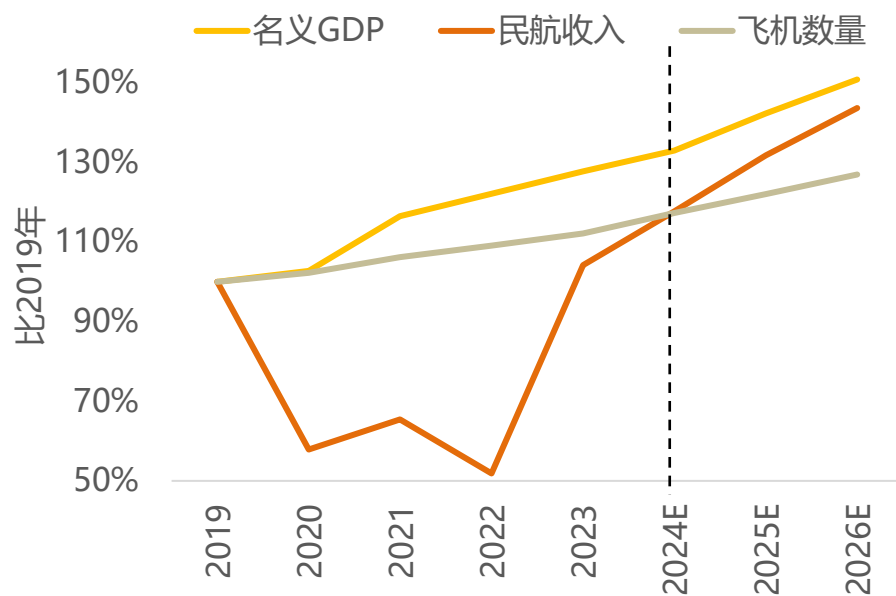
■ 航空指数与客座率同比变化弱相关



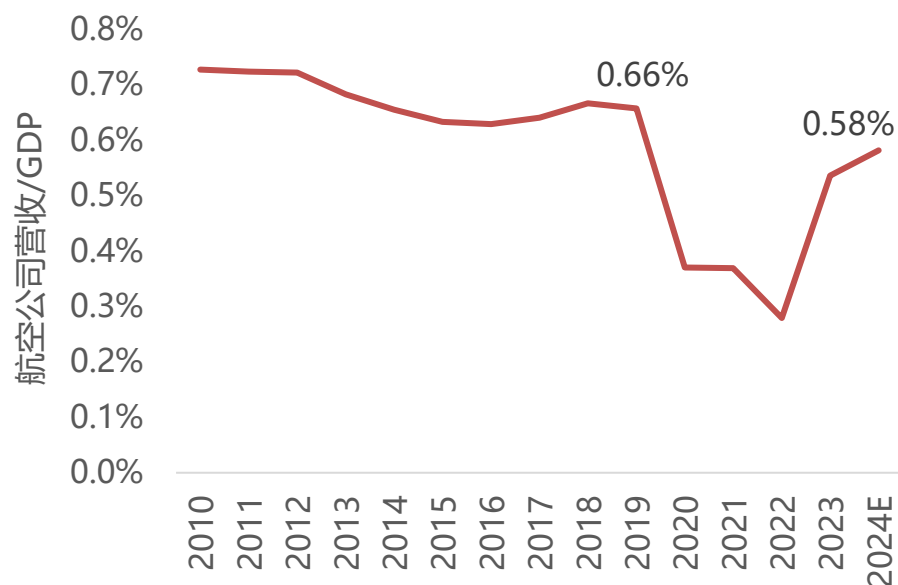
## 2.1 供需差拐点或在2025年

- 2019-24年，航空公司收入的累计增幅有望达到飞机数量的累计增幅，之后供需逆转。
- 航空公司收入累计增幅，有望趋向名义GDP累计增幅，即产业占比恢复。

### ■ 2025年航空业供需形势有望逆转



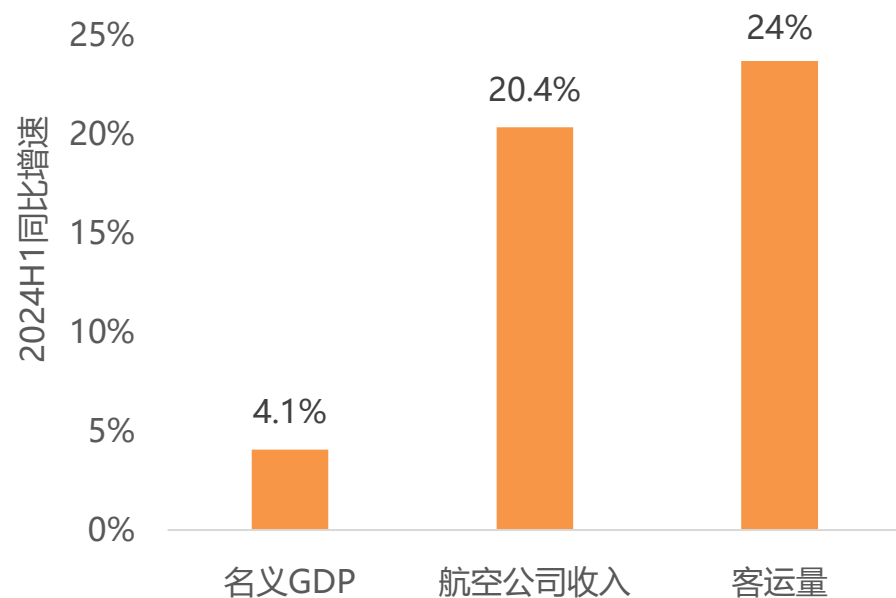
