

证券研究报告—动态报告/行业快评

交通运输

2021 年二月航空运营数据点
评

超配

(维持评级)

2021 年 03 月 16 日

二月春运低谷已过，复苏趋势明朗

证券分析师：姜明

jiangming2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521010004

事项：

民航3月新闻发布会提及2月民航客流量同比增187.1%，约为2394万人次。各航司披露2月运营数据，因春运就地过年政策及局地疫情反复影响，运投及运量环比1月有所下降。此外，《公共航空运输旅客服务管理规定》正式颁布，将于今年9月1日正式实施。

国信交运观点：2021年春运相比2020年更为特殊，就地过年政策导致出行需求被冻结，但随着各地疫情被及时扑灭，节后客流显著恢复，春运整体客流呈现前低后高趋势。近期，随着两会闭幕，限制旅客出行的隐形障碍逐步消除，客流逐步恢复，居民出行需求有望在清明、五一、暑运、国庆等时段集中释放。

我们认为当前国内敏感人群广泛接种疫苗使国内疫情再度反复的概率大幅下降，国内需求持续向上的趋势大概率长期持续。民营航司凭借精简的机队、相对高效的运营能力及相对较高的盈利水平，运营率先恢复，将充分受益于国内市场的回暖。大航盈利能力的全面复苏大概率需等到国际线逐步放开，而我们认为放开国门更需要依托我国居民自身的疫苗接种率达到一定标准形成群体免疫，参考海外疫情失控苗头显现时我国对全球而非针对某个国家封锁国门，同时考虑到历史上航空公司国际线主要集中于日韩东南亚及欧美发达国家，预计国门开放之时大部分目的地国家也可以完成对居民较高的疫苗保护率，因此我们认为当疫苗接种率接近或达到群体免疫时，我国将有望重新对全世界开放。

长期看，《公共航空旅客服务管理规定》强化了市场主导民航运营的体制机制，利于航空公司产品及营销创新，提高辅助收益，利于运营高效的航空公司的长期发展。

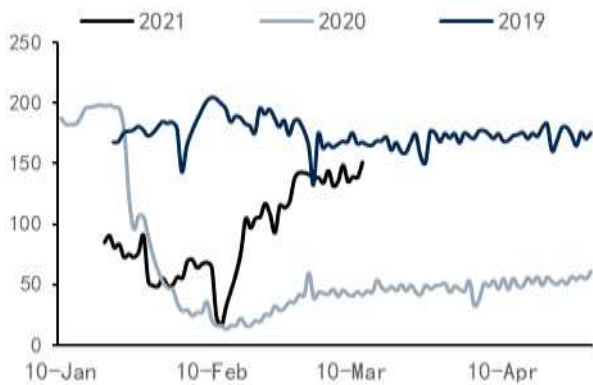
评论：

2月民航客流量同比增187.1%，各航司披露2月运营数据

2021年春运相比2020年更为特殊，就地过年政策导致出行需求被冻结，2月民航数据环比1月有所回落，但随着各地疫情被及时扑灭，节后客流显著恢复，春运整体客流呈现前低后高趋势。分航空公司来看，各航司运营数据均同比2020年大幅增长，但相比2019年同期仍有相当的降幅，国内线环比1月有所降温，国际地区线继续低位徘徊。三大航运营状况基本一致，南航稍好，民营航司中春秋依然保持行业领跑，吉祥紧随其后。客座率方面，2月大航整体客座率在60%-65%之间，春秋吉祥在70%左右，但因就地过年政策影响，五家航司相比2019年同期仍有20%左右的降幅，预计3月起各

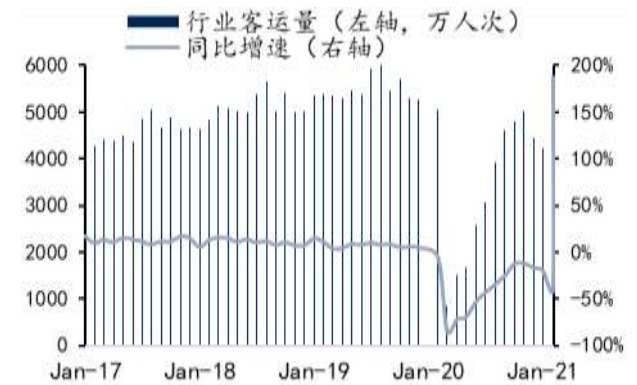
航司运营数据均有望大幅改善。

图 1: 2019-2021 年春运前后逐日民航客流量走势



资料来源: 交通运输部, 国信证券经济研究所整理

图 2: 民航逐月旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 各航司 2 月及 1-2 月累计数据同比表现概览

