

航空运输

证券研究报告
2018年09月15日

旺季逻辑基本兑现，客座率创历史新高

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

事件

6家A股航空公司8月运营数据披露完毕，我们根据公司数据测算，8月民航ASK增速11.4%，RPK增速13.7%，客座率86.8%，同比提高1.7个百分点。

作者

姜明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com
曾凡喆 联系人
zengfanzhe@tfzq.com

时刻管控效果显现，需求回流创历史最高客座率

2018夏秋航季民航局严格控制枢纽机场时刻增量，且于暑运旺季严格控制加班，8月一线机场起降架次增速相当有限，即便部分中小机场仍有所放量，民航ASK同比增速环比依然有所走低，这说明在民航时刻收紧政策主导下，航空公司通过各种手段投放运力的空间正逐步收窄。不同于7月旺季姗姗来迟，旺盛的客流增长贯穿8月整月，且准点率大幅提高引领需求回流锦上添花，全民航客座率高达86.8%，创历史新高。

行业走势图



资料来源：贝格数据

航空公司间增速明显分化，以上海为主基地的三航司客座率亮眼

各航司增速出现显著分化，其中以上海为主基地的东航、春秋、吉祥受时刻控制影响较大，旺季ASK增速相比上半年大幅下降，分别仅为4.6%、11.1%、7.6%，在上海市场需求持续旺盛增长的引领下，客座率均表现良好，其中东航、吉祥在国内线的强势拉动下，总体客座率分别大幅提升3.1%、2.1%。值得一提的是，东航8月国内客座率高达惊人的88.1%，高出历史前极高值达2.1个百分点。

相关报告

- 《航空运输-行业点评:供给小幅降速，需求稳健增长》2018-08-16
- 《航空运输-行业点评:吉祥认购东航增发股份，民航客运混改重头戏》2018-07-10
- 《航空运输-行业专题研究:端午过了，旺季还会远吗？细数2018航空旺季看点》2018-06-18

价格客座率双升，旺季逻辑基本兑现，

2017年旺季民航供给增速低基数，2018年旺季ASK同比增速仍较快，但环比增速明显放缓，同时准点率大幅提高，客座率保持高位，票价明显改善，基本印证了我们暑运前提出的“2018年旺季行业实际运营实现的ASK、RPK同比增速未必出现大幅下降，但并不影响供给侧逻辑及价格提升”的判断。

静待冬春时刻表公布，淡季价格同样有望明显复苏

金秋已至，冬春换季即将到来。民航局明确坚持控总量调结构，主辅协调机场时刻增量控制在3%以内，非协调机场时刻增量最大不超过30%，或每小时不超过4个起降时刻增量，各地区机场时刻增量原则上控制在5%以内，时刻总量仍相对紧张。不过因本次时刻配置政策提出对部分准点率表现优秀机场、时刻容量调增机场给予额外最多2%的额外时刻增量，并开展夜间国内航班试点，或对时刻增速造成一定扰动，因此仍需静待时刻表具体数据。我们认为在总量控制大方向不改、吞吐量排名靠前的机场执行率基本触及极限的背景下，冬春季民航供给增速将逐步放缓，淡季价格同样有望明显复苏。

投资建议

民航供给受政策管制难以快速放量，需求仍保持平稳健康增长，暑运旺季逻辑基本兑现。在时刻收紧及票价改革持续深入的刺激下，冬春航季价格有望持续改善，继续推荐三大航，关注春秋、吉祥。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-09-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601111.SH	中国国航	7.19	买入	0.59	0.48	0.73	1.00	12.19	14.98	9.85	7.19
600029.SH	南方航空	6.30	买入	0.59	0.46	0.75	1.03	10.68	13.70	8.40	6.12
600115.SH	东方航空	5.24	买入	0.44	0.33	0.57	0.76	11.91	15.88	9.19	6.89

