

谨慎推荐(首次)

曙光乍现，需求复苏助推修复行情

风险评级：中风险

航空运输行业研究

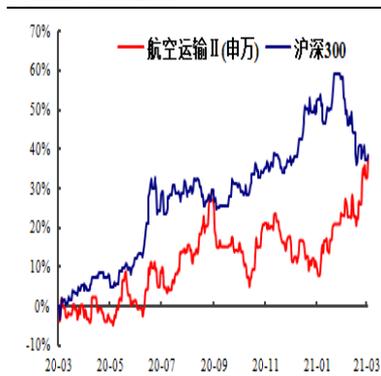
2021年3月23日

投资要点：

分析师：黄秀瑜
SAC 执业证书编号：
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：刘兴文
SAC 执业证书编号：
S0340120050004
电话：0769-22119416
邮箱：liuxingwen@dgzq.com

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **全球新冠疫情现好转迹象，将推动跨境航空客运复苏。**2020年新冠疫情在全球范围快速扩散，全球航空业受到严重冲击，全球航空客运量大幅下降。随着国内疫情防控得当，国内航空客运快速复苏。随着全球新冠疫苗产能加速释放，全球疫苗接种人数和接种覆盖率正快速提升。虽然以商务和旅游出行为代表的国际出行短期内仍未呈现明显复苏迹象，但是由于疫情影响，导致许多延期留学的国际出行需求有望在今年集中爆发，申请出国留学人数不降反升，预计率先提振国际航空出行。同时多个国家放开入境限制、出台旅游针对性措施与多项政策以及疫苗护照的研究制定均将促进国际旅游业恢复元气。世界旅游城市联合会预计，2021年全球旅游业有望逐渐复苏，基准情境下，全球旅游总人次和总收入均有望恢复至2019年的7成以上，其中国际旅游业复苏速度快于全球旅游业复苏均速。大多数国内外旅游业相关部门、协会、机构和航司等看好国际航空客运的改善。
- **疫情期间全球运力收缩，行业有望迎整合优化。**受新冠疫情冲击，2020年全球航空客运需求大幅萎缩，全球航司大幅削减航班。2020年我国航司运力扩张速度明显放缓，疫情期间运力控制为疫情后行业复苏营造良好环境。同时疫情肆虐全球导致全球航空业遭遇重创，2020年全球有数十家航空公司倒闭，其中以欧美的航空公司居多。从历史推演，疫情有望促使民航业新一轮的洗牌，未来有望通过提高行业集中度来改善具备竞争优势的航司的经营效益。
- **投资建议：曙光乍现，需求复苏助推修复行情。**民航业受疫情冲击严重，疫情发生以来板块表现整体落后。春节后民航客运量强势反弹，国内航空出行需求明显回暖。伴随当前国内疫情稳控的大环境，清明五一等小长假即将来临，居民压抑已久的探亲旅游出行需求有望迎来报复性反弹。而海外新增疫情已现拐点，同时随着全球疫苗接种普及持续推进，全球疫情趋势有望持续向好。海外疫情好转有利于国际航班恢复，跨境出行需求反弹将预示着民航走向全面复苏。站在当下，我们认为民航业受疫情影响最严重的时期已过去，航空公司全年业绩改善预期高。相对而言，国际航线复苏对于三大航的基本面反转力度更大。目前三大航的PB为1.5-1.6倍，处于历史相对低位。推荐中国国航、南方航空、东方航空，关注春秋航空、吉祥航空、华夏航空。
- **风险提示：**海外疫情改善进程低于预期；经济低迷影响行业需求；油价大幅上涨；人民币兑美元贬值；航空安全事件影响。

目 录

1. 全球新冠疫情现好转迹象	5
1.1 国内疫情防控稳定，海外新增确诊现拐点	5
1.2 全球新冠疫苗产能有望加速释放	5
1.3 全球新冠疫苗接种持续推进	6
2. 新冠疫情好转将推动跨境航空客运复苏	7
2.1 新冠疫情时期民航客流量大幅下降	7
2.2 非典后跨境航空复苏类比演绎	8
2.3 国内航空出行恢复快于国际出行	9
2.4 跨境旅游复苏渐行渐近	16
2.5 全球航空客运复苏在望	20
2.6 国际航线以三大航为主，欧美票价逐步上涨	22
3. 疫情期间全球运力收缩，行业有望迎整合优化	29
3.1 疫情期间全球航司运力大收缩	29
3.2 疫情下国内航司飞机引进明显放缓	30
3.3 疫情有望促使民航业整合优化	31
4. 航空公司油价、汇率敏感性分析	33
4.1 油价敏感性分析	33
4.2 汇率敏感性分析	34
5. 投资建议	35
6. 风险提示	35

插图目录

图 1：全球新冠肺炎累计感染和死亡病例（截至 3 月 20 日）	5
图 2：全球和全国新冠肺炎当周新增病例（截至 3 月 20 日）	5
图 3：接种新冠疫苗总量前十国家（截至 3 月 17 日）	6
图 4：接种新冠疫苗比例前十国家(截至 3 月 17 日)	6
图 5：2010-2020 年中国民航客运量及同比	7
图 6：2020-2021 年 2 月中国民航客运量及同比	7
图 7：国内机场国际旅客月吞吐量（万人次）	8
图 8：2019-2021 年国际航线客座率	8
图 9：2019-2021 年 6 航司国际航线客座率	8
图 10：北京首都机场国际及港澳航班数和客流量	9
图 11：非典疫情东方航空股价走势情况	9
图 12：民航客运量国内航线和国际航线分布情况	10
图 14：航空旅行乘客画像	10
图 15：2019 年 1 月-2021 年 3 月旅客出行意愿指数(TWI)	11
图 16：2019 年 1 月-2021 年 3 月旅客出行意愿指数(TWI)	11
图 19：2014-2020 年全球差旅支出及增速	12
图 20：2014-2020 年中国差旅支出及增速	12

图 21: 疫情过后企业主对于差旅的发展前景预期.....	12
图 22: 当前调查显示旅客出行的主要目的.....	13
图 23: 2010-2019 年出国留学人数及同比.....	14
图 24: 疫情对出国留学计划影响.....	14
图 25: 未来出国留学计划.....	14
图 26: 2020 年 5-11 月国际生意愿留学年份变化情况.....	15
图 27: 国际生希望回到学校最佳时间.....	15
图 28: 是否愿意出国留学的最大影响因素.....	15
图 29: 2019-2021 年全球旅游总人次.....	18
图 30: 2019-2021 年全球旅游总收入.....	18
图 31: 2021 年全球旅游总人次和总收入复苏水平（和 2019 年相比）.....	18
图 32: 国际旅游人次预测 2021 年复苏情况（和 2019 年相比）.....	19
图 33: 国际旅游收入预测 2021 年复苏情况（和 2019 年相比）.....	19
图 34: 2020 年全球五大区域旅游总人次变化.....	19
图 35: 2020 年全球五大区域旅游总收入变化.....	19
图 36: 五大区旅游人次预测 2021 年复苏情况（和 2019 年相比）.....	20
图 37: 五大区旅游收入预测 2021 年复苏情况（和 2019 年相比）.....	20
图 40: 中国国航境外航线图 1.....	22
图 41: 中国国航境外航线图 2.....	22
图 42: 南方航空境外航线图 1.....	22
图 43: 南方航空境外航线图 2.....	22
图 44: 东方航空境外航线图 1.....	23
图 45: 东方航空境外航线图 2.....	23
图 46: 春秋航空境外航线图.....	23
图 47: 吉祥航空境外航线图.....	24
图 48: 2019 年中国航司国际航线旅客周转量（万人公里）占比.....	25
图 49: 2017-2019 年各大航司境外收入.....	25
图 50: 2017-2019 年各大航司境外收入占比.....	25
图 51: 4-5 月上海-东京单程机票价格.....	26
图 52: 6-7 月上海-东京单程机票价格.....	26
图 53: 4-5 月上海-首尔单程机票价格.....	26
图 54: 6-7 月上海-首尔单程机票价格.....	26
图 55: 4-5 月上海-曼谷单程机票价格.....	27
图 56: 6-7 月上海-曼谷单程机票价格.....	27
图 57: 4-5 月上海-新加坡单程机票价格.....	27
图 58: 6-7 月上海-新加坡单程机票价格.....	27
图 59: 4-5 月上海-纽约单程机票价格.....	28
图 60: 6-7 月上海-纽约单程机票价格.....	28
图 61: 4-5 月上海-洛杉矶单程机票价格.....	28
图 62: 6-7 月上海-洛杉矶单程机票价格.....	28
图 63: 4-5 月上海-伦敦单程机票价格.....	29
图 64: 6-7 月上海-伦敦单程机票价格.....	29
图 65: 国际航空客运 ASK&RPK 累计同比.....	29
图 66: 国际航空客运 ASK&RPK 当月同比.....	29
图 67: 国际航线 ASK 累计同比.....	30
图 68: 国际航线 ASK 当月同比.....	30

图 69: 各航司疫情期间国际航线运力月度同比	30
图 70: 2020 年倒闭航司国家分布	31
图 71: 2020 年倒闭航司大洲分布	31
图 72: 各航司 2020 年客运量占比	32
图 73: 各航司 2019 年客运量占比	32
图 74: 行业集中度提升有助于改善航司效益	32
图 75: 布伦特原油价格走势	33
图 76: 美元兑人民币汇率中间价走势图	34

表格目录

表 1: 各公司疫苗研发进度	6
表 2: 国外领导人接种新冠疫苗情况	7
表 3: T20 国家旅行刺激政策措施	16
表 4: 各国疫苗护照推出情况	17
表 5: 多数主要国际航司呈改善迹象	21
表 6: 多国航空业相关部门和机构公告	21
表 7: 2020 年我国主要航司机队规模变动	31
表 8: 航空公司净利润对航油价格变动的敏感性分析	33
表 9: 航空公司净利润对汇率变动的敏感性分析	34

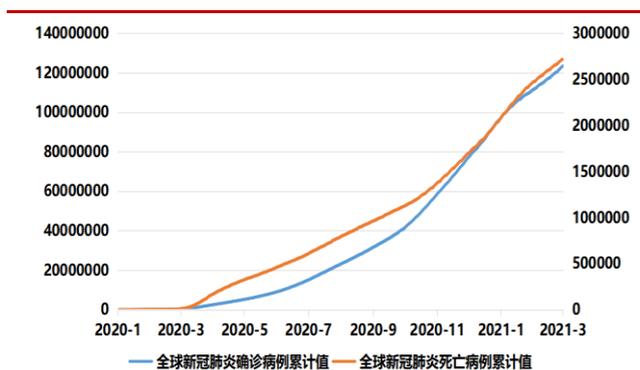
1. 全球新冠疫情现好转迹象

1.1 国内疫情防控稳定，海外新增确诊现拐点

2020 年以来，新冠疫情在全球范围快速扩散，截至 2021 年 3 月 20 日，全球已有 200 多个国家和地区出现新冠肺炎疫情，全球确诊病例达 1.23 亿人。

新冠疫情爆发以来，2020 年全球新增病例数维持上升趋势，2021 年 3 月 20 日当周全球单新增超 338 万例。而国内疫情在 2 月中旬达到高峰之后，随着国内防疫防控得当，情况明显好转。

图 1：全球新冠肺炎累计感染和死亡病例（截至 3 月 20 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：全球和全国新冠肺炎当周新增病例（截至 3 月 20 日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 全球新冠疫苗产能有望加速释放

根据 WHO，全球在研新冠疫苗共计 261 支，其中 79 支处于临床阶段。目前已有 8 支疫苗上市，其中 4 支来自中国，其余分别来自美、德、英、俄。截至 2021 年 3 月 5 日，有 4 支疫苗已进入临床 IV 期，分别来自科兴中维、阿斯利康、莫德纳和辉瑞；另外，有 12 支已处于临床 III 期，4 支处于临床 II/III 期，6 支处于临床 II 期，25 支处于临床 I/II 期，28 支处于临床 I 期。根据各公司公布的数据，2021 年全球新冠疫苗产能有望超过 123 亿剂。

表 1：各公司疫苗研发进度

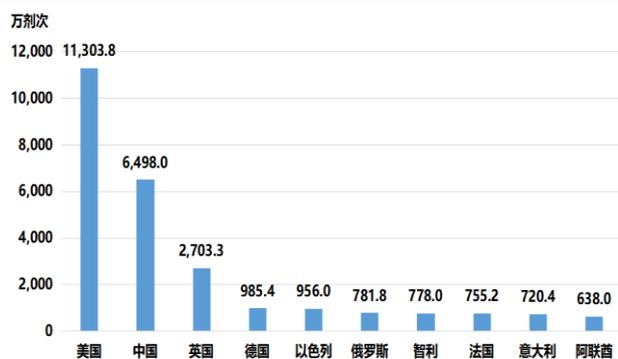
公司	进度	保护率	2021产能规划	上市情况	剂量
科兴中维	临床IV期	91% (土耳其统计保护率为91%，巴西统计保护率50%-78%)	3亿剂，预计21年产能扩大至6亿剂	在印尼、土耳其、巴西、泰国、中国香港等20余个国家和地区批准紧急使用	2
阿斯利康+牛津大学	临床IV期	62%-90% (接种1.5剂，保护率达90%)	30亿剂	在英国、欧盟等地上市	1-2
Moderna + NIAID	临床IV期	94.1% (重症保护率100%)	6-10亿剂	在加拿大上市，在美国获得应急使用权	2
辉瑞/BioNTech + 复星医药	临床IV期	95.00%	20亿剂 (辉瑞13亿剂，BioNTech7.5亿剂)	在英国、美国、欧盟、瑞士、墨西哥上市	2
中生集团+北京所	临床III期	79.3% (中和抗体阳转率为99.52%)	预计10亿剂	获我国药监局批准附条件上市，在阿联酋、巴林上市	2
中生集团+武汉所	临床III期	72.5% (中和抗体阳转率为99.06%)	1亿剂	获我国药监局批准附条件上市	2
康希诺	临床III期	74.8% (对重症新冠肺炎保护效力为100%)	产能3亿剂，预计21年产能扩大至5亿剂	获我国药监局批准附条件上市，获得墨西哥巴基斯坦紧急使用授权	1
俄罗斯Gamaleya研究所	临床III期	92%	5亿剂	在俄罗斯、哈萨克斯坦、欧洲等地上市	2
强生	临床III期	66% (美国72%，拉丁美洲66%，南非57%，整体66%)	10亿剂	在美国上市	1-2
Novavax	临床III期	89.3% (对变种病毒有85.6%的有效性)	20亿剂	-	2
智飞生物+中国科学院微生物研究所	临床III期	-	3亿剂	-	1-2
CureVac AG	临床III期	-	2021年把产能提高到3亿剂，2022年产能提高至6亿剂疫苗	-	2
中国医学科学院+医学微生物研究所	临床III期	-	-	-	2
哈萨克斯坦生物安全研究所	临床III期	-	-	-	2
Zydus Cadilla	临床III期	-	-	-	3
印度Bharat Biotech	临床III期	-	-	-	2

