

航空序列深度研究5：03年非典后航空复盘

华西证券交运行业首席分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522060002

2025年3月6日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

本篇报告主要观点

- **非典（疫情）后经济发展活力不同。**03-04年，一方面02年中国还在人口红利期、PC互联网的发展初期以及中国加入WTO的初期，另一方面非典持续时间较短，非典后的经济增长中枢甚至高于非典前；由于新冠疫情持续时间较长，以固定资产投资为例，疫情及疫情后增速中枢低于疫情前，最终23-24年GDP增长中枢低于疫情前。
- **不同的经济发展活力，导致非典（疫情）后航空出行需求恢复的速度不同。**03年航空出行需求受到明显影响的只有4-6月，7月开始恢复，8月增速基本恢复至正常水平；疫情后恢复速度较慢，19-24年航空客运周转量（RPK）复合增速仅2%，低于17-19年增长中枢。
- **飞机利用率与客座率提升是非典后航司盈利恢复的主导因子。**非典前，航空客运行业处于飞机较低利用率、低客座率的状态。由于非典持续时间较短，03年飞机引进并没有受到影响（03年增速甚至高于02年）。非典结束后，飞机日平均利用率的提升增加了额外的供给。由于这个阶段行业客座率还在较低水平，因此04年客公里收益同比略降（东航为例），飞机利用率与客座率提升推动航司盈利恢复。
- **我们判断未来航司盈利恢复最有可能的主导因子是票价（取决于经济发展预期）：**疫情前，航空处于飞机较高利用率、高客座率的状态。由于疫情持续时间较长，飞机引进受到明显影响（以三大航为例）。尽管疫情后航空需求恢复的较慢，但24年飞机利用率、正班客座率均已恢复到较高水平。
- **投资建议：**我们认为经济预期变化是牵动25年航空基本面预期的第一因子，同时当下弱现实仍有机会推动航司继续下调飞机的引进计划（增强行业供给端逻辑）。我们期待宏观政策落地对商旅、因私出行需求的提振，进而带来航空板块业绩弹性。受益公司包括中国国航（H/A）、南方航空（H/A）、中国东航（H/A）、春秋航空、吉祥航空、海航控股、中国民航信息网络等。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。

目录

contents

- 01 宏观回顾：非典没有显著影响经济景气度
- 02 航司经营：票价稳中有降与客座率持续提升
- 03 股价复盘：04年油价持续上涨降低景气高度
- 04 复盘总结：对当下航空市场的启示
- 05 投资建议及风险提示

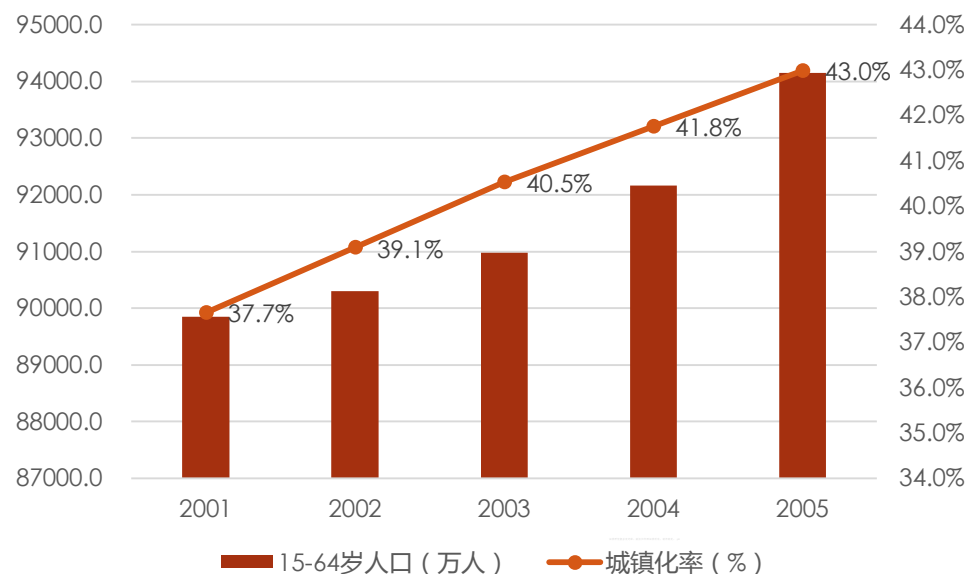
1

宏观回顾：非典没有显著影响经济景气度

1.1 经济总量：内外部环境共同推动经济持续高增长

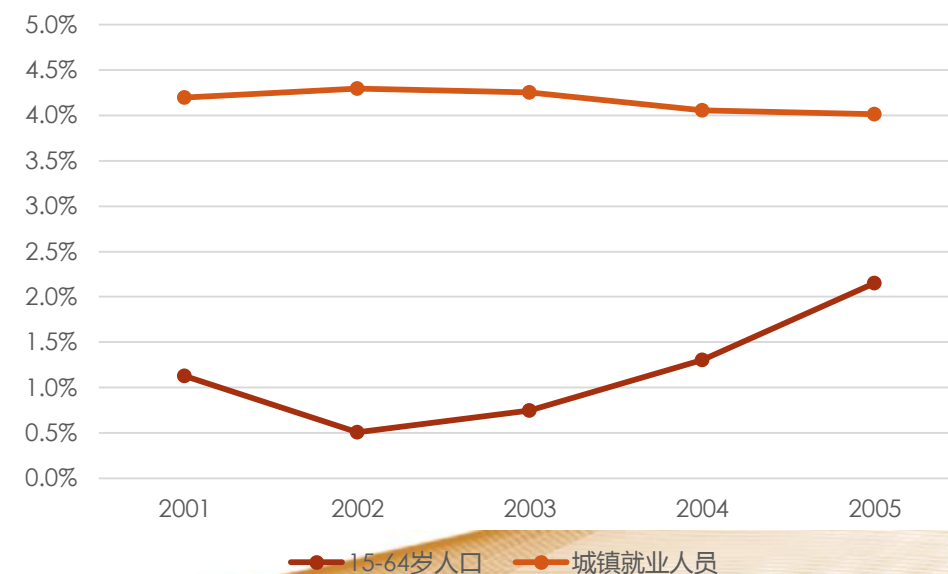
- 第一，劳动人口是经济增长重要要素之一，15-64岁总人口增长与城镇化率提升共同推动此阶段劳动总人口增长：
- ①以15-64岁总人口为例，03、04年分别同比增长0.7%、1.3%，均快于02年的同比增速（0.5%）。
- ②城市化率提升推动城镇就业人口更快的增长，03、04年城镇就业人口分别同比增长4.3%、4.1%。基于城镇更好的基础设施，我们认为城镇就业人员具备更高的生产效率。

图表：01-05年15-64岁人口及同期城镇化率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：01-05年15-64岁人口及城镇就业人员数量同比增速变化趋势 (%)

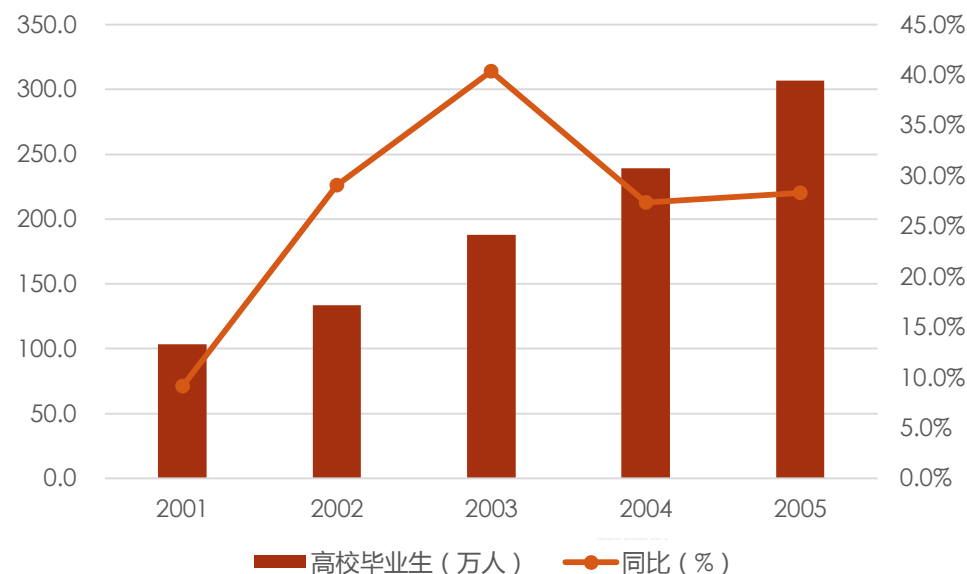


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 经济总量：内外部环境共同推动经济持续高增长

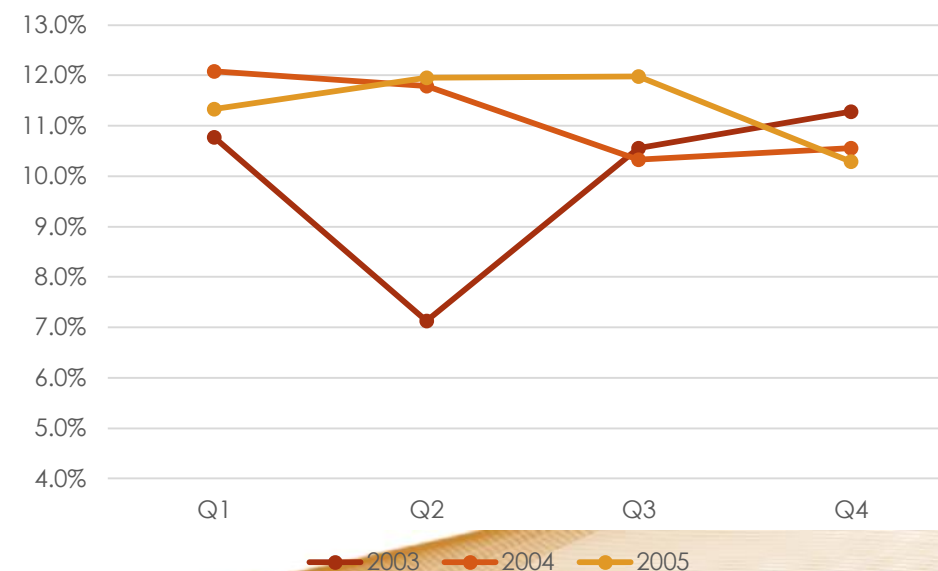
- 高等教育开始大众化也在提升这一阶段劳动人口的质量：
- ①以普通高校应届毕业生数量为例，01年突破100万人，01-05年复合增速达31.2%，高校在持续输送高质量的就业人员。
- ②我们认为这一阶段较高的劳动报酬增长也在对劳动者内在积极性形成正反馈。以城镇居民人均可支配收入为例，03-05年单季增速均在10%以上（03Q2受非典影响）。

图表：01-05年普通高校应届毕业生数量及同比增速变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：03-05年单季度城镇居民人均可支配收入同比增速变化趋势 (%)

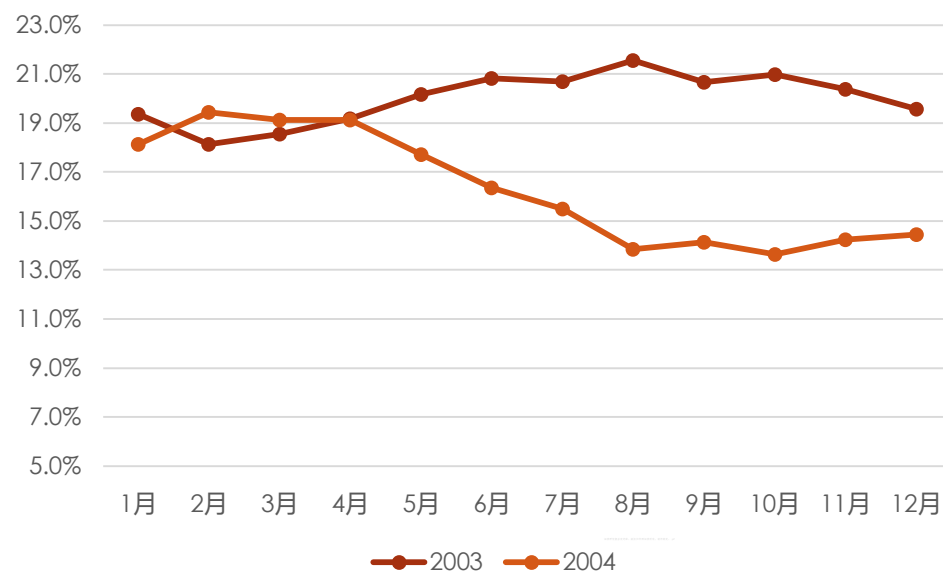


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 经济总量：内外部环境共同推动经济持续高增长

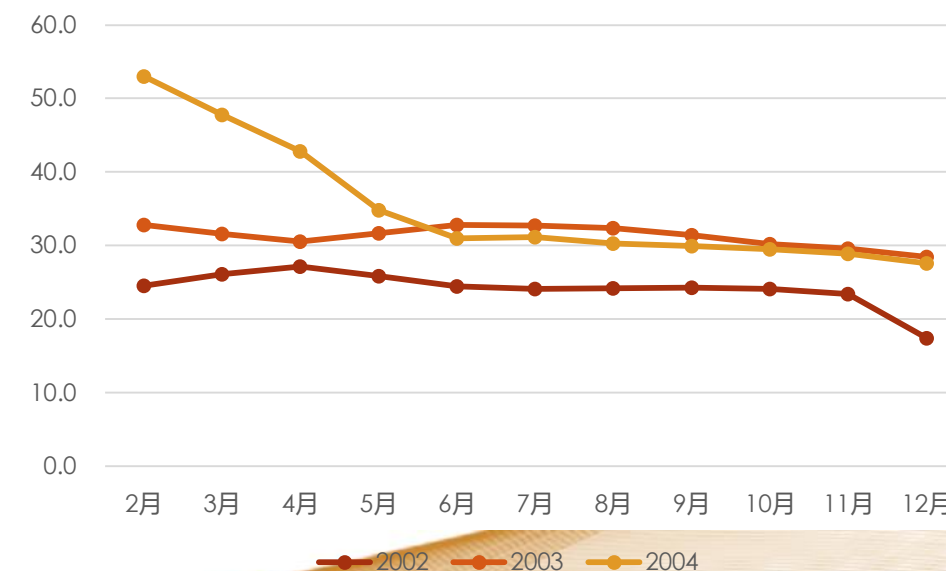
- 第二，资本是经济增长重要要素之二，这一阶段较为宽松的货币政策也在间接提高企业资本开支意愿：
- ①以M2为例，03年底超过22万亿元，同比增长19.6%（同期现价GDP同比增长13%）。
- ②以固定资产投资完成额为例，03、04年分别同比增长28.4%、27.6%，意味着这一阶段制造业、基建和地产等行业保持较强的资本开支力度。