### ■ 航空需求仍在疫后恢复过程中



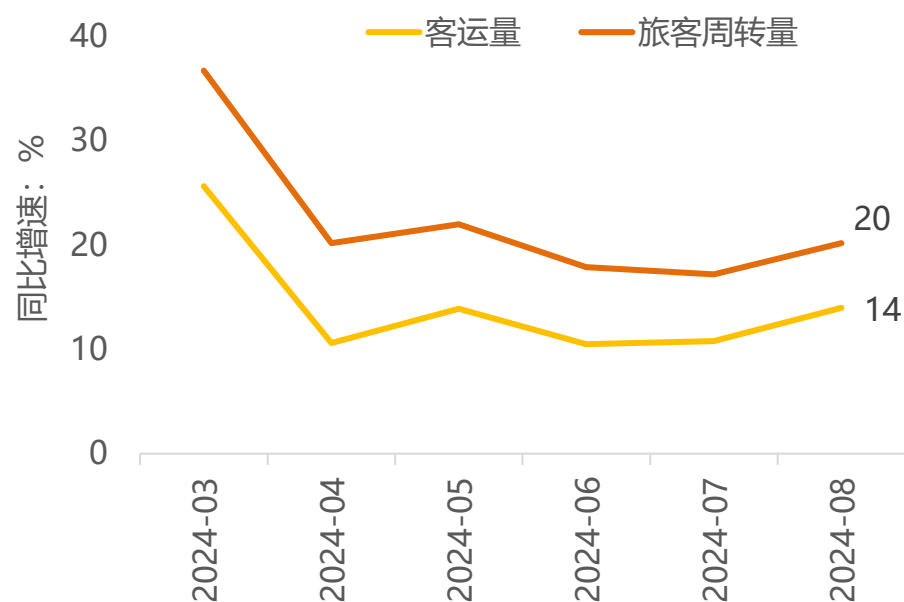
## 2.2 上半年需求增速远超GDP

- 2024H1六家主要上市航司营收同比增长20.4%，远高于名义GDP增速4.1%。
- 2024年3-8月航空客运量和旅客吞吐量同比增速维持较高水平。

### ■ 2024年上半年，航空公司收入同比增速远高于名义GDP



### ■ 航空客运量和周转量仍在高增长

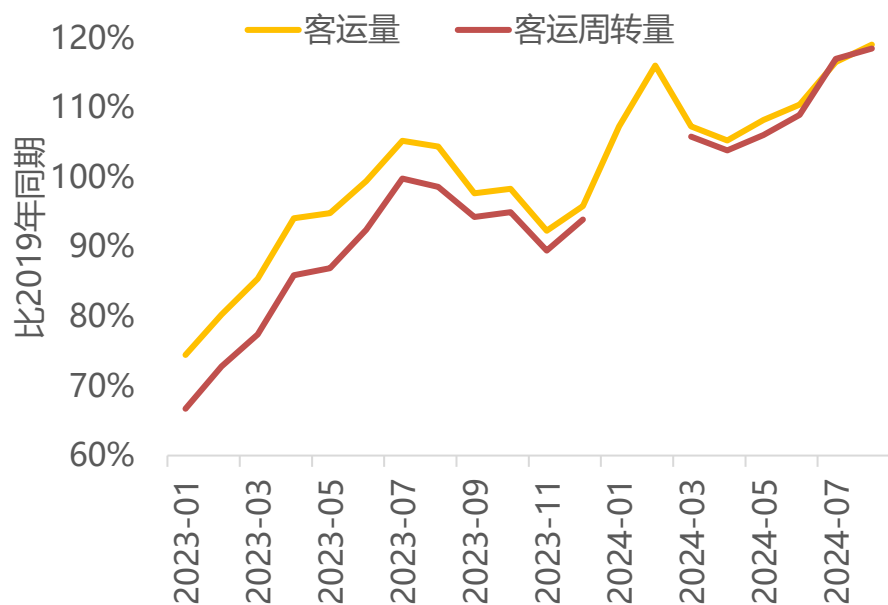




