

航空运输业

Q2 航司盈利拐点将至

——航空运输业跟踪点评报告

✉ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
 ☎ : 021-80108129
 ✉ : lidan02@stocke.com.cn

行业评级

航空运输业

看好

报告导读

受冬季疫情反复及就地过年影响, 21Q1 我国上市航司均录得亏损。随着国内疫情防控措施放宽、各地持续推进新冠疫苗接种, 航司飞机日利用率持续回升, 3-4 月民航国内旅客运输量已超过 19 年同期, 五一假期量价齐升。我们观察到行业供需关系持续好转, 我们认为航司有望于 Q2 迎来主业盈利拐点, 全年有望实现超预期业绩。

投资要点

□ **国内需求旺盛: 3 月起民航国内旅客运输量超过 2019 年同期水平, 上市航司国内线 RPK 较 19 的增速均回正**

3 月起国内民航旅客运输量已超过 19 年同期, 五一假期表现亮眼。2021 年 3 月起, 国内疫情防控措施放宽、低风险地区旅客可凭健康码进出北京, 受年初疫情与就地过年压制的国内出行需求释放, 行业复苏趋势具有确定性。3-4 月, 全民航旅客运输量分别为 4782、5109 万人次, 分别恢复至 19 年同期的 89%、96%。其中, 五个一政策限制下, 国际航班量仍处低位; 3-4 月国内航线旅客运输量较 19 年同期分别增加 2.6%、10.8%, 国内出行需求较为旺盛。五一假期 (1-5 日), 与 19 年同期比较而言, 全民航运输旅客量下降 0.8%, 可以说已基本恢复至疫情前水平。

3 月起航司运投水平超过 19 年。受年初部分地区疫情以及就地过年影响, 2 月国航、南航、东航、春秋、吉祥国内航线 ASK 较 19 年同期分别增加 -38%、-39%、-38%、+33%、-10%, 3 月起上市航司运力水平均已恢复, 4 月国内航线 ASK 较 19 年同期分别增加 24%、27%、24%、71%、21%。

上市航司 3 月国内 RPK 超过 19 年同期, 春秋、吉祥整体 RPK 先后于 3、4 月恢复至疫情前水平。三大航方面, 国航、南航、东航 3 月国内航线 RPK 增速回正, 较 19 年同期分别增加 1%、8%、1%; 4 月整体 RPK 较 19 年分别下降 34%、18%、29%。民营航司方面, 较 19 年而言, 春秋 3 月整体 RPK 增速回正至 5%, 吉祥 RPK 增速 4 月回正至 2%。

□ **供需关系转好: 上市航司客座率持续回升, 五一经济舱日均票价同比 19 年增加 18%**

航司国内线客座率持续回升, 供需关系好转。2020 年, 国内航司运力引进计划整体有所延缓。2021 年 3 月起, 被压制的国内旅客出行需求逐步释放, 客座率开始回升。4 月, 国航、南航、东航、春秋、吉祥国内航线客座率较 19 年同期分别下降 7.2、4.8、9.7、3.3、1.9 个百分点。五一假期期间 (1-5 日), 与 19 年同期比较而言, 全民航客座率下降 3pct, 供需关系现好转趋势。

航司定价策略均为先量后价, 待客座率恢复到一定水平, 票价将会出现明显上行趋势。根据航班管家数据, 4 月经济舱日均平均票价同比 2019 年下降 5.4%, 其中, 清明假期前两天 (4 月 1-2 日) 平均票价同比 19 年分别增加 7.7%、2.7%; 五一假期 (1-5 日), 经济舱日均票价增加 17.9%。

相关报告

- 1《航空运输业跟踪点评: 民航出行需求升温, 行业迎来确定性复苏》2021.03.15
- 2《航空运输业深度报告: 至暗时刻已过, 航空曙光乍现》2020.09.12

报告撰写人: 李丹

联系人: 李丹

□ 成本端较 19 年具有优势：油价仍处低位，人民币升值贡献汇兑正收益

油价仍处于低位。在上市航司成本中，航油占比约为 3 成。2021 年 4 月，中国进口保税航空煤油到岸价格为 3489 元/吨，环比增加 3.7%，虽然较 20 年同期上涨 34.8%，但是较 19 年同期仍下降 18.8%，我们预计航司 Q2 航油成本较 19Q2 仍将保持一定优势。

