

证券研究报告
航空行业
2020年11月11日



航空股新一轮大周期已经启动

分析师：许 可 执业证书编号：S1220518090001

分析师：李跃森 执业证书编号：S1220520060001

联系人：李然、周延宇、唐晟

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

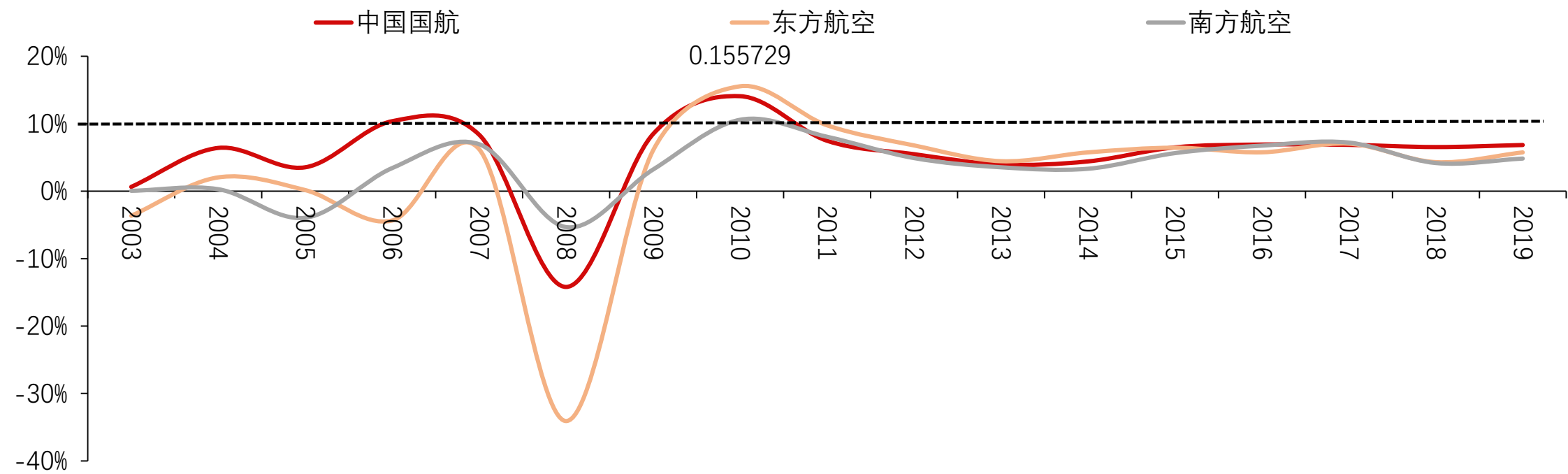
- 1、航空股的大周期，本质上是危机周期
- 2、危机投资，是当下中国航空业最有效投资策略
买危机是胜率最高的策略，全球适用；买格局的策略只在美国成功过一次；
中国仍处激烈竞争阶段，更适合买危机
- 3、疫情重压之下，航空业再迎历史性底部
- 4、短期确定性估值修复，中期可期待供需弹性
- 5、凛冬已经过去，航空周期再启
 - 1) 中国航空业的长期逻辑并没有发生变化，随着基本面走出底部，航空股新一轮大周期已经启动
 - 2) 新冠疫苗的顺利研发及未来大规模接种，将成为航空股反转的最强催化剂。2021年是航空业修复之年，我们继续推荐航空业板块性投资机会
- 6、风险提示：1) 永久性亏损风险；2) 股价波动风险；

1、航空股的大周期，本质上是危机周期

1 航空股的大周期，本质上是危机周期

- 航空业属于**高投入、高风险的类公用事业**，行业属性不佳。高度同质化的产品、重资产高负债的商业模式、种种外部冲击导致的脆弱盈利能力，使其ROIC长期处在较低水平起伏波动，因此航空股被冠以了“价值毁灭者”的称号。然而，凭借周期的魔力，航空股却总能吸引投资人反复介入，火中取栗。

