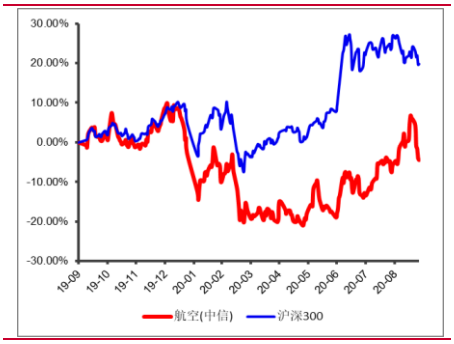
交通运输 航空行业深度报告 首次评级

报告原因：深度报告 “双节”助力内线复苏，密切关注国际客运转折 看好

2020 年 9 月 29 日 行业研究/深度报告

航空板块近一年市场表现



分析师：

张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **放眼长期，行业增长空间广阔。**2020 年上半年，新冠疫情在全球范围内蔓延，给民航产业造成巨大冲击，但我国航空出行渗透率仍有待提升，疫情过后我国 RPK 有望继续以高于行业平均的速度增长，所以我们认为民航业存在很大的增长空间。
- **旺季助力内线复苏，关注国际客运转折。**国内疫情管控取得积极成效，暑运旺季下内线持续回暖。随之而来的国庆中秋双节，由于居民出行信心的提振，需求有望持续释放，我们认为国内客流恢复的确定性较强。近期新冠疫苗研发提速，疫苗的落地将会降低国际航线的不确定性，航司业绩有望迎来全面反弹，建议密切关注国际客流拐点。
- **油汇环境驱动行业回暖。**受疫情影响，油价低位或将维持一段时间，对受新冠疫情冲击严重的航空业来说无疑产生一定利好，作为航空公司成本的最大组成部分，将为航空业带来较为可观的减负。此外，下半年相对温和的汇率环境也有望促进航空业绩修复。
- **疫情之下民航业的格局与逻辑：**三大航凭借绝对的运力优势，抢占枢纽和时刻资源，形成了行业寡头垄断；民营航空公司通过低成本、差异化服务寻求发展，在疫情下高客座率、高运营效率的优势得到发挥，同时，三大航较高的固定成本拖累了业绩，低成本航空公司受负面影响较小。小航空公司有望最早修复疫情造成的损失，三大航则需要更长的时间来消化。
- **行业评级：**总体来看，民航业至暗时刻已经过去，Q2 多家航司已实现经营性现金流同比转正，在暑运旺季以及即将到来的国庆中秋双节推动下，后续国内客流恢复确定性较强。目前疫苗研制加速，若研制成功并大规模投入使用，海外航线有望迎来复航，叠加目前相对温和的油汇环境，我们认为后续航司业绩有望逐步恢复，首次行业评级为“看好”。
- **投资策略：**我们认为民航选股**一是关注运量恢复快、有望较早实现扭亏的低成本民营航空；二是关注内线占比较高、业绩弹性大的大型航空公司。推荐关注：**1）典型低成本民营航空公司春秋航空；2）主营国内支线的华夏航空；3）国内航线占比较高的南方航空。

风险提示：疫苗落地进度不及预期；海外疫情反复；境外输入病例控制不力；宏观经济下行；油价上涨；汇率大幅波动。

目录

1. 放眼长期，行业增长空间广阔 5

2. 内线复苏+温和油汇驱动行业回暖 9

2.1 旺季助力内线复苏，关注国际客运转折 9

2.2 油汇环境驱动行业回暖 11

2.2.1 油价低位波动，利好航空公司 11

2.2.2 汇率环境稳定，促进业绩修复 13

3. 疫情之下民航业的格局与逻辑 15

3.1 收入：疫情扰动供需，内线占比较高的航司有望短期受益 15

3.1.1 机队规模至关重要，短期供需结构有望改善 17

3.1.2 客座率：动态调整主动控制，低成本民航占优 19

3.2 成本：固定成本拖累业绩，低成本航司损失较小 20

3.3 盈利：国内客流回暖，小航司有望率先扭亏 23

5. 行业评级及投资策略 25

5.1 行业评级 25

5.2 投资策略 26

5.3 行业估值 26

5.4 重点标的 27

5.4.1 春秋航空（601021.SH）：低成本航空公司，运量恢复领跑行业 27

5.4.2 华夏航空（002928.SZ）：支线细分行业龙头，未来盈利可期 28

5.4.3 南方航空（600029.SH）：内线占比较高，业绩弹性大 29

6. 风险提示 29

图表目录

图 1：航空总运量（百万吨公里） 5

图 2：民航客运量在交通运输体系中的比重 6

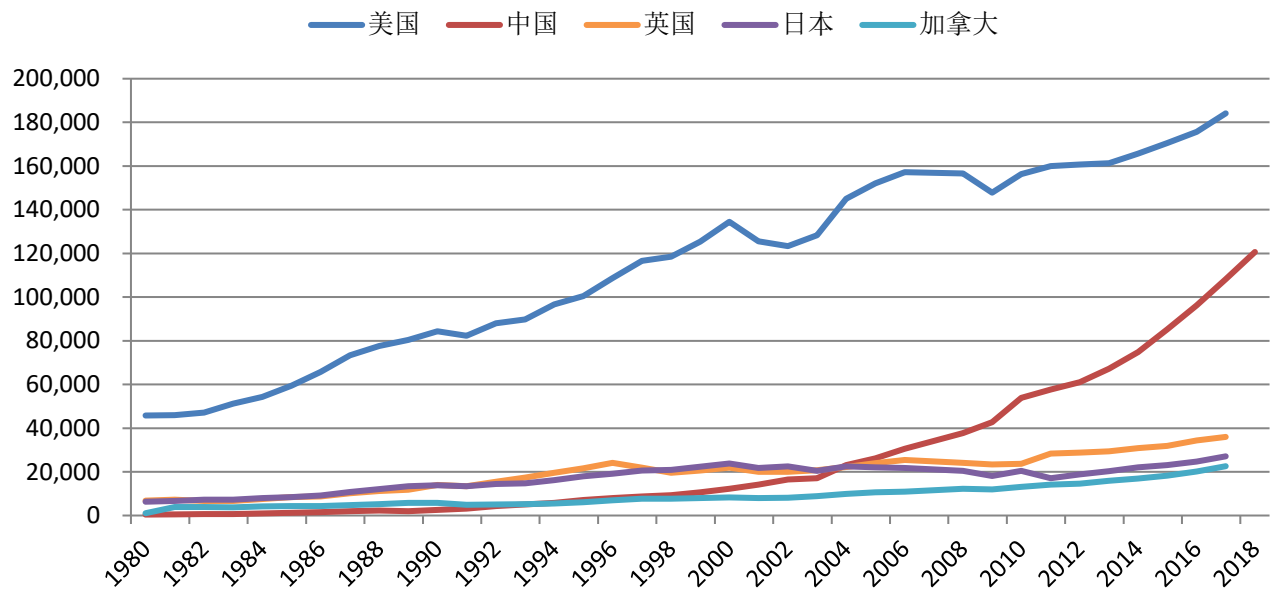
图 3：民航旅客周转量在交通运输体系中的比重 6
图 4：我国民航旅客周转量与 GDP 增速 7
图 5：人均乘机次数与人均 GDP 8
图 6：人均乘机次数（次） 8
图 7：全球 RPK 年增速 9
图 8：国内航线客运量（万人） 10
图 9：国际航线客运量（万人） 10
图 10：新加坡航油与布油走势一致 12
图 11：2019 及 2020 年布油价格（美元/桶） 13
图 12：美元兑人民币中间价 15
图 13：2019 年民航上市公司收入比重 15
图 14：2019 年民航上市公司客运收入构成（按地区） 16
图 15：2019 年民航上市公司主营收入构成（按地区） 16
图 16：客运收入模型 17
图 17：民航上市公司 ASK（百万客公里） 18
图 18：航空客座率（%） 19
图 19：五家航空公司客座率（%） 20
图 20：2019 年中国国航成本构成 21
图 21：2019 年吉祥航空成本构成 21
图 22：2019 年华夏航空成本构成 21
图 23：2019 年东方航空成本构成 21
图 24：2019 年南方航空成本构成 22
图 25：2019 年春秋航空成本构成 22

图 26：中国国航 H1 成本变化（亿元） 22
图 27：东方航空 H1 成本变化（亿元） 22
图 28：南方航空 H1 成本变化（亿元） 23
图 29：春秋航空 H1 成本变化（亿元） 23
图 30：航空公司经营性现金流（亿元） 23
图 31：中国国航盈利情况 24
图 32：东方航空盈利情况 24
图 33：南方航空盈利情况 24
图 34：春秋航空盈利情况 24
图 35：吉祥航空盈利情况 25
图 36：华夏航空盈利情况 25
图 37：航空行业估值 26
图 38：成分股市净率(PB) 27
图 39：航空公司销售费率（%） 28
图 40：航空公司管理费率（%） 28
表 1：8 月上市航司运营数据（百万座公里/百万客公里） 11
表 2：2020 航油成本变化静态估算（亿元） 13
表 3：南方航空外汇情况（百万人民币） 14
表 4：航空公司汇率敏感性 14
表 5：三大航机队数量（架） 18
表 6：各公司关键盈利指标对比（%） 25
表 7：公司盈利预测、估值及投资评级 29

1. 放眼长期，行业增长空间广阔

我国航空业快速发展，总运量坐二望一。从航空运输整体规模来看，我国是世界唯一能挑战美国的国家，且两者差距在逐渐缩小。进入 21 世纪以来，我国航空业开始高速发展，目前行业总体规模已连续多年稳居全球第二，并且遥遥领先于其他国家。

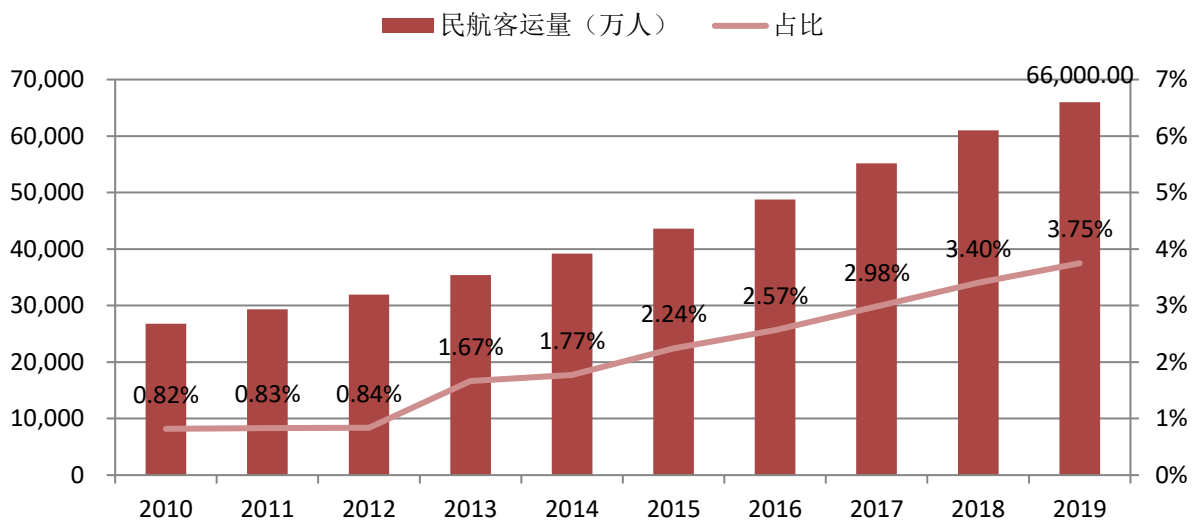
图 1：航空总运量（百万吨公里）



数据来源：wind，山西证券研究所

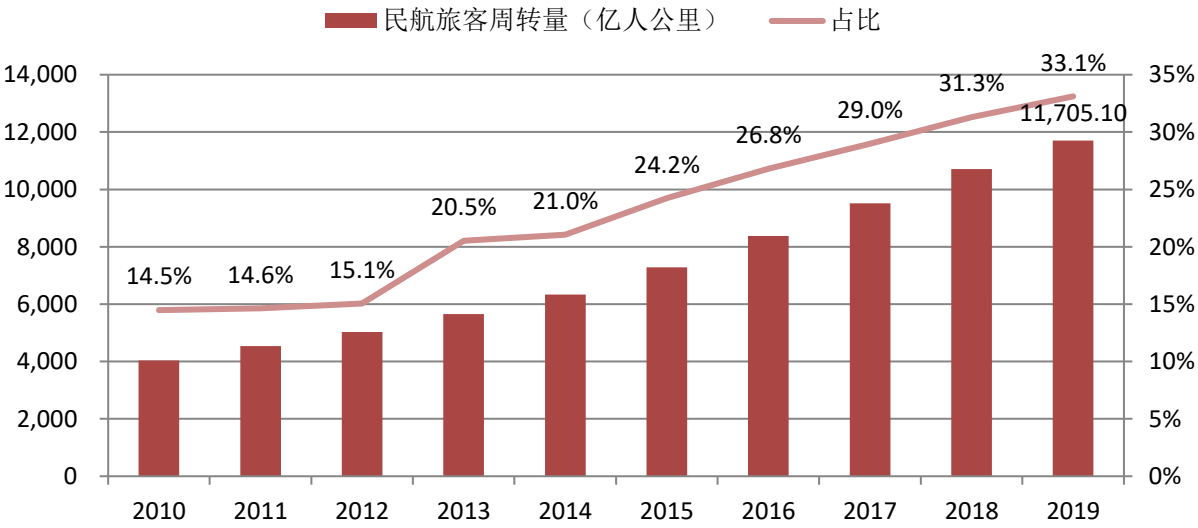
航空在长距离出行中有着不可替代的作用，随着航空出行大众化的推进，民航业在我国交通运输体系中的占比也在不断攀升。2013 年以来，我国民航客运量和旅客周转量保持稳定增长，客运量在运输体系占比从原来不足 1%增长到 2019 年的 3.75%，旅客周转量从原来不足 10%增长到 2019 年的 33.1%。在我国交通运输体系中，航空出行逐渐走向大众化。

