

2021年6月15日

# 航空：预期回归理性，关注逆向时机

——航空业2021年中期投资策略

行业评级：中性

姓名：岳鑫（分析师）  
邮箱：yuexin@gtjas.com  
电话：0755-23976758  
证书编号：S0880514030006

姓名：郑武（分析师）  
邮箱：zhengwu@gtjas.com  
电话：0755-23976528  
证书编号：S0880514030002



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

## 投资要点（行业评级：中性）

- 01 二季度：淡季抱团取暖，预计明显减亏
- 02 三季度：暑运检验国内大循环盈利能力
- 03 投资策略：航空预期回落，关注逆向时机
- 04 风险分析：全球疫情持续时间超预期、政策风险、增发摊薄、油价汇率、安全事故等

# 盈利恢复缓慢曲折，资本市场预期先行



## 基本面：盈利恢复缓慢曲折

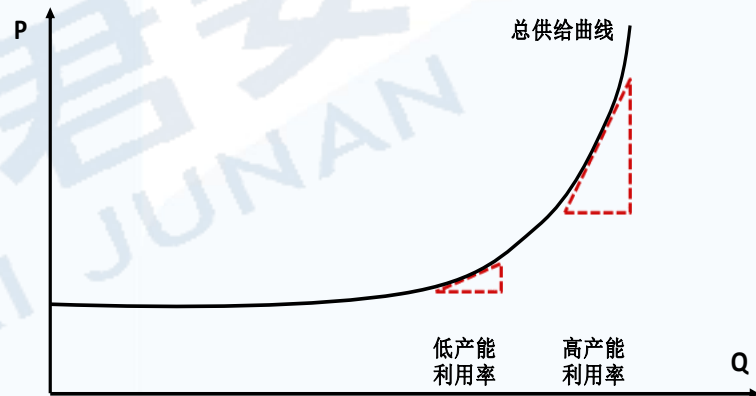
- 周期行业产能利用率是关键——“阈值理论”
- 国际航线明显恢复，是产能利用率修复的关键
- 行业盈利能力恢复有待2022年



