

航空行业

2018-8-29

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

这个时点我们如何看航空： 油价汇率趋稳，票价弹性渐显

报告要点

■ 事件描述

前期，由于人民币贬值，航空股大幅回调，估值已经处于历史低位。当前，油价和汇率趋稳，行业供给增速趋缓，供需持续改善，票价改革落地实施，站在当前时点我们如何看航空？

■ 事件评论

- **供给增速趋缓，供需关系改善。**新航季以来，民航局严格实施控总量调结构的政策，2018年2季度热门机场的飞机起降架次增速较去年同期降低2.4pct；六家上市航空公司国内线ASK增速低于去年同期，国内市场供需关系持续改善，其中东方航空改善最明显。
- **行业格局优化，市场秩序改善。**2018年以来，三大航的国内航线的ASK增速同比提升，中小航司的ASK增速同比降低，行业格局趋于优化。运力增速放缓的背景下，提升票价成为行业共识，中小航司提价动能充分，行业的价格秩序趋于改善，预计未来行业票价或呈现持续上涨的格局。
- **安全和正常率高压，总量控制趋严。**民航局从严处置正常和安全问题，取消正常率不达标航司新增和调整飞行计划的申请，削减触犯安全问题航司的航班量，体现出寻求行业高质量发展的决心。然而，处罚措施只是事后补救，在安全高压背景下，预计新航季航班总量控制的措施或将**继续趋严**。
- **市场化稳步推进，票价弹性待显。**我国民航客座率持续提升，票价弹性却未显现，价格管制是主要原因。当前，京沪等热门航线率先提价，票价改革政策坚决推进，随着提价航线数量增多，票价弹性将进一步增大。新航季票价改革的实施方式有望走向成熟，或将释放更多提价利好。

■ 投资建议

站在当前的时点，随着人民银行重启“逆周期因子”，人民币兑美元汇率趋于稳定，人民币贬值的风险释放。燃油附加费重启征收，对冲油价上涨的压力，同时，由于2017年下半年油价高基数，往后看航油成本压力同比趋缓。由于人民币贬值，航空股大幅回调，估值已经处于历史低位。随着供给控制趋严，市场化改革不断推进，票价弹性逐步显现，收益有望持续改善，建议持续关注航空股。推荐资源优势明显的中国国航、边际改善显著的东方航空及效率持续提升的春秋航空，建议关注弹性较大的南方航空和上海市场占比高的吉祥航空。

- 风险提示：**
1. 人民币大幅贬值，油价大幅上涨；
 2. 新航季总量调控放松，票价管制趋严；
 3. 飞机引进加速，成本压力加剧。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118710

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

联系人 赵超

☎ (8621) 61118710

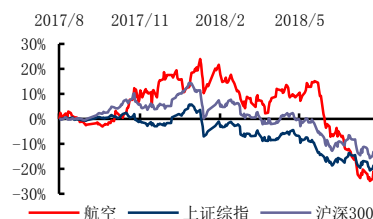
✉ zhaochao2@cjsc.com.cn

联系人 张银晗

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyh14@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《供给增速趋缓，票价弹性待显》2018-8-17

《中美航空对比研究：朝阳初升，格局渐成》2018-7-8

《交运思考系列之二：抽丝剥茧，返璞归真》2018-6-11

供给增速趋缓，供需关系改善

新航季以来，民航局控总量调结构的政策严格实施：

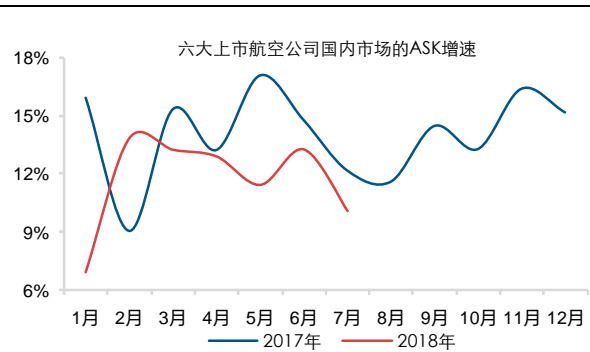
- 热门机场的飞机起降架次增速低于去年同期，2018年2季度重点机场的飞机起降架次增速 5.8%，同比 2017 年 2 季度降低 2.4pct；
- 上市六家干线航空公司国内线的 ASK 增速低于去年同期，2018 年 7 月国内可用座公里增速 10.0%，同比去年降低 2.2pts，客座率同比提升 0.5pts；
- 国内市场供需关系持续改善，东方航空客座率改善最明显，公司的票价提升将获得强有力的支撑。