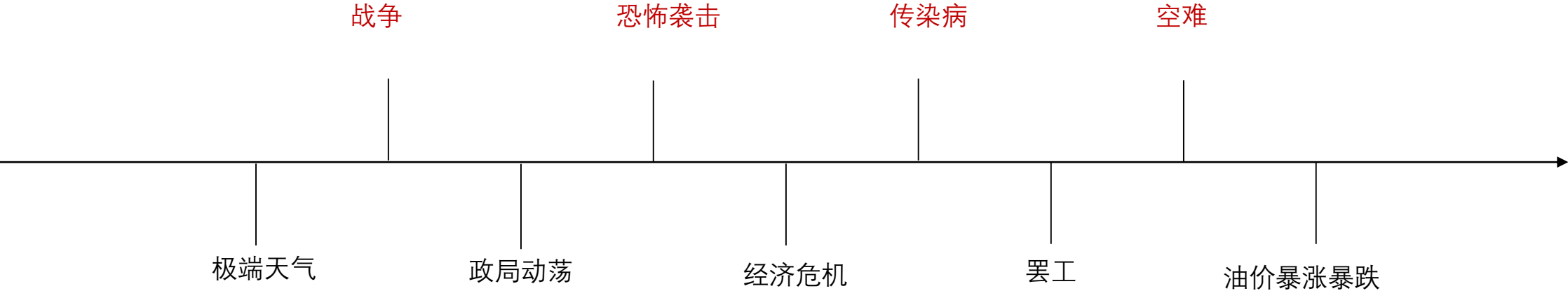
图表1：以中国三大航为例，ROIC长期在较低水平波动



1 航空股的大周期，本质上是危机周期

- 航空业最显著的特点，是由于独特的地位和商业模式，从而对各类危机高度敏感。

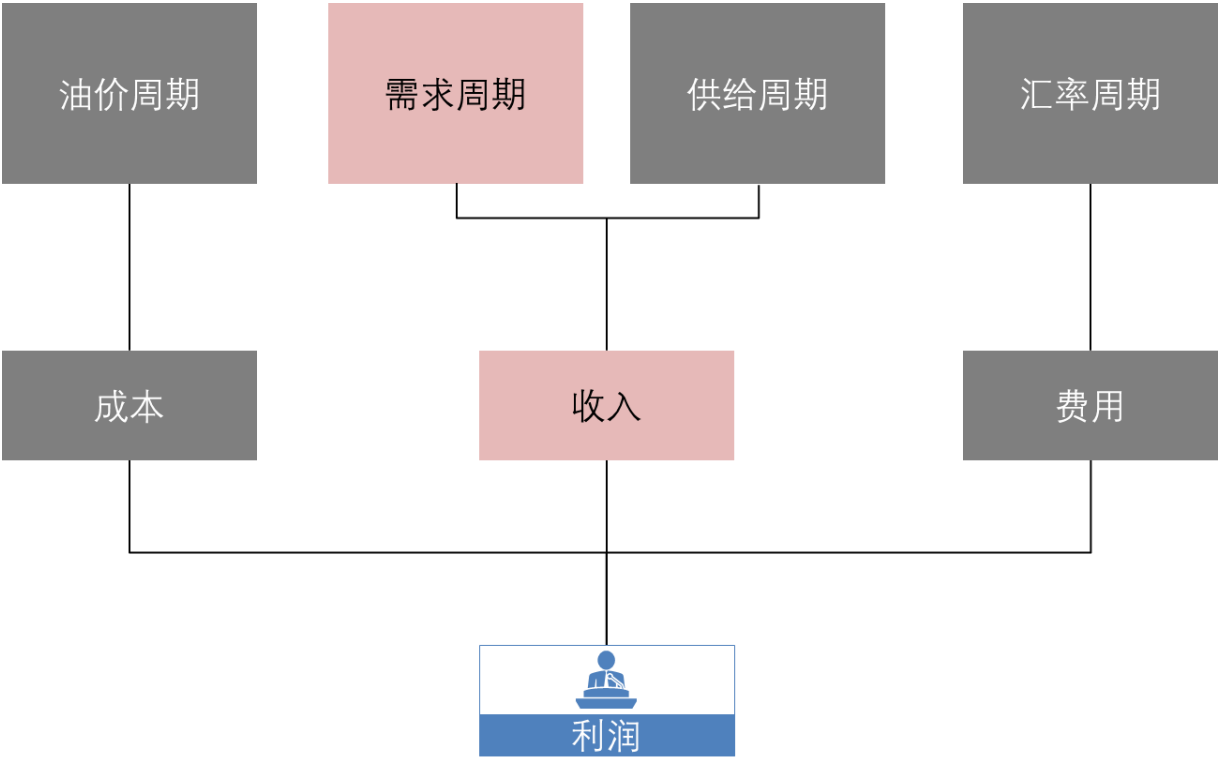
图表2：近20年航空业遭遇的各类危机事件



1 航空股的大周期，本质上是危机周期

- 无论在全球哪个市场，航空股都是典型的强周期品种。航空股的周期由四大因素共同作用导致——需求周期、供给周期、油价周期、汇率周期，其中最核心的是需求周期。

图表3：航空股受需求、供给、油价、汇率四大周期影响



1 航空股的大周期，本质上是危机周期

- 在大周期中，需求周期表现为危机周期，大危机的爆发导致需求彻底崩溃，股价重回周期底部，同时也意味着新一轮周期的开启。因此，航空股的大周期本质上是危机周期，在一轮周期中，危机决定底部，格局决定中枢。

图表4：航空股的大周期是危机周期——以南航H股为例



2、危机投资，是中国航空股最有效投资策略

- 买危机与买格局，是航空股投资的两大常见策略。从全球资本市场的实践经验来看，买危机是胜率最高的策略，全球适用，屡试不爽，越大的冲击收益率越高，但前提是找到资产负债表较为健康的龙头航司。
- 买格局的策略，目前只在美国航空股投资中成功过，且只在美国的2012-2014年成功过，2015年之后即再难获得超额收益，美股航空股也在本次疫情冲击下重回周期。
- 中国航空业当下竞争激烈，格局很难持续改善，更适合买危机。