## 投资：上半年阶段机会，下半年拐点机会

- 乐观预期催生阶段机会，逆向布局是提高胜率的关键
- 暑运表现，或催化2022年乐观预期，关注逆向时机

图1：产能利用率决定行业景气

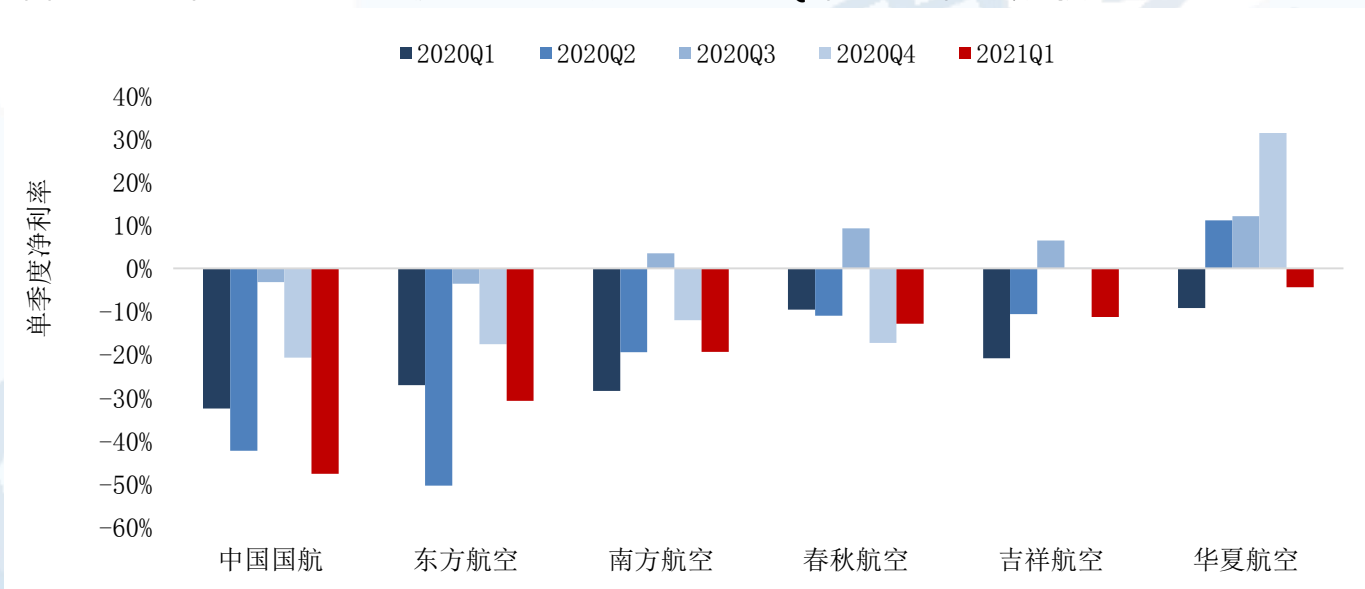


# 二季度

## 淡季抱团取暖，预计明显减亏

# 01 一季度回顾：A股上市航司均录得亏损

图2：A股上市航司过去五个季度净利率变化趋势——2021Q1再现行业性大额亏损



- 春运消失，导致1-2月航空客运量较2019年缩减过半，行业再现大额亏损
- 元宵节过后，国内客运量快速恢复至超过2019年同期

图3：国内客运量已恢复——估算3月已超2019年同期

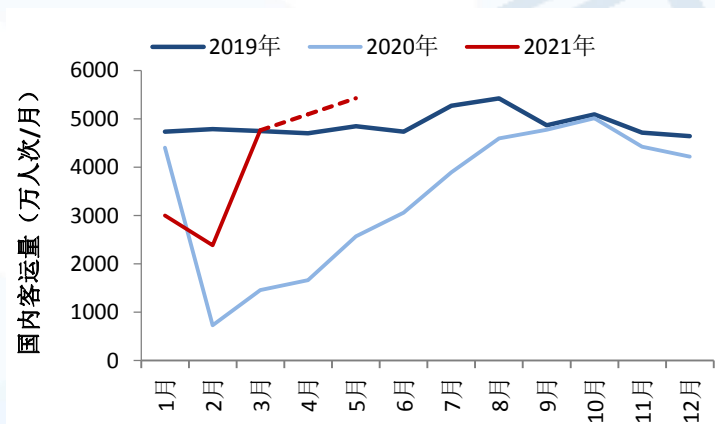
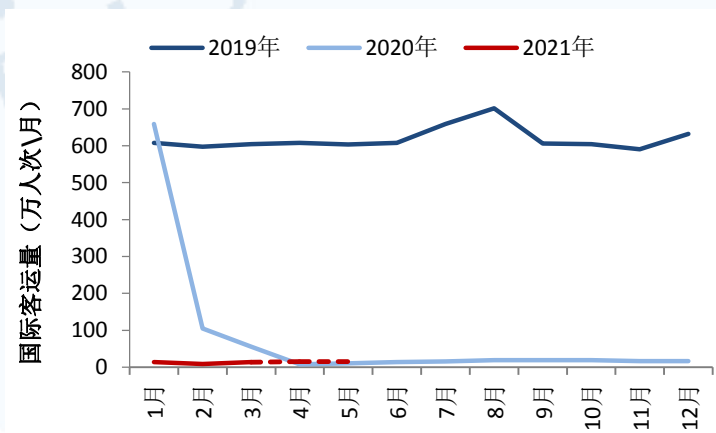


图4：国际客运量恢复缓慢——预计短期内仍将处于低位



- 公商务出行自2020年四季度开始复苏
- 2021年3月被抑制的公商务需求集中释放，票价回升好于预期

图5：公商务需求自2020Q4复苏——行程单打印比例2020Q4回升至较高水平



## 二季度跟踪：国际过剩运力计划转投国内

- 民航局积极支持航司自救，国际时刻允许暂时转为国内时刻，调整放宽国内干线准入
- 航司2020冬航季计划将国际过剩运力转投国内，受疫情影响未能如期执行
- 航司2021夏航季继续计划国内客班增投20%