图 2：民航客运量在交通运输体系中的比重



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：民航旅客周转量在交通运输体系中的比重



数据来源：wind，山西证券研究所

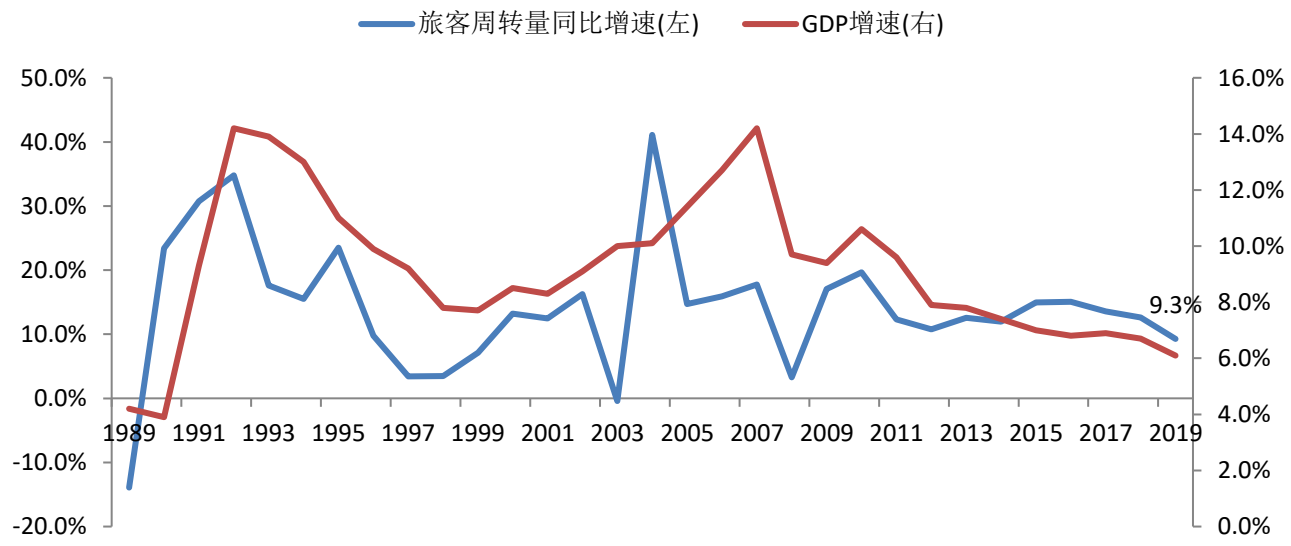
疫情全球蔓延，行业经历至暗时刻。本次新冠肺炎病毒较非典病毒虽然致死率低，但传染能力远大于非典，而疫情发生时点恰逢春运客流量高峰，导致疫情大规模扩散传播，在全世界范围内蔓延。国际航空运输协会（IATA）曾预测 2020 年全球航空客运量同比下滑 63%，且最早要到 2024 年才有望恢复至疫情前的水平，但随着全球疫情蔓延趋势放缓，各国社会经济活动逐步恢复正常，**IATA 最新预测认为通过适当的措施，航空业可能在 2023/24 年之前复苏。**

严防境外输入，国际航线受重创。由于国际疫情形势严峻，为防疫情境外输入，民航局于 3 月 26 日下

发《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》，要求国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班，即“五个一”政策。政策执行以来我国国际航班数量骤减，国际客运量相比去年同期下降 98%以上。随后，民航局于 6 月 4 日对政策进行了调整，依据入境核酸检测阳性人数及航班落地城市能否出具“接收函”，实施奖励和熔断机制，“五个一”本质上已升级为“一国一策”。

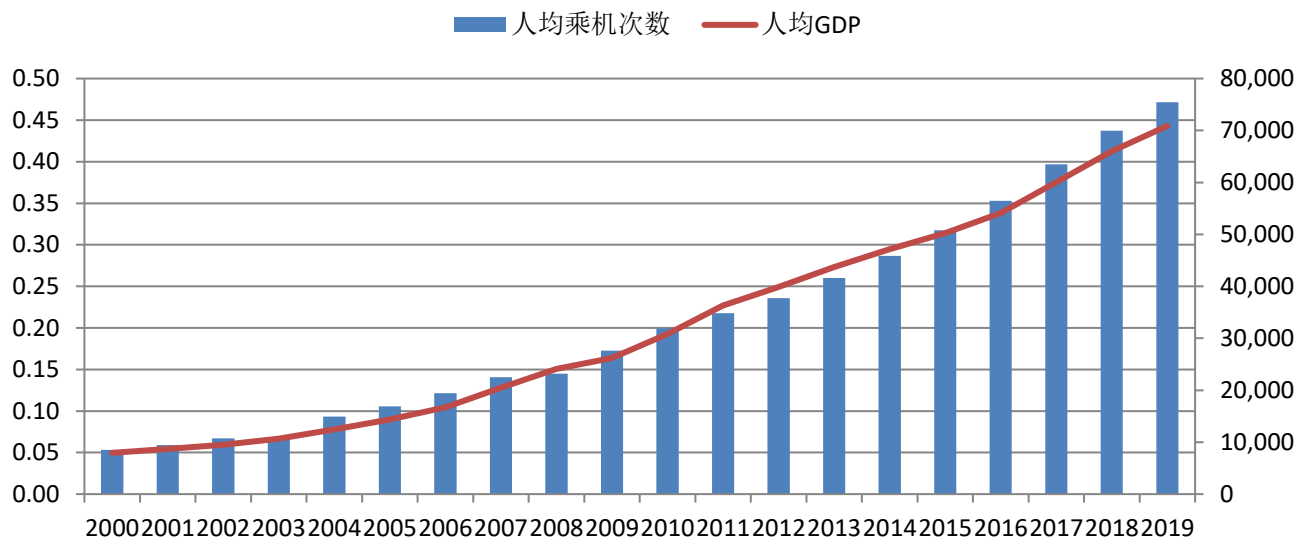
尽管疫情冲击严重，但航空出行需求与宏观经济有很强的相关性，我国 GDP 持续增长有望为民航业提供持续增量。航空客运需求分为公商务出行、旅游、探亲和求学等，由于人均乘机次数与人均 GDP 几乎同步增长，这意味着随着我国 GDP 增长，人均可支配收入提高，消费需求升级，加上越来越便利的出国签证，在不可替代的远距离出行中，居民更加倾向于选择坐飞机，因此，长期来看，我国民航业持续增长具有较强的确定性。

图 4：我国民航旅客周转量与 GDP 增速



数据来源：wind，山西证券研究所

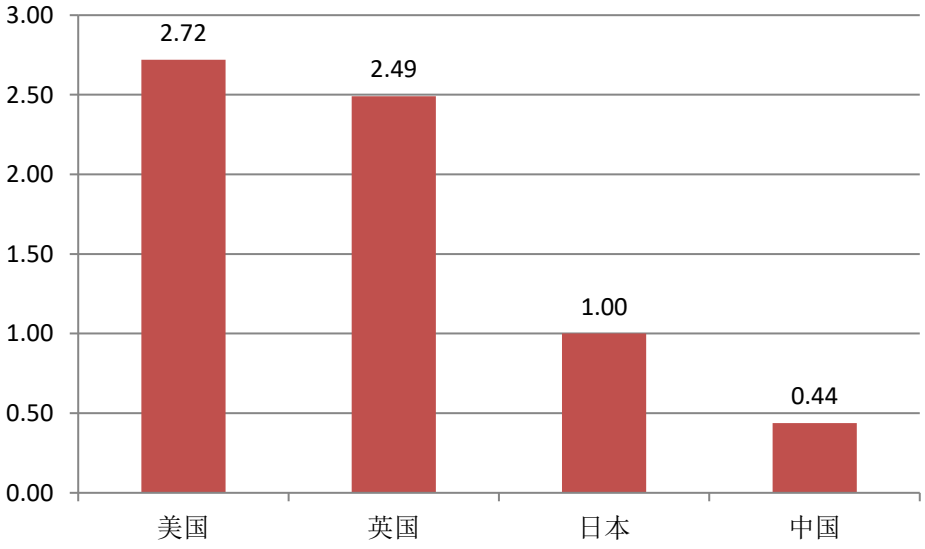
图 5：人均乘机次数与人均 GDP



数据来源：wind，山西证券研究所

虽然行业整体规模庞大，但我国人均乘机次数仍处于较低水平，远不及欧美发达国家。目前美国每年人均乘机次数 2.72 次，我国仅 0.44 次，不及日本的一半。根据民航强国建设的战略进程，到 2020 年我国人均航空出行次数将达到 0.5 次，到 2035 年航空人均年出行次数超过 1 次，运输规模全球第一，我国民航业仍有很大渗透空间。

图 6：人均乘机次数（次）

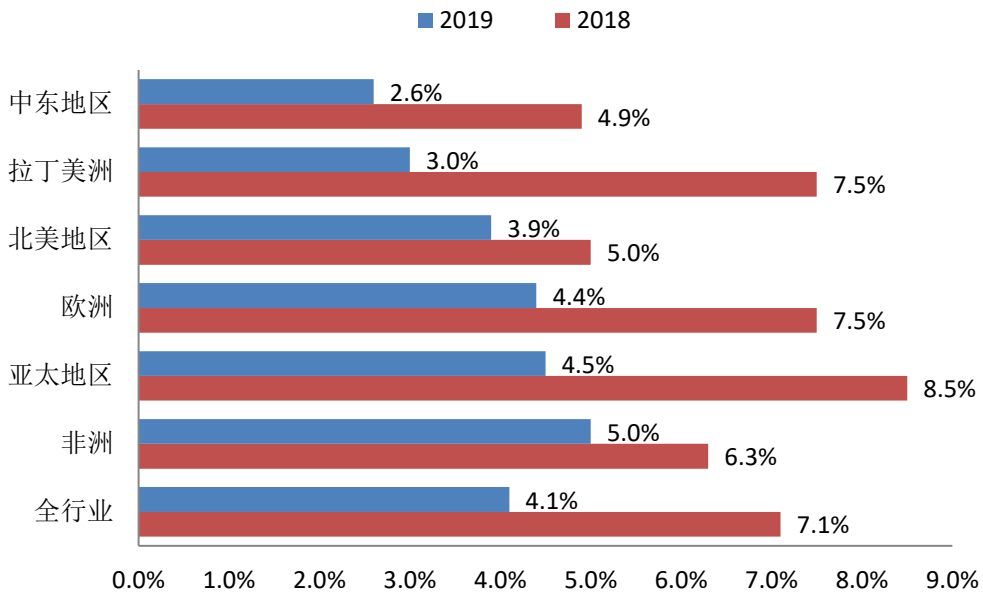


数据来源：wind，山西证券研究所

长期来看，我国民航业增长空间广阔，这点不会因疫情发生改变。一是随着国内疫情常态化，客运量正加速恢复，根据 IATA 的预测，全球航空业可能在 3-4 年内复苏。**二是**由于航空需求与 GDP 同步增长，

