

航空机场行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋

联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

高投入下收益水平依旧向好，民航供需缺口逐步验证

事件

- 航空公司陆续公布 4 月经营数据。

评论

- **三大航依旧表现抢眼：**2017 年下半年，三大航飞机引进较快，并开始减少一线机场时刻空置率，增加座位数和航距，2018 年三大航运力投入加速，ASK 增速持续提升，4 月国航、南航、东航分别同比增长 15.3%、13.9%、10.0%。但伴随投入高增速，4 月是商务出行高峰，三大航 RPK 增速快于 ASK 增速，国航、南航、东航分别同比增长 16.2%、16.2%、14.4%，使得客座率达到 81.5%、84.3%、84.7%，分别同比增长 0.6pct（图 1）、1.6pct（图 2）、3.3pct（图 3），旺盛的需求足以将三大航较快的运力投放消化。

并且三大航票价表现强劲，国航由于 2017 年 4 月首都机场第三跑道维修，运营数据可比性较低，东航开始调整航线结构，削减边际贡献较低的航线，4 月国内线客座率 86.5%，创历史新高，通过收益精细化管理，整体 RASK 同增超过 6%，南航同增约 4%，经营数据逐步验证民航业供需缺口。二季度燃油进口完税价格同比涨幅或超过 20%，三大航依旧能实现业绩增长约 10%~15%。

- **中小航司依旧价升量减：**中小航空公司运力增速有所回升，但依旧低于 2017 年水平，民航局时刻总量控制，明显限制中小航线运力投放。春秋、吉祥、海航 4 月 ASK 同增 22.4%、18.8%、19.6%，RPK 同增 19.0%、18.5%、17.7%，客座率 89.5%、86.2%、85.7%，分别同比下降 2.6pct（图 4）、0.2pct（图 5）、1.4pct（图 6），中小航司客座率下降除受新航线开辟初期客座率较低拖累外，为维持成长性，提价或更为激进，收益精细化管理策略对客座率有一定侵蚀，但存量市场票价上涨幅度明显，春秋 RASK 同增或超过 10%。
- **国际线数据引人注目，或成新亮点：**为打造世界性航空枢纽，民航局更为鼓励国际线投入和发展。2018 年 4 月，三大航国际线 ASK 增速明显高于国内线，三大航 4 月国际线 ASK 同比增长 16.8%，高于国内线 ASK 增速 5.3pct，国际线 RPK 同比增长 19.4%。此轮国际线高投入与 2016 年不同，并不是通过大幅降低票价抢占国际市场，而是由爆发的国际出行需求推动。三大航国际线客座率 81.2%，同增 1.8pct。其中国航、南航、东航、吉祥国际线客座率 78.6%、83.9%、81.5%、80.6%，同比提高 0.2pct（图 7）、1.6pct（图 8）、3.8pct（图 9）、1.2pct（图 10），并且国际线收益水平同样有所上涨。我们认为，国际线经营情况好转，主要与中日关系向好，韩国、泰国等航线回暖有关，国际线运力更多投入以上区域，并且美国和欧洲航线市场培育初见成效，运力投放放缓，开始进入收获期。

投资建议

- 夏秋航季航班量同比增速进一步下滑，同增仅为 5.7%，一线机场航空供给增速维持低位，供需缺口以及票价市场化，将推动航空票价持续上涨，4 月经营数据正在验证我国民航业供需缺口。油价上涨过程中，航空公司有能力在供需缺口和票价市场化的环境下，提高票价，并且将要征收燃油附加费，航油成本增加将得到有效覆盖。持续推荐三大航，关注春秋航空、吉祥航空。

风险提示

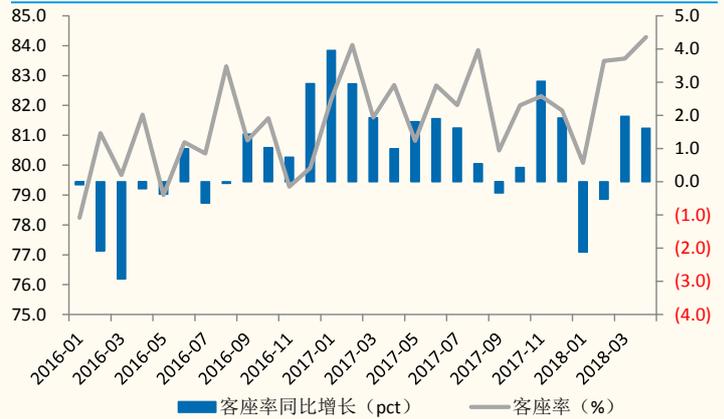
- **宏观经济下滑：**将对于航空客运和货运需求带来明显削弱，并且抑制运价提升，对公司业绩将产生利空影响。**时刻释放超预期：**准点率若提升较快，以及大型机场基础设施建成，或将造成民航局过早放松时刻限制，航空公司将继续加大运力投放力度，可能会对票价造成压力甚至产生价格战。**极端事件发生：**疾病爆发、恶劣天气和安全事故等影响，将对于航空业需求带来毁灭性打击。**油价上涨超预期：**若国际油价上涨速度与幅度超预期，或将大幅度拉低航空公司业绩，并扭转市场对于航空公司预期。