图6：较2019夏航季，2021夏航季全行业国内客班计划增投约20%

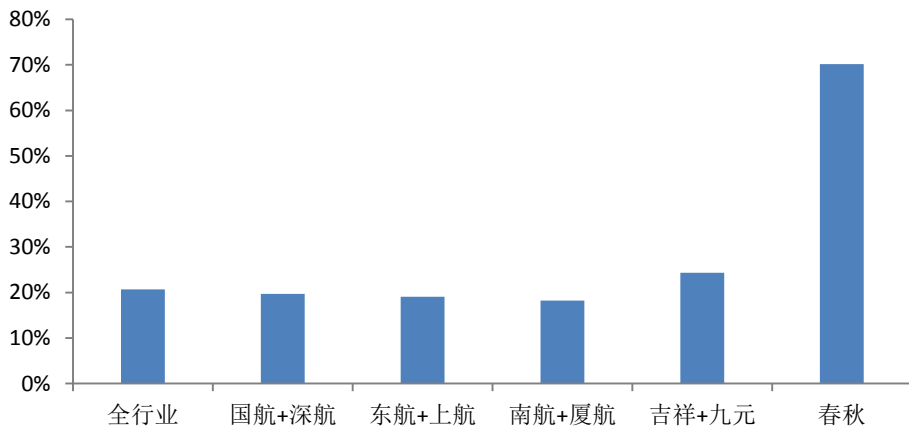
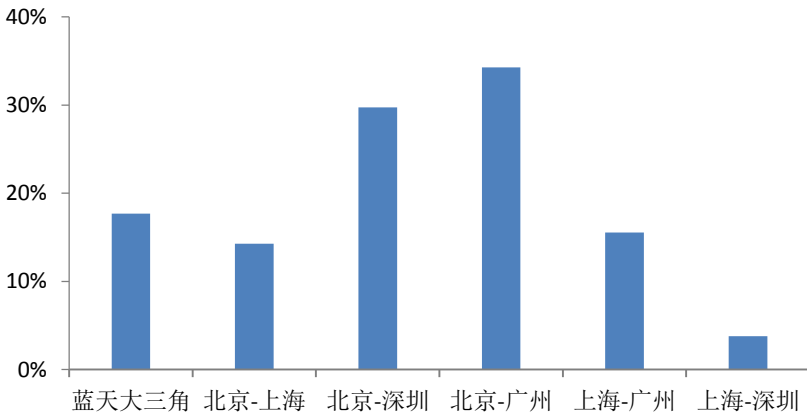


图7：蓝天大三角航线航班量较2019年增长明显（2021年5月）





## 二季度跟踪：淡季抱团取暖，预计大幅减亏

- 传统淡季，航司根据需求复苏节奏有默契的谨慎增投运力，挺价意愿强烈
- 国内客座率回升至75%左右，而国内票价已回升至2019年九成左右，好于我们先前预期
- 预计二季度行业将明显减亏，小航有望率先单季扭亏

