

航空业系列深度（一）

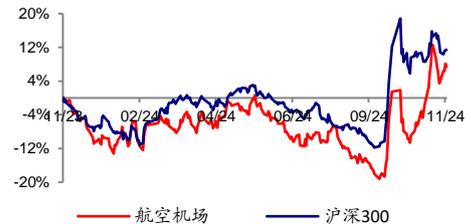
复盘历史行情，看油跌预期下航空投资机会

核心观点：

- **顺周期加强品种，油价下跌板块具备投资机会。** 航空作为交运板块的顺周期加强品种，复盘 2000 年以来三轮超额收益周期发现，每轮行情启动均以需求周期为基础，油汇不作主导因素但作为周期上行的添彩，三轮大周期中也出现了 14-15 年油价下跌与板块共振的投资机会。
- **14-15 行情经验借鉴。** 14-15 年行情受需求边际改善、票改政策推进与市场流动性共同驱动，同时油价自高位大跌航空成本优化。本轮同样是宏观上受益于流动性驱动与经济刺激政策发力，油价受 OPEC+ 未来取消减产、内需进一步转好等多重利好短期有望开启下行通道。但本轮供需逻辑与上轮大有不同，14-15 年行业供需转好来自于出境游需求超预期增长贡献供需差，而本轮供需改善主要来源于供给硬约束。
- **上游产能硬约束，供给受限逻辑坚实。** 本轮供给受限来源于供应链稳定性受损无法按时交付飞机的硬约束，据民航局 20-23 年期间我国机队规模年均复合增速为 3.0%，相较疫前大幅放缓。据 FlightGlobal，目前波音仍面临监管层约束与生产问题，空客增产计划也受制于发动机限制，主机厂产能短期恢复较难。即便未来上游产能修复，飞机引进也需严格审批，在当前我国民航机队老龄化提速、飞机退役规模增长背景下，我们测算未来 2-3 年机队年均复合增速仍维持在 4% 以下。
- **宏观预期拐点，需求潜力可期。** 中国航空业不缺长逻辑，航空需求具备韧性。据民航局，24 年 1-9 月客运量已同比 19 年增长 11%。尽管今年票价同比承压引发市场担忧，但向后展望，伴随财政端持续发力催化国内需求改善，同时随着中加航班限制解除与免签政策持续加码，国际线有望向高品质航线倾斜，在国内线供需结构优化、国际线航线品质提升下有望带动航线收益端改善，需求端潜力释放可期。
- **投资建议。** 个股方面，推荐中国国航与中国东航投资机会、经营效率突出兼具成长的春秋航空、油汇相对敏感的吉祥航空，关注华夏航空、海航控股。
- **风险提示。**（1）宏观层面：经济下行、地缘政治冲突、油价暴涨、人民币贬值、大规模自然灾害；（2）行业层面：业务增速不及预期、重大政策变动、竞争加剧；（3）公司层面：大规模定增导致股份稀释等。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2024-11-21

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师：

陈宇



SAC 执证号：S0260524100002



021-38003771



shchenyu@gf.com.cn

请注意，陈宇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

航空运输行业:10 月数据点 2024-11-18
 评：客座率超 19 年同期

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
中国国航	601111.SH	CNY	7.87	2024/04/29	增持	9.68	0.42	0.79	18.74	9.96	3.66	2.87	15.70	23.00
中国东航	600115.SH	CNY	4.05	2024/04/01	增持	4.62	0.25	0.52	16.20	7.79	3.34	2.48	12.00	19.40
春秋航空	601021.SH	CNY	59.08	2024/10/31	增持	71.43	2.83	3.57	20.88	16.55	7.92	6.59	14.90	15.90
吉祥航空	603885.SH	CNY	14.32	2024/10/31	增持	17.07	0.64	0.95	22.38	15.07	4.98	4.18	15.20	18.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、复盘：过去三轮大周期，油跌对行情有助推作用	6
（一）顺周期加强品种，历史上三轮超额收益周期	6
（二）14-15 行情经验借鉴	7
（三）本轮宏观预期转向，油价边际利好，周期向上潜力积攒	14
二、供给：上游产能硬约束，供给受限逻辑坚实	15
（一）航空产业链缓慢修复，20-23 年国内机队引进大幅放缓	15
（二）近况：主机厂产能处于历史低位，三大航运力引进不及计划	15
（三）展望：预计未来 2-3 年飞机引进仍保持相对低位	19
三、需求：需求筑底稳步修复，等待增长潜力兑现	21
（一）总量：需求韧性不减，客座率稳步上行	21
（二）结构：国内线需求坚韧，国际线稳步修复	22
（三）展望：信心预期拐点，期待潜力释放	25
（四）供需差测算	27
四、估值&投资建议：以 PB（LF）看，大航处于历史均值附近，小航接近 17-18 年水平	28
五、风险提示	31