图表：03-04年当月M2同比增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：02-04年固定资产累计投资同比增速变化趋势（%）

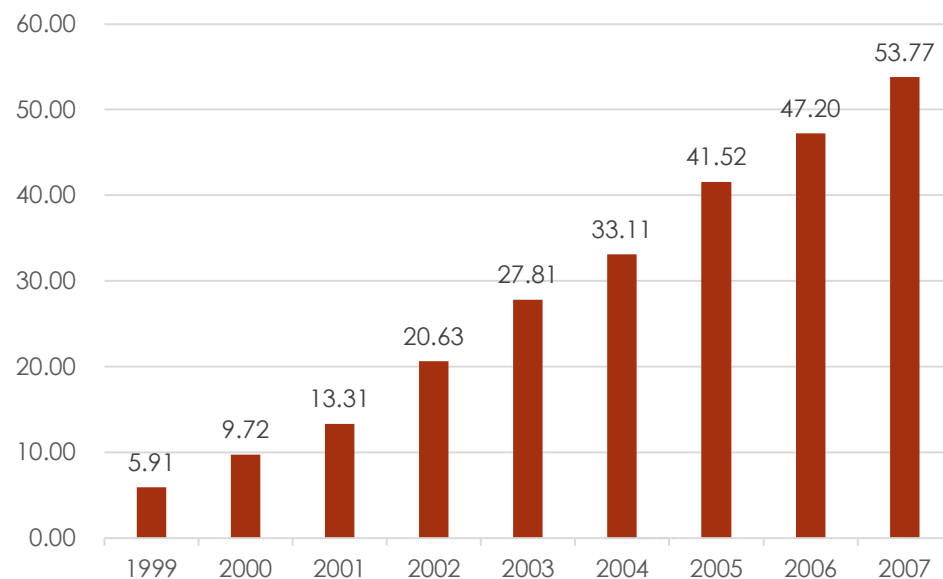


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 经济总量：内外部环境共同推动经济持续高增长

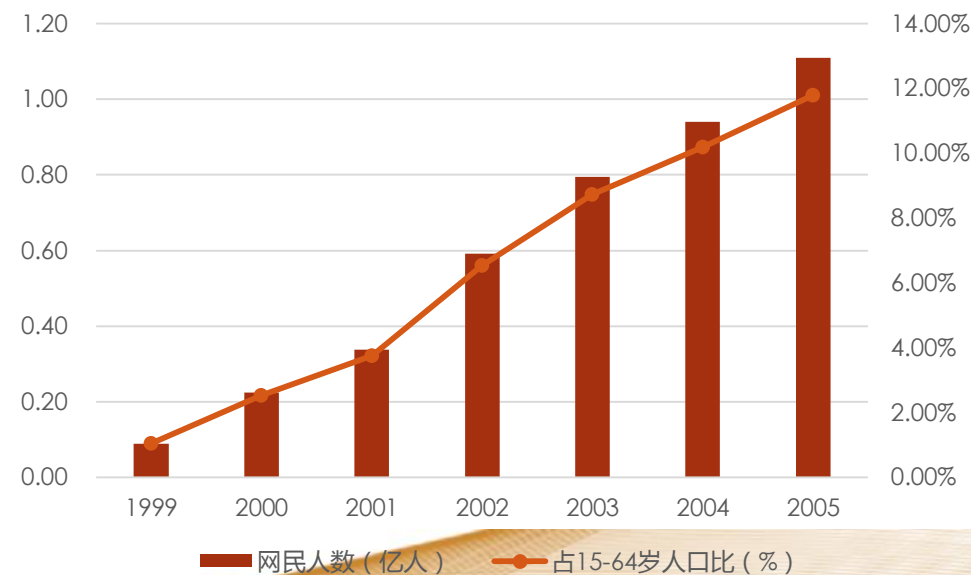
- 第三，生产率是经济增长重要要素之三，这一阶段已经开始逐步进入PC互联网的红利期：
- ①以城镇居民百户家用电脑拥有量为例，03年底达到33.11台，07年底超过50台。
- ②互联网设施的完善推动这一阶段网民数量的增长。03年底网民数量达0.8亿人，同比增长34.5%。05年网民数量突破1亿人，占同期15-64岁人口比为11.8%。

图表：99-07年城镇居民百户家用电脑拥有量变化趋势（台）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：99-05年网民人数及占15-64岁人口比的变化趋势

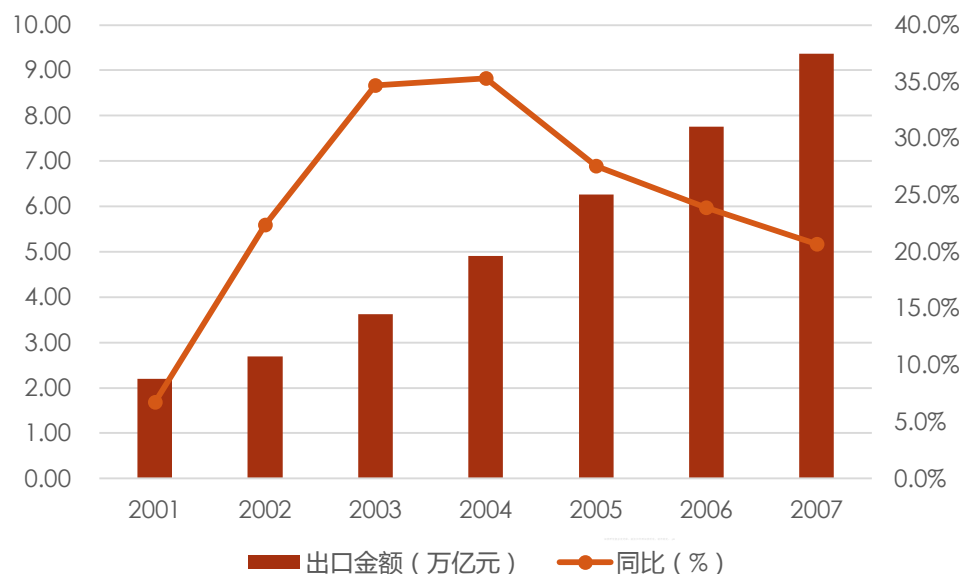


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 经济总量：内外部环境共同推动经济持续高增长

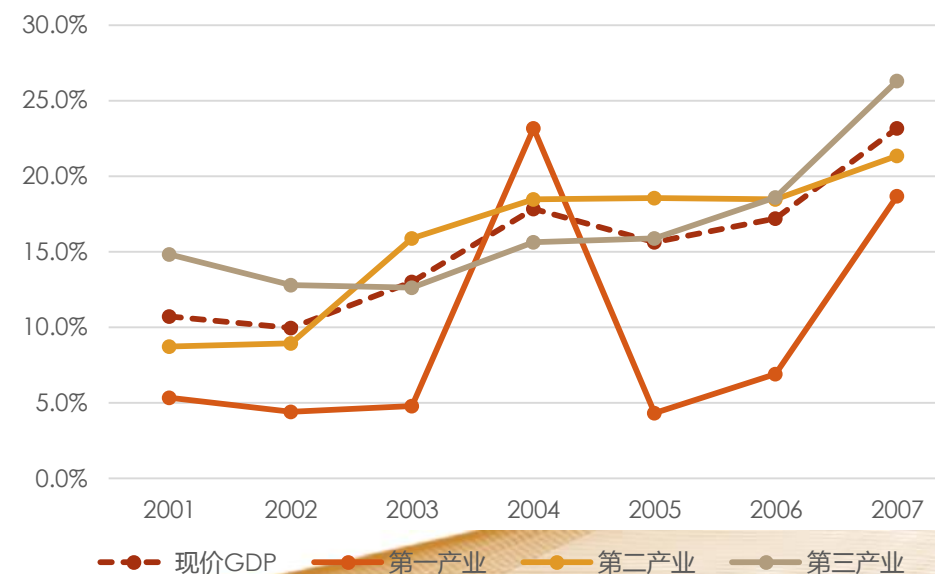
- 第四，我国01年12月正式加入WTO，出口开始成为我国经济增长重要动力：
- ①以出口金额（以人民币计）为例，01年底加入WTO后，02年增速明显提升（相较01年），03年达到3.63万亿元，同比增长34.7%，占同期现价GDP比达到26%。
- ②以三大产业现价GDP为例，第二产业现价GDP增速从03年开始超过第一、第三产业，成为经济总量增长的最重要动力（04年第一产业现价GDP增速较高，有03年基数的原因）。

图表：01-07年中国出口金额及同比增速变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：01-07年中国现价GDP、第一产业现价GDP等同比增速变化趋势 (%)

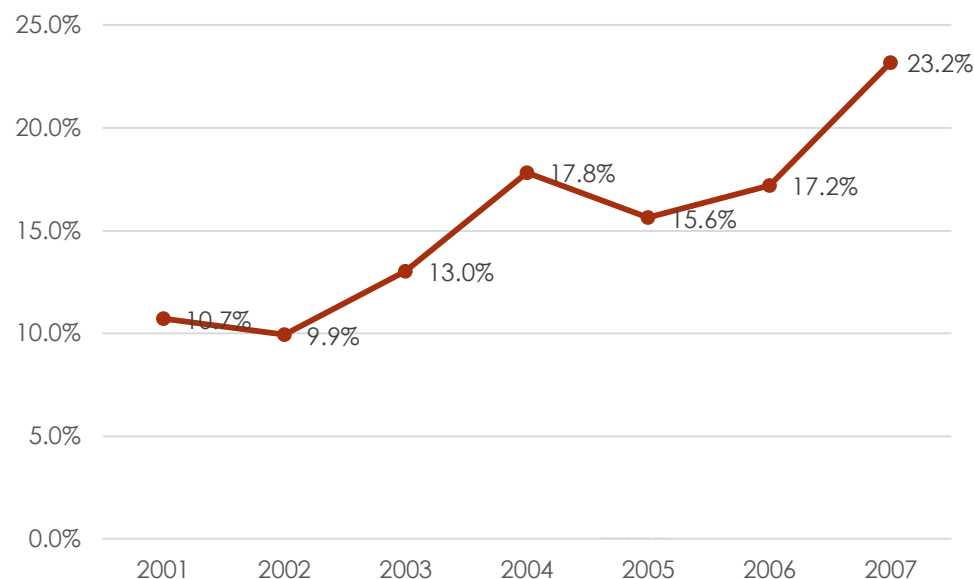


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 经济总量：内外部环境共同推动经济持续高增长

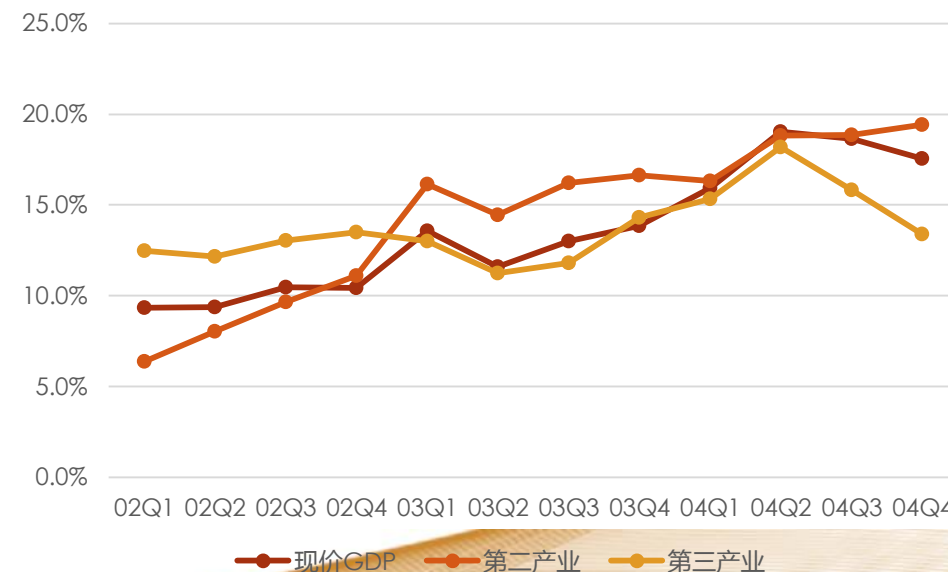
- 在内外环境的正向影响下，这一阶段中国经济总量保持较快的增长：
- ①以年度为单位，03年现价GDP达到13.9万亿元，同比增长13.0%，增速相较02年提升4.1个百分点。以02年为基数，02-04年两年复合增速为15.4%。
- ②以季度为单位，03Q2、03Q3受到非典影响，当季GDP增速相较03Q1略有下降。从结构看，03年第二产业、第三产业现价GDP占比分别为45%、43%，这两个产业GDP增速在非典期间并没明显下降。