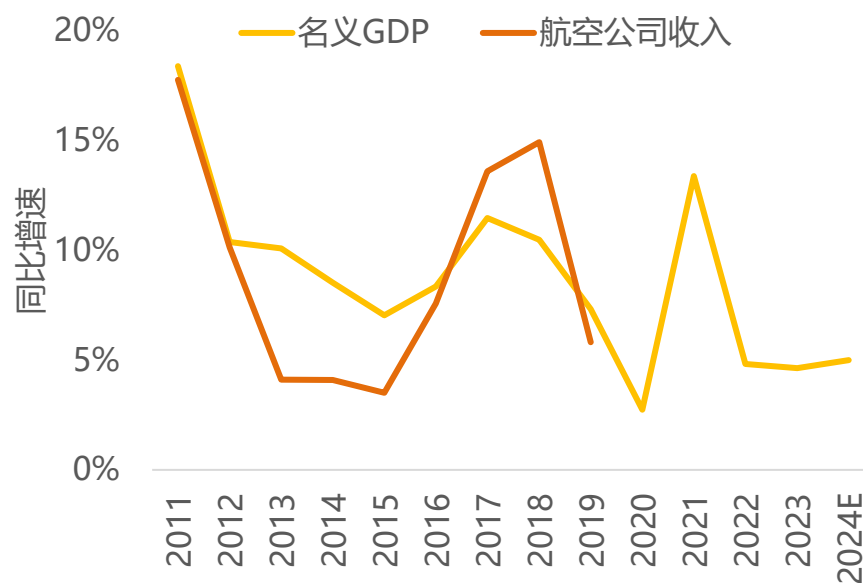
## 2.2 需求增长：疫后修复+周期复苏

- 2024H1客运量比2019年同期的增幅趋势上升，说明需求仍在疫后修复。
- 如果经济复苏，航空公司的收入增速有望上升，弹性更大。

### ■ 航空业需求仍在疫后恢复过程中



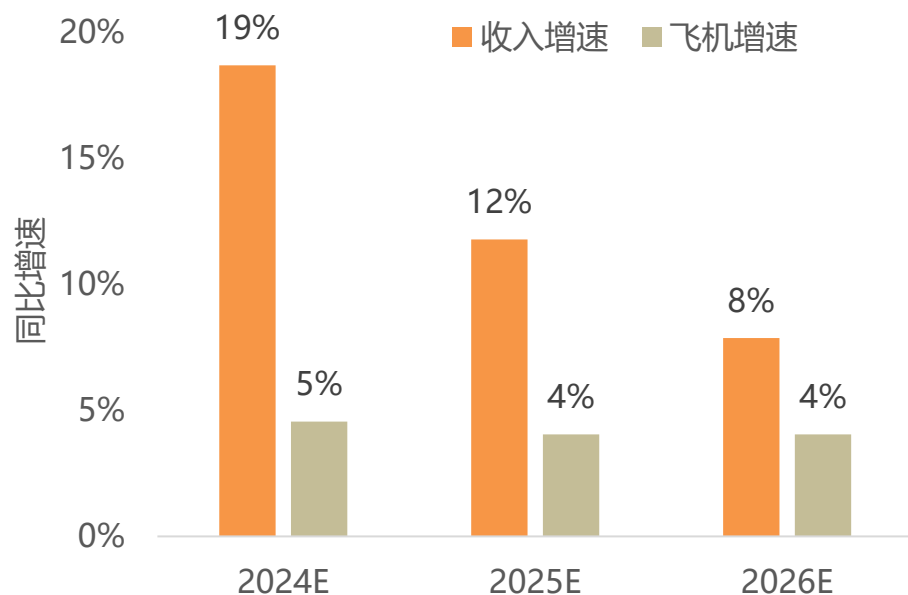
### ■ 如果经济复苏，航空公司收入增速有望上升



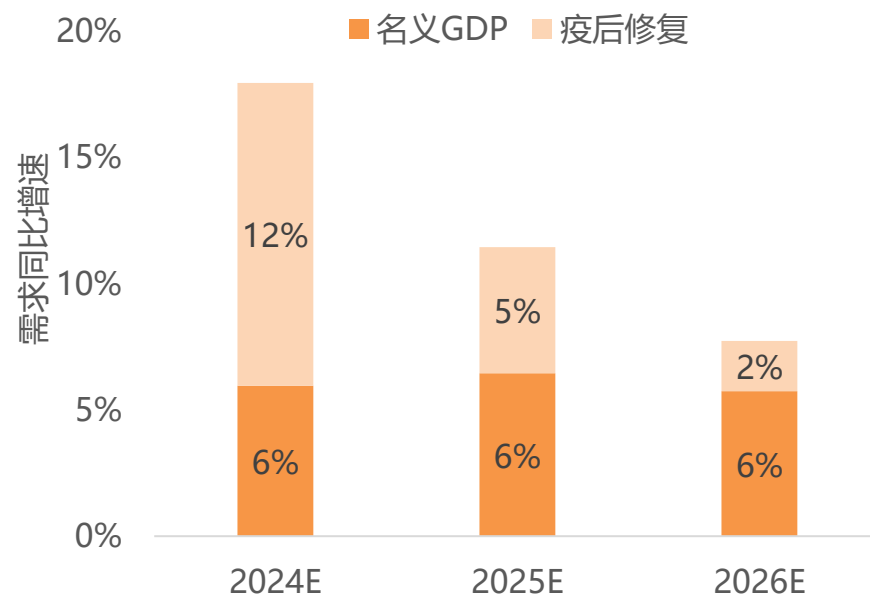
