

短期需求复苏，中长期景气持续向上

华泰研究

2021年3月16日 | 中国内地

专题研究

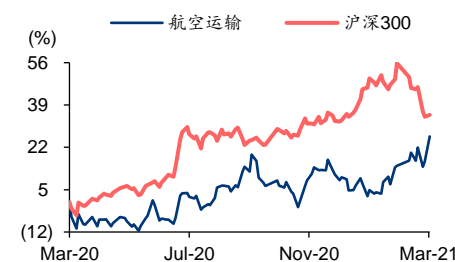
航空运输

增持 (维持)

研究员 **沈晓峰**
SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 +86-21-28972088

研究员 **黄凡洋**
SAC No. S0570519090001 huangfanyang@htsc.com
SFC No. BQK283 +86 21 28972065

行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

疫情趋缓，航空需求迅速回暖；中长期景气持续向上

2021年春运航空需求再陷低谷，但自2月中下旬疫情逐步得到控制，短期航空需求迅速回升，目前国内线客运量已恢复至2019年同期超过90%的水平，并且主要商务、旅游区域出行限制政策放松，或将进一步催化航空需求。中期伴随疫苗接种范围扩大，航空需求恢复风险降低，我国在人均可支配收入不断提升的过程中，预计民航需求快速增长趋势不变。供给方面，“十四五”期间我国民航业供给存在缩紧趋势，飞机引进或将放缓，推动中长期航空供需结构优化。目前板块利空风险较低，收益水平有望边际改善，带动估值持续抬升。建议积极布局景气持续向上的航空板块。

短期：本土疫情得到控制，需求迅速回升

国内航空需求恢复节奏与疫情紧密相关。2020年新冠疫情对民航出行需求造成重大打击，全年民航旅客周转量同比下滑46.1%，客座率同比下降10.2pct。并且受到疫情复发的冲击，2021年春运航空需求再陷低谷。不过2月中下旬疫情逐步得到控制，推动国内民航需求再次进入恢复通道，2月上市航司客座率普遍环比提升。进入3月后，民航日均发送旅客达到138.5万人次，测算国内线客运量已恢复至2019年同期超过90%的水平。同时国内出行限制政策开始放松，我们认为将推动国内线民航需求进一步提升。

中期：疫苗接种降低需求再次下滑风险

新冠疫苗正在全球范围内逐步扩大接种面积，截止3月13日，全球已接种新冠疫苗3.6亿剂次。全球每日新增新冠确诊病例出现明显拐点，疫苗有效性得到初步验证，有助于消除居民出行忧虑情绪，降低航空需求再次恶化风险。中期来看，虽然国际航线航空需求恢复任重道远，但新冠疫情影响终将减弱，民航作为中长距离最有效率的出行方式，其需求具有韧性。我国在迈向发达国家，人均可支配收入不断提升的过程中，我国民航需求快速增长趋势不变。