图8：三大航3月国内ASK较2019年+ 15%，低于航季计划

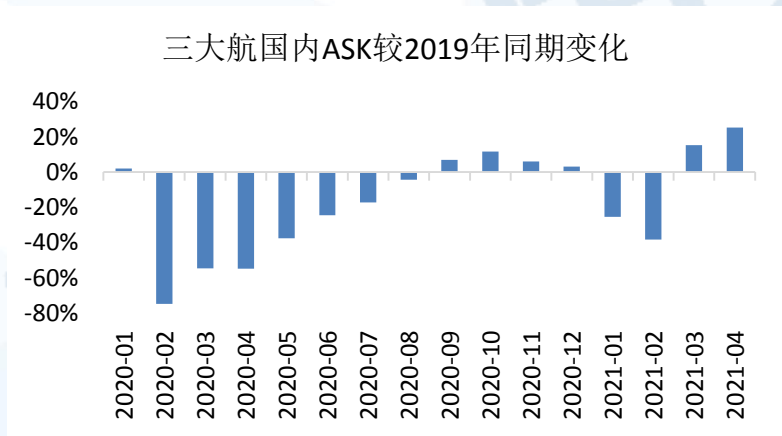
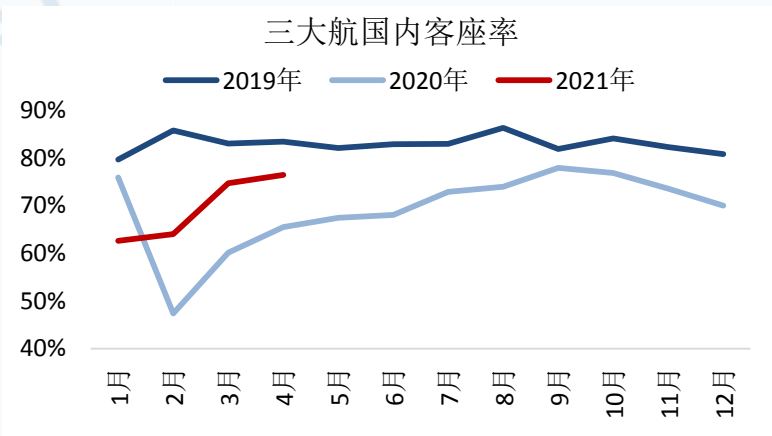


图9：三大航国内客座率3月近5%，仍明显低于19年同期



# 三季度

## 暑运检验国内大循环盈利能力

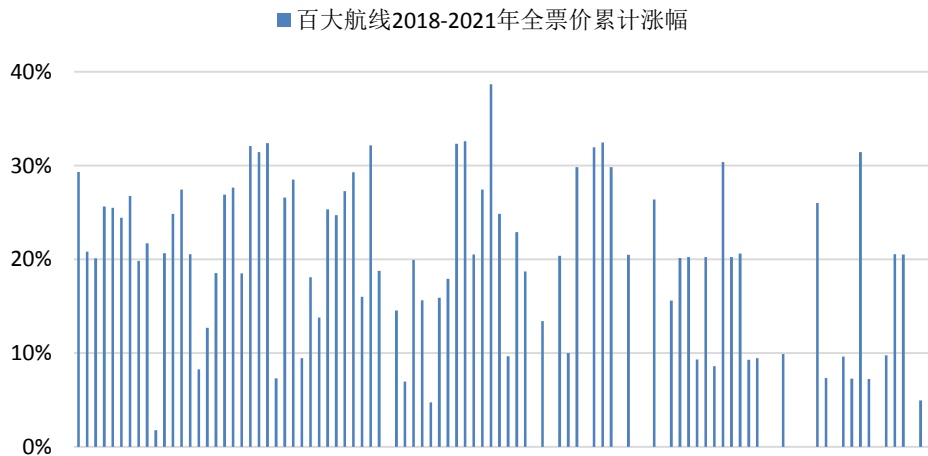
## 三季度展望：预计暑运供给充足

- 抱团取暖行为“非对称有效”
  - 当运价低于盈利平衡点，企业将有默契的控制供给，维护运价水平，实现减亏甚至盈亏平衡
  - 当运价进入盈利区间，企业将具有较强的供给增投意愿，供给过剩将导致价格竞争
- 中国入境隔离措施年内难有放松，国际航线恢复将极为有限
- 预计暑运供给充足：暑运票价大概率升至盈利区间，航司运力增投动力充足
- 预计2021年暑运期间，国内ASK将逐步升至较2019年增长25%以上