图表 1: 中国国航整体客座率



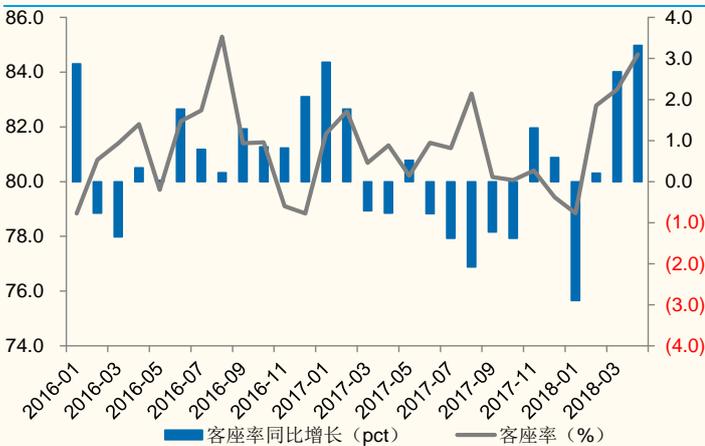
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 南方航空整体客座率



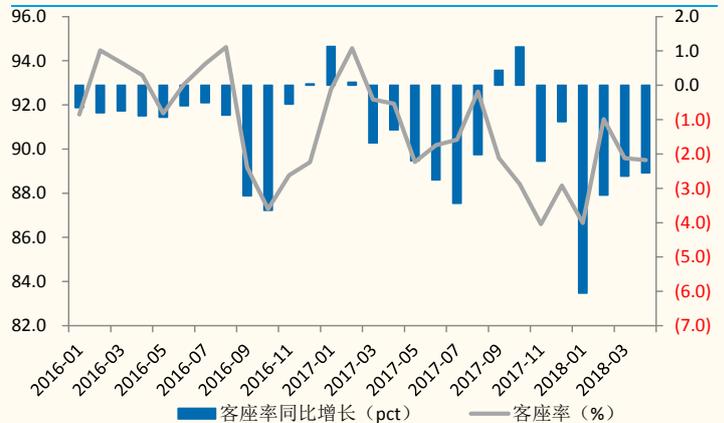
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 东方国航整体客座率



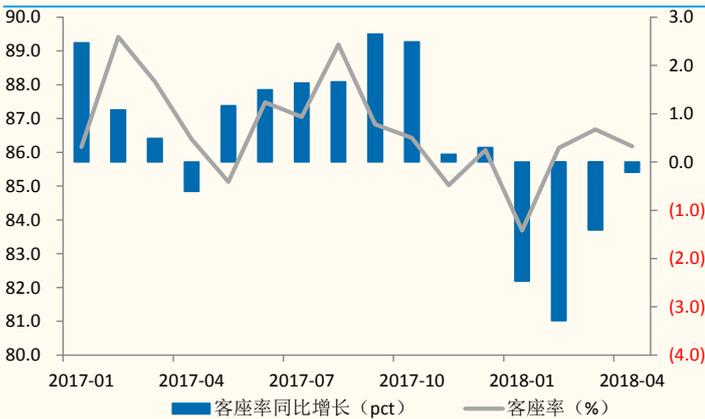
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 春秋航空整体客座率



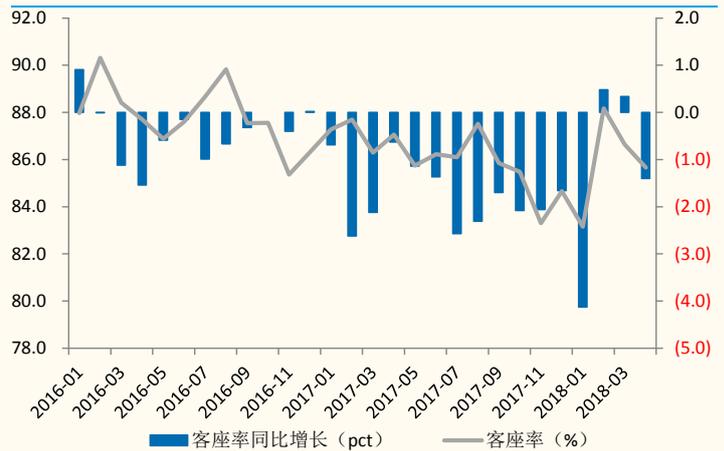
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 吉祥航空整体客座率