长期：供给存在缩紧趋势，供需结构迎来改善

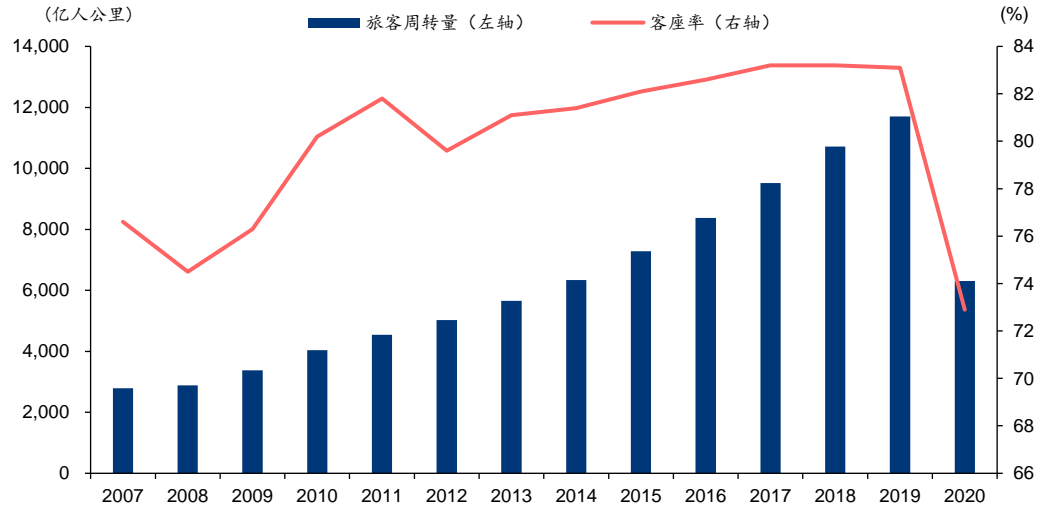
新冠疫情影响广泛，航司资金链紧张，并且上游制造商飞机交付受阻，抑制航司机队扩张，2020年航司飞机引进明显减慢，我们预计2020年我国机队同比增速降低至约1.5%。并且经过疫情冲击，航司对于机队引进普遍转为谨慎，机队扩张放缓或将在“十四五”期间延续，我们测算行业机队复合增速将由2015-2019年的10.0%下滑至2020-2022年的7.1%。我们认为行业或将迎来供需结构改善，为航司票价和客座率的提升提供基础。在航司高铁冲击减弱，经济舱全价上调多次后，商务线票价弹性或将释放，航司收益水平有望回升，带动公司估值逐步提高。

风险提示：新冠疫情影响超预期，国际贸易与政治摩擦，油价大幅上涨，人民币大幅贬值，高铁提速，737MAX8复飞时点超预期。

短期：本土疫情得到控制，需求迅速回升

2020年新冠疫情对民航出行需求造成重大打击。2020年在疫情影响下，居民出行意愿极具降低，我国民航需求低迷，据民航局统计，全年行业民航旅客周转量同比下滑46.1%，回到2014年的水平，同时全年客座率仅为72.9%，同比下降10.2pct。虽然油价较低、政府也出台多项政策支持民航业，但预计2020年民航业仍将录得大幅亏损。

图表1：2020年我国民航旅客周转量大幅下滑

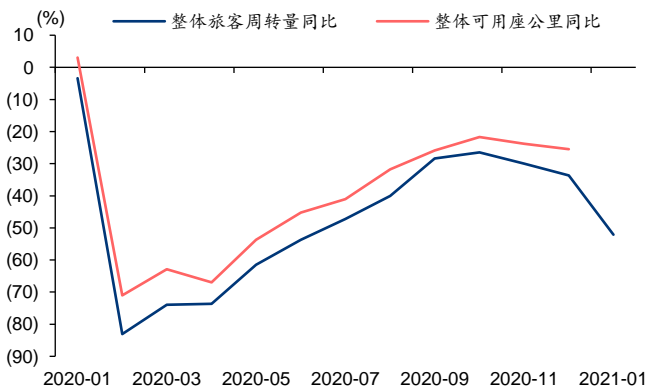


资料来源：民航局，华泰研究

国内需求在疫情的反复中持续恢复。自2020年1月新冠在我国爆发以来，本土病例时有新增，但我国民航供需在2月到达谷底后即开始逐步回升。从RPK同比降幅来看，新冠疫情爆发初期，民众恐慌情绪迅速扩散，使得3-4月需求恢复较为缓慢，国内RPK同比分别大幅下降68%/64%。不过我国疫情控制效果突出，民众恐慌情绪逐步消退，推动民航出行需求恢复。即使6月及暑期新冠本土疫情出现两次反复，但均被及时控制在局部地区，民航需求恢复虽出现短暂波动，但产生的负面影响较小，RPK同比降幅显著缩窄。8月中旬开始连续8周末有新增本土病例，使得9-10月国内RPK同比降幅缩窄至3%/2%。