图 1：热门机场航班时刻增速趋缓



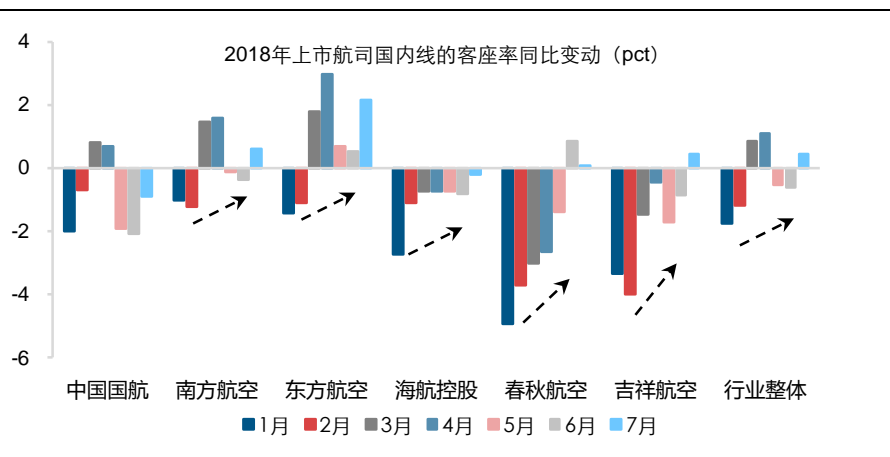
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：重点机场为 2017 年旅客吞吐量超过千万的机场，共 32 个）

图 2：上市航企国内市场的 ASK 增速趋缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：上市航企国内运力供给增速趋缓

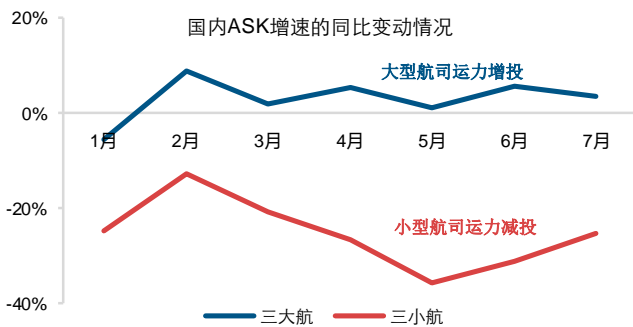


资料来源：Wind，长江证券研究所

行业格局优化，市场秩序改善

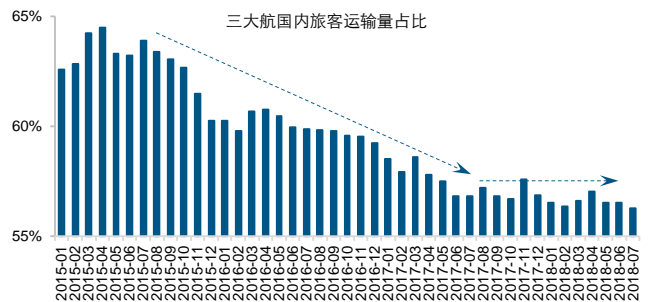
2018年1-7月，中国国航、东方航空和南方航空的国内航线的ASK增速同比提升，而海航控股、春秋航空和吉祥航空的增速同比大幅降低，行业格局趋于优化，三大航的国内旅客运输量占比趋稳，行业龙头的地位加强。

图 4：大型航司运力增速加快，小型航司趋缓



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：三大航指中国国航、东方航空和南方航空，三小航指海航控股、春秋航空和吉祥航空）

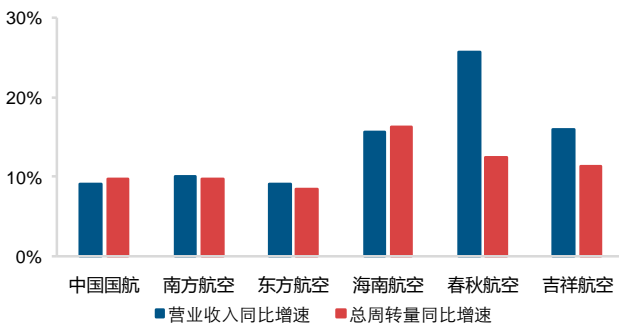
图 5：三大航的市占率趋于稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：三大航指中国国航、东方航空和南方航空）

