

推荐 (维持)

# 供给收缩兑现, Showtime!

2018年06月11日

## 航空旺季前瞻

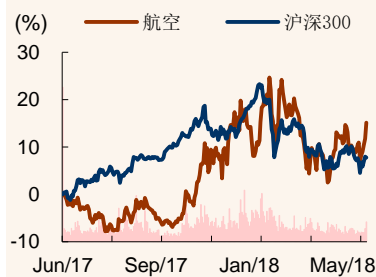
上证指数 3115

### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	8	0.2
总市值 (亿元)	4094	0.8
流通市值 (亿元)	3865	0.9

### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.8	4.8	16.3
相对表现	0.1	9.2	6.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《航空市场回顾之二一否极泰来,买点已至》2018-04-25
- 2、《近期航空市场回顾—数据的背离VS逻辑的强化》2018-03-21
- 3、《美国航空大牛市深度思考—无形供给侧改革,9年长牛10倍股》2018-03-12

袁钉

010-57601857  
 yuanding@cmschina.com.cn  
 S1090517080001

### 核心观点:

**供给收缩将在旺季兑现。**旺季机队增速较年初下降 1.5pct; 前二十大航司 18q3 航班量增速环比下降 2pct。民营资本投资民航业意愿大幅下降,去杠杆和财政压力制约地方政府投资能力,新进入者风险大幅下降。

**行业供需中期维持小缺口。**民航供给的松紧取决于安全、正常率和空域三重约束,中期维持小缺口状态,这也是局方和航司博弈的最佳均衡。即使产生“大缺口”,“保出行”会变成更大的“政治正确”,局方突破约束让缺口快速减小。

**景气度提升的持续性超预期。**我们认为: 15-16 年是本轮航空周期的票价底部,三大航的真实定价能力被低估了,未来三年 RASK 维持 3%-5% 的提升。市场普遍的预期是 18 年内线收益急剧提升,而对于 19/20 年收益持续提升预期不足。

**Showtime 来临,继续首推东航!**航空即期股价仅反映 18 年景气度回升,并未反应供改后的行业本质变化,旺季 Showtime 来临,继续首推东航。

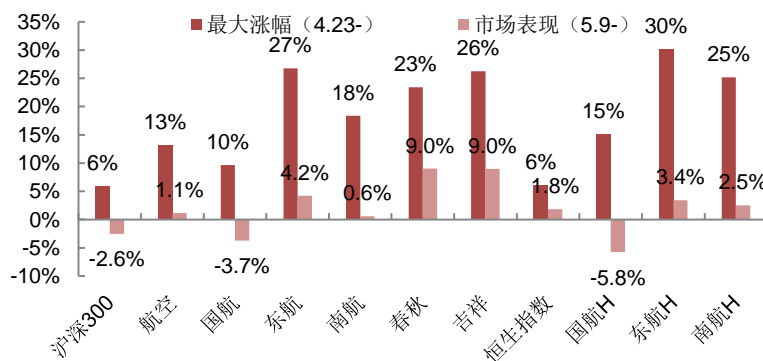
### 正文:

#### 1、市场回顾: 垃圾时间?

春运供给和票价表现低于市场预期,航空股在 2 月初和 2 月底创造两次高点后有所回撤。进入 3 月,中美贸易战持续发酵; 地缘政治危机拉动布油攀升至 74 美元; 海南天价机票事件导致提价进度推迟; 外资行下调三大航 H 股评级; 诸多利空下大航回撤近 30%, 小航回撤近 20%。

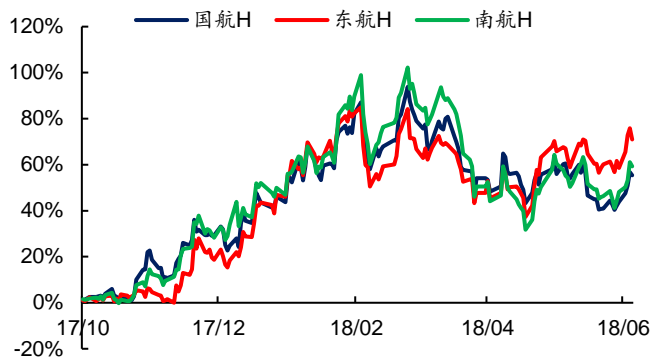
4.23 政治局会议后,国内宏观经济(航空内需)预期逐步稳定; 中日韩领导人会晤+中美贸易谈判持续推进,市场在重新评估航空外需; PMI 和航空高频数据表明内需好于预期,加上票价改革持续兑现,航空股明显反弹。**5月9日,特朗普宣布退出伊核协议,油价短期快速上涨至 80 美元; 加上提价暂停,大航整体进入垃圾时间,春秋吉祥明显跑出相对收益。**

图 1: 航空市场表现 (2018.5.9-)



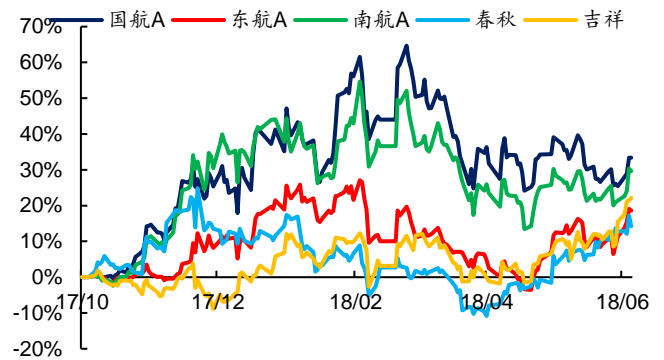
资料来源: Wind、招商证券

图 2: A 股主要航企市场表现 (17.10 至今)



资料来源: Wind、招商证券

图 3: H 股主要航企市场表现 (17.10 至今)



资料来源: Wind、招商证券

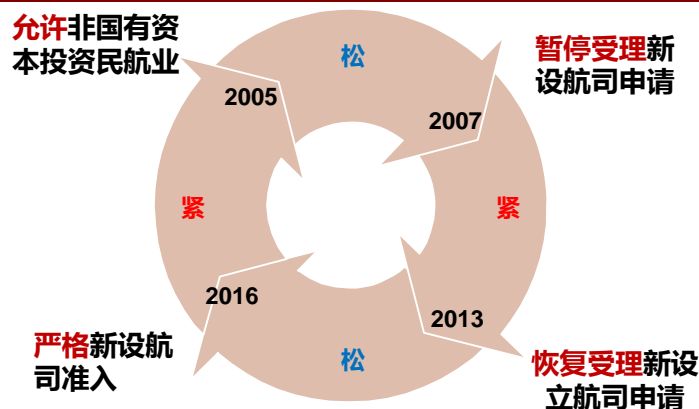
## 2、旺季兑现供给收缩，打消市场疑虑

### 1、新进入者：市场准入增强，民营资本投资意愿下降

中国民航市场准入呈现明显的政策周期：

- 第一次放松：2004 年 1 月，民航总局宣布对民营资本开放航空业，“用鲶鱼效应，搞活行业，提高效率”。2005 年 1 月，《公共航空运输企业经营许可规定》正式施行，不再对民营资本投资组建公共航空运输企业另作限制。
- 第一次收紧：2007 年下半年，民航总局发布了《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》，2010 年以前原则上不再受理新设航空公司的申请，对已受理的申请严格审批，每年批准筹建的数量不超过 3 家。
- 第二次放松：2012 年 7 月，国务院发布《关于促进民航业发展的若干意见》，明确提出“鼓励和引导外资、民营资本投资民航业”。民航局开始减少新设航空公司及航空公司设立分子公司、航线准入等方面行政审批。
- 第二次收紧：2016 年 9 月，民航局下发《关于加强新设航空公司市场准入管理的通知》，再次收紧新航空公司的审批闸口。

图 4: 民航市场准入“两松两紧”



资料来源: CAAC、招商证券

民航局政策变化产生了 04-05 和 13-16 两拨航空投资热潮。我们发现从第一次航空热潮

的后期开始，民营资本投资航空业的热情大幅下降。由于航空公司品牌、拉动 GDP 的意义，地方政府仍然热衷于成立航空公司；但中小航司往往盈利不佳，负债高企且需要财政输血，去杠杆和财政压力加剧的背景下，地方政府的航空热情还能维持多久？我们认为中期内，中国民航业的新进入者风险已经大幅下降。

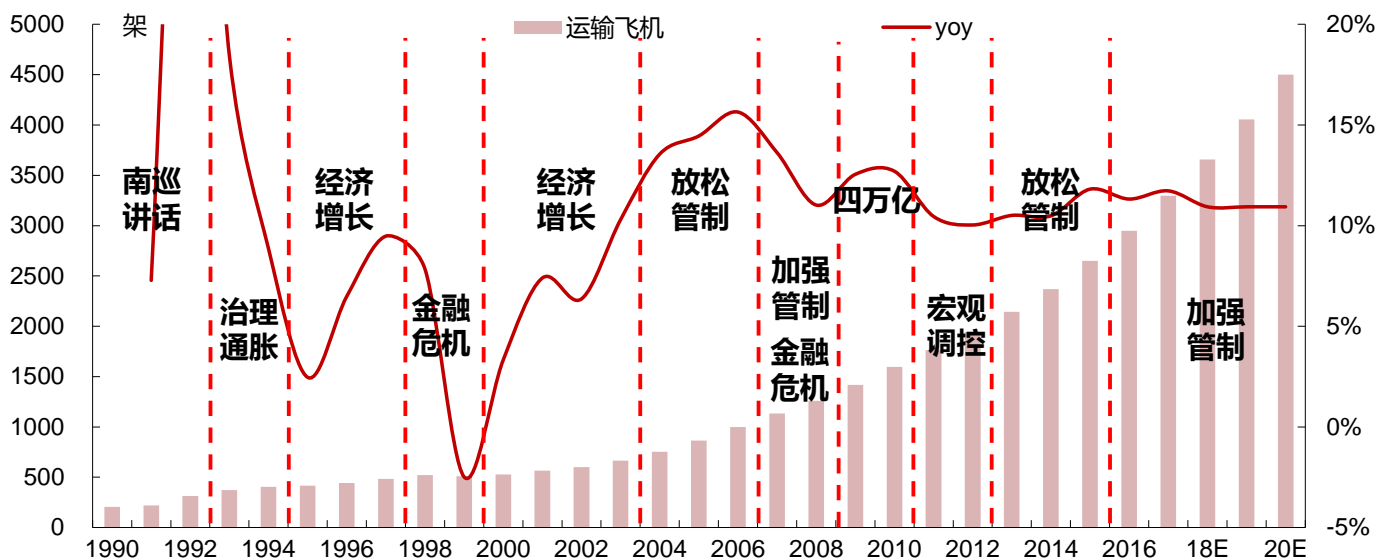
- **第一次航空热潮 (04-05):** 04-05 年成立的民营航企，除春秋和吉祥发展良好外，大都遭受重大挫折，易手他人甚至走向破产。而后期成立的航企（祥鹏等）几乎都是国有资本（传统大型航空公司或地方政府），且注册资本金大幅提高。
- **第二次航空投资热潮 (13-16):** 第二波成立的小航企中，民营股东比例减少，地方政府非常活跃，而且往往与成熟的航空公司结盟，部分航空公司由货运转型客运。

## 2、机队：17 年机队引进超预期，边际改善已经出现

购买和租赁国外飞机需要民航局批准。民航局通过五年规划（《民航“十三五”规划》）和五年机队滚动规划（14-18）控制行业机队总量，根据航司机队规模确定具体的引进指标，具体分为 30 架以下，30-60，60-100（7+5 架）及 100 以上（11%以内）四档。

市场的主要质疑在于 17 年机队增速超预期，但 18-20 年机队增速确定性下降。根据民航局数据，2017 年底，全行业运输飞机达 3296 架，同比增 346 架或 11.7%，超过“十三五”11.2%的规划增速。回顾历史，每一轮政策调控都会导致行业机队增速下降。但 07 年以后，行业机队增速波动在下降，实际上意味着民航局对于机队的管理更为科学（当然宏观经济的波动性也在降低）。考虑政策时滞和飞机订单前置因素，“十三五”机队增速下降是确定性的。

图 5：民航运输飞机变化

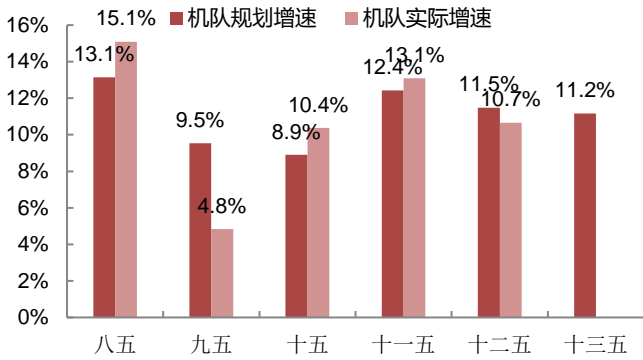


资料来源：CAAC、招商证券

根据《民航“十三五”规划》，2020 年运输飞机达到 4500 架，CAGR 为 11.2%，以此估算 18~20 年机队增速为 10.9%（16/17 年为 11.3%/11.7%）。若假设民航局从严控制机队引进，即“十三五”机队增速和“十二五”保持一致，则 18~20 年机队增速会下降至 10.2%。

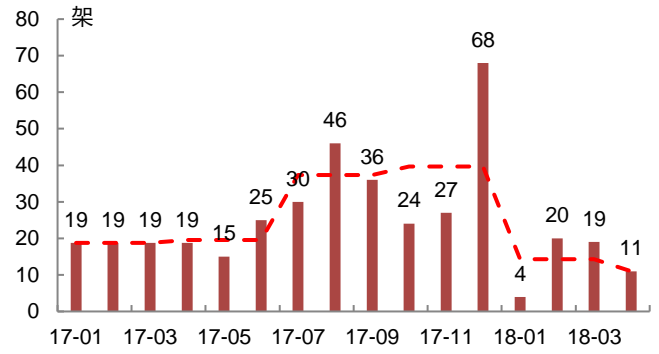
根据我们了解的情况，民航局严格控制 18 年机队引进，1-4 月运输飞机净增 4/20/19/11 架次，月均仅 13.5 架；假设 5-6 月维持这一引进节奏，**6 月底机队总数仅为 3377 架，同比增长 10.2%，旺季前的机队增速大幅下降。**

图 6: 民航“五年规划”执行情况



资料来源: CAAC、招商证券

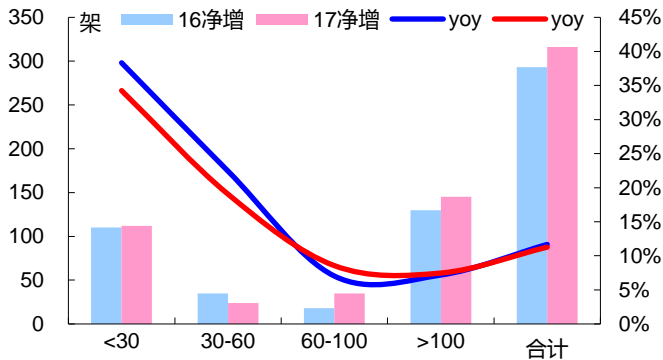
图 7: 民航运输飞机变化 (月)



资料来源: CAAC、招商证券

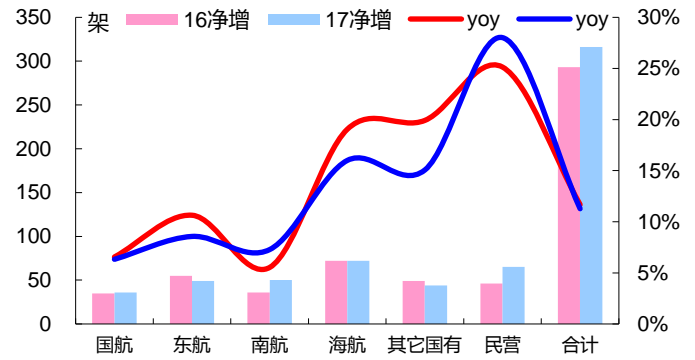
**不要低估结构的影响。**以 2017 年为例，国航、东航、南航、海航、其它国有、民营航司分别贡献增量机队的 11%/16%/16%/21%/14%和 21%，三大航机队增量占比不到一半；机队规模小于 30 架、30-60 架、60-100 架和 100 架以上航司贡献增量机队的 36%、8%、11%和 46%，小型航空公司机队扩张惊人。**随着新设航司政策收紧，以及存量航司机队规模扩张，行业机队增速会自然下降。**即使相同的机队增速，运力投放由不同的航司完成，最终收益也会产生巨大差异；中小型航司品牌和航线网络劣势，往往通过价格战抢夺客户，明显加剧市场竞争；大航运力扩张后对于竞争的影响则温和得多。

图 8: 行业机队变化 (机队规模)



资料来源: 招商证券

图 9: 行业机队变化 (公司类别)



资料来源: 招商证券 (四大航为集团口径)

### 3、航班量: 增速下降就在旺季

2018 年夏秋航季，民航局继续严格控制“枢纽机场”和“繁忙航路点”航班时刻总量。

**1) 枢纽机场:** 主协调机场和辅协调机场增量控制在 3%以内，胡焕庸线东南侧机场时刻总量增量控制在 5%以内，胡焕庸线西北侧机场时刻总量增量控制在 8%以内，非协调机场最大增量不超过 30%。2018 年夏秋航季 6-9 月，航班时刻配置总量严格控制在换季初的时刻总量范围之内，不得新增。

**2) 繁忙航路点:** 涉及局方规定繁忙航路点，以 17 年夏秋航季季初和季末航班时刻总量的平均数为基准，实施总量控制。2018 年夏秋航季 6-9 月，每日 7-23 时实施总量控

制；其它月份的 7-11 时、19-23 点时实施总量控制。

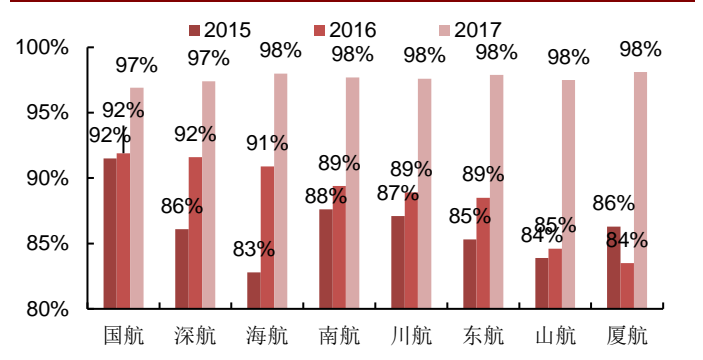
根据中国民航网报道，18 年夏秋航季航班计划日均约 15278 班，同比增长 4.5%，较 17/18 冬春的 5.7% 下降 1.2pt。我们测算的日均航班量为 15446 班，同比增长 5.7%，较 17 冬春的 7.8% 和 17 夏秋的 7.5% 明显下降。执飞率的瓶颈和从严控制加班包机，意味着实际航班量增速和计划航班量增速会明显收敛，带动行业供给增速下行。

