

推荐 (维持)

改革持续推进，强化大航资源优势

2018年02月25日

《民航航班时刻管理办法》点评

上证指数	3289
行业规模	
	占比%
股票家数 (只)	7 0.2
总市值 (亿元)	4205 0.8
流通市值 (亿元)	3766 0.9

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	9.5	26.9	34.4
相对表现	16.6	18.5	17.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《航空研究笔记之二—被低估的汇率弹性》2018-01-28
- 2、《航空研究笔记之一—油价不一定是股价杀手》2018-01-17
- 3、《国内航线票价改革点评—力度远超市场预期，高品质航线全面重估》2018-01-07

袁钉

010-57601857
yuanding@cmschina.com.cn
S1090517080001

常涛

010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

事件:

日前，民航局正式印发了《民航航班时刻管理办法》（以下简称《办法》），进一步推动航班时刻资源配置的公平、高效、竞争和廉政，深入推进民航业供给侧结构性改革。《时刻管理办法》将于2018年4月1日起正式实施。

评论:

1、时刻是重要的无形资产，大航资源优势进一步强化

航班时刻是指航空器在指定日期和时间，为抵离某个机场而使用相关基础设施与服务的权利（起飞和降落各需一个时刻）。时刻的商业实质是特许经营权（无形资产），但并不进表。三大航的前身是民航地区管理局，因此从民航成立起就在核心机场积累了大量优质时刻。

《民航航班时刻管理办法》以历史优先权为核心，规定了初级市场（增量）行政配置和次级市场（存量）市场化配置的基本原则。历史优先权保护大航核心机场（协调/辅协调）存量时刻；通过在次级市场交换、转让和共同经营，打造枢纽网络和航班波，进一步提升时刻价值。对于增量时刻，时刻配置基数和效能配置系数的量化指标（尤其是效能配置系数）也有利于大航时刻获取。

2、明确机场分类标准：主协调、辅协调和非协调

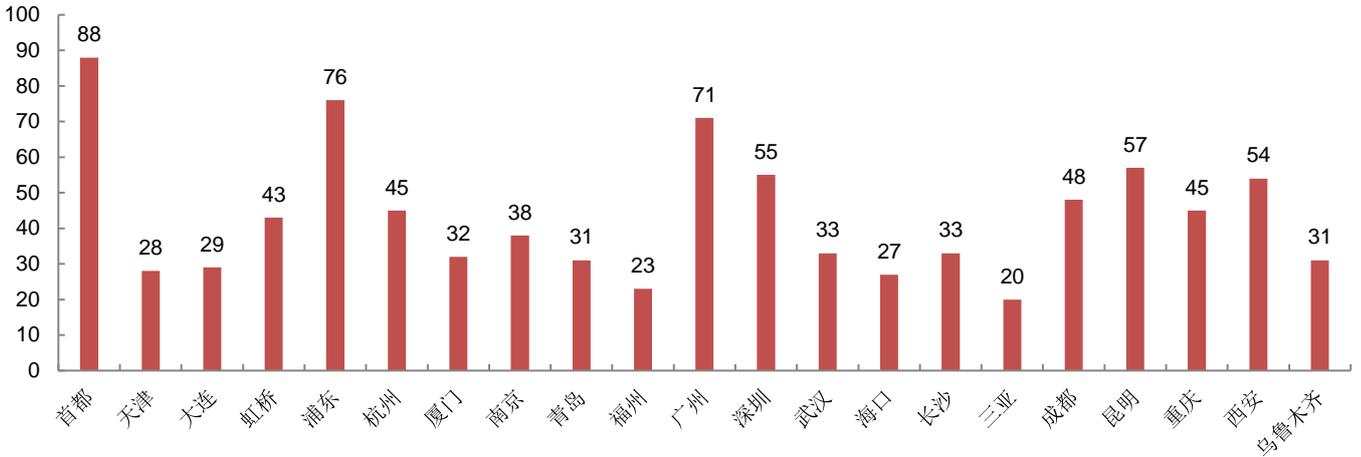
根据时刻资源的紧张程度，全国机场分为主协调机场、辅协调机场和非协调机场。

1) 主协调机场是指在大部分时间段里、航班时刻需求远大于供给的机场。

截止目前，全国共有21个航班时刻主协调机场，高峰小时容量（小时时刻上限）受到民航局行政管控，时刻供给难以满足市场需求。《办法》规定主协调机场需同时符合以下三个标准：