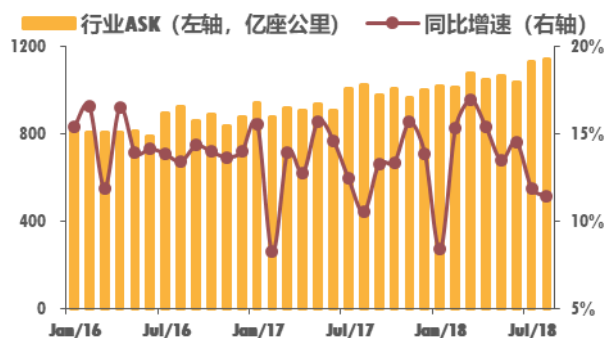
资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



1. 事件

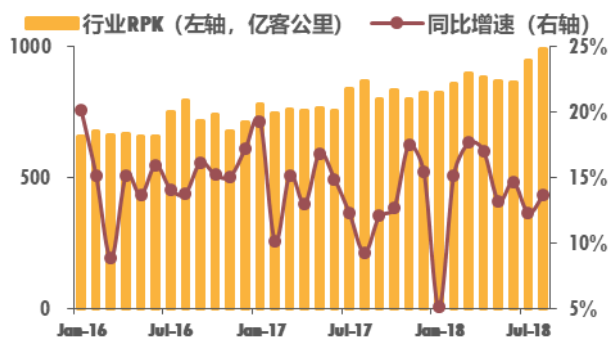
6家A股航空公司8月运营数据披露完毕,我们根据公司数据测算,8月民航ASK增速11.4%,RPK增速13.7%,客座率86.8%,同比提高1.7个百分点。

图 1: 民航 ASK 及同比增速



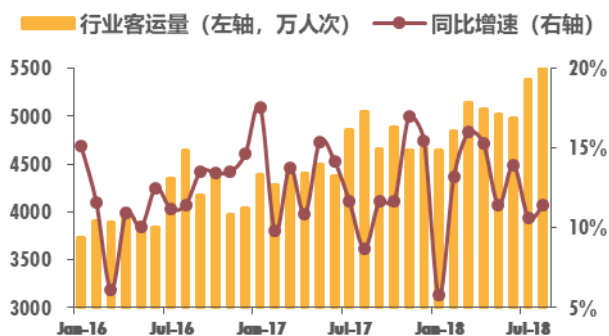
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 民航 RPK 及同比增速



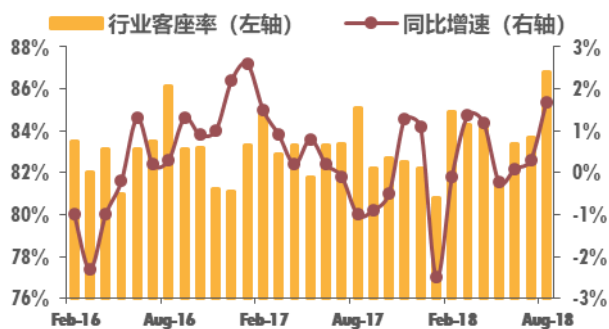
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 民航旅客运输量及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 民航客座率及同比变动



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 点评

2.1. 时刻管控效果显现，需求回流创历史最高客座率

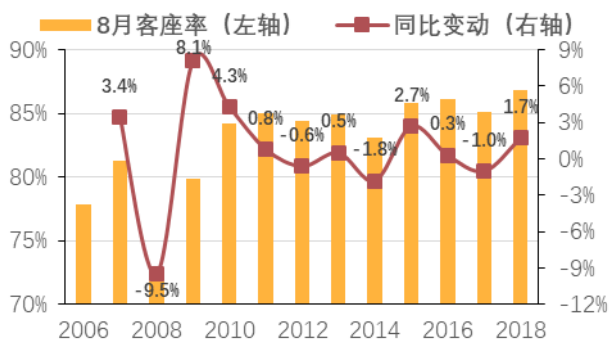
2018 夏秋航季民航局严格控制枢纽机场时刻增量，且于暑运旺季严格控制加班，8 月一线机场起降架次增速相当有限，即便部分中小机场仍有所放量，民航 ASK 同比增速环比依然有所走低，这说明在民航时刻收紧政策主导下，航空公司于通过各种手段投放运力的空间正逐步收窄。不同于 7 月旺季姗姗来迟，旺盛的客流增长贯穿 8 月整月，且准点率大幅提高引领需求回流锦上添花，全民航客座率高达 86.8%，创历史新高。