图 10: 历史航季航班量增速测算

	15冬春	16夏秋	16冬春	17夏秋	17冬春	18夏秋
内航内线	68474	74447	74466	80501	80556	84931
yoy			8.8%	8.1%	8.2%	5.5%
内航外线	9134	9290	9745	10213	10152	10893
yoy			6.7%	9.9%	4.2%	6.7%
内航地区	1805	1846	1558	1594	1614	1670
yoy			-13.7%	-13.7%	3.6%	4.8%
内航合计	79413	85583	85769	92308	92322	97494
yoy			8.00%	7.9%	7.6%	5.6%
外航外线	5194	9547	9477	9999	10299	10629
yoy			82.5%	4.7%	8.7%	6.3%
合计	84607	95130	95246	102307	102621	108123
日均航班量	12087	13590	13607	14615	14660	15446
yoy			12.6%	7.5%	7.7%	5.7%

资料来源: CAAC、招商证券

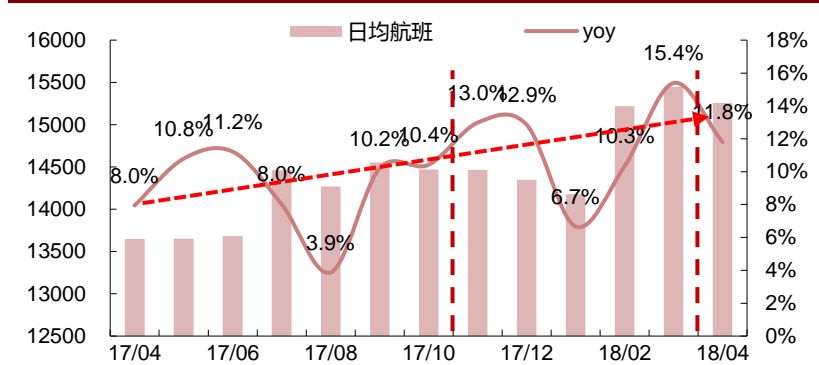
图 11: 八大航司航班执行率持续提升



资料来源: CAAC、招商证券

17 夏秋/17 冬春/17.4, 全国航班总量 302.9/222.3/45.8 万架次(+8.8%/+11.6%/+11.8%), 航班量增速在 115 号文出台后反而提升。我们认为 17 冬春航班量增速提升有其合理性: 1) 17 年行业机队引进超预期, 且集中于下半年; 2) 淡季准点率超过 80%, 民航局控制供给意愿下降; 3) 淡季执行率提升空间大, 准点率提升增加有效飞行时间。

图 12: 民航航班量(月)



资料来源: CAAC、招商证券

**18 年暑运航班量增速环比下降 2pct。** 我们利用第三方 OAG 数据, 统计了前二十大航司航班计划数据。18q1/q2/q3, 前二十大航司航班量同比增长 **7.7%/7.6%/5.6%**, 三季度旺季航班量增速环比下降 2pct。分月度看, 18 年旺季 7/8 月份航班量增速仅为 **5%和 4.3%**。航班量增速的下降(供给收缩)将在暑运旺季兑现, 8 月客座率将会达到前所未有的高度。这也符合政策逻辑: 暑运旺季多雷雨季节且需求旺盛, 航班正常率压力大。



图 13: 前二十大航司计划航班量

	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	18q1	18q2	18q3
国航	6.2%	7.8%	8.1%	9.3%	7.3%	7.9%	6.6%	5.2%	4.7%	4.6%	7.4%	8.2%	5.5%
深航	3.5%	6.7%	6.3%	5.4%	5.3%	5.5%	-1.4%	-2.2%	3.0%	-0.8%	5.5%	5.4%	-0.3%
小计	5.2%	7.4%	7.5%	7.9%	6.5%	7.0%	3.6%	2.4%	4.1%	2.6%	6.7%	7.1%	3.3%
东航	2.0%	5.7%	2.9%	6.9%	5.2%	5.5%	1.2%	0.2%	5.8%	2.6%	3.5%	5.9%	2.3%
上航	5.8%	10.4%	9.1%	8.0%	6.3%	6.5%	0.9%	-0.9%	1.0%	0.3%	8.4%	6.9%	0.3%
中联航	-2.6%	-3.7%	1.1%	-1.7%	-3.6%	11.4%	2.3%	-0.9%	4.2%	-2.5%	-1.7%	1.5%	1.8%
小计	2.2%	5.7%	3.6%	6.5%	4.8%	6.0%	1.2%	0.0%	5.0%	2.0%	3.8%	5.7%	2.0%
南航	1.5%	4.3%	4.8%	5.2%	5.4%	2.7%	2.3%	1.3%	6.1%	6.1%	3.5%	4.4%	3.1%
厦航	-2.0%	9.1%	13.8%	3.2%	3.0%	23.2%	20.3%	20.6%	29.9%	24.2%	6.7%	9.6%	23.4%
小计	0.7%	5.5%	6.9%	4.7%	4.8%	7.5%	6.7%	6.0%	11.8%	10.4%	4.3%	5.7%	8.1%
春秋	13.0%	16.0%	21.0%	32.8%	27.8%	26.9%	13.2%	13.6%	26.1%	8.1%	16.6%	29.1%	17.3%
吉祥	13.3%	20.4%	15.5%	19.5%	14.8%	9.2%	8.3%	10.6%	16.4%	2.5%	16.3%	14.4%	11.6%
C20	5.3%	8.9%	9.0%	7.8%	7.7%	7.2%	5.0%	4.3%	7.8%	2.1%	7.7%	7.6%	5.6%