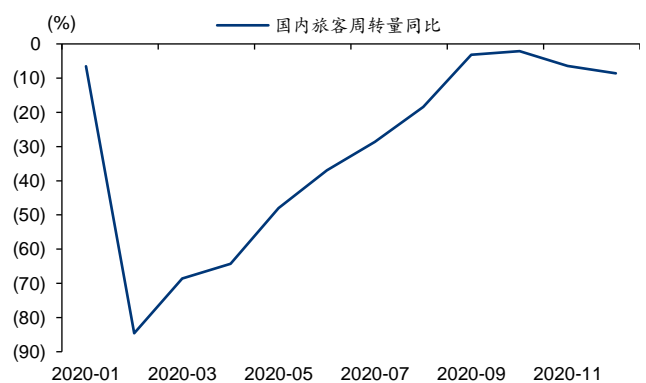
春运航空需求再陷低谷。进入4季度航空淡季后，本土疫情再次出现较大规模反复，多地出台提倡就地过年政策，减少春运期间人口流动，同样限制了旅游客源，民航客流量再次探底，RPK同比降幅有所扩大，2021年1月整体RPK同降52.1%，相比2020年12月扩大18.5pct；另外春运前半程20天（1月28日至2月16日）20天仅发送1073.2万人次，与2020年农历同期相比下降67.5%，日均发送旅客相比春运前十天（1月18日至1月27日）下滑34.2%。

