

证券研究报告

2023年09月26日

行业报告 | 行业专题研究

航空机场

航空投资十胜论

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

- **航空适合周期投资，布局底部**

航空业长期平均ROE低，但盈利和股价的波动性大、周期性强，适合周期投资。周期投资应该在周期底部布局、周期高点退出，把握景气上行阶段的机会。

- **底部利空聚集，市场情绪低迷**

周期底部往往出现众多利空因素，导致公司盈利、投资者情绪、股价低迷。航空运力过剩、需求在周期低谷和淡季、高铁分流、油价在高位、利率在高位、汇率在低位，利空汇聚。

- **当前处于低位，有望迎来拐点**

航空股股价和市值在历史偏低位。随着经济复苏、否极泰来，有望迎来供需差拐点、票价上涨拐点、人民币升值拐点、美元利率下行拐点、单机利润和市值上升拐点。

**风险提示：**全球经济增速下行，疫情出现反复，燃油价格大幅上涨，人民币继续贬值

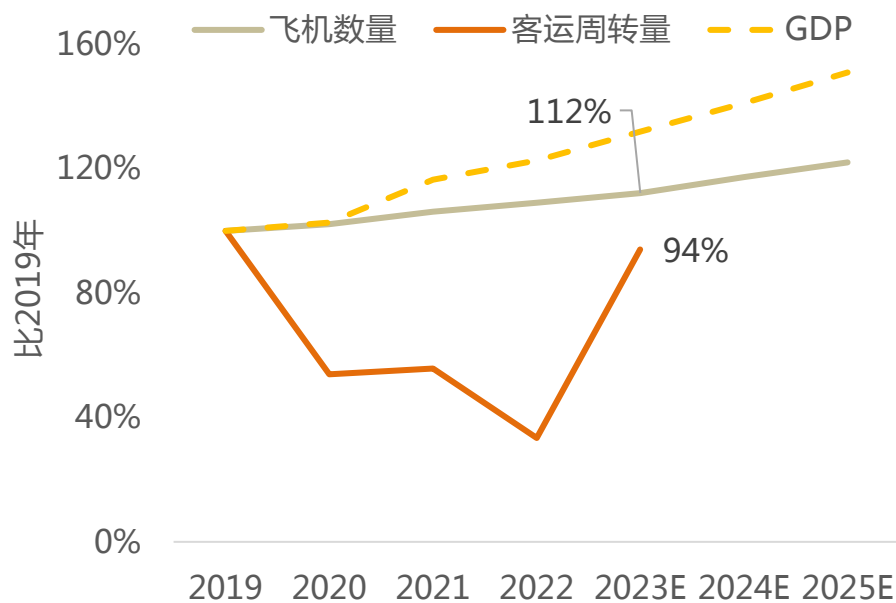
# 航空投资十胜论

1. **疫后供需差拐点：**有望运力从过剩到运力不足，使盈利改善
2. **需求周期低谷：**经济周期低谷导致需求低谷，有望复苏
3. **Q4需求淡季：**处于9-12月淡季需求低谷，有望回升
4. **票价市场化推动涨价：**票价上限提高，开始推动平均票价上涨
5. **收益管理策略：**平衡票价和客座率，促进收入增长
6. **高铁分流减少：**高铁建设放缓、分流能力减弱
7. **油价高点：**原油价格处于80%左右高分位数，未来可能维持高位
8. **汇率低点：**人民币汇率处于12%左右低分位数，未来可能随出口回升
9. **利率高点：**Libor处于95%左右高分位数，未来可能随通胀率回落
10. **估值向上拐点：**单机市值有望随着盈利能力上升

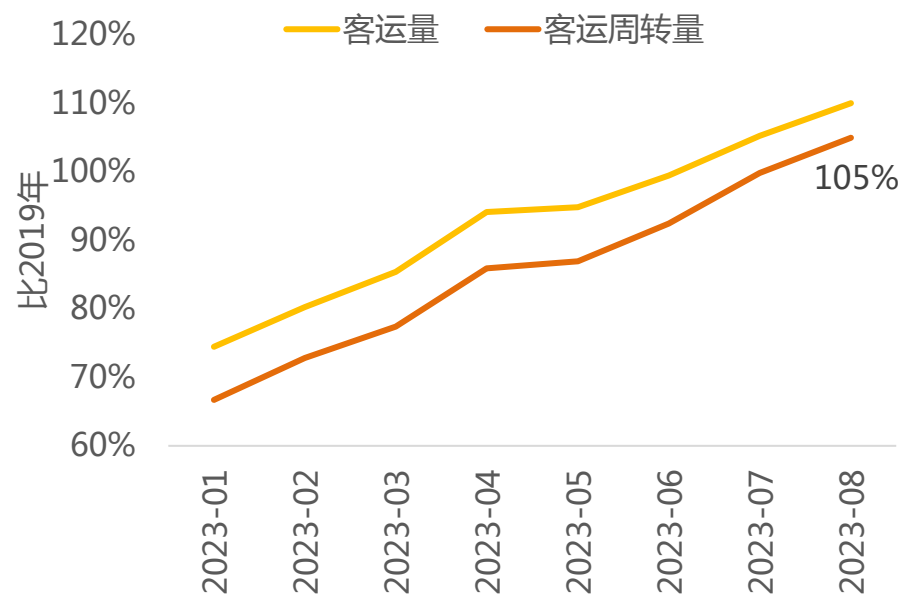
# 1 供需差拐点或将来临

- 随着疫情影响消退、航空潜在需求释放，客运周转量比2019年增幅有望超过运力增幅，形成交叉，达到供需差拐点。
- 2023年以来，客运周转量持续恢复，8月份恢复到2019年同期的105%。