图表：01-07年现价GDP同比增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：02-04年单季度现价GDP同比增速变化趋势（%）

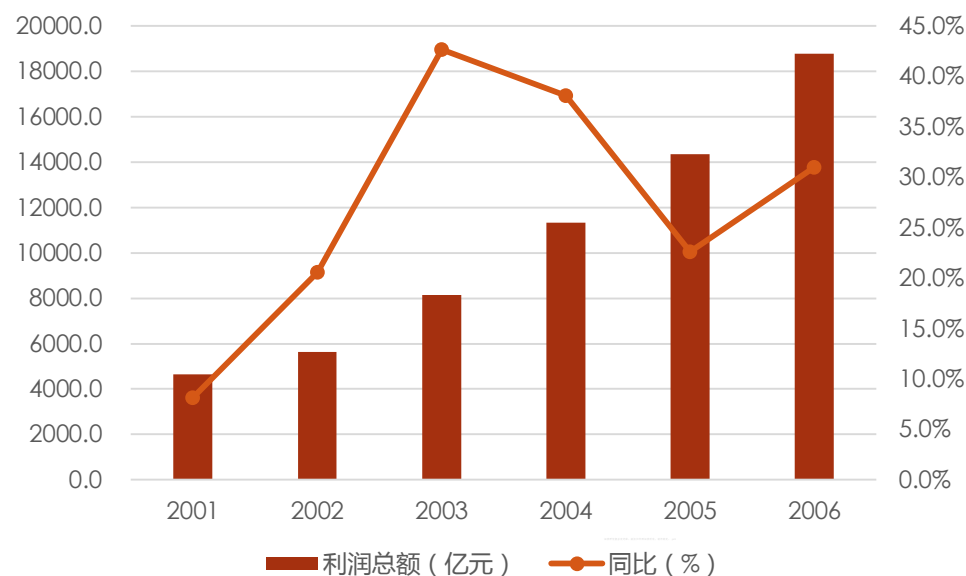


资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 企业角度：企业盈利好推动差旅出行需求的增长

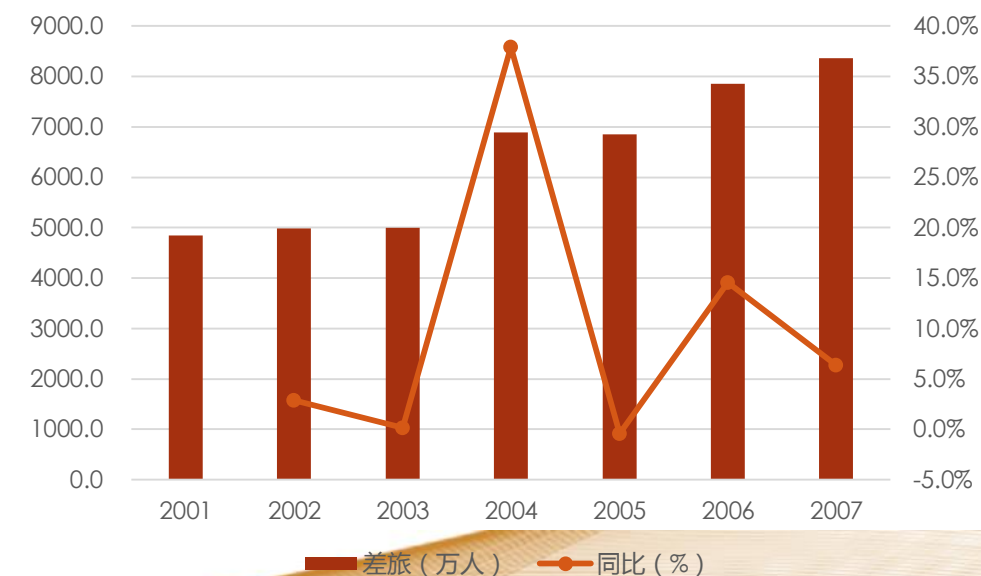
- 以规模以上工业企业为例，03年利润总额为8152.4亿元，同比增长42.7%。此外，02-06年利润总额增速始终保持在20%以上的较高增长状态，03年非典并没有对工业企业盈利构成明显影响。
- 企业较好的盈利状态推动差旅需求的增长（同时互联网的发展也会影响一部分实际差旅需求，逻辑与合同、发票、函证电子化对顺丰时效快递影响类似），以02年为基数，02-04年两年航空差旅需求复合增速达17.5%。

图表：01-06年规模以上工业企业利润总额及同比增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：01-07年航空差旅人次及同比增速变化趋势（%）

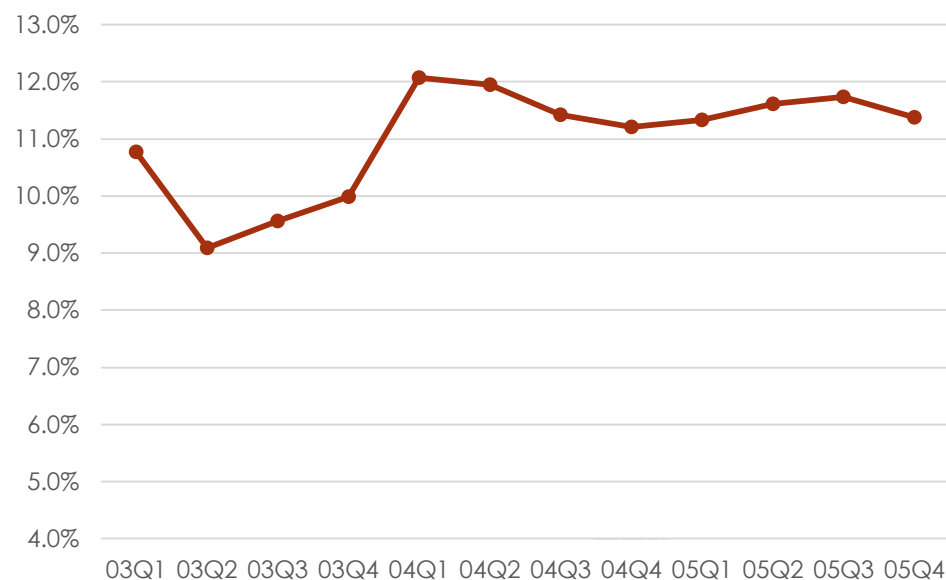


资料来源：CAAC，华西证券研究所

1.3 个人角度：较好的就业环境推动因私出行需求增长

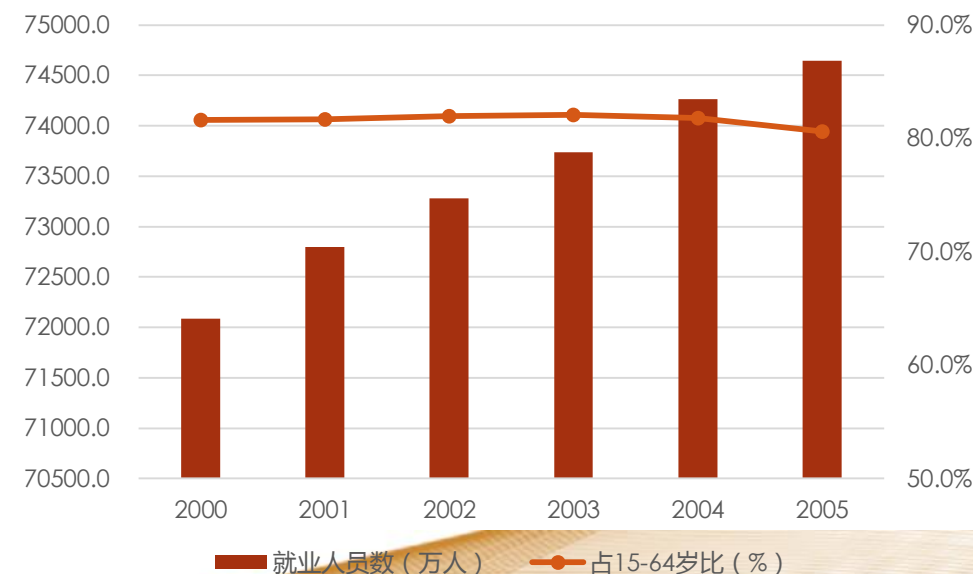
- 这一阶段企业较好的盈利状态，进而为个人提供了高质量的就业环境：
- ①持续高增长的收入。以城镇居民季度累计人均可支配收入增速为例，03Q2、03Q3增速相较03Q1小幅下降，但03Q3即开始环比修复，此后增速始终在10%以上（03-05年）。
- ②良好的就业稳定性。以当年就业人员数及占15-64岁比（剔除同期高校在校学生）为例，00-05年稳定在80%左右。

图表：03-05年城镇居民季度累计人均可支配收入同比增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：00-05年就业人员数及占15-64岁比（剔除同期高校在校学生）变化趋势

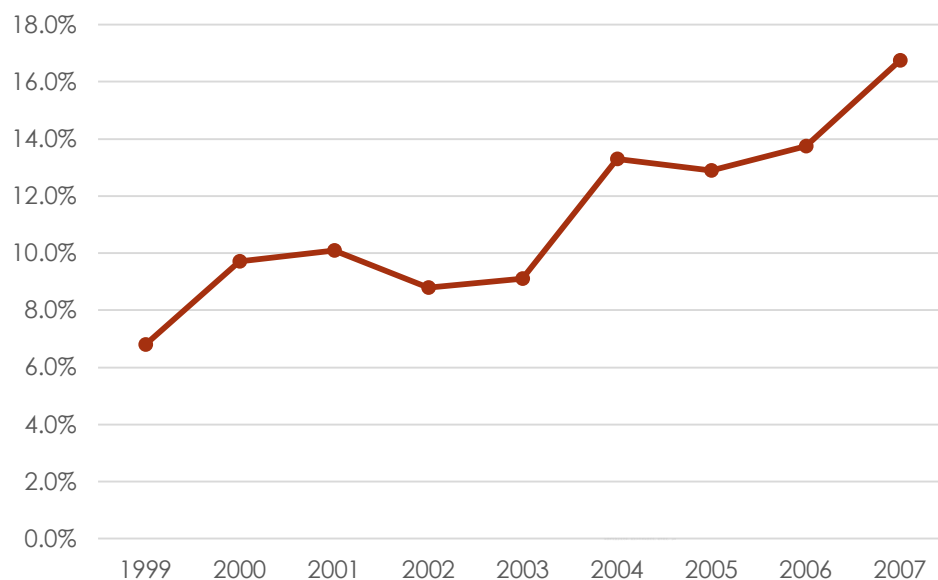


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3 个人角度：较好的就业环境推动因私出行需求增长

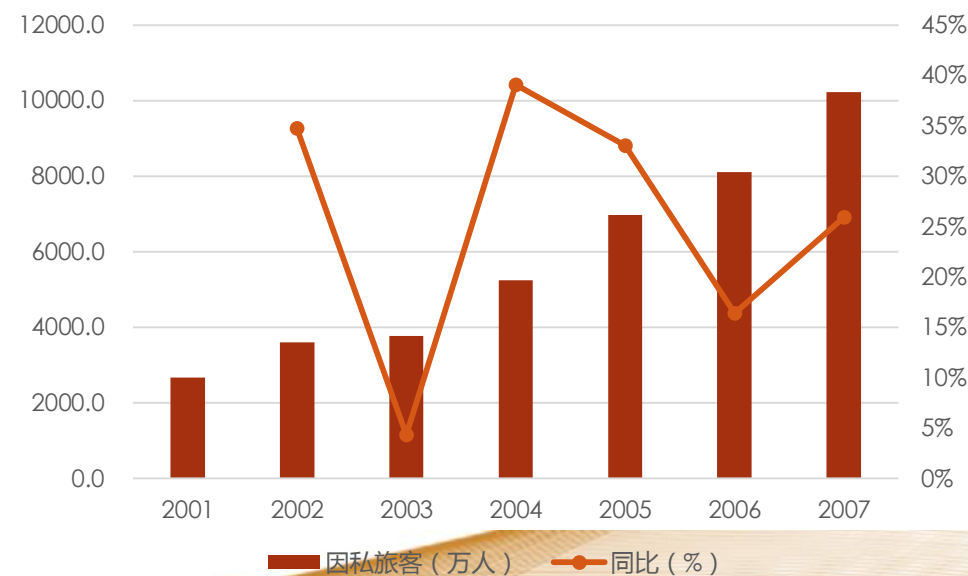
- 持续增长的收入以及良好的就业稳定，既提供了消费者购买的基础，也同时促进消费倾向的提升。04年社零同比增长13.3%（高于过去5年）的基础上，05年同比增长12.9%。
- 航空出行作为可选消费，在这个阶段的需求弹性明显高于消费整体情况。以02年为基数，02-04年两年航空因私（包括探亲与旅游）出行需求复合增速达20.5%。