- A) 航班时刻供需矛盾突出，短期内无法通过提升基础设施服务能力、优化空域资源或者改进管理等方式解决。
- B) 年航班起降架次在全国机场航班起降架次中的占比，原则上不低于1.5%。
- C) 在国家航空运输体系中具有重要或特殊地位。

图 1: 21 个航班时刻主协调机场容量 (2016)



资料来源: 民航局、招商证券

图 2: 主要航企十大机场时刻份额 (17/18 冬春航季)

	旅客吞吐量 (2016)	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	山航	川航
北京首都	9439	40.9%	16.6%	13.1%	10.1%	0.0%	0.1%	1.7%	1.8%
上海浦东	6600	10.4%	9.2%	33.8%	5.3%	6.6%	8.5%	0.5%	1.0%
广州白云	5973	13.7%	50.1%	9.9%	7.3%	1.1%	1.5%	0.9%	1.4%
成都双流	4604	34.4%	10.2%	14.9%	5.2%	0.9%	0.6%	0.7%	18.8%
昆明长水	4198	14.0%	10.7%	40.3%	13.8%	1.0%	1.4%	2.2%	5.8%
深圳宝安	4198	32.8%	24.8%	7.1%	11.1%	2.6%	1.3%	1.2%	1.4%
上海虹桥	4046	7.7%	14.3%	50.7%	2.2%	9.1%	8.8%	3.7%	0.0%
西安咸阳	3700	10.7%	14.0%	29.3%	21.9%	1.1%	2.6%	2.6%	4.5%
重庆江北	3589	18.0%	24.8%	9.0%	7.8%	1.4%	0.7%	4.2%	13.0%
杭州萧山	3160	16.6%	24.8%	9.5%	10.9%	1.2%	1.2%	3.1%	3.9%
合计	49506	21.8%	20.0%	21.2%	9.2%	2.4%	2.7%	1.9%	4.5%

资料来源: 民航局、招商证券

2) 辅协调机场是指在特定月份或者特定时段内、航班时刻需求大于供给的机场。

《办法》规定辅协调机场需符合以下三个标准之一:

- A) 在特定月份或者特定时段, 航班时刻供需矛盾突出, 短期内很难通过提升基础设施服务能力、优化空域资源或者改进管理等方式解决矛盾。
- B) 年航班起降架次在全国机场航班起降架次中的占比, 原则上不低于 1%。
- C) 与主协调机场使用空域重叠, 且对主协调机场运行产生较大影响的机场。

3) 非协调机场是指除主协调机场和辅协调机场以外的其他机场。

主协调机场采用 24 小时全时段航班时刻协调配置管理方式, 辅协调机场在特定月份或者特定时段采用航班时刻协调配置管理方式。

航班时刻管理部门应当在主协调机场、辅协调机场建立时刻池（可供配置时刻）和时刻库（已配置时刻）。时刻池内的航班时刻，属于初级市场航班时刻，实行行政化配置。时刻库内的航班时刻，属于次级市场航班时刻，实行市场化配置。

3、初级市场：历史优先权为核心

1) 历史优先权是航班时刻管理的核心原则：

- A) 上一个同航季至少 80%的航班时刻执行率。
- B) 执行时段不少于整航季的三分之二。
- C) 航班时刻未被召回或撤销。
- D) 历史优先权适用于主协调机场和辅协调机场特定时段，不适用于非协调机场。