2.1 买危机是胜率最高的策略

① 亚太——亚航

图表5：亚洲航空集团股价



2.1 买危机是胜率最高的策略

① 亚太——新航

图表6：新加坡航空集团股价



2.1 买危机是胜率最高的策略

① 亚太——全日空

图表7：全日空股价



2.1 买危机是胜率最高的策略

②欧洲——汉莎航空

图表8：汉莎航空集团股价



2.1 买危机是胜率最高的策略

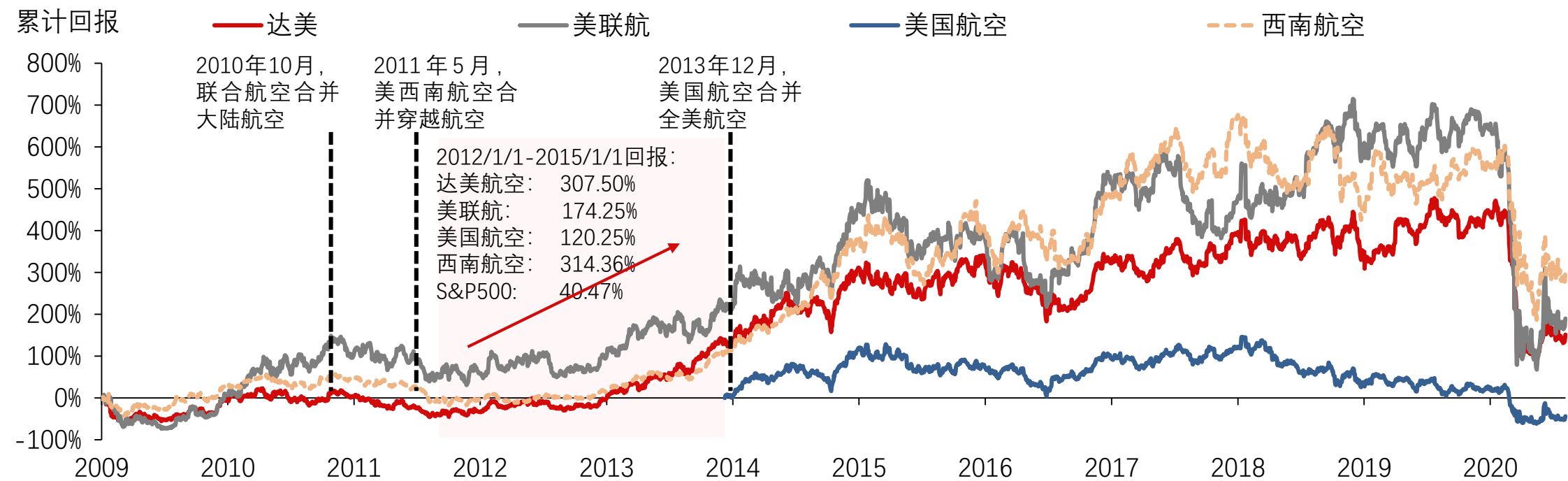
③中国

图表9：南方航空H股股价



2.2 买格局的策略只在美国成功过

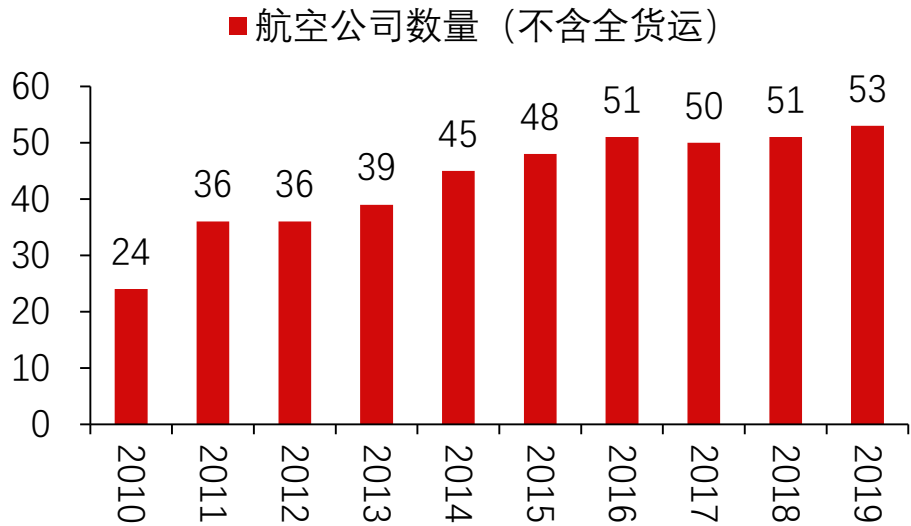
图表10：2012年之后，随着竞争缓和，达美航空实现3年3倍收益



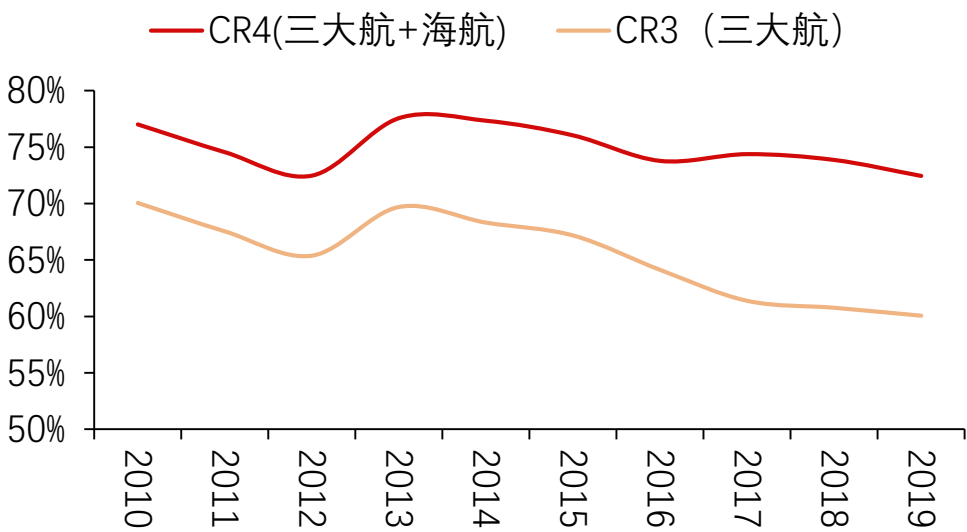