新冠疫情爆发前，我国 RPK 增速高于行业平均。2019 年全球各地区 RPK 增速均出现了较大幅度的下滑，全行业的 RPK 增速从 2018 年的 7.1%降至 2019 年的 4.1%。其中亚太地区 2019 年 RPK 增速 4.5%，相比 2018 年腰斩。北美地区增速下滑较小，但由于人们对经济的普遍看衰，RPK 增速也下滑至 3.9%。即便面对种种压力，我国航空需求增速仍维持相对高位。**三是**我国航空出行渗透率具备较大的增长空间，目前中国航空运输业仍处于成长期，市场潜力巨大。

图 7：全球 RPK 年增速



数据来源：IATA Economics，山西证券研究所

综上所述，虽然 2020 年上半年新冠疫情在全球范围内造成巨大的冲击，民航业短期经历至暗时刻，但我国航空出行渗透率仍有待提升，疫情过后我国 RPK 有望继续以高于行业平均的速度增长，所以我们认为民航业存在很大的增长空间。

2. 内线复苏+温和油汇驱动行业回暖

2.1 旺季助力内线复苏，关注国际客运转折

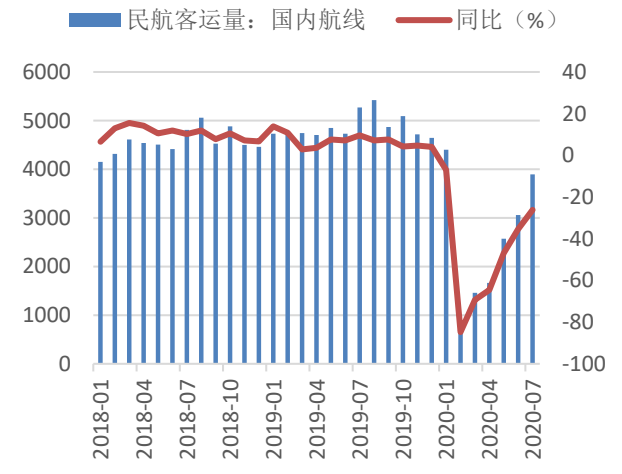
国内疫情管控取得积极成效，暑运旺季下内线持续回暖。目前的复苏主要来自于国内，由于一开始就采取了严格的防控手段，我国国内疫情基本被消灭，同时外防输入的效果良好，国内航线客运量持续恢复，据航班管家发布的 8 月民航运行报告显示，截至 8 月底，中国民航客运航班实际执飞量 35.7 万架次，环比增长 13.5%。8 月民航客运量 0.46 亿人次，同比下降 24.6%，恢复去年同期的 75%，环比增长 16.5%。其中国内客运量恢复至 8 成以上。暑运三大航运力降幅大幅收窄，中国国航、南方航空、东方航空 8 月 ASK 同

比下降 3.4%、7.3%、0.8%，7 月时降幅分别为 20.8%、16.9%、14.5%。三大航 RPK 降幅基本收窄至 20%以内，客座率环比提高 0.7-1.5pct。

民航局调整时刻政策，短期民营航空表现亮眼。在海外疫情愈演愈烈，国际和地区航线大幅减少的背景下，民航局制定了夏秋航季的时刻临时管理模式，允许航司根据疫情变化和实际需求灵活调整航班计划，支持将国际和地区航班时刻转为国内航班。春秋、吉祥、华夏航空利用政策率先实现了业务量的恢复，虽然春秋航空在疫情前国际收入占比高于其他航司，但由于将较大比重国际运力撤回国内并投放在各重点战略发展基地，7 月、8 月 ASK 较去年同期大幅增长 37.3%和 50.3%。目前春秋、吉祥航空已先后实现国内 RPK 同比转正，其中春秋航空在国内旅客周转量带动下，整体 RPK 恢复近九成，领跑全行业。

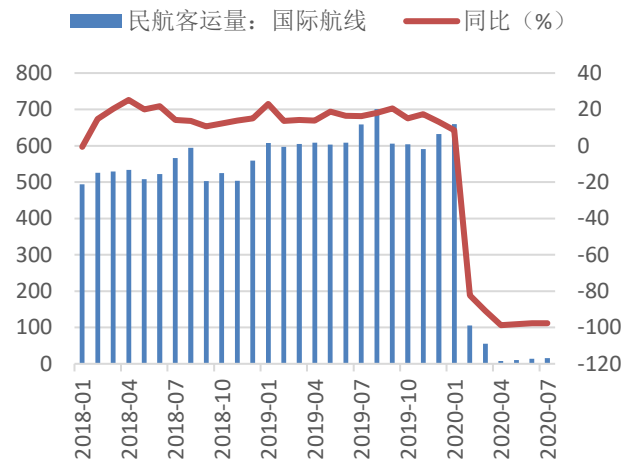
国内航班放宽准入政策，短期或促进国内航空消费。9 月 15 日，民航总局宣布调整和优化国内航线航班管理政策，一是放开国内 49 条核准航线每周最大航班量限制，二是放宽涉及“北上广”三大机场支线航线转入限制：此次调整后，2019 年旅客吞吐量在 100-200 万之间的 32 个机场至北上广航线将不受通航点数量准入门槛限制。此次放开政策可能意在将部分国际航线时刻转移至国内，满足支线转入枢纽机场的同时促进国内航空出行需求。后续随着国际航线复航，该政策可能会逐步推出。

图 8：国内航线客运量（万人）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 9：国际航线客运量（万人）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 1：8 月上市航司运营数据（百万座公里/百万客公里）

	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
ASK	14765.1	20729.1	15502.5	3803.5	3358.7
同比	-41.4%	-34.2%	-34.7%	-1.1%	-6.7%
国内	14171.6	19917.5	15075.1	3771.2	3293.5
同比	-3.4%	-7.3%	-0.8%	50.3%	17.6%
国际	549.4	802.5	398.4	16.4	52.1
同比	-94.3%	-91.7%	-95.0%	-98.7%	-93.0%
地区	44.1	9.1	28.9	15.9	13.0%
同比	-95.2%	-97.6%	-94.9%	-87.3%	-74.9%
RPK	10769.1	15172.2	11367.1	3198.6	2641.7
同比	-49.4%	-44.0%	-44.0%	-11.4%	-17.7%
国内	10481.7	14704.1	11155.5	3183.3	2609.9
同比	-17.0%	-20.6%	-15.2%	34.6%	3.2%
国际	282.2	463.5	203.1	10.1	27.3
同比	-96.4%	-94.4%	-97.0%	-99.1%	-95.7%
地区	5.2	4.6	8.5	5.2	4.6
同比	-99.3%	-98.4%	-98.0%	-95.2%	-89.3%
客座率	72.9%	73.2%	73.3%	84.1%	78.7%
国内	74.0%	73.8%	74.0%	84.4%	79.2%
国际	51.4%	57.6%	51.0%	61.4%	52.3%
地区	11.9%	50.8%	29.4%	32.7%	35.0%

数据来源：各公司公告，wind，山西证券研究所

航司推出“随心飞”自救。6 月 18 日，东航率先推出“随心飞”，第一波旅客兑换 6.5 万张机票，刺激效果良好，随后其他航司先后推出各自产品，一定程度上推动了国内公商务以及旅游出行复苏进程。

国内航线复苏加速，疫苗研发进程加快，后续关注国际疫情拐点。随之而来的国庆中秋双节，由于居民出行信心的提振，需求有望持续释放，我们认为国内客流恢复的确定性较强。近期新冠疫苗研发提速，截至目前，全球已有 10 支新冠疫苗进入或准备进入临床三期试验，其中中国占据 4 款。疫苗的落地将会降低国际航线的不确定性，航司业绩有望迎来全面反弹，建议密切关注国际客流拐点。

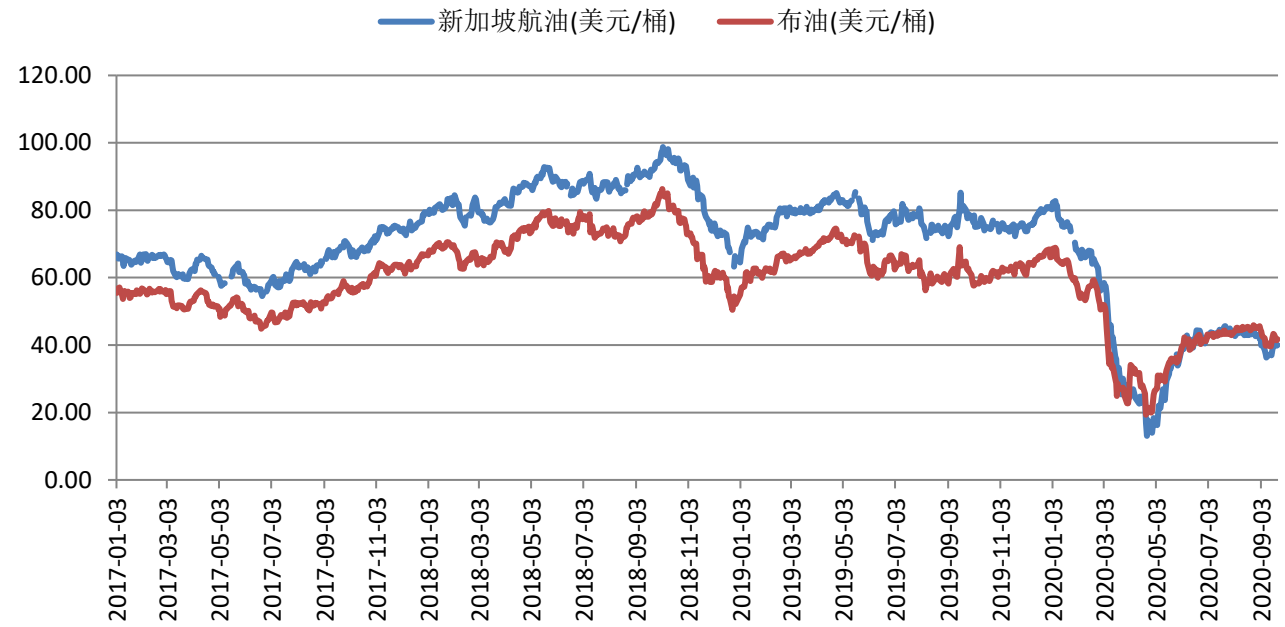
2.2 油汇环境驱动行业回暖

2.2.1 油价低位波动，利好航空公司

我国现行航空煤油定价根据《国家发展改革委关于推进航空煤油价格市场化改革有关问题的通知》确定。航空煤油出厂价格由进口到岸完税价和贴水两部分构成，其中进口到岸完税价格由采价期新加坡市场平均离岸价格加海上运保费、关税、增值税、港口费等因素构成。其中，采价期为上月 25 日至本月 24 日；

海上运保费暂按每桶 2 美元确定；港口费暂按每吨 50 元确定；汇率为采价期内中国人民银行公布的人民币基准汇率的平均值；吨桶比为 1：7.9。贴水由供需双方考虑市场供求、运费、交易数量、国际市场油价走势等因素协商确定。航空煤油出厂价格每月调整一次，调价时间为每月 1 日。由于新加坡航油价格与布伦特原油走势相同，因此国内航油出厂价与布油高度相关，但滞后一个月。