资料来源：WHO，各公司公告，东莞证券研究所整理

1.3 全球新冠疫苗接种持续推进

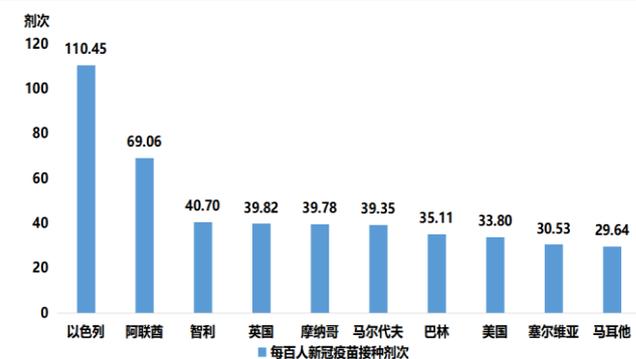
截至 2021 年 3 月 17 日，接种新冠疫苗总量排名前十国家中以欧美发达国家为主。美国是全球新冠疫苗接种总量最大的国家，达 11303.8 万剂次，中国已累计接种疫苗 6498 万剂次，其次为英国、德国和以色列等国。以色列是目前接种率最高的国家，其次是阿联酋和智利等。

图 3：接种新冠疫苗总量前十国家（截至3月17日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：接种新冠疫苗比例前十国家(截至3月17日)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

截至 2021 年 2 月底，很多国家都批准使用了中国疫苗，一些国家的领导人带头接种了中国疫苗，领导人率先接种疫苗对鼓舞群众接种疫苗有巨大作用，该国接种疫苗人数和接种率有望迅速提升。

表 2：国外领导人接种新冠疫苗情况

日期	接种领导人
1月10日	塞舌尔总统拉姆卡拉旺接种中国国药集团生产的新冠疫苗。
1月13日	印尼总统佐科接种来自中国科兴公司的新冠疫苗。
1月14日	土耳其总统埃尔多安接种中国科兴公司的新冠疫苗。
2月9日	秘鲁总统萨加斯蒂接种中国国药集团生产的新冠疫苗。
2月12日	智利总统皮涅拉接种中国科兴公司研发的新冠疫苗。
2月15日	赤道几内亚总统奥比昂接种中国国药集团研发的新冠疫苗。
2月18日	津巴布韦副总统兼卫生部长奇温加在首都哈拉雷接种了中国援助的疫苗并领取接种证书，成为津巴布韦首位接种者。
2月25日	塞内加尔总统萨勒在总统府接种由中国国药集团研发的新冠疫苗。
2月26日	匈牙利总统阿戴尔接种了中国国药集团生产的新冠疫苗。
2月28日	泰国副总理兼公共卫生部长阿努廷在曼谷率先接种疫苗。

资料来源：wind，东莞证券研究所

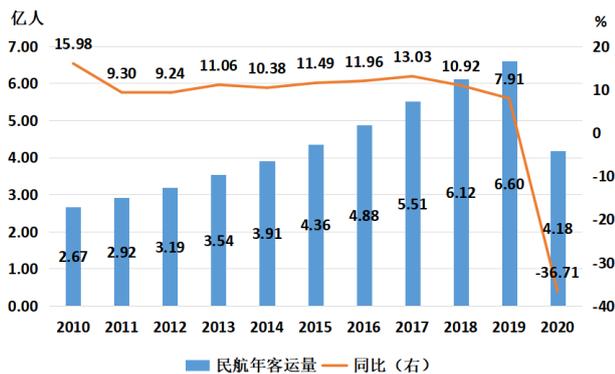
2. 新冠疫情好转将推动跨境航空客运复苏

2.1 新冠疫情时期民航客流量大幅下降

过去一年在疫情的阴霾下航空出行受到严重制约，客运量从 2019 年的 6.24 亿人次下降至 2020 年的 4.18 亿人次，同比下降 36.71%。

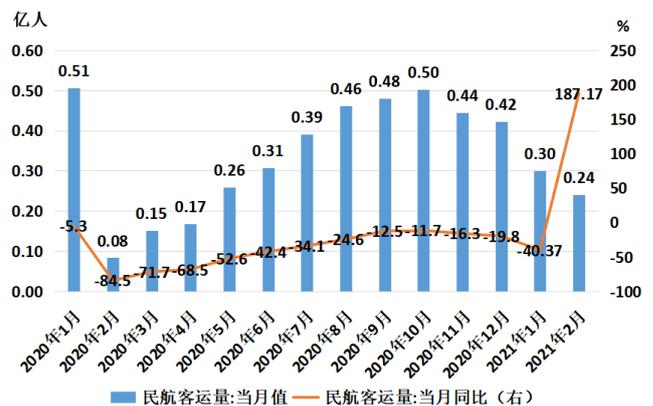
根据民航局数据，2020 年第四季度，中国民航运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别恢复至上年同期的 76.3%、84.2%、95.8%，其中国内航线运输恢复至 94.5%。2020 年全年完成运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量 798.5 亿吨公里、4.18 亿人、676.6 万吨，相当于 2019 年的 61.7%、63.3%、89.8%。2021 年 2 月民航客运量迎来疫情以来首个月度正增长，同比大幅增长 187%。

图 5：2010-2020年中国民航客运量及同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

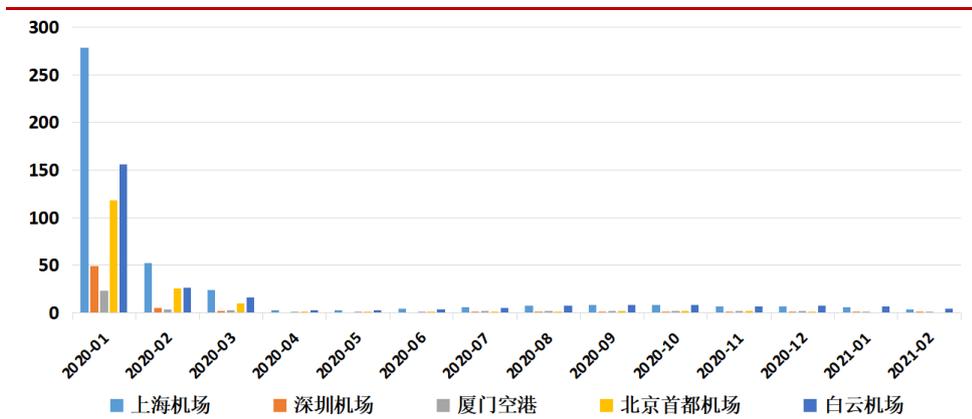
图 6：2020-2021年2月中国民航客运量及同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

从 2020 年 1 月疫情爆发以来，国内主要机场的国际旅客吞吐量急剧减少，3 月开始，海外国家疫情持续发酵，导致境外出游需求急剧下降，国际旅客月吞吐量进一步下降。截至 2021 年 2 月，国际旅客吞吐量仍维持在非常低的水平。

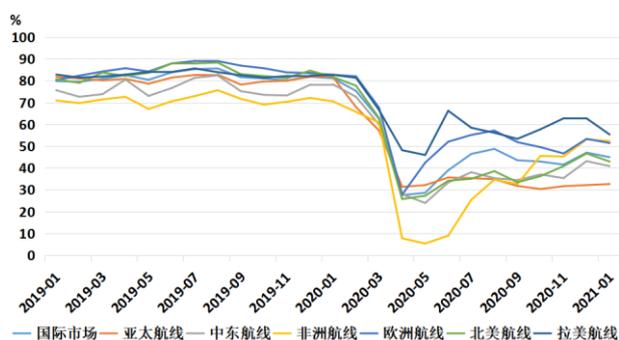
图 7：国内机场国际旅客月吞吐量（万人次）



资料来源：wind，东莞证券研究所

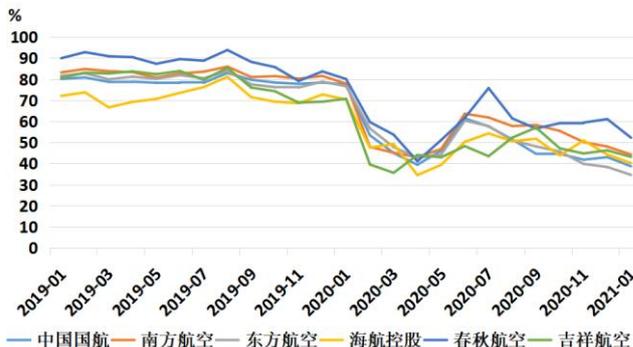
从国际市场来看，各大航线的客座率仍较低，2021 年 1 月，只有非洲航线、欧洲航线和拉美航线的客座率在 50% 以上。2021 年 2 月，6 家航司的客座率环比均有所降低，只有中国国航的国际航线客座率从 38.7% 环比提高到 41.6%。

图 8：2019-2021 年国际航线客座率



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 9：2019-2021 年 6 航司国际航线客座率

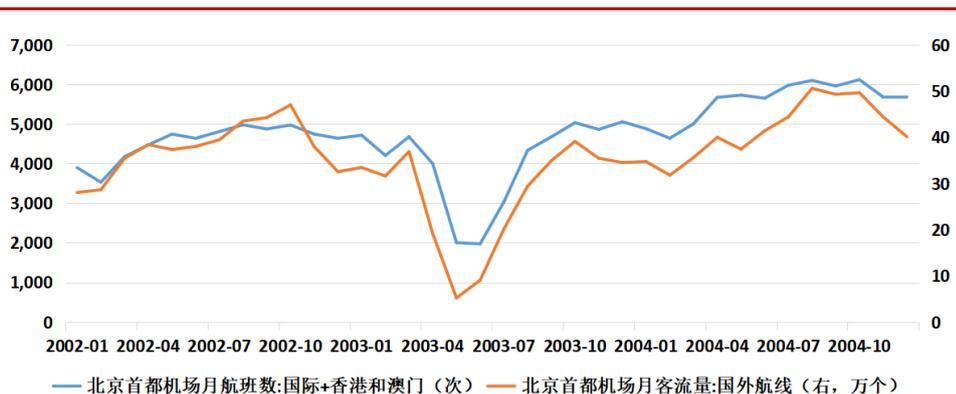


资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 非典后跨境航空复苏类比演绎

2002 年 11 月非典疫情于广东爆发之后，机场国际客流量受到明显影响。2003 年 6 月，首都国际机场的国际及港澳航班数和客流量急剧下降，但是随着非典疫情在 2003 年 7 月后基本结束，国际航班数和客流量迅速好转，2003 年 8 月基本恢复到非典疫情爆发前的水平。

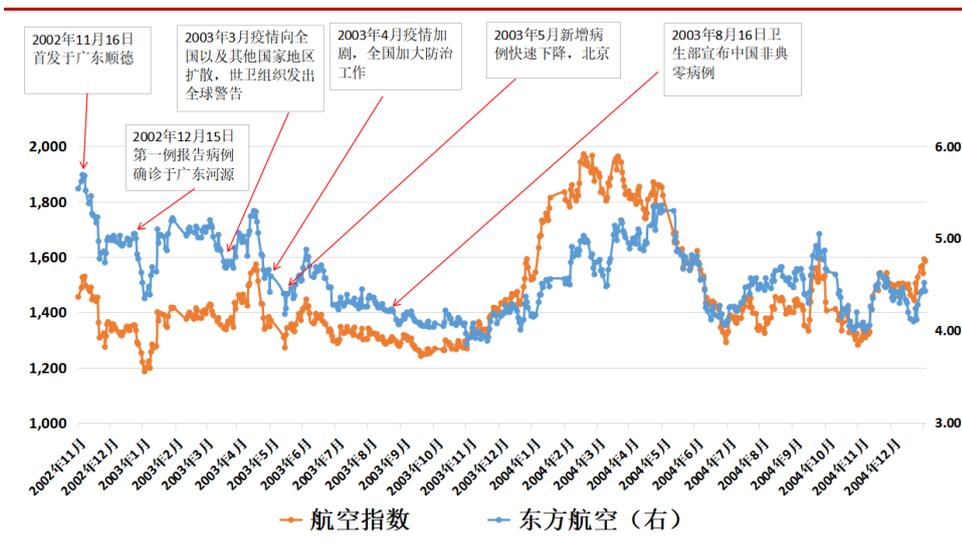
图 10：北京首都机场国际及港澳航班数和客流量



资料来源：wind，东莞证券研究所

非典疫情出现初期，航空指数和东方航空股价均快速下跌。在 2003 年 8 月卫生部宣布中国非典疫情零病例后，航运指数和东方航空股价短期内仍没有明显起色。直至 2003 年 11 月，航空指数和东方航空股价开始了上行趋势。

图 11：非典疫情东方航空股价走势情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

注：除了东方航空，其他航空公司2002-2003年未在A股上市，因此只选取航空指数和东方航空

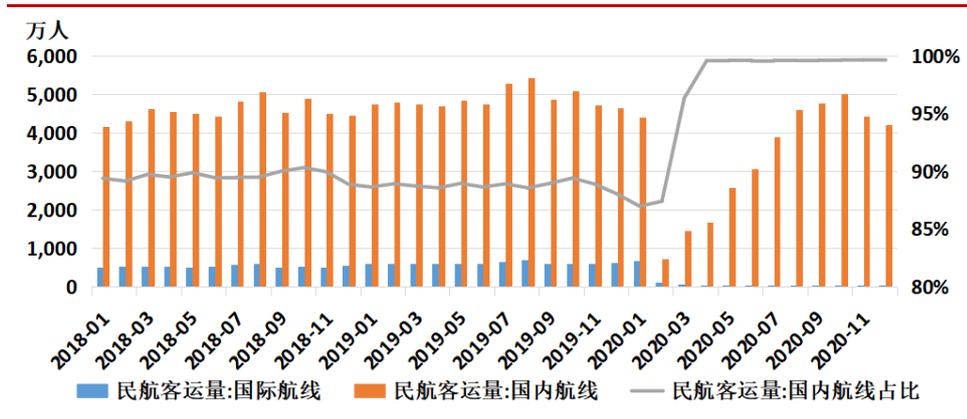
2.3 国内航空出行恢复快于国际出行

2.3.1 国内旅游出行需求迅速恢复，短期国际旅游出行意愿仍较低

2020 年 2 月，中国民航客运量从 1 月的 5061 万人次降至 834 万人次，其中，国内航线约 729 万人次，国际航线约 105 万人次。从 2020 年 3 月开始，国内航线客运量逐渐回升，但时值国外疫情爆发，国际航线客运量进一步下降。截至 2020 年 12 月，国内航线客运量约 4216 万人次，恢复到 2019 年 12 月 90.8%的水平，复苏情况较好，国际航线客