2.3 中国航空业当下竞争激烈，更适合危机投资

- 1) 中国航空业的格局更像欧洲而不是美国，格局难整合
- 2) 疫情之下，落后运力被地方政府接盘，难以退出市场

图表11：近十年中国航空公司数量不断增加



图表12：中国民航集中度难以持续提升



3、疫情重压之下，航空股再迎大周期底部

3.1 A股航司PB估值达到历史第二低

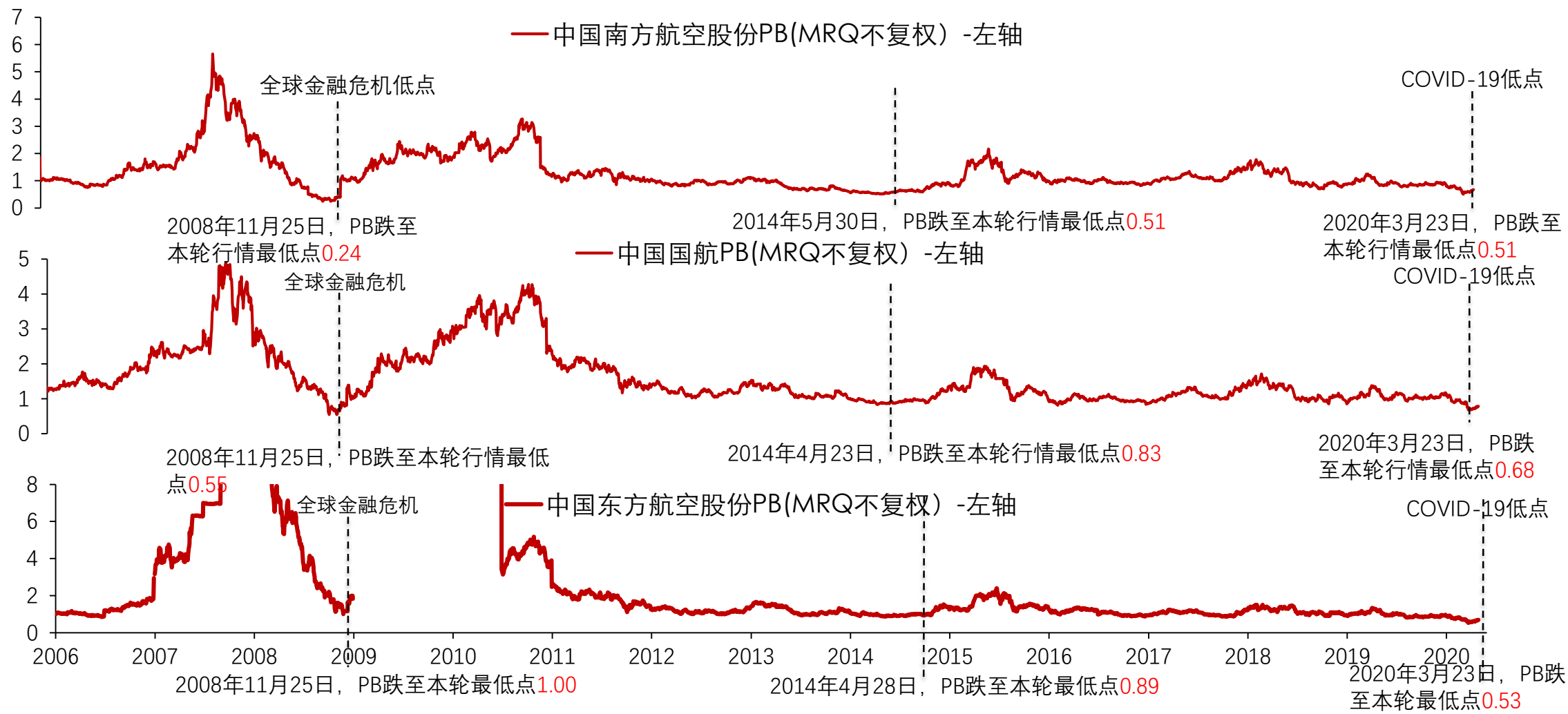
本次危机，A股航司PB估值达到历史第二低

图表13： COVID-19下的A股航司PB估值达到历史第二低水平



3.2 H股航司PB估值接近历史最低

图表14：三大航H股PB

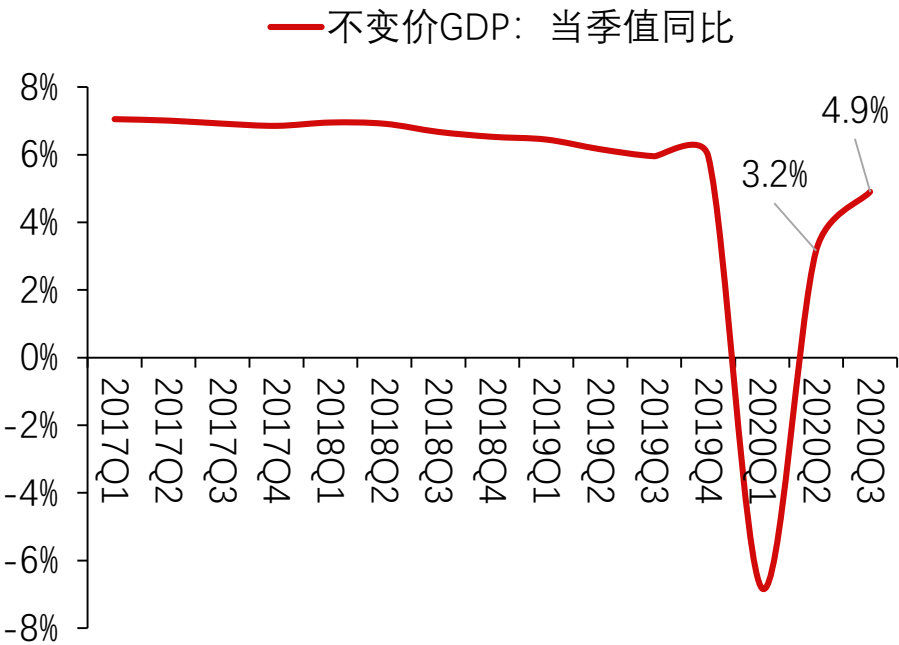