2) 优先顺序：历史航班时刻确认、历史航班时刻调整、新进入航空承运人协调配置、在位航空承运人协调配置。

- A) 第一优先权：历史航班时刻。上一同航季具有历史优先权资格的航班时刻，应当确定为历史航班时刻；未确定为历史航班时刻的，进入时刻池进行配置。
- B) 第二优先权：历史航班时刻调整。历史航班时刻调整适用于连续 3 个同航季确认为历史优先权的航班时刻。保持历史优先权的持续航季越多、对优化调整航班结构更有利的历史航班时刻调整，具有更高优先权。
- C) 第三优先权：时刻池中 20%-50%的航班时刻，应当优先配置给新进入航空承运人。
- D) 第四优先权：时刻池内剩余的航班时刻，应当配置给在位航空承运人。

3) 主协调机场时刻分类管理：

- 1) 时刻池内分别建立国际地区时刻池、国内时刻池，原则上分别用于国际地区和国内飞行；时刻库内分别建立国际地区时刻库、国内时刻库。
- 2) 时刻池内的航班时刻配置后，进入同一类别时刻库；时刻库内的航班时刻召回或交回后，进入同一类别时刻池。各类时刻池内的航班时刻原则上不得擅自流动，但一个类别时刻池内的时刻配置完成后尚有剩余的，可以流动到另一个类别时刻池内。
- 3) 同一类别时刻库内的时刻，可以进行航班时刻交换、转让和共同经营；不同类别时刻库内的时刻，原则上不得进行航班时刻交换、转让和共同经营。

4) 新进入承运人或者在位承运人之间协调配置时刻：

- A) 根据承运人航班时刻配置基数和效能配置系数的乘积确定优先配置次序
- B) 同一承运人在同一类别时刻池中选择时刻的数量不得超过总数的 50%。

表 1: 航班时刻配置基数

指标	释义	权重	单项得分计算方法
执行率	在该机场上一个同航季的航班时刻平均执行率	0.3	航班时刻执行率*100 (无记录的航空承运人按照 80%计算)
正点率	在该机场上一个同航季的航班正点率和平均延误时间	0.3	航班正点率*100*0.5+ (100-平均延误时间)*0.5 (无记录的航空承运人以该机场上一个同航季平均正点率和平均延误时间计算)
安全	上一个同航季承运人原因为事故征候/飞行总架次(万架次率)	0.2	▲低于 0.1 的, 计 100 分 ▲[0.1,0.5), 计 75 分 ▲[0.5, 1), 计 50 分 ▲大于等于 1 的, 计 25 分 ▲发生航空器事故的计 0 分 ▲无滥用航班时刻监管记录的航空承运人按 100 分计算
滥用航班时刻	在该机场上一个同航季滥用航班时刻的记录	0.2	▲1 次滥用时刻记录扣 10 分 ▲2 次滥用时刻记录扣 20 分 ▲以此类推

资料来源: 民航局、招商证券

表 2: 国际地区航班时刻效能配置系数

指标	释义	权重	单项得分计算方法
航线通达性	该机场与全球机场的连通性	0.25	▲新开航国家计分 100 ▲新开航港澳台地区计分 90 ▲其他计分 80
航班时刻的使用价值	可用座公里数	0.25	▲最高计 100 分 ▲最低计 50 分 ▲50-100 分之间按 10 分计差
航线公平有序竞争性	航空承运人经营已开航的同一条航线市场竞争的公平有序性	0.2	▲第一家航空承运人申请未运营日时刻的计 100 分 ▲第二家航空承运人申请未运营日时刻的计 90 分 ▲第二家航空承运人申请已运营日时刻的计 80 分 ▲第三家航空承运人申请时刻的计 70 分 ▲第四家及以上航空承运人申请时刻的计 50 分
空中交通流向均衡性	航线走向拥挤程度	0.15	▲最高计 100 分 ▲最低计 70 分 ▲拥挤程度越高计分越低, 按 10 分计差
航线稳定性	申请时刻的运营时段长短	0.15	▲全年运行计 100 分 ▲整个航季运行计 90 分 ▲其他定期运行的计 70 分 ▲不定期运行计 50 分