## 三季度展望：暑运客流或延后表现

- 受国内区域疫情影响，暑运客流或延后表现
- 票价市场化提供旺季票价上行空间
- 国内大循环下盈利能力有待检验，将取决于需求能否强劲增长

图10：百大航线过去三年全票价累计上调超18%



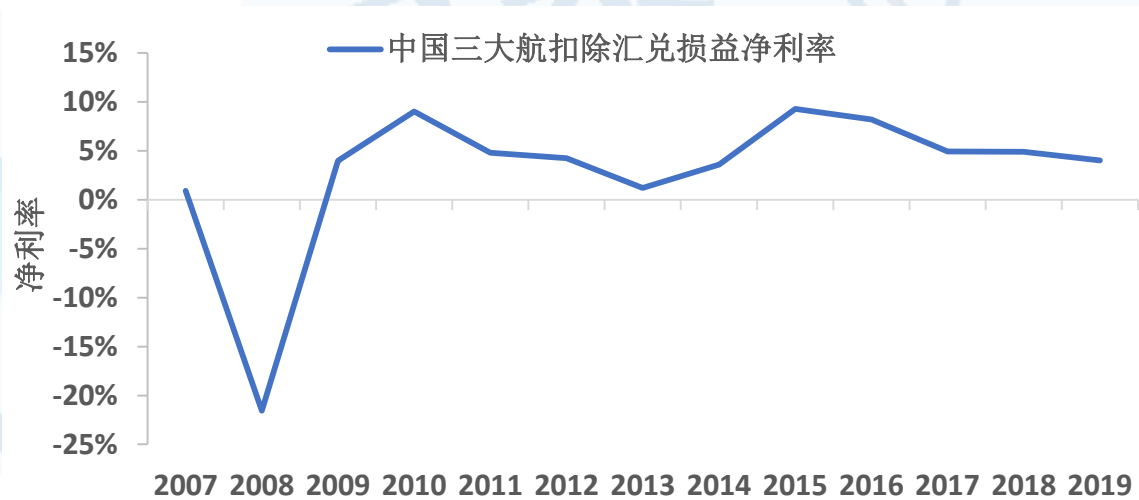
# 投资策略

## 航空预期回落，关注逆向时机

## 航空业长期前景乐观，产能利用率待修复

- 我们看好中国航空业长期前景，待疫情影响消除，行业利润率中枢有望波动上行
- 产能利用率待修复，国际客运市场明显恢复是重要前提，预计2022年盈利能力初步恢复

图11：中国三大航扣除汇兑损益净利率相对偏低，未来有望波动上行



## 02 过去三个季度呈现阶段机会——逆向布局是关键

图12：过去三个季度航司盈利恢复缓慢曲折，乐观预期催化股价上涨，预期回落导致股价下跌  
中国国航（0753.HK）



- 过去三年，三大航扣汇ROE在7%-11%
- A股PB年度均值在1.4-2倍
- H股PB年度均值在0.9-1.2倍

图13：三大航扣汇ROE过去三年在7%-11%

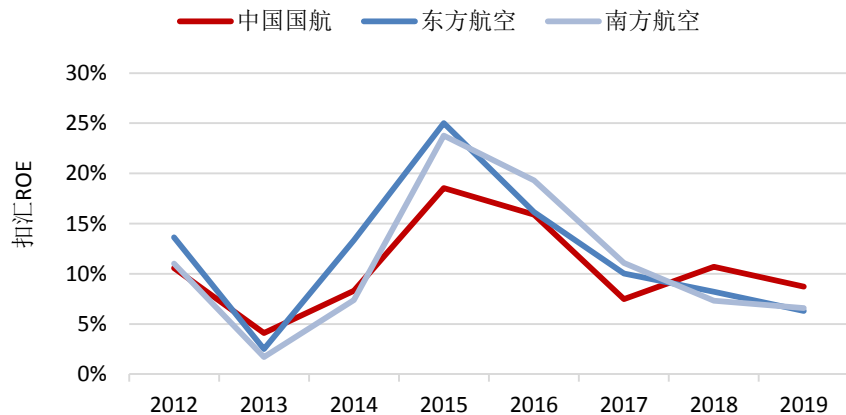


图14：三大航A股PB过去三年在1.4-2倍

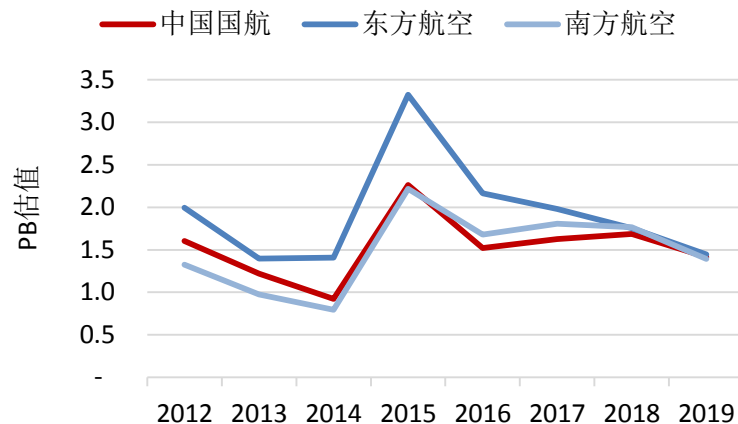
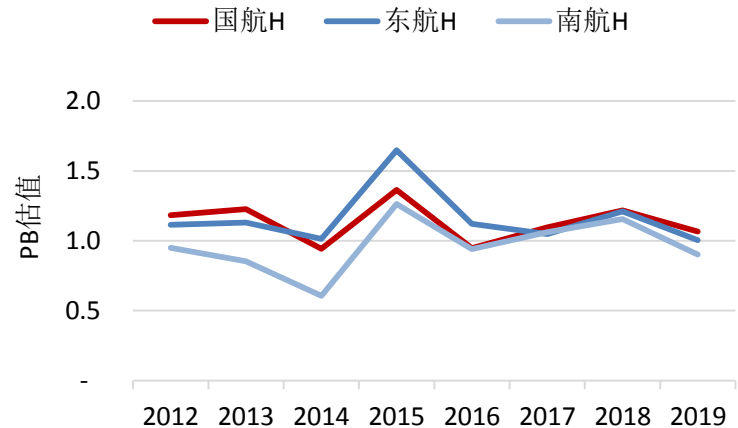


图15：三大航H股PB过去三年在0.9-1.2倍





- 近期航空预期回归理性
  - 市场对国际放开预期回归理性
  - 国内区域疫情降低短期基本面预期
- 资本市场预期先行，若暑运实现明显盈利，将催化市场对2022年航司盈利弹性的乐观预期
- 建议关注逆向时机
- 维持增持评级：中国国航H、吉祥航空、中国航信H等

# 05 H股优于A股，优选盈利弹性相对较大航司

表1：A/H股重点航空公司盈利预测与估值

简称	代码	股价		市值	EPS（元人民币/股）			PE			PB	评级