2 月总量数据

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
ASK					
同比 2020	21.0%	65.1%	50.2%	75.1%	78.8%
相比 2019	-61.4%	-55.5%	-58.9%	-11.9%	-27.0%
RPK					
同比 2020	44.9%	127.1%	83.8%	101.2%	150.5%
相比 2019	-71.7%	-66.2%	-70.1%	-31.5%	-41.5%
旅客运输量					
同比 2020	119.6%	204.5%	193.8%	126.9%	174.8%
相比 2019	-62.6%	-58.7%	-63.2%	-26.8%	-35.6%
客座率					
当期值	61.6%	64.8%	61.5%	73.2%	69.7%
同比 2020	10.1%	17.7%	11.3%	9.5%	20.0%
相比 2019	-22.4%	-20.4%	-22.9%	-20.9%	-17.3%

1-2 月总量累计数据

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
ASK					
同比 2020	-38.1%	-27.9%	-30.5%	6.7%	11.4%
相比 2019	-57.2%	-52.6%	-52.8%	-9.6%	-18.0%
RPK					
同比 2020	-46.9%	-34.5%	-40.4%	-0.8%	10.8%
相比 2019	-68.2%	-63.1%	-65.5%	-29.7%	-33.9%
旅客运输量					
同比 2020	-26.4%	-15.0%	-21.2%	11.4%	21.0%
相比 2019	-57.2%	-54.1%	-57.5%	-23.6%	-27.9%
客座率					
当期值	60.9%	64.3%	60.3%	71.6%	68.3%
同比 2020	-10.0%	-6.5%	-10.0%	-5.4%	-0.3%
相比 2019	-21.0%	-18.4%	-22.2%	-20.5%	-16.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 各航司国内线 2 月及 1-2 月累计数据同比表现概览

2 月国内数据					
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	124.4%	138.5%	181.1%	129.9%	110.8%
相比 2019	-38.0%	-38.8%	-38.1%	33.3%	-10.5%
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	179.2%	236.7%	293.6%	158.7%	185.7%
相比 2019	-55.0%	-52.7%	-54.6%	3.2%	-28.5%
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	176.5%	253.5%	283.8%	173.6%	203.7%
相比 2019	-54.0%	-51.9%	-55.8%	0.5%	-24.8%
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
当期值	62.5%	66.1%	62.7%	73.4%	70.4%
同比 2020	12.3%	19.3%	17.9%	8.2%	18.4%
相比 2019	-23.6%	-19.5%	-22.8%	-21.4%	-17.7%
1-2 月国内线累计数据					
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	2.2%	3.8%	12.2%	68.7%	38.8%
相比 2019	30.8%	34.4%	29.1%	-37.2%	2.6%
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-11.0%	-3.2%	-1.2%	56.2%	36.7%
相比 2019	-48.2%	-47.7%	-47.4%	6.5%	-21.3%
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-8.8%	1.0%	-3.9%	57.5%	41.6%
相比 2019	-47.1%	-46.3%	-49.1%	5.0%	-17.4%
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
当期值	62.0%	65.6%	61.4%	71.8%	69.1%
同比 2020	-9.2%	-4.8%	-8.3%	-5.8%	-1.0%
相比 2019	-20.8%	-16.7%	-21.4%	-20.7%	-16.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 各航司国际线 2 月及 1-2 月累计数据同比表现概览

2 月国际数据					
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-91.8%	-76.6%	-88.6%	-95.6%	-80.4%
相比 2019	-96.7%	-92.8%	-95.6%	-98.3%	-92.7%
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-93.6%	-80.0%	-93.6%	-96.5%	-79.1%
相比 2019	-98.3%	-96.5%	-98.3%	-99.1%	-96.3%
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-94.2%	-83.1%	-94.9%	-95.6%	-87.0%
相比 2019	-98.7%	-97.6%	-99.0%	-99.0%	-97.7%
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
当期值	41.6%	41.0%	31.5%	46.9%	42.2%