图表2：我国民航整体供需同比增速

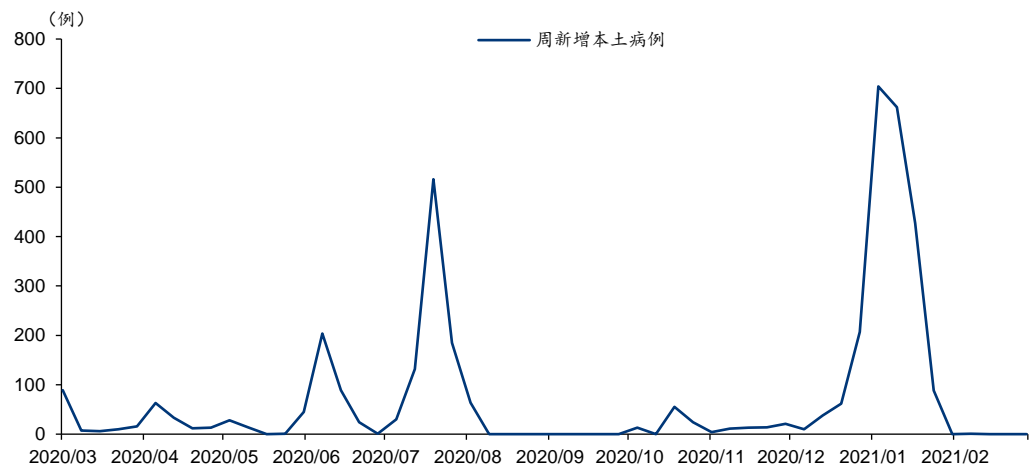


资料来源：民航局，华泰研究

图表3：国内航线旅客周转量同比降幅

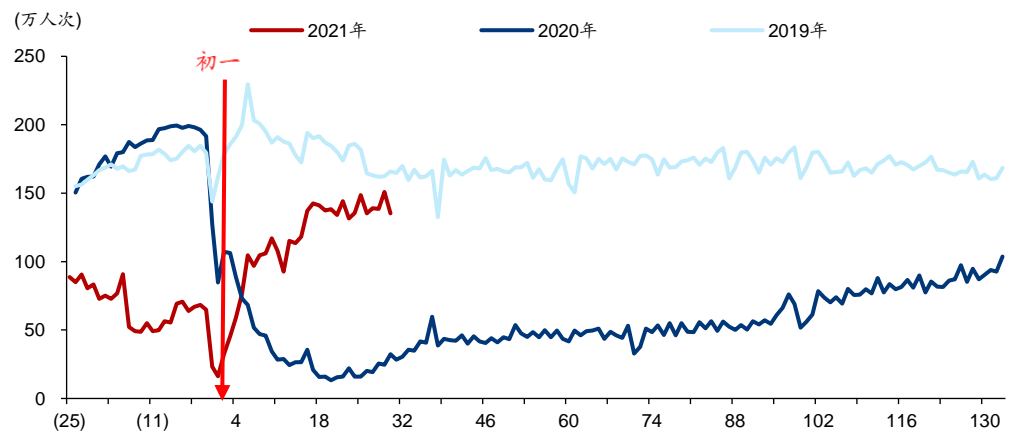


资料来源：民航局，华泰研究

图表4：周新增本土病例


资料来源：国家卫健委，华泰研究

2月中下旬疫情逐步得到控制，需求迅速回升。国内民航需求恢复始终与本土疫情紧密相关，2021年2月7日后，我国仅发现1例新冠本土病例，此轮疫情复发基本得到控制，推动国内民航需求再次进入恢复通道，2月12日大年初一民航发送旅客量仅16.2万人次，在触底后迅速回升。进入3月后，民航日均发送旅客达到138.5万人次，2019年3月日均169.4万人次，若按2019年国内线客运量全年占比整体88.7%计算，国内线客运量已恢复至2019年同期超过90%的水平。

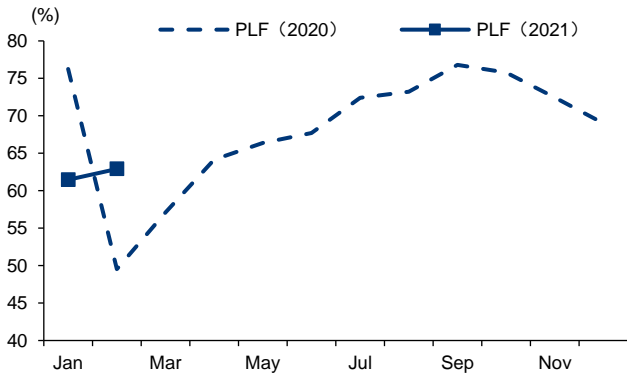
图表5：春运期间民航旅客量


注：横坐标为春节前后天数，1为年初一。

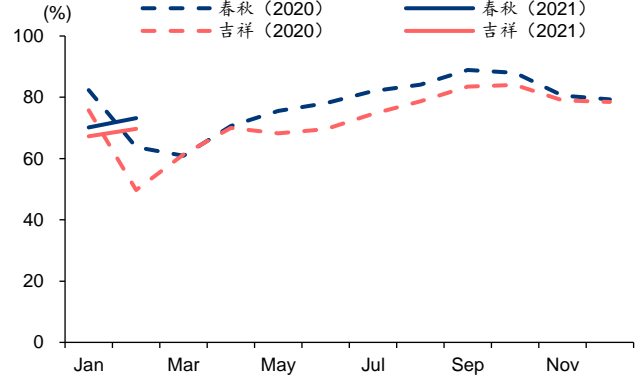
资料来源：交通运输部，华泰研究

2月客座率普遍回升。根据航司披露的2月经营数据，航司对于春运较低的出行需求采取相应措施，调整和收缩运力，使得虽然运力投入和旅客周转量环比下滑明显，但客座率重新上升。中国国航、南方航空、东方航空、春秋航空、吉祥航空整体2月ASK/RPK环比1月下降20.6%/18.5%，客座率环比上升1.7pct至64.2%，其中国内线客座率环比上升1.8pct至65.3%。其中春秋航空整体客座率恢复较快，环比上升3.0pct至73.2%，行业领先。

出行限制政策放松提供催化剂。据北京市人民政府新闻办公室微信公众号3月12日消息，自2021年3月16日零时起，低风险地区人员进返京不再需要持抵京前7日内核酸检测阴性证明。另外文旅部3月15日发布消息，疫情低风险地区，对剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所接待消费者人数比例不再做统一限制，由各省（区、市）党委、政府根据当地疫情防控形势自行掌握。主要商务、旅游区域出行限制政策的放松，预计将有效缓解居民被压抑的出行热情，有利于推动商务、旅游等出行需求进一步增长，我们认为我国国内线民航需求仍有提升空间。