图 10：新加坡航油与布油走势一致

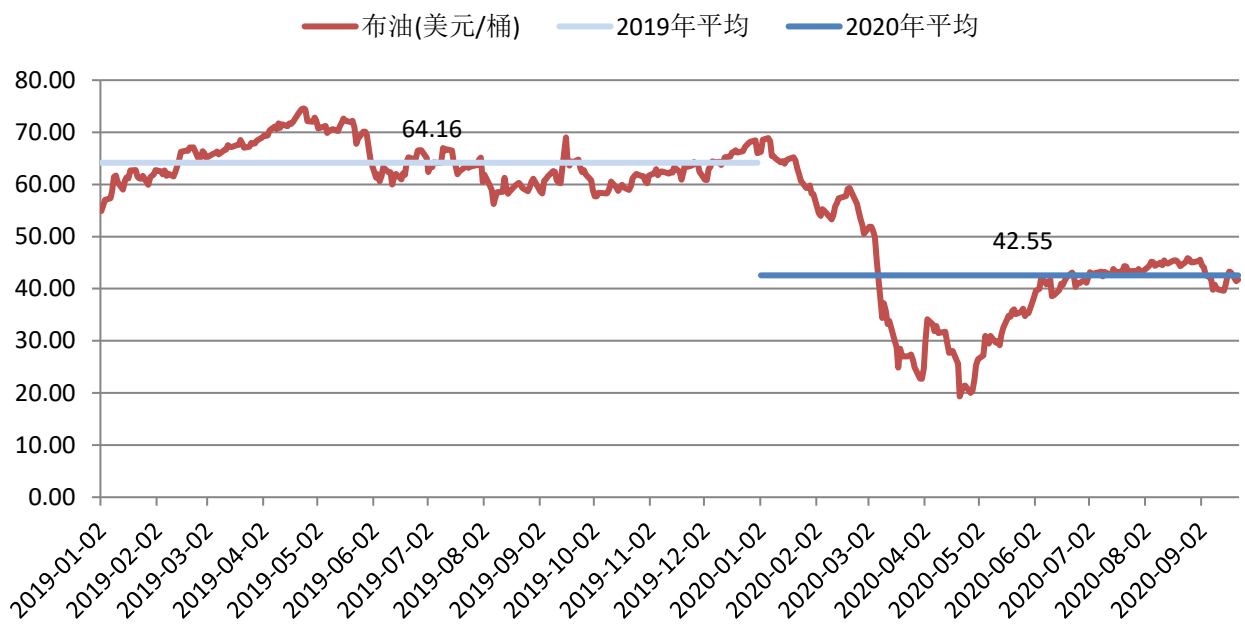


数据来源：wind，山西证券研究所

受疫情影响，油价低位或将维持一段时间。新冠疫情冲击下世界各国经济下滑，石油需求受到重创。3 月 6 日 OPEC 与俄罗斯减产谈判破裂，随后沙特掀起原油价格战，国际油价一度跌至 19.00 美元/桶。随着全球复工复产推进和 OPEC+减产计划成功实施，油价反弹并在 40 美元/桶附近波动。由于短期内疫情对全世界经济造成的影响还难以消除，原油需求持续疲软，我们认为油价在未来一段时间或将维持在相对稳定区间。

我们认为：油价低位对受新冠疫情冲击严重的民航业来说无疑产生一定利好，作为航空公司成本的最大组成部分，将为航空业带来较为可观的减负。前文中提到，在航司营业成本中，航油成本占比最大，2019 年上市航司燃油成本占比均达到 30%以上。2019 年布油均价 64.16 元/桶，2020 年初至今布油均价约 42.55 元/桶，降幅 33.68%，我们在假设全年油价平均下降 30%和 35%的情况下，对航油节约成本分别进行了静态估算（与 2019 年用油量相同），但考虑到疫情导致航空公司航班量的大幅下降，油价下跌最终带来的成本减负将小于静态估算值。

图 11：2019 及 2020 年布油价格（美元/桶）



数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：2020 航油成本变化静态估算（亿元）

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空	华夏航空
2019 年航油成本	359.65	341.91	428.14	41.66	43.58	14.77
油价下降 30%	-107.90	-102.57	-128.44	-12.50	-13.07	-4.43
油价下降 25%	-125.88	-119.67	-149.85	-14.58	-15.25	-5.17

数据来源：公司年报，山西证券研究所

2.2.2 汇率环境稳定，促进业绩修复

美元兑人民币汇率对航空公司利润影响较大。由于民航业固定资产的高投入决定了航空公司资产负债率较高，我国航空公司大量的租赁负债和银行及其他贷款均以外币为单位，主要是美元、欧元和日元，其中美元占比最大，人民币兑外币的贬值或升值都会造成公司产生汇兑收益或损失。虽然航空公司试图通过各种途径尽可能降低美元负债，但美元兑人民币汇率的波动仍然对财务费用影响较大。

经租进表进一步增加了航司对汇率的敏感性。国际会计准则理事会（IASB）公布的新租赁准则（IFRS16）于 2019 年 1 月 1 日开始执行。2018 年 12 月财政部修订印发《企业会计准则第 21 号-租赁(修订)》，其中规定：“对于首次执行日前的经营租赁，承租人在首次执行日应当根据剩余租赁付款额按首次执行日承租人增量借款利率折现的现值计量租赁负债”。因此经营租赁费用自 2019 年起计入航空公司资产负债表，美元负债规模显著增大，航司对汇率的敏感性增加。以南方航空为例，2019 年美元负债大幅增长 366.4 亿元，在外汇净资产中的占比从 2018 年的 86.9%增加至 2019 年的 93.2%。

表 3：南方航空外汇情况（百万人民币）

2019 年 12 月 31 日					
	美元	日元	欧元	其他外币	合计
外币金融资产	1,508	88	103	499	2,198
外币金融负债	70,939	1,340	3,557	339	76,715
外币净资产	-69,431	-1,252	-3,454	160	-74,517
占比	93.2%	1.7%	4.6%	-0.2%	100.0%
2018 年 12 月 31 日					
	美元	日元	欧元	其他外币	合计
外币金融资产	1,594	86	160	555	2,395
外币金融负债	34,299	1,466	3,943	309	40,017
外币净资产	-32,705	-1,380	-3,783	246	-37,622
占比	86.9%	3.7%	10.1%	-0.7%	100.0%

数据来源：南方航空年报，山西证券研究所

下表整理了人民币兑美元汇率升值 1%的情况下，各航司的利润增加值。可以看出，三大航由于美元债务规模高，对汇率的敏感性较高，而民营航空公司相对来说对汇率敏感性较低。春秋航空虽然美元债务高于吉祥航空，但由于自身持有较多美元资产，对冲了大部分汇率波动带来的影响。

表 4：航空公司汇率敏感性

	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
2019 年美元债务（亿元）	603.57	465.42	709.39	12.90	4.56
2019 年敏感性（百万元）	444	328	434	0.20	14.04
2020H1 敏感性（百万元）	433	318	414	0.39	21.99

数据来源：公司年报，山西证券研究所

我们认为，下半年汇率环境相对温和，有望促进航空业绩修复。2020 年上半年，受疫情影响，全球经济下行压力较大，世界主要经济体货币政策呈现宽松趋势，美联储降息至 0，我国虽然也面临经济形势不确定影响，但随着国内疫情得到控制，经济基本面企稳，货币政策向常态化回归，政策调整工具和空间充足，中长期人民币汇率得到一定支撑，主流预测认为下半年人民币会在合理区间保持双向弹性震荡偏升为主。

图 12：美元兑人民币中间价



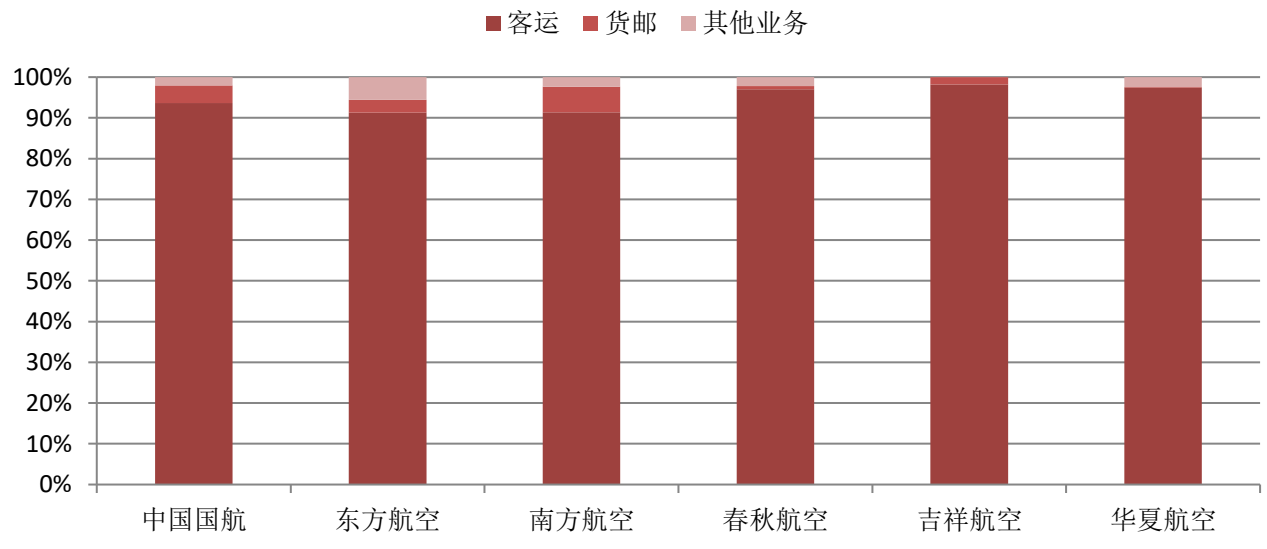
数据来源：wind，山西证券研究所

3. 疫情之下民航业的格局与逻辑

3.1 收入：疫情扰动供需，内线占比较高的航司有望短期受益

客运业务的收入决定公司盈利水平，只有客运量修复才能带动民航业恢复增长。我国民航公司收入以客运为主，货邮运输为辅，以五家上市公司为例，2019 年年报显示，三大航（中国国航、东方航空、南方航空）客运收入在营业收入中的比重分别为 93.63%、91.26%、91.34%，占到绝大部分，且这一比例较 2018 年有进一步的提升，货邮运输收入比例仅占到 4.31%/3.17%/6.34%；民营航空公司春秋航空、吉祥航空、华夏航空客运收入几乎占营业收入的全部，分别为 97.00%、98.19%和 97.39%。

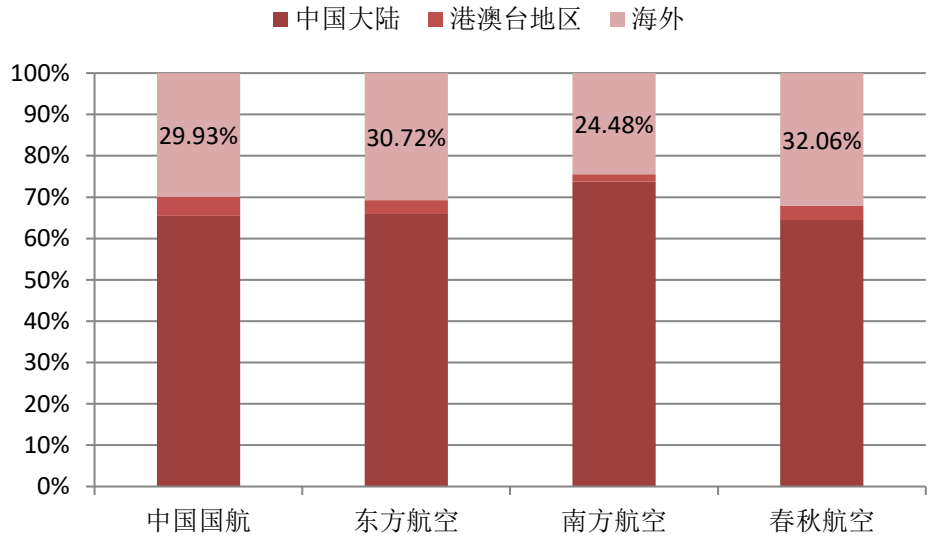
图 13：2019 年民航上市公司收入比重



数据来源：wind，山西证券研究所

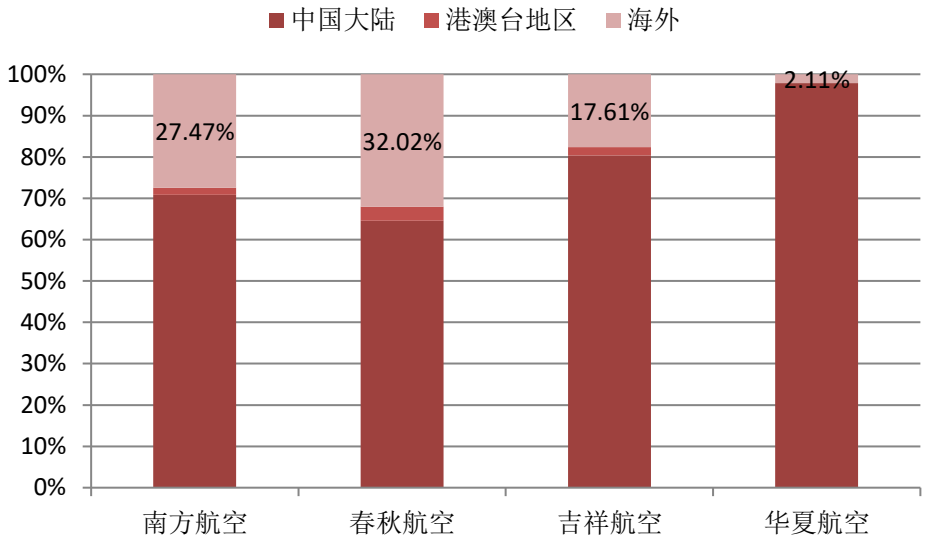
国际和地区航线恢复前，国内航线占比较高的航司受益。由于航司统计口径有一定差异，我们分别对2019 年上市公司不同地区的客运收入和主营业务收入进行对比，对比发现三大航中南航更加偏重大陆航线布局，中国国航和南方航空国际航线收入占比近三成。民营航空中春秋航空国际航线收入比重最大，甚至高于三大航，吉祥航空主营业务海外收入仅占17.61%，而主营国内支线航空的华夏航空海外收入只有2.11%。因此，对于国际和地区收入占比较高的航司来说，即使国内航线恢复正增长，国际和地区航班的大幅削减依然会拖累业绩，民航业的全面复苏需要国际航班的全面恢复。