图表：99-07年社会消费品零售额同比增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：01-07年航空因私出行人次及同比增速变化趋势（%）



资料来源：CAAC，华西证券研究所

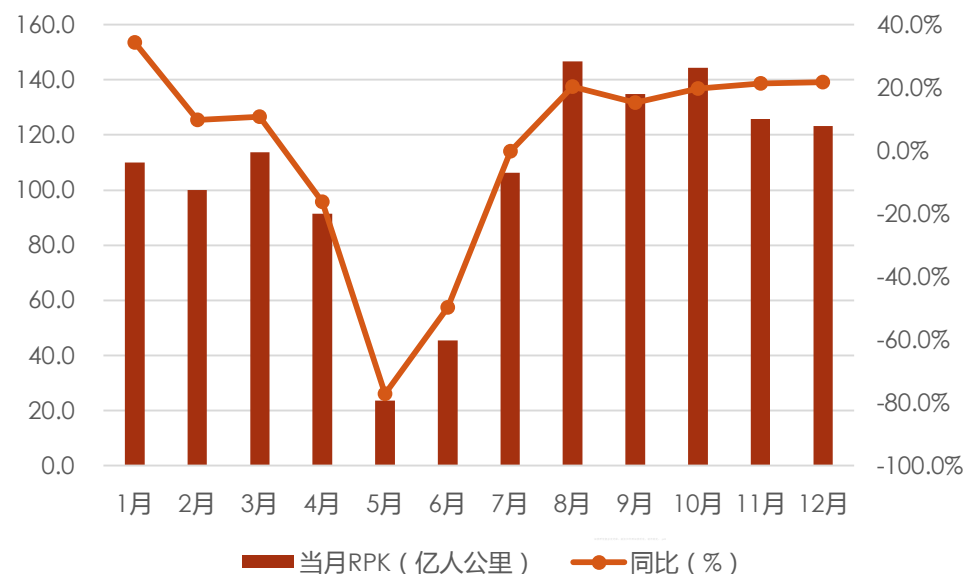
2

航司经营：票价稳中有降与客座率持续提升

2.1 航司经营：非典并没有影响航司机队建设的节奏

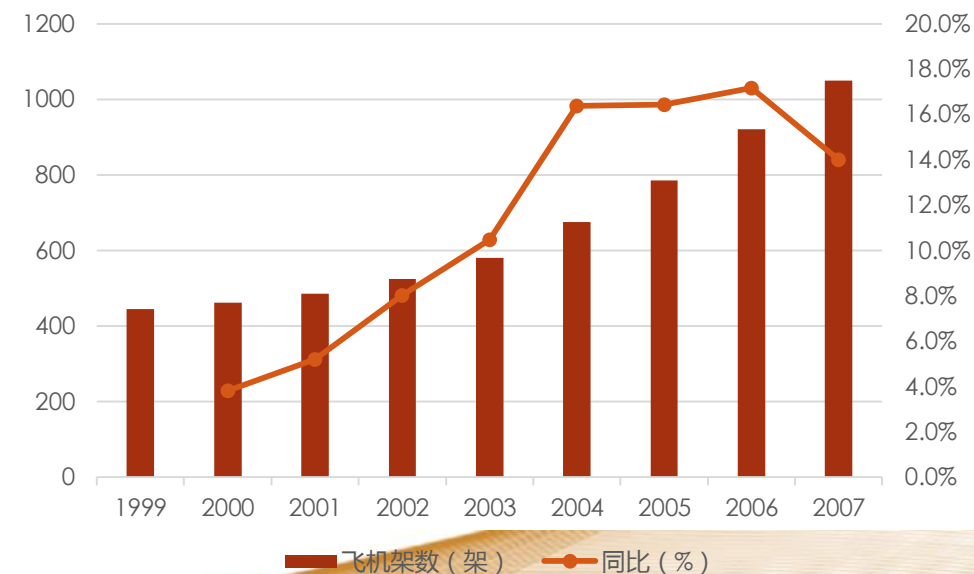
- 非典期间，航空出行需求受到明显影响。03年5月航空总体出行需求只有02年同期的23%，但03年6月24日随着世界卫生组织宣布北京的非典型肺炎疫情明显缓和，并解除对北京的旅行警告，03年7月航空出行需求开始恢复，8月行业增速基本恢复至非典前的水平。考虑航空的特征，4-6月航司盈利受到明显冲击。
- 由于非典持续时间较短，外加这一阶段较好的宏观预期，非典并没有影响03年航空公司机队建设的节奏。以民用大中型运输飞机为例，03年底580架、同比增长10.5%，增速甚至高于99-02年这几年。

图表：03年当月航空RPK以及同比增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：99-07年民用大中型运输飞机架数及同比增速变化趋势

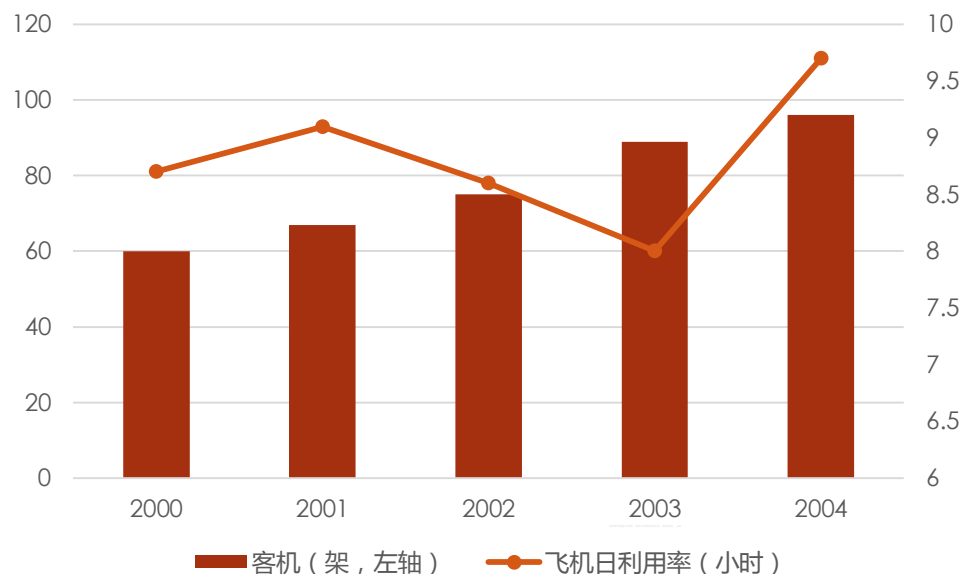


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.2 运力投放：航司对需求预期是关键影响因子

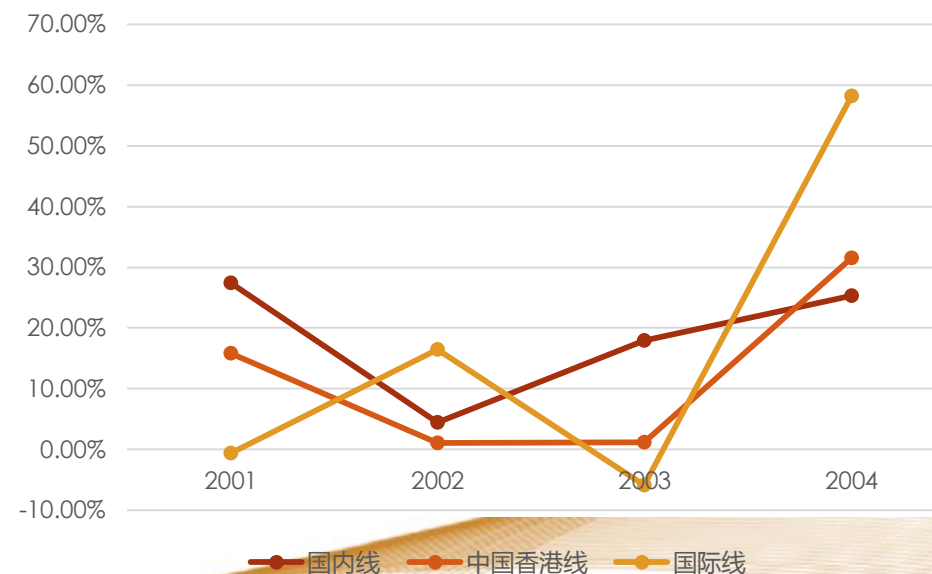
- 以东方航空为例，其有效运力供给取决于飞机数量与飞机利用率：
- ①03年非典并没有改变东航对行业长期的预期，因此03年东航100座以上喷气式客机从75架增加至89架，增幅达18.7%。但03年非典对短期需求造成较大影响，东航出于短期客座率与票价的考虑，飞机日平均利用率从8.6小时降至8小时。
- ②03年非典结束后，当年8月航空出行需求增速基本恢复至非典前的水平。这个阶段良好的经济预期、以及对非典期间积累需求释放的期待，东航将当年飞机日平均利用率从8小时提升至9.7小时。

图表：00-04年东航航空客机数量及飞机平均日利用率变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：01-04年东方航空不同航线客运能力的同比增速情况 (%)

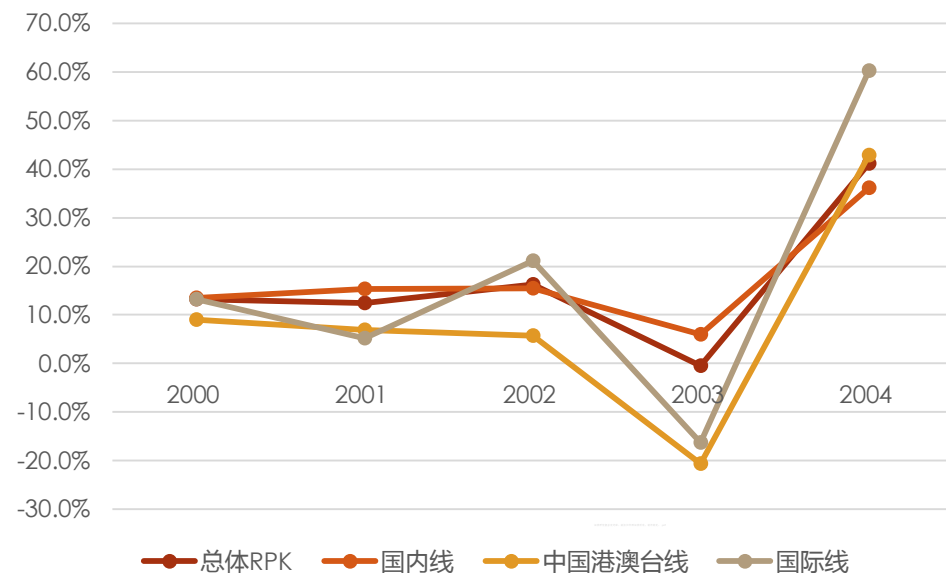


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2 运力投放：航司对需求预期是关键影响因子

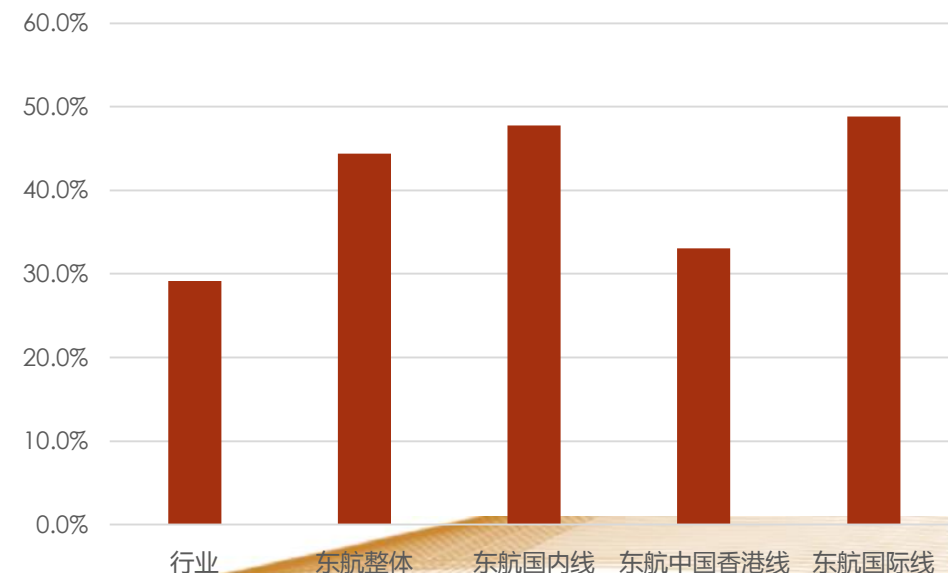
- ①03年非典对国际线需求冲击明显大于国内线，航司同步降低国际线运力的投放（比如03年东航国际线客运能力同比下降5.92%）。非典结束后，国际线进入恢复式增长，04年航司在国际线运力投放增速快于国内线。
- ②按照当年正班客座率与RPK推算行业ASK，04年行业ASK相较02年增长29.2%。按照飞机架次与平均日利用率的变化幅度推算东航ASK的变化，其04年测算ASK相较02年增长44.4%。

图表：00-04年航空总体及分航线RPK同比增速变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：04年相较02年客运能力累计增幅情况（%）

