

关注我们“小宇宙慢思考”专栏的聪友们估计知道，这个专栏的特邀嘉宾，中泰资管基金经理田瑀硕士毕业于复旦大学物理系。

在物理学中有一个很基础的概念，“相对速度”，简单来说，我们探讨某一个物体处在加速、静止，还是减速状态，需要参照另一个物体而言。

同时，在经济学中也有一个简单的概念——供需关系。几乎所有产品（无论实体或虚拟）价格的涨跌，都无法摆脱这四个字影响。

而当这两个常见的概念相叠加，不止观察“供给”与“需求”各自的变化，而是将两者的相对变化一并捕捉，眼前的图景立刻变得有趣而立体起来。

比如本期的行业主角——航空业，虽然一场疫情，让每家航司都在艰难度日，一些曾经热闹的旅游目的地，因无人出行，机票价格甚至低到过令人咋舌的几元钱。

但在田瑀看来，这样的市场却是给了航空业产能难得的出清机会。这是为什么呢？与“供需关系”的“相对速度”会有什么联系吗？

按惯例我们还是提供一组数据，这组数据的主题是“春江水暖鸭先知”。

汉莎集团订购7架777-8F并增购2架777货机和7架787-9梦想飞机；澳洲航空集团确认订购12架空客A350-1000、20架空客A220以及20架超远程型空客A321XLR；国内也有航空公司公告将引进38架飞机。

以上这些，都发生在5月。觉得变化发生的太快？还有更快的：

4月，美国某知名航空公司发布一季报，营业收入超出市场预期，同时预计二季度实现盈利。

经过两年的疫情冲击，该公司航空客运服务收入基本恢复至19年同期水平，股价再次大幅上涨。

好，铺垫了不少！下面，让我们调“慢”思考的速率，和田瑀一起琢磨琢磨航空业的生意经。

## 「田瑀的慢思考」

航空业的产能出清，开始了吗？

一家航空公司筹划取得另一家航空公司控制权的公告，在复工复产的背景下得到了众多投资者的关注。我之前写文章时提到，疫情会给航空业带来一次较为彻底的出清。

当时有朋友感到疑惑，没看到国内航司大范围倒闭，倒闭后飞机也不会退出市场，怎么会产能出清呢？

大多数人谈到产能出清，第一反应是行业的供给绝对值出现大幅度的负增长；由于航空业并不存在产能出清，也就不存在产能出清后的盈利弹性。

细究这个推演，其实存在很大问题。

首先，处于不同生命周期的行业，其产能出清的表现形式并不相同。

## 产业资本

对于需求的悲观共识会使得退出企业的机器设备、产能指标并无经济价值，关停为产能出清的常见形式。

但处于成长阶段的我国航空业，由于长期需求仍有显著增长空间，飞机、航线资产远期仍具盈利能力，因此合适的价格总能找到买家，兼并重组、提前退役才是我国航空业出清的正确打开方式。

其次，出清带来的盈利弹性的根本驱动力，并非供给的绝对量减少，而来自于供需差。

也就是说，对于衰退期的行业而言，即使需求是零增长甚至是负增长，由于供给的收缩幅度更大，从而导致了正的供需差，因此出现供不应求、价格大涨。

但对于航空业而言，疫情过去之后需求的增速将显著快于供给增速，同样可以带来正的供需差，从而大幅提升航空公司的盈利能力。

当下限制航空公司供给扩张的，就是疫情期间的持续亏损已经让航空公司3-5年内都不具备快速扩张的能力。

另外，疫情期间两大商用客机的生产商产能也受到严重冲击，目前在手的订单实现交付可能要5-8年之久，产能出清的影响可能会在10年的量级，因此疫情期间航空业的出清表现形式应该是飞机引进计划的大幅下调，高龄飞机的提前退役，以及航司间的兼并重组。而当前就是出清的加速期，可能黎明并不遥远。

另外说一句，航司的重组大概率还会继续上演。

## 「 聪投的小追问 」

问：“疫情”是航空业产能出清的加速器，还是扭转了航空业之前的态势呢？

田瑀：

由于空域的限制，航空业本应处于边际供需改善的过程之中，疫情的来临毫无疑问中断了这一过程。

但福祸相依，恶劣的经营结果也使得航空业的供给出现了较为彻底出清，除空域外，千疮百孔的航司资产负债表、转行的航空从业人员、商用客机的产能收缩……都给本就约束较强的航空业供给捆上了手脚。

当需求恢复之后，供给端的约束将显现出来，剩下的航司可能会迎来从未有过的繁荣。

问：

航司的重组，从“护城河”角度，哪些特质可以帮助企业成为那个“剩者”乃至“胜者”？

田瑀：

对于航司而言，在行业低谷活下来需要的能力并不完全相同，对于市场化程度更深的民营航空公司而言，灵活的经营、优秀的成本控制、稳健的负债结构、通畅的融资渠道都是保障公司度过难关的重要手段。

而对于大型国有航司而言，成为“剩者”依靠的是强有力的股东背景。

问：2007年致股东信中，巴菲特

写到：最坏的行业，就是那些增长迅速，需要大笔投资来保持增长，但是却很难赚钱的行业，比如航空业。

但他2020年又做了一次“糟糕的投资”，有看到过报道你对此持有不同的观点。那么站在当下，你对国内航空业的观点与2020年有什么同与不同呢？

田瑀：

站在当下，疫情的持续时间比预期的更加漫长，行业出清的会更加彻底，也就意味着未来的盈利能力将更加乐观。

任何投资都是基于事实而非别人的观点这是在投资中极其重要但又很容易违反的原则，巴菲特对于航空业的看法有过多次变化，这在投资中是再正常不过的事情，毕竟判断错误是在任何框架下都要被允许，敢于否定自己恰恰是客观的体现。

其次我们无法知道巴菲特当初不看好航空业的全部前提和详细原因，更多的只是易于传播的论断，以至于后面看好也是一头雾水，因此也谈不上观点不同，我都不知道他的全部观点是什么。

至于我们的看好，仅仅是基于我们对于国内航空业的一些认知做出的判断。

田瑀简介：

现任中泰资管基金业务部副总经理，复旦大学材料学学士，复旦大学物理学硕士。10年投研经验（其中7年投资管理经验）曾任安信基金特定资产管理部投资经理、中泰资管权益投资部高级投资经理。坚持价值投资理念，善于寻找具有宽阔护城河的成长股，分享企业成长的价值。

---

凡注明“聪明投资者”的作品，版权均属聪明投资者。未经授权严禁转载、摘编或利用其它方式使用，违者必究。所有文章旨在记录和传递信息，不代表“聪明投资者”赞同或反对其观点。