资料来源: 招商证券

注: 此处航班量为航班号口径, 经停航班视为同一个航班

### 3、三重约束下, 中期的缺口

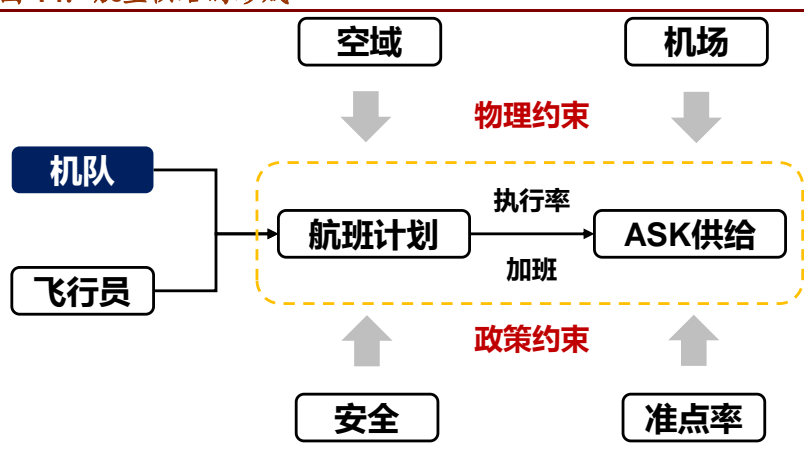
#### 1) 供给: 模糊的正确 or 精确的错误

典型周期行业(煤炭、有色、钢铁等)产品相对简单, 供给可以通过简单指标予以量化(如煤矿设计产能), 研究供给的难度在于口径不完整(地条钢、小煤窑等)。

航空业受到政府严格管制, 统计口径极为准确, 研究难度在于结构极其复杂。截止 17 年底中国民航定期航线总数 4418 条, 考虑时刻、仓位、航司品牌差异, SKU 达到几万的量级。随着航距拉长, 机队利用小时自然增长, 产生更多的 ASK。因此, **ASK 总量难以全面反映行业总供给特征。**

机队(静态座位数)可比性强, 但仅仅是供给的中间变量( $ASK = \text{机队} \times \text{日利用率} \times \text{小时}$ ), 最终供给会受到空域、时刻、机组等诸多因素影响。**因此, 航空业供给是一个模糊的概念, 而非精确的测算。**

图 14: 航空供给的形成



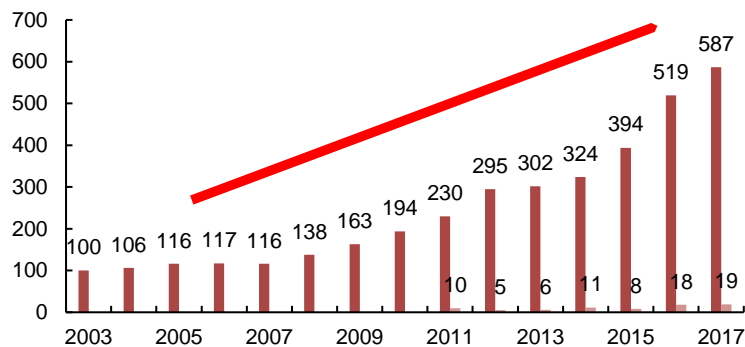
资料来源: 招商证券

#### 2、约束的刚性如何?

### ■ 安全：无法量化的硬约束

安全生产“一票否决”制度，意味着安全是绝对的硬约束。虽然 2010 年 8 月 25 日（伊春空难）至今，民航运输航空连续安全飞行 93 个月，但运输航空事故症候大幅增长。事故症候即不构成事故但影响或可能影响安全的事件（如近期川航挡风玻璃破碎事件）。2017 年，全年共发生运输航空事故征候 587 起（+12.5%），其中严重事故征候 19 起（+5.6%），安全压力持续加大。遗憾的是，我们无法量化跟踪航空安全性，及其对行业供给的实际影响。

图 15：航空供给的形成



资料来源：招商证券

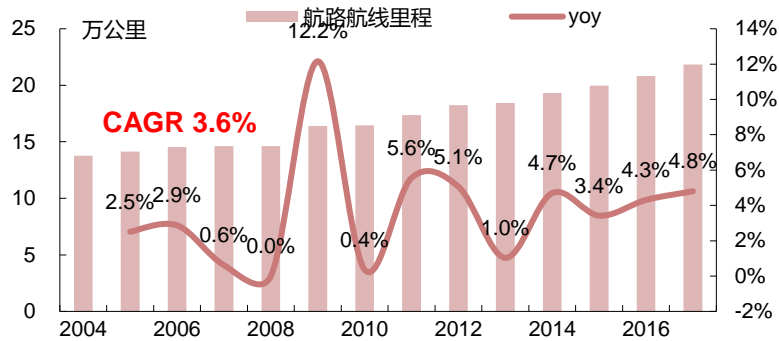
### ■ 空域：准刚性的物理约束

中国实行军航空管体制，“加强实战化训练”意味着军航体制短期难以改变。空军负责实施全国的飞行管制，民航局本身并没有空域的管理权，只负责固定民航航路的指挥和协调，空军随时可以取消民航飞行许可。而美国实行民航空管体制，民航和军航都要接受美国联邦航空局（FAA）的统一指挥。

军航体制下，民航可用资源仅占 20% 左右，且增长极为缓慢。2004-2017 年间，航线总里程（类似公路里程）年均仅增长 3.6%，远低于机队和航班起降增速。市场担心首都二机场建成后（甚至是新一轮机场扩张），空域增加对于行业竞争格局的破坏；但我们认为即使空军向民航开放北京管制区部分空域，无助于缓解（实质上加剧了）干线繁忙航路的拥堵。而这一问题涉及到空域资源分配和空管体制的系统性改革，短期改变可能性很小。

从调研的情况看，民航可用空域仍在缓慢增长。即使在现有空域条件下，空管效率也有提升空间。以 2017 年 9 月启用的沪兰大通道为例，通过优化调整后安全性+22.6%，区域飞行容量+17%，航班正点率也大幅提升。因此，我们认为空域资源是一个准刚性的物理约束。