图表索引

图 1: 复盘 2000 年来航空板块行情, 共有三轮超额收益大周期, 两轮波段周期 ..7	7
图 2: 14-15 年行情, 航空运输指数区间最高涨幅为 417% 8	8
图 3: 14-15 年行情, 南航、东航、国航区间最高绝对收益为 609%、500%、342% 9	9
图 4: 14-15 年国内宏观经济增速放缓 10	10
图 5: 14-15 年民航客运量维持较高增速 10	10
图 6: 14.9-15.5 月, 国内线客运量月均增速达到 13% 10	10
图 7: 出境游风靡, 14.10 月国际线需求同比大幅提升 10	10
图 8: 十二五期间全民航运输飞机增速为 11% 11	11
图 9: 15 年 3 月供需顺差显现, 但持续时间较短 11	11
图 10: 行业供需改善下, 15 年客座率显著高于 14 年, 并达到近年来高峰 11	11
图 11: 2015 年国内线综合票价指数同比转正, 国际线 (不含亚洲) 票价指数受竞争加剧影响同比下滑 12	12
图 12: 14Q3-16Q1 国内航空煤油随国际油价大跌 12	12
图 13: 14Q3-15Q3 三大航业绩大幅改善 12	12
图 14: 2015 年上半年国内 CPI 同比增速、PMI 止跌反弹 13	13
图 15: 14-15 超额收益周期中, 行业 PE-TTM 波动区间 13	13
图 16: 14-15 超额收益周期中, 行业 PB-LF 波动区间 13	13
图 17: 24 年 9 月以来, 布油围绕 75 美元/桶中枢波动 14	14
图 18: 24 年 10 月以来, 人民币大幅贬值 14	14
图 19: 全球航空产业链处在修复期, 仍面临人才真空、航材缺失等核心矛盾 15	15
图 20: 20-23 年中国民航业飞机年均复合增速约 3.0% 15	15
图 21: 2010 年至 2024 年 9 月波音、空客交付情况 16	16
图 22: RBC 调研显示, 737MAX 生产问题是当下波音供应链面临的核心问题... 16	16
图 23: 2015 年至今波音 737 季度实际交付 (架) 17	17
图 24: 2015 年至今波音 787 季度实际交付 (架) 17	17
图 25: 24 年 10 月份全球约 3 成搭载 GTF 发动机的 A320neo 系列飞机停飞 17	17
图 26: 近期国内航司搭载 GTF 发动机的客机停飞情况统计 (21 日未飞) 17	17
图 27: 2015 年至今空客 A320 季度实际交付 (架) 18	18
图 28: 2015 年至今空客 A350 季度实际交付 (架) 18	18
图 29: 三大航机队净增数 (架) 18	18
图 30: 航司及租赁公司的波音空客未交付订单总量 (2024 Q3) 19	19
图 31: 近年来波音、空客频繁下调产能预期指引 20	20
图 32: 中国民航机队平均机龄变化图 21	21
图 33: 截止 24 年 10 月, 国内航司 10 年机龄以上飞机数量及占比 21	21
图 34: 预计未来 2-3 年我国民航机队规模增速仍处 2-4% 左右的低增速 21	21
图 35: 24 年 1-9 月民航客运量累计 5.53 亿人, 恢复至 19 年的 111% 22	22
图 36: 24 年以来民航客运量同比增速领先铁路与公路 22	22
图 37: 24 年 1-9 月民航正班客座率为 83.2%, 基本恢复至 19 年同期水平 22	22
图 38: 24 年 1-10 月国内日均客运航班量同比 19 年+10% 23	23

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/567062015065010001>