图 14：2019 年民航上市公司客运收入构成（按地区）



数据来源：wind，山西证券研究所

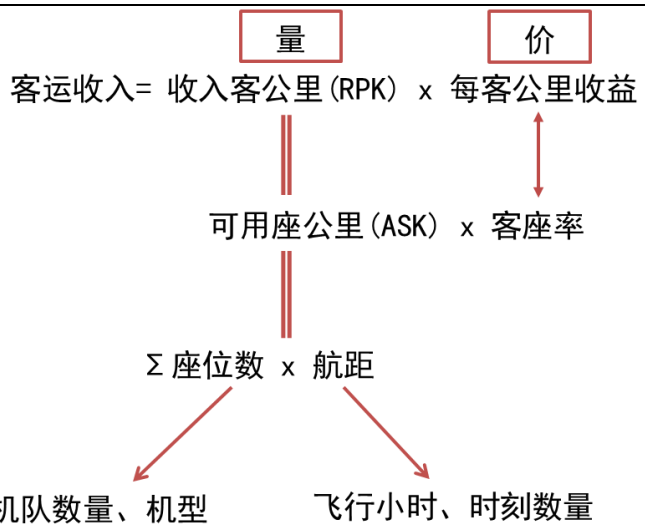
图 15：2019 年民航上市公司主营收入构成（按地区）



数据来源：wind，山西证券研究所

为了分析民航客运收入，我们需要先建立客运收入的模型。客运收入由运量（RPK，即旅客周转量）和单位票价决定，RPK 又由运力供给（ASK，即可用座公里）和客座率决定。因此，我们依次对可用座公里和客座率进行分析。

图 16：客运收入模型



资料来源：山西证券研究所

3.1.1 机队规模至关重要，短期供需结构有望改善

在上述客运收入模型中，决定航司运力的因素主要是自有和租赁飞机的数量、能够获取的时刻数量和航距，**机队规模是航司获取核心枢纽机场优质时刻的重要砝码。**

供给侧改革下，枢纽机场时刻资源宝贵。由于航司运力不断的扩张，一线机场时刻数量趋于饱和，航班正常率受到诟病。提高航班正常率的措施有增加空域资源和减少时刻，在我国现有体制下，增加空域资源并不现实，因此，2017 年 9 月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，明确了“控总量，调结构”的政策，取消正常率低的航班时刻，降低时刻增速。供给侧改革政策实施后，一线机场时刻资源显得更加珍贵。

凭借机队数量优势，三大航牢牢占据核心枢纽机场时刻资源。航空出行需求由消费能力决定，因此北上广三大枢纽机场拥有先天性区位优势。航司只有区域垄断才能实现盈利能力的明显提升，三大航通过不断地购置飞机投放运力抢占枢纽机场资源，将其变成自己的主基地，进而拥有更多的优质时刻和航权。从机队数量来看，三大航拥有的飞机数量占全民航业飞机数量的 60%以上。**目前我国民航已形成了寡头垄断格局，压力之下低成本航空扩张较为缓慢。**

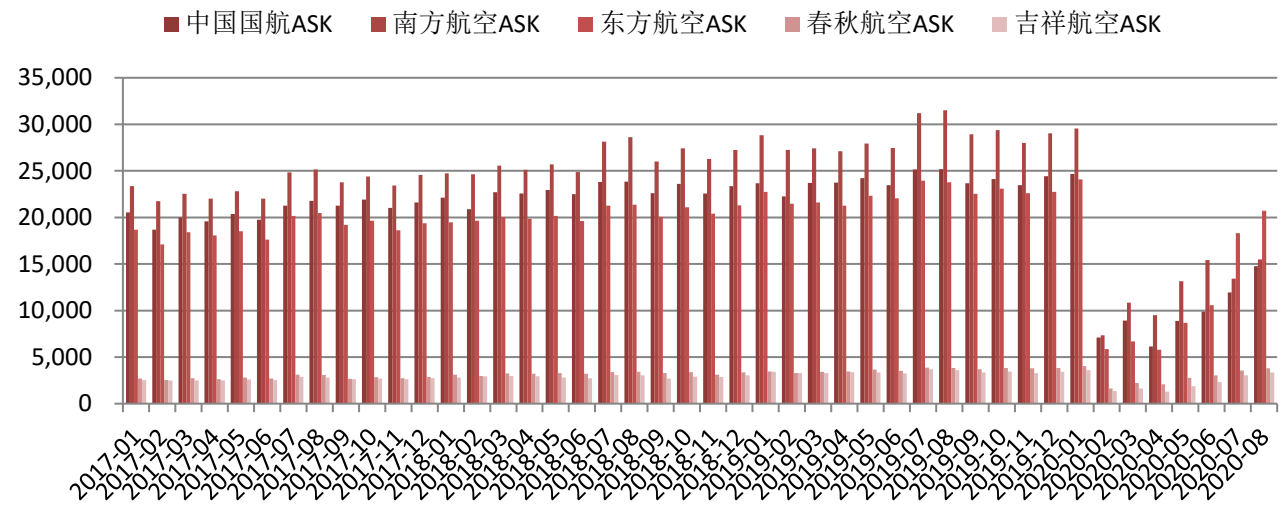
表 5：三大航机队数量（架）

年份	中国国航	东方航空	南方航空	三大航合计	合计占比	运输飞机数量
2015	590	551	667	1808	68.2%	2,650
2016	623	600	702	1925	65.3%	2,950
2017	655	637	754	2046	62.1%	3,296
2018	684	692	840	2216	60.9%	3,639
2019	699	734	862	2295	60.1%	3,818

数据来源：公司年报，山西证券研究所

运力投放呈现季节性，三大航运力具有绝对优势。从航空公司的运力投放来看，我国民航业 ASK 保持稳定增长，且呈现出明显的季节性变化。受到节日、假期和学生寒暑假的影响，每年的 7、8 月通常为出行旺季，ASK 位于全年最高峰。1-3 月除去春运、6 月、11-12 月均为航空客运淡季。三大航中以南方航空运力投入最多，且与另外两大航空公司的差距还在不断拉大。相比之下，民营航空公司 ASK 规模与三大航依然有巨大差距。

图 17：民航上市公司 ASK（百万客公里）



数据来源：wind，山西证券研究所

今年 2 月国内新冠疫情爆发高峰期，民航业受冲击严重，各航司不得不缩减运力投入，仅保持必要的班次，以保障抗击疫情重要物资和人员的运输，ASK 整体出现断崖式下跌。五家上市公司运力投入分别同比下降 68.10%、72.66%、73.07%、59.33%、59.16%。南方航空运力削减最为严重，春秋航空、吉祥航空运力削减程度较轻。

航空公司产能投放具有周期性。当行业处于景气环境时，航司现金流大幅改善，收入快速增长，此时航司倾向于增加产能投放，新签大量飞机订单，以此抢占枢纽时刻资源。因为在经济向上的周期中，投入的产能终将被增长的航空需求消化。相反，在行业低景气度时，航司对未来盈利状况较悲观，便会放慢机

队引进。

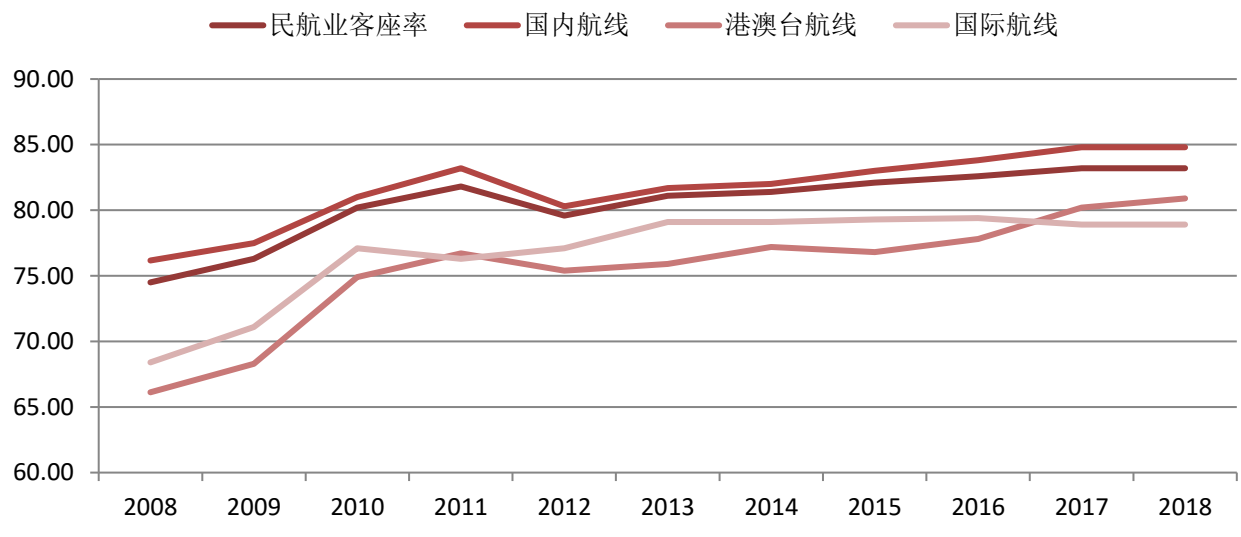
疫情延缓飞机引进，供需结构短期修复。面对 2020 年市场的不确定性，航司纷纷与波音空客等公司进行协商，推迟飞机交付计划，避免对公司的经营效益产生更大的负面影响，行业短期内运力增速大概率放缓，我们认为，在紧供给环境下，航空需求的恢复有望改善供需结构，航空票价上升，助力航司营收改善。

3.1.2 客座率：动态调整主动控制，低成本民航占优

目前我国民航公司已通过动态调整实现主动控制，客座率不再是供求关系的单一体现。由于客运收入是票价与客座率的乘积，而票价与客座率呈负相关，因此总收入与客座率曲线应当是一条开口向下的抛物线。在这种相关关系下，客座率并非越高越好，而应与抛物线顶点对应。收益管理策略下，航空公司根据机票销售速度动态调整不同票价的舱位投放，从而实现收益最大化，最终客座率是主动控制的结果。

新冠疫情爆发前，我国民航客座率已趋于稳定。2008 年-2010 年，我国民航业客座率从 74.50%提升至 80.20%，2010 年-2019 年间客座率基本没有太大提升。

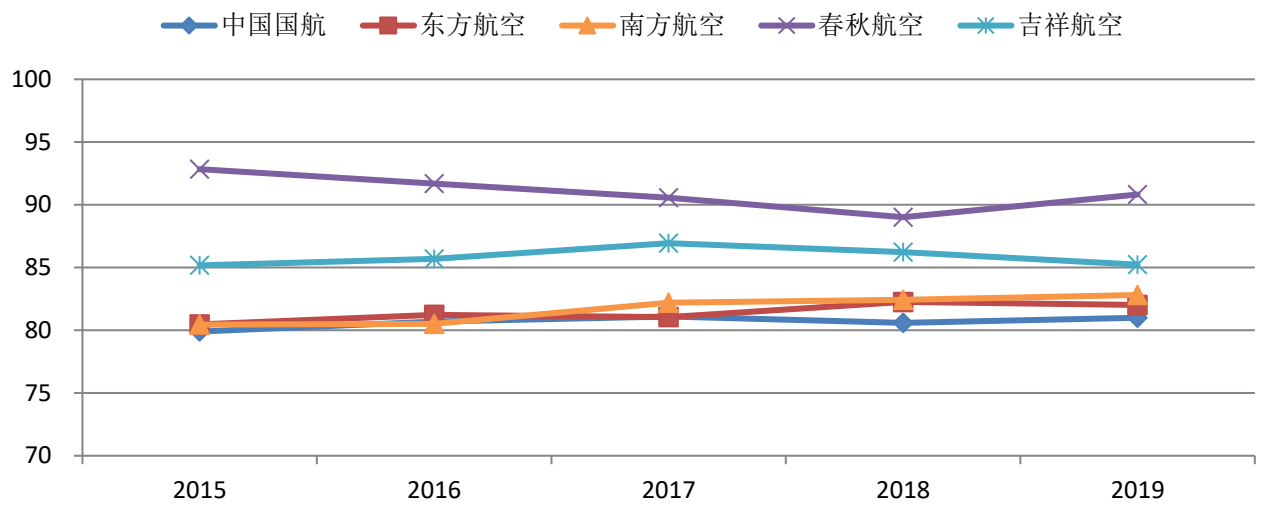
图 18：航空客座率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