## 2.3 盈利拐点：供需差转化为利润

- 预期2024-26年航空公司收入增速超过飞机运力增速。
- 供需差的边际成本较小，增加的收入大部分能转化成毛利润。

### ■ 预期2024-26年航空收入增速超过飞机运力



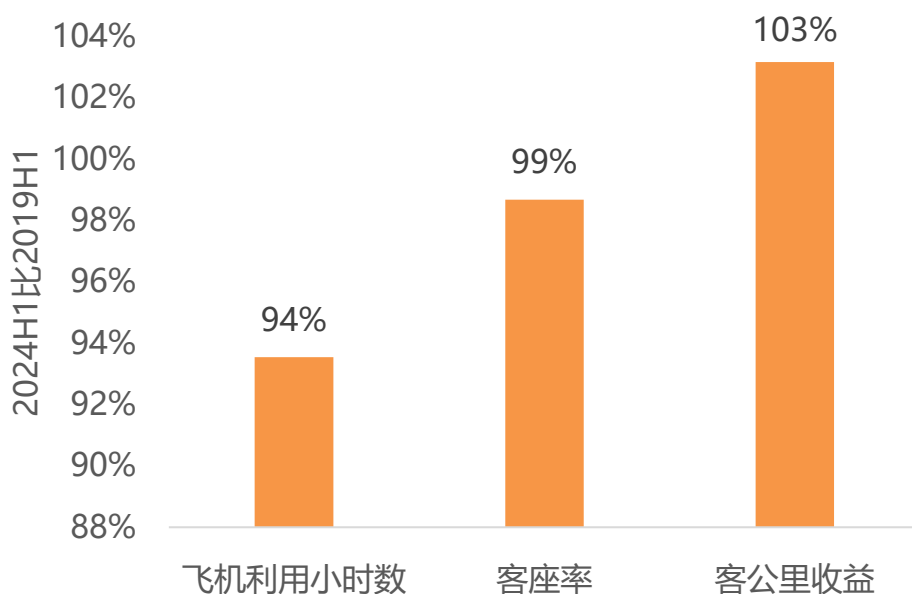
### ■ 未来航空需求增长来自GDP增长和需求疫后修复



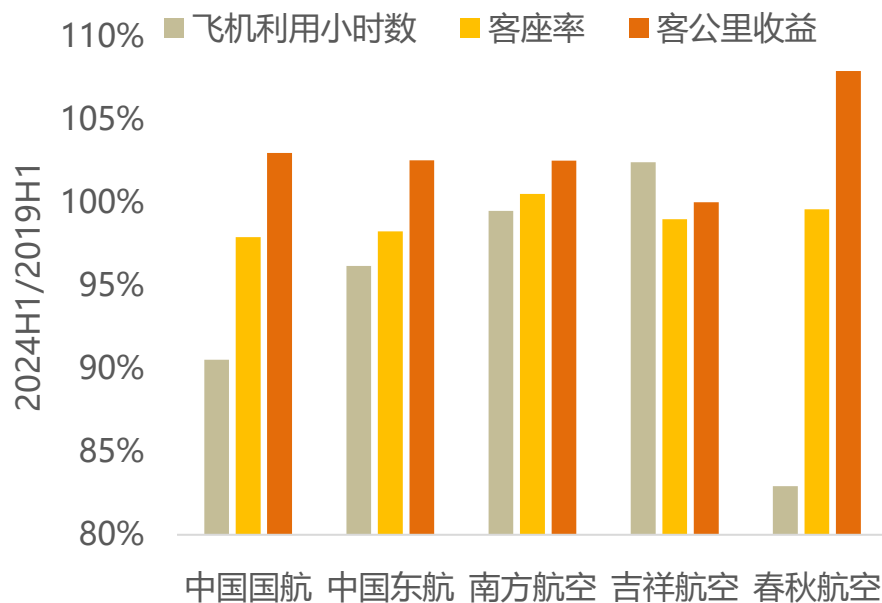
## 2.3 盈利拐点：供需差转化为利润

- 收入增长更快，通过飞机利用小时数上升、客座率上升、票价上涨实现。