■ 2019-2025年飞机数量和航空潜在需求有望持续增长



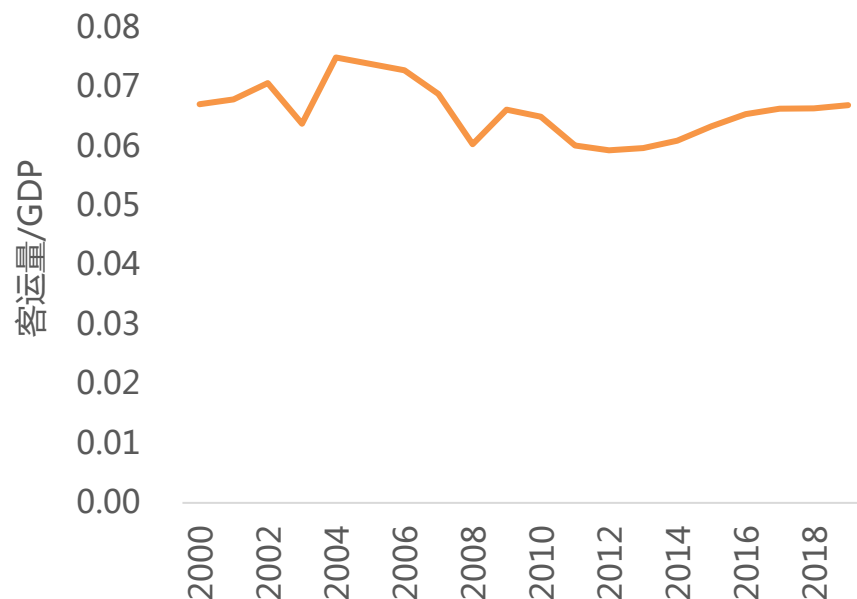
■ 2023年以来，航空客运量和周转量持续恢复



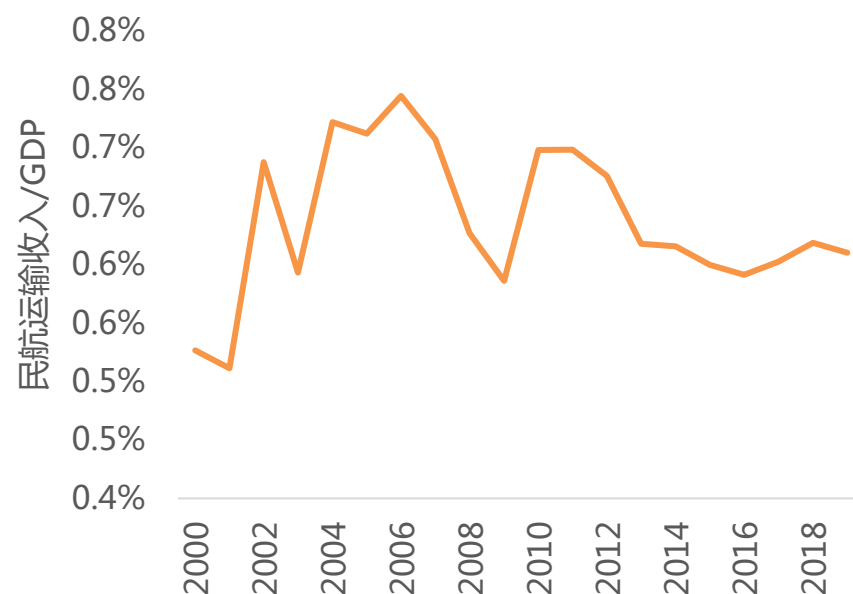
# 1 航空潜在需求随GDP增长

- 经济发展→收入增长→消费支出增长→航空消费支出增长→航司收入增长。
- 航空客运量和航空收入，与GDP的比值都趋于稳定。

■ 中国的民航客运量/GDP趋于稳定，在0.066上下波动



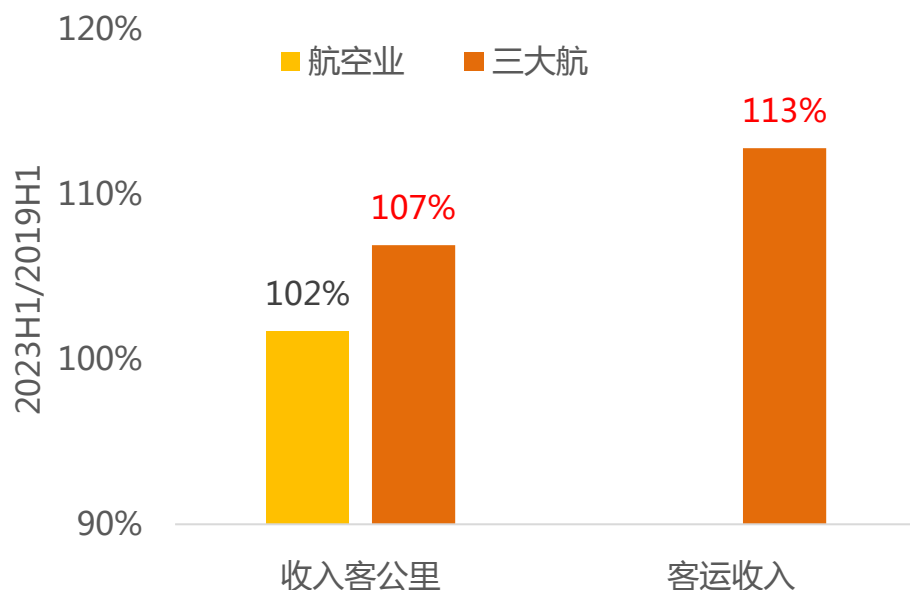
■ 中国航空行业收入/GDP趋于稳定，在0.6%上下波动



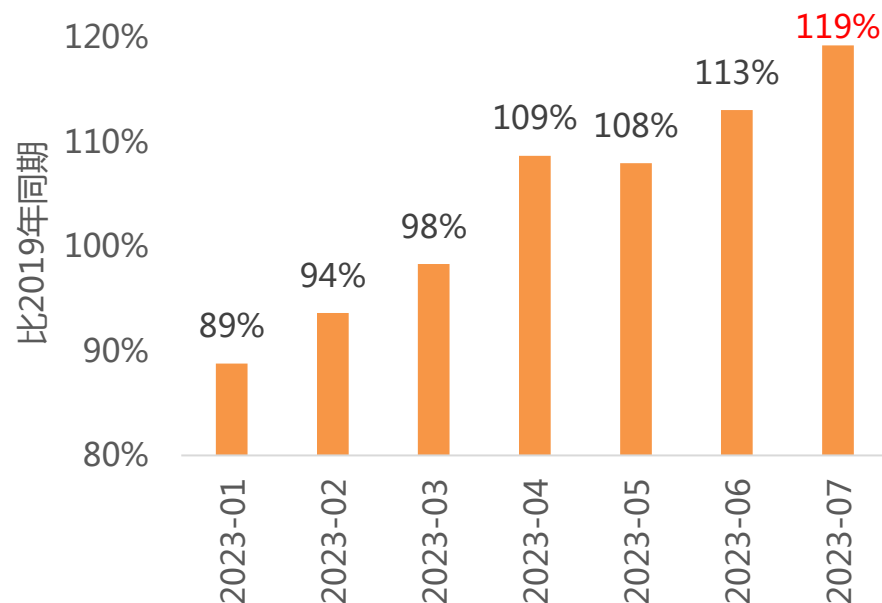
# 1 航空潜在需求随GDP增长

- 2023年上半年的数据，验证了航空收入随名义GDP增长：2023H1三大航国内航线RPK恢复到2019年同期的107%、收入恢复到2019年同期的113%；7月航空业RPK恢复到2019年同期的119%，我们估计收入恢复到2019年同期的126%；而2023H1名义GDP恢复到2019年同期的129%，与之接近。