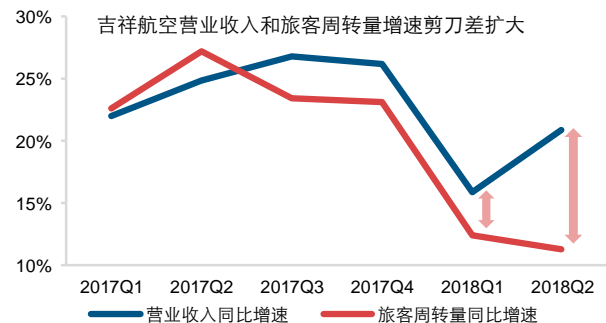
2018年1季度，南方航空、东方航空、春秋航空和吉祥航空的营业收入增速领先于总周转量增速，意味着单位收入水平不断提升，提升票价成为行业共识。依据吉祥航空披露的中报，2季度公司的营业收入增速和旅客周转量增速的剪刀差扩大，即票价提升幅度扩大，体现出中小航司提价具有充分动能，行业的价格秩序趋于改善，我们预计供需不断改善的背景下，未来行业票价或将呈现持续上涨的格局。

图 6：2018年1季度上市航空公司营业收入及周转量增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：2018年2季度吉祥航空的单位票价大幅提升

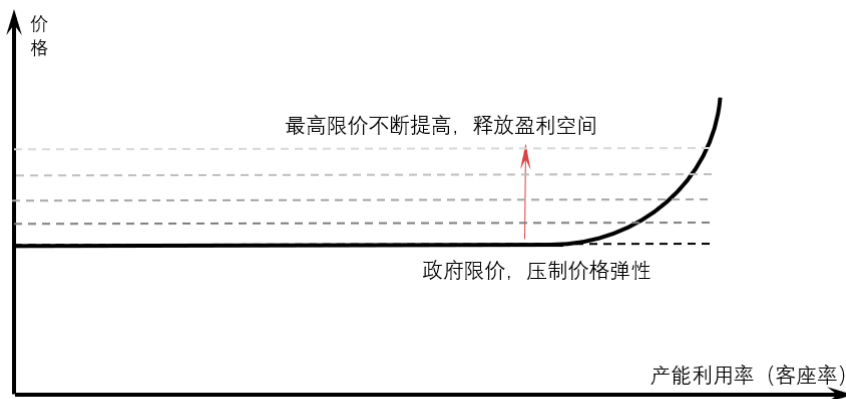


资料来源：公司公告，长江证券研究所

市场化稳步推进，票价弹性待显

依据经济学理论，高产能利用率时，价格的弹性将会大幅提升。当前，国内民航客座率已处于较高水平且在持续提升，而票价弹性却一直没有显现，政府限价是压制价格弹性的主要原因。随着市场化改革的持续推进，未来几年经济舱全价票持续上调，从而释放价格弹性。热门航线客座率更高，价格弹性更大，中国国航、东方航空和南方航空的热门航线占比高，将充分受益于限价放松。

图 10：高客座率下，放开限价将提升票价弹性



资料来源：长江证券研究所

我们采用爬虫工具统计了所有国内航班的票价水平，航空公司提价呈现三个特征：

- 京沪、京广、京深、沪广和沪深等航线依次提价，票价改革全方位实施；
- 优先调整热门航线，且提价的航线高度重合，不必担心价格战现象；
- 部分政府指导价航线的价格也在调整，价格改革存在加速的可能。

表 2：2018 年以来航空公司部分提价航线数量

	国航本部	深圳航空	南航本部	厦门航空	东航本部	上海航空	春秋航空	吉祥航空
一类互飞	3	2	4	2	2	2	2	1
一二类互飞	5	5	5	1	1	2	3	3
一三类互飞	6	9	9	4	4	5	4	3
二类互飞	0	0	1	1	0	0	0	0
二三类互飞	5	0	5	3	5	1	0	0
三类互飞	1	6	10	2	7	0	3	1
合计	20	22	34	13	19	10	12	8

