

票价弹性待释放，全年或仅小幅亏损

华泰研究

2021年3月22日 | 中国内地

动态点评

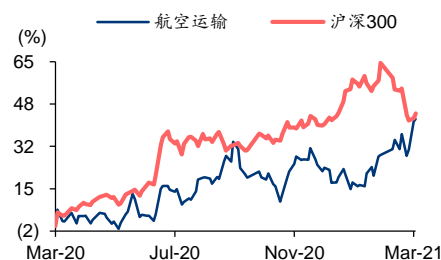
航空运输

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: Wind, 华泰研究

需求爬升迅猛，供给低速增长，供需结构改善，全年或仅小幅亏损

自2月中下旬疫情逐步得到控制，短期航空需求迅速回升，我们测算客运量或已超过2019年同期水平，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。以2019年为参照，我们测算供给增长17.7%，需求增长20.9%-22.8%，供需或存在缺口，叠加经济舱全价多次上调，推动核心航线票价弹性释放，我们测算仅北上广深蓉互飞航线，即可为行业贡献净利润增量约29亿，若油汇不大幅波动，2021年行业或仅小幅亏损。中长期来看，飞机引进放缓，需求快速增长趋势不变，推动航空供需结构优化，收益水平有望持续改善，并带动估值抬升。推荐景气持续向上的航空板块。

客运量或已超过2019年同期水平

根据CAPA数据，国内航线3月22日-28日将提供1,567万个座位和9.3万次航班，相比2019年同期将分别增长19.7%和16.2% (图1/2)。按座位数测算，假设2021年3月22日-28日客座率为70%，2019年同期为83.6% (2019年3月国航+南航+东航+春秋+吉祥数据)，则国内线客运量已超过2019年同期0.2%。同时国内出行限制政策开始放松，我们认为商务、旅游需求将推动国内线民航需求进一步提升。

测算2021年供给/需求相比2019年增长17.7%/20.9%-22.8%，或存在缺口

需求方面，华泰宏观2月26日报告《同时上调中国2021CPI及PPI预测》/彭博一致预期2021年我国GDP相比2019年将增长12.0%/11.0%。假设需求增速/GDP增速弹性系数维持1.9(图3)，则2021年航空需求相比2019年将增长20.9%-22.8%。供给方面，根据上市航司2020年半年报机队引进计划，并假设海航控股机队暂停扩张，其余中小航司维持13%的增速，机队将相比2019年增长9.4%(图4)，同时测算国际线回流将增加供给6.4%，并假设存量B737MAX于2021年下半年复飞，提供1.3%的机队增量，则2021年供给相比2019年将增长17.7%，供需或存在缺口。

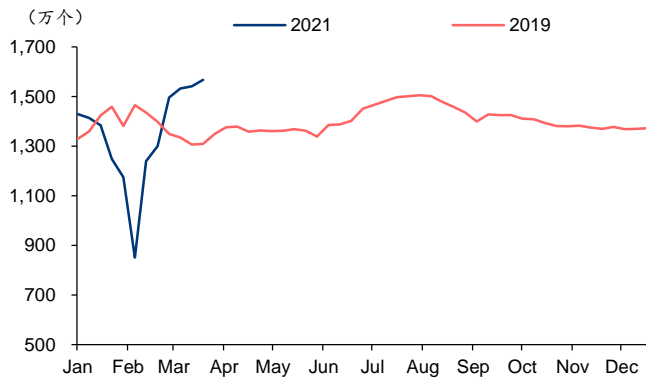
测算北上广深蓉互飞航线可为行业贡献净利润增量约29亿

2019年以来，部分航线经济舱全价上调20%，在供需存在缺口的背景下，或将推动核心航线票价弹性释放。测算过程中，我们假设10%为全票价乘客，其余90%乘客平均票价在2019年全票价5折的基础上增长5%，则北上广深蓉互飞航线即可为行业贡献净利润增量约29亿(图5)。若油汇不大幅波动，核心航线票价弹性或将带动2021年行业仅小幅亏损。

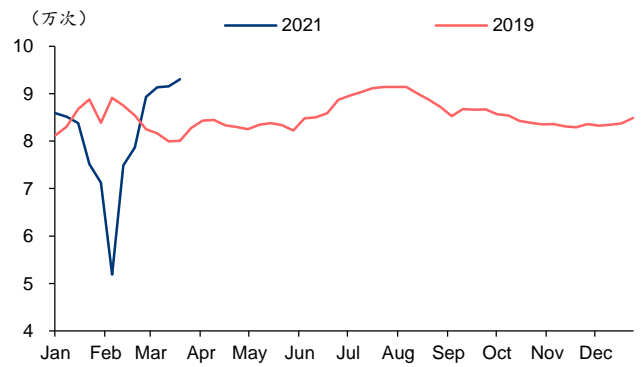
长期行业景气持续向上，收益水平有望持续改善

长期来看，新冠疫情冲击终将减弱，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，民航需求快速增长趋势不变。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，我们认为行业或将长期迎来供需结构改善，为航司票价和客座率的持续提升提供基础，叠加高铁冲击减弱，航司收益水平有望回升，带动公司估值逐步提高。