资料来源: 民航局、招商证券

表 3: 国内航班时刻效能配置系数

指标	释义	权重	单项得分计算方法
发展战略	是否有利于功能定位清晰的机场群建设和通达便捷的国家航线网建设	0.3	▲国家基本航空服务飞行计 100 分 ▲中小机场至省会机场、毗邻区域性枢纽机场计 90 分 ▲其余计分 80-50 分, 按 10 分计差
航线公平有序竞争性	航空承运人经营已开航的同一条航线市场竞争的公平有序性	0.3	▲第一家航空承运人申请未运营日时刻的计 100 分 ▲第二家航空承运人申请未运营日时刻的计 90 分 ▲第二家航空承运人申请已运营日时刻的计 80 分 ▲第三家航空承运人申请时刻的计 70 分 ▲第四家及以上航空承运人申请时刻的计 50 分
空中交通流向均衡性	航线走向拥挤程度	0.2	▲最高计 100 分 ▲最低计 70 分 ▲拥挤程度越高计分越低, 按 10 分计差
航线稳定性	申请时刻的运营时段长短	0.2	▲全年运行计 100 分 ▲整个航季运行计 90 分 ▲其他定期运行的计 70 分 ▲不定期运行计 50 分

资料来源: 民航局、招商证券

3、次级市场：允许交换、转让和共同经营

1) 时刻库内同类别航班时刻之间可以进行等量交换：

- A) 同一机场一个换一个的原则。
- B) 用于交换的航班时刻，应当至少运行满 1 个航季且具有历史优先权。
- C) 新配置的航班时刻，以匹配起降时刻为目的且在 1 小时时段内的，不受至少运行满 1 个航季且具有历史优先权的限制，可以直接进行航班时刻交换。

2) 时刻库内的航班时刻可以进行转让：

- A) 航班时刻只能转让给正在或计划在同一机场运营的另一家航空承运人。
- B) 用于转让的航班时刻，应当至少运行满 3 个同航季且具有历史优先权。

3) 时刻库内的航班时刻可以共同经营：

- A) 用于共同经营的航班时刻，应当至少运行满 1 个航季且具有历史优先权。
- B) 在共同运营的情况下，航班时刻原所有者对时刻执行率负责，运营航空承运人对航班时刻原所有者负责。
- C) 共同运营结束后，航班时刻仍属于持有者，不得直接转让给运营航空承运人。

4、加强货邮飞行时刻的支持力度

《办法》加强货运时刻的支持力度，利好货运航空公司和航空快递企业（如顺丰）。

- A) 以货邮功能为主的机场以及航空货邮集散的机场，遵照客货并举政策同等对待。
- B) 其他机场逐步放开高峰时段时刻安排窗口，早 6 点至 8 点可以安排进港时刻，晚 10 点至 12 点可以安排出港时刻。

5、供给侧结构改革持续兑现，继续推荐国航、南航

1) 展望 18 年，在“全力提升航班正常水平”的目标下，民航局严控枢纽机场时刻释放；但执行力度仍需密切跟踪 18 年夏秋航季航班计划执行情况。2) 民航新政加剧高品质航线和劣质航线收益分化，票价改革和时刻次级市场带来存量时刻资源价值重估，18 年暑运旺季值得期待；3) 航企资产周转率下滑和油价是值得关注的风险；4) 供给侧结构改革持续兑现，继续推荐南航、国航。

表 4：主要航企估值对比

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E			
南方航空	12.29	0.58	0.87	1.08	16%	76%	24%	21.1	14.1	11.4	2.45	10.5%	1,240
东方航空	7.92	0.38	0.48	0.60	22%	28%	24%	20.9	16.3	13.2	2.10	10.9%	1,146
中国国航	13.9	0.62	0.84	1.01	25%	35%	20%	22.3	16.5	13.8	2.36	8.2%	2,019
春秋航空	34.43	1.53	1.57	1.86	29%	18%	19%	22.6	22.0	18.5	2.67	9.9%	316
吉祥航空	15.7	0.73	0.91	1.11	145%	19%	5%	21.5	17.2	14.1	3.30	14.7%	282