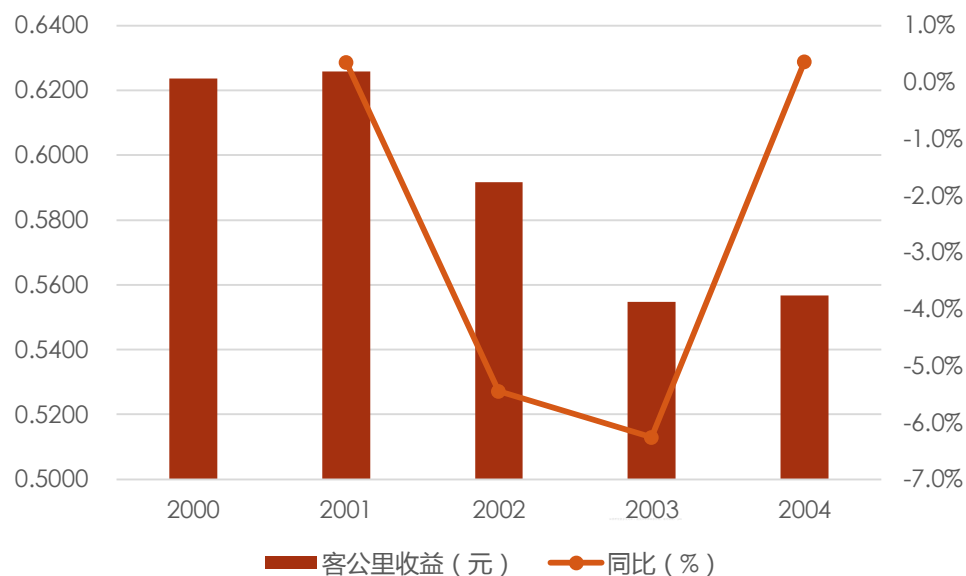


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 客座率：需求环境是主因，票价是次因

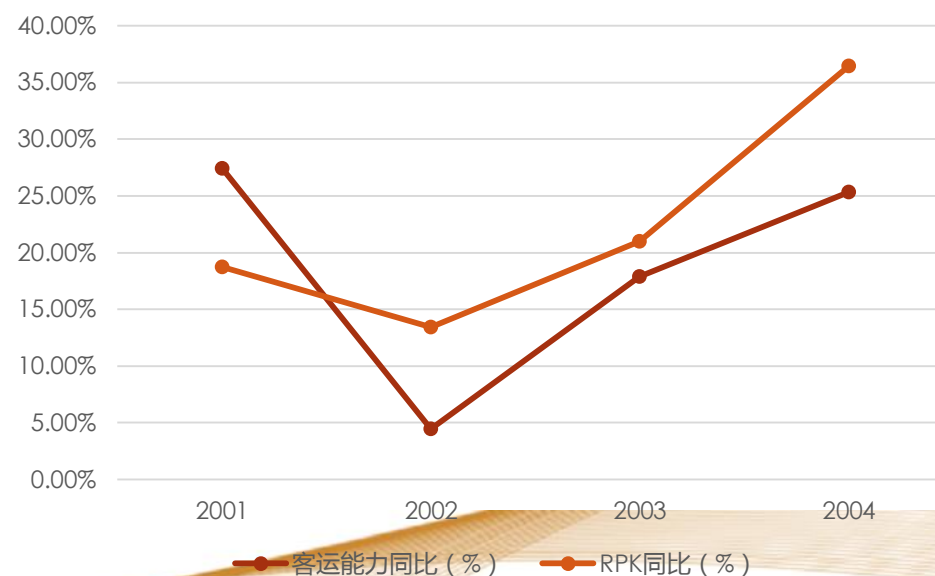
- 以东方航空的国内线为例：①01年采取偏乐观的策略（客运能力增长27.4%，客公里收益略增0.4%），客座率明显下降（客运能力增速高于RPK增速8.7个百分点）。02年采取偏保守的策略（客运能力增速4.45%，客公里收益下降5.4%），客座率明显提升（RPK增速高于客运能力增速9个百分点）。
- ②04年整体偏乐观的策略（客运能力增长25.3%，客公里收益略增0.4%），客座率明显提升（RPK增速高于客运能力增速11.15个百分点），我们认为良好的需求环境是04年东航国内线客座率提升的主因。

图表：00-04年东方航空国内线客公里收益及变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：01-04年东方航空在国内线运力投放及RPK增速情况 (%)

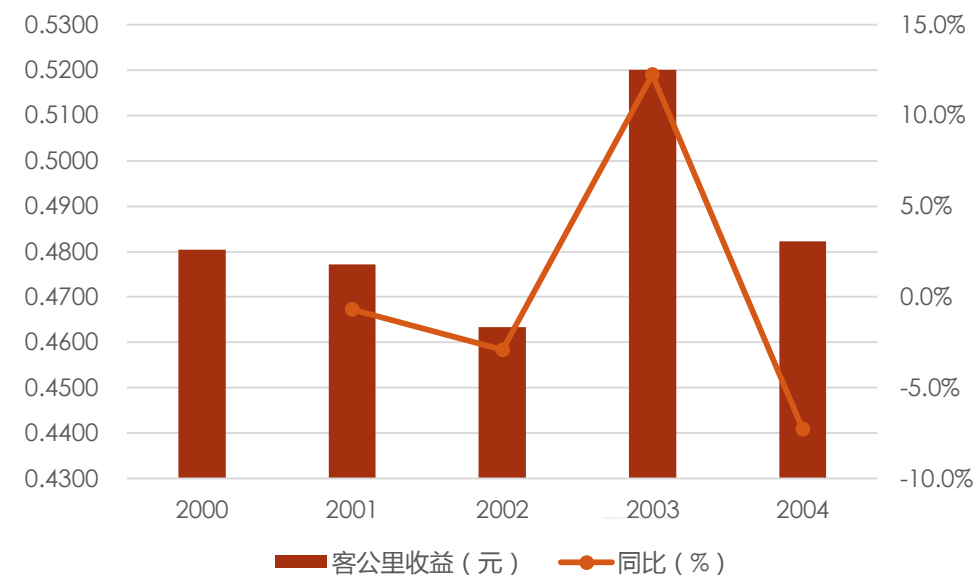


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 客座率：需求环境是主因，票价是次因

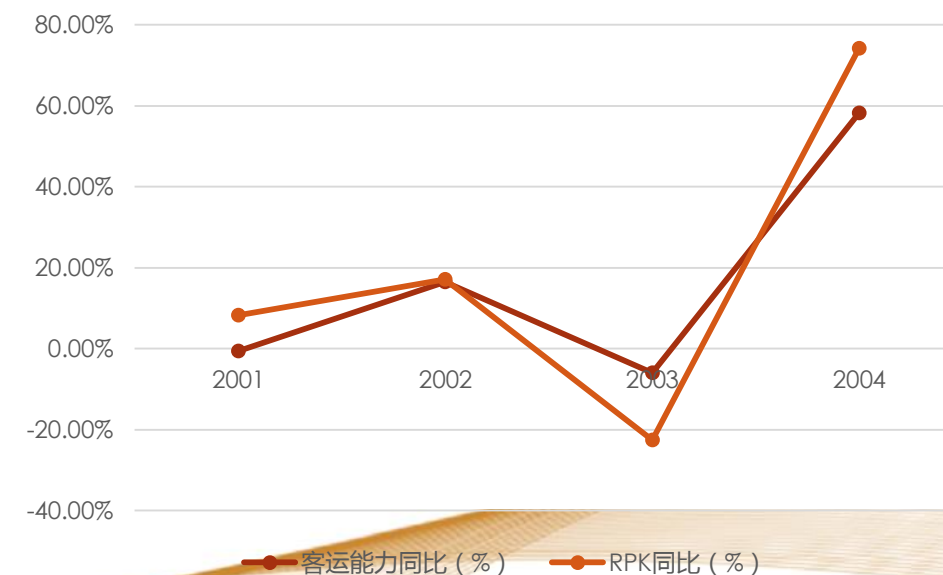
- 以东方航空的国际线为例：①03年非典对国际线需求的影响大于国内线，但东航采取的是缩减运力投放（全年国际线客运能力下降5.92%）、挺价（全年国际线客公里收益增长12.2%）的策略，上涨的票价抑制部分需求，使得03年东航国际线客座率大幅度下降（客运能力增速高于RPK增速16.7个百分点）。
- ②基于国际线恢复增长的预期，04年东航在国际线采取运力投放乐观（客运能力增长58.2%）、票价略保守（客公里收益下降7.3%）的策略，03年东航国际线客座率提升幅度大于国内线（RPK增速高于客运能力增速15.9个百分点）。

图表：00-04年东方航空国际线客公里收益及变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：01-04年东方航空在国际线运力投放及RPK增速情况 (%)

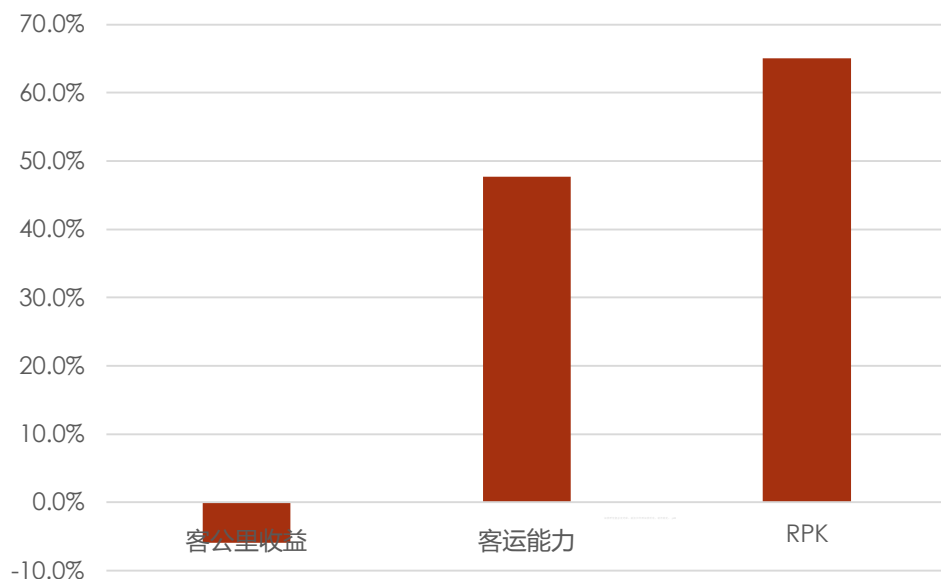


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 客座率：需求环境是主因，票价是次因

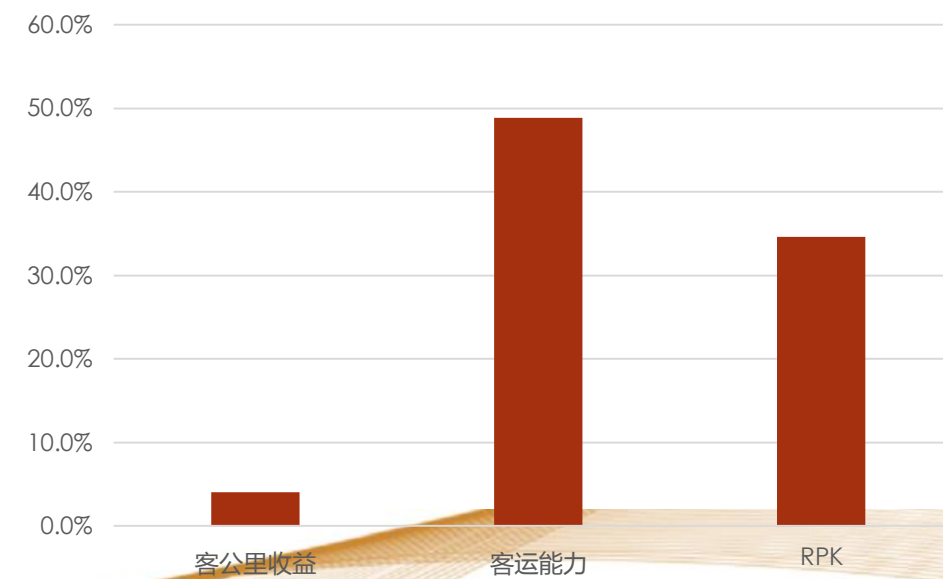
- 计算04年相较02年变化，我们能够看到在同样需求环境下，不同票价策略带来的不同客座率结果：
- ①以东方航空国内线为例，相较02年，运力投放（客运能力）增长47.7%、票价（客公里收益）下降5.9%，客座率明显提升（ RPK增幅高于客运能力增幅17.3个百分点）。
- ②以东方航空国际线为例，相较02年，运力投放（客运能力）增长48.8%、票价（客公里收益）上涨4.1%，客座率有所下降（客运能力增幅高于RPK增幅14.2个百分点）（暂未考虑地缘政治等对国际线需求的影响）。

图表：东方航空04年国内线RPK等相较02年增幅情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：东方航空04年国际线RPK等相较02年增幅情况（%）