资料来源：公司官网，长江证券研究所（注：一类指北上广深四大城市；二类指前十机场的相关城市，三类指旅客吞吐量超千万的城市）

随着此轮提价的持续推进，票价改革的实施方式有望走向成熟，预计新航季将释放更多提价利好。另外，预计到 2020 年，民航国内市场运价将基本由市场决定，当前票价改革依然受到提价范围和提价幅度的限制，未来有望进一步放开。

市场化是此轮民航深化改革的核心内容，航空公司的定价能力得以提升，热门航线一定程度上放开限价，航司的盈利能力得到一定释放，预计未来 3-5 年行业票价或有 2-3 成的提升空间，航空公司的业绩有望持续向上。

汇率趋于稳定，油价压力趋缓

站在当前的时点，我们认为人民币汇率趋于稳定，航油成本压力逐步缓解，收益端的价格弹性逐步显现，而航空股的估值处于历史较低水平，建议持续关注航空股。

2018年8月24日，人民银行宣布重启“逆周期因子”，人民币兑美元汇率趋于稳定。前期由于人民币贬值，航空公司股价大幅回调，汇兑损益对于业绩的影响充分释放。

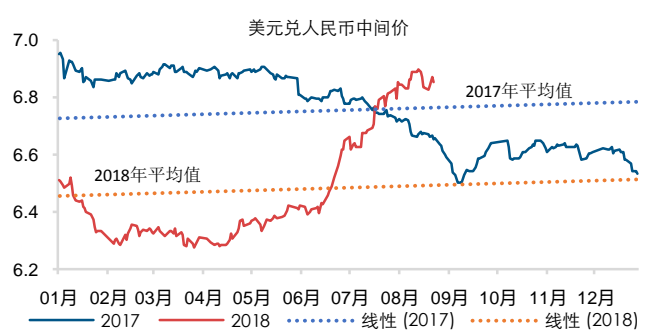
另一方面，航空公司部分成本采用美元结算，市场担忧人民币升值加剧航空公司成本端的压力。然而，今年美元兑人民币中间价的平均值低于去年，因此，汇率对于成本依旧是缓解作用。

图 11：美元兑人民币汇率趋稳



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：汇率对于其它成本影响有限

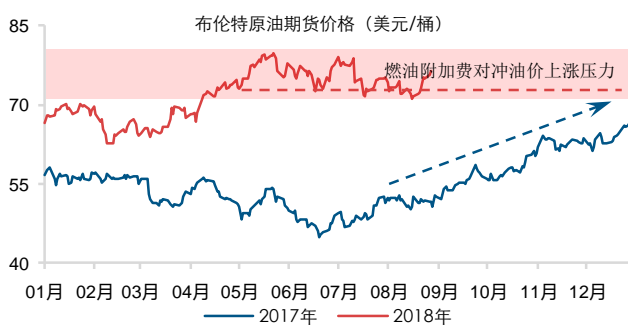


资料来源：Wind，长江证券研究所

今年以来，油价大幅上涨，燃油附加费重启征收，可以对冲约 80% 的油价上涨压力，因此，油价上涨对于航空公司的业绩影响减弱。

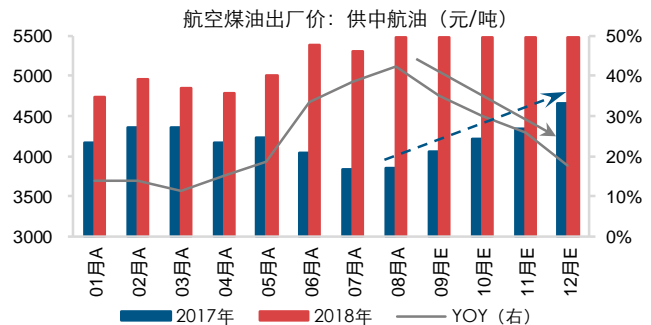
近期由于地缘政治摩擦趋缓，原油价格走势平稳。由于 2017 年下半年油价基数较高，我们预计下半年航空公司航油成本压力趋缓，利好业绩改善。

图 13：2017 年下半年油价的基数较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：2018 年下半年航油成本压力趋缓



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：假设 2018 年 9 月到 12 月航空煤油出厂价和 2018 年 8 月一致）

投资建议

随着供给控制趋严，市场化改革不断推进，票价弹性逐步显现，收益有望持续改善，建议持续关注航空股。

推荐资源优势明显的中国国航、边际改善显著的东方航空及效率持续提升的春秋航空，建议关注弹性较大的南方航空和上海市场占比高的吉祥航空。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。