表 1：8 月部分机场运营数据

机场	旅客吞吐量（万人次）				飞机起降架次（万架次）			
	8月	同比	1-8月	同比	8月	同比	1-8月	同比
北京	904.50	9.6%	6719.10	6.9%	5.23	3.7%	40.75	4.3%
广州	617.99	6.9%	4622.61	6.8%	4.09	1.4%	31.57	3.0%
成都	475.88	9.8%	3530.07	7.1%	3.01	5.1%	23.40	5.3%
深圳	429.45	7.7%	3277.01	9.8%	2.99	2.0%	23.61	5.6%
昆明	423.90	8.4%	3163.92	6.0%	3.18	5.6%	24.20	3.6%
西安	415.23	8.8%	2972.87	7.9%	2.93	3.3%	21.84	3.7%
重庆	363.24	8.9%	2747.51	7.3%	2.56	3.7%	19.78	3.3%
南京	271.99	9.0%	1908.41	12.6%	1.98	1.7%	14.64	5.8%
郑州	251.16	8.1%	1832.50	15.5%	1.84	1.0%	13.94	
厦门	244.54	18.9%	1774.61	8.9%				
长沙	244.30	11.0%	1693.70	7.8%	1.72		12.45	
武汉	227.74	11.5%	1629.16	5.5%				
海口	200.49	9.5%	1625.81	8.5%	1.34	6.9%	10.91	6.0%
天津	215.56	12.5%	1563.34	15.2%				
哈尔滨	187.30	11.2%	1375.51	10.2%	1.28	8.5%	9.74	7.6%
贵阳	188.21	9.8%	1336.61	12.9%	1.41	3.5%	10.52	7.4%
南宁	140.60	11.3%	1000.60	9.4%				
福州	135.91	20.1%	981.29	18.9%				
南昌	120.21	18.3%	916.82	44.0%	0.91	13.8%	7.30	38.8%
珠海	106.70	33.9%	755.25	27.3%				
石家庄	101.86	5.6%	753.26	25.0%	0.75	5.7%		
温州	101.60	21.9%	737.50	19.4%	0.74	13.5%		
合肥	106.01	17.0%	728.80	22.9%	0.78		5.74	15.7%
桂林	91.60	9.6%	601.40	13.6%				
烟台	86.50	23.7%	561.90	31.8%	0.70	14.4%	5.00	23.6%
丽江	74.72	10.6%	508.34	5.9%	0.54	7.5%	3.84	5.2%
西双版纳	39.41	23.8%	297.26	10.7%	0.31	20.6%	2.34	8.8%
拉萨	46.14	16.7%	295.46	18.7%	0.35	10.9%	2.45	13.0%
绵阳	42.91	31.6%	265.97	8.5%	1.16	36.7%	11.24	5.6%

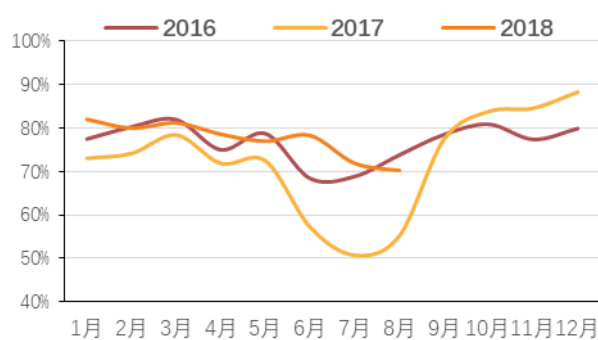
资料来源：民航论坛，天风证券研究所

图 5：民航历史 8 月客座率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：民航准点率



资料来源：CAAC，天风证券研究所

2.2. 航空公司间增速明显分化，以上海为主基地的三航司客座率亮眼

各航司增速出现显著分化，其中以上海为主基地的东航、春秋、吉祥受时刻控制影响较大，旺季 ASK 增速相比上半年大幅下降，分别仅为 4.6%、11.1%、7.6%，在上海市场需求持续旺盛增长的引领下，客座率均表现良好，其中东航、吉祥在国内线的强势拉动下，总体客座率分别大幅提升 3.1%、2.1%，值得一提的是，东航 8 月国内客座率高达惊人的 88.1%，高出历史前极高值达 2.1 个百分点。

表 2：8 月各公司总体增速表现

8 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.5%	13.8%	4.6%	16.5%	11.1%	7.6%
RPK 增速	11.1%	16.5%	8.4%	15.8%	10.2%	10.1%
旅客运输量增速	9.4%	14.4%	9.5%	11.5%	9.5%	15.5%
客座率	84.1%	85.9%	86.3%	87.0%	91.8%	91.3%
客座率变动	1.2%	2.0%	3.1%	-0.5%	-0.8%	2.1%
1-8 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	12.0%	12.5%	8.3%	18.1%	16.0%	11.7%
RPK 增速	11.4%	13.0%	10.2%	16.5%	13.4%	10.9%
旅客运输量增速	9.2%	11.6%	10.0%	13.9%	12.9%	14.2%
客座率	81.0%	82.9%	83.1%	85.6%	89.7%	86.7%
客座率变动	-0.5%	0.4%	1.5%	-1.1%	-2.1%	-0.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：8 月各公司国内线增速表现

8 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	6.3%	12.0%	5.5%	13.3%	6.9%	14.2%
RPK 增速	9.2%	15.9%	10.2%	13.3%	8.1%	17.9%
旅客运输量增速	8.4%	13.7%	10.2%	11.3%	7.7%	18.7%
客座率	86.4%	86.9%	88.1%	90.1%	94.2%	91.6%
客座率变动	2.3%	2.9%	3.8%	0.0%	1.0%	2.8%
1-8 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.5%	11.4%	8.7%	16.0%	14.5%	13.4%
RPK 增速	8.9%	12.2%	10.3%	14.9%	12.5%	12.2%
旅客运输量增速	8.0%	10.8%	9.9%	13.8%	12.8%	15.2%
客座率	82.9%	83.3%	84.5%	89.1%	91.8%	87.2%
客座率变动	-0.5%	0.6%	1.2%	-0.9%	-1.6%	-1.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：8 月各公司国际线增速表现

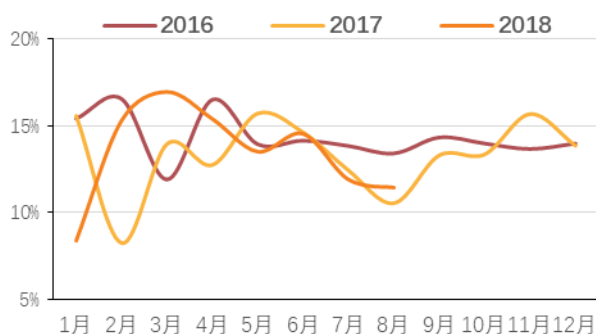
8 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	14.5%	17.6%	2.5%	25.9%	19.5%	-28.2%
RPK 增速	13.9%	17.9%	4.5%	24.0%	13.7%	-30.6%
旅客运输量增速	14.9%	19.8%	4.0%	13.8%	14.1%	-11.5%
客座率	80.5%	83.8%	82.7%	79.1%	87.2%	88.2%
客座率变动	-0.4%	0.2%	1.6%	-1.2%	-4.4%	-3.1%
1-8 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	16.5%	14.9%	7.5%	25.3%	19.7%	1.4%
RPK 增速	15.5%	15.0%	10.0%	23.2%	15.8%	2.3%
旅客运输量增速	15.2%	18.0%	10.5%	16.8%	14.0%	4.3%
客座率	78.0%	82.3%	80.5%	75.2%	85.4%	83.8%
客座率变动	-0.7%	0.1%	1.8%	-1.2%	-2.9%	0.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 价格客座率双升，旺季逻辑基本兑现