4、短期确定性估值修复，中期可期待供需弹性

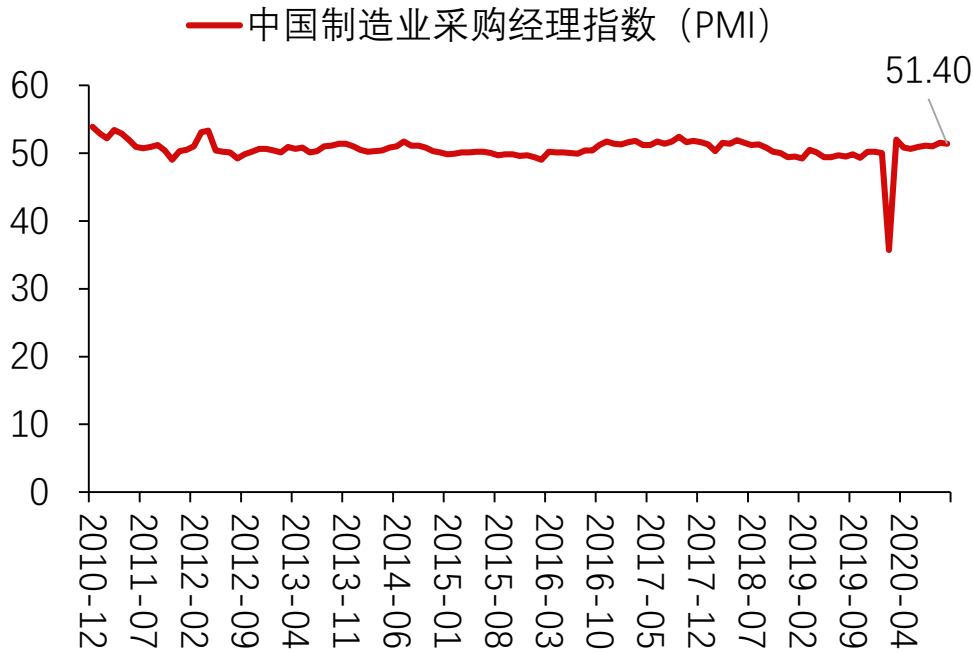
4.1 短期确定性估值修复

估值修复①——宏观经济已经企稳回升

图表15：中国GDP自2020年2季度已经同比转正

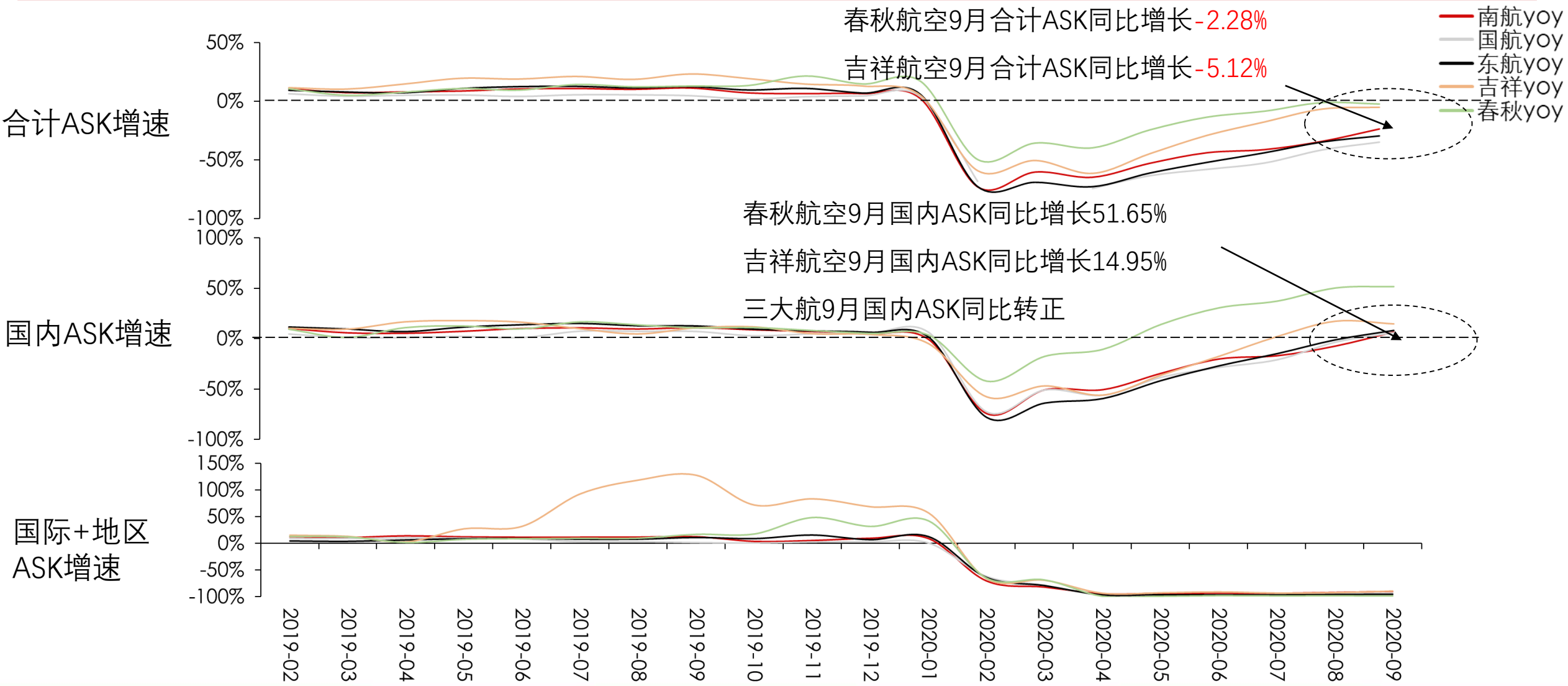


图表16：2020年10月PMI指数达到51.40



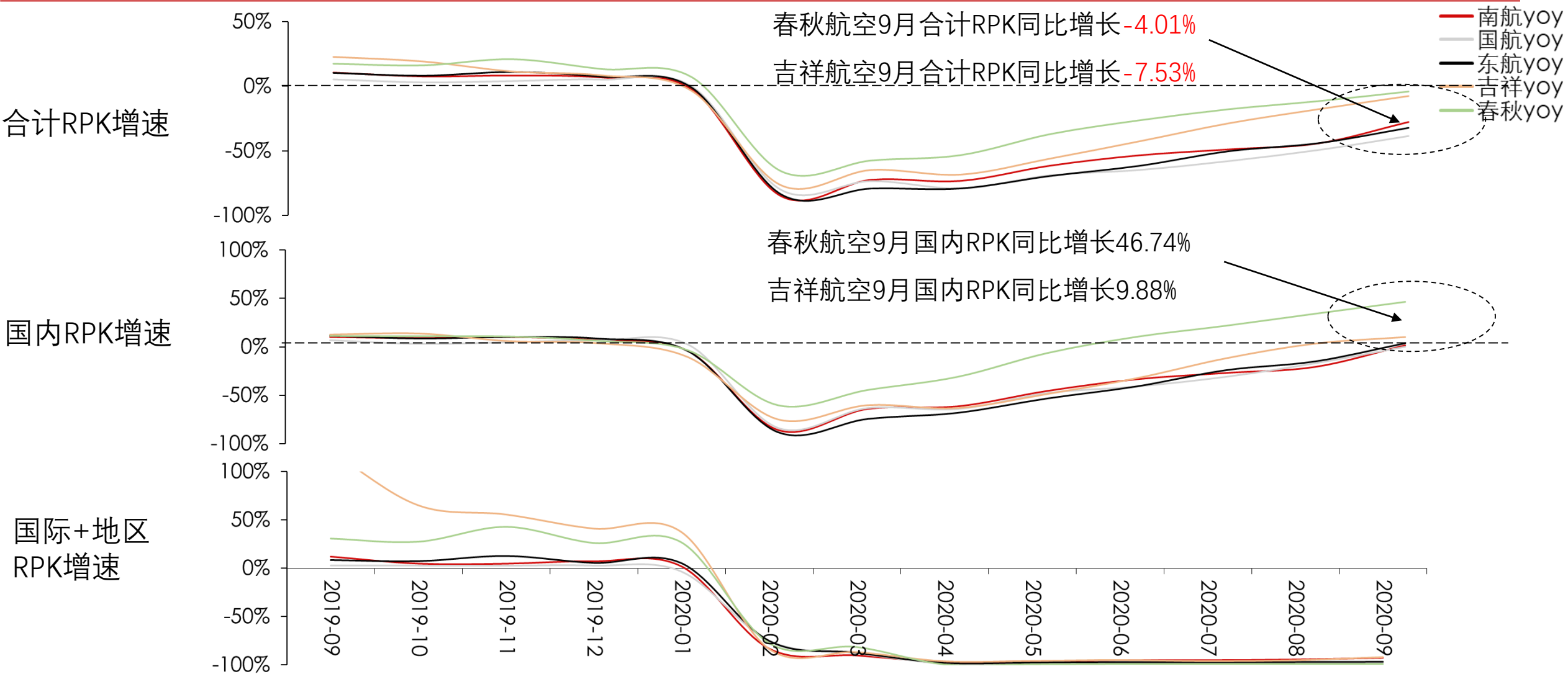
4.1 短期确定性估值修复

图表17：三大航和春秋吉祥国内、国际、地区ASK



4.1 短期确定性估值修复

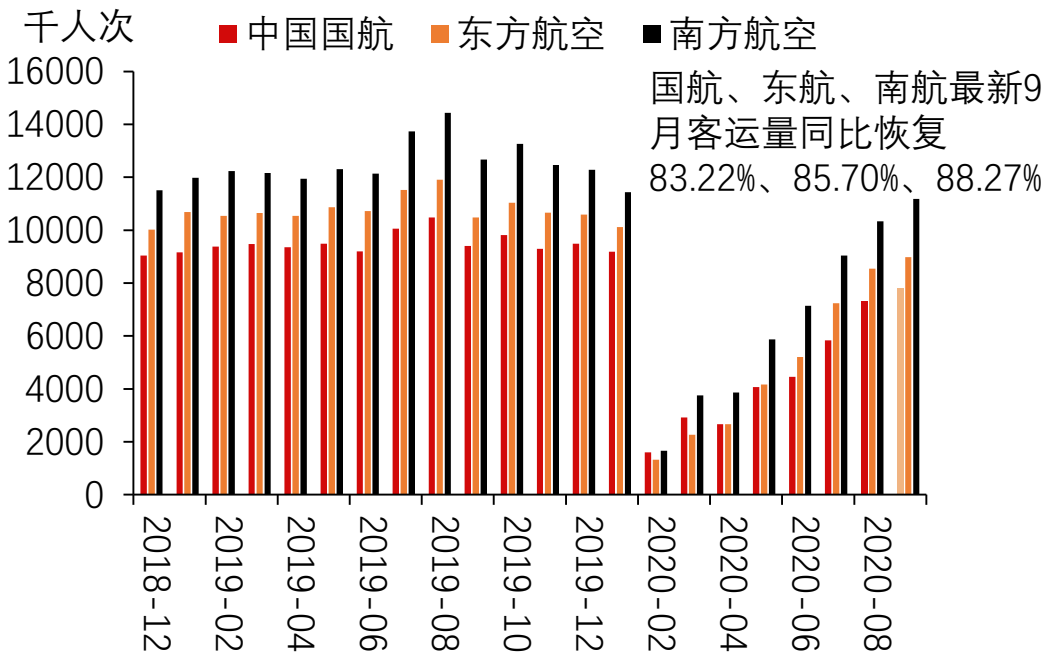
图表18：三大航和春秋吉祥国内、国际、地区RPK