		2021/6/11	亿元人民币		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2021E	
中国民航信息网络H	0696.HK	16.48	港币	397	0.12	0.67	0.93	113	20	15	2.1	增持
吉祥航空	603885.SH	16.88	元	332	-0.24	0.17	0.69	-70	99	24	2.7	增持
中国国航H	0753.HK	6.11	港币	730	-0.99	0.03	0.52	-5	168	10	0.9	增持
中国国航	601111.SH	8.36	元	1,214	-0.99	0.03	0.52	-8	279	16	1.6	增持
中国东方航空股份H	0670.HK	3.50	港币	472	-0.72	-0.11	0.19	-4	-26	15	0.9	增持
中国南方航空股份H	1055.HK	5.20	港币	656	-0.71	-0.13	0.15	-6	-33	29	1.0	增持
春秋航空	601021.SH	61.06	元	560	1.86	-0.66	0.87	33	-93	70	3.9	增持
中国东航	600115.SH	5.24	元	858	-0.72	-0.11	0.19	-7	-48	28	1.6	谨慎增持
南方航空	600029.SH	6.27	元	961	-0.71	-0.13	0.15	-9	-48	42	1.4	谨慎增持
华夏航空	002928.SZ	15.32	元	155	0.50	0.40	0.68	31	38	23	5.0	谨慎增持

- 全球疫情持续时间超预期风险；
- 疫苗接种速度与效果不及预期风险；
- 政府管制及指引政策风险；
- 航司融资摊薄风险；
- 经济下行风险；
- 油价汇率风险；
- 安全事故风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

# THANKS FOR LISTENING

国泰君安证券研究所交通运输团队