图表6：三大航整体客座率（2020年1月-2021年2月）


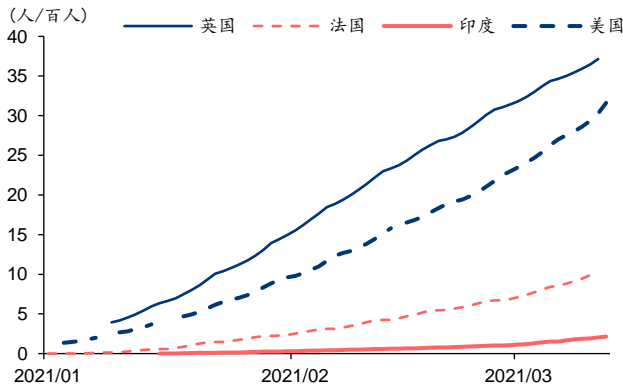
资料来源：民航局，华泰研究

图表7：春秋航空和吉祥航空整体客座率（2020年1月-2021年2月）


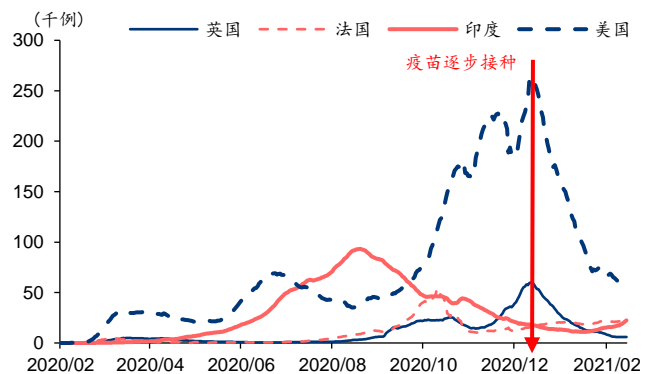
资料来源：民航局，华泰研究

中期：疫苗接种降低需求再次下滑风险

疫苗有效性初步显现，需求再次下滑风险降低。为尽早控制疫情传播，全球多国诉诸于疫苗接种，或将推动跨国间航空需求复苏，同样将降低我国航空需求再次被疫情冲击的可能性。截止3月13日，全球已接种新冠疫苗3.6亿剂次，分国家看，接种覆盖人群较广的国家新增新冠病例或出现明显拐点，疫苗有效性得到初步验证。英美两国自2020年12月中旬新冠疫苗接种规模快速提升，截止3月12日，英国与美国每百人疫苗量分别达到37.2人和30.2人，而新增新冠确诊病例则出现明显拐点。相比之下，印度与法国疫苗接种推广稍有迟缓，新冠疫情尚未出现明显好转。

图表8：主要国家每百人新冠疫苗接种情况


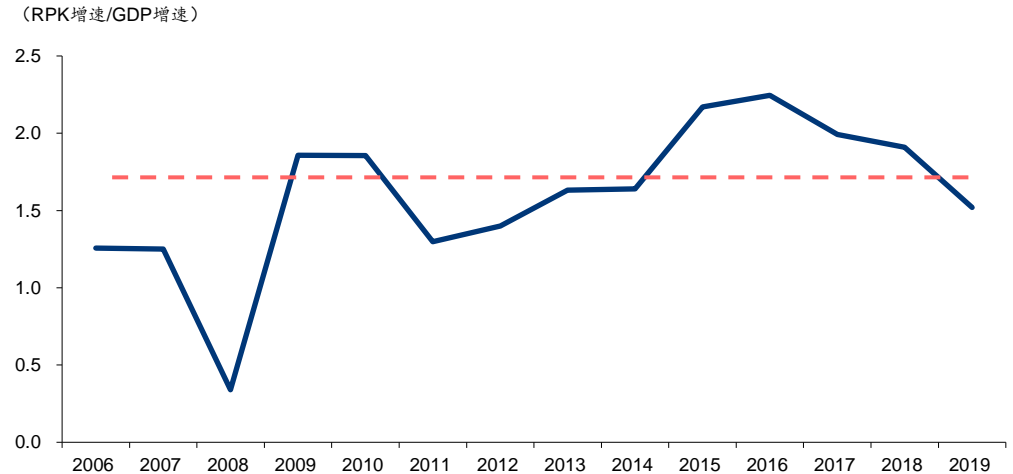
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：主要国家新冠肺炎当日新增确诊病例（7日移动平均）