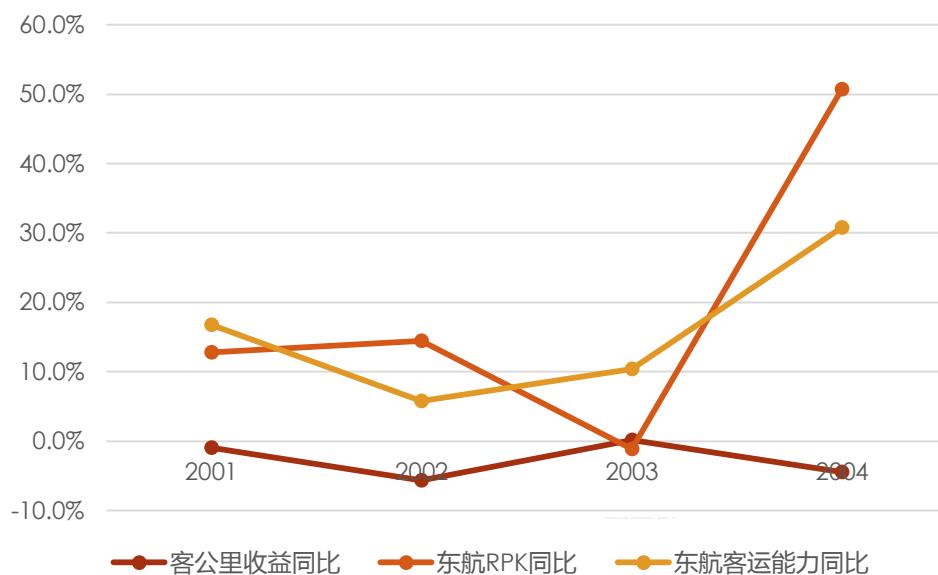


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3 客座率：需求环境是主因，票价是次因

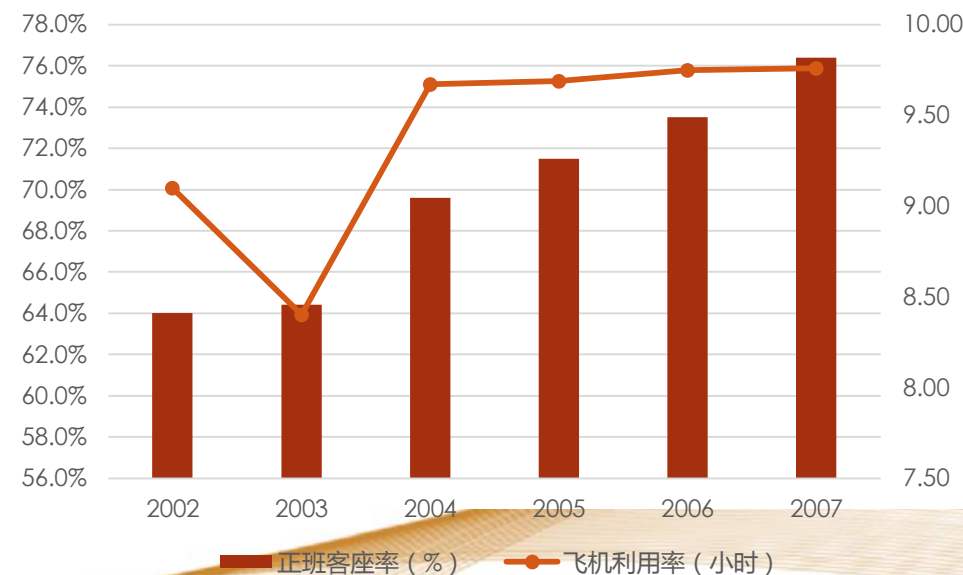
- ①以东方航空为例，综合客公里收益包含航线结构的变化与单一航线票价的变化。02年、04年客公里收益分别同比下降5.7%、4.5%，但两年需求增速超过供给增速的幅度分别为8.6%、19.9%。我们认为相似价格降幅带来不同供需关系的差异，背后的主因是需求环境的差异，04年宏观需求环境比02年更好。
- ②以行业为例，04年客座率、平均飞机日利用率，相较02、03年均有较大幅度提升，二者对航司利润表而言，意味着座公里收益的提升、单位ASK飞机持有成本的下降，而这两部分成为04年航司盈利大幅改善的主要因子。

图表：01-04年东方航空客公里收益等同比增速变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：02-07年行业正班客座率、平均飞机日利用率变化趋势



资料来源：CAAC，华西证券研究所

2.4 03-04年航司经营结果（以东航为例）

- ①03年产能利用率（飞机利用率、客座率）下降导致大额亏损。03上半年非典导致全年角度客运收入基本没有增长，但机队正常扩张带来刚性成本的上涨，03年归母净利润亏损8.26亿元（03Q2亏损12.5亿元）。
- ②04年产能利用率（飞机利用率、客座率）上升带来盈利大幅改善。客座率、平均飞机日利用率，相较02、03年均有较大幅度提升，二者对航司利润表而言，意味着座公里收益的提升、单位ASK飞机持有成本的下降。04年国内与国际航空煤油平均价格同比上涨24.4%、30.6%，如果剔除油价上涨的影响，04年东航归母净利润将达到12.9-14.8亿元。

图表：00-04年东方航空主要经营结果

	客机情况（架）		收入情况（亿元）			RPK（亿人公里）、客公里收益（元）				盈利情况（亿元）	
	架数	同比（%）	营业收入	客运收入	同比（%）	RPK	同比（%）	客公里收益	同比（%）	归母净利润	同比（%）
2000	60		118.22	86.43		141.06		0.6127		0.2	
2001	67	11.7%	128.39	96.59	11.8%	159.11	12.8%	0.6071	-0.9%	1.33	
2002	75	11.9%	133.91	104.27	8.0%	182.07	14.4%	0.5727	-5.7%	1.24	
2003	89	18.7%	139.99	103.3	-0.9%	180.03	-1.1%	0.5738	0.2%	-8.26	
2004	96	7.9%	198.93	148.72	44.0%	271.36	50.7%	0.5481	-4.5%	5.36	

资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

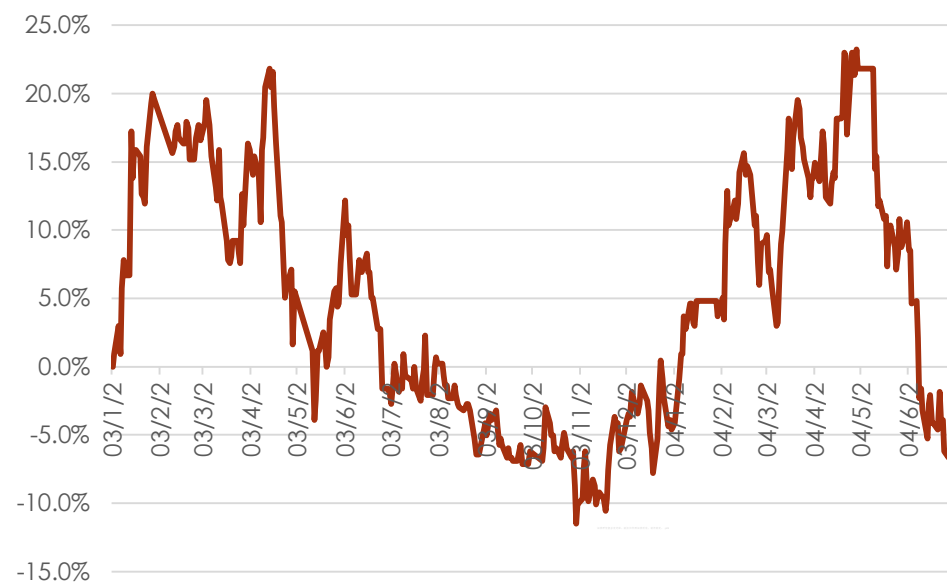
3

股价复盘：04年油价持续上涨降低景气高度

3.1 我们认为A/H股估值差异是区间累计涨幅差异的主因

- ①以中国东航A股为例，03年4月16日-03年10月30日期间累计跌幅为27.2%，03年10月31日-04年4月29日期间累计涨幅为39.2%。
- ②以中国东航H股为例，03年1月21日-03年4月25日期间累计跌幅为35.7%，03年4月26日-04年2月20日期间累计涨幅为147.3%。

图表：03年初以来中国东航A股累计涨幅变化趋势(%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：03年初以来中国东航H股累计涨幅变化趋势(%)



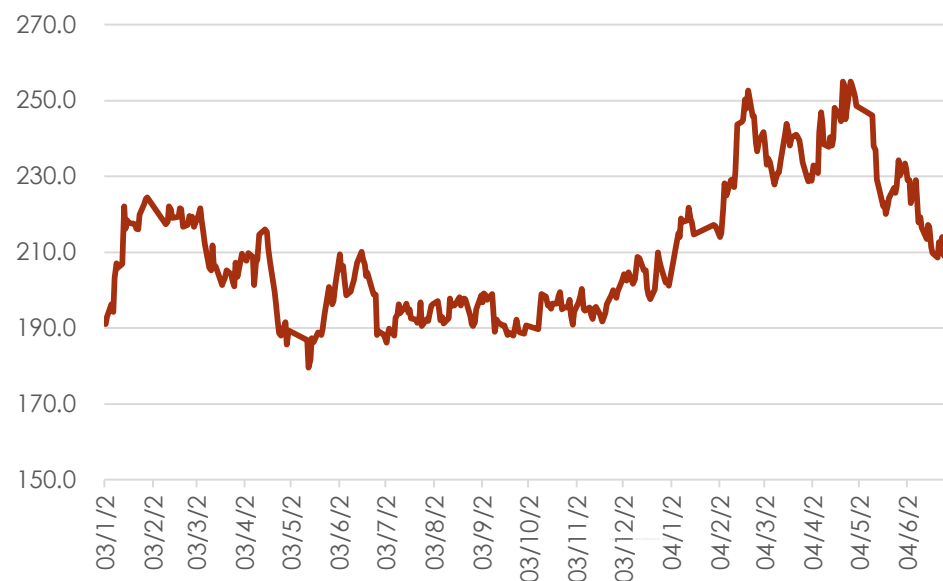
资料来源：wind，华西证券研究所



3.1 我们认为A/H股估值差异是区间累计涨幅差异的主因

- 如果从事前预期的角度，04年航空煤油均价与03年持平的假设是一个较为合理的假设，剔除油价上涨后的东方航空04年归母净利润12.9-14.8亿元则是一个相对客观的假设。按照04年4月底的市值计算，当年的PE倍数为17.2-19.8倍。
- 04年2月20日股价对应的中国东航市值仅103亿港元（按照港股股价*总股本计算的市值）。按照04年12.9-14.8亿元盈利预期，此时中国东航H股的估值仅7.4-8.5倍（人民币对港元汇率按照1: 0.94计算）。

图表：03年初以来中国东航市值变化趋势(亿元)



资料来源：wind，华西证券研究所（注：按照A股股价*总股本计算的市值）

图表：03年初以来中国东航H股股价变化趋势（港元）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 投资者差异可能是A/H节奏差异的主因

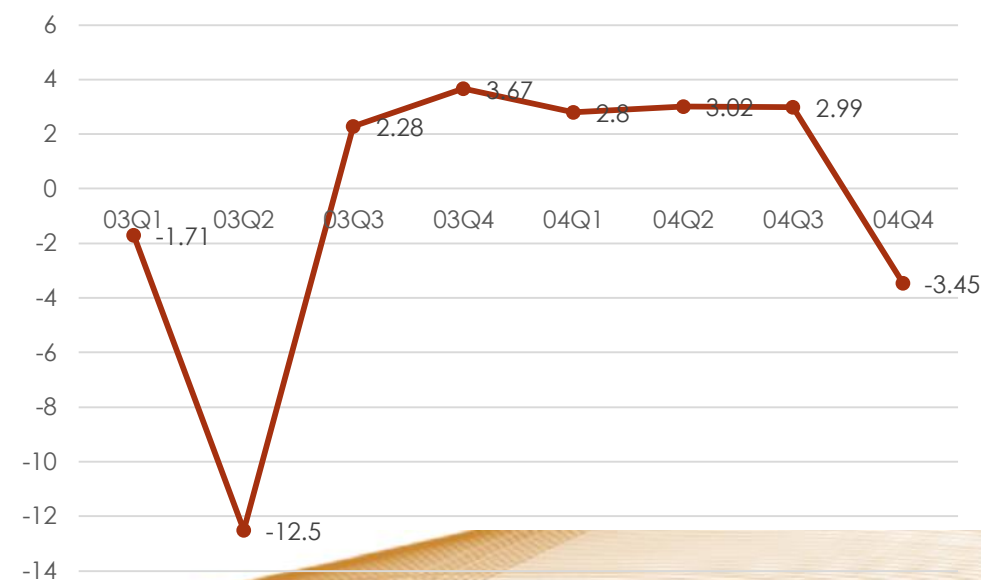
- 对于A股而言，这个阶段的投资者主要以中国大陆的个人与机构投资者为主：
- 03年4月15日世界卫生组织将中国广东等多地列为疫区，16日正式命名SARS，4月航空出行需求同比下降16%。人员流动减少直接影响经济预期，受此影响，4月中旬中国东航与沪深300开始下跌。
- 随着疫情缓和，03年7月航空出行需求开始恢复，8月增速基本恢复至疫情前。但考虑当年高频数据的匮乏，03年10月底东航三季度披露，东航A股才开始见底回升。

图表：03年初以来中国东航A股、沪深300累计涨幅(%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：03-04年东方航空单季度归母净利润（亿元）