图 16: 空域资源增长远低于飞机起降架次

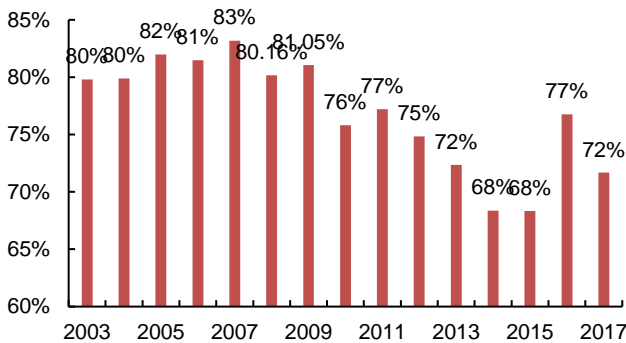


资料来源: CAAC、招商证券

■ 准点率: 可量化的政策约束

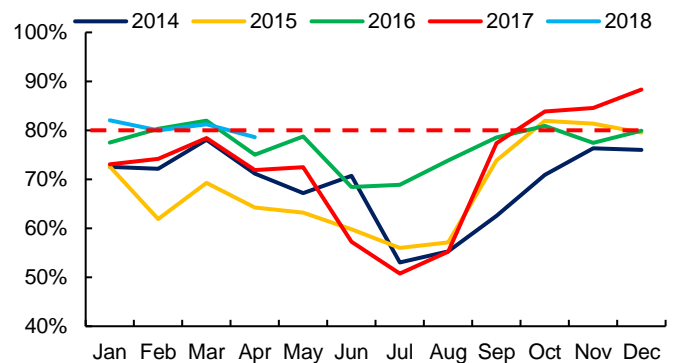
根据民航局《关于进一步提升民航服务质量的指导意见》，2020 年全行业航班正常率要达到 80% 以上，机场的始发航班正常率要达到 85% 以上。虽然 115 号文出台后，全行业准点率曾连续 6 个月（17.10-18.3）超过 80%，但 18.4 已经跌破 80% 至 78.61%，暑运准点率通常更低，2020 年航班正常率 80% 的目标仍然面临挑战。这也可以解释民航局旺季（尤其是 7/8 月）航班量控制措施的必要性。

图 17: 全国航班正常率（年）



资料来源: CAAC、招商证券

图 18: 全国航班正常率（月）



资料来源: CAAC、招商证券

3) 小缺口

我们重新审视民航供给侧改革思路：“在稳中求进的总基调下，对航班总量增幅进行宏观调控、精准调控，促进航班总量与资源保障能力的平衡发展，实现民航高质量发展。”机队引进和飞行计划的行政化管理，意味着民航局具备控制行业供给的能力，而供给的松紧则取决于安全、正常率和资源保障能力。民航局的数据显示：在典型条件下（即无大面积、多点性复杂天气，无其他空域用户大面积活动），航班运行总量和正常率存在一个平衡点，一旦突破该点，航班正点率将急剧下降。

我们的判断是：全行业未来三年（18-20）都将处于小缺口状态，这也是局方和航司博弈的最佳均衡。虽然“供不应求，价格暴涨”是最具说服力的周期逻辑，但我们不认为航空供需会出现大缺口（如行业 ASK 增速下降到个位数），总量的大缺口必然导致局部的运力紧张，“保证人民群众”出行会变成更大的“政治正确”，我们猜测局方按照



“准点率=>空域=>安全”的顺序突破约束，即首先放松航司准点率压力，其次寻求空域资源释放和优化，再次放松安全约束。

**4、收益管理信心增强，持续性超预期**

**1) 提价：趋势比节奏更重要**

市场往往将民航票价和铁路公路运价类比，担心“降低物流成本”影响民航提价。我们认为：铁路货运和高速公路(货运)是典型的自然垄断行业，在降低物流成本的背景下，定价势必受到政府的行政管控。民航客运和高铁针对居民可选消费和公商务出行，客户承受能力强，票价市场化是必然趋势。

表 1：民航、铁路公路定价机制

	民航			铁路		高速公路		
	两舱	经济舱	货运	高铁	普客	货运	客车	货车
定价机制	市场调节	政府指导/ 市场调节	市场调节	市场调节/ 企业定价	<b>政府定价</b>	政府指导	<b>政府定价</b>	<b>政府定价</b>
市场类型	完全竞争	完全竞争	完全竞争	自然垄断	自然垄断	自然垄断	自然垄断	自然垄断
需求特征	公商务	可选消费、 公商务	工业物流	可选消费、 公商务	基本公共 服务	工业物流	可选消费	工业物流
客户结构	居民/企业		企业	居民/企业	居民	企业	居民	企业
承受能力	强	强	强	强	弱	弱	强	弱

资料来源：招商证券

2017 年 12 月 17 日（实际公告为 1 月 5 日），民航局、发改委印发《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，5 家以上（含 5 家）承运人运营的内线票价实行市场调节价，新增市场调节航线 306 条。本次票价放开的力度远超市场预期，一线互飞等优质航线几乎全部放开。

市场最初预计提价在 18 夏秋换季（3 月底）兑现，但由于春节期间海南天价机票的影响，提价迟迟未能兑现。4 月 13 日，民航局正式印发市场调节价的国内航线目录，合计 1030 条，随后新一轮提价部分兑现。5 月中旬以来，提价节奏暂停，也成为近期航空股走弱的重要原因。

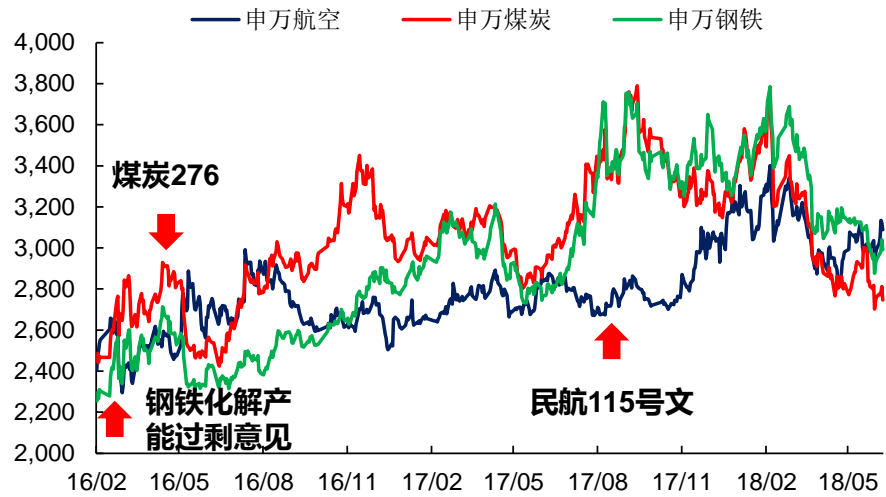
从民航局最新表态看，一方面“持续稳妥的推进民航运输价格改革”，“民航运输价格充分发挥了市场配置资源的决定性作用”；另一方面“要求航空公司合理确定实行市场调节价的国内航线调整范围、频次和幅度”。我们认为民航票价市场化改革的趋势不变，但考虑到舆论压力，民航局会控制“调价的范围、频次和幅度”。现有的幅度（每个航季 10%）和数量（上一航季的 15%）能够满足“航空运输市场平稳运行的要求”。票价改革的趋势是确定性的，而节奏是不确定的，趋势比节奏更重要。