低成本航空公司机型统一，客座率相比三大航更具优势。春秋航空采用 A320 机型，只设经济舱，座位数比普通 A320 更多，机舱利用率极高。吉祥航空坚持统一机型的经营原则，客座率与春秋略有差距，但高于三大航。2019 年三大航客座率分别为：中国国航 81.00%、东方航空 82.01%、南方航空 82.81%。低成本的民营航空公司客座率相对较高，2019 年吉祥航空客座率 85.23%，春秋航空以 90.81%领先行业。

图 19：五家航空公司客座率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

2 月新冠疫情高峰期，尽管通过取消航班大幅缩减运力投入，各家航司的平均客座率仍然创下新低，国航的平均客座率为 51.4%，同比下降 32.6pct；东航客座率为 50.28%，同比下降 34.24pct；南航客座率为 47.11%，同比下降 38.11pct；春秋航空客座率 63.69%，同比下降 30.37pct；吉祥航空客座率 49.72%，同比下降 37.25pct。

春秋航空公司在疫情高峰期间削减运力较少，但客座率下降程度最小，且依然保持了 63.69%的客座率，在面对疫情冲击时发挥了高效率运营的经营特点，将损失降到最小。

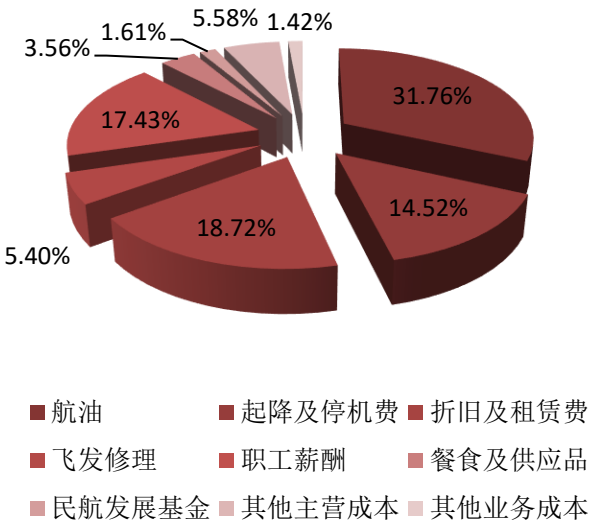
综上所述，航司的收入由量和价决定。量增长的根本是航空需求的增长，为满足需求的增长，航司需要不断地提高产能投放。三大航凭借绝对的运力优势，抢占枢纽和时刻资源，形成了行业寡头垄断；民营航空公司通过低成本、差异化服务寻求发展，在疫情下高客座率、高运营效率的优势得到发挥。短期紧供需结构一定程度上会促进价的改善，但行业回暖还应关注国际航线的修复。

3.2 成本：固定成本拖累业绩，低成本航司损失较小

航空公司经营成本中，占比最大的几项通常为航空油料、起降停机费、租赁费、折旧费和职工薪酬。航空油料、起降停机费、飞机餐食及供应品等属于可变成本，根据航班量的多少发生相应的增减。其中，航油成本在营业成本中占比最大，几家上市公司航油成本占比均超过 30%，因此油价的波动将对航空公司的盈利产生重大影响。折旧费、租赁费以及飞机和发动机的修理费是航空公司最大的固定支出，由航司的机队规模决定，通常不会随航班量发生太大改变。

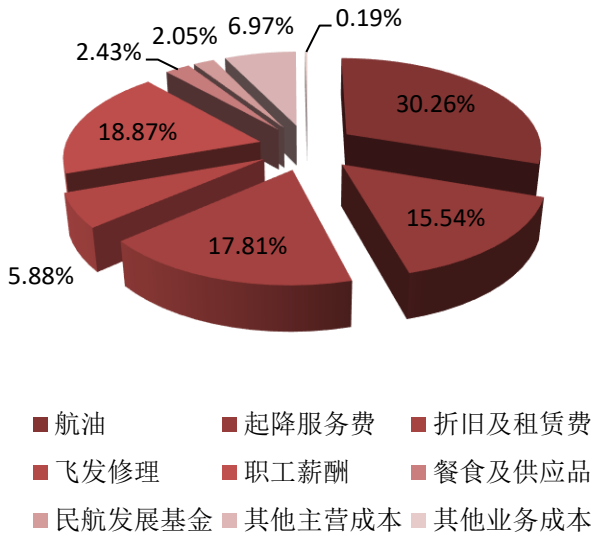
三大航折旧费用较高，民营航空以租赁为主。几家上市公司的折旧和租赁费之和均占营业成本的 18%左右（仅春秋航空略低，占比大约 15%），但三大航机队以自有为主，飞机及发动机折旧费用高，租赁费较少；民营航空公司租赁更多，因此租赁费占比较为可观。

图 20：2019 年中国国航成本构成



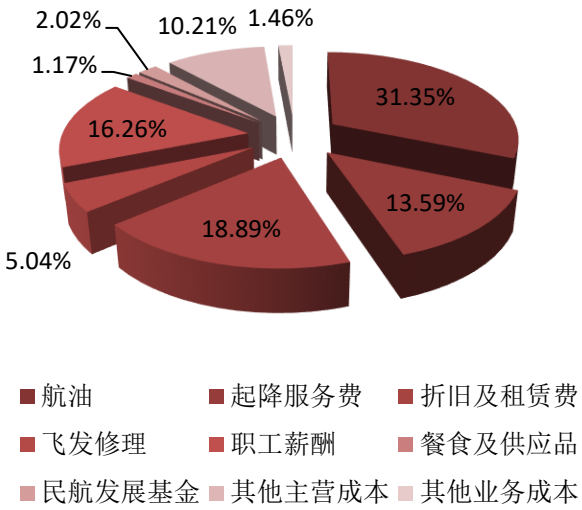
数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：2019 年吉祥航空成本构成



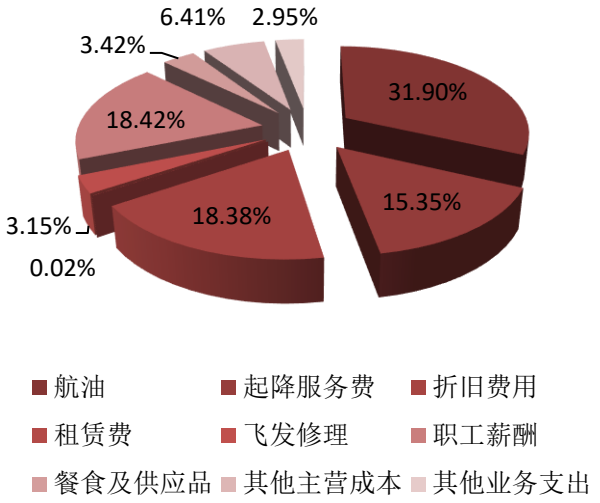
数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：2019 年华夏航空成本构成



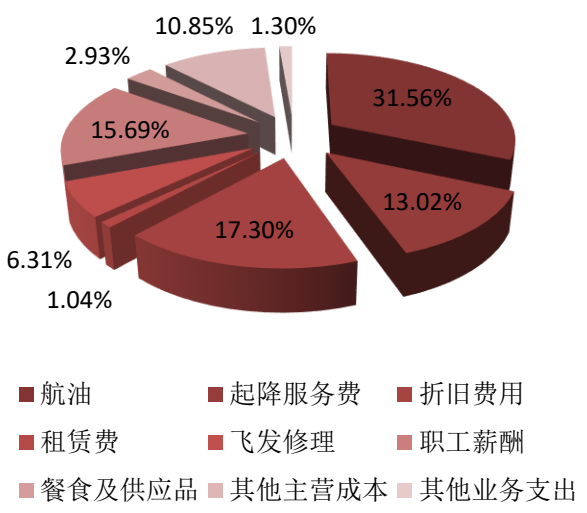
数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：2019 年东方航空成本构成



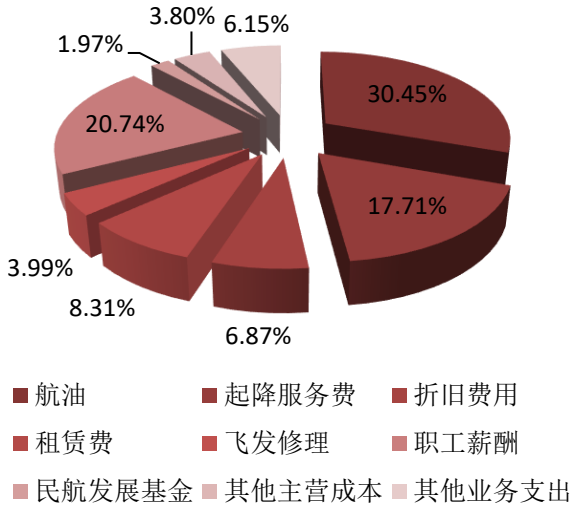
数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：2019 年南方航空成本构成



数据来源：wind，山西证券研究所

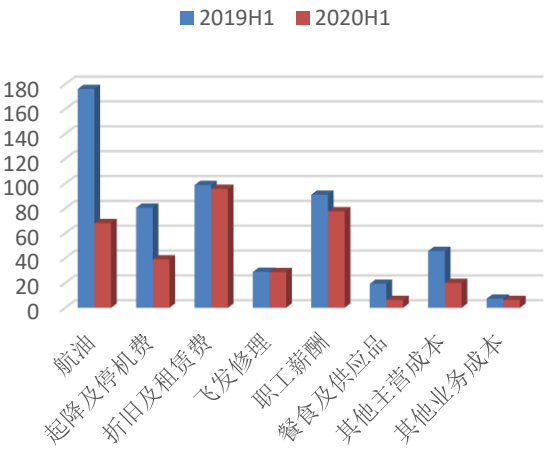
图 25：2019 年春秋航空成本构成



数据来源：wind，山西证券研究所

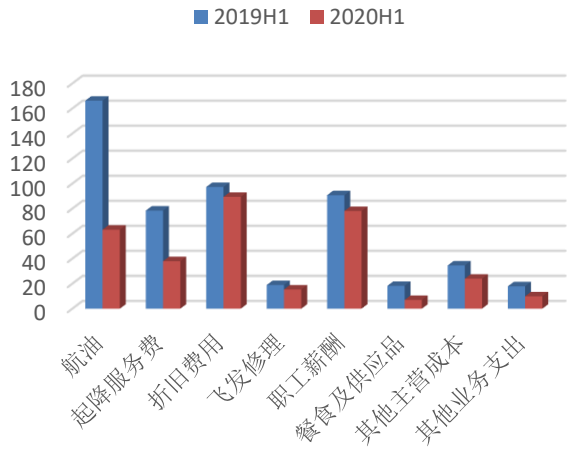
固定成本拖累业绩，低成本航空公司受负面影响较小。2020 年上半年，中国国航、东方航空、南方航空、春秋航空旅客周转量分别同比下降 61.5%、62.2%、57.8%、38.8%，由于航班量大幅削减，航空燃油、起降停机费、飞机餐食等可变成本相应大幅减少，对三大航而言，尽管叠加原油价格战影响，占成本比重最大的航油成本降幅达到六成左右，但高昂的折旧费用和职工薪酬等固定成本依然拖累了公司业绩。相比之下，春秋航空这类民营航空公司由于本身规模较小，固定支出带来的损失也相对有限。