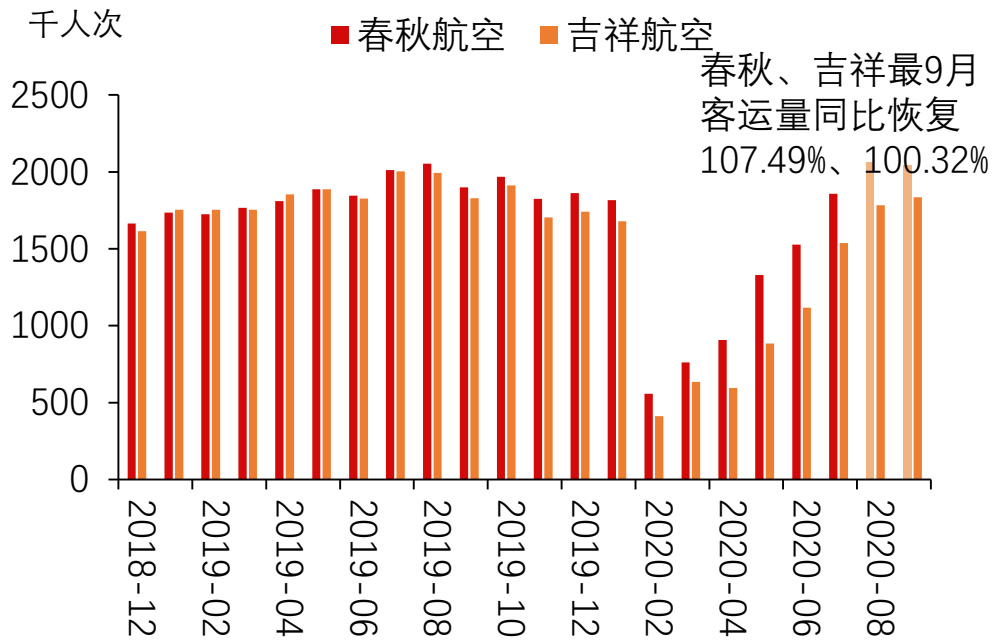
4.1 短期确定性估值修复

估值修复②——业务量环比持续快速恢复

图表19：三大航9月客运量同比明显回升



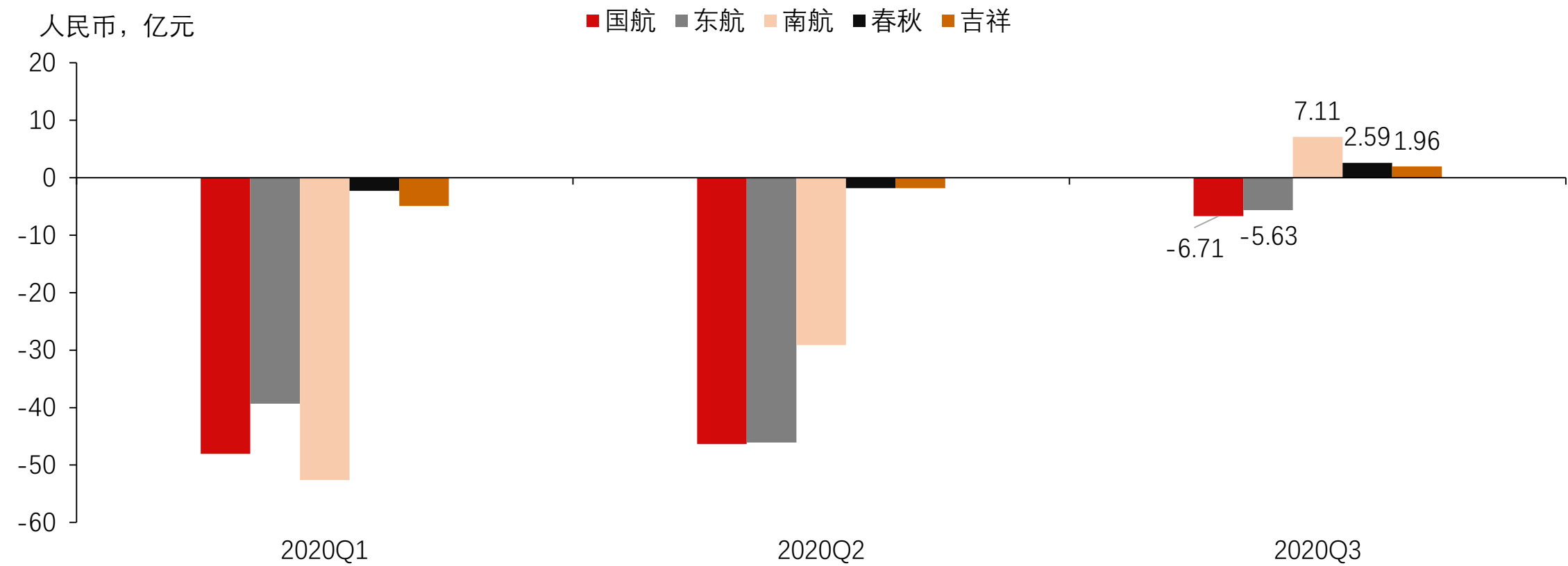
图表20：春秋与吉祥9月客运量同比回升显著



4.1 短期确定性估值修复

估值修复③——业绩环比持续改善

图表21：国内主要上市航司Q3归母净利润环比大幅改善



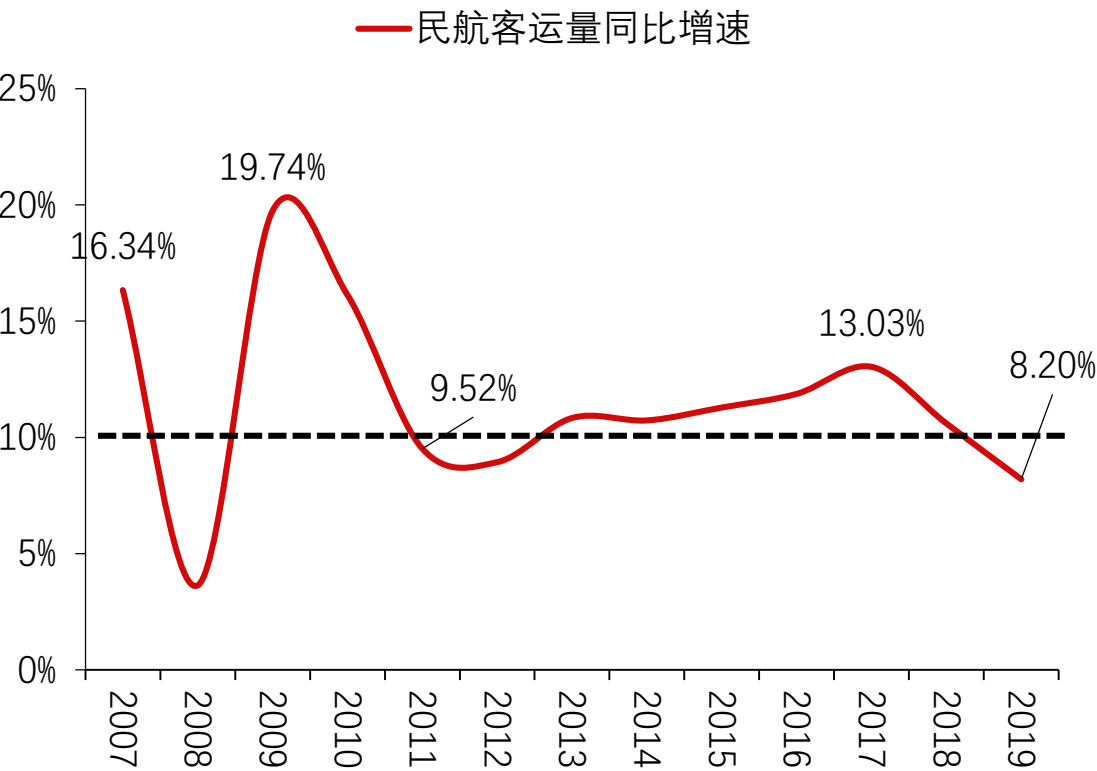
供需弹性——假设明年下半年某个月份开始，国际线需求完全恢复，航空市场将可能产生持续数个季度的供不应求，航空股的超级弹性届时将有望展现。但供需弹性的逻辑还需持续跟踪疫苗推出之后的恢复情况，现在只能作为一个可能出现的情形假设。