运量为 16.3 万人次，仅恢复到 2019 年 12 月 2.6% 的水平，国际出行维持低迷。

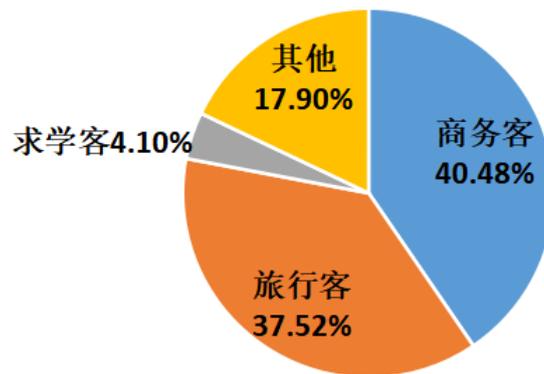
图 12：民航客运量国内航线和国际航线分布情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

根据携程的《2018 中国旅行口碑榜飞行数据大报告》，2018 年民航客运量中商务客占比 40.48%，旅行客占比 37.52%，求学客占比 4.1%，商务客和旅行客占客运量约 80%，是航空出行的主力军。

图 13：航空旅行乘客画像

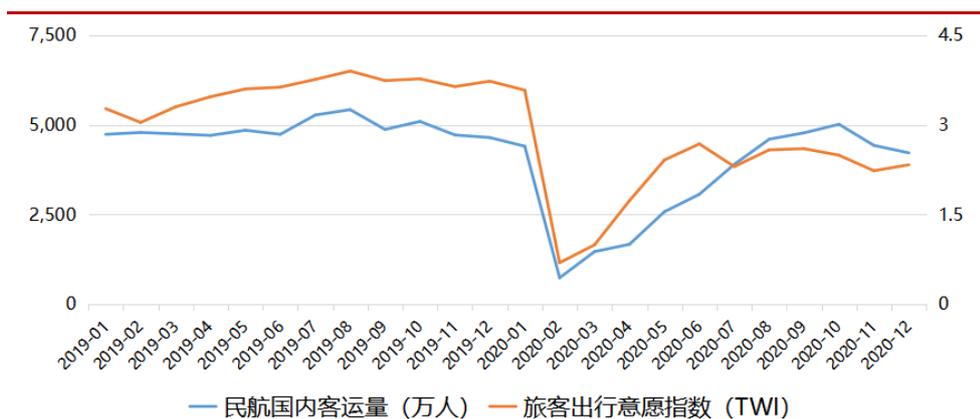


资料来源：携程，东莞证券研究所

根据 CAPSE（民航旅客服务测评），旅客出行意愿指数 TWI(Travel Willingness Index)，是指在一段周期内（月度、年度等），调研旅客的出行目的和预计出行次数区间，通过类区间算术平均值的方式，计算出旅客在一段周期内的出行意愿指数，出行意愿指数越高，说明旅客计划出行的频次越高。

2021 年 3 月旅客 TWI 为 2.04，环比 2 月份提升 35%，同比 2020 年 3 月份提升 107%，表明春节后旅客国内出行意愿迅速恢复，商务出行意愿和旅游出行意愿的大幅提升是 3 月份旅客出行意愿快速恢复的根因，北京和上海是旅客商务出行首选目的地。TWI 与国内民航客运量趋势接近，通过 TWI 能够较准确判断国内民航旅客出行量趋势。

图 14：2019年1月-2021年3月旅客出行意愿指数 (TWI)

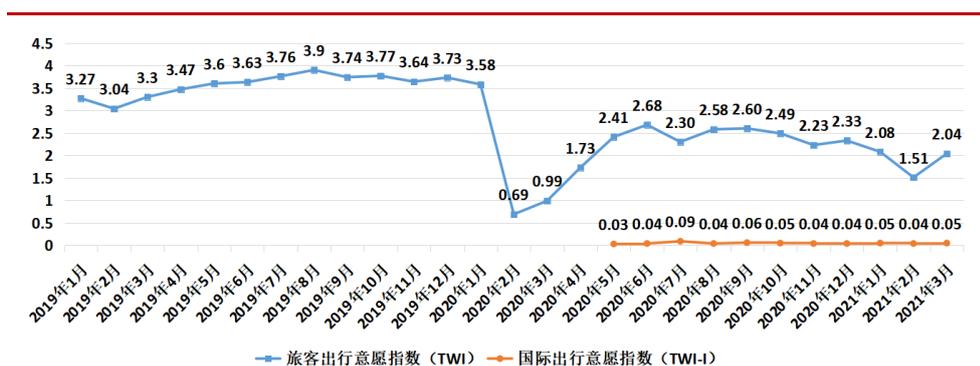


资料来源：CAPSE，东莞证券研究所

3月旅游出行意愿指数 TWI-L(是指旅客旅游出行 TWI)环比提升 57%，同比提升 124%。三亚是旅客旅游出行首选目的地，同时，成都仍是旅游出行主要目的地。

3月国际出行意愿指数 TWI-I（指国内旅客去往国际及港澳台地区出行 TWI）为 0.05，与 1月持平，3月份旅客国际出行意愿仅占旅客总体出行意愿的 2.6%，旅客国际出行意愿持续低迷。

图 15：2019年1月-2021年3月旅客出行意愿指数 (TWI)



资料来源：CAPSE，东莞证券研究所

北京 3 月 12 日宣布，自 2021 年 3 月 16 日零时起，国内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，抵京后不再实行 14 天健康监测，满 7 天、满 14 天不再进行核酸检测，持健康通行码“绿码”，在测温正常且做好个人防护的前提下可自由有序进返京。因此，与北京相关的机票、火车票搜索量、预订量大幅上升。根据去哪儿数据，清明小长假机票搜索量较政策公布前一日增长 3 倍，五一长假机票搜索量增长 1.2 倍，五一假期机票预订量已经超 2019 年。

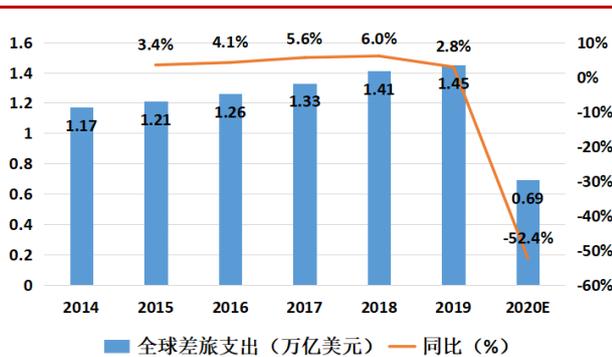
随着国内疫情的缓解，北京取消核酸检测证明将刺激出行需求，旅游出行也有望迎大幅增长。目前国内游快速复苏，主要受因为春节前响应“就地过年”的号召影响，返乡、旅游等出行需求都延期释放。另外，春节后初期为旅游淡季，许多超低价机票和超低价

酒店套房也大大刺激了旅客的消费欲望。

2.3.2 国内商务出行将较快修复，境外商旅市场尚未复苏

2019 年全球商旅支出 1.45 万亿美元，同比增长 2.8%。中国是全球最大的商务旅行市场，2013-2019 年，中国差旅支出平均增长 10.2%，2019 年中国商旅支出达到 4007 亿美元。2020 年疫情爆发以来，很多企业已经适应了远程办公或线上线下结合的办公模式，商旅市场受到较为严重的冲击，全球差旅支出预计可能出现大幅负增长。

图 16：2014-2020 年全球差旅支出及增速



资料来源：携程商旅，东莞证券研究所

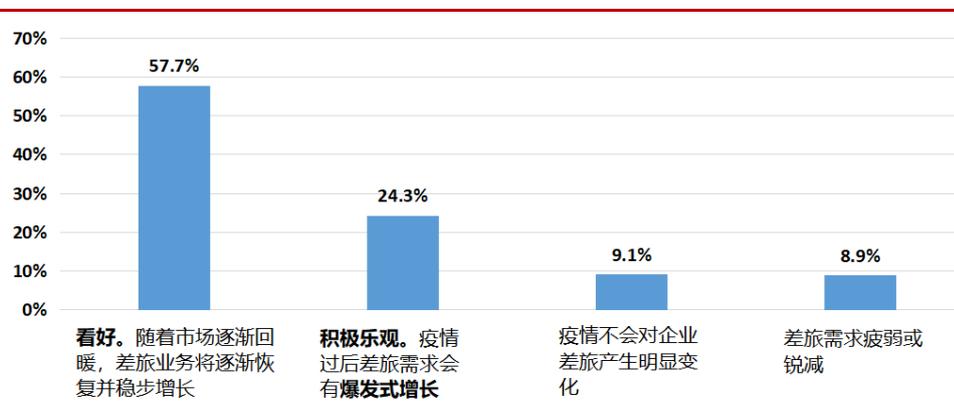
图 17：2014-2020 年中国差旅支出及增速



资料来源：携程商旅，东莞证券研究所

根据携程商旅，对于疫情过后企业商旅的发展预期，82%的企业持看好和积极乐观的态度，差旅负责人表示，疫情对企业商旅业务的影响只是暂时的，商旅业务并没有停滞，只是暂缓。大多数企业预计会在疫情过后 1-3 个月内恢复正常。目前中国疫情控制形势较好，国内商旅出行需求有望迎来较快修复。

图 18：疫情过后企业主对于商旅的发展前景预期

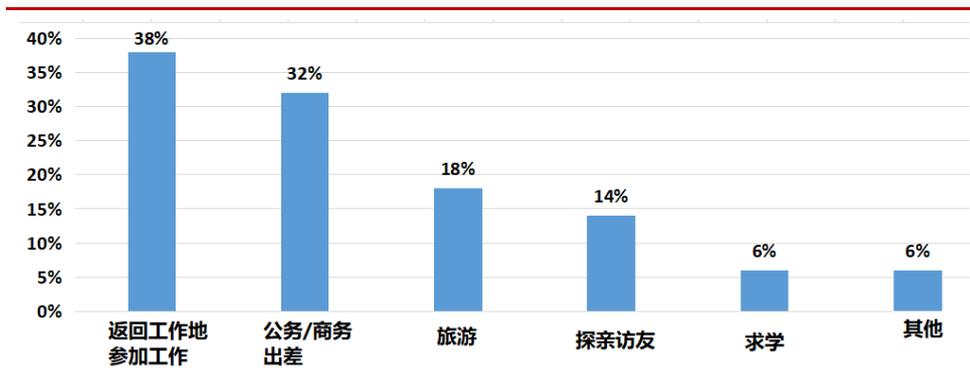


资料来源：携程商旅，东莞证券研究所

总体来看，根据携程商旅，截至 3 月 6 日，有出行目的的旅客更多是返回工作地参加工作和商务出差。随着时间推移，返回工作地的旅客越来越少，商务出差人士占比将不断

增加。

图 19：当前调查显示旅客出行的主要目的



资料来源：携程商旅，东莞证券研究所

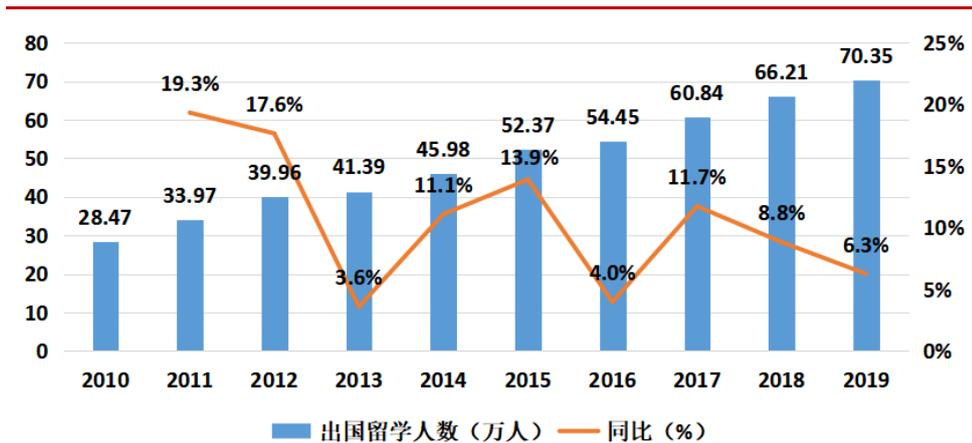
根据 CAPSE，3 月商务出行意愿和旅游出行意愿均大幅提升，商务出行意愿指数 TWI-B（指旅客商务出行 TWI）环比提升 60%，同比提升 102%，从旅客商务出行的意向城市来看，北京和上海是 3 月份旅客商务出行首选目的地，广州、成都和深圳是旅客 3 月份商务出行主要目的地。

商旅是企业业务交流的刚需，虽然目前全球疫情尚未得到有效控制，境外商旅市场仍有待复苏，但是国内商旅市场，在常态化疫情防控下已经得到明显恢复，部分旅游平台的国内商旅市场的订单量同比大幅增长，预计 2021 年国内商旅需求随着疫苗接种的推广会得到进一步的恢复。

2.3.3 留学需求有望最先提振国际出行

2010-2019 年，中国出国留学人数保持增长态势，2019 年出国留学人数达到 70.35 万人。航企的境外机票收入来源主要是商务出行和旅游出行，但是因为海外疫情仍然较为严峻，目前商务和旅游的境外出行需求仍非常低，境外游转境内游是当下主流的旅游出行方式，商务旅行也是国内情况恢复较好。从留学方面来看，预计留学需求是最先提振国际出行的一环。

图 20：2010-2019年出国留学人数及同比



资料来源：Wind，教育部，东莞证券研究所

以英国留学情况来看，根据 UCAS 发布的《英国大学 2021 申请季中期报告》，截止至 2021 年 1 月，申请英国本科的人数达到了 616,360 人，相较去年同期增长了 8.45%，创下了申请周期的新纪录。

疫情以来，出国留学需求非但没有下降，反而申请人数还创下新纪录，申请 2021 年入学英国本科的中国大陆学生人数创历史新高，达到破纪录的 25,810 人，比前一年大涨 21%，体现出疫情对于留学需求的影响不大。因为目前国外学校普遍采用线上授课方式，只要学生在宿舍按时上课，并不会影响正常的学业进修。

根据 QS 2020 年 7 月的报告，68%的潜在留学生表示疫情影响了自己的留学计划，其中 57%的人打算推迟到明年入学，13%的学生打算换其他国家学习，只有 4%的学生表示当前已放弃出国留学的计划。

图 21：疫情对出国留学计划影响

2020年疫情影响出国留学计划吗？



资料来源：QS，东莞证券研究所整理

图 22：未来出国留学计划

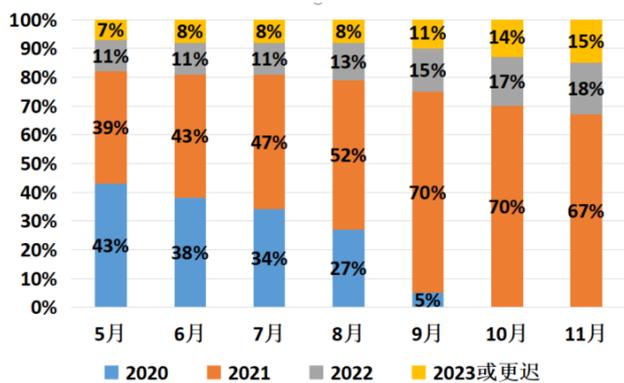
还打算留学吗？



资料来源：QS，东莞证券研究所整理

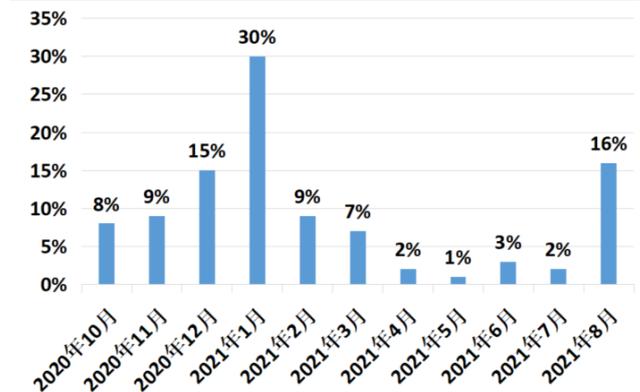
根据 QS 2020 年 5 月到 11 月的每月调查情况，因疫情原因，选择 2021 年入学的学生比例逐渐上升，截至 2020 年 11 月，有 67% 的学生认为，2021 年是他们的理想入学时间。选择 2020 年入学的学生比例从 5 月开始下降，一方面是因为当时部分学生已经入学，二是因为有不少原本计划在 2020 年留学的学生改为 2021 年入学。另外，有 30% 的国际生希望回到学校的最佳时间是 2021 年 1 月，这是最多国际生希望回学校的时间，其次是 2021 年 8 月，可以看出有更多国际生希望更早的回到学校。

图 23：2020年5-11月国际生意愿留学年份变化情况



资料来源：QS，东莞证券研究所整理

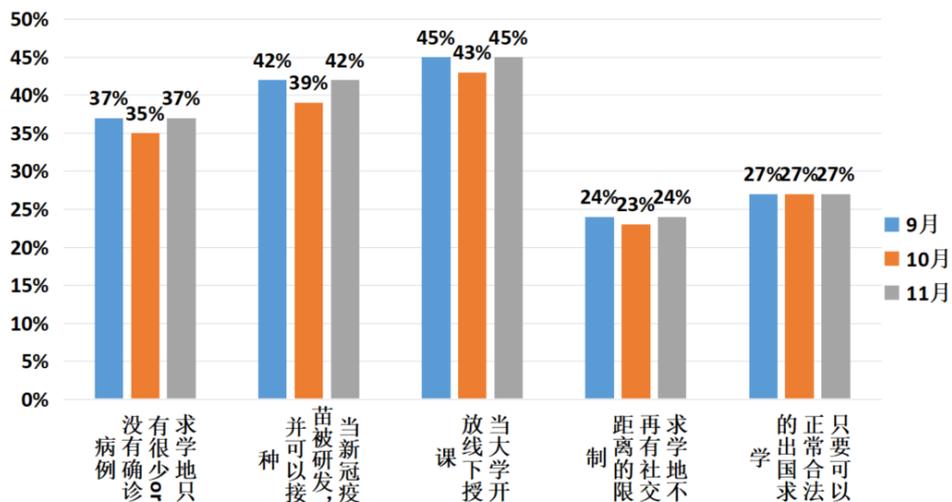
图 24：国际生希望回到学校最佳时间



资料来源：QS，东莞证券研究所整理

根据 QS 2020 年 9-11 月的每月调查情况，大学开放线下授课是学生考虑是否愿意出国留学的最大因素，45% 的准国际学生认为只有在校园开放和恢复面授课后，才能安心出国留学。另外，疫苗的研发和接种也是重要影响因素之一，有 42% 的受访者表示，只要疫苗研制成功并可接种，就会出国学习。

图 25：是否愿意出国留学的最大影响因素



资料来源：QS，东莞证券研究所

2.4 跨境旅游复苏渐行渐近

2.4.1 主要国家放开入境限制与政策推动刺激旅游复苏

泰国自去年 10 月 1 日起，尝试对外国旅游者开放普吉岛。中国、韩国、美国和巴西、澳大利亚、加拿大等去年于 9-10 月份放开入境限制。菲律宾和日本同时于 11 月 1 日起放开入境限制。

T20 国家采取了一系列政策和措施积极促进经济和旅游业的复苏，从 2020 年 5 月下旬开始，T20 国家出台的政策和措施主要包括旅游针对性措施、旅游复苏专项计划，资金支持、财政政策、货币政策、稳岗就业等。

美国、中国等 11 个国家出台了旅游针对性措施，西班牙、加拿大、泰国 3 个国家出台了旅游复苏专项计划。在宏观经济政策调控方面，中国、日本和韩国通过资金支持、财政政策、货币政策和稳岗就业政策促进旅游业复苏，并出台旅游针对性措施，政策支持度最强。德国、加拿大、巴西、泰国、奥地利、俄罗斯、韩国等 7 个国家运用了其中的三项政策促进旅游业复苏，美国、英国等 8 个国家运用了两项政策促进经济和旅游业的复苏与发展，支持力度适中；印度仅采取了财政政策促进经济和旅游复苏，政策支持力度最弱。

表 3：T20 国家旅行刺激政策措施

国家	旅游针对性措施	旅游复苏专项计划	资金支持	财政政策	货币政策	稳岗就业
美国	√		√	√		
中国	√		√	√	√	√
德国			√	√		√
英国	√			√		√
日本	√		√	√	√	√
意大利				√		√
法国	√					√
墨西哥				√	√	
印度				√		
澳大利亚	√		√	√		
西班牙		√	√	√		
加拿大		√		√	√	√
巴西				√	√	√
菲律宾	√		√			
泰国		√	√	√	√	
土耳其	√			√	√	
奥地利	√		√	√		√
瑞士			√	√		
俄罗斯	√			√	√	√
韩国	√		√	√	√	√

资料来源：WTCF，东莞证券研究所

2.4.2 疫苗护照助力国际旅游业复苏

2021 年以来，国外开始出现了“疫苗护照”，冰岛 1 月 26 号签发了全球第一批“疫苗护照”根据冰岛卫生局，已经接种过新冠疫苗的冰岛居民，可以凭借接种疫苗的电子证明书，到欧洲其他国家免隔离旅游。马来西亚、西班牙、新西兰、丹麦、瑞典等国也陆续商讨、开发疫苗护照。

假设疫苗护照得到广泛认可，该证明可以为旅客在疫情下的出行提供极大的便利，人们将无需查询各个国家不同的防疫措施、依规定准备各种不同的健康证明、甚至可以免除核酸检测与隔离，这有望使促进跨国旅行“正常化”。出境旅游的手续繁琐、防疫措施复杂、隔离时间长等是阻碍人们境外出行的重要因素，极大的打击了境外出行的需求。为了拉动旅游业带动本国经济，各国陆续开始研究推出疫苗护照，这对于吸引境外游客有明显的推动作用。

3月17日，欧盟委员会正式提出建立“绿色数字证书”制度，也就是“疫苗护照”，但该提案必须得到欧盟成员国和欧洲议会的批准才能通过，而且其落实仍取决于各成员国。希腊、塞浦路斯和西班牙力推电子疫苗护照，但法国和德国则显得较为谨慎，因此目前欧盟整体尚未就其使用规范达成共识。

表 4：各国疫苗护照推出情况

国家	疫苗护照情况
马来西亚	和新加坡已经就“疫苗护照”一事进行接洽，商讨接种人员出国免隔离的事宜。
冰岛	1月26号签发了全球第一批“疫苗护照”。根据冰岛卫生局，已经接种过新冠疫苗的冰岛居民，可以凭借接种疫苗的电子证明书，到欧洲其他国家免隔离旅游。
西班牙	西班牙政府表示，将为接种过新冠疫苗的英国游客开辟“绿色走廊”，允许他们今年夏天到西班牙度假。
新西兰	将用数字“旅行通行证”，建立一个和电子护照相连的数字健康钱包，只要做了检测或接种了疫苗，数据就会更新到应用里，再用这些数据比对各国的旅行要求，符合旅行要求的人将会被标为绿色，4月份开始在奥克兰至悉尼航线上试点。
丹麦	丹麦政府2月3日宣布，正在与企业合作开发数字“疫苗护照”，工作将在三四个月内完成。
瑞典	瑞典政府已宣布计划在2021年6月发布数字疫苗护照，并计划在该月底之前为成年人接种疫苗。
以色列	打完第二剂疫苗7天后，可以获得“疫苗护照”，用于出境游免隔离。
英国	开始制定“疫苗护照”计划，主要是为了给有出行需求的人提供便利。
匈牙利	已经完成过新冠疫苗接种或者已经从新冠中恢复的人，可以不受限制地进出该国。
格鲁吉亚	证明自己完成两剂新冠疫苗接种，就可以入境。
塞浦路斯	宣布将于三月对全球符合要求的游客开放，将用疫苗接种证明来替代入境隔离检测。
爱沙尼亚	着手研究“电子免疫证”。

资料来源：东莞证券研究所整理

东亚和东南亚方面，泰国、韩国、新加坡等国也打算或已经启用“疫苗护照”，以此放松入境限制、促进人员流通。韩国政府已开始商议“疫苗护照”相关事宜，新加坡正同有意愿的国家商讨相互承认新冠疫苗接种证明，泰国方面也将考虑对持有他国签发“疫苗护照”的旅客，免除强制隔离入境限制。

3月8日，中国版“国际旅行健康证明”微信小程序正式上线，“国际旅行健康证明”类似欧盟、新加坡等考虑推出的“疫苗护照”，这是核酸检测和疫苗接种等多种信息共同验证。中国推出“疫苗护照”后，受到多国响应，以色列驻华大使潘绮瑞表达了以色列与中国互相承认“疫苗护照”的意愿，并希望在短期内达成这一合作协议；中国和泰国也将对双边数字“疫苗护照”达成协议，这一互认的原则是，持有“疫苗护照”的游客在泰国将不再隔离。预计后续将有更多国家与中国互认“疫苗护照”。

2.4.3 全球旅游业 2021 年将有所恢复

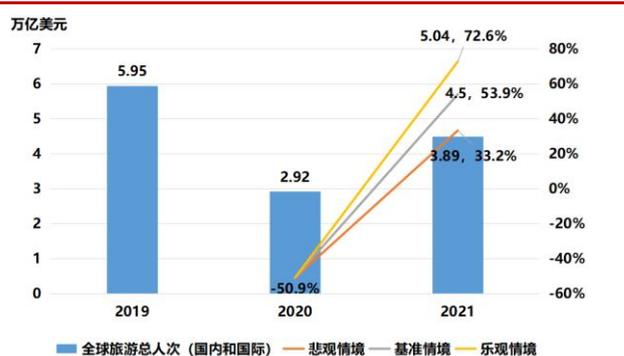
根据世界旅游城市联合会（WTCF）与中国社会科学院旅游研究中心，2020 年全球旅游总人次（含国内和国际旅游人次，下同）下降至 72.78 亿人次，同比下降 40.8%。目前，按照全球经济发展形势及全球疫情走势来看，在基准情境下，WTCF 预计 2021 年全球旅游总人次达 95.45 亿人次，同比增长 31.1%。考虑到未来疫情走势的不确定性，疫苗的接种率、有效性和保护率仍有待观测，因此 WTCF 给出乐观和悲观两种情境下的测算：乐观情境下，疫苗有效性、疫苗接种速度不断提升，预计 2021 年全球旅游总人次达 106.27 亿人次，同比增长 46.0%；悲观情境下，预计 2021 年全球旅游总人次达 83.20 亿人次，同比增长 14.3%。根据 WTCF 的三种预测，无论是哪种情境，2021 年全球旅游总人次和总收入较 2020 年均有所改善，2021 年全球旅游业有望逐渐复苏。

图 26：2019-2021 年全球旅游总人次



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

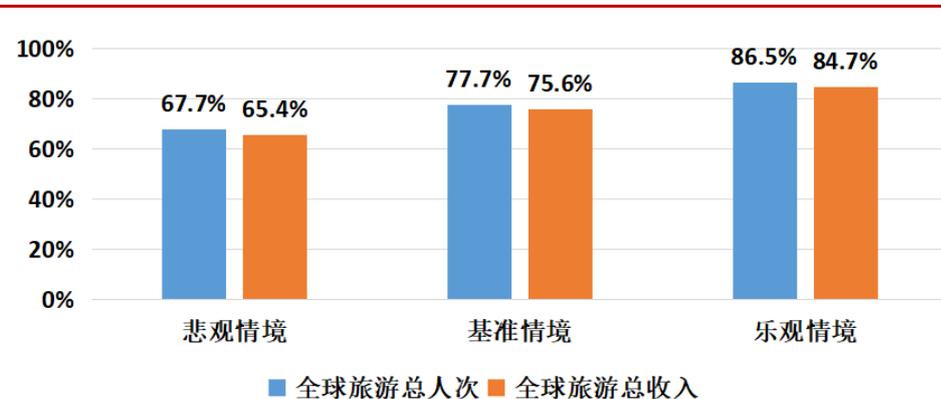
图 27：2019-2021 年全球旅游总收入



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

根据 WTCF 预测，基准情境下，2021 年全球旅游总人次和总收入分别可恢复到 2019 年的 77.7%和 75.6%；悲观情境下，全球旅游总人次和总收入分别恢复到 2019 年的 67.7%和 65.4%；乐观情境下，全球旅游总人次和总收入的复苏水平分别为 86.5%和 84.7%。

图 28：2021 年全球旅游总人次和总收入复苏水平（和 2019 年相比）



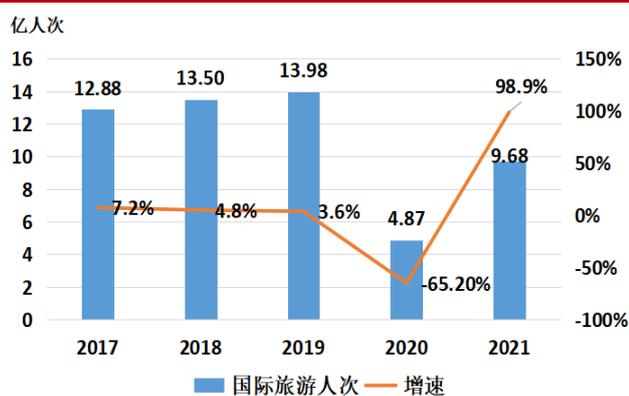
资料来源：WTCF，东莞证券研究所

2020 年国际旅游人次达 4.87 亿人次，同比下降 65.2%；基准情境下，WTCF 预计 2021

年国际旅游人次达 9.68 亿人次，同比增长 98.9%，远高于全球旅游业 31.1% 的整体增速，恢复到 2019 年的 69.3%。

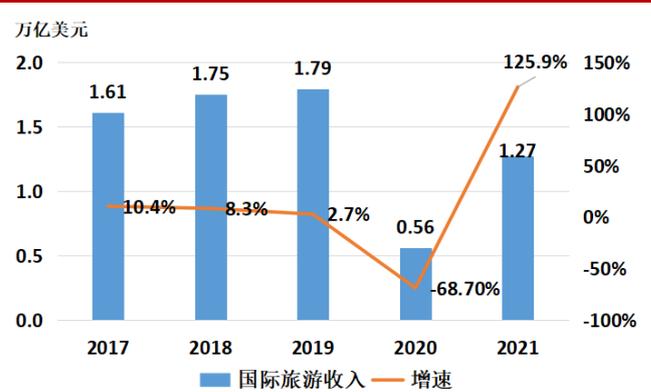
2020 年国际旅游收入达 0.56 万亿美元，同比下降 68.7%，WTCF 预计 2021 年国际旅游收入达 1.27 万亿美元，同比增长 125.9%，远高于全球旅游业 53.9% 的整体增速，恢复到 2019 年国际旅游收入水平的 70.7%。

图 29：国际旅游人次预测2021年复苏情况（和2019年相比）



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

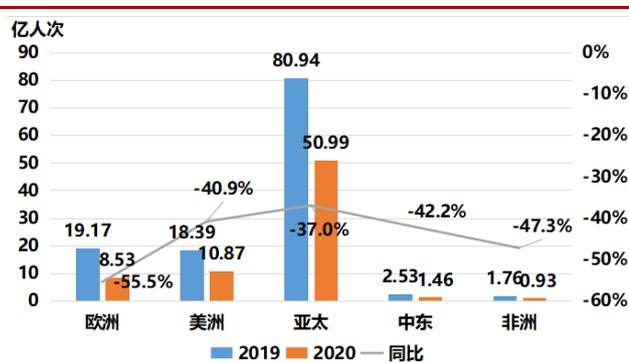
图 30：国际旅游收入预测2021年复苏情况（和2019年相比）



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

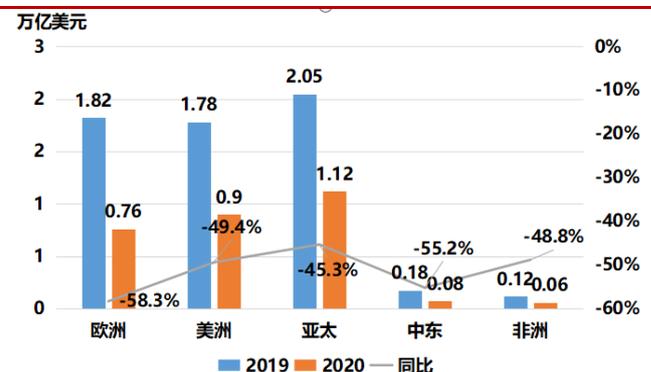
2020 年，全球各区域旅游市场均遭受重创。在欧洲、美洲和亚太三大区域板块中，欧洲旅游市场下降幅度最大，其次为美洲旅游市场，亚太旅游市场下降幅度相对较小。

图 31：2020年全球五大区域旅游总人次变化



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

图 32：2020年全球五大区域旅游总收入变化



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

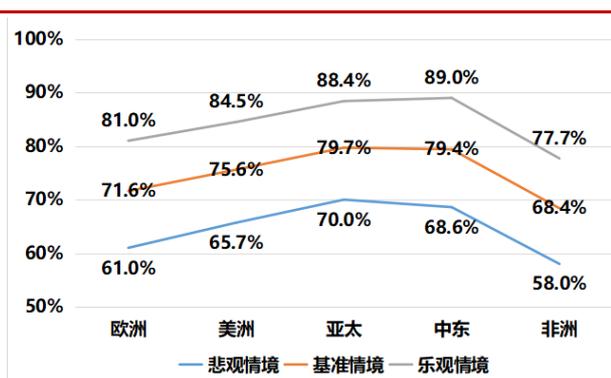
随着全球新冠疫情渐缓，疫苗研发取得进展，未来随着疫苗接种渐次推开，全球旅游业有望逐步复苏。

根据 WTCF，就旅游总人次复苏情况而言，基准情境下，非洲旅游总人次将恢复到 2019 年的 68.4%，其他区域旅游总人次恢复到 2019 年的 70% 以上。悲观情境下，2021 年非

洲旅游总人次将恢复至 2019 年的 58.0%，其他区域复苏水平均在 60% 以上。乐观情境下，非洲旅游总收入恢复到 2019 年的 77.7%，其他区域旅游总人次恢复到 2019 年的 80% 以上。

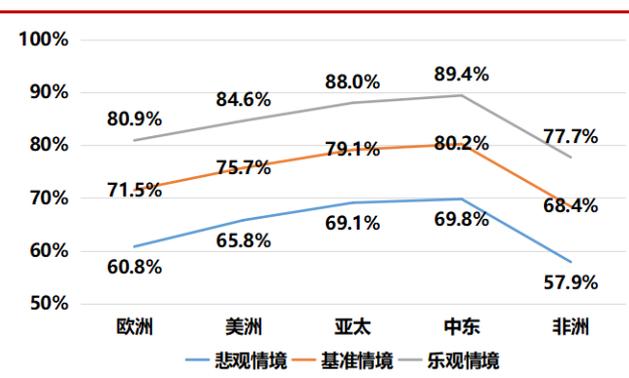
就旅游收入复苏情况而言，基准情境下，依然是非洲和欧洲旅游总收入复苏水平最低，分别为 68.4% 和 71.5%。悲观情境下，非洲和欧洲旅游总收入复苏水平最低，分别达到 2019 年的 57.9% 和 60.8%。乐观情境下，非洲旅游总收入复苏水平最低，为 2019 年的 77.7%。其他四大区域旅游均超过 80%。

图 33：五大区旅游人次预测2021年复苏情况（和2019年相比）



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

图 34：五大区旅游收入预测2021年复苏情况（和2019年相比）



资料来源：WTCF，东莞证券研究所整理

2.5 全球航空客运复苏在望

影响航空业的整体复苏的主要因素之一是疫苗接种进度。美国疾控中心公布的数据显示，截至 3 月 15 日，全美已接种了 1 亿 900 万剂疫苗，21.4% 人口接种了至少 1 剂，11.5% 人口接种完两剂疫苗，根据美国约翰斯·霍普金斯大学发布的数据，全球范围内的新冠疫苗接种总量已超过 3.55 亿剂次。截至 3 月 17 日，美国接种量位居世界第一，超过 1.13 亿剂次，截至 3 月 20 日，中国累计接种 7495.6 万剂次；欧盟国家、印度、英国、巴西与土耳其的接种量也突破千万剂次。

3 月 16 日报道，美国运输安全管理局发布的一组数据显示，过去四天中，每天都有超过 100 万的旅客通过美国机场的安检口，特别是 3 月 12 日和 14 日，旅客数量突破 130 万人次，是新冠疫情暴发以来的最高水平。4 天内机场接待的旅客人数共达到 520 万人，这也是自 2020 年 3 月美国航空业停滞以来，最大的客流量。

美国、比利时、德国、澳洲、新加坡等国的主要航空公司呈复苏迹象。达美航空、西南航空等美国主要航空公司表示，休闲旅行订票量正在上升。但由于日本限制每周乘机人数，全日空航空对 3 月 8 日至 21 日飞往日本的所有国际航线停止受理新的预约，日本航空已暂停从变异病毒流行的法国、英国、德国飞往日本的航班的预售。

表 5：多数主要国际航司呈改善迹象

联合航空 (United Airlines)	联合航空首席执行官斯科特柯比表示，如果目前的预订趋势持续下去，公司预计将在第一季度停止烧钱。“我认为我们正接近疫情的尽头。商务出行需求可能在明年晚些时候复苏，到2023年能恢复至2019年的水平，”他称。
美联航 (United Airlines)	美联航在提交给美国证券交易委员会 (SEC) 的一份文件中表示，“如果当前预订量的改善速度持续下去，公司预计未来核心现金流将为正”。该航司坚持认为，“核心”现金流比标准的现金消耗指标更能衡量其运营业绩，但前者忽略了诸如偿还债务和遣散费之类的重大成本。
达美航空 (Delta Air Lines)	达美航空首席执行官埃德·巴斯蒂安 Ed Bastian 在报告中提到了“一线希望”，指出3月份前两周的日现金净收入（机票销售额减去退票金额）比2月份的平均水平高出30%。
西南航空 (Southwest Airlines)	西南航空在一份文件中表示，其第一季度的现金消耗预测已从每天1500万美元下调至1200万美元或更少，原因是运营收入趋势的改善抵消了飞机燃料成本的上升。
布鲁塞尔航空 (Brussels Airlines)	比利时布鲁塞尔航空公司日前发表声明称，该航空公司去年12月和今年1月航班的预订量比2019年11月有明显增长，这是比利时为遏制疫情第二次“封城”以来出现的一个积极信号。布鲁塞尔机场首席执行官阿诺·费斯特表示，该机场去年11月平均每天起飞50个航班，12月平均每天起飞65个航班。
汉莎航空 (Deutsche Lufthansa)	德国汉莎航空行政总裁 Carsten Spohr 接受德国《商业周刊》访问时表示，受新冠疫苗消费刺激，明年夏季机位预订数字升两倍，预计明年业务将恢复至去年水平的一半，其中明年夏季及秋季将可恢复至七成水平。他指新冠疫苗落实提振乘客信心，情况已在明年复活节期间机位预订中反映。
全日空航空 (ANA)	对3月8日至21日飞往日本的所有国际航线停止受理新的预约，22日以后也有可能继续停止。全日空控股旗下的廉航乐桃航空已针对从台湾飞往关西国际机场和成田机场的航班逐一停止预售。
日本航空 (Japan Airlines)	日本航空已暂停从变异病毒流行的法国、英国、德国飞往日本的航班的预售，这一措施将持续到3月底。出发地为上述3个国家、转机经停日本的情况除外。
澳洲航空 (Qantas Airways)	澳洲航空公司首席执行官艾伦·乔伊斯坚称，A380将很快重返天空，飞往伦敦和洛杉矶等受疫情影响的机场
新加坡航空 (SINGAPORE AIRLINES)	新加坡航空表示，将从3月15日至28日，由新加坡飞往伦敦的航班上，率先试点使用国际航空运输协会 (IATA) “旅行通行证”进行数字健康验证。

资料来源：东莞证券研究所整理

根据美国运输安全管理局数据，3月中美国航空客流量大幅反弹，反映美国国内旅游业复苏迹象明显。澳大利亚和国际飞行员协会也对航空业复苏表示乐观，认为澳洲主流的A380机型将再启航。另外，国航空信息公司的数据显示目前全球飞机运营率已恢复至72.08%。国际航空运输协会 IATA 表示，多家航空公司参与了 IATA 旅行通行证试用计划。国际民航组织预计，在最乐观的情景下，2021年6月客运量可能恢复至2019年的71%（国际运输恢复53%，国内运输恢复84%）。悲观的情景下，将仅恢复49%（国际运输恢复26%，国内运输恢复66%）。中国民用航空局也表示，今年行业将力争全年运输总规模恢复至疫情前80%以上，旅客运输量恢复至疫情前90%左右。但日本处于疫情防控需要，对本土主要航空公司及部分外资航空公司提出入境航班人数限制。

表 6：多国航空业相关部门和机构公告

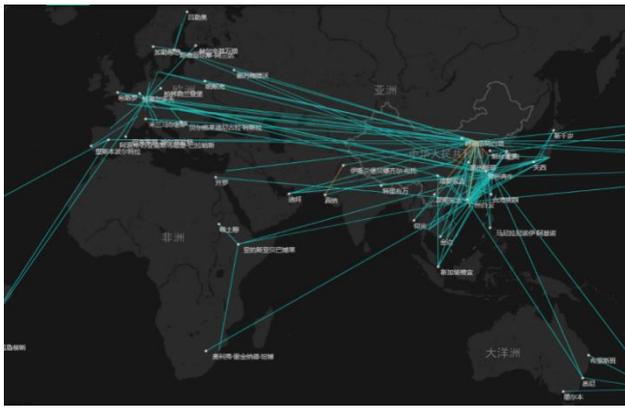
美国运输安全管理局	3月16日报道，美国运输安全管理局发布的一组数据显示，过去四天中，每天都有超过100万的旅客通过美国机场的安检口，特别是3月12日和14日，旅客数量突破130万人次，是新冠疫情暴发以来的最高水平。4天内机场接待的旅客人数共达到520万人，这也是自2020年3月美国航空业停滞以来，最大的客流量。
日本国土交通省	为严格口岸检疫，控制新冠肺炎疫情蔓延，日本国土交通省对日本航空和全日空等执飞国际航线的航空公司提出了入境航班人数限制，向日本航空和全日空提出的要求是每周限3400人，对其他各家航空公司也各有要求。国土交通省还对所有执飞入境羽田、成田、关西三个机场的外资航空公司提出要求，每个航班的入境人数需要限制在100人以内。
国际航空信息公司 (CH-AVIATION)	进入2021年，随着疫苗的陆续接种，“后疫情”机会正式确立，去年受打击最深的航空业第一个走出来。CH-AVIATION最新数据表明，截至2021年2月底，全球机队总规模为27512架，其中7679架仍在停飞，目前共有19833架飞机处于现役状态，运营率已经达到72.08%。
国际航空运输协会 (IATA)	IATA官方信息显示，目前已有包括新加坡航空、澳大利亚航空、新西兰航空、阿联酋航空、阿提哈德航空等10家航空公司参加了IATA旅行通行证的试用计划。
国际民航组织 (ICAO)	国际民航组织预计，到2021年第2季度，全球形势才会有所改善，尽管这仍将取决于疫情管控和疫苗接种的情况。在最乐观的情景下，2021年6月客运量可能恢复至2019年的71%（国际运输恢复53%，国内运输恢复84%）。悲观的情景下，将仅恢复49%（国际运输恢复26%，国内运输恢复66%）。
澳大利亚和国际飞行员协会	澳大利亚和国际飞行员协会 (Australian and International Pilots Association) 主席、A380机长默里·巴特 (Murray Butt) 也乐观地认为，A380这款广受欢迎的飞机将再次起飞，成为澳航机队中唯一拥有头等舱的机型。
新加坡交通部	新加坡交通部长王乙康表示，新冠疫情去年来袭时，樟宜机场接待的乘客量骤减至疫情前的0.5%，如今虽有恢复，但也只达疫情前的2.5%。机场目前的航班飞往世界66座城市，接下来几个月将恢复至约80座城市，即达到疫情前的一半。
中国民用航空局	中国民用航空局表示，今年将继续统筹优化资源配置，促进出台的各项支撑政策和措施落地，积极推进行业稳健恢复。行业将力争全年运输总规模恢复至疫情前80%以上，旅客运输量恢复至疫情前90%左右，货邮运输量与疫情前基本持平，努力实现航空企业减亏增盈。

资料来源：东莞证券研究所整理

2.6 国际航线以三大航为主，欧美票价逐步上涨

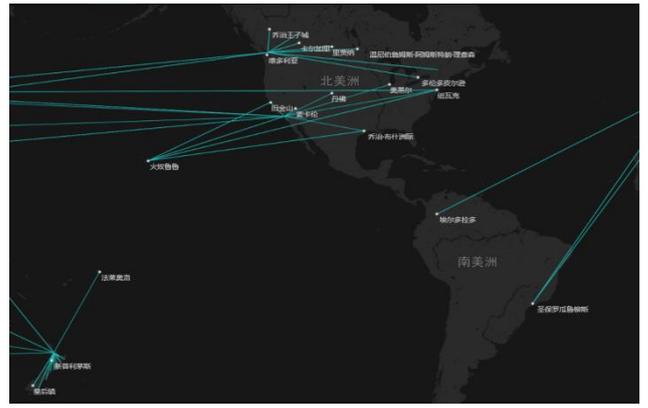
经过多年发展，中国国航在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势。截至 2019 年底，中国国航、及深圳航空（含昆明航空）、澳门航空、北京航空、大连航空、内蒙航空等子公司经营客运航线达 770 条，其中国际航线 137 条，地区航线 27 条，国内航线 606 条。

图 35：中国国航境外航线图1



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

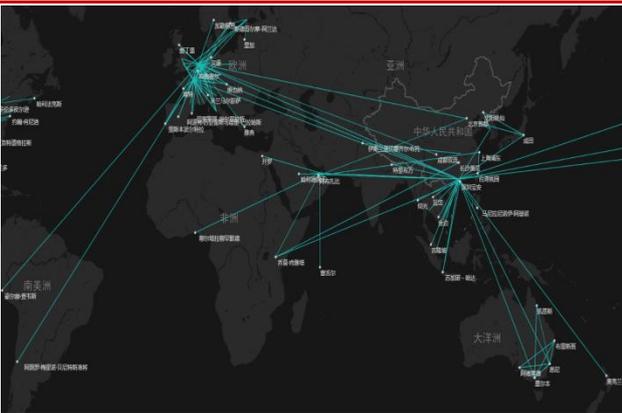
图 36：中国国航境外航线图2



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

南方航空每天有 3,000 多个航班飞至全球 44 个国家和地区、243 个目的地，提供座位数超过 50 万个。在“一带一路”重点涉及的南亚、东南亚、南太平洋、中亚等区域，南方航空已经建立起完善的航线网络，航线数量、航班频率、市场份额均在国内航空公司中居于首位。广州枢纽已经形成了以欧洲、大洋洲两个扇形为核心，以东南亚、南亚、东亚为腹地，辐射北美、中东、非洲的航线网络布局，枢纽效应持续显现。

图 37：南方航空境外航线图1



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

图 38：南方航空境外航线图2



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

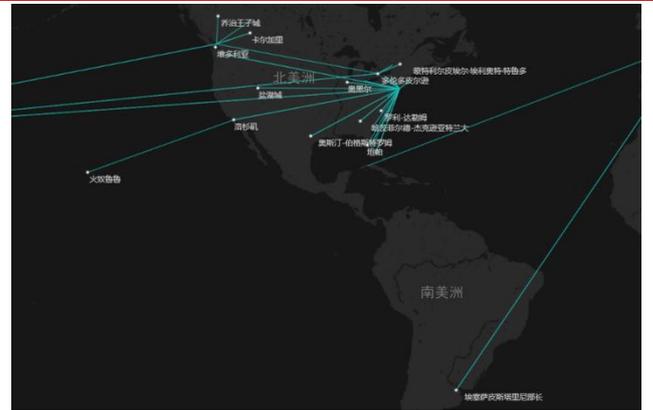
东方航空的国际航线网络可直接通达港澳台、日韩、东南亚的主要知名城市和旅游目的地，以及，巴黎、伦敦、法兰克福、罗马、莫斯科、布拉格、阿姆斯特丹、马德里、纽约、洛杉矶、温哥华、悉尼、墨尔本、奥克兰等多个欧美、澳洲知名国际都市。

图 39：东方航空境外航线图1



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

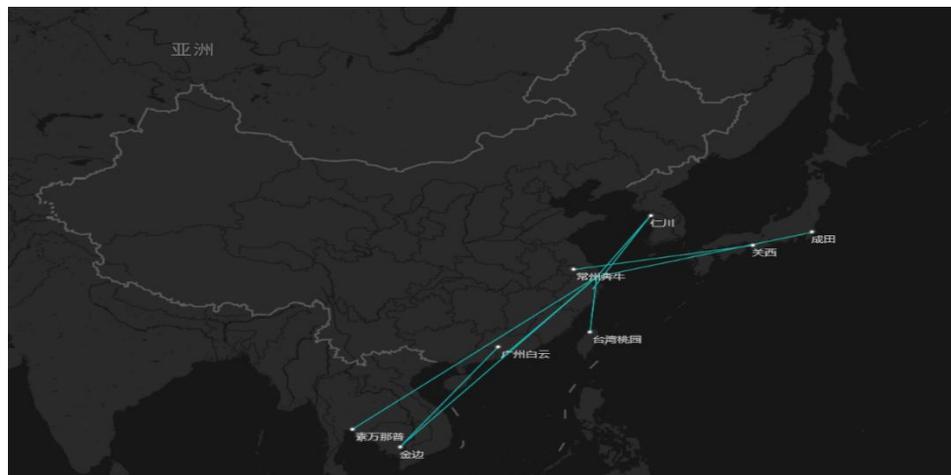
图 40：东方航空境外航线图2



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

春秋航空在设立初期主要提供国内航线的客运业务，于 2010 年开始经营国际及地区航线，并于 2011 年开始加快开辟国际及地区航线的步伐。截至 2019 年底，国内在飞航线 128 条，国内各线城市往返东北亚和东南亚国际在飞航线 69 条，港澳台航线 13 条。区别于全服务航空公司，春秋航空定位于低成本航空经营模式，凭借价格优势吸引大量由对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场客户。

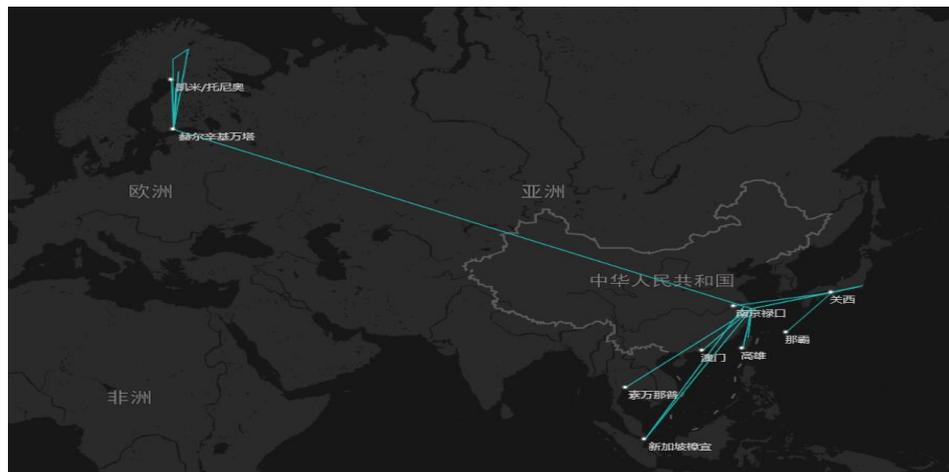
图 41：春秋航空境外航线图



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

吉祥航空细分市场以公商务及旅游、休闲旅客为主。吉祥航空航线网络主要以上海始发至国内省会城市和主要交通枢纽城市为主，开辟部分支线航线，已逐步形成比较完善的国内航线网络系统，开通了上海至东南亚、东北亚等地区和其他国际航线；吉祥航空子公司九元航空航线网络主要以广州为战略中心，至 2019 年底运营接近一百三十条国内航线，实现覆盖 25 个省、自治区和直辖市，累计获得 11 国航权批复（韩国、泰国、缅甸、越南、菲律宾、柬埔寨、俄罗斯、老挝、日本、印尼、马来西亚）。

图 42：吉祥航空境外航线图



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

中国和泰国有望对双边数字“疫苗护照”达成协议，泰国是热门旅游国家，只要中国游客在泰国将不再隔离，中国旅客前往泰国的意愿将大幅增强，中泰航线有望成为率先复苏的航线之一。按照新冠疫苗接种率，以色列是目前接种率最高的国家，同时，以色列表达了与中国互相承认“疫苗护照”的意愿，所以中国往返以色列的航线也有望较早复苏；虽然欧洲同样是最重要的出境游区域之一，但是由于欧盟暂不认可中国版的“疫苗护照”，较低的出入境自由度将一定程度抑制国内前往欧盟国家旅游，中国与欧盟国家航线或将延期复苏。

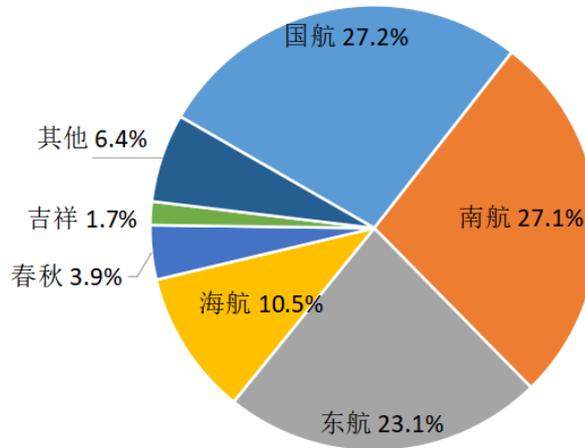
目前中国政府正在与哪些国家进行相关谈判还不得而知，但中国与批准使用中国疫苗的国家或地区，如马来西亚、新加坡、印度尼西亚等，以及需要尽快恢复经济往来的邻国，如日本和韩国等，建立相互承认的健康证明程序更为可行与务实。因此，中期来看，东南亚与东亚航线有望成为复苏较好的航线。

中国国航作为跨境客运领域的龙头航司之一，在境外多个地区的客运收入均较高，2019 年欧洲地区的客运收入为 120.07 亿元，北美地区的客运收入为 79.18 亿元，日本及韩国地区的客运收入为 78.17 亿元，亚太地区及其他地区的客运收入为 95.29 亿元。

国际航线来看，2019 年中国航司国际航线旅客周转量为 3185.08 亿人公里，中国国航的国际航线旅客周转量 866.19 亿人公里，约占国内航司国际航线旅客周转量的 27.20%，

南方航空旅客周转量 864.23 亿人公里，约占 27.13%，东方航空旅客周转量 736.77 亿人公里，约占 23.13%。国际航线的 CR3 等于 77.46%，跨境客运领域的市场集中度很高。

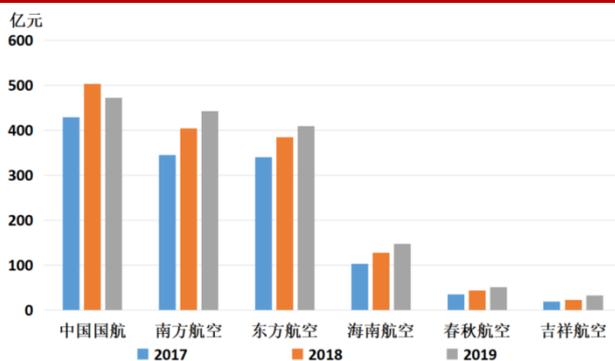
图 43：2019年中国航司国际航线旅客周转量（万人公里）占比



资料来源：Wind，民航局，东莞证券研究所

2017-2019 年，6 家航司的境外收入占比平均值为 26.8%、27.8%和 28.6%。三大航空公司中，中国国航和南方航空境外收入大于东方航空；国航和东航的境外收入占比高于南航。2017-2019 年，国航的境外收入平均占比为 35.6%，东航为 33.6%，南航为 27.9%，三大航境外收入占比均较稳定。民营航空公司中，春秋航空的境外收入占比高于吉祥航空，两者的占比均呈逐渐上升趋势。另外，华夏航空只有境内航线，因此境外收入占比为零，不纳入统计。

图 44：2017-2019年各大航司境外收入



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 45：2017-2019年各大航司境外收入占比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

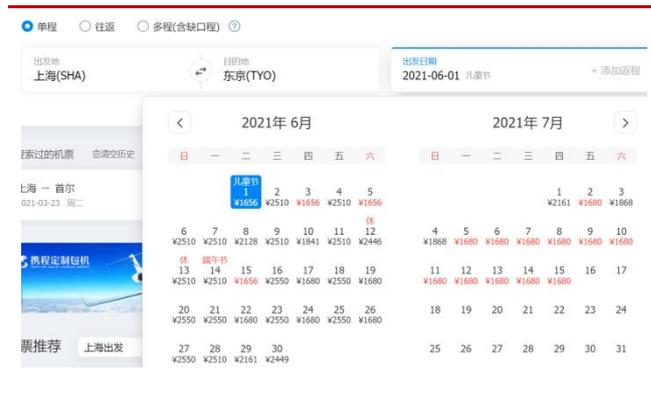
以 3 月 17 日数据来看（下同），上海往东京 4 月份的机票价格约 2400-7000 元，但 5-6 月为 1600-2600 元之间，7 月票价基本维持在 1680-1868 元之间，仅 7 月 1 日票价略高于两千元。

图 46: 4-5月上海-东京单程机票价格



资料来源: 携程, 东莞证券研究所

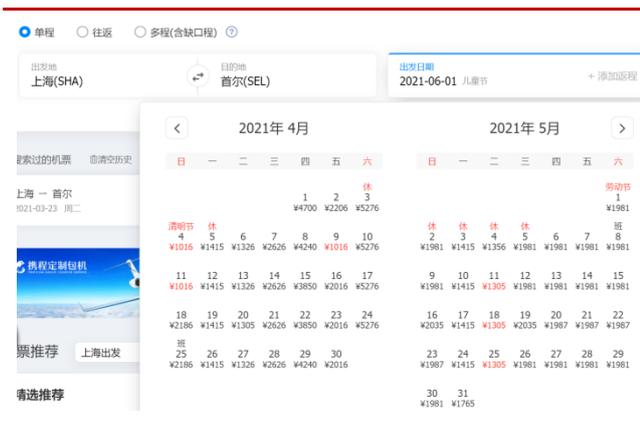
图 47: 6-7月上海-东京单程机票价格



资料来源: 携程, 东莞证券研究所

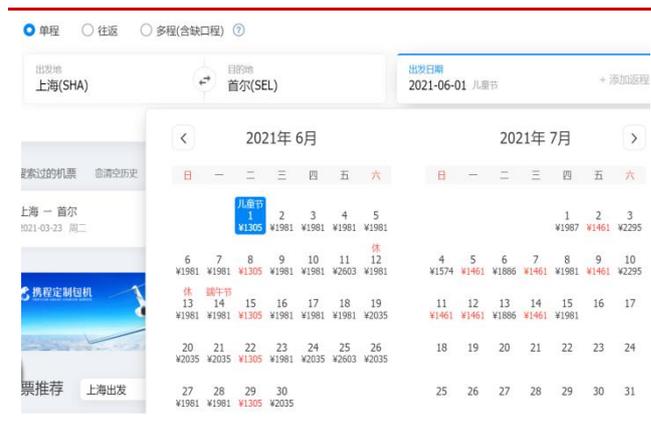
上海往首尔 4 月份的机票价格波动较大, 最低为 1016 元, 清明长假附近票价高达 4700-5276 元, 5-7 月票价较低, 为 1300-2300 元之间, 较 4 月份有较大回落。

图 48: 4-5月上海-首尔单程机票价格



资料来源: 携程, 东莞证券研究所

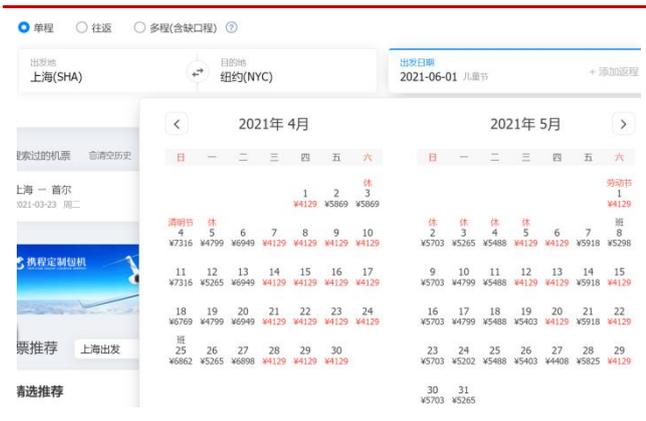
图 49: 6-7月上海-首尔单程机票价格



资料来源: 携程, 东莞证券研究所

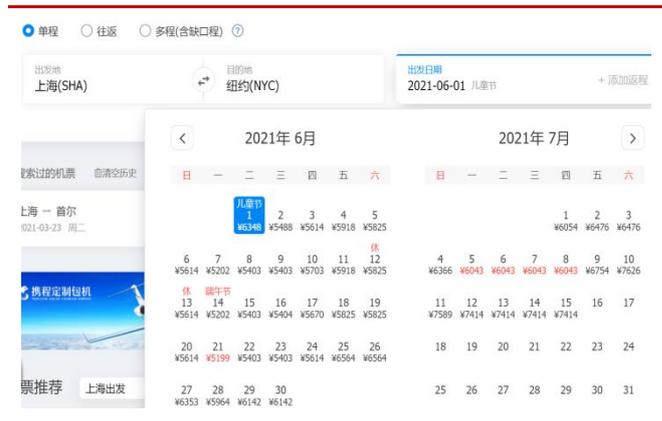
上海往曼谷 4 月份的机票价格约 1500-4000 元, 5-7 月票价较低, 为 1400-2000 元之间, 7 月票价维持在 1424 元的低价。

图 54：4-5月上海-纽约单程机票价格



资料来源：携程，东莞证券研究所

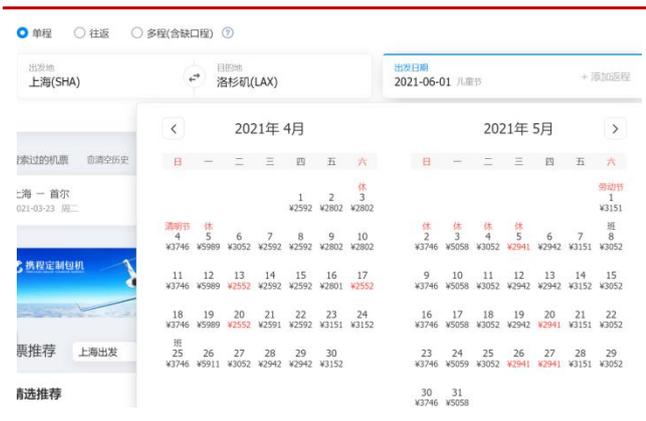
图 55：6-7月上海-纽约单程机票价格



资料来源：携程，东莞证券研究所

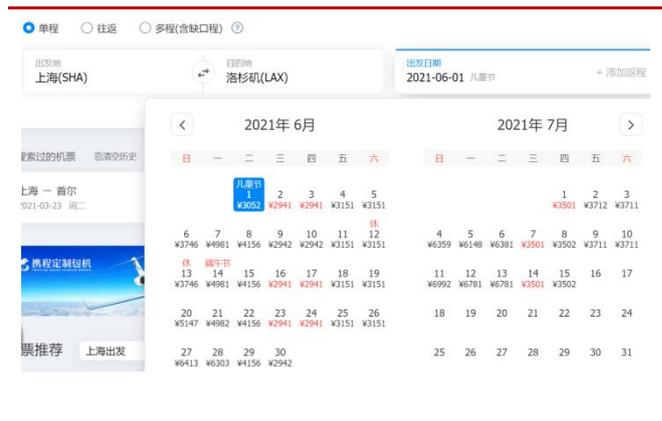
上海往洛杉矶 4 月份的机票价格约 2500-6000 元，5 月票价在 2900-5100 元之间，6 月票价在 2900-6500 元之间，7 月票价在 3500-7000 元之间，4-7 月最低上海往洛杉矶最低机票价格逐渐提高，7 月份均价均高于 4-6 月。

图 56：4-5月上海-洛杉矶单程机票价格



资料来源：携程，东莞证券研究所

图 57：6-7月上海-洛杉矶单程机票价格

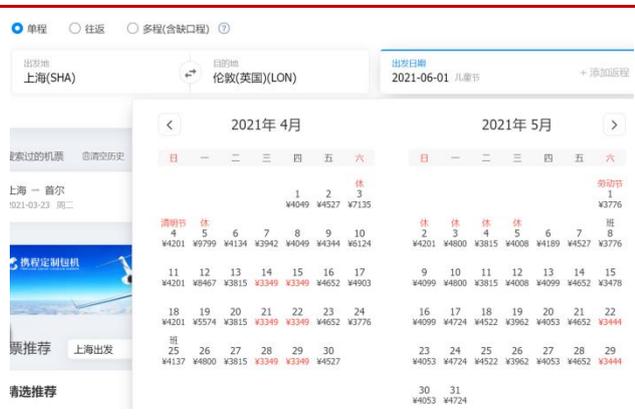


资料来源：携程，东莞证券研究所

4、5 月分别有清明节和五一节法定假日，且时间点更近，但 7 月份票价更高，一方面，根据全球化智库（CCG）的《中国留学发展报告（2020~2021）》，虽然 2019-2020 学年在美国接受高等教育的国际学生为 1075496 人，同比 2018-2019 学年下降 1.8%，但仍为中国留学生的第一目的国，而 7、8 月是往返校高峰，因此票价通常更贵。另一方面，3 月份美国疫苗接种量已为全球第一，随着疫苗的进一步普及，7 月份接种量和覆盖率将再上新台阶，一定程度缓解人们到美国旅游的担忧，带动旅游需求回暖，因此票价有所上涨。

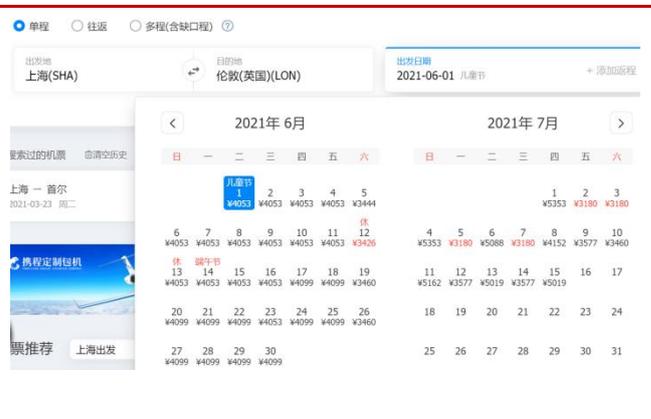
上海往伦敦 4 月份的机票价格约 3300-9800 元，5 月票价在 3400-4800 元之间，6 月票价在 3400-4100 元之间，7 月票价在 3180-5400 元之间，4 月机票价格多数在 3300-4300 元之间，部分时间价格较高，5-7 月票价偶有所波动，整体上 7 月份均价高于 5-6 月。2021 年赴英留学申请人数创新高，超过 61 万人，是驱动票价的因素之一。

图 58：4-5月上海-伦敦单程机票价格



资料来源：携程，东莞证券研究所

图 59：6-7月上海-伦敦单程机票价格



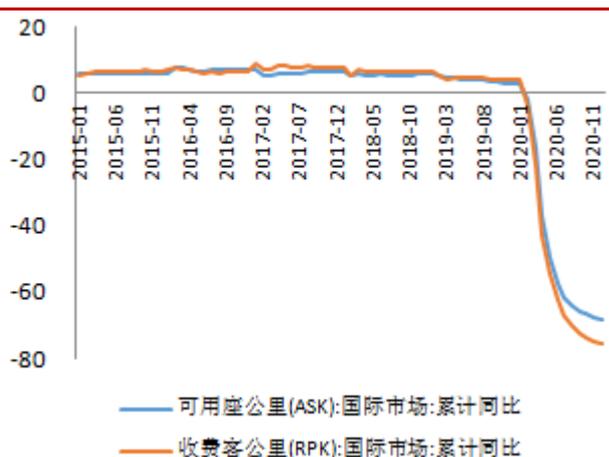
资料来源：携程，东莞证券研究所

3. 疫情期间全球运力收缩，行业有望迎整合优化

3.1 疫情期间全球航司运力大收缩

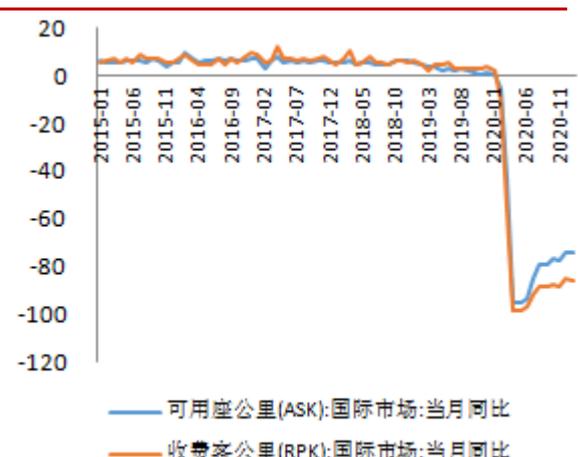
受新冠疫情影响，2020 年全球航空客运需求大幅萎缩，全球航司大幅削减航班。2020 年国际航空客运运力投入同比下降 68.1%，客运量同比下降 75.6%。2021 年 1 月国际航空客运运力同比下降 74.5%，客运量同比下降 85.9%。自 2020 年 4 月疫情在全球范围扩散后国际航空运力和需求跌至冰点后降幅基本呈逐月收窄趋势，其中运力的修复快于需求的修复。

图 60：国际航空客运ASK&RPK累计同比



数据来源：wind，东莞证券研究所

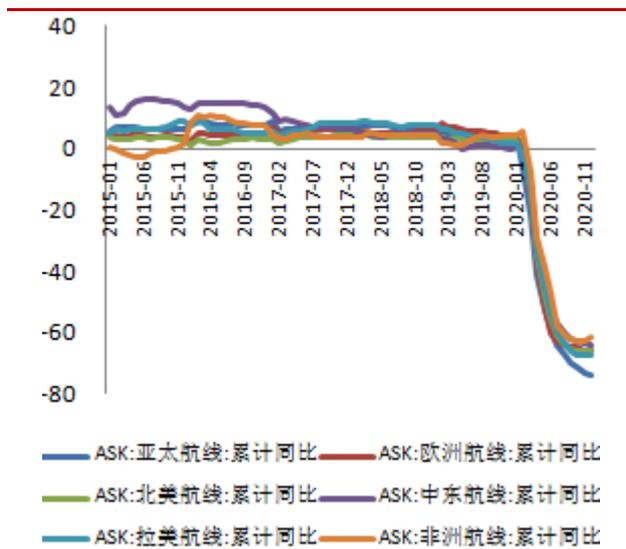
图 61：国际航空客运ASK&RPK当月同比



数据来源：wind，东莞证券研究所

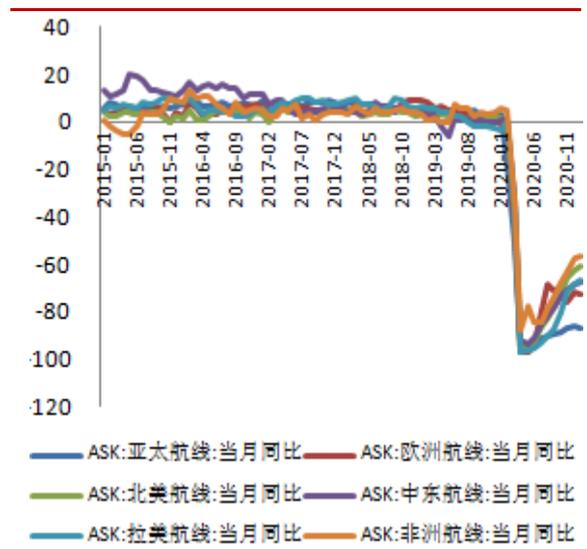
受国家管控的影响，国际航线中，亚太航线、欧洲航线的运力恢复相对缓慢，目前国内航空公司的国际航线恢复速度慢于全球平均水平。

图 62：国际航线ASK累计同比



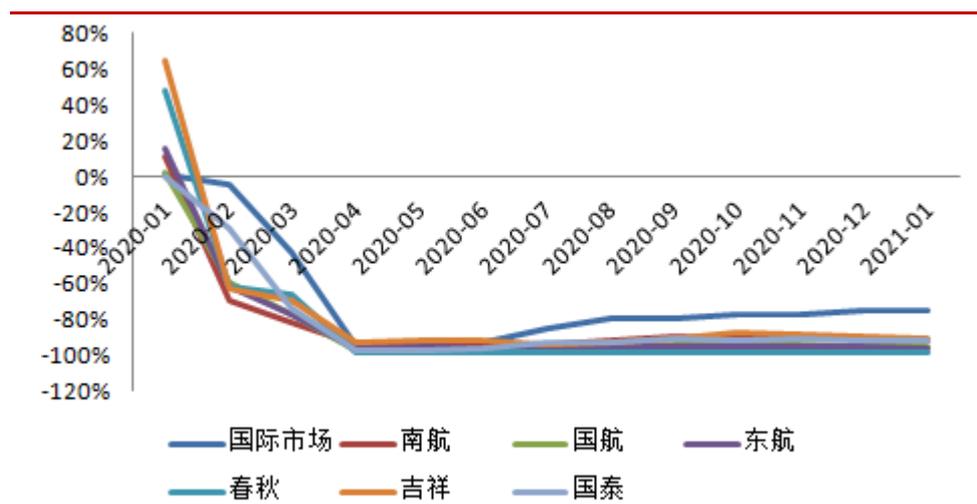
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 63：国际航线ASK当月同比