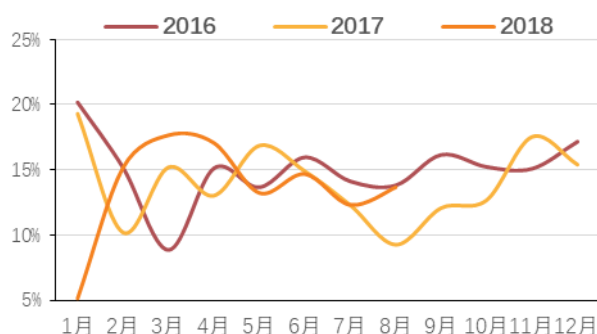
2017 年旺季民航供给增速低基数，2018 年旺季 ASK 同比增速仍较快，但环比增速明显放缓，同时准点率大幅提高，客座率保持高位，票价明显改善，基本印证了我们暑运前提出的“2018 年旺季行业实际运营实现的 ASK、RPK 同比增速未必出现大幅下降，但并不影响供给侧逻辑及价格提升”的判断。

图 7：2016-2018 逐月 ASK 增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016-2018 逐月 RPK 增速

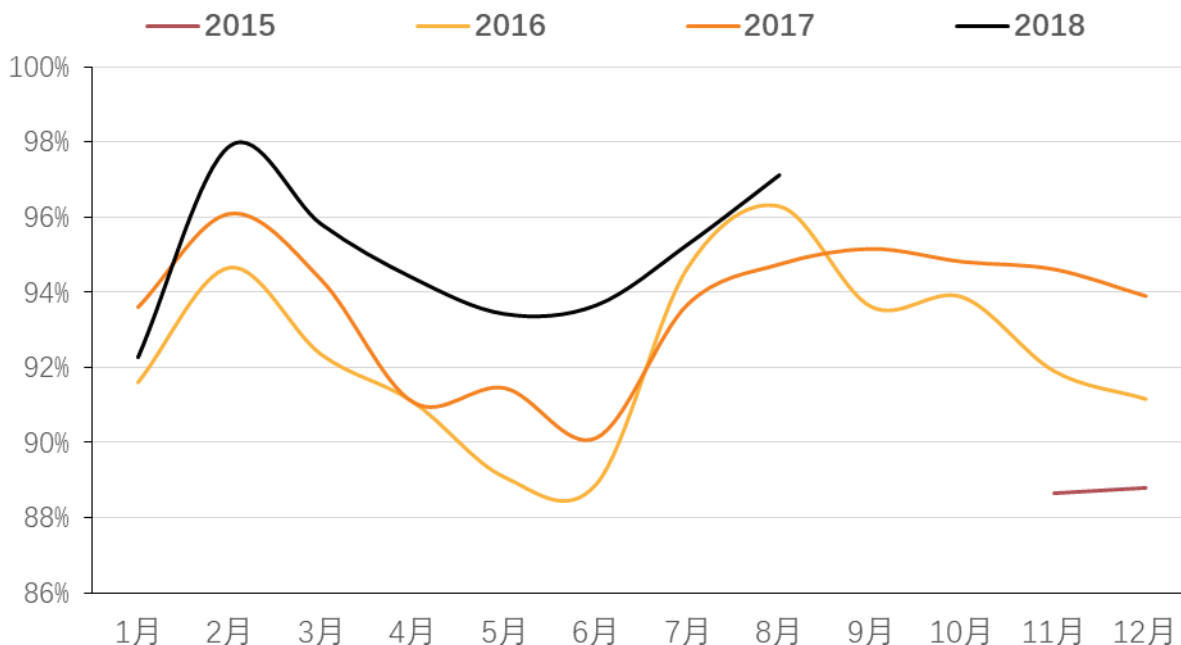


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 静待冬春时刻表公布，淡季价格同样有望明显复苏

金秋已至，冬春换季即将到来。民航局明确坚持控总量调结构，主辅协调机场时刻增量控制在 3%以内，非协调机场时刻增量最大不超过 30%，或每小时不超过 4 个起降时刻增量，各地区机场时刻增量原则上控制在 5%以内，时刻总量仍相对紧张。不过因本次时刻配置政策提出对部分准点率表现优秀机场、时刻容量调增机场给予额外最多 2%的额外时刻增量，并开展夜间国内航班试点，或对时刻增速造成一定扰动，因此仍需静待时刻表具体数据。我们认为在总量控制大方向不改、吞吐量排名靠前的机场执行率基本触及极限的背景下，冬春季民航供给增速将逐步放缓，淡季价格同样有望明显复苏。