同比 2020	-11.9%	-6.9%	-25.1%	-12.7%	2.6%
相比 2019	-39.2%	-43.8%	-51.2%	-45.9%	-40.9%
1-2 月国际累计数据					
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-94.4%	-88.7%	-93.9%	-98.0%	-88.5%
相比 2019	-95.9%	-91.8%	-95.2%	-98.1%	-89.1%
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-96.8%	-93.3%	-97.2%	-98.7%	-92.3%
相比 2019	-98.0%	-95.8%	-98.1%	-99.0%	-94.3%
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-97.3%	-95.1%	-98.0%	-98.5%	-95.5%
相比 2019	-98.3%	-96.9%	-98.7%	-98.8%	-96.7%
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
当期值	39.8%	42.9%	33.2%	50.0%	42.8%
同比 2020	-31.4%	-29.0%	-38.5%	-26.2%	-21.2%
相比 2019	-40.6%	-41.1%	-49.0%	-41.4%	-39.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 各航司地区线 2 月及 1-2 月累计数据同比表现概览

2 月地区数据					
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-36.7%	-6.1%	-58.9%	-71.5%	41.4%
相比 2019	-89.1%	-91.6%	-93.5%	-95.6%	-79.9%
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-27.4%	-16.4%	-53.8%	-76.8%	93.8%
相比 2019	-94.5%	-96.6%	-96.7%	-98.3%	-89.1%
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-27.9%	-13.0%	-59.9%	-78.6%	47.9%
相比 2019	-94.5%	-95.8%	-96.9%	-98.2%	-90.4%
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
当期值	42.2%	31.2%	41.0%	36.4%	43.2%
同比 2020	5.4%	-3.9%	4.5%	-8.3%	11.7%
相比 2019	-40.3%	-45.7%	-39.2%	-55.7%	-36.1%
1-2 月地区累计数据					
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-75.6%	-74.7%	-83.6%	-90.9%	-50.9%
相比 2019	-86.6%	-90.3%	-91.8%	-94.7%	-78.4%
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-83.8%	-87.2%	-88.8%	-94.7%	-71.0%
相比 2019	-92.9%	-96.2%	-95.6%	-97.5%	-90.9%
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
同比 2020	-84.0%	-85.7%	-89.7%	-94.8%	-73.4%
相比 2019	-92.9%	-95.2%	-95.9%	-97.3%	-91.4%
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
当期值	43.3%	29.4%	43.7%	44.0%	33.8%
同比 2020	-22.0%	-28.7%	-20.3%	-30.9%	-23.4%
相比 2019	-38.9%	-45.7%	-37.3%	-47.7%	-46.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内市场将持续复苏, 国际航线后续放开将成就大航盈利恢复

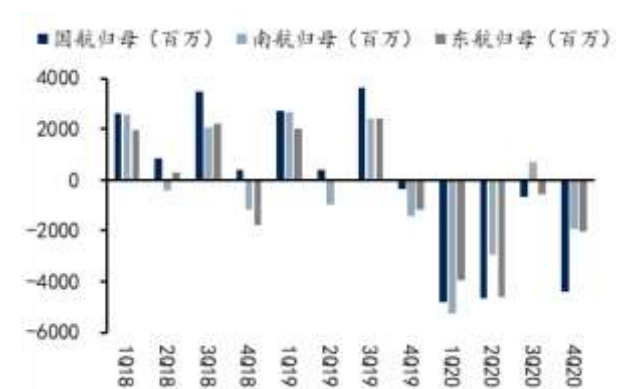
我们认为当前国内敏感人群广泛接种疫苗使国内疫情再度反复的概率大幅下降, 国内需求持续向上的趋势大概率长期持续。清明假期将近, 去哪儿网订票数据显示清明假期订票量接近 2019 年同期, 五一假期订票量已经超过 2019 年同期水平, 需求持续复苏。民营航司凭借精简的机队、相对高效的运营能力及相对较高的盈利水平, 运营率先恢复, 将充分受益于国内市场的回暖。