■ 2023年上半年，国内航线客运收入恢复好于收入客公里



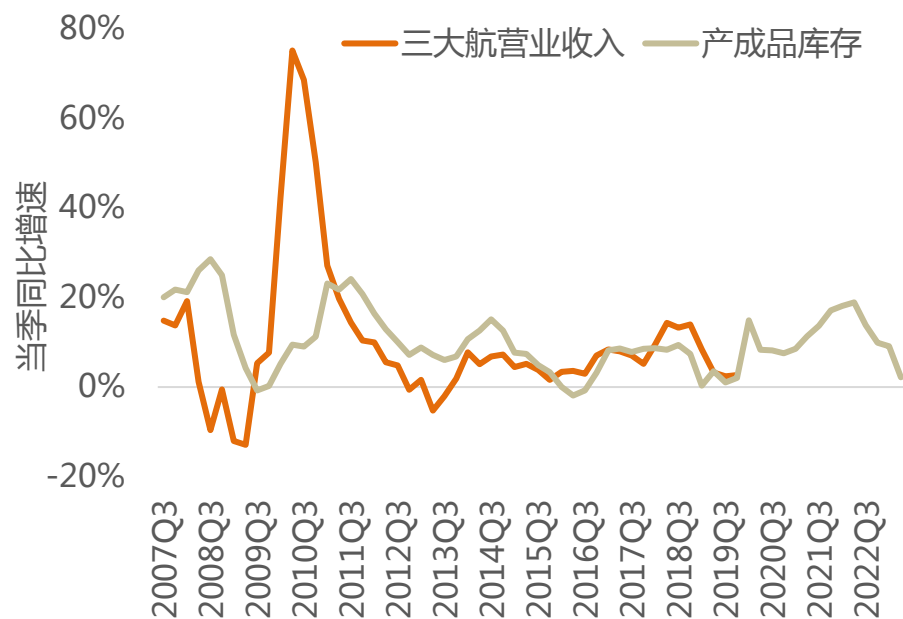
■ 2023年以来，航空业国内航线客运周转量恢复较好



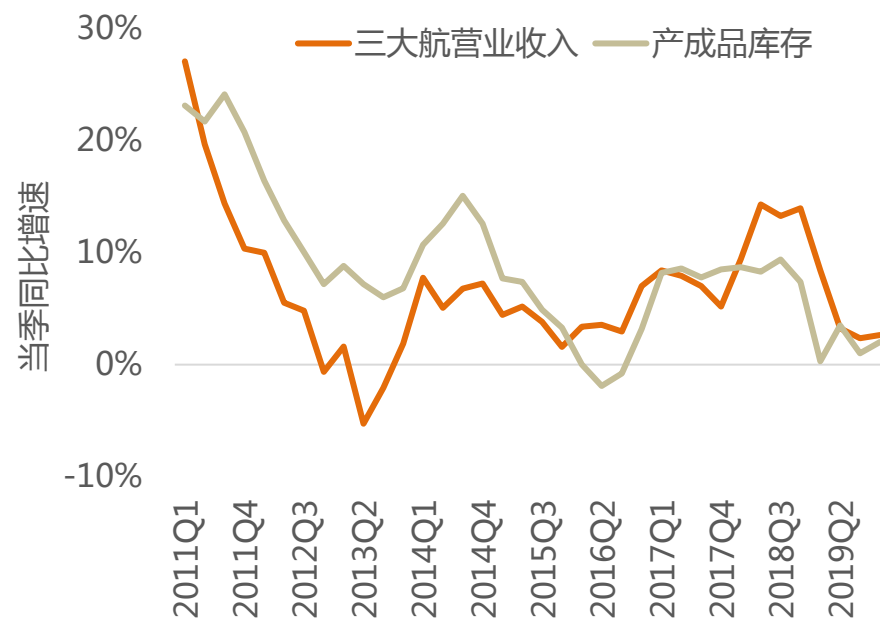
## 2 需求周期低谷，有望回升

- 航空收入周期与库存周期相关，尤其是2011-2019年。
- 2023年疫情影响消退，航空尚未呈现高盈利，或与库存周期在底部相关。

■ 航空周期与库存周期密切相关



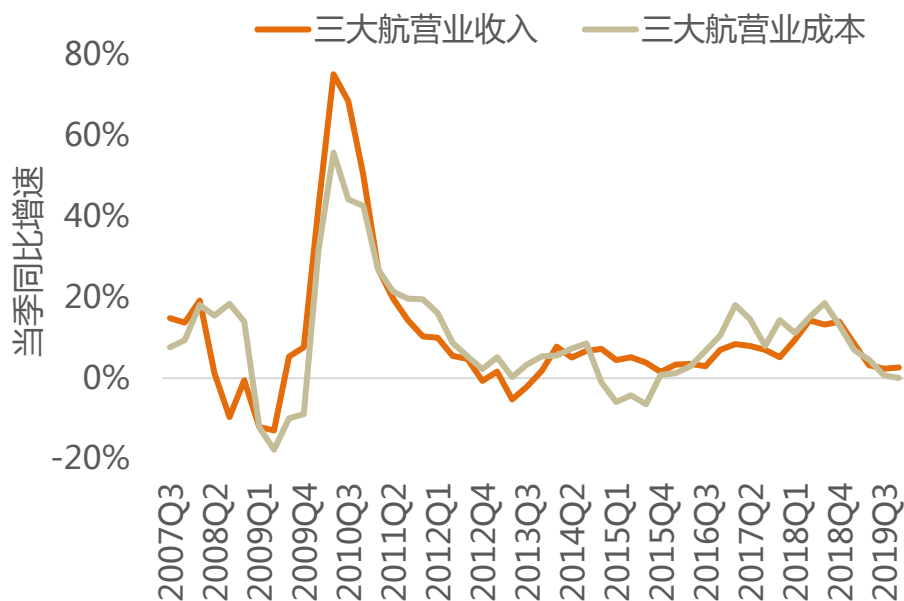
■ 2011-2019年航空周期和库存周期高度相关



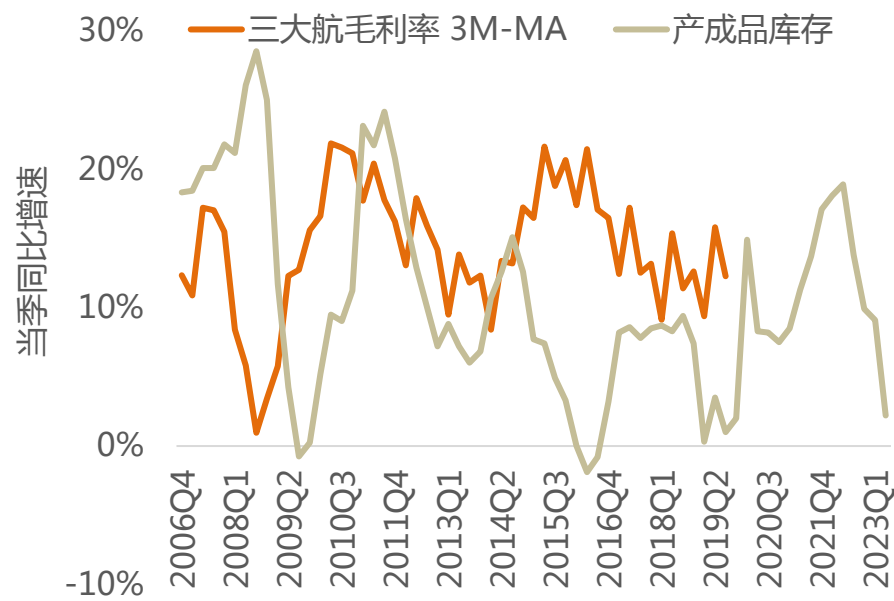
## 2 需求周期低谷，有望回升

- 三大航毛利率与库存周期相关：2007-2010年毛利率领先波动，2011-2013年同步波动，2015-2017年出现背离与油价大跌有关。
- 2023年初毛利率较低，或与库存周期在历史低位有关。

■ 三大航营业收入和营业成本波动趋势接近



■ 三大航毛利率与库存周期相关

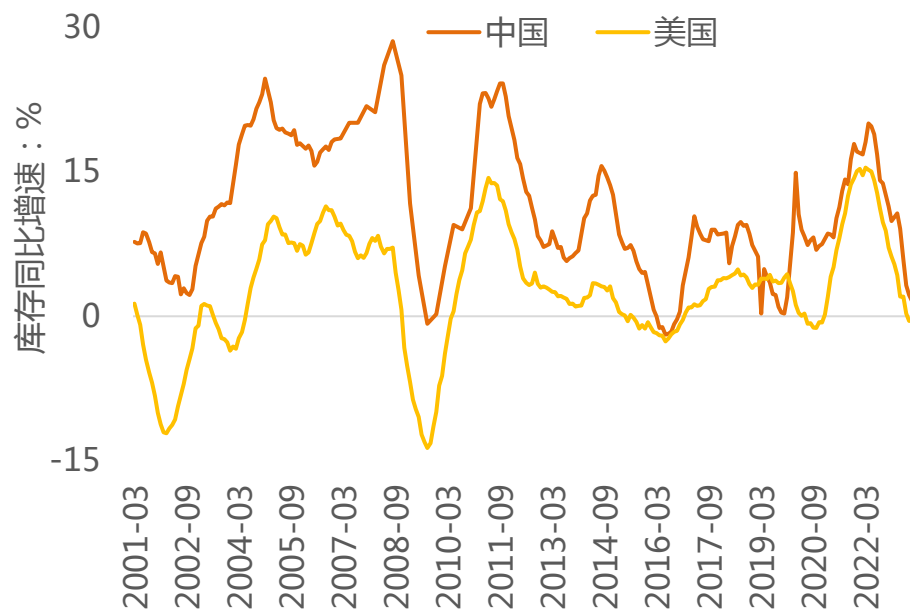




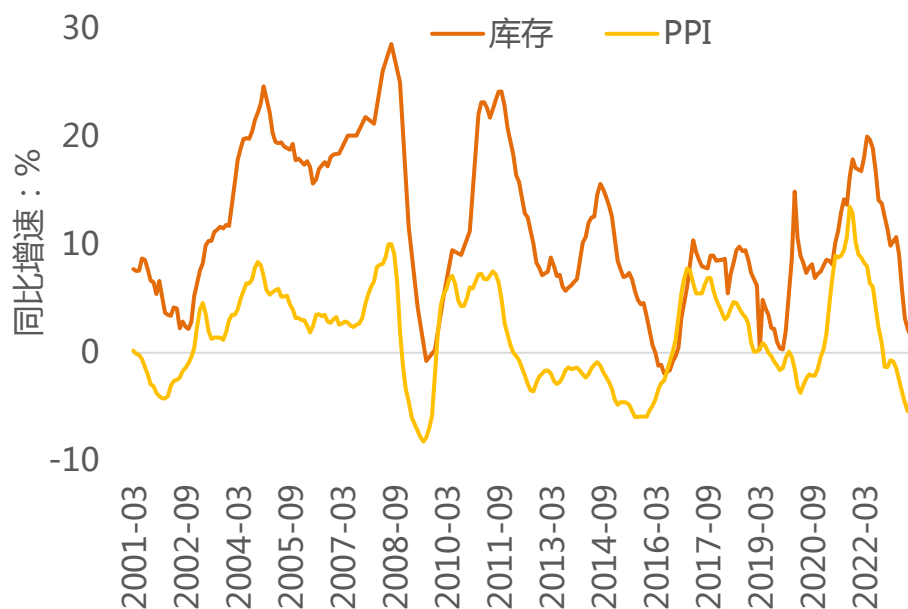
## 2 库存周期有望回升

- 2023年底库存周期有望回升：一是去库存近1.5年，有望结束；二是库存增速降到零附近，历史低点；三是前瞻指标PPI，7月份增速回升。
- 一旦库存周期回升，航空收入增速和毛利率有望随之回升。

■ 中国和美国的库存周期都处于历史相对低位，有望回升



■ 中国库存的领先指标PPI处于历史相对底部，开始回升



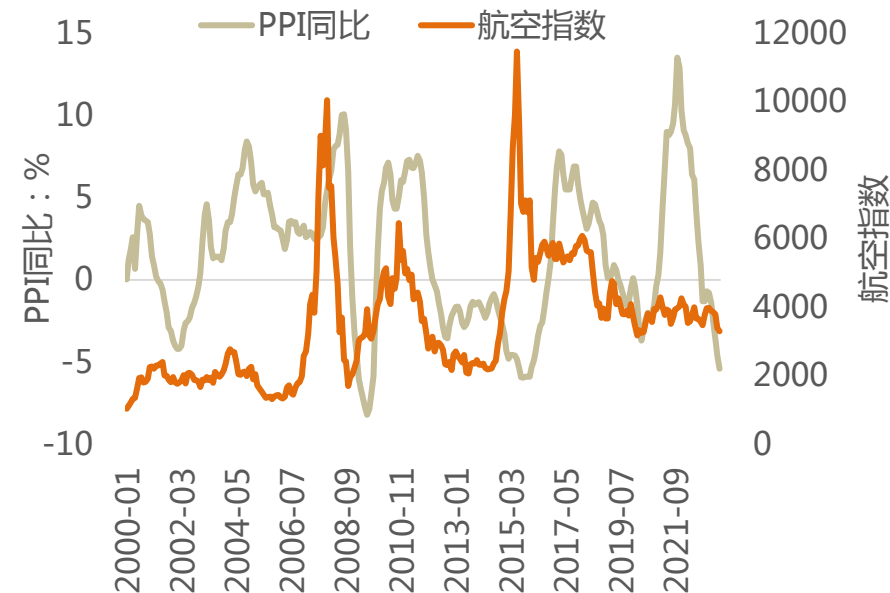
## 2 库存周期上行，航空指数上涨

- 航空指数与库存周期相关，可能是因为航空业利润与库存周期相关。
- 航空指数领先于库存周期和PPI。如果库存周期将上升，航空股或将领先上涨。
- 当前航空指数、库存周期都处于历史偏低水平。