图 26：中国国航 H1 成本变化（亿元）



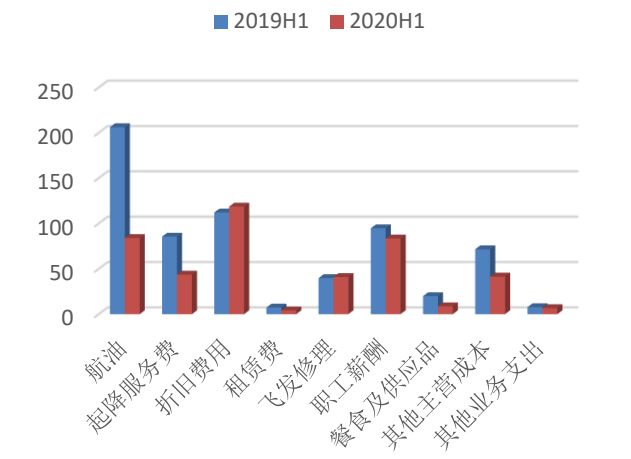
数据来源：wind，山西证券研究所

图 27：东方航空 H1 成本变化（亿元）



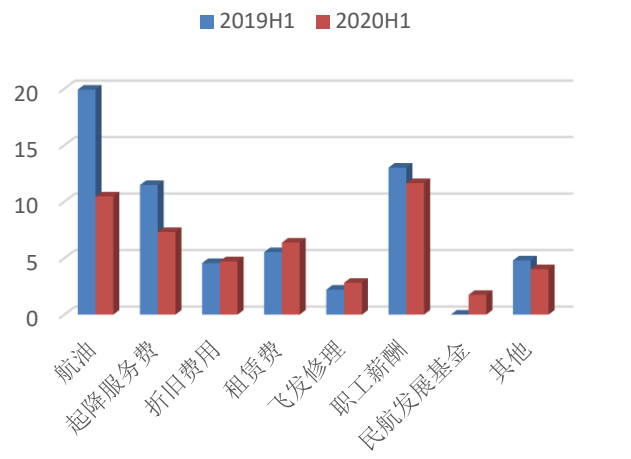
数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：南方航空 H1 成本变化（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 29：春秋航空 H1 成本变化（亿元）



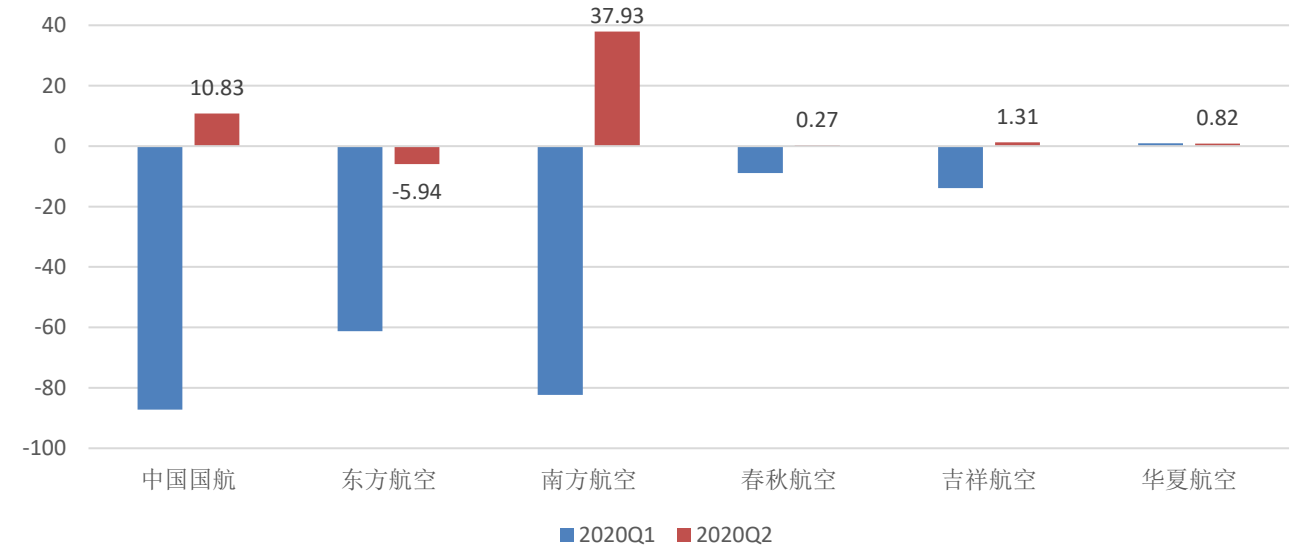
数据来源：wind，山西证券研究所

综上所述，疫情冲击导致客流量大幅下降，航司燃油、起降费等主要可变成本随之大幅下降，但折旧租赁、职工薪酬等固定成本依然高企，导致成本下降程度远不及收入降幅，拖累了航司业绩，特别是本身规模较大的三大航，而低成本的航空公司损失相对较小。

3.3 盈利：国内客流回暖，小航司有望率先扭亏

随着国内客流持续回暖，我们认为民航业至暗时刻已经过去。2020Q2，除东方航空外，五家上市公司的经营性现金流净额均同比转正，三大航中国内航线占比最高的南方航空经营性现金流净额达到 37.93 亿元，领跑行业，展现出较大的业绩弹性。

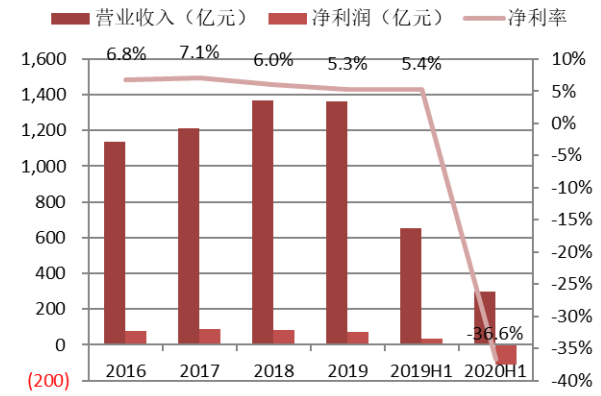
图 30：航空公司经营性现金流（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

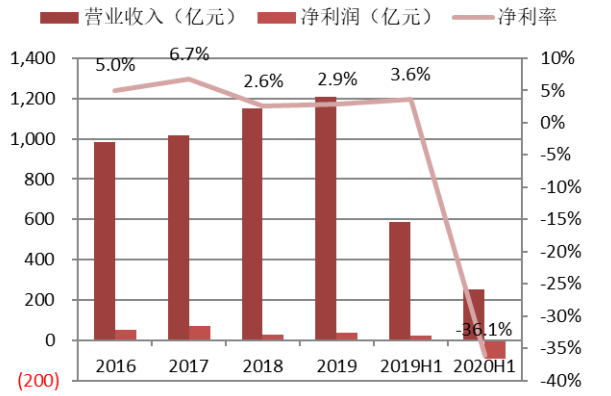
具体来看，小航空公司有望最早修复疫情造成的损失，三大航则需要更长的时间来消化。民航业是高杠杆行业，投入高、营业收入高，但利润率低。三大航净利率通常在 7%以下，中国国航净利润多年保持行业领先。2019 年全年，国航、东航和南航净利润分别为 72.52 亿元、34.83 亿元、30.95 亿元，而 2020H1 半年的净亏损就分别达到了 108.62 亿元、90.72 亿元、94.76 亿元，这样的损失正常情况下可能需要 2-3 年甚至更长的时间来弥补。民营航空公司在疫情冲击下显示出了较强的生命力，春秋、吉祥航空 2020H1 净亏损分别为 4.10 亿元和 6.84 亿元，运量完全恢复的情况下，大概半年至一年时间便可修复。而华夏航空主营国内支线航空，营业收入几乎全部来自国内，受疫情影响较小，是上半年唯一实现盈利的民航上市公司。

图 31：中国国航盈利情况



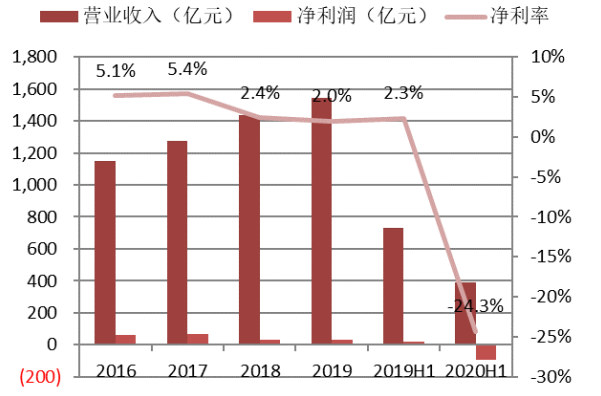
数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：东方航空盈利情况



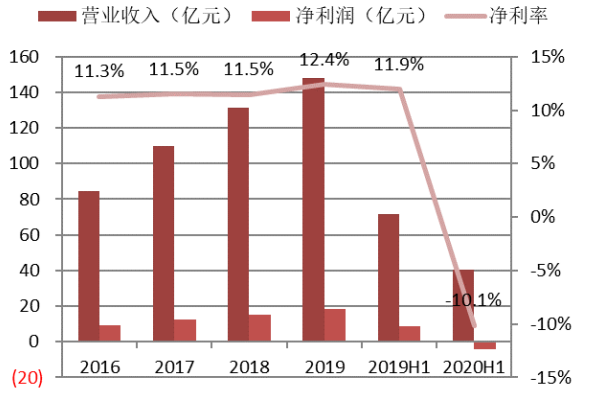
数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：南方航空盈利情况



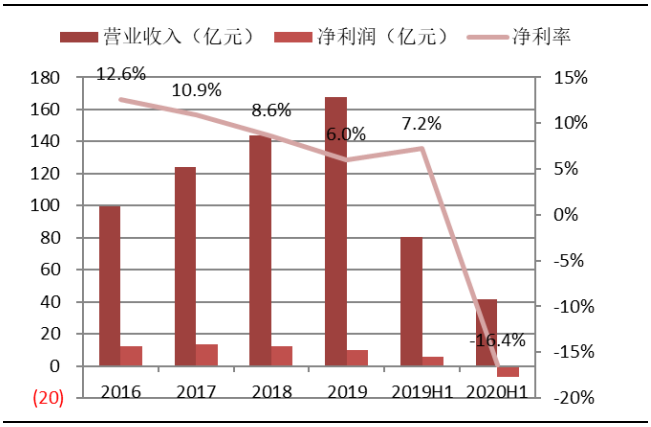
数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：春秋航空盈利情况



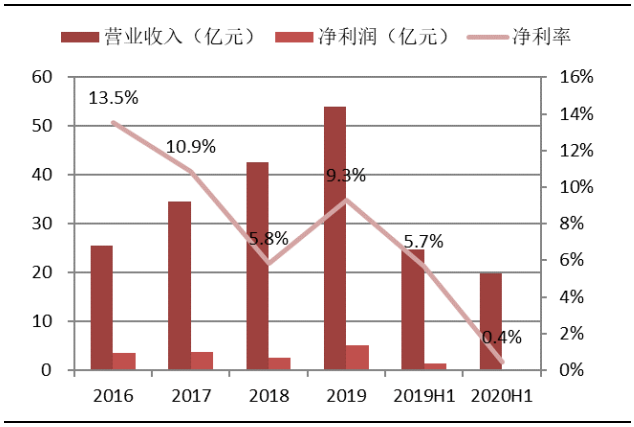
数据来源：wind，山西证券研究所

图 35：吉祥航空盈利情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：华夏航空盈利情况



数据来源：wind，山西证券研究所

总体来看，疫情对低成本航空公司造成的损失相对于历年的利润来说较小，在经营性现金流转正的情况下，修复时间将大幅领先于三大航。

表 6：各公司关键盈利指标对比（%）

证券代码	证券简称	EBITDA/营业收入			ROE			归母净利润增速		
		2018	2019	2020H1	2018	2019	2020H1	2018	2019	2020H1
601111.SH	中国国航	20.03	17.61	-20.43	8.18	6.86	-10.71	1.33	-12.65	-400.72
600115.SH	东方航空	19.80	15.88	-19.33	4.98	5.22	-13.79	-57.35	17.94	-539.63
600029.SH	南方航空	15.27	12.51	-9.91	5.21	4.11	-12.09	-49.56	-11.13	-583.67
601021.SH	春秋航空	21.97	22.94	-0.96	13.79	12.98	-2.79	19.12	22.50	-147.84
603885.SH	吉祥航空	18.91	15.32	-3.31	13.64	8.91	-5.90	-6.99	-19.34	-216.71
002928.SZ	华夏航空	21.54	22.57	16.54	15.12	20.47	0.27	-33.87	102.96	-94.15

数据来源：wind，山西证券研究所

5. 行业评级及投资策略

5.1 行业评级

总体来看，我国民航业具备长期投资价值。虽然新冠疫情冲击下民航业短期经历至暗时刻，但由于国内疫情管控态势良好，航空出行需求持续改善，Q2 多家航司已实现经营性现金流同比转正。在暑运旺季以及即将到来的国庆中秋双节推动下，后续国内客流恢复确定性较强。目前疫苗研制加速，若研制成功并大规模投入使用，海外航线有望迎来复航，叠加目前相对温和的油汇环境，我们认为，后续航司业绩有望逐步恢复，首次行业评级为“看好”。