- 票价市场化改革后，未来客公里收益的上升空间较大。

### ■ 航空业的飞机利用小时数仍有恢复空间



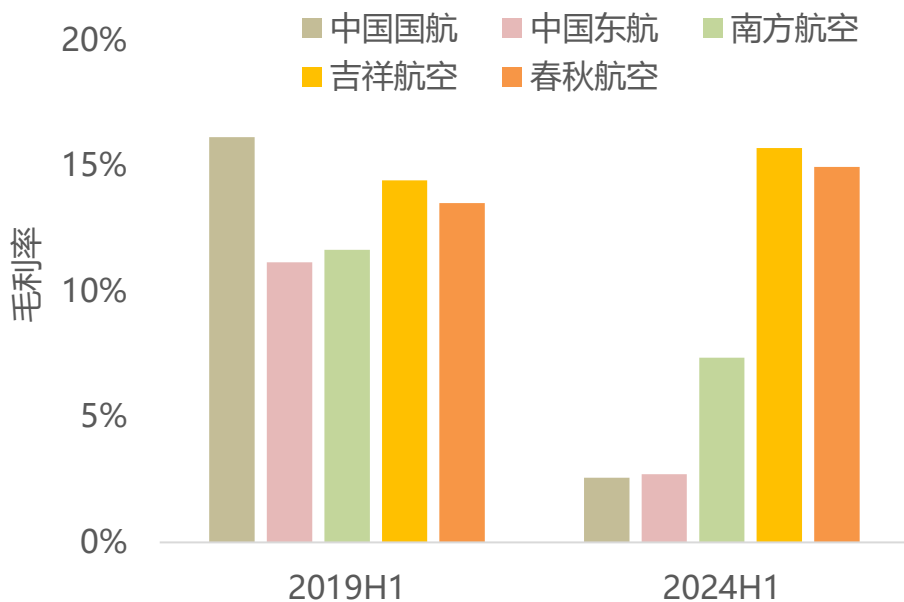
### ■ 主要航空公司的客座率、票价恢复情况



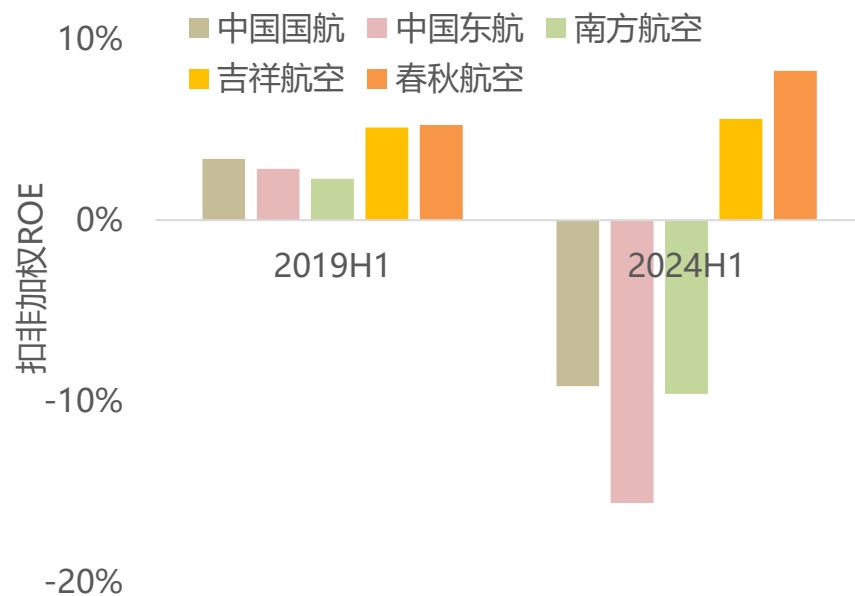
## 3.1 盈利分层，民营航司领先

- 2024年上半年，春秋航空和吉祥航空的盈利能力远高于三大航。
- 相比2019年上半年，春秋航空和吉祥航空，与三大航的盈利能力差距扩大。

### ■ 2024年上半年，吉祥和春秋航空的毛利率高于三大航



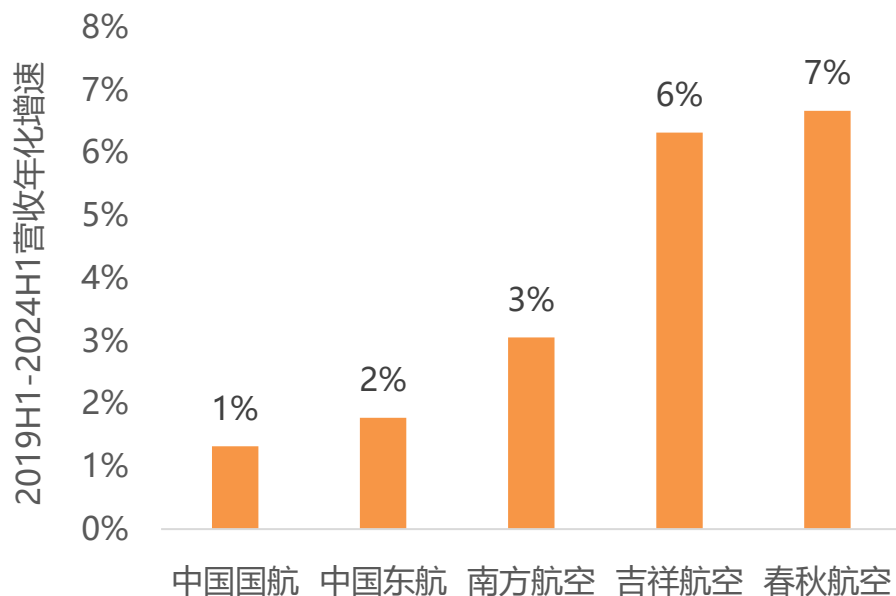
### ■ 2024年上半年，吉祥和春秋的扣非ROE高于三大航



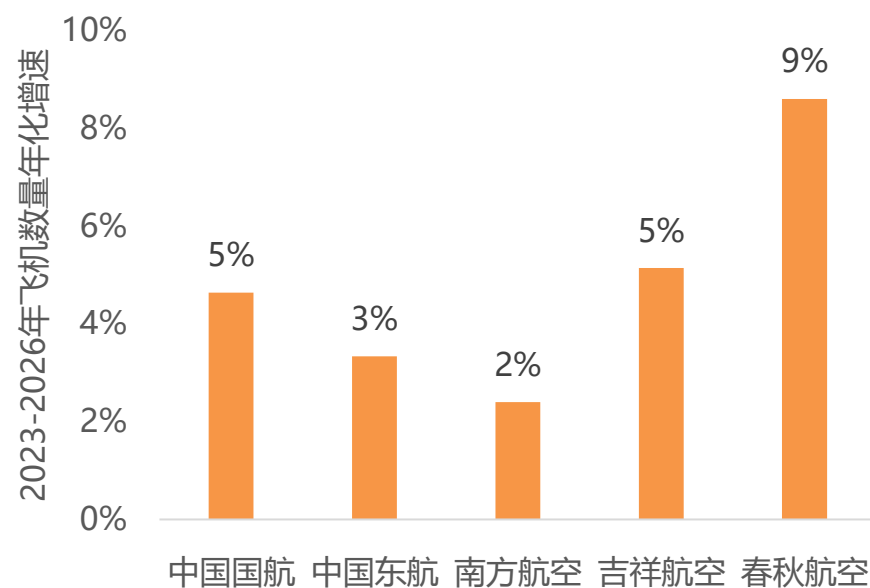
## 3.2 增长分层，春秋航空领先

- 预期2023-26年，春秋航空的飞机数量年化增速9%，高于其他航司。
- 飞机数量增速慢，有助于客座率和票价上升，推动ROE上升；飞机数量增速快，有助于收入和利润更快增长。

### ■ 春秋航空和吉祥航空的营收增速高于三大航



### ■ 2023-2026年，春秋航空计划的飞机数量年化增速为9%



- 全球经济增速下行风险

全球库存周期还在下行过程中，如果未来超预期下行，那么航空客运需求可能随之下行、运价下跌，影响行业盈利。

- 燃油价格大幅上涨风险

航空运输需要消化大量燃油，如果燃油价格大幅上涨，将导致成本上升，航空公司的盈利将受影响。

- 人民币继续贬值风险

如果人民币继续贬值，那么航空公司持有的大量美元负债，将产生汇兑损失。

## 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

THANKS