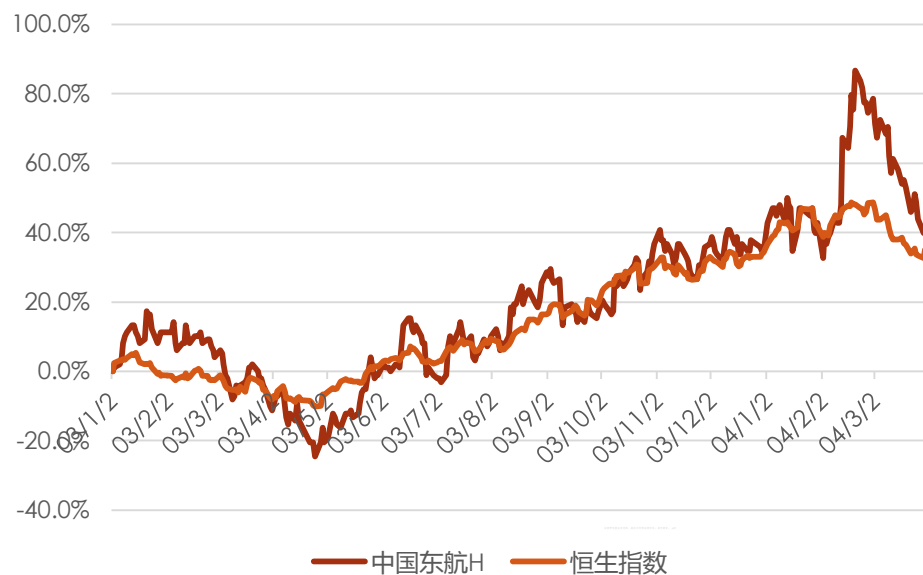


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 投资者差异可能是A/H节奏差异的主因

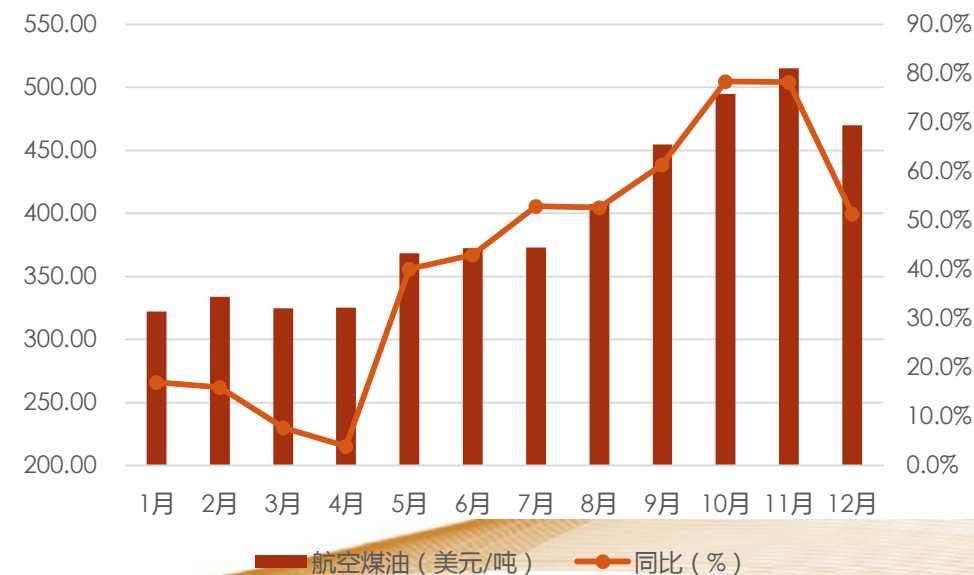
- 我们认为这一阶段H股的机构占比高于A股，因此预期影响股价体现的更为明显：
- 尽管03年2月中旬媒体报道非典影响不大，比如广州旅游市场淡季不淡。但随着疫情进一步发展，嗅觉更为灵敏的中国香港机构投资者开始行动，中国东航H股2月20日左右开始下跌。03年4月23日之后，中国大陆地区开始了第三波病例增长高峰，而此时中国香港病例则开始增长放缓，中国东航H股则在4月下旬开始见底回升。
- 航空煤油持续上涨是这一轮航空股行情嘎然而止的主因。04年2月航空煤油进口价格连续4个月环比上涨，2月底中国东航H股见顶回落。4月底披露04年一季报，04Q1盈利低于03Q4，中国东航A股的股价开始见顶回落。

图表：03年初以来中国东航H股、恒生指数累计涨幅(%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：04年当月中国航空煤油进口平均单价及变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

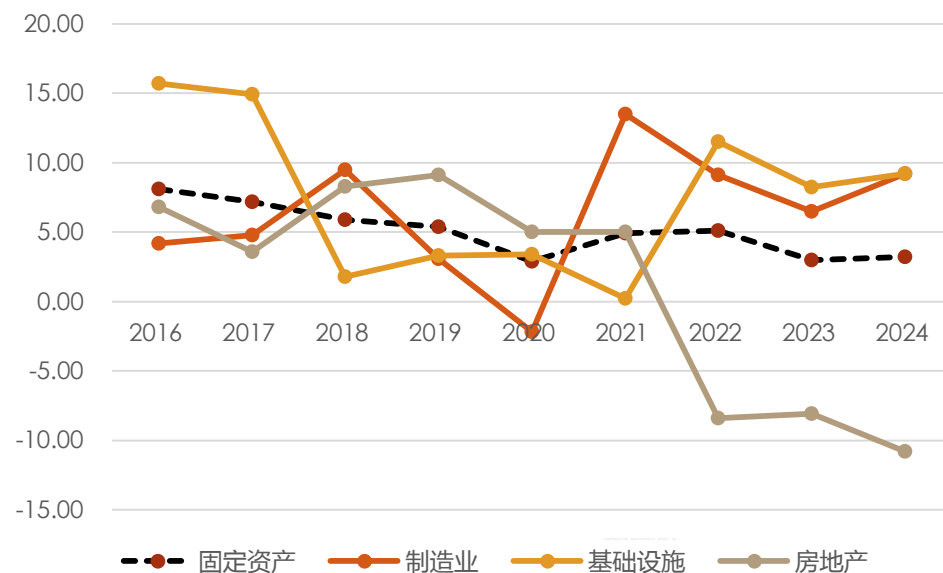
4

复盘总结：对当下航空市场的启示

4.1 非典（疫情）后经济发展活力不同

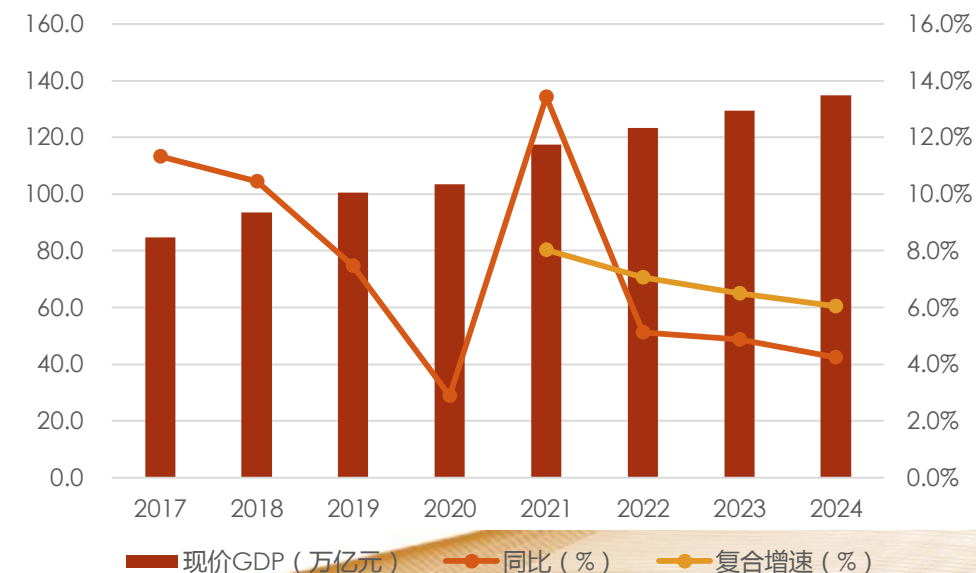
- **03-04年：**一方面非典前的02年，中国还在人口红利期（15-64岁劳动人口增长、城镇化率提升等）、PC互联网的发展初期以及中国加入WTO的初期，另一方面非典持续时间较短，并没有影响当期第二产业企业的资本开支意愿，因此03年经济总量并没有明显受到影响，非典后的经济增长中枢甚至高于非典前。
- **疫情后：增长中枢低于疫情前。**投资是观察短期经济的一个重要指标，因为扩产能会带来增量就业与产出（如果是有效扩张）。影响企业资本开支的因子包括对未来需求判断、前期经营积累、当期融资环境。

图表：16-24年固定资产及主要分项投资完成额同比增速情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：17-24年现价GDP以及增速变化趋势



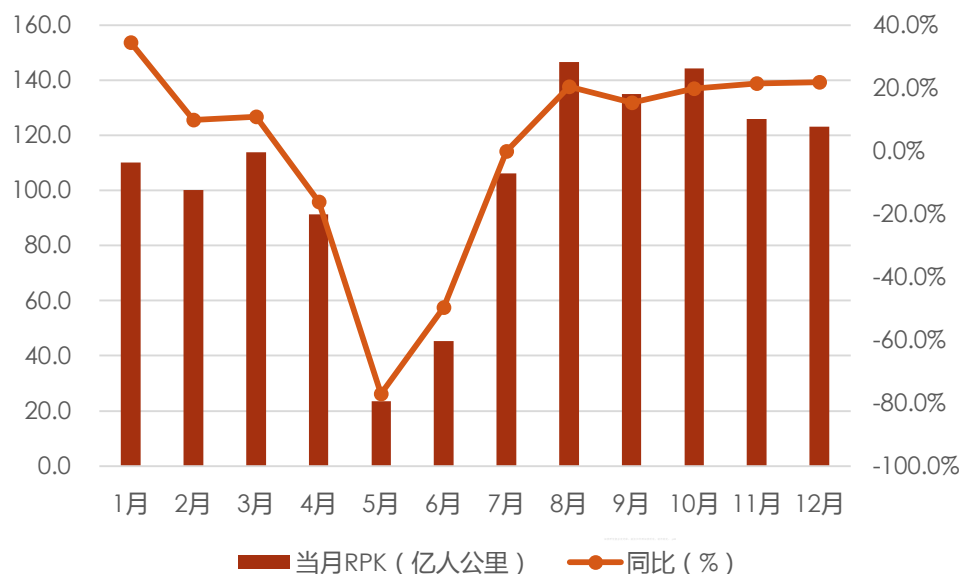
资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速指以2019年为基数计算的复合增速

4.1 非典（疫情）后经济发展活力不同

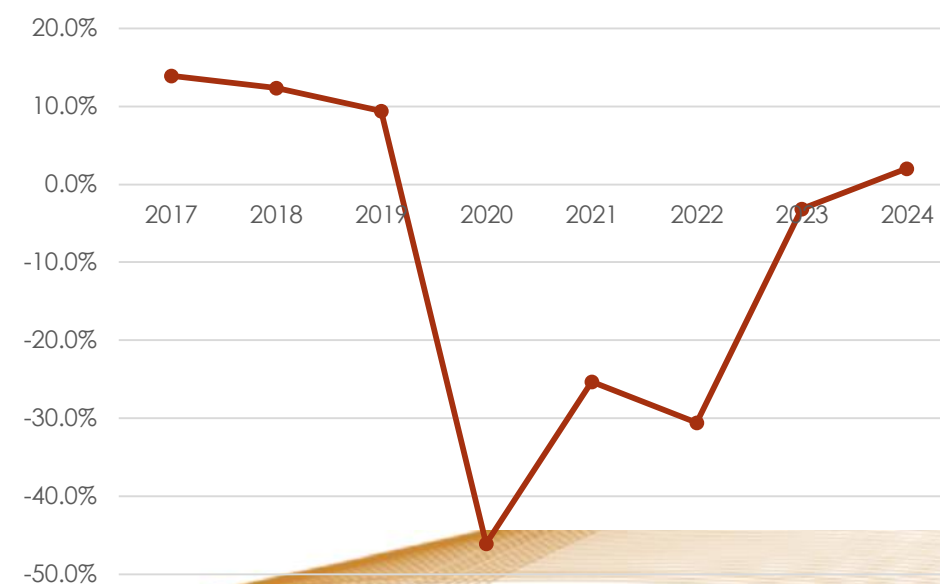
- 不同的经济发展活力，导致非典（疫情）后航空出行需求恢复的速度不同：
- 03-04年：恢复迅速。**03年航空出行需求受到明显影响的只有4-6月，7月开始恢复，8月增速基本恢复至正常水平。
- 疫情后：恢复速度较慢。**19-24年航空客运周转量（RPK）复合增速仅2%，低于17-19年增长中枢。我们认为在23年供给恢复推动需求增长后（主要是23年上半年），当前阶段经济活力是影响航空需求增长的主要因子。

图表：03年当月航空RPK以及增速情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：17-24年航空RPK增速变化趋势 (%)