■ 航空指数与库存周期相关，略有领先



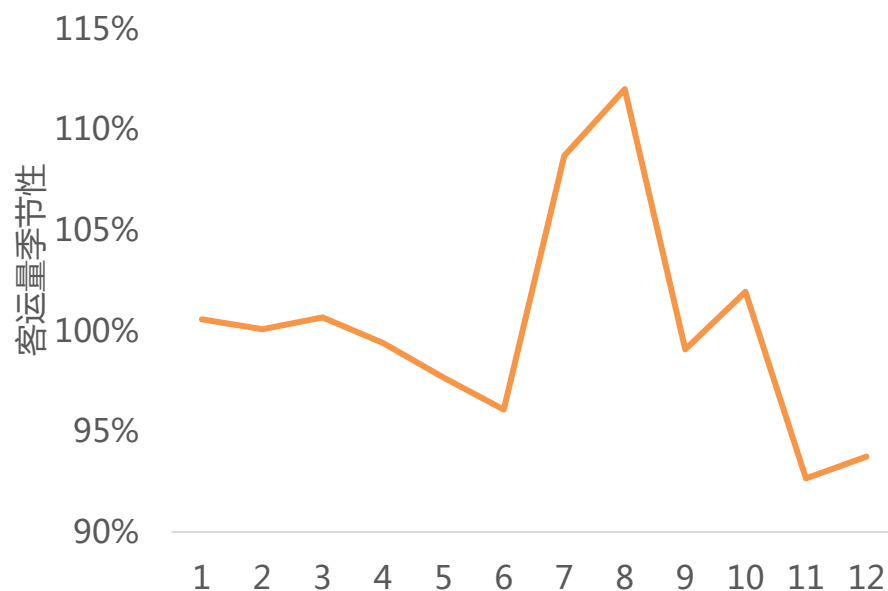
■ 航空指数与PPI相关，略有领先



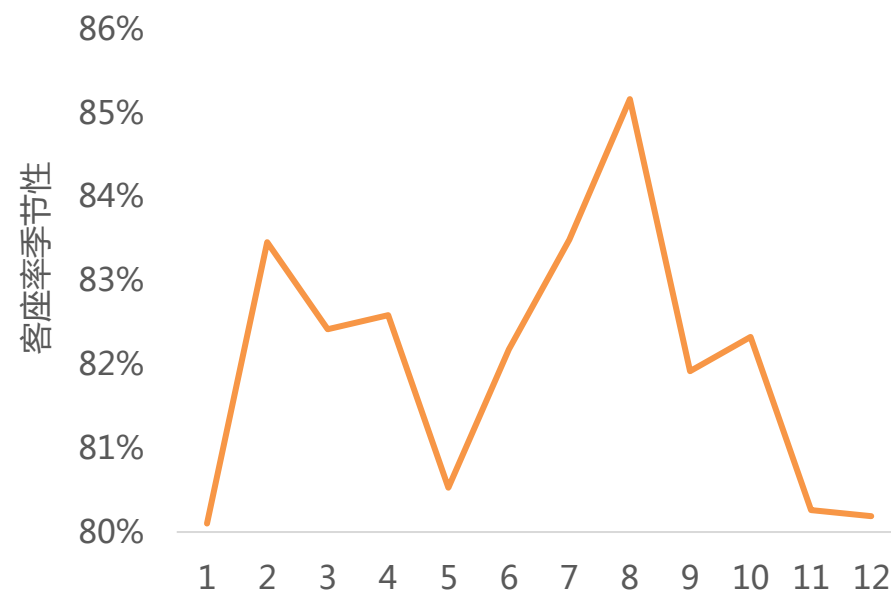
### 3 需求季节性：9月环比降幅最大

- 航空客运季节性明显，客运量和客座率的低谷都在年底。
- 9月份处于旺季到淡季的转折点，是需求环比降幅最大的月份，之后月份降幅收窄，意味着边际改善。

■ 2010-2019年季节性：11-12月是全年客运量低谷



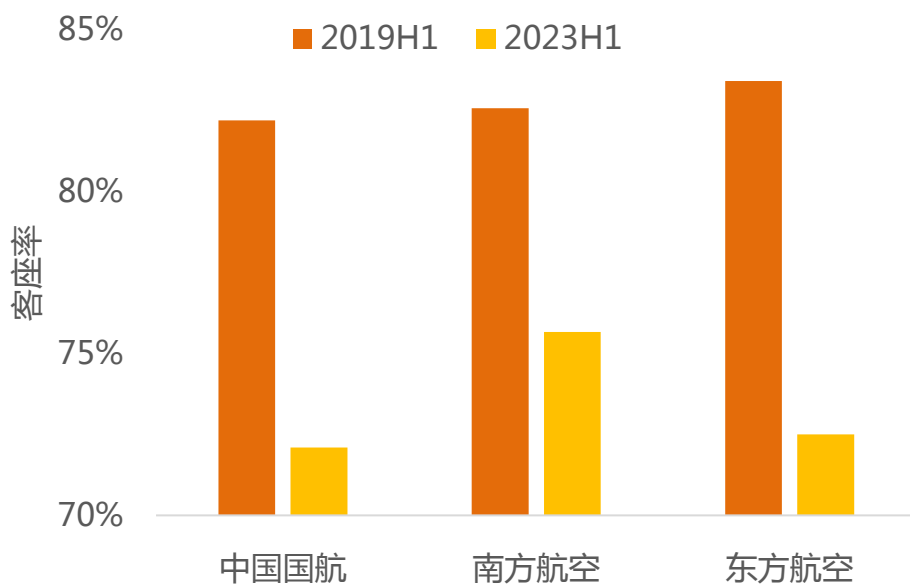
■ 2010-2019年季节性：冬季是客座率低谷



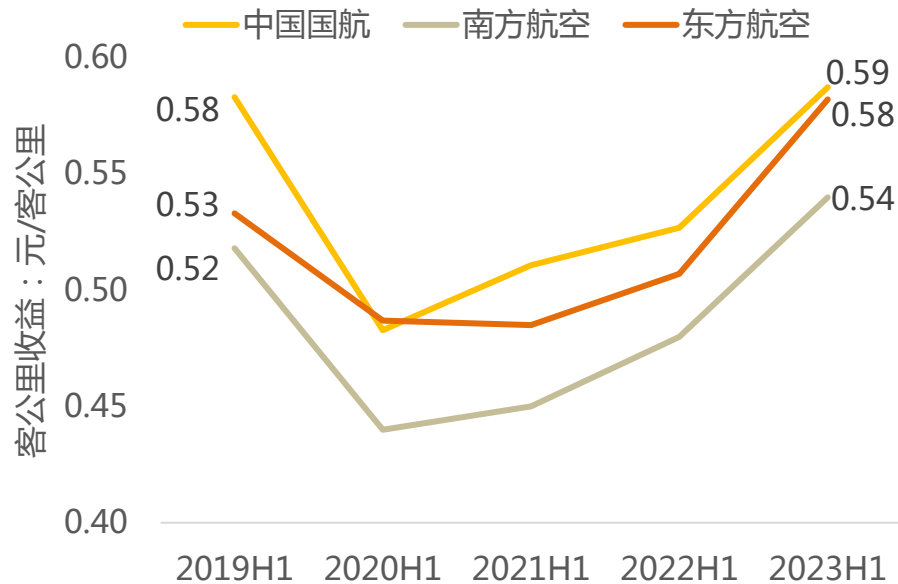
## 4 票价市场化，推动平均票价上涨

- 2023年上半年，尽管三大航国内航线客座率低于2019年同期，但是客公里收益都超过2019年同期，我们认为票价市场化改革有助推作用。
- 随着客运需求恢复、客座率上升，票价市场化推升平均票价有望更明显。