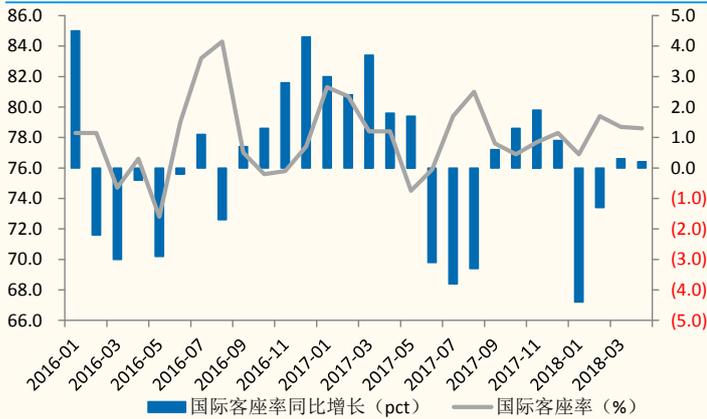
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 海航控股整体客座率



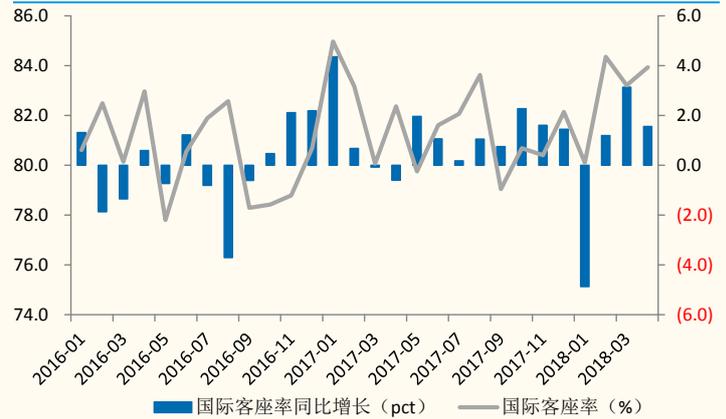
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 中国国航国际线客座率



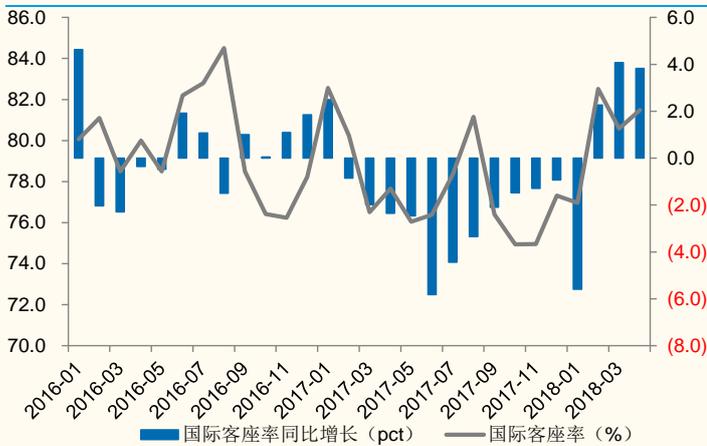
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 南方航空国际线客座率



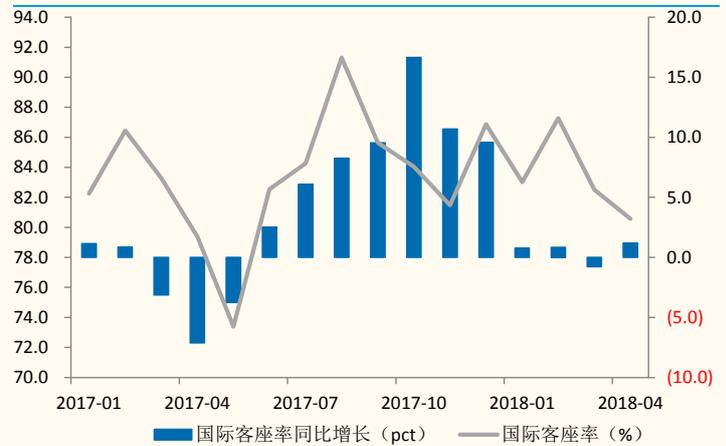
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 东方航空国际线客座率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 吉祥航空国际线客座率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 相关公司估值表

公司	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
东方航空	7.83	0.44	0.53	0.71	0.99	15	11	8	买入
中国国航	12.09	0.55	0.67	0.92	1.27	18	13	9	买入
南方航空	10.72	0.60	0.83	1.12	1.52	13	10	7	买入
春秋航空	35.97	1.58	1.69	2.27	2.87	21	16	13	买入
吉祥航空	15.93	0.74	0.84	1.08	1.44	19	15	11	买入
海航控股*	-	0.20	0.22	0.33	0.47	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

*为Wind一致预期 股价为2018年5月15日收盘价

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH