

证券研究报告—动态报告/行业快评

交通运输

航空 3 月数据点评

超配

(维持评级)

2021 年 04 月 16 日

国内航线迅速复苏，将迎连续旺季催化

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

证券分析师：曾凡喆

zengfanzhe@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030003

事项：

各航空公司集中披露 3 月运营数据，国内航线迅猛恢复，国际线仍处于底部区域。

国信交运观点：3 月民航国内线摆脱春运就地过年政策阴霾，迅猛复苏，三大航国内线客流均接近甚至超过 2019 年同期水平，春秋、吉祥国内线旅客相比 2019 年更是实现大幅增长，客座率降幅均显著收窄。时至 4 月，清明假期即便有瑞丽疫情扰动，民航客流也已经基本恢复至 2019 年同期水平。目前瑞丽疫情基本平稳，民航国内市场复苏趋势不改，随着五一假期临近，旺季预期进一步升温。

我们认为各航司谨慎引进运力叠加需求复苏超预期的潜力，国内市场的火热有望加速各航司的盈利修复，且随着疫苗接种率的上升，国门开放也只是时间问题。按照目前每天 400 万剂次的接种速度，实现群体免疫的时间有望落于 2022 年中，而一旦国门有序放开，民航真正意义的景气区间有望到来。目前海航重组仍在进行中，相关方案有可能于近期逐步公布，如重组结果能够实现民航的竞争格局改善，则周期高点可看高一线。

各航司一季报即将披露，一季报后业绩利空消退。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、三大航，关注华夏航空。

评论：

各航司披露 3 月运营数据

各航司披露 2021 年 3 月运营数据，环比因就地过年政策影响，运量显著下挫的 2 月显著改善。

总量上看：三大航运力投放相比 2019 年仍有一定降幅，但差异明显，南航表现更优，ASK 降幅为 15.8%，国航因国际线运力历史占比较高，且北京市场受两会召开影响较大，运力消化压力尚存，ASK 降幅为 32.6%，东航折中，降幅为 24.2%。运量方面，三大航 RPK 相比 2019 年降幅在 30%左右，南航表现较好，降幅 24.1%，国航降幅为 39.5%，东航降幅为 33.2%。民营航司方面，春秋吉祥运投相比 19 年实现正增长，消化了绝大部分海外运力回流的压力，客运量也显著回升，春秋旅客运输量相比 2019 年同期升 15.0%，吉祥升 7.8%。

表 1: 各航司 3 月总量数据表现

		3 月总量数据				
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	79.2%	113.2%	143.7%	73.9%	113.2%	
相比 2019	-32.6%	-15.8%	-24.2%	11.9%	5.6%	
		3 月总量数据				
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	128.5%	174.4%	219.9%	148.0%	182.1%	
相比 2019	-39.5%	-24.1%	-33.2%	5.3%	-0.6%	
		3 月总量数据				
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	160.1%	121.8%	280.4%	167.0%	198.1%	
相比 2019	-19.8%	-7.8%	-19.1%	15.0%	7.8%	
		3 月总量数据				
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
当期值	72.4%	75.0%	72.9%	86.9%	81.1%	
同比 2020	15.6%	16.7%	17.4%	26.0%	19.8%	
相比 2019	-8.3%	-8.2%	-9.8%	-5.5%	-5.1%	
		1-3 月总量累计数据				
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	-12.4%	4.1%	1.4%	25.4%	36.5%	
相比 2019	-48.9%	-40.5%	-43.4%	-2.4%	-10.3%	
		1-3 月总量累计数据				
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	-14.7%	6.1%	-1.3%	34.1%	49.6%	
相比 2019	-58.5%	-50.3%	-54.9%	-17.9%	-22.9%	
		1-3 月总量累计数据				
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	13.4%	32.6%	28.6%	49.2%	62.2%	
相比 2019	-44.5%	-38.6%	-44.7%	-10.6%	-16.0%	
		1-3 月总量累计数据				
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
当期值	66.1%	69.3%	65.9%	77.5%	73.3%	
同比 2020	-1.8%	1.3%	-1.8%	5.0%	6.4%	
相比 2019	-15.4%	-13.6%	-16.7%	-14.7%	-11.9%	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

国内市场迅猛复苏: 三大航国内线运投相比 2019 年均实现 10%以上正增长, RPK 相比 2019 年亦均实现增长, 国航、东航客运量相比 2019 年虽有所下降, 但降幅在 5%以内。三大航中南航运量表现最佳, 国内线 RPK 相比 2019 年增长 8.3%, 客运量相比增长 8%。民营航司中, 春秋航空国内线 ASK 相比 2019 年大幅增长 74%, 吉祥航空则增长 25.1%, 春秋航空 RPK 相比 2019 年增长 62.9%, 吉祥增长 17.8%。

各航司客座率环比明显恢复: 由于海外运力回流带来供给压力, 且 3 月上半月因两会影响民航复苏相对缓慢, 各航司国内线客座率暂未全面恢复至疫情前水平, 但降幅已经显著收窄, 三大航 3 月国内线客座率在 75%左右, 相比 2019 年降幅收窄至 6.9%-10.2%, 其中南航表现最优, 客座率为 76.1%, 相比 2019 年同期降幅 6.9%; 春秋吉祥国内线客座率全面恢复至 80%以上, 其中春秋客座率已突破 85%, 达到 87.2%, 吉祥为 81.8%, 春秋吉祥国内线客座率相比 2019 年降幅已经收窄至 5%左右, 其中春秋降幅为 5.9%, 吉祥为 5%。

表 2: 各航司 3 月国内线数据表现

		3 月国内数据				
	ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	同比 2020	127.6%	139.8%	216.5%	110.7%	134.5%
	相比 2019	12.2%	18.1%	14.9%	74.0%	25.1%
	RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	同比 2020	174.5%	202.0%	299.1%	192.6%	197.1%
	相比 2019	0.6%	8.3%	0.9%	62.9%	17.8%
	旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	同比 2020	171.6%	122.4%	304.7%	199.4%	207.3%
	相比 2019	-0.3%	8.0%	-3.5%	60.4%	23.1%
	客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	当期值	73.5%	76.1%	73.9%	87.2%	81.8%
	同比 2020	12.5%	15.7%	15.3%	24.4%	17.2%
	相比 2019	-8.4%	-6.9%	-10.2%	-5.9%	-5.0%
		1-3 月国内线累计数据				
	ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	同比 2020	36.0%	41.6%	57.1%	82.8%	64.8%
	相比 2019	16.3%	17.1%	14.6%	-49.4%	-6.5%
	RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	同比 2020	33.6%	47.7%	56.2%	95.8%	77.8%
	相比 2019	-31.9%	-29.1%	-31.3%	25.3%	-8.2%
	旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	同比 2020	35.1%	52.5%	53.3%	98.4%	84.1%
	相比 2019	-31.3%	-28.1%	-33.8%	23.6%	-3.8%
	客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥
	当期值	67.2%	70.5%	66.9%	77.7%	74.0%
	同比 2020	-1.2%	2.9%	-0.3%	5.2%	5.4%
	相比 2019	-15.3%	-12.0%	-16.3%	-15.0%	-11.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国际地区市场仍处于低谷: 由于国门暂未全面打开, 各航司国际线运投及运量仍处于低谷, 各航司国际线运投相比 2019 年均下降 90% 以上, 客运量均下降 95% 以上。

表 3: 各航司 3 月国际线数据表现

3 月国际数据						
	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
ASK						
同比 2020	-82.1%	-51.2%	-76.5%	-93.7%	-68.1%	
相比 2019	-96.0%	-91.0%	-94.6%	-97.8%	-90.0%	
RPK						
同比 2020	-83.7%	-52.8%	-82.2%	-93.3%	-51.9%	
相比 2019	-97.9%	-95.3%	-97.6%	-98.6%	-93.5%	
旅客运输量						
同比 2020	-82.1%	-53.9%	-82.6%	-91.9%	-61.8%	
相比 2019	-98.2%	-96.2%	-98.3%	-98.5%	-96.2%	
客座率						
当期值	41.0%	44.1%	35.5%	57.1%	53.7%	
同比 2020	-4.0%	-1.5%	-11.5%	3.4%	18.1%	
相比 2019	-37.7%	-39.7%	-44.4%	-33.7%	-29.0%	
1-3 月国际累计数据						
	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
ASK						
同比 2020	-92.6%	-84.6%	-91.7%	-97.3%	-85.7%	
相比 2019	-95.9%	-91.5%	-95.0%	-98.0%	-89.4%	
RPK						
同比 2020	-95.6%	-90.4%	-95.9%	-98.0%	-89.0%	
相比 2019	-97.9%	-95.6%	-97.9%	-98.8%	-94.1%	
旅客运输量						
同比 2020	-96.1%	-92.6%	-96.9%	-97.7%	-93.4%	
相比 2019	-98.3%	-96.7%	-98.6%	-98.7%	-96.5%	
客座率						
当期值	40.2%	43.3%	34.0%	52.7%	46.1%	
同比 2020	-27.3%	-25.7%	-34.6%	-19.8%	-14.0%	
相比 2019	-39.6%	-40.6%	-47.4%	-38.5%	-36.1%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 4: 各航司 3 月地区线数据表现

		3 月地区数据				
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	122.7%	106.7%	11.1%	-49.1%	19.8%	
相比 2019	-76.1%	-86.7%	-91.0%	-92.8%	-61.0%	
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	524.2%	245.3%	123.4%	-8.4%	71.9%	
相比 2019	-85.4%	-94.0%	-94.4%	-95.8%	-82.4%	
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	475.0%	248.7%	82.2%	-22.3%	46.5%	
相比 2019	-85.6%	-92.5%	-94.9%	-95.7%	-83.9%	
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
当期值	49.7%	35.5%	52.7%	54.3%	39.2%	
同比 2020	32.0%	14.2%	26.5%	24.1%	11.9%	
相比 2019	-31.7%	-43.0%	-31.5%	-38.4%	-47.5%	
		1-3 月地区累计数据				
ASK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	-58.0%	-60.9%	-76.4%	-86.4%	-33.5%	
相比 2019	-83.1%	-89.1%	-91.6%	-94.1%	-73.1%	
RPK	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	-68.2%	-77.5%	-81.9%	-90.6%	-51.8%	
相比 2019	-90.4%	-95.5%	-95.2%	-96.9%	-88.2%	
旅客运输量	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
同比 2020	-68.7%	-75.1%	-83.7%	-91.1%	-57.1%	
相比 2019	-90.5%	-94.3%	-95.6%	-96.8%	-89.0%	
客座率	国航	南航	东航	春秋	吉祥	
当期值	46.3%	31.8%	46.9%	48.1%	36.1%	
同比 2020	-14.8%	-23.4%	-14.2%	-21.8%	-13.7%	
相比 2019	-35.6%	-44.4%	-35.2%	-43.9%	-46.0%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

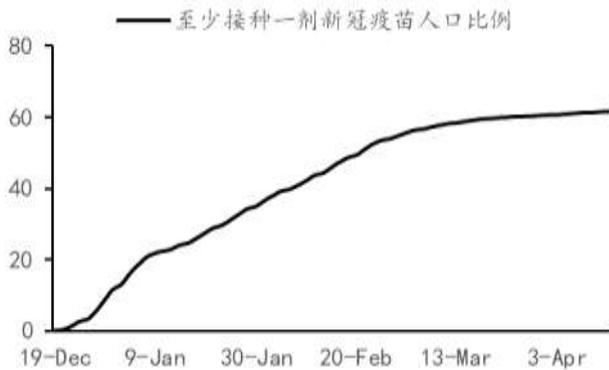
国内市场热度进一步提升, 连续旺季促进景气度持续恢复

五一长假临近, 且假期的日历分布相对有利于旅客拼假出行, 随着瑞丽疫情的平息, 国内有望再度回归零本土新增的局面, 民航国内市场热度有望进一步提升。六月中下旬起民航逐步进入暑运, 不同于 2020 年全国核心区域零散疫情频发, 暑运有量无价, 价格同比大幅下跌的局面, 2021 年暑运国内市场运价有望显著回升, 运价有望向 2019 年同期水平靠拢, 促进航空公司盈利能力进一步修复。

疫苗接种数量快速提升, 当前速度接种有望在明年年中实现群免

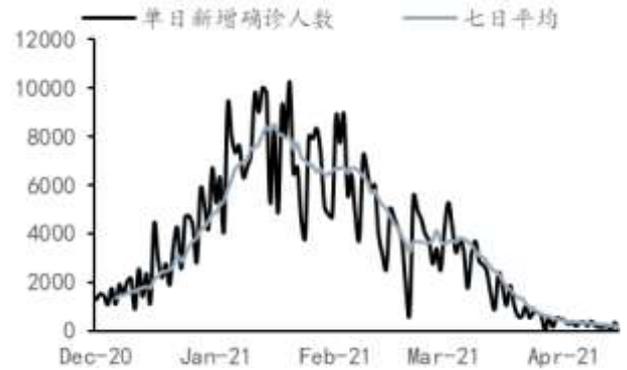
参考以色列 3 月 23 日至少接种一针新冠疫苗人群的比例达到 60% 以后, 近一个月该比例只提升到 61.67%, 可见疫苗接种接近尾声, 但新增确诊人数已经出现迅速下降, 尤其是近几日七日平均单日确诊人数已经降至 200 人以下, 可见疫苗接种率达到 60%-70% 大概率可能实现群体免疫。截至 2021 年 4 月 14 日, 我国疫苗完成接种数量 1.79 亿剂次。如粗略估计我国 14 亿人疫苗接种率达到 60%-70%, 或需累计接种 16.8-19.6 亿剂次, 按照当前每天约 400 万剂次的接种速度, 实现群体免疫的时间或落于 2022 年 5 月-8 月, 即明年年中实现群免。

图 1: 以色列至少接种一针新冠疫苗的人群比例



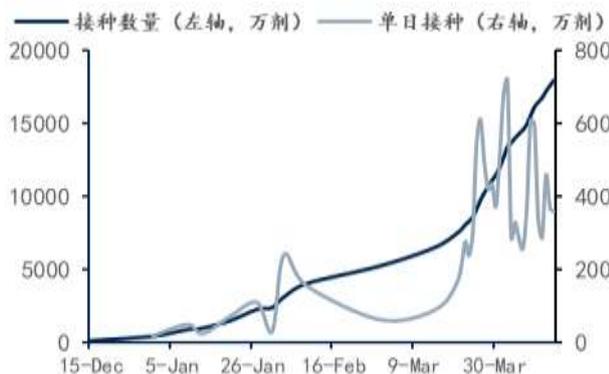
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 以色列新增确诊病例数量



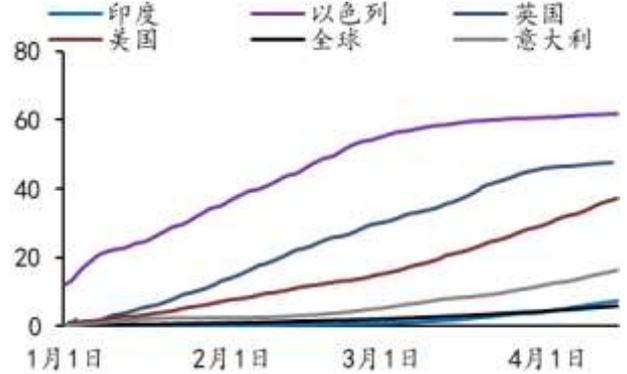
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 我国新冠疫苗接种情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 全球新冠疫苗接种进度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国门重启时民航将迎来真正意义的景气区间

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, 根据三大航均已披露 2021 年机队引进计划, 整体相比十三五明显降速, 结合海航的扩张乏力, 我们估算 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。

表 5: 各航司 2021 年机队引进计划

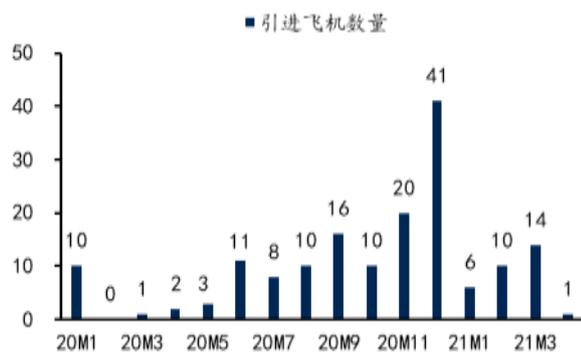
	存量机队			2021 净增		
	宽体	窄体	合计	宽体	窄体	合计
国航	129	607	702	131	624	755
南航	95	756	851	99	804	903
东航	94	630	725	103	656	759
合计	318	1993	2278	333	2084	2417
春秋	0	102	102	0	13	115
吉祥	6	92	98	2	9	109
合计	324	2187	2478	335	2106	2641

资料来源:各公司公告, 国信证券经济研究所整理

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。国内疫情有效管控, 需求复苏叠加国际旅游需求转移国内, 国内市场景气度将持续复苏态势。

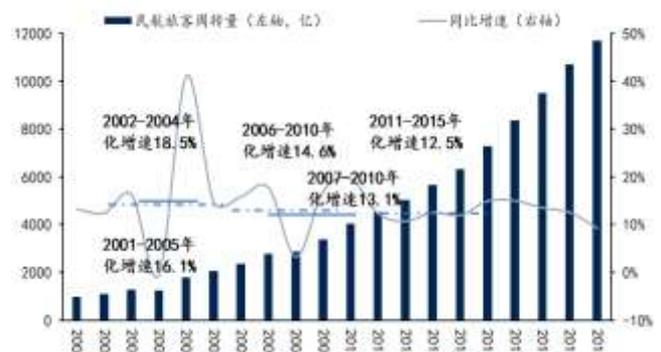
诚然, 国门关闭之时大量海外运力回流至国内, 运力消化压力犹存, 但考虑到我国民航国际航线集中于日韩泰等东南亚地区及欧美澳发达国家, 而相关海外航司也处于破产重整或扩张乏力状态, 因此我们认为当国内实现群体免疫, 国门开放之时, 国内线供给压力减轻及国际市场格局优化叠加, 民航有望迎来真正意义的景气区间。此外, 海航重组正在进行中, 如重组结果能够实现国内市场的格局优化, 则民航周期高点可看高一线。

图 5: 民航引进飞机数量处于低位



资料来源: 民航休闲小站, 国信证券经济研究所整理
注: 2021 年 4 月数据截至 4 月 14 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。

图 6: 民航需求受到外部冲击后复苏较为迅速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 各航司一季报即将披露, 一季报后业绩利空消退。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、三大航, 关注华夏航空。

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:

- 《交运&中小盘行业周报：民航客流恢复，把握季报增长标的》 ——2021-04-06
- 《交运&中小盘行业周报：苏伊士运河堵塞，嘉诚季报扣非增 103%-159%》 ——2021-03-29
- 《2021 年二月航空运营数据点评：二月春运低谷已过，复苏趋势明朗》 ——2021-03-25
- 《交运&中小盘行业周报：海航招募战投，看好航空持续复苏》 ——2021-03-22
- 《2021 年二月航空运营数据点评：二月春运低谷已过，复苏趋势明朗》 ——2021-03-16

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

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