资料来源：Wind，华泰研究

我国民航需求中期增长趋势不变。在3月1日晚，清华大学与布鲁金斯学会共同举办“快速复苏的正轨：中美新冠疫情防控与治疗合作”论坛中，中国工程院院士、著名呼吸病学专家钟南山表示，希望中国疫苗接种率在6月达到40%。我国疫苗接种率的提升将进一步推动国内航空需求恢复，同样也为国际出行限制带来突破口。

虽然钟南山同时表示，全球的群体免疫需要至少2-3年的时间，国际航线航空需求恢复任重而道远。但我们认为航空业最困难的时期已经过去，民航作为中长距离最有效率的出行方式，其需求具有韧性，国家发展不可或缺。伴随疫情影响逐步消退，中期来看，我国在迈向发达国家，人均可支配收入不断提升的过程中，预计我国民航需求将持续较快增长。

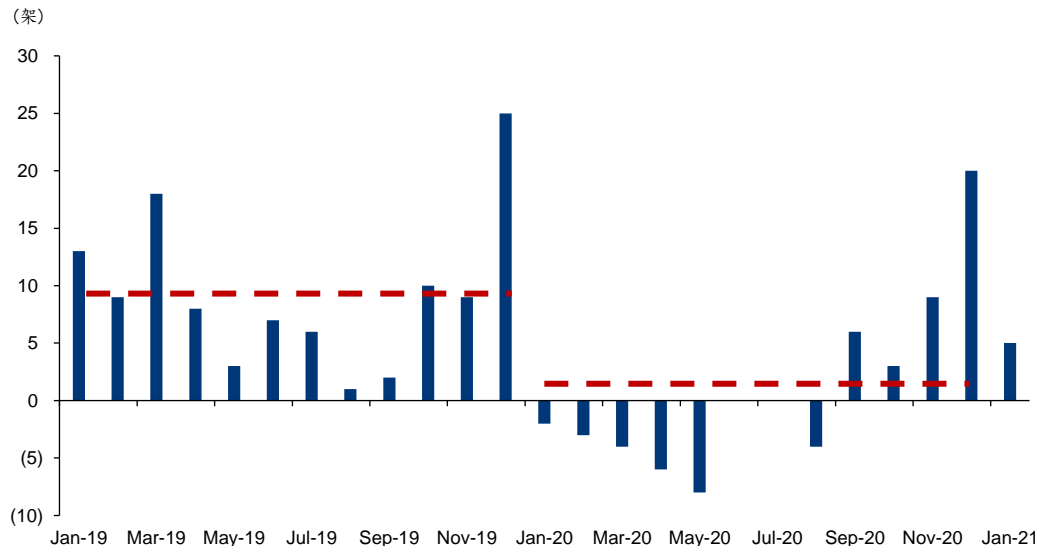
图表10： 我国民航 RPK 增速与 GDP 增速比维持 1.5-2.0（2006 年-2019 年）


资料来源：国家统计局，民航局，华泰研究

长期：供给存在缩紧趋势，供需结构迎来改善

2020 年航空公司飞机引进明显放缓。新冠疫情影响广泛，航司资金链紧张，并且上游制造商飞机交付受阻，2020 年我国机队增速下降。我国主要上市航司（中国国航、南方航空、东方航空、海航控股、春秋航空、吉祥航空）披露机队 2020 年净引进 11 架飞机，相比 2019 年减少 100 架。