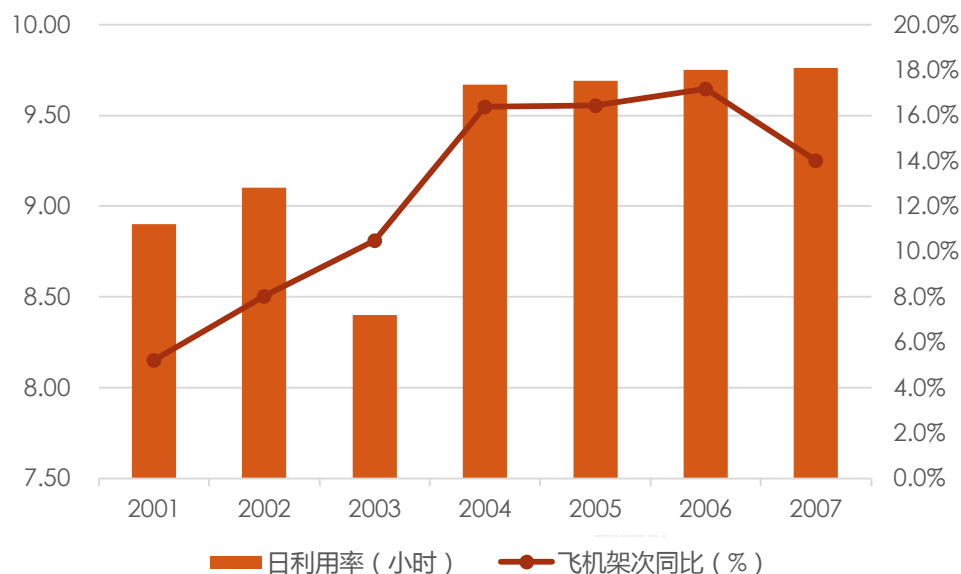
资料来源：wind，华西证券研究所

注：21-24年的增速指以19年为基数计算的复合增速

4.2 不同供给形态决定盈利恢复的主导因子不同

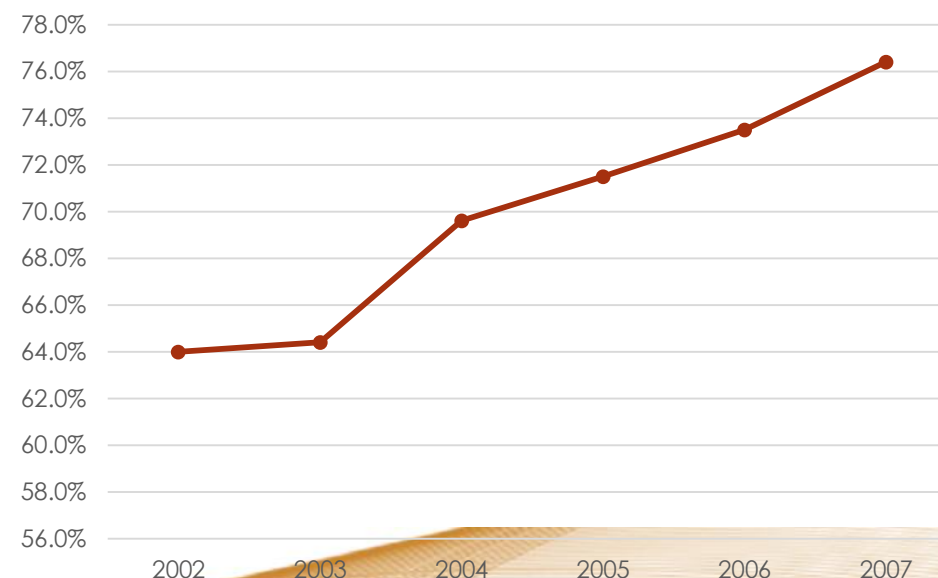
- 飞机利用率与客座率提升是非典后航司盈利恢复的主导因子：
- ①非典前，航空客运行业处于飞机较低利用率（02年日平均利用率仅9.1个小时）、低客座率（02年正班客座率仅64%）的状态。由于非典持续时间较短，03年飞机引进并没有受到影响（03年增速甚至高于02年）。
- ②尽管非典结束后，航空出行需求恢复迅速，但飞机日平均利用率的提升增加了额外的供给。由于这个阶段行业客座率还在较低水平，因此04年客公里收益同比略降（东航为例），飞机利用率与客座率提升推动航司盈利恢复。

图表：99-07年飞机架数增速以及日平均利用率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：02-07年航空正班客座率变化趋势 (%)

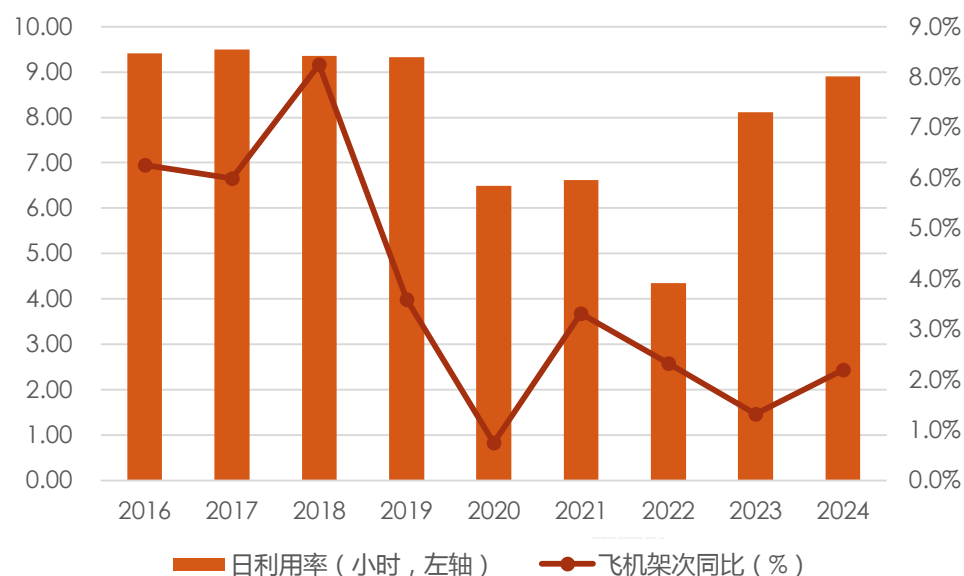


资料来源：CAAC，华西证券研究所

4.2 不同供给形态决定盈利恢复的主导因子不同

- 我们判断未来航司盈利恢复最有可能的主导因子是票价(取决于经济发展预期)：
- ①疫情前，航空处于飞机较高利用率（16-19年日平均利用率9.3-9.4个小时）、高客座率（16-19年正班客座率83%左右）的状态。由于疫情持续时间较长，飞机引进受到明显影响（以三大航为例）。
- ②尽管疫情后航空需求恢复的较慢，但24年飞机利用率（8.9个小时）、正班客座率（83.3%）均已恢复到较高水平。我们期待未来经济发展活力恢复后，旅客结构的改善推升整体票价水平的上升。

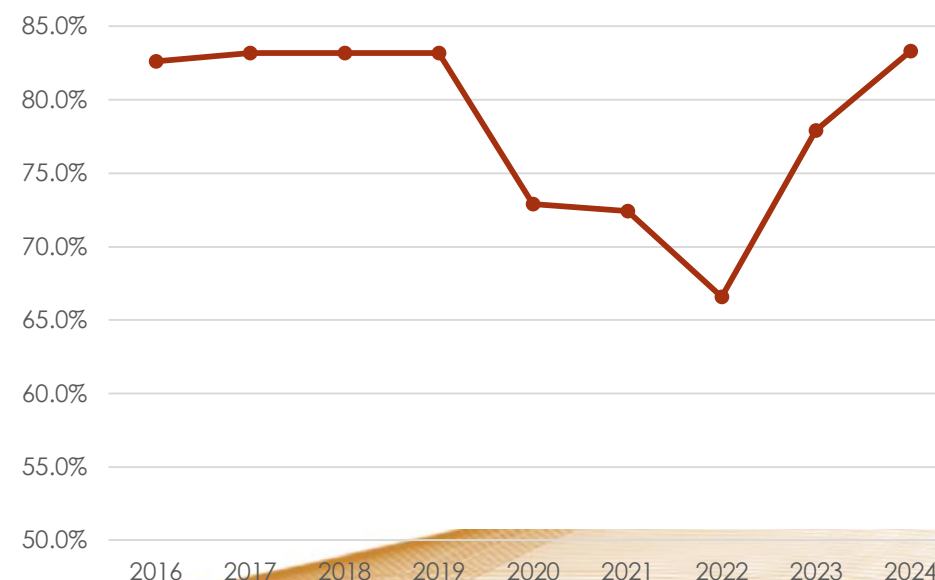
图表：16-24年三大航合计飞机架数增速以及行业日平均利用率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

注：三大航包括中国国航、南方航空、中国东航，国航剔除山东航空并表影响

图表：16-24年航空正班客座率变化趋势 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 不同供给形态决定盈利恢复的主导因子不同

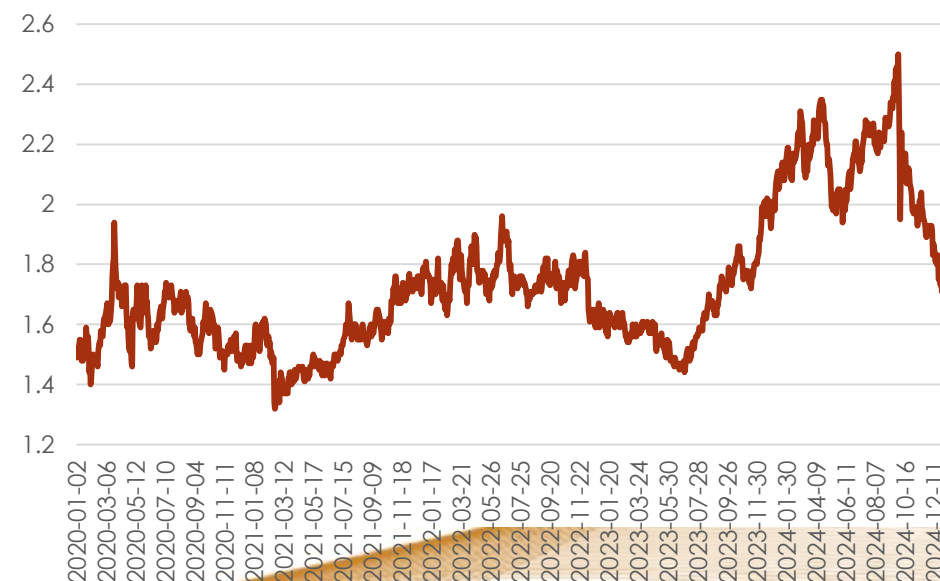
- 20年初以来航空H股的波动幅度大于A股（以南方航空为例）：
- 20年初以来明显两波下跌行情：①20Q1疫情初始阶段，南航A股最大跌幅为29.4%，南航H股最大跌幅为46.1%；②23年4月-24年9月期间南航A股最大跌幅为35.3%，南航H股最大跌幅为59.6%。
- 20年3月-21年3月，市场参考非典经验交易航空股，期间南航A股最大涨幅为37.2%，南航H股最大涨幅为112.8%。

图表：20年初以来南方航空A/H股累计涨幅情况（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：20年初以来南方航空A/H溢价率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

5

投资建议及风险提示

5.1 投资建议

- **非典（疫情）后经济发展活力不同。**03-04年，一方面02年中国还在人口红利期、PC互联网的发展初期以及中国加入WTO的初期，另一方面非典持续时间较短，非典后的经济增长中枢甚至高于非典前；由于新冠疫情持续时间较长，以固定资产投资为例，疫情及疫情后增速中枢低于疫情前，最终23-24年GDP增长中枢低于疫情前。
- **不同的经济发展活力，导致非典（疫情）后航空出行需求恢复的速度不同。**03年航空出行需求受到明显影响的只有4-6月，7月开始恢复，8月增速基本恢复至正常水平；疫情后恢复速度较慢，19-24年航空客运周转量（RPK）复合增速仅2%，低于17-19年增长中枢。
- **飞机利用率与客座率提升是非典后航司盈利恢复的主导因子。**非典前，航空客运行业处于飞机较低利用率、低客座率的状态。由于非典持续时间较短，03年飞机引进并没有受到影响（03年增速甚至高于02年）。非典结束后，飞机日平均利用率的提升增加了额外的供给。由于这个阶段行业客座率还在较低水平，因此04年客公里收益同比略降（东航为例），飞机利用率与客座率提升推动航司盈利恢复。
- **我们判断未来航司盈利恢复最有可能的主导因子是票价（取决于经济发展预期）：**疫情前，航空处于飞机较高利用率、高客座率的状态。由于疫情持续时间较长，飞机引进受到明显影响（以三大航为例）。尽管疫情后航空需求恢复的较慢，但24年飞机利用率、正班客座率均已恢复到较高水平。
- **投资建议：**我们认为经济预期变化是牵动25年航空基本面预期的第一因子，同时当下弱现实仍有机会推动航司继续下调飞机的引进计划（增强行业供给端逻辑）。我们期待宏观政策落地对商旅、因私出行需求的提振，进而带来航空板块业绩弹性。受益公司包括中国国航（H/A）、南方航空（H/A）、中国东航（H/A）、春秋航空、吉祥航空、海航控股、中国民航信息网络等。

5.2 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，航空出行需求将受到收入和消费倾向的双杀。
- **油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。**油价或汇率的波动，不仅直接影响航空公司成本费用项，还将间接影响航空出行需求。目前市场能够看得清过去及未来几年飞机增速大幅下降，对疫情后供需关系改善带来的航空高景气度周期有较强预期。如果届时油价大幅上涨或汇率大幅度贬值，虽然不会改变航空出行板块景气向上的方向，但依旧有可能使得景气向上的幅度不及预期。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华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。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！