■ 2023H1，三大航国内航线客座率低于2019H1



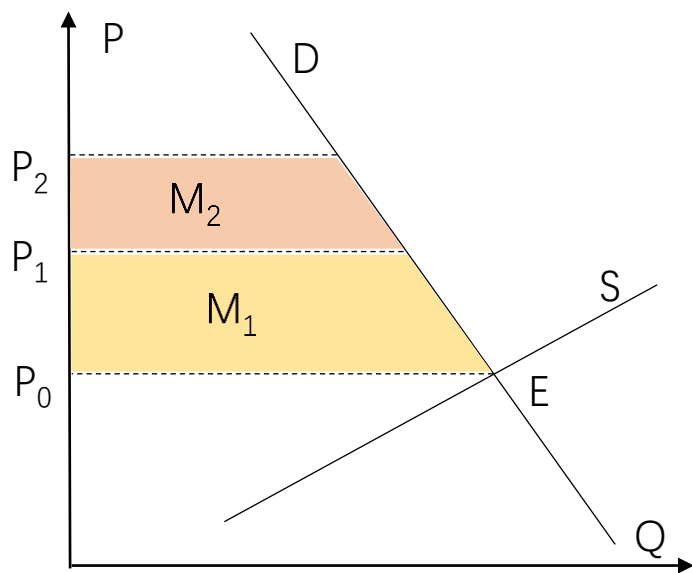
■ 2023H1，三大航国内航线客公里收益开始超过2019H1



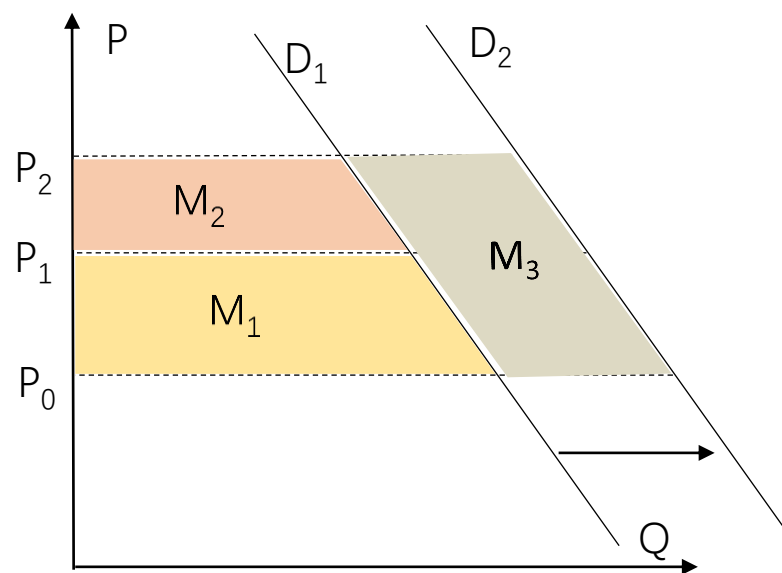
## 4 票价上限提升，带动平均票价上涨

- 票价市场化推升票价上限，航空公司获得更多的消费者剩余，盈利增加。
- 客运需求增长，全价票旅客有望随之增加，推动平均票价上升。

■ 票价市场化推升票价上限，使航空公司利润增加



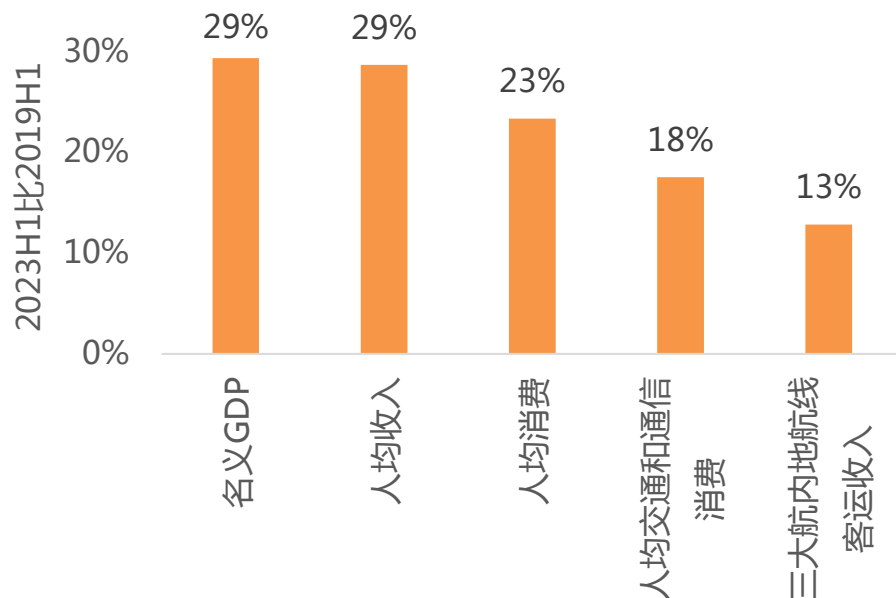
■ 客运需求增长带动全价票旅客增长，有助于平均票价上升



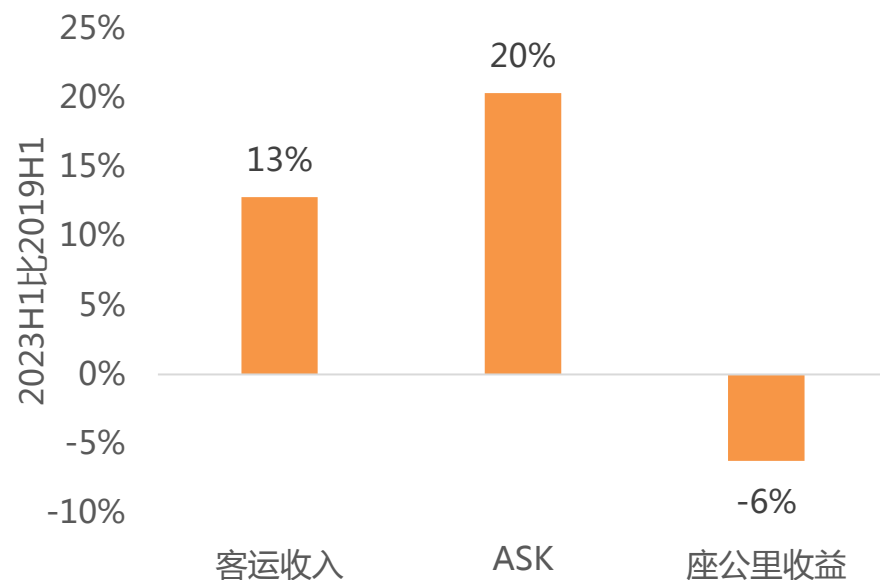
## 5 收益管理：有望促进收入增长

- 2023年上半年，三大航国内航线客运收入比2019年上半年的增幅，小于名义GDP、人均收入、人均消费等增幅，说明还有提升空间。
- 三大航国内航线客运收入增幅偏低，主要是座公里收益下滑拖累。

■ 航空客运收入增幅小于人均收入和支出，还有提升空间



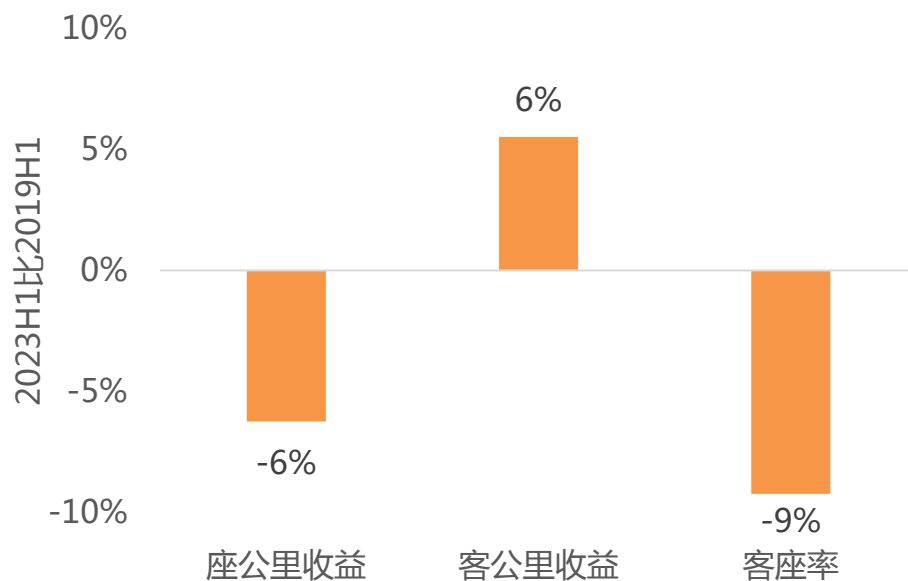
■ 三大航ASK高增长，但是座公里收益下滑拖累客运收入增长



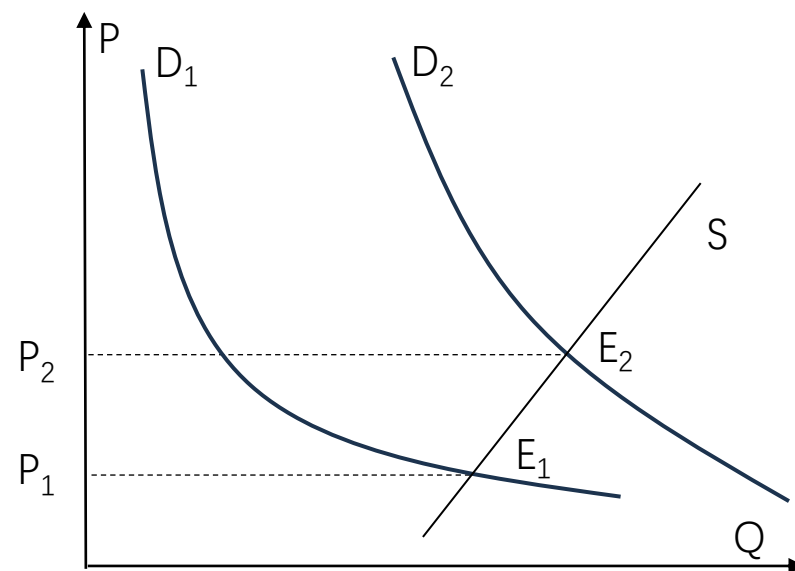
## 5 收益管理：有望促进收入增长

- 三大航国内航线座公里收益下滑，主要是客座率下滑拖累。
- 短期看，客座率和票价负相关。客座率下滑或是客公里收益上涨所致。
- 客公里收益上涨，是因为疫情导致旅客的需求价格弹性下降。
- 疫情影响消退，客座率上升有望促使航空收入增长。

■ 三大航座公里收益下滑，主要是客座率下滑拖累



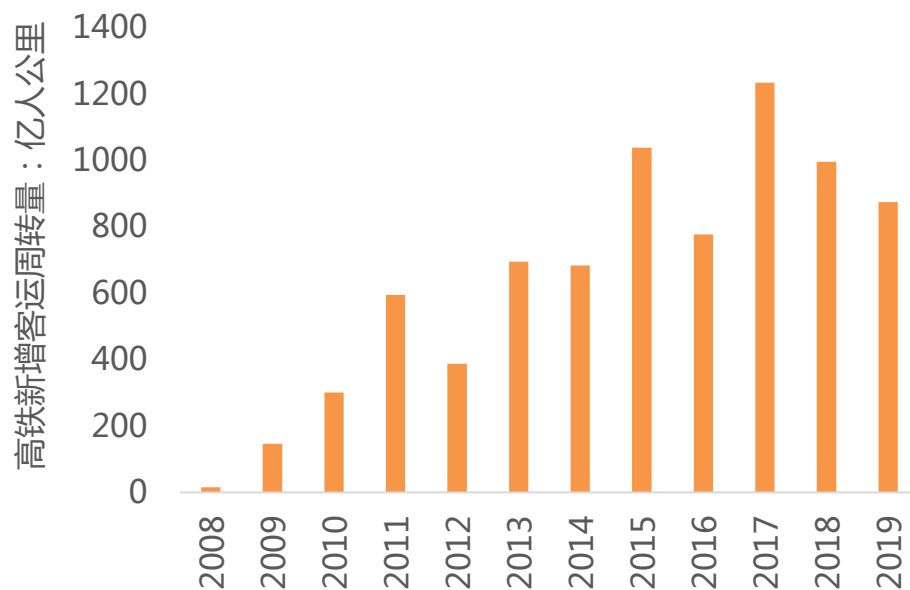
■ 疫情导致需求价格弹性下降，有助于平均票价上涨



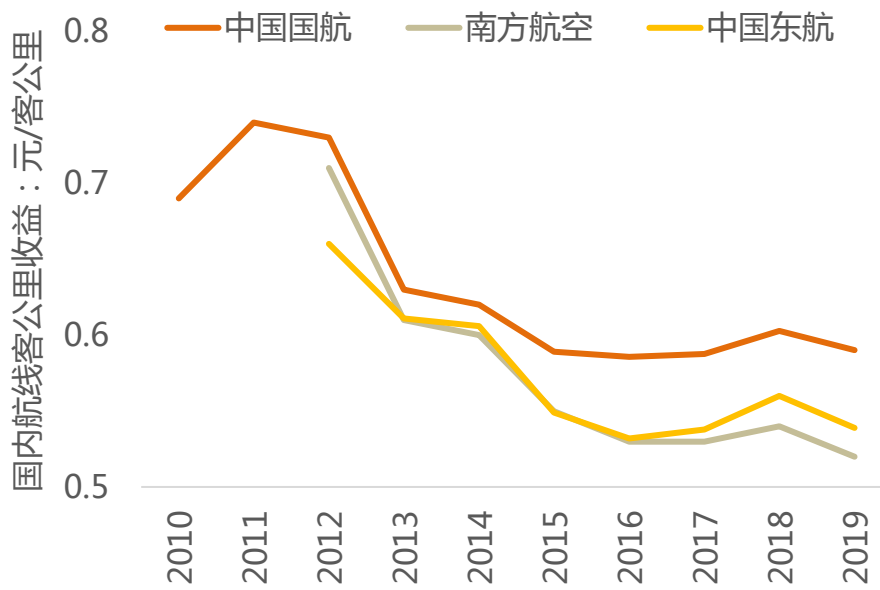
## 6 高铁分流高峰过去

- 2018-2019年高铁新增客运周转量下降，意味着对航空的分流减少。
  - 2012年以来，航空客公里收益大幅下降，相对高铁的价格竞争力增强。
- 2019年三大航客公里收益0.55元/客公里左右，京沪高铁0.42元/客公里；  
2023H1三大航客公里收益0.57元/客公里左右，京沪高铁0.5元/客公里。

■ 高铁新增客运周转量高峰过去，对航空客运分流减弱



■ 航空国内航线票价持续下降，仅略高于高铁

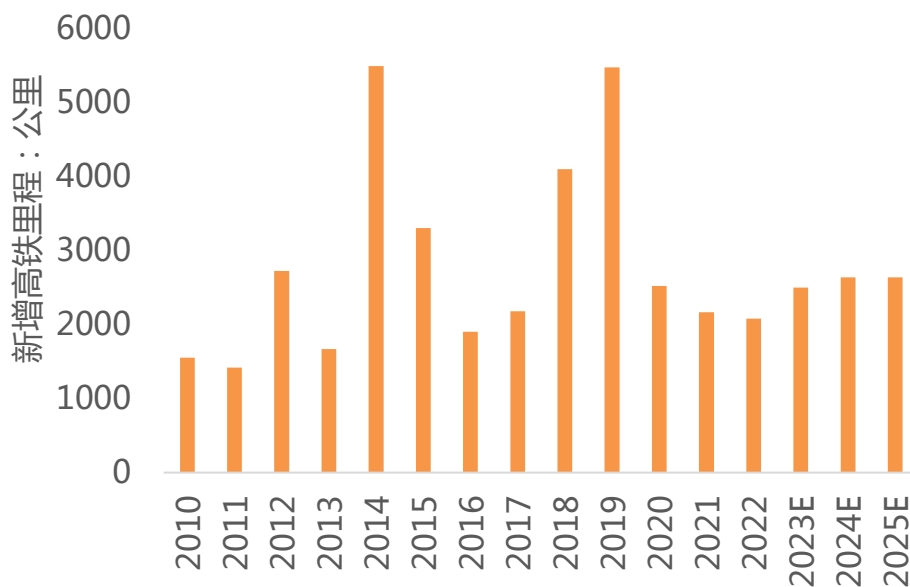




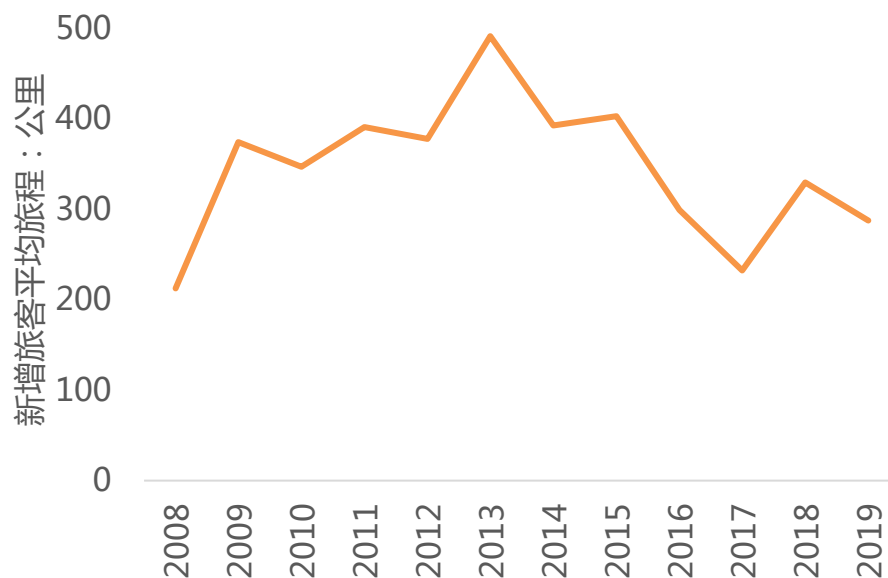
## 6 新建高铁分流减少

- 高铁建设将放缓：“十四五”高铁新增里程或将比“十三五”下降33%。
- 新建高铁分流能力减弱：截止2023年7月，“八纵八横”主通道已投产77.83%，高铁网已经覆盖全国95%以上城区人口50万的城市。高铁再向中小城市延伸，更多的是替代公路运输，旅程偏短，对航空分流较小。

■ 高铁建设放缓，“十四五”新增里程或将下降33%



■ 高铁向中小城市延伸，新增旅客平均旅程缩短



## 6 航空与高铁或将分化

- 航空：一二三线城市，公商务和高价值因私旅客，长距离，快速，舒适出行。航空或向高端化发展，关键是航空运力供给限制。
- 高铁：中小城市，广大因私旅客，中短距离，经济、便捷出行。

指标		国内航空	高铁
2019年	客运量：亿人	5.86	23.58
	旅客周转量：亿客公里	8520	7747
	平均运距：公里	1455	328
2022年	线路里程：万公里	546	4.22
	覆盖城市：个	249	315
	飞机或高铁数量：架或万辆	3832	3.36
	飞机或高铁数量的国产比例	2%	84%
	单位燃料消耗量：吨标准煤/亿吨公里	44436	388
	单位票价：元/客公里	0.54	0.50

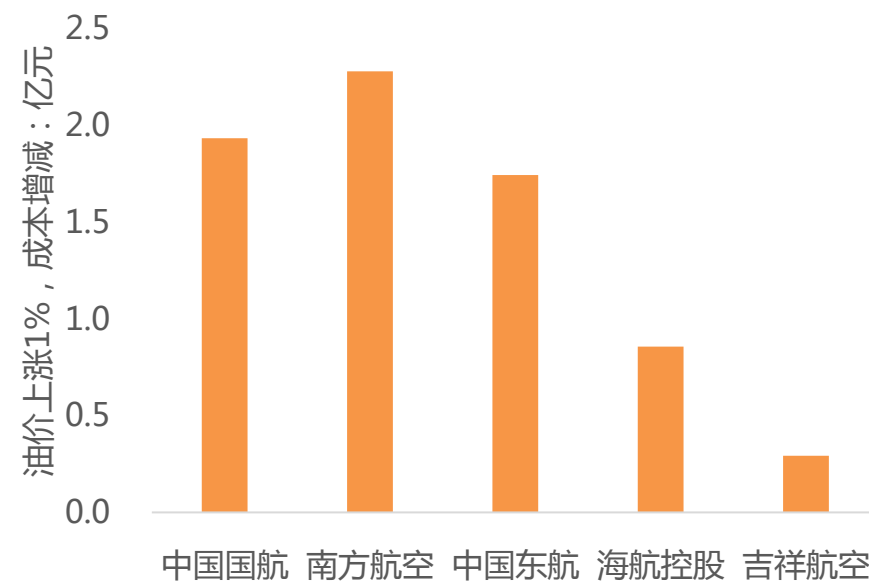
## 7 油价：在高位，或将维持

- 2023年9月底，原油价格处于2000年以来的**80%左右高分位数**。
- 如果经济复苏，石油需求增加，油价有继续上涨风险。
- 敏感性：油价上涨1%，三大航各家燃油成本增加2亿元左右。

■ 2023年9月底，油价处于历史较高水平



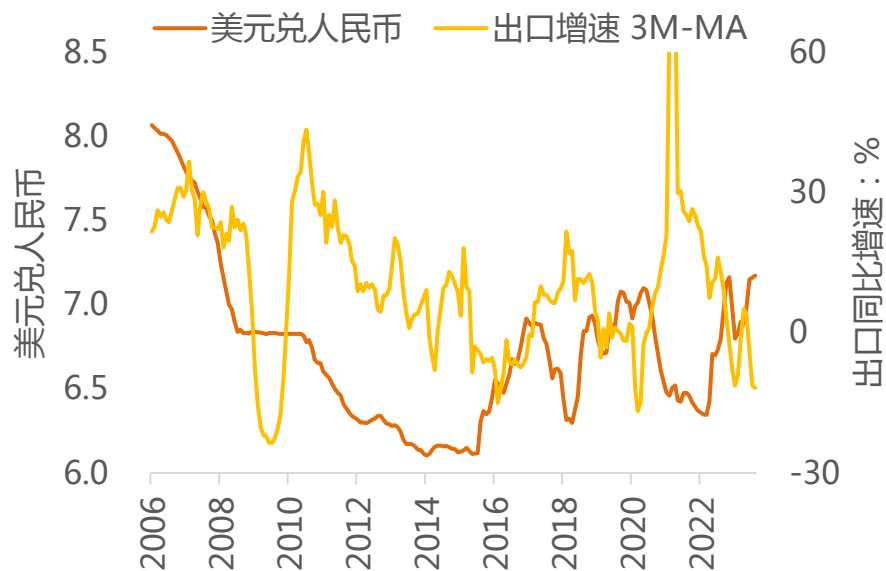
■ 2023年上半年，主要上市航空公司的油价敏感性



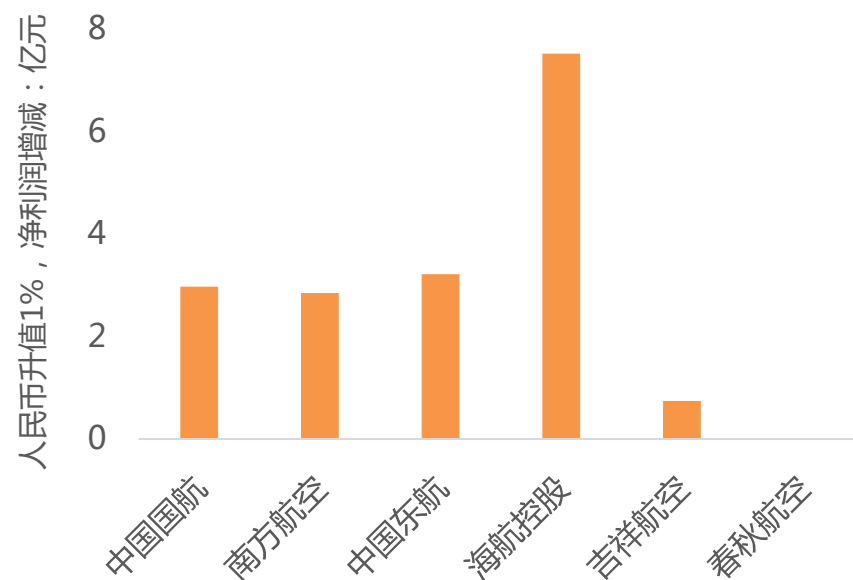
## 8 汇率：在低位，有望随出口回升

- 2023年9月底，人民币兑美元汇率处于2006年以来的**12%低分位数**。
- 如果库存周期上行，出口回升，那么人民币有望升值，航司有望获得汇兑收益，而2023年上半年人民币贬值导致汇兑损失。
- 敏感性：人民币兑美元升值1%，三大航各家增加净利润3亿元左右。

■ 2015年以来，人民币汇率与出口增速呈负相关



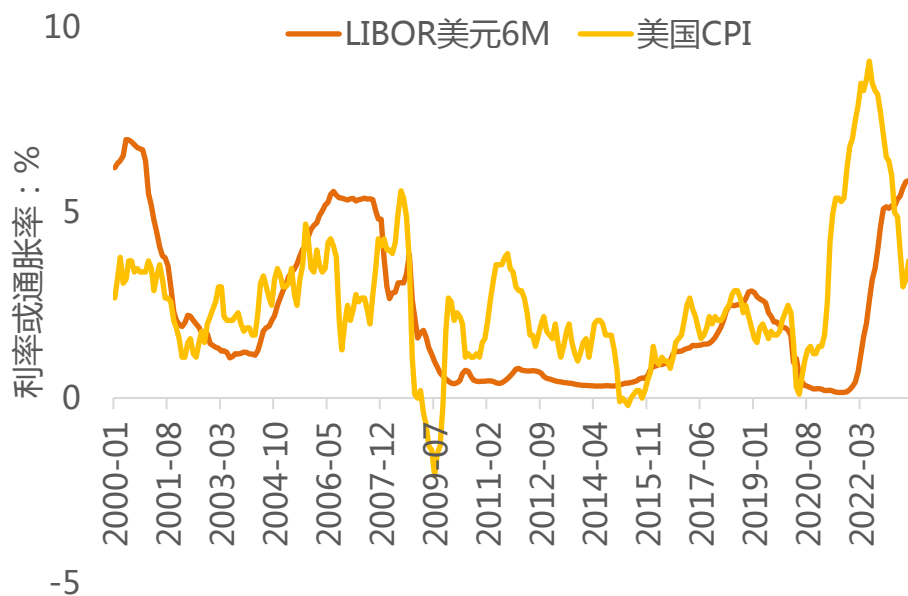
■ 2023年上半年，主要上市航空公司的汇率敏感性



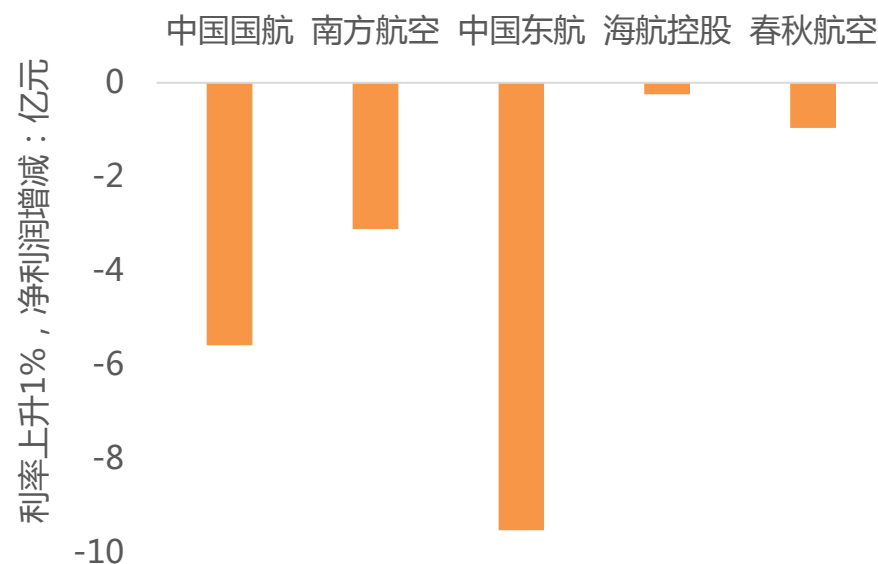
# 9 利率：在高位，有望随通胀率回落

- 2023年9月，Libor处于2000年以来的**95%高分位数**。
- 如果美元利率随美国通胀率下行，航司的利息支出有望减少。
- 敏感性：利率上升1%，三大航各家减少净利润3-10亿元。