图 9：2015-2018 十五大机场逐月时刻执行率

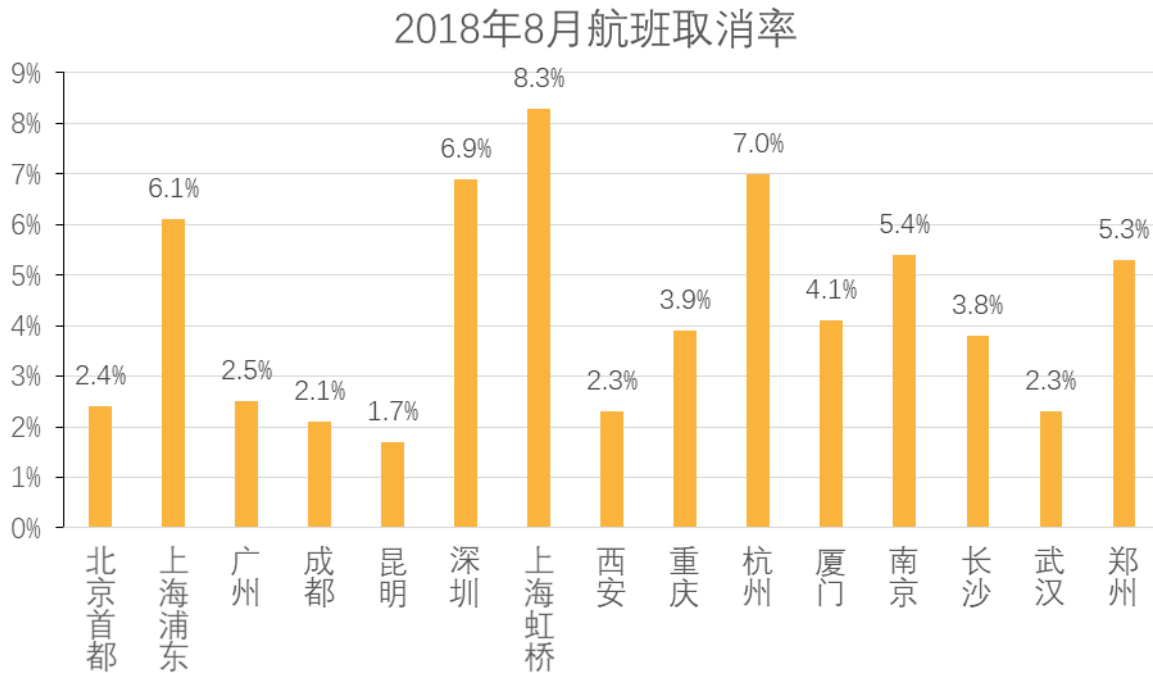


资料来源：Wind，Pre-flight，天风证券研究所

注：十五大机场包括首都、浦东、广州、成都、昆明、深圳、虹桥、西安、重庆、杭州、厦门、南京、长沙、武汉、郑州

执行率未考虑表外时刻，可能与实际情况略少许差异

图 10：无法避免因天气等原因造成的取消，因此我们认为时刻执行率基本已经达到极限



资料来源：民航数据控公众号，OAG，天风证券研究所

3. 投资建议

民航供给受政策管制难以快速放量，需求仍保持平稳健康增长，暑运旺季逻辑基本兑现。在时刻收紧及票价改革持续深入的刺激下，冬春航季价格有望持续改善，继续推荐三大航，关注春秋、吉祥。

4. 风险提示

宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com