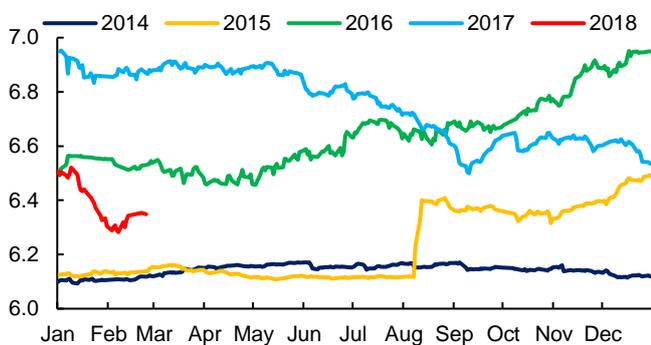
资料来源：公司数据、招商证券

表 5: 主要航企业绩敏感性分析

百万	中国国航	东方航空	南方航空	春秋航空	吉祥航空
18 年净利润	11579	7013	10332	1438	1641
人民币兑美元升值 1%	291	322	265	1	6
汇率敏感性	2.5%	4.6%	2.6%	0.1%	0.4%
国际油价降低 1 美元	319	272	325	45	47
燃油敏感性	2.8%	3.9%	3.1%	3.1%	2.9%
客座率上升 1pct	1028	866	1023	98	128
敏感性	8.9%	12.3%	9.9%	6.8%	7.8%
票价上升 1%	844	711	843	89	112
敏感性	7.3%	10.1%	8.2%	6.2%	6.8%

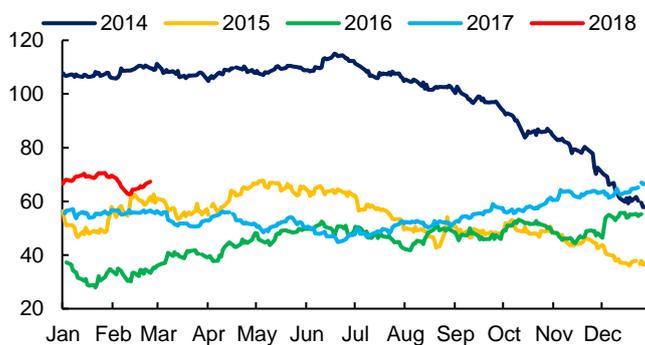
资料来源: 公司数据、招商证券

图 3: 美元兑人民币汇率中间价走势



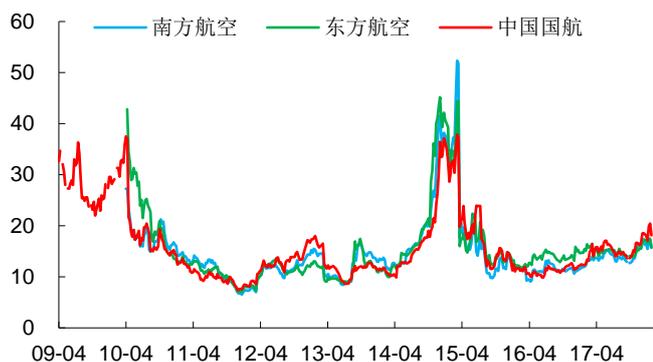
资料来源: Wind

图 4: 北海布伦特原油价格走势



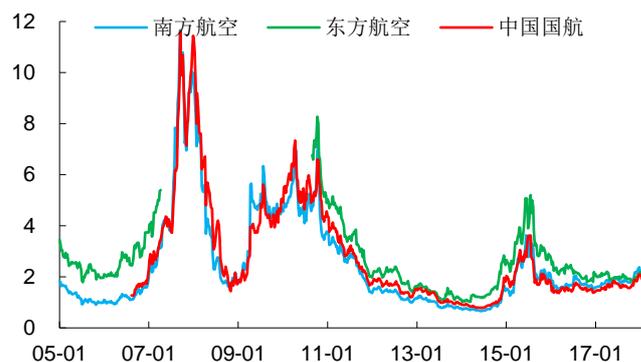
资料来源: Wind

图 5: 三大航历史 PE (FY)



资料来源: Wind

图 6: 三大航历史 PB 估值 (MRQ)



资料来源: Wind

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6 年券商从业经验，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于 DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12 年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。