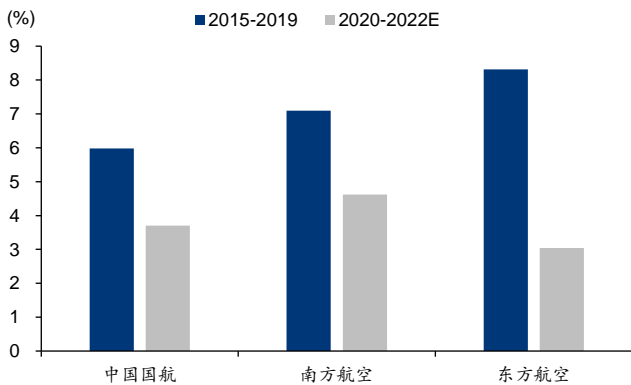
行业来看，2019 年末我国民航在册架数 3818 架（民航局），2010 年-2019 年机队复合增速达到 10.4%，而 2020 年，空客、波音、中国商飞分别向中国航司交付 77 架、6 架、24 架飞机，共计 104 架，综合考虑机队退租、退役等，我们预计 2020 年我国机队净引进约 50-60 架，同比增长约 1.5%，增速明显放缓。

图表11： 主要上市航司 2020 年飞机引进放缓


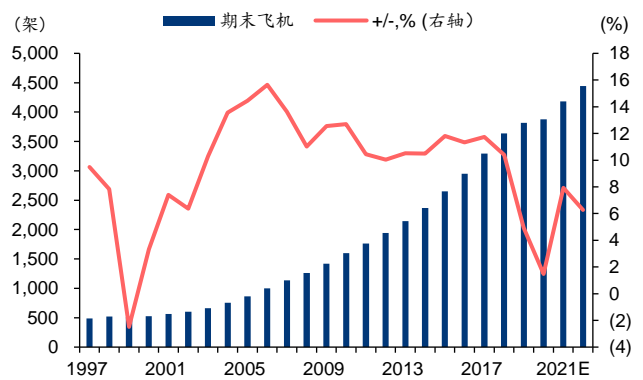
资料来源：公司公告，华泰研究

预计“十四五”期间行业供给缩紧。“十三五”期间，我国民航业快速发展，航空出行迅速普及，航司为把握市场下沉契机，抢占低线份额，快速新增运力，机队扩张迅猛。以三大航为例，中国国航、南方航空、东方航空，2014-2019 年客运机队架数复合增速分别达到 6.0%、7.1%、8.3%，行业机队架数复合增速更是高达 10.0%。

但是经过长期快速发展以及新冠疫情的冲击，各航司普遍转为谨慎，优化航线网络结构或成为公司战略关注重点。根据公司最新公告飞机引进计划，我们预计 2020-2022 年中国国航、南方航空、东方航空客运机队架数复合增速将分别下降至 3.7%、4.6%、3.0%，并且仍可通过退租飞机等方式进一步压低供给。行业方面，假设海航旗下机队暂停扩张，即使其余中小航司机队增速维持 12%，2020-2022 年行业机队复合增速仍将下滑至 7.1%，并且或将在“十四五”期间持续。机队增速放缓，我们认为或将有利于行业供需结构改善，为航司票价和客座率的提升提供基础。