- ①737MAX延迟交付导致的窄体机短缺现象顺延至明年
- ②国内第四大航司运力引进大幅放缓
- ③疫情之下中小航司现金流被摧毁，运力引进存在时间差

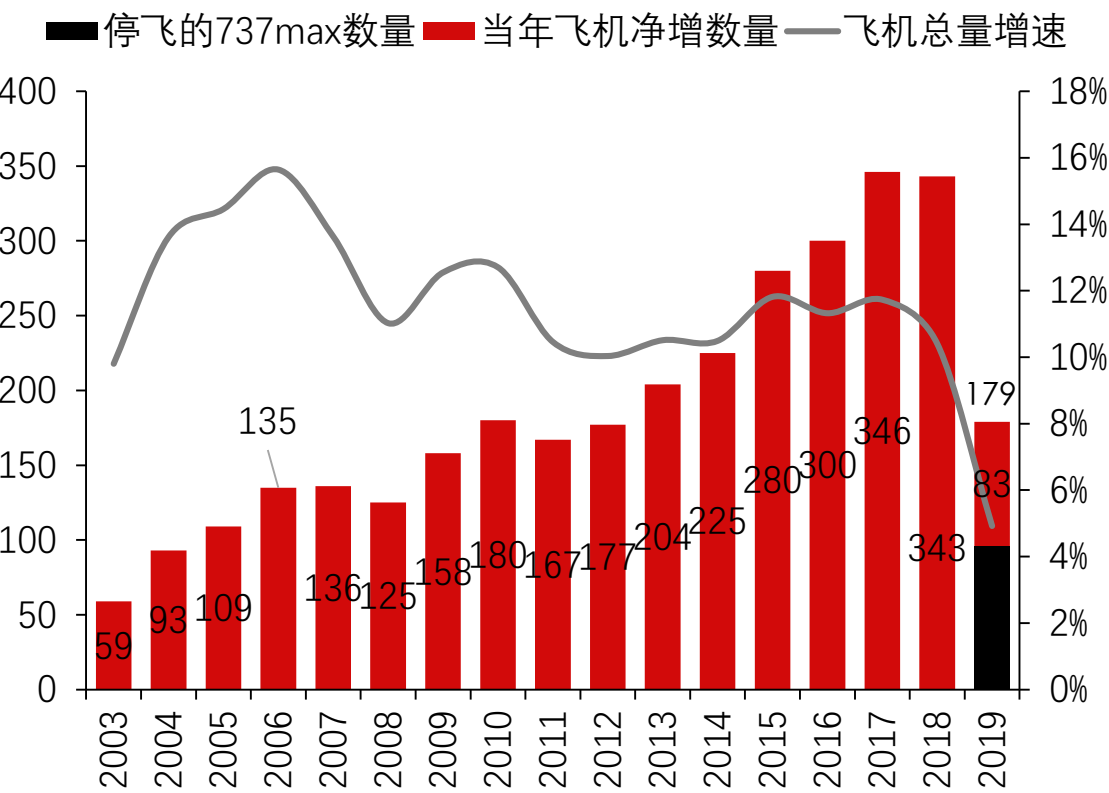
4.2 中期可期待供需弹性

①737MAX延迟交付导致的窄体机短缺现象顺延至明年。如果没有此次疫情，2020年国内本身就会出现窄体机短缺问题。

图表22：近10年民航客运量保持10%左右高增速水平

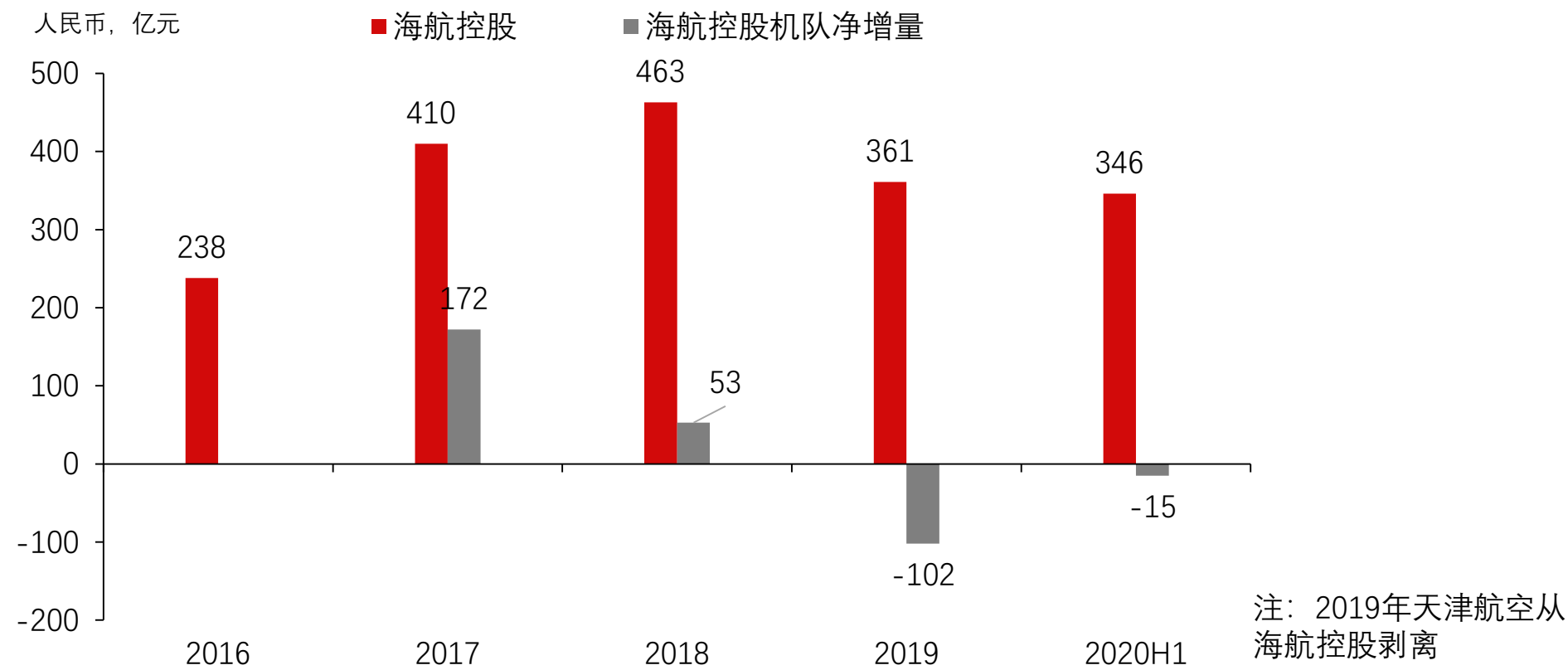


图表23：737MAX停飞及延迟交付导致运力短缺



4.2 中期可期待供需弹性

图表24： 国内第四大航司运力引进速度大幅下降



4.2 中期可期待供需弹性

③中小航司现金流被摧毁，运力引进放缓，存在时间差

图表25：中小航司2019年至今面临的生存压力

航司	日期	事件
龙江航空	2020.11.24	公司98%的股权将接受二次拍卖
瑞丽航空	2020.08.04	无锡市国资委接手
青岛航空	2019.12.23	青岛城投接手
红土航空	2019.12	重组更名湖南红土航空，湖南省政府成为第二大股东

图表26：2020上半年民航其他企业亏损接近300亿

亏损（亿元）	民航全行业	四大航	三大机场	民航其他企业
2020Q1	-381.00	-224.45	-0.68	-155.87
2020Q2	-342.50	-195.06	-5.88	-141.56
2020H1	-723.50	-419.51	-6.55	-297.44

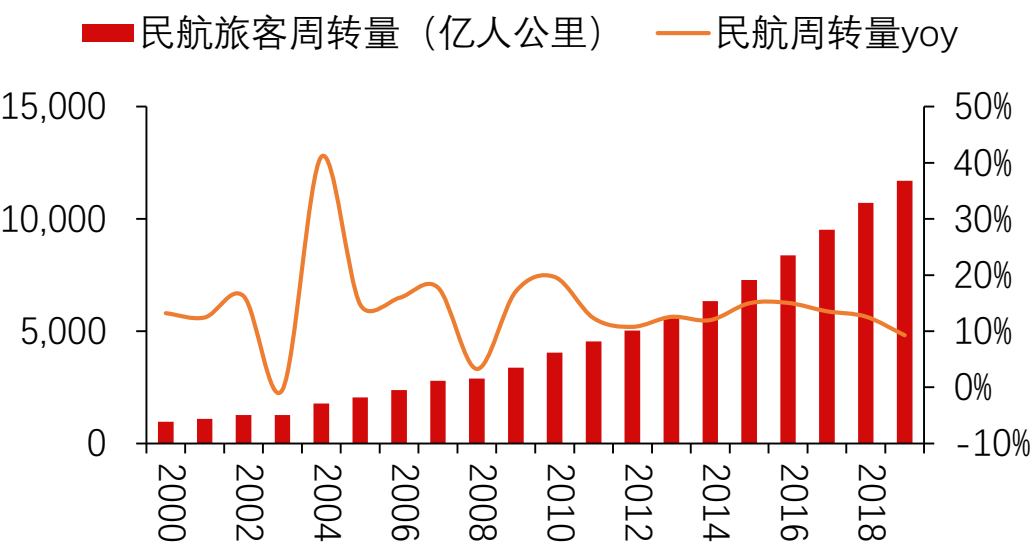
注：四大航指A股上市公司：中国国航，东航航空，南方航空，海航控股
三大机场指A股上市公司：上海机场、白云机场、深圳机场