图 7: 民营航司经营业绩恢复较快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 春秋航空业绩计算扣除投资损失影响, 4Q20 测算按业绩预告中值计算

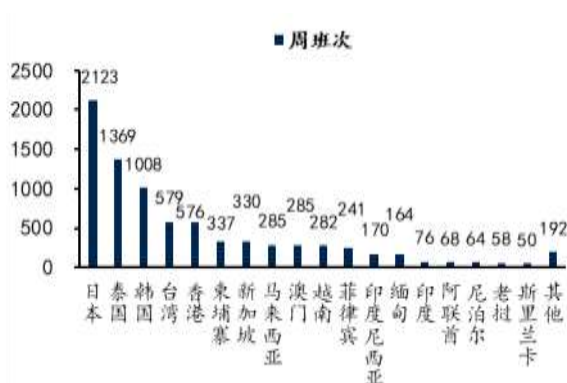
图 8: 大航利润恢复较慢, 国际线拖累明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

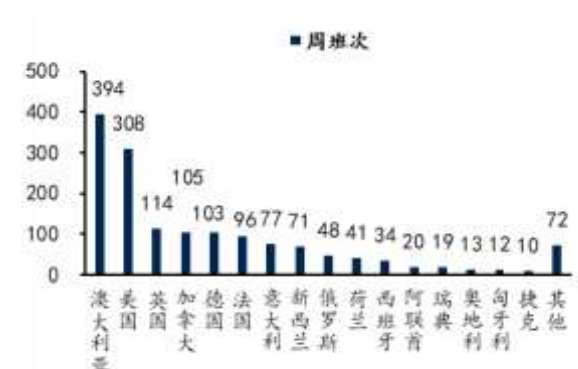
大航盈利能力的全面复苏大概率需等到国际线逐步放开, 而我们认为放开国门更需要依托我国居民自身的疫苗接种率达到一定标准形成群体免疫, 参考海外疫情失控苗头显现时我国对全球而非针对某个国家关闭国门, 同时考虑到历史上航空公司国际线主要集中于日韩东南亚及欧美澳发达国家, 预计国门开放之时大部分目的地国家也可以完成对居民较高的疫苗保护率, 因此我们认为当疫苗接种率接近或达到群体免疫时, 我国将有望重新对全世界开放。

图 1: 五家上市航司疫情前亚洲航线目的地汇总



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 五家上市航司疫情前洲际航线目的地汇总

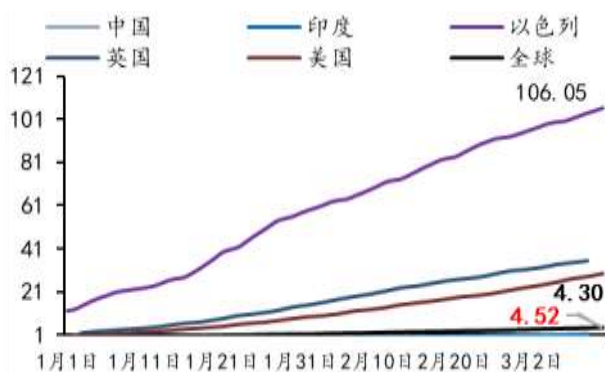


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

诚然, 当前我国疫苗接种率仍然较低, 3月15日卫健委副主任表示, 截至3月14日, 我国新冠疫苗接种已达6498万人次, 疫苗覆盖率大概在4.5%左右, 相比2月底提高约0.9%。中国疾控中心主任高福表示, 按照当前疫苗产量, 中国应该能在今年年底至明年年中时达到70%-80%的新冠疫苗接种率, 我们认为当前疫苗接种率依然偏低的原因一

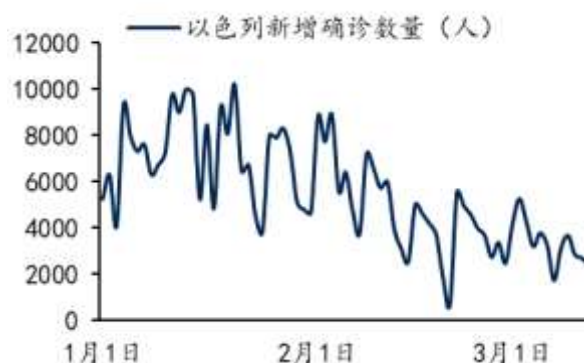
方面是春节期间疫苗接种整体停摆，一方面也是由于国内疫情管控良好，居民接种紧迫性不强。考虑到我国在过去一年时间内疫情管控全球独一档的领先地位及强大的政府动员能力，如能够实现广泛宣传及出台对完成疫苗接种人群给予进一步出行便利的政策，疫苗接种率有望快速提升。

图 3：我国疫苗接种率目前在 4.5% 左右



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：以色列新增确诊数量震荡走低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

供需反转，疫情全面消退后民航价格弹性可期

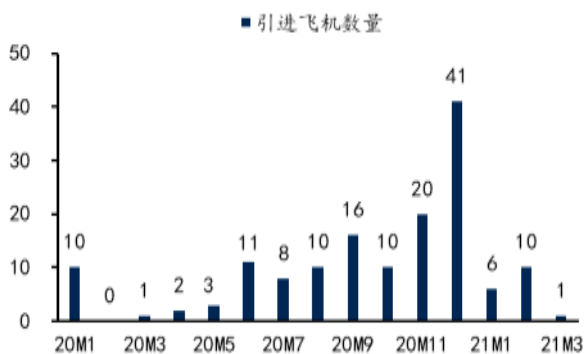
2020 年我国民航整体巨亏，全年飞机引进大幅放缓，且由于大航因国际线尚未恢复，盈利短期仍有压力，叠加海航系整体破产，2021 年我国航司飞机引进整体速度大概率仍然保持低位。2017 年控总量调结构政策出台及 2019 年 B737MAX 停飞后，各航司通过提高飞机及时刻利用率创造超额供给的空间已经被显著消化，且由于飞机交付周期的限制，供给弹性明显不足。

反观需求，民航需求的核心驱动力是经济增长及居民收入水平持续提升，疫情后经济迅速回暖将拉动需求快速回归自然增长曲线。短期看，即便国内疫苗接种率仍较低，但重点人群的广泛接种大大降低了海外疫情再度输入的风险，积压的需求有望迎来报复性反弹，清明及五一的预定火热也印证了这一判断。因此如需求快速复苏，民航市场有望迎来供不应求的局面，价格弹性可期。

长期看，民航服务新政进一步破除了民航差异化服务创新的枷锁，勇于创新的航空公司有望通过精细化运作，差异化服务定价持续获得超额利润。

图 5：民航引进飞机数量处于低位

图 6：民航需求受到外部冲击后复苏较为迅速



资料来源：民航休闲小站，国信证券经济研究所整理
注：2021年3月数据截至3月12日；2019年因B737MAX停飞及延迟交付，民航运输飞机净增量为179架，2018年为343架。



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：我们认为疫情的冲击毕竟是暂时的，随着疫苗接种形成全民免疫带来需求的迅速复苏，供给的刚性限制及需求的韧性有望促成民航的景气区间。投资标的来看，民营航司盈利率先恢复，近水楼台先得月，大航则在全球互通重启之时具备后发先至的潜力。推荐吉祥航空、春秋航空、中国国航、东方航空，关注南方航空，华夏航空。

风险提示

- 1、宏观经济波动；
- 2、疫情再度反复；
- 3、油价汇率剧烈波动；
- 4、安全事故。

相关研究报告:

- 《行业事件点评：疫苗时间表日趋明晰，清明五一需求或超预期》 ——2021-03-15
- 《交运&中小盘 3 月投资策略：布局疫情后时代航空及物流成长股》 ——2021-03-14
- 《交运&中小盘 20 年和一季度业绩前瞻：小盘股关注度提升，布局顺周期及一季报品种》 ——2021-03-09
- 《交运&中小盘行业周报：小盘股关注度提升，布局顺周期及一季报品种》 ——2021-03-08
- 《交运&中小盘行业周报：京东加快 IPO 布局，嘉诚签约海南重点项目》 ——2021-03-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032