■ 2020年以来，美元利率滞后于美国通胀率变化



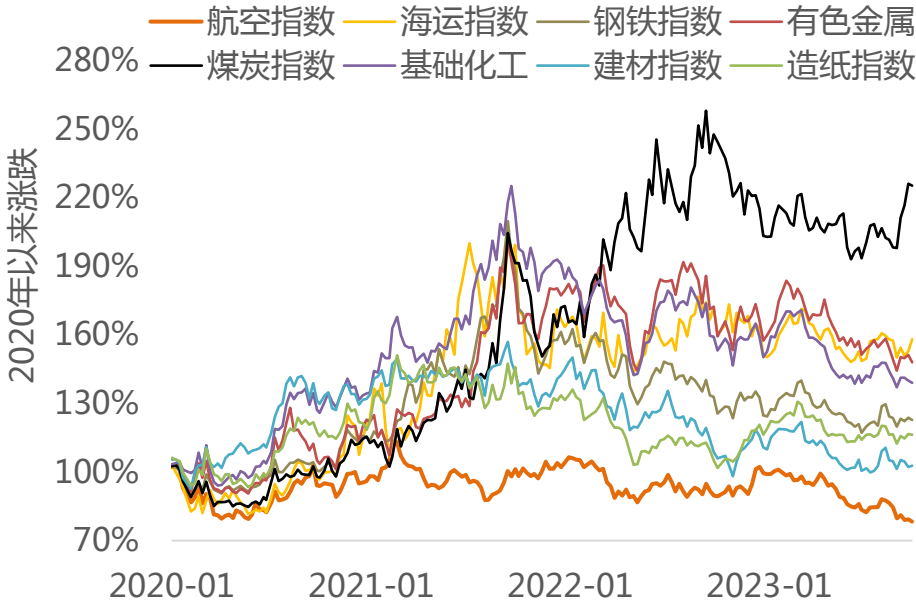
■ 2023年上半年，主要上市航空公司的利率敏感性



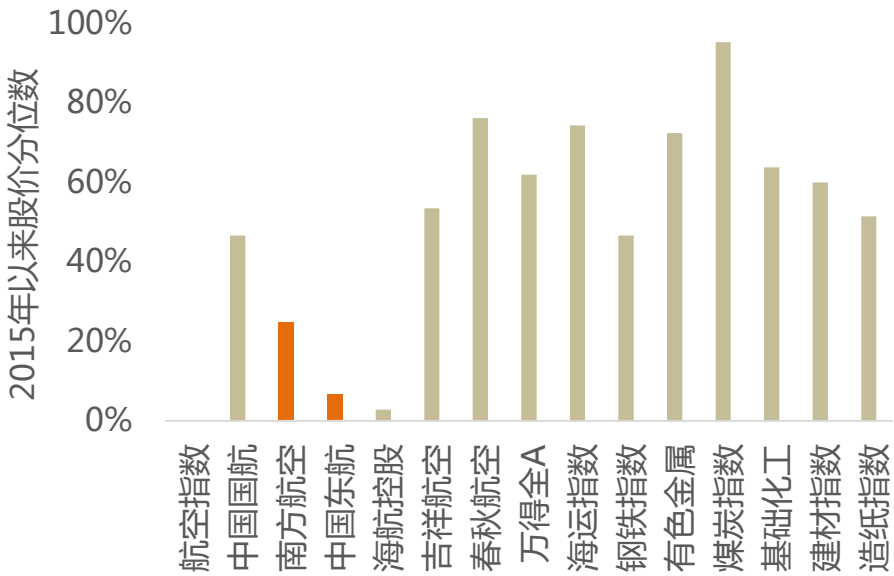
# 10 股价处于历史较低位

- 对比其他周期板块，2020年以来航空指数的累计涨幅偏低。
- 航空指数和部分航空股股价处于2015年以来的低分位数。

2020年以来，航空指数累计涨幅落后于大部分周期指数



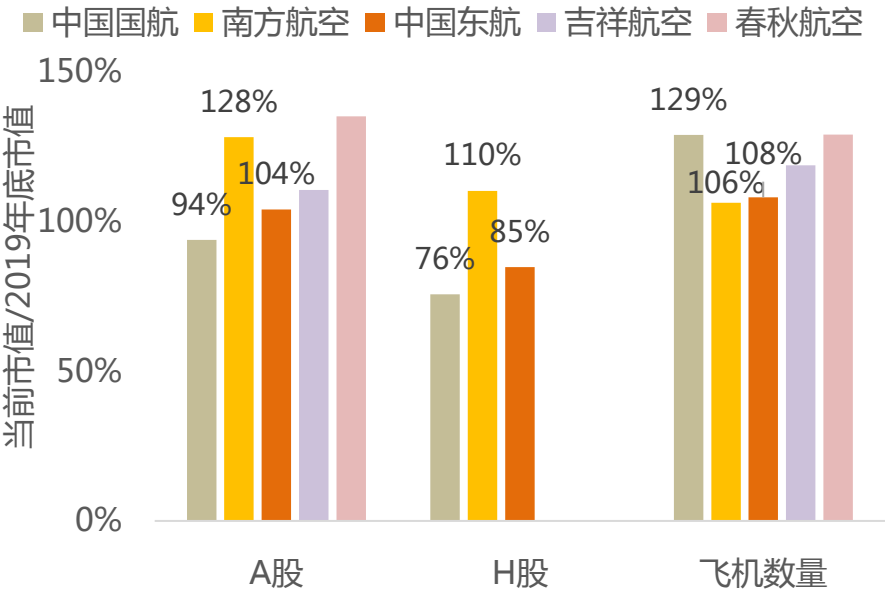
航空指数和部分航空股股价处于2015年以来低分位数



# 10 市值处于历史较低位

- 2019-2023年，中国国航和中国东航的市值增幅，小于飞机数量增幅。
- 南方航空的再融资规模较大，导致市值增幅较大。

■ 2019-2023年，主要上市航空公司的市值与飞机数量变化



■ 2020年以来，主要上市航空公司都做了再融资

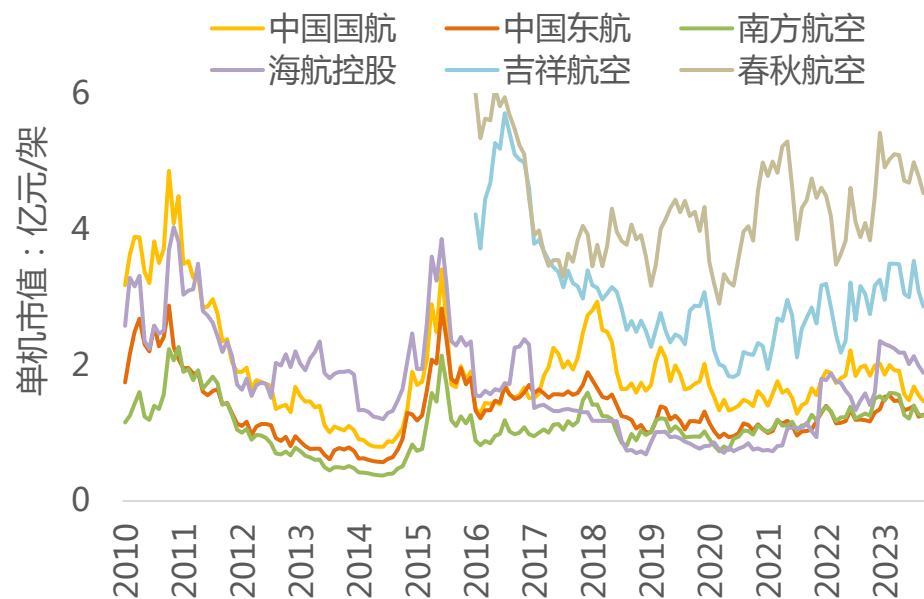
股权融资	金额：亿元	时间	融资
中国国航	150	2022/12/27	增发
南方航空	128	2020-06-10	增发
	160	2020-10-13	可转债
	45	2022/11/8	增发
	175	预案	增发
中国东航	108	2021/10/25	增发
	150	2022/12/23	增发
吉祥航空	33	2022/7/28	增发
春秋航空	30	2022/11/14	增发

注：当前市值为2023年9月25日市值，2023年的飞机数量截止2023年6月30日。

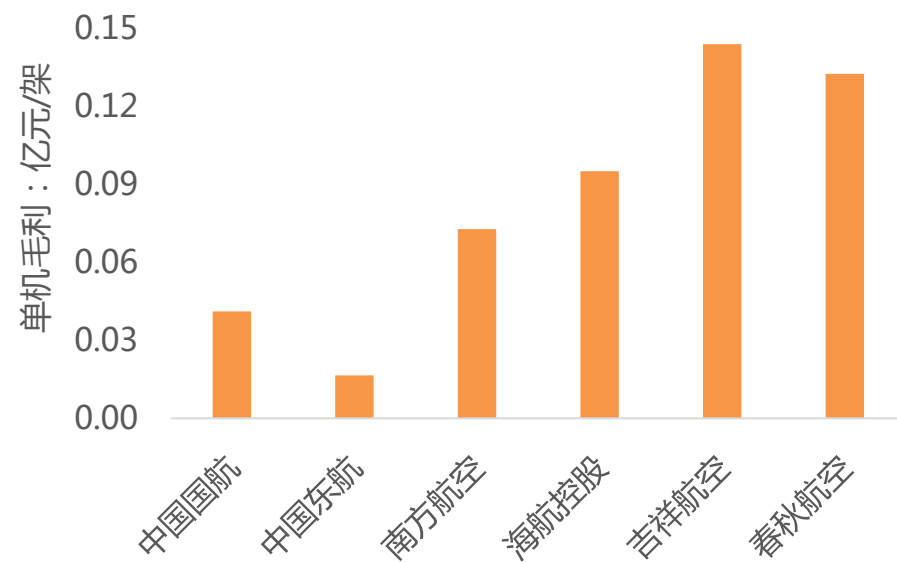
# 10 单机市值处于历史中等水平

- 主要上市航司的单机市值处于历史50%分位数上下。
- 考虑2019年以来供需差产生的盈利中枢抬升，单机市值或有上升空间。
- 主要上市航司的单机市值差异，或与单机毛利（含航线补贴）相关。

■ 2010年以来，主要上市航司的单机市值变化



■ 2023年上半年，上市航司的单机毛利（含航线补贴）





- 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。

- 疫情出现反复风险

尽管新冠疫情影响逐渐消退，但仍有可能出现反复，或者出现其他传播性疾病，可能较大影响航空客运需求。

- 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/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

THANKS