5、凛冬已经过去，航空周期再启

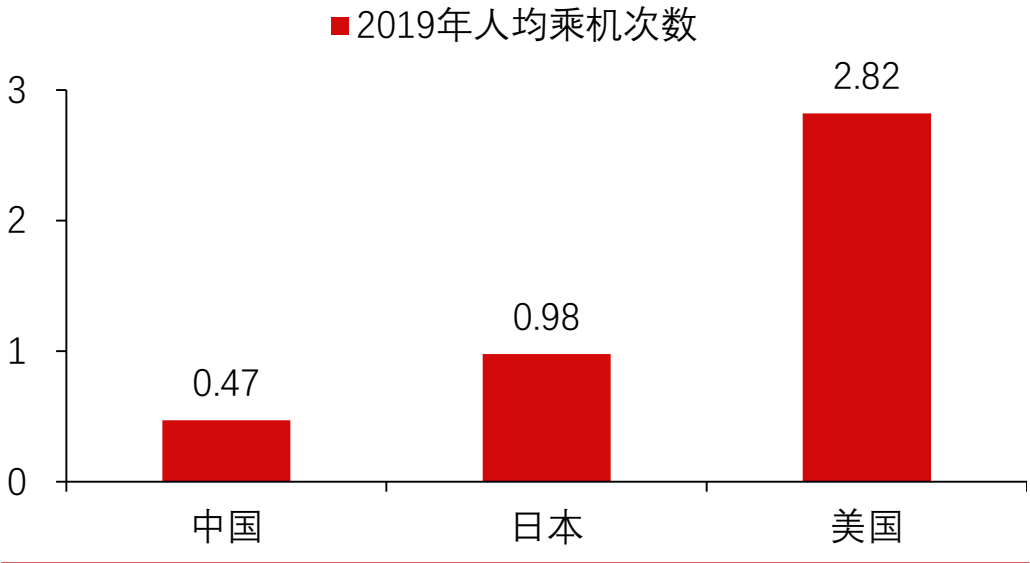
5.1 航空股新一轮大周期已经启动

- 中国航空业仍然处在高速增长期，航空股长期逻辑并没有发生变化。

图表27：民航需求保持近20年的高增长



图表28：2019年中国人均乘机次数远低于日本



5.1 航空股新一轮大周期已经启动

- 随着基本面走出底部，业务及财务数据持续改善，航司市值已经开始在波动中拾级而上，不断站上新台阶。中国航空股新一轮大周期，已经从底部启动。

图表29：随着基本面持续恢复，南航、东航、吉祥股价拾级而上

南航H股股价



吉祥航空股价



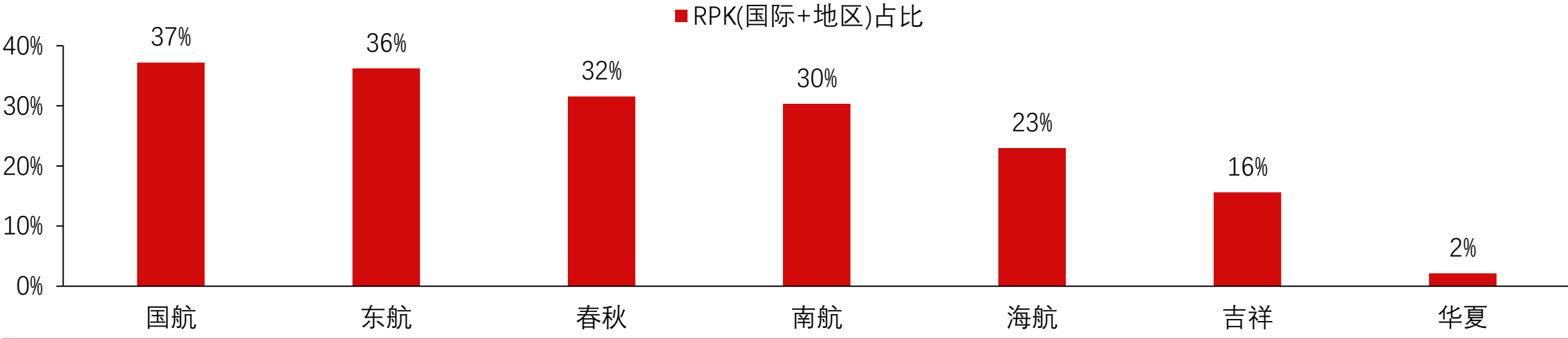
东航H股股价



- 疫苗的顺利研发及大规模接种的即将到来，使航空股正在迎来最强催化，2021年仍然是航空修复之年，我们继续推荐航空业板块性投资机会。
- 第一波恢复的是低成本及支线航司：大众市场，内需为主，船小好调头，率先恢复，估值修复逻辑已经率先兑现。
- 第二波恢复的是全服务航司：三大航+吉祥航空，H股优于A股。如果明年供需弹性的逻辑能够兑现，全服务航司的业绩将更富弹性。
- 中外航司的历次经验表明，航空股大周期级别的行情，从底部启动之后，持续时间往往会在一年以上。但航空股的一大特性在于股价随预期上涨，遥遥领先于基本面。在基本面的拐点真正被识别到时，往往阶段性行情就早已结束。股价将最终在基本面的支撑下，在一轮又一轮波动中不断向上，过程中需注意市场情绪过高所带来的短期股价大幅波动。

5.2 把握航空业板块性投资机会

图表30： 2019年国航的国际及地区RPK占比最高， 国际业务开启恢复之时， 国航将最为受益



图表31： 2020-2022年南航、东航、国航、吉祥盈利预测

归母净利润 (人民币，百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
南方航空	2651	-9637.97	-2032.42	6935.64
东方航空	3195	-10732.92	-2039.36	6423
中国国航	6408.58	-11711.05	-3665.34	9379.21
吉祥航空	994.47	-1084.91	698.65	1869.45

资料来源：WIND， 公司年报， 方正证券研究所

6、风险提示

1) 永久性亏损风险

现金流断裂导致破产风险、低价巨额增发导致股份被动大幅稀释风险

2) 阶段性冲击风险

对航空股而言，危机仍然是一个随机游走的变量，每当我们开始忽视它时，新一轮的冲击往往突然来袭。当前时点，我们认为阶段性冲击风险再度发生的概率并不比疫情之前小。

宏观层面，面临经济大幅波动、地缘政治冲突、油价与汇率大幅波动、大规模自然灾害、新一轮疫情爆发、疫苗及相关药物研发受阻等风险。

行业层面，面临政策大幅变动、行业竞争加剧、发生航空事故，或者其它类型的难以预测的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

联系人：李跃森 邮箱：liyuesen@foundersc.com



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦36层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层