5.2 投资策略

综上所述，我们认为民航选股逻辑如下：

一是关注运量恢复快、有望较早实现扭亏的低成本民营航空：

1.由于规模相对较小，折旧费用、职工薪酬等占成本比重较大固定支出较少，在上半年运量大幅下降的情况下，亏损程度较少，需要更少的时间扭亏。

2.自身业务构成中国内航线收入占比更高，受到海外疫情影响较小；或是由于机型统一，能灵活调整航线结构，将原本海外的运力投放至国内，运量恢复较快。

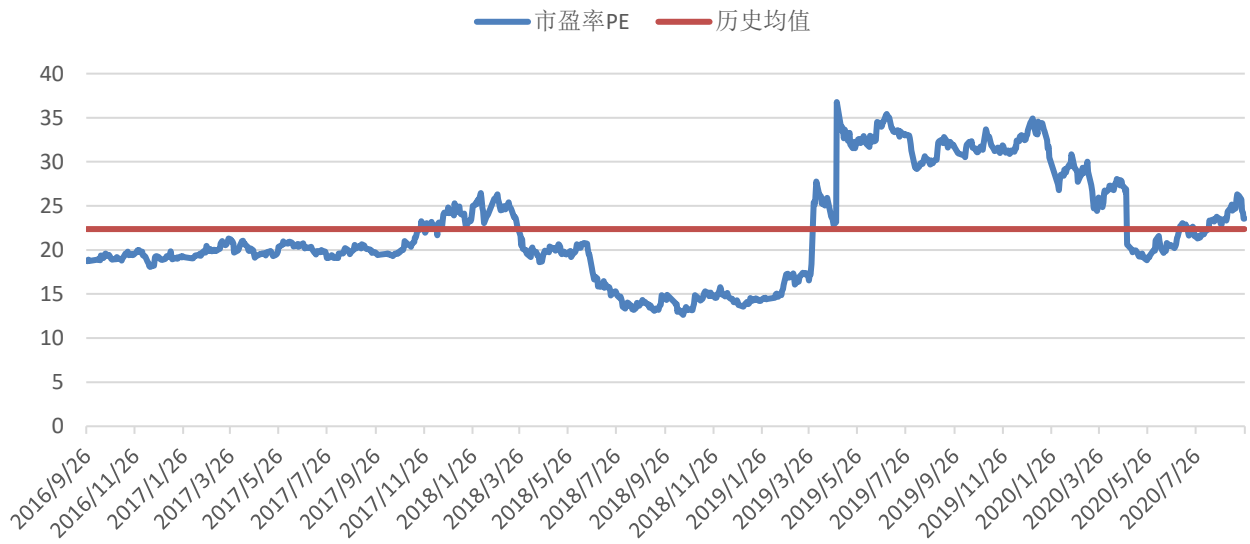
二是关注内线占比较高、业绩弹性大的大型航空公司：伴随旺季供需改善叠加油汇环境相对友好，盈利状况有望得到大幅改善。

推荐关注：1）典型低成本民营航空公司春秋航空；2）主营国内支线的华夏航空；3）国内航线占比较高的南方航空。

5.3 行业估值

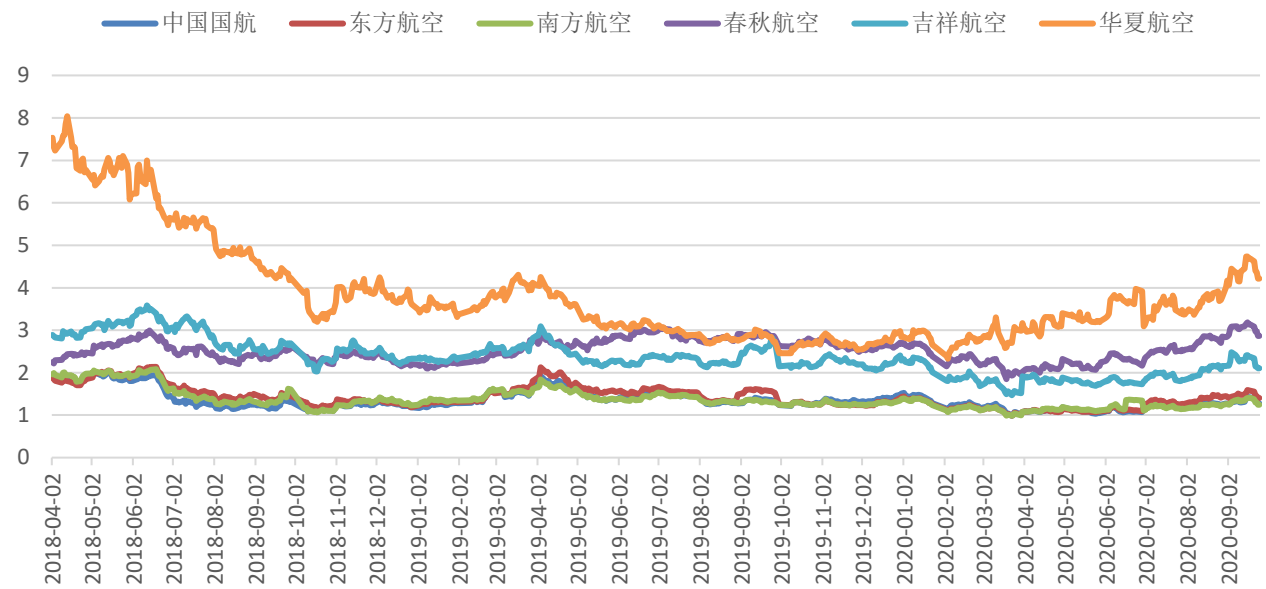
对比航空行业及成分股估值，目前处于历史中位，伴随客运量的逐步恢复，我们认为行业估值有望进一步提升。

图 37：航空行业估值



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：成分股市净率(PB)



数据来源：wind，山西证券研究所

5.4 重点标的

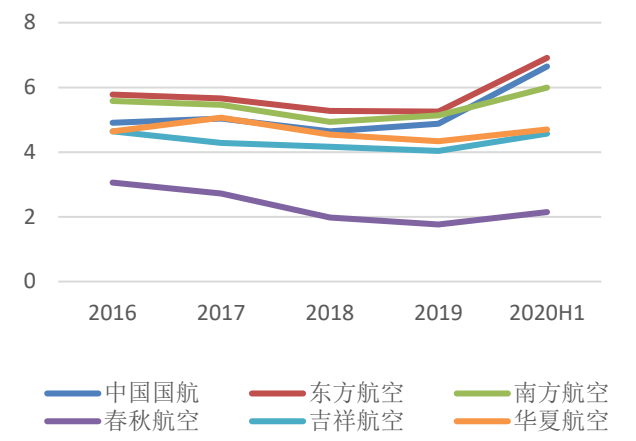
5.4.1 春秋航空（601021.SH）：低成本航空公司，运量恢复领跑行业

业绩回顾：2020 年上半年，公司完成旅客周转量 116.73 亿人公里，同比下降 38.79%，其中国内、国际、地区分别为 98.17 亿人公里、17.40 亿人公里、1.16 亿人公里，分别同比下降 21.95%、70.16%、82.46%。2020H1 公司实现营业收入 40.45 亿元，同比减少 43.42%；实现归母净利润-4.09 亿元，同比-147.84%。

投资逻辑：

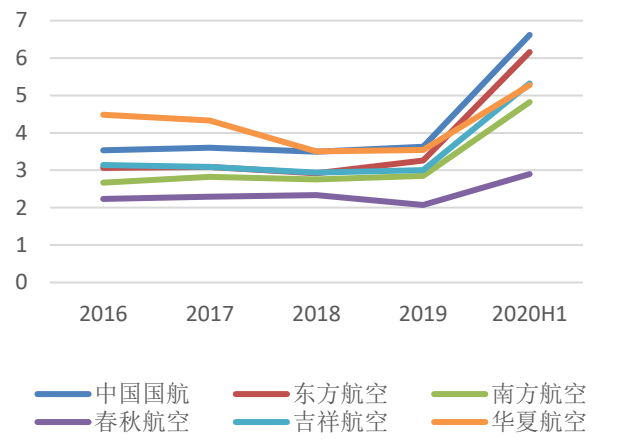
1.作为国内首家低成本航空公司，公司恪守“两单”、“两高”和“两低”的经营模式。“两单”即单一机型、单一仓位，公司全部采用空客 A320 机型、CFM56 发动机，只设经济舱，可用座位数比常规 A320 飞机高 15%-20%。如此便降低了飞机的使用成本、提高了飞机使用效率。“两高”即高客座率与高飞机日利用率，公司客座率始终保持国内领先，此外，通过利用延长时段飞行，提高飞机日利用率。“两低”即低销售费用和低管理费用，通过开展各类促销活动和电子商务直销的方式，同时最大限度利用第三方服务商在各地机场的资源，公司销售费用、管理费用远低于行业可比上市公司。

图 39：航空公司销售费率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 40：航空公司管理费率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

2.面对疫情冲击，公司发挥单一机型调配灵活的优势，将将较大比重国际运力撤回国内并投放在各重点战略发展基地，7 月、8 月 ASK 较去年同期大幅增长 37.3%和 50.3%。目前春秋航空已实现国内 RPK 同比转正，在国内旅客周转量带动下，整体 RPK 恢复近九成，领跑全行业。

3.受益于低成本经营模式，在特殊时期业绩受到冲击相对较小，上半年归母净亏损-4.09 亿元，对比 2019 年全年 18.38 亿元的归母净利润规模，我们认为公司盈利有望随着行业整体的回暖率先实现扭亏。

盈利预测：预测公司在 2020 年、2021 年每股收益分别为-0.58 元、2.26 元/股，对应 PE 分别为-78.23、19.91 倍，首次评级为“买入”。

5.4.2 华夏航空（002928.SZ）：支线细分行业龙头，未来盈利可期

业绩回顾：2020 年上半年，公司完成旅客周转量 30.36 亿人公里，同比下降 24.72%，其中国内、国际分别为 30.05 亿人公里、0.31 亿人公里，分别同比下降 24.33%、49.90%。2020H1 公司实现营业收入 19.84 亿元，同比减少 19.96%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比-94.15%。

投资逻辑:

1. 区别于干线航空的主要经营模式，公司立足于三、四线城市，与干线航空公司联合建立中国主要城市与三、四线城市之间的航空网络，提升干线到三、四线城市之间的客流量。相较于干线航空而言，我国的支线航空起步较晚，公司很早就切入当时尚处空白的支线领域，目前处于支线航空运输领先地位，未来发展空间巨大。

2.截至 6 月底，公司在飞航线 158 条，其中国内航线 155 条，国际航线 3 条，独飞航线 145 条，占公司航线比例 92%。一方面由于公司海外航线极少，因此受海外疫情影响很小；另一方面，公司独飞航线占比高，旅客出行相对为刚需，且由于国内疫情很快得到控制，华夏航空受到疫情带来的冲击程度最低，成为

上半年同行上市公司中唯一实现盈利的公司。下半年随着国内旅客出行逐渐常态化，公司盈利有望进一步增长。

盈利预测：预测公司在 2020 年、2021 年每股收益分别为 0.34 元、0.83 元/股，对应 PE 分别为 40.70、16.67 倍，首次评级为“买入”。

5.4.3 南方航空（600029.SH）：内线占比较高，业绩弹性大

业绩回顾：2020 年上半年，公司完成旅客周转量 578.59 亿人公里，同比下降 57.84%，其中国内、国际、地区分别为 472.75 亿人公里、104.00 亿人公里、1.84 亿人公里，分别同比下降 49.43%、75.20%、89.82%。2020H1 公司实现营业收入 389.64 亿元，同比减少 46.58%；实现归母净利润-81.74 亿元，同比-583.67%。

投资逻辑：南方航空是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司，公司旅客运输量连续 40 年居中国各航空公司之首，机队规模和旅客运输量位居亚洲第一、世界第三。2019 年国内地区客运收入占比达 73.74%，显著高于三大航中另外两家，国庆中秋“双节”国内 RPK 的恢复有望带动公司整体运量反弹。

盈利预测：预测公司在 2020 年、2021 年每股收益分别为-0.76 元、0.43 元/股，对应 PE 分别为-7.71、13.70 倍，首次评级为“买入”。

表 7：公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601021. SH	春秋航空	45. 01	2. 01	-0. 58	2. 26	22. 41	-78. 23	19. 91
002928. SZ	华夏航空	13. 78	0. 50	0. 34	0. 83	27. 81	40. 70	16. 67
600029. SH	南方航空	5. 83	0. 17	-0. 76	0. 43	33. 71	-7. 71	13. 70

注：基于 2020 年 9 月 29 日收盘价
资料来源：wind，山西证券研究所

6. 风险提示

1）疫苗落地进度不及预期；

2）海外疫情反复；

3）境外输入病例控制不力；

4）宏观经济下行；

5）油价上涨；

6）汇率大幅波动。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5～20%

中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336