**2) 收益管理（博弈）的变化：信心**

对于民航供给侧改革，我们曾经犯了一个严重的错误：在 9 月 19 日 115 号文出台后“看空”供改。由于 17 年旺季表现低于预期，大航在 6 月开始见顶回落，早于市场预期的 8 月，市场对于航空后市较为悲观，我们的看空似乎是正确的。但航空指数 10 月底开始启动，我们非常困惑，直到买方向我们解释“115 号文出台后航空指数的表现，几乎

和煤炭、钢铁如出一辙”。在不到 4 个月的时间里，国航 A/南航 A 涨幅超过 50%，三大航 H 接近翻倍。

图 19: 供给侧改革表现



资料来源：招商证券

我们的错误在于：市场预期决定股价涨跌，而个体对于市场预期的认知出现偏差。另一方面，由于缺乏期货市场（航运干散货存在 FFA 交易），市场预期决定股价涨跌，但并不决定客运收益。因此，我们会看到市场最乐观的 11-12 月，收益表现平淡；而市场最悲观的 3-4 月，收益反而开始提升。

共飞航线产品高度同质，是一个典型的伯川德博弈，最终收益表现既取决于市场总体供需，还取决于航空公司的收益策略。在资本市场上，即使股票基本面没有变化，信心（风险偏好）的提升足以推升股价。按照同样的逻辑，即使航空业供给没有变化（实际供给增速在下降），“供改”导致航司对市场判断更为乐观，收益水平是否能够提升？我们认为答案是肯定的。

虽然市场对于供给侧改革持悲观态度，但实业对“供改”却比市场更乐观，因而我们看到典型的民营航司吉祥、春秋票价实现双位数的提升。既然航空业对于供改和收益更为乐观，我们是否应该对航空股更乐观一些？

图 20: 供给侧改革认知逻辑



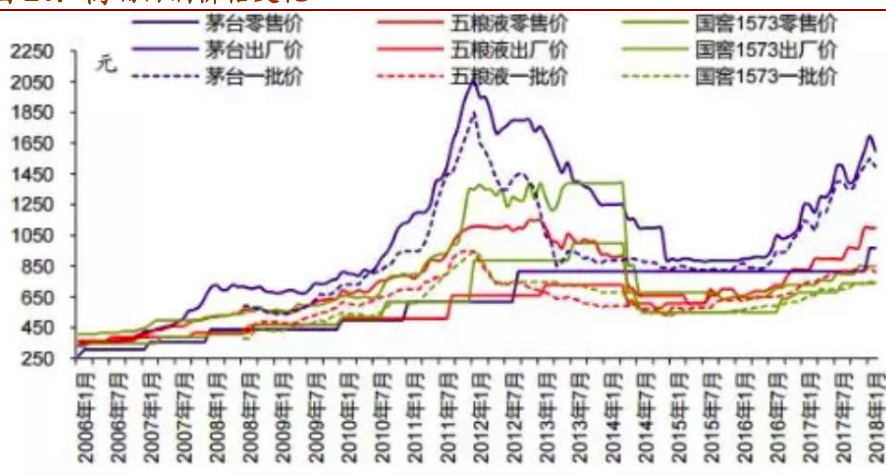
资料来源：招商证券

### 3) 收益的演绎

作为经典可选消费品，高端白酒的终端零售价已经接近 11-12 年高点。但三大航 17 年内线客公里收益 0.54 元，同比 12 年的 0.72 元下降 23% 左右。**1) 营改增和提直降代对于票价下降大约有 5% 的贡献；2) 核心航线票价上限管制，而低线市场占比提升拉低票价。**上述两个因素似乎不能完全解释票价的巨大跌幅，我们的猜想是：**即使在当前的定价机制下，三大航的真实定价能力和盈利能力被低估了！**

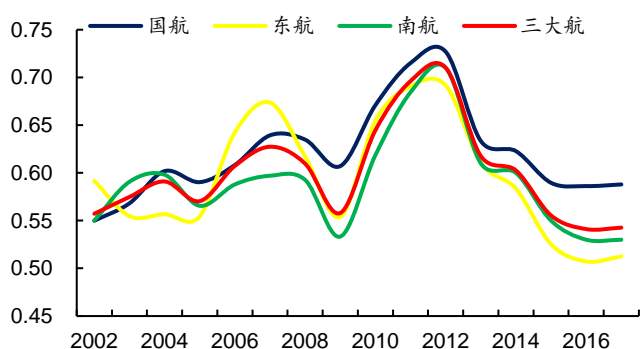
本轮经济复苏周期（16 年初至今）中，三大航（高端品）提价能力低于吉祥（次高端）和春秋（大众品），这一现象本身就令人怀疑。草根调研数据表明，春秋航空提价能力最强的航线为次新航线（介于新航线和老航线之间的夹层），表明过去几年培育的航线逐步进入收获期。我们大胆假设：**15-16 年是本轮航空周期的票价底部。**

图 21: 高端白酒价格变化



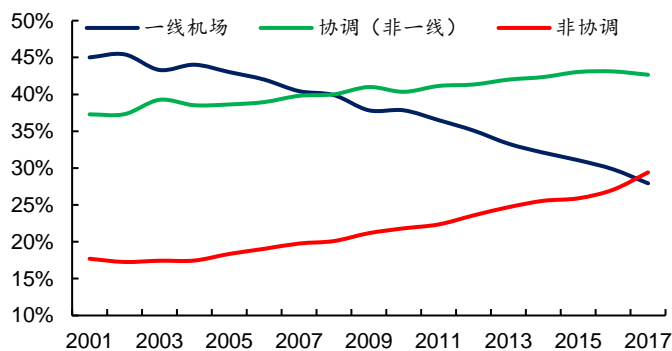
资料来源：招商食品

图 22: 三大航客公里收益



资料来源：Wind、招商证券

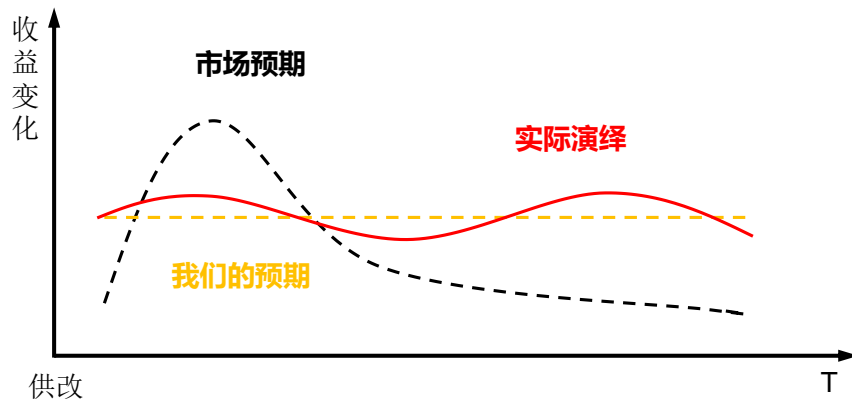
图 23: 机场旅客吞吐量结构变化



资料来源：Wind、招商证券

资本市场的目标是一元的“股价/市值”，民营航企的目标也相对简单“利润”、“市值”，但国有大航目标极为多元化。当前考核机制下，国有大航天然有平滑盈利的动机，不仅仅是成本，还有收益管理。如果我们的猜想是正确的，**伴随着票价上限的放开，大航 RASK 将能够维持 3%-5% 的提升**；而市场普遍的预期是 18 年内线收益急剧提升，而对于 19/20 年收益持续提升预期不足。

图 24: 民航收益变化 VS 预期变化



资料来源: 招商证券

5、投资评级: Showtime 来临, 继续首推东航!

- 核心逻辑:** 民航供给侧改革持续兑现, 行业景气度上行且周期性下降, 推动业绩与估值双升。1) 供给: 政策收紧新设航司, 18 年机队增速放缓 (主要是海航), 18q3 航班量增速环比下降 2pct, 带动供给增速下行; 2) 需求: 民航大众化和消费升级带动年均 10% 的长期增长, 政治局会议稳定内需预期, 以日韩为代表的外线需求持续改善; 3) 票价市场化改革持续推进; 4) 内线客座率全球第三, 18 年即将突破 85% 的阈值, 带来收益弹性;
- 投资评级:** 航空板块 17 年 10 月以来显著跑赢大盘 (申万航空+14%/国航+30%/南航+27%/东航+18%/吉祥+20%/春秋+15%), 即期股价已经反应了 18 年航空景气度的上行 (夏秋航季供给收缩+提价), 但并没有反映供给侧结构改革带来的行业本质变化, 即行业长期盈利能力的大幅提升、周期性的下降以及消费升级带来的未来巨大增长空间, 旺季 Showtime 来临, 维持板块“推荐评级”。
- 标的选择:** 2018 年旺季, 小航处于相对较低价格带, 收益表现和业绩兑现能力整体优于大航。基于弹性因素, 我们仍然首推东航, 3 个月推荐排序东航>吉祥=春秋>南航>国航。1) 基本面: 航线结构决定东航票价改革弹性最大, 且旺季利润超过国航; 换季 40 大机场时刻增速 4% (优于国航和南航的 3%), 稳健的运力投放 (18 年 ASK 增速 9.5%, 低于国航 10%/南航 15%) 有利于总收益表现 (总收益=存量涨幅-增量降幅); 三大核心枢纽 (上海、昆明、西安) 17 年低基数强反弹; 日韩线第一大承运人。2) 交易&主题: 机构持仓低&集团混改预期。

表 2: 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)
		18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E			
南方航空	10.51	0.69	0.81	1.00	35%	18%	23%	15.3	13.0	10.5	2.01	13.1%	1,060
东方航空	7.94	0.51	0.62	0.78	16%	21%	26%	15.5	12.8	10.2	2.07	10.0%	1,149
中国国航	11.37	0.60	0.72	0.89	14%	19%	24%	19.0	15.9	12.8	1.87	9.5%	1,651
春秋航空	38.48	1.64	2.06	2.62	19%	26%	28%	23.5	18.7	14.7	2.91	10.9%	353
吉祥航空	17.36	0.85	1.07	1.31	15%	26%	23%	20.4	16.2	13.2	3.44	14.7%	312

资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 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	8230	7399	8004	1501	1526
人民币兑美元升值 1%	279	260	278	3	2
汇率敏感性	3.4%	3.5%	3.5%	0.2%	0.2%
国际油价降低 1 美元	319	266	347	44	46
燃油敏感性	3.9%	3.6%	4.3%	2.9%	3.0%
客座率上升 1pct	982	883	1049	104	126
敏感性	11.9%	11.9%	13.1%	6.9%	8.3%
票价上升 1%	804	725	866	94	110
敏感性	9.8%	9.8%	10.8%	6.3%	7.2%

资料来源: 公司数据、招商证券

## 6、风险提示

- **民航供给侧结构性改革力度低于预期:** 虽然我们坚定看好民航供给侧结构性改革, 但改革进度可能阶段性低于预期, 引发市场担忧和股价回调。
- **经济下滑影响航空需求:** 如果宏观经济大幅下挫 (类似 08 金融危机), 需求下滑传导至航企业绩, 导致业绩和股价大幅下降。当然, 航空需求短期大幅下滑的可能性很小。
- **油价和汇率风险:** 油价和汇率对于航空业影响巨大, 但其复杂度甚至超过航空业本身。根据我们和招商石化/宏观的沟通, 页岩油完全成本和套保导致油价短期难以突破 50-70 美元/桶中枢; 18 年美元指数 (87,97) 区间波动, 整体影响不大。油价/汇率和航空业相关性分析详见招商交运相关报告《航空研究笔记之一-油价不一定是股价杀手》《航空研究笔记之二-被低估的汇率弹性》。
- **民航事故和偶发事件:** 民航事故可能导致航空股短期巨幅波动。除非事件影响足以影响宏观经济 (911), 大部分事故和偶发事件 (SARS) 都为长期投资者提供买点。



## 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。

**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。