人民币升值为航司贡献汇兑正收益。2020 年，因人民币升值，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别取得汇兑收益 36、0.3、25、0.01、0.02 亿元。截至 2021 年 5 月 30 日，人民币较年初升值 2.1%，我们预计 2021 年汇兑收益有望继续增厚航司业绩。

□ 业绩有望超预期：至暗时刻已过，上市航司 Q2 有望实现主业盈利

至暗时刻已过。受疫情反复及就地过年影响，21Q1 我国上市航司均录得亏损，其中，三大航累计亏损 140.3 亿元，春秋、吉祥、华夏累计亏损 6.2 亿元。

2021 年货运业务继续发力，我们预计南航受益尤其明显。2020 年，各航司抢抓货运增收机遇，组织客改货航班，国航、南航、东航、春秋、吉祥货运收入同比分别增加 49%、71%、28%、20%、107%、单位 RFTK 货邮收入分别为 85.5 亿元/+100%、164.9 亿元/+79%、49.0 亿元/+73%、1.5 亿元/+20%、6.2 亿元/+107%，单位 RFTK 货邮收入同比分别增加 100%、79%、73%、-6%、115%；2021 年 4 月货邮周转量较 19 年分别增加-6%、43%、-18%、15%、3%。基于海外疫情形势，我们认为今年货运需求仍有望维持在一定水平。另外，南航暂未剥离货运子公司，我们认为 2021 年货运业务仍将对其业绩产生明显正贡献。

民航复苏趋势强劲，上市航司 21Q2 有望实现主业扭亏为盈。3-4 月，国内民航出行需求已超过 19 年同期，清明、五一假期量价齐升，4 月经济舱日均票价仅落后于 19 年同期 5.4%，我们认为 RPK 增量有望弥补上价差，叠加货运业务收入，我们认为上市航司有望于淡季 Q2 迎来主业盈利拐点。

全年有望实现超预期业绩。在五一假期亮眼表现基础上，我们预计暑运经营将有效增厚航司全年业绩。5 月以来，我国新冠疫苗接种速度明显加快；截至 5 月 28 日，我国新冠疫苗每百人接种 42.7 剂次。在国内疫情形势基本保持平稳的状态下，基于淡季国内民航出行市场强劲的复苏趋势，我们认为航司全年业绩有望超预期。

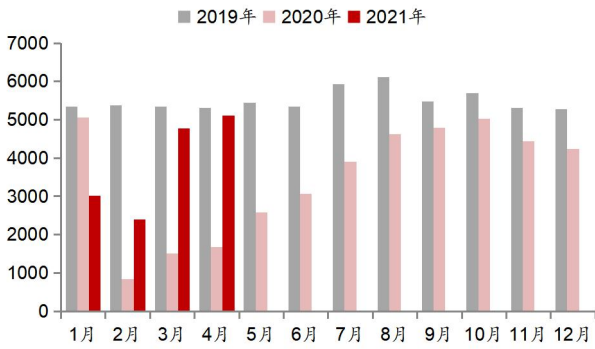
□ 投资建议

随着国内民航供需关系好转、国内疫苗接种加速，国内民航市场显现强劲的复苏趋势，在油价与汇率利好形势下，我们认为上市航司有望于 Q2 迎来主业盈利拐点。2021 全年来看，若年内国内疫情形势基本平稳，在五一假期亮眼表现的基础上，我们认为暑运需求将迎来确定性复苏，因此，我们认为三大航有望实现同比大幅减亏，显现高业绩弹性；基于 2020 年华夏盈利、春秋主业盈利，在国内出行需求向好趋势下，我们认为 2021 年上市民营航司盈利确定性增强。建议关注三大航（盈利弹性大）、春秋航空（逆势扩张，下沉潜力空间大）、华夏航空、吉祥航空。

□ 风险提示

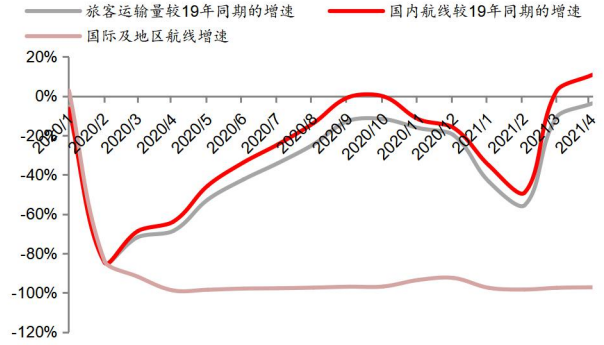
行业需求恢复不及预期，疫情恢复不及预期，油价、汇率大幅波动等。

图 1：全民航月度旅客运输量（万人次）



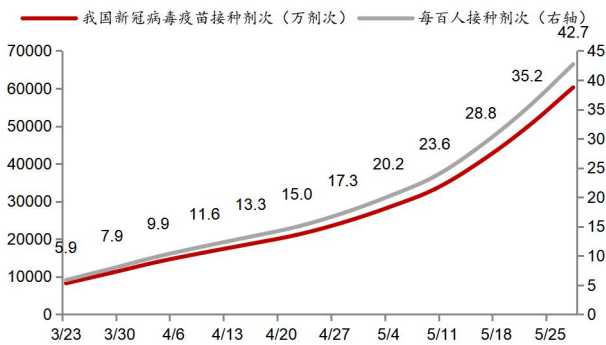
资料来源：民航局，浙商证券研究所

图 2：全民航旅客运输量较 19 年同期的增速



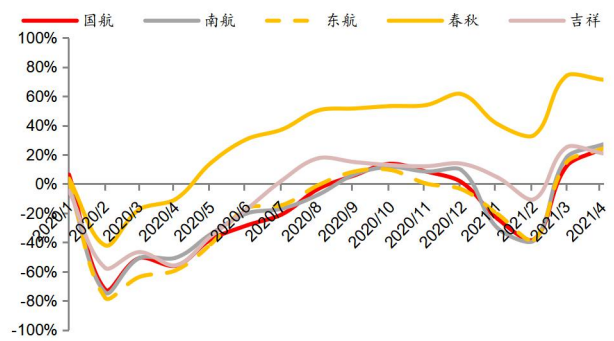
资料来源：民航局，浙商证券研究所

图 3：我国新冠疫苗接种情况（截至 5 月 28 日）



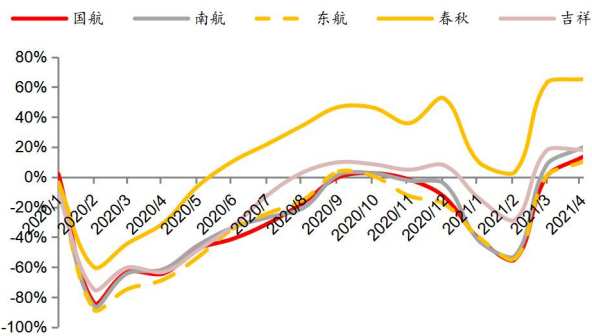
资料来源：卫健委，浙商证券研究所

图 4：上市航司国内航线 ASK 较 19 年同期的增速



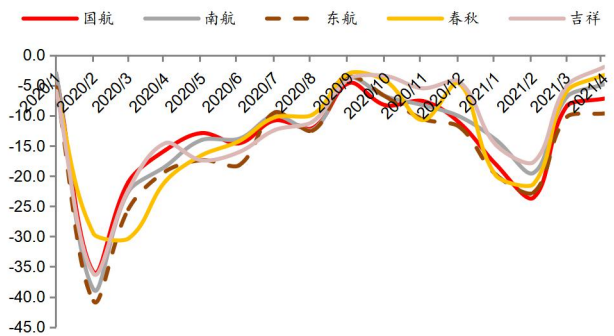
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：上市航司国内航线 RPK 较 19 年同期的增速



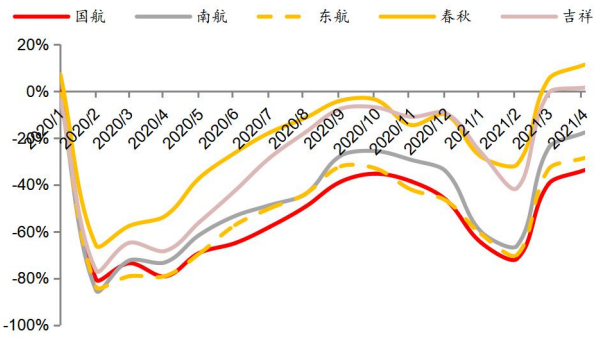
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：上市航司国内航线客座率较 19 年同期的增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：上市航司整体 RPK 较 19 年同期的增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：中国进口保税航空煤油到岸价格



资料来源：新华社，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>