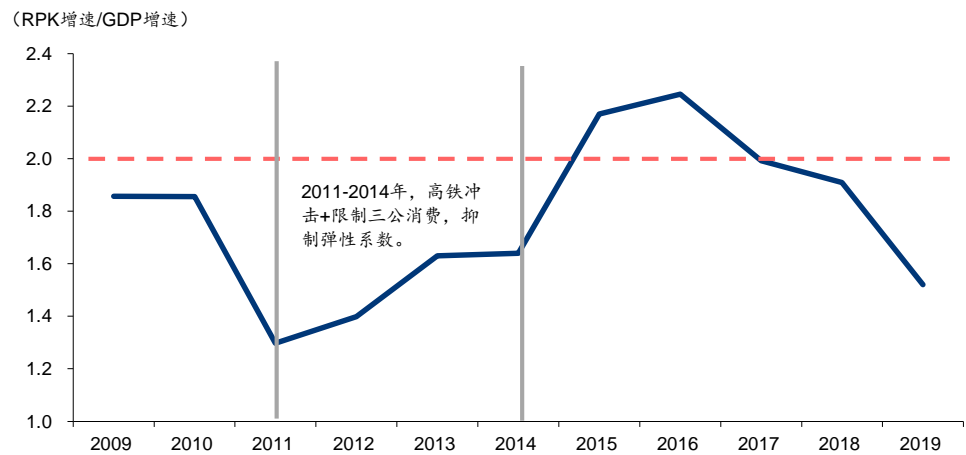
风险提示：新冠疫情影响超预期，国际贸易与政治摩擦，油价大幅上涨，人民币大幅贬值，高铁提速，737MAX8复飞时点早于预期。

图表1：3月22日-28日国内线座位数相比2019年同期增长19.7%


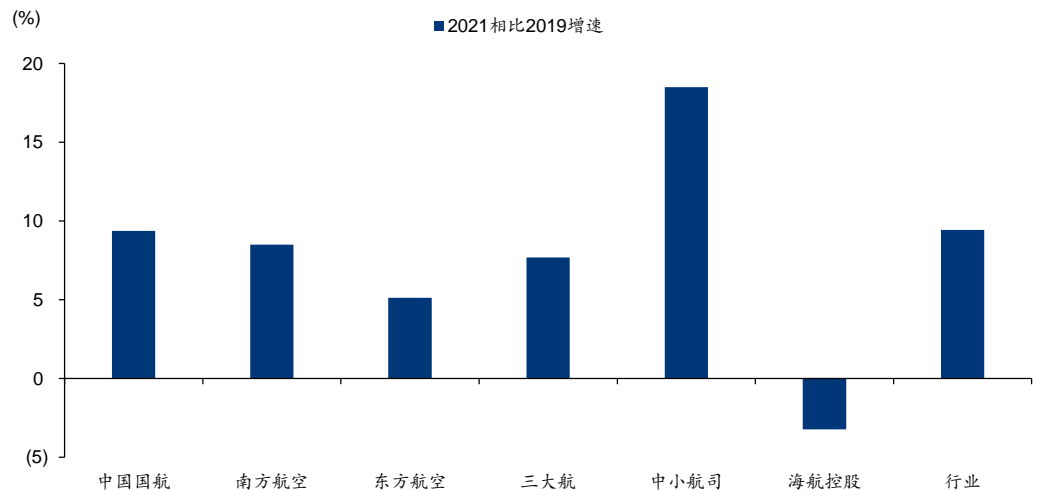
资料来源：CAPA，华泰研究

图表2：3月22日-28日国内线航班数相比2019年同期增长16.2%


资料来源：CAPA，华泰研究

图表3：我国民航 RPK 增速与 GDP 增速弹性系数均值约为 1.9 (2009 年-2019 年，剔除特殊年份 2011-2014 年)


资料来源：国家统计局，民航局，华泰研究

图表4：2021 年相比 2019 年行业机队增长 9.4%


注：测算时，海航控股机队包含天津航空
资料来源：公司公告，民航局，华泰研究预测

图表5：北上广深蓉互飞航线可为行业贡献净利润增量约 28.6 亿

航线	2018 年旅客量 (万人)	假设年复合增速	2021 年旅客量 (万人)	2019 年全票价	当前全票价	税前利润增量 (百万)	净利润增量 (百万)
北京-上海	821.66	5%	951.17	1360	1630	547.9	410.9
上海-深圳	576.02	5%	666.82	1540	1850	437.8	328.3
广州-上海	578.29	5%	669.44	1480	1780	423.8	317.8
广州-北京	522.91	5%	605.33	2100	2500	528.1	396.1
北京-深圳	476.98	5%	552.16	2280	2750	542.8	407.1
成都-北京	517.55	5%	599.13	1850	2230	477.1	357.8
成都-上海	402.65	5%	466.12	1930	2330	388.9	291.6
广州-成都	303.38	5%	351.20	1570	1875	231.2	173.4
成都-深圳	289.39	5%	335.01	1780	2100	241.4	181.0
合计	4,488.83		5196.39			3818.8	2864.1

注：假设 10% 乘客为全票价，其余 90% 乘客平均票价在 2019 年全票价的 5 折基础上增长 5%；所得税率 25%

资料来源：Wind，携程，华泰研究预测

图表6：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	海航控股	600221 CH

资料来源：彭博，华泰研究

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