图表 12：三大航机队复合增速预计明显下降


资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表 13：行业机队增幅预计放缓


资料来源：民航局，华泰研究预测

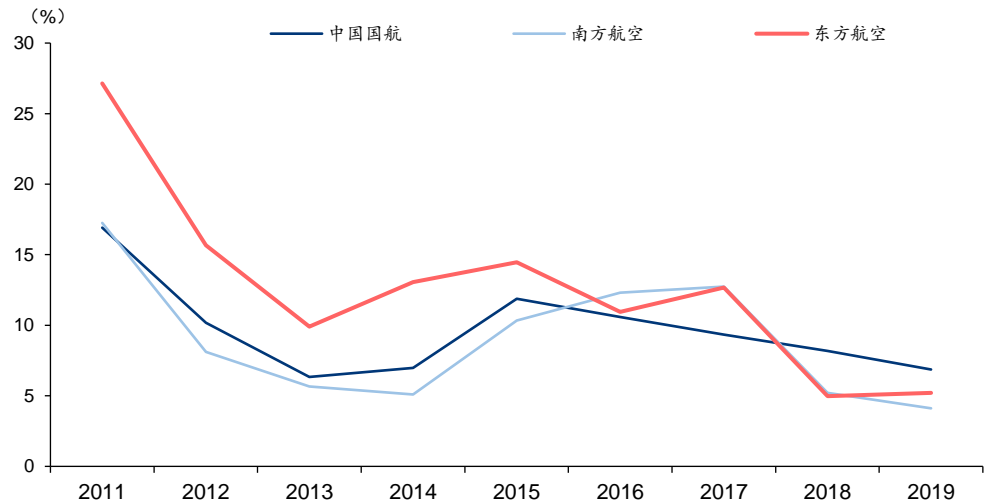
估值有望持续抬升

航空业估值处于修复过程中。2009 年金融危机过后至今，中国国航、南方航空、东方航空 PB (LF) 均值分别为 2.1 倍/2.0 倍/2.2 倍，截止 2021 年 3 月 15 日，中国国航、南方航空、东方航空 PB (LF) 分别为 1.6 倍/1.5 倍/1.6 倍，距离恢复至中枢水平仍有约 35% 空间。

另外，过去 10 年，由于供给增速较快、高铁冲击、限制三公消费等原因，使得我国民航业景气度恶化，收益水平持续下滑，压制 ROE 水平，PB 估值中枢也持续下降。但伴随中长期行业供需结构改善，航司高铁冲击减弱，经济舱全价上调多次，商务线票价弹性释放，航司收益水平有望回升，带动公司估值逐步提高。

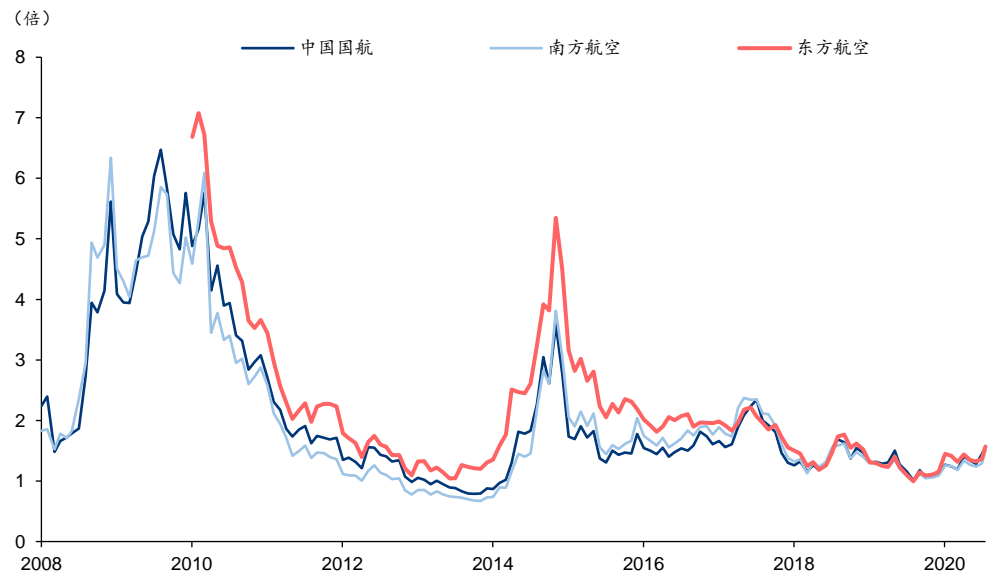
目前航空板块利空风险较低，中期需求复苏趋势不变，供给存在缩紧趋势，若油汇无大幅波动，航司亏损有望大幅缩窄，估值仍有修复空间。建议积极布局景气持续向上的航空板块。

图14: 三大航 ROE 等待回升



资料来源: Wind, 华泰研究

图15: 三大航 PB (LF) 估值处于历史较低水平



资料来源: Wind, 华泰研究

图16: 报告涉及公司列表

公司	代码	公司	代码
中国国航	601111 CH	春秋航空	601021 CH
南方航空	600029 CH	吉祥航空	603885 CH
东方航空	600115 CH	波音	BA US
海航控股	600221 CH	空客	EADSY US
中国商飞	未上市		

资料来源: 彭博, 华泰研究预测

风险提示

新冠疫情影响超预期, 国际贸易与政治摩擦, 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 737MAX8 复飞时点超预期。

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司