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 64：各航司疫情期间国际航线运力月度同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 疫情下国内航司飞机引进明显放缓

受疫情冲击，我国航司 2020 年运力扩张速度明显放缓，一方面航司普遍推迟了飞机引进计划，另一方面正常的飞机交付也受到影响。2020 年是近年来民航业引进飞机最少的一年，净增飞机最多的航空公司也不超过 10 架。三大航及春秋、吉祥 5 家航司 2020 年的机队规模占我国民航机队的 65%。2020 年 5 家航司机队规模净增加飞机 28 架，增加数量同比下降 75%，同比增速仅约 1%。疫情期间运力控制为疫情后行业复苏营造良好环境。

表 7：2020 年我国主要航司机队规模变动

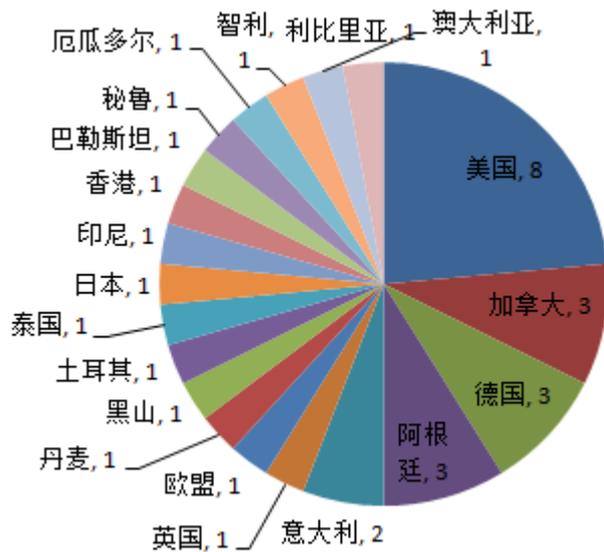
	2020年机队规模	2020年净增	2019年净增	净增同比
国航	708	10	30	-67%
南航	867	5	22	-77%
东航	725	2	43	-95%
春秋	102	9	12	-25%
吉祥	72	2	6	-67%
合计：	2474	28	113	-75%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3 疫情有望促使民航业整合优化

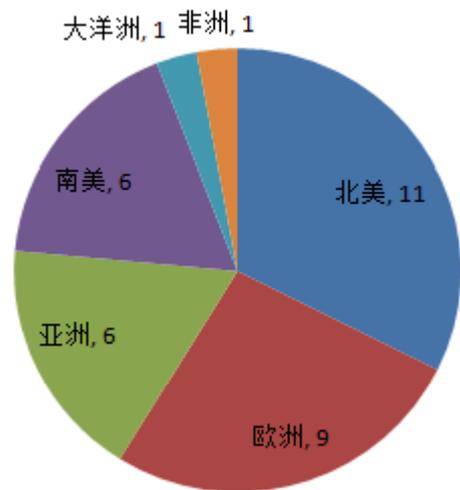
新冠疫情肆虐全球导致全球航空业遭遇重创，2020 年全球有 34 家航空公司倒闭，其中以欧美的航空公司居多，其次是亚洲和南美的。

图 65：2020年倒闭航司国家分布



数据来源：东莞证券研究所整理

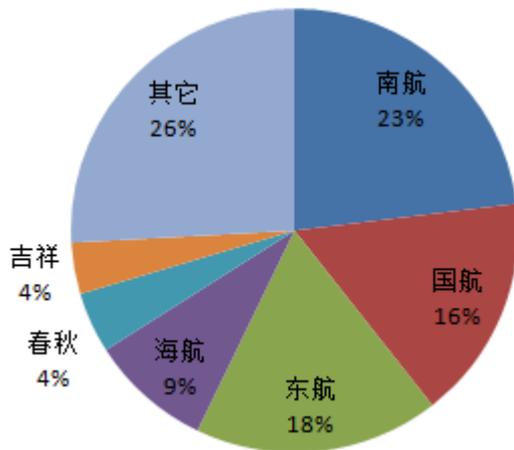
图 66：2020年倒闭航司大洲分布



数据来源：东莞证券研究所整理

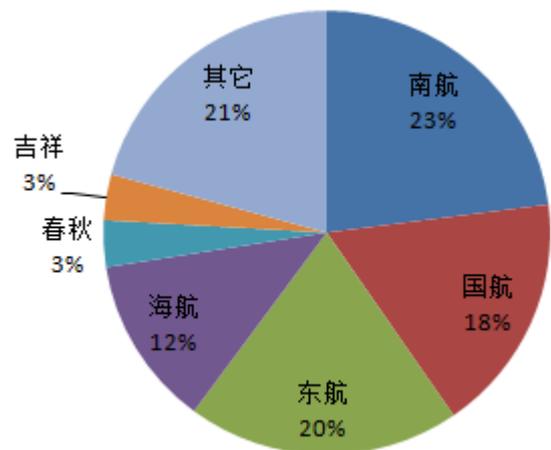
2020 年在新冠疫情对全球民航业造成巨大冲击的情况下，由于我国疫情防控措施得力有效，国内疫情防控形势较为稳定，国内航旅市场复苏迅速，中国民航在全球率先触底反弹。而国际航线在疫情期间基本停运。经营更加灵活的民营航空公司在疫情期间通过灵活的运力调整和市场适应，客运量市占率反而有所提升。

图 67：各航司2020年客运量占比



数据来源：wind，东莞证券研究所

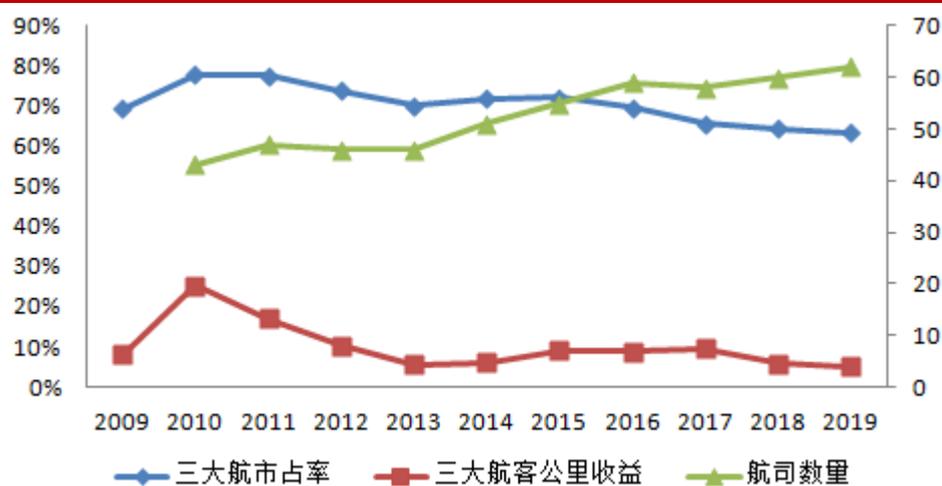
图 68：各航司2019年客运量占比



数据来源：wind，东莞证券研究所

当行业遭遇重大经营困境时往往会促使行业整合优化。复盘 2008-2010 年，三大航通过兼并收购大幅提升了市场份额，通过兼并地方航企降低行业内部竞争，为后来的提高票价和管控运力奠定了良好的基础。我国民航业历史上最近的一次大危机出现在 2008 年，当时的背景航空业面对南方雨雪冰冻灾害、汶川大地震、全球金融危机、油价高企等众多不利因素，航空业在 2008 年陷入经营困境，行业全年亏损近 300 亿元。2009 年随着国内经济快速复苏和国际经济逐步趋稳，国内航空客运和国际航空客运市场先后回暖。在历经重大考验后，行业迎来了优化整合。2009 年东航上航合并，2010 年国航兼并深航。2010 年整合后，三大航的市占率提升，客公里收益随之上升，后来随着政策放宽航司数量持续上升，三大航的市占率逐渐下滑，客公里收益与市占率呈正相关关系。

图 69：行业集中度提升有助于改善航司效益



资料来源：wind，东莞证券研究所

2020 年新冠疫情爆发对航空业造成严重冲击，三大航全年净利润合计亏损超 300 亿元。民航局表示支持航企根据需要进行联合重组、优化运力，帮助企业渡过难关。2021 年海航集团宣布破产重组。疫情有望促使民航业新一轮的洗牌，未来有望通过提高行业集中

度来改善具备竞争优势的航司的经营效益。

4. 航空公司油价、汇率敏感性分析

4.1 油价敏感性分析

燃油成本是航空公司的主要营运成本构成，燃油成本占营业成本的比重达三成。原油价格波动导致航空公司燃油成本变化，对净利润会造成较大波动。

参照 2019 年度航空公司的财务数据，经测算，假定其他变量不变的情况下，燃油成本变动 1%对国航、南航、东航、春秋、吉祥的净利润影响程度分别为 4.21%、12.12%、8.04%、1.70%、3.29%。

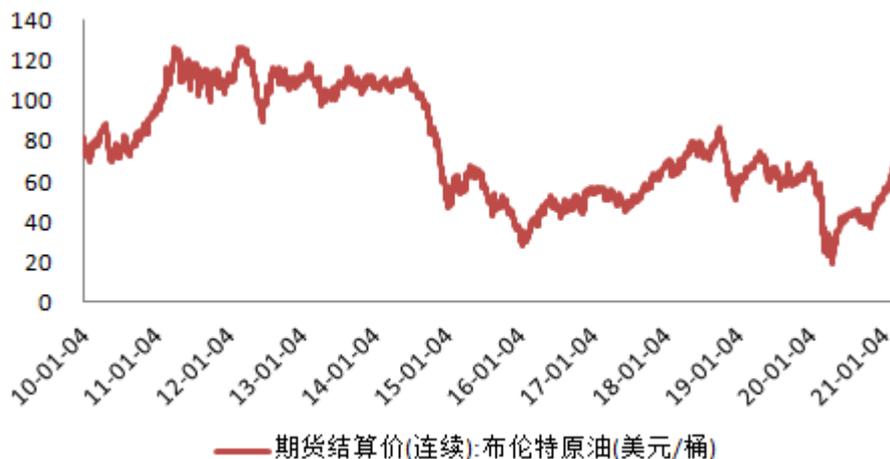
表 8：航空公司净利润对航油价格变动的敏感性分析

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
2019年航油成本(亿元)	359.65	428.14	341.91	41.66	43.58
航油成本占营业成本比重	31.76%	31.56%	31.90%	31.77%	30.26%
2019年每客公里成本	0.4857	0.4762	0.4838	0.3304	0.4141
2019年每客公里航油成本	0.1542	0.1503	0.1543	0.105	0.1253
2019年每客公里收益	0.0275	0.0093	0.0144	0.0464	0.0286
税率	25%	25%	25%	25%	25%
航油价格变动1%净利润弹性	4.21%	12.12%	8.04%	1.70%	3.29%

资料来源：wind，东莞证券研究所

自 2020 年 6 月份始国际原油价格触底反弹，创下近两年来的新高。截至 2021 年 3 月 17 日，布伦特原油价格升至 68 美元/桶，年初以来平均价格为 60.88 美元/桶，较上年同期上涨 9.8%。布伦特原油 2020 年全年的平均价格为 43.21 美元/桶，2019 年全年的平均价格为 64.16 美元/桶。

图 70：布伦特原油价格走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

4.2 汇率敏感性分析

三大航的美元负债占比较大，人民币兑美元汇率变动使得人民币升值或贬值，对于航空公司的净利润会造成较大波动。

参照 2019 年度航空公司的财务数据，经测算，假定除汇率以外的其他风险变量不变，人民币兑美元汇率变动 1% 对国航、南航、东航的净利润影响程度分别为 6.93%、16.37%、10.27%。

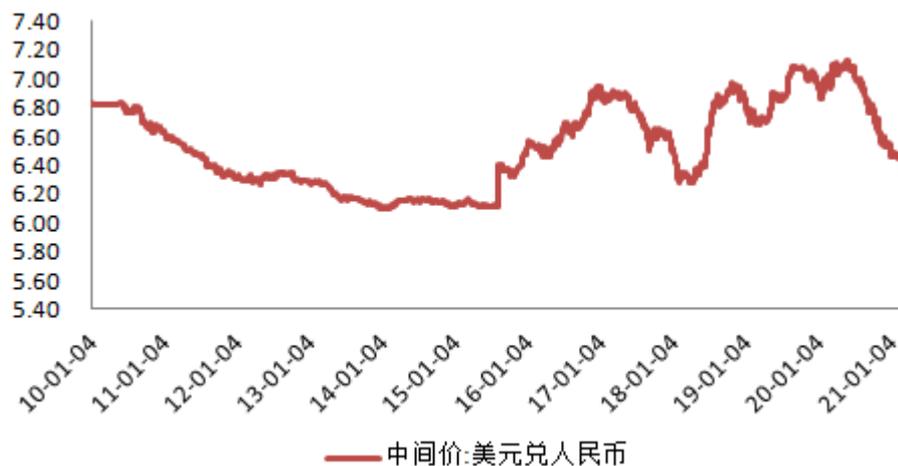
表 9：航空公司净利润对汇率变动的敏感性分析

	国航	南航	东航
2019年美元负债(亿元)	603.57	702.6	465.42
美元负债比重	43.18%	37.93%	28.70%
2019年归母净利润(亿元)	64.09	26.51	31.95
汇率变动1%净利润影响(亿元)	4.44	4.34	3.28
汇率变动1%净利润弹性	6.93%	16.37%	10.27%

资料来源：wind，东莞证券研究所

截至 2021 年 3 月 18 日，美元兑人民币汇率中间价为 6.4859，相较年初人民币升值 0.6%。美元兑人民币汇率处于历史相对低位。

图 71：美元兑人民币汇率中间价走势图



资料来源：wind，东莞证券研究所

5. 投资建议

民航业受疫情冲击严重，疫情发生以来板块表现整体落后。春节后民航客运量强势反弹，国内航空出行需求明显回暖。伴随当前国内疫情稳控的大环境，清明五一等小长假即将来临，居民压抑已久的探亲旅游出行需求有望迎来报复性反弹。而海外新增疫情已现拐点，同时随着全球疫苗接种普及持续推进，全球疫情趋势有望持续向好。海外疫情好转有利于国际航班恢复，跨境出行需求反弹将预示着民航走向全面复苏。站在当下，我们认为民航业受疫情影响最严重的时期已过去，航空公司全年业绩改善预期高。相对而言，国际航线复苏对于三大航的基本面反转力度更大。目前三大航的 PB 为 1.5-1.6 倍，处于历史相对低位。推荐中国国航（601111）、南方航空（600029）、东方航空（600115），关注春秋航空（601021）、吉祥航空（603885）、华夏航空（002928）。

6. 风险提示

海外疫情改善进程低于预期；

经济低迷影响行业需求；

油价大幅上涨；

人民币兑美元贬值；

航空安全事件影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn