

航空运输

证券研究报告
2018年10月21日

再迎冬春航季，时刻释放仍紧张，持续看好行业前景

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

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

事件

民用航空预先飞行计划管理系统公布 2018 年冬春航季时刻表。我们测算，2018 年冬春航季，全民航周计划安排班次 109725 个，同比增长 6.77%，其中国内航班 86051 个，同比增长 6.82%，国际航班 11386 个，同比增长 10.51%，港澳台航班 1680 个，同比增长 4.09%，外航航班 10608 个，同比增长 3.01%。

时刻释放边际有所放松，但整体仍较紧张

2018 年夏秋季时刻总量增速同比仅为 5.7%，而换季前民航局已明确时刻释放思路，即严控一线机场时刻容量，对部分准点率表现较好机场给予一定时刻奖励，时刻增量控制力度稍有边际放松，且冬春季航班相比夏秋季安排并不算密集，同时天气更有利于航班安全飞行，因此换季后 6.8% 的时刻同比增速相比过去仍较紧张。

核心机场仍全面受限，价格有望持续改善

通过对新时刻表进行分拆，我们发现一线机场时刻增量仍被严格管制，更甚于夏秋季，前十大机场时刻增量仅增长 2.2%，增速环比下降 0.5pct；二线机场同样管控严格，但相比夏秋季稍有放松，三线则仍略有放量。核心机场时刻增长全面受限，同时执行率全面趋于饱和，一线机场供给收缩概率极大，我们继续看好一线市场提价拉动全局。

未来新增时刻释放整体可控，供给难快速放量

近期“沪哈空中大通道”的一期优化完成，且随着北京新机场的投产渐行渐近，部分投资人担忧供给增速紧张是否可以持续。我们认为我国民航供给瓶颈核心来自于空域资源紧张及为严格保障安全而牺牲部分效率。民航不能不发展，相关供给瓶颈确实当逐步优化，空域资源逐步释放亦是大势所趋，但毕竟在释放速度上仍相对缓慢。以沪哈大通道为例，其每日直接或间接影响航班约 260 班，仅占民航 2018 年冬春季日均航班总量的 1.66%，可贡献的增量则更加有限。

首都新机场方面，老机场年起降架次约为 60 万，当前周起降架次为 12181 架次，旅客吞吐量约为一个亿，而新机场计划至 2025 年吞吐量达到 7200 万，或约对应 8770 个架次，即便不考虑首都老机场减班，七年年化时刻增量也仅为 1253 个架次，对应行业时刻增量的 1.14%，影响基本可控。

投资建议

由于时刻严格管控，2018 年暑运民航供给增速明显放缓，供需改善逐步兑现，量价客座率三升。未来时刻增量可控，且随着执行率逐步打满，航司通过改造飞机提高座位数的空间逐步收窄，供给长期降速是大概率事件。一线机场时刻更为紧张，在票价改革的加持下票价涨幅应更显著，有望引领行业运价持续上行。股价方面，2018 年航空股投资的外部环境不佳，市场、油价、汇率三杀，但拉长长时间轴，当前航空股尤其是三大航的 PB 估值已处于历史底部区域，继续推荐三大航，关注春秋、吉祥。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

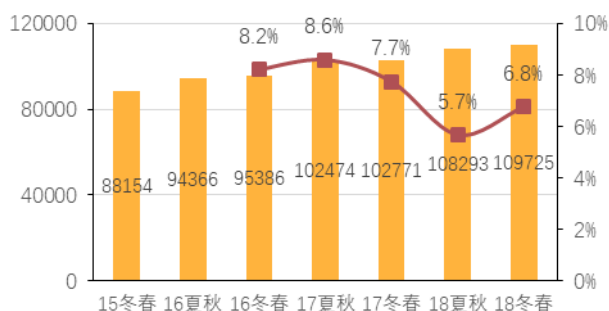
- 1 《航空运输-行业点评:供给降速显著，时刻收紧效果延续》2018-10-16
- 2 《航空运输-行业点评:春秋参与南航增发，期待合作持续深入》2018-09-27
- 3 《航空运输-行业点评:旺季逻辑基本兑现，客座率创历史新高》2018-09-15



1. 事件

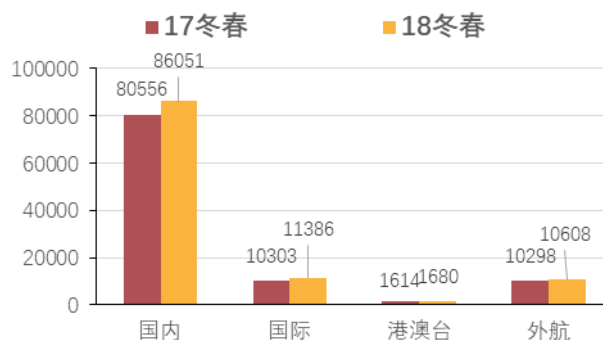
民用航空预先飞行计划管理系统公布 2018 年冬春航空时刻表。我们测算，2018 年冬春航空，全民航周计划安排班次 109725 个，同比增长 6.77%，其中国内航班 86051 个，同比增长 6.82%，国际航班 11386 个，同比增长 10.51%，港澳台航班 1680 个，同比增长 4.09%，外航航班 10608 个，同比增长 3.01%。

图 1：2018 夏秋航空计划周航班总量（个）同比增速仍较低



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 2：分项时刻总量（个）变化



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 时刻释放仍较紧张，核心机场仍全面受限

2018 年夏秋季时刻总量增速同比仅为 5.7%，而换季前民航局已明确时刻释放思路，即严控一线机场时刻容量，对部分准点率表现较好机场给予一定时刻奖励，时刻增量控制力度稍有边际放松，且冬春季航班相比夏秋季安排并不算密集，同时天气更有利于航班安全飞行，因此换季后 6.8% 的时刻同比增速相比过去仍较紧张。

通过对新时刻表进行分拆，我们发现一线机场时刻增量仍被严格管制，更甚于夏秋季，前十大机场时刻总量为 78343 个，同比仅增长 2.2%，增速环比下降 0.5pct；二线机场同样管控严格，但相比夏秋季稍有放松，其中十一至二十大机场增速为 4.0%，增速环比提高 1.6pct，二十一至三十大机场增速为 5.1%，增速环比提高 0.4pct；三线四线机场则仍略有放量，三十到五十名机场增速为 13.8%、五十一-一百名机场增速为 19%，其他机场增速为 20.9%。

表 1: 前二十大机场周时刻总量 (个) 及增速表

机场	2017 年 吞吐量	离港	到港	18 冬春 合计	离港	到港	17 冬春 合计	离港 YOU	到港 YOY	18 冬春 YOY
北京/首都	95,786,296	6085	6096	12181	6114	6124	12238	-0.5%	-0.5%	-0.5%
上海/浦东	70,001,237	5293	5332	10625	5336	5363	10699	-0.8%	-0.6%	-0.7%
广州/白云	65,806,977	4765	4768	9533	4672	4683	9355	2.0%	1.8%	1.9%
成都/双流	49,801,693	3548	3551	7099	3358	3360	6718	5.7%	5.7%	5.7%
深圳/宝安	45,610,651	3672	3668	7340	3574	3577	7151	2.7%	2.5%	2.6%
昆明/长水	44,727,691	3671	3671	7342	3666	3662	7328	0.1%	0.2%	0.2%
上海/虹桥	41,884,059	2597	2597	5194	2592	2592	5184	0.2%	0.2%	0.2%
西安/咸阳	41,857,229	3385	3384	6769	3198	3199	6397	5.8%	5.8%	5.8%
重庆/江北	38,715,210	3139	3138	6277	2882	2880	5762	8.9%	9.0%	8.9%
杭州/萧山	35,570,411	2991	2992	5983	2906	2915	5821	2.9%	2.6%	2.8%
南京/禄口	25,822,936	2427	2425	4852	2294	2302	4596	5.8%	5.3%	5.6%
厦门/高崎	24,485,239	1990	1992	3982	1912	1927	3839	4.1%	3.4%	3.7%
郑州/新郑	24,299,073	2252	2252	4504	2147	2146	4293	4.9%	4.9%	4.9%
长沙/黄花	23,764,820	1852	1853	3705	1820	1816	3636	1.8%	2.0%	1.9%
青岛/流亭	23,210,530	1844	1844	3688	1733	1733	3466	6.4%	6.4%	6.4%
武汉/天河	23,129,400	1951	1957	3908	1849	1859	3708	5.5%	5.3%	5.4%
海口/美兰	22,584,815	1807	1807	3614	1714	1713	3427	5.4%	5.5%	5.5%
乌鲁木齐/地窝堡	21,500,901	1716	1713	3429	1656	1656	3312	3.6%	3.4%	3.5%
天津/滨海	21,005,001	1869	1867	3736	1859	1863	3722	0.5%	0.2%	0.4%
三亚/凤凰	19,389,936	1298	1298	2596	1277	1277	2554	1.6%	1.6%	1.6%

资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

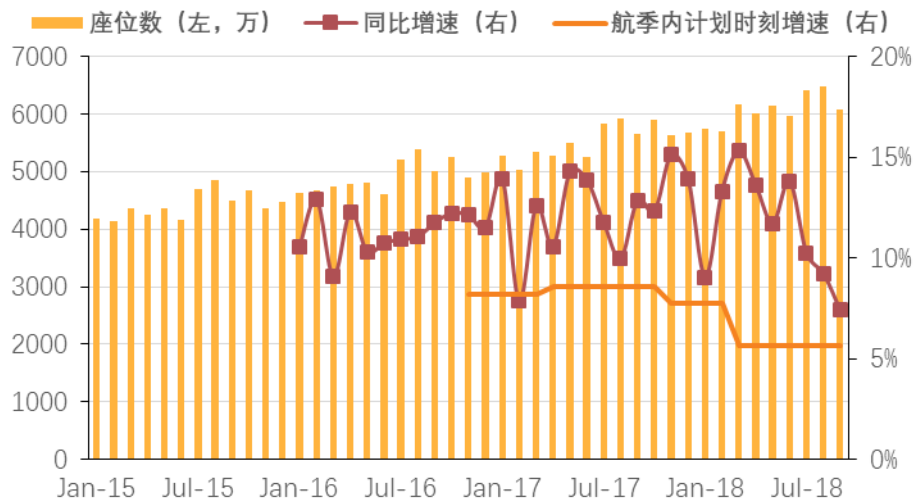
表 2: 分机场类别时刻总量 (个) 及增速

总量	2018 冬春合计	2018 夏秋合计	2017 冬春合计	2017 夏秋合计	2016 冬春合计	2016 夏秋合计	2015 冬春合计
前十大机场	78,343	77,855	76,653	75,790	74,477	72,592	71,248
十一至二十	38,014	37,544	36,553	36,660	34,762	35,002	32,685
二十至三十	26,090	25,829	24,818	24,668	22,327	22,430	19,892
三十至五十	27,917	28,234	24,537	25,034	21,164	22,050	18,794
五十至一百	16,108	14,896	13,540	12,895	11,256	11,071	9,065
一百名以后	10,264	10,000	8,487	8,196	7,255	6,815	6,100
同比	2018 冬春合计	2018 夏秋合计	2017 冬春合计	2017 夏秋合计	2016 冬春合计	2016 夏秋合计	2015 冬春合计
前十大机场	2.2%	2.7%	2.9%	4.4%	4.5%		
十一至二十	4.0%	2.4%	5.2%	4.7%	6.4%		
二十至三十	5.1%	4.7%	11.2%	10.0%	12.2%		
三十至五十	13.8%	12.8%	15.9%	13.5%	12.6%		
五十至一百	19.0%	15.5%	20.3%	16.5%	24.2%		
一百名以后	20.9%	22.0%	17.0%	20.3%	18.9%		

资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

最近几个航季民航计划时刻量持续收紧，但体现到供给上，民航测算座位数量（客运量/客座率）增速前期并未出现显著下降，尤其以 2017 年 11 月为著，彼时换季后时刻增量为 7.7%，但单月座位数增速高达 15.2%，此后供给增速连续几个月维持高位。我们认为前期座位数增速大幅高于计划时刻量的核心原因为准点率大幅提高，取消航班量显著减少及航空公司在时刻收紧的背景下为提高飞机利用率而提高时刻执行率造成实际起飞班次增速明显高于计划航班量。

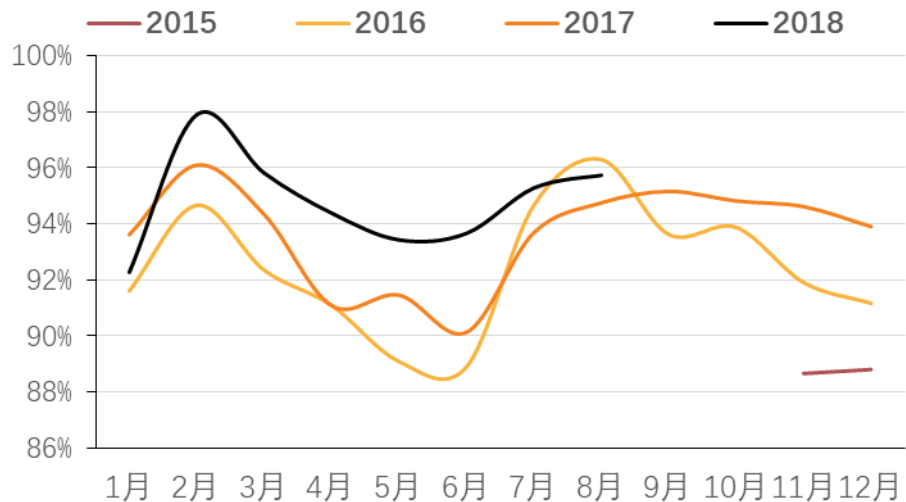
图 3：民航测算座位数量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为对于航空业而言，如无政策限制，即便时刻紧张，航空公司作为单一市场参与者在盈利尚可的当下仍很难自发降低运力投放，因此超额供给就好比海绵里的水，挤一挤依然会有，但目前核心机场时刻增长全面受限，同时准点率已有明显改善，执行率全面趋于饱和，超额供给的边际创造能力将逐步减弱，一线机场供给收缩概率极大，我们判断一线市场供需仍将持续向好。此外，票价改革的大方向已定，后续运价上限提升将循序渐进，因此我们认为民航核心市场全面提价仍是趋势，同时考虑到其占行业总量的份额近五成，我们相信在一线市场的强势提振下，我国民航运价仍将持续上行。

图 4：前十五大机场执行率测算



资料来源：Wind，公司公告，Pre-flight，天风证券研究所

2.2. 分航空公司——大航增速稳健，小航稍快

分航空公司来看，大航时刻增速相对稳健，其中国航、南航、东航分别同比增长 5.3%、6.7%、5.5%；海航则有所降速，计划时刻总量增速为 5.4%，增速同比下降 6.6pct；春秋吉祥则稍快，同比分别增加 10.5%、12.5%。

表 3：各主要航空公司计划周时刻总量表（个）

时刻总量	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	16163	15948	15344	15184	14447	14842	14067
南航	21981	22001	20608	21061	19891	20728	19527
东航	19424	18953	18411	18302	17803	17622	16893
海航	13086	13246	12416	12761	11084	10502	9609
川航	4335	4140	3889	3900	3754	3542	3514
山航	4388	4422	3978	4472	3784	3915	3350
春秋	2512	2520	2274	2258	2086	1912	1872
吉祥	3091	2924	2747	2440	2246	2000	1903
华夏	1964	2001	1704	1468	1492	1332	1118
YOY	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	5.3%	5.0%	6.2%	2.3%	2.7%		
南航	6.7%	4.5%	3.6%	1.6%	1.9%		
东航	5.5%	3.6%	3.4%	3.9%	5.4%		
海航	5.4%	3.8%	12.0%	21.5%	15.4%		
川航	11.5%	6.2%	3.6%	10.1%	6.8%		
山航	10.3%	-1.1%	5.1%	14.2%	13.0%		
春秋	10.5%	11.6%	9.0%	18.1%	11.4%		
吉祥	12.5%	19.8%	22.3%	22.0%	18.0%		
华夏	15.3%	36.3%	14.2%	10.2%	33.5%		

资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

注：统计口径为集团合并报表口径，含货机

分市场来看，各公司国内线计划班次增投相对稳定，与总量增速差异不大；国际线方面则呈现一定差异，其中国航、南航有所提速，海航、春秋相对稳定，东航、吉祥有所降速；港澳台方面，除山航外，各公司计划班次投放同比仅微增。

表 4: 各主要航空公司国内线周计划时刻表 (个)

国内线	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	13525	13314	12877	12590	11874	12298	11566
南航	18654	18736	17594	18013	17045	17761	16507
东航	16054	15571	15006	14957	14521	14330	13619
海航	12089	12135	11545	11749	10350	9770	8871
川航	3897	3772	3579	3614	3460	3290	3314
山航	4010	4118	3688	4152	3424	3609	3054
春秋	1790	1786	1568	1590	1406	1318	1304
吉祥	2695	2543	2373	2080	1908	1700	1603
华夏	1952	1969	1696	1460	1492	1332	1118
YOY	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	5.0%	5.8%	8.4%	2.4%	2.7%		
南航	6.0%	4.0%	3.2%	1.4%	3.3%		
东航	7.0%	4.1%	3.3%	4.4%	6.6%		
海航	4.7%	3.3%	11.5%	20.3%	16.7%		
川航	8.9%	4.4%	3.4%	9.8%	4.4%		
山航	8.7%	-0.8%	7.7%	15.0%	12.1%		
春秋	14.2%	12.3%	11.5%	20.6%	7.8%		
吉祥	13.6%	22.3%	24.4%	22.4%	19.0%		
华夏	15.1%	34.9%	13.7%	9.6%	33.5%		

资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

表 5: 各主要航空公司国际线周计划时刻表 (个)

国际线	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	2252	2240	2087	2190	2193	2110	2047
南航	2947	2867	2650	2668	2468	2523	2576
东航	2862	2866	2913	2853	2800	2738	2728
海航	895	1021	771	922	660	596	625
川航	400	330	272	252	260	214	166
山航	332	268	258	288	324	268	258
春秋	622	648	614	596	608	508	496
吉祥	352	341	330	322	294	258	256
华夏	12	32	8	8	0	0	0
YOY	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	7.9%	2.3%	-4.8%	3.8%	7.1%		
南航	11.2%	7.5%	7.4%	5.7%	-4.2%		
东航	-1.8%	0.5%	4.0%	4.2%	2.6%		
海航	16.1%	10.7%	16.8%	54.7%	5.6%		
川航	47.1%	31.0%	4.6%	17.8%	56.6%		
山航	28.7%	-6.9%	-20.4%	7.5%	25.6%		
春秋	1.3%	8.7%	1.0%	17.3%	22.6%		
吉祥	6.7%	5.9%	12.2%	24.8%	14.8%		
华夏	50.0%	300.0%					

资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

表 6：各主要航空公司地区线周计划时刻表（个）

地区线	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	386	394	380	404	380	434	454
南航	380	398	364	380	378	444	444
东航	508	516	492	492	482	554	546
海航	102	90	100	90	74	136	113
川航	38	38	38	34	34	38	34
山航	46	36	32	32	36	38	38
春秋	100	86	92	72	72	86	72
吉祥	44	40	44	38	44	42	44
华夏	0	0	0	0	0	0	0
YOY	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	1.6%	-2.5%	0.0%	-6.9%	-16.3%		
南航	4.4%	4.7%	-3.7%	-14.4%	-14.9%		
东航	3.3%	4.9%	2.1%	-11.2%	-11.7%		
海航	2.0%	0.0%	35.1%	-33.8%	-34.5%		
川航	0.0%	11.8%	11.8%	-10.5%	0.0%		
山航	43.8%	12.5%	-11.1%	-15.8%	-5.3%		
春秋	8.7%	19.4%	27.8%	-16.3%	0.0%		
吉祥	0.0%	5.3%	0.0%	-9.5%	0.0%		
华夏							

资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

2.3. 供给紧张仍是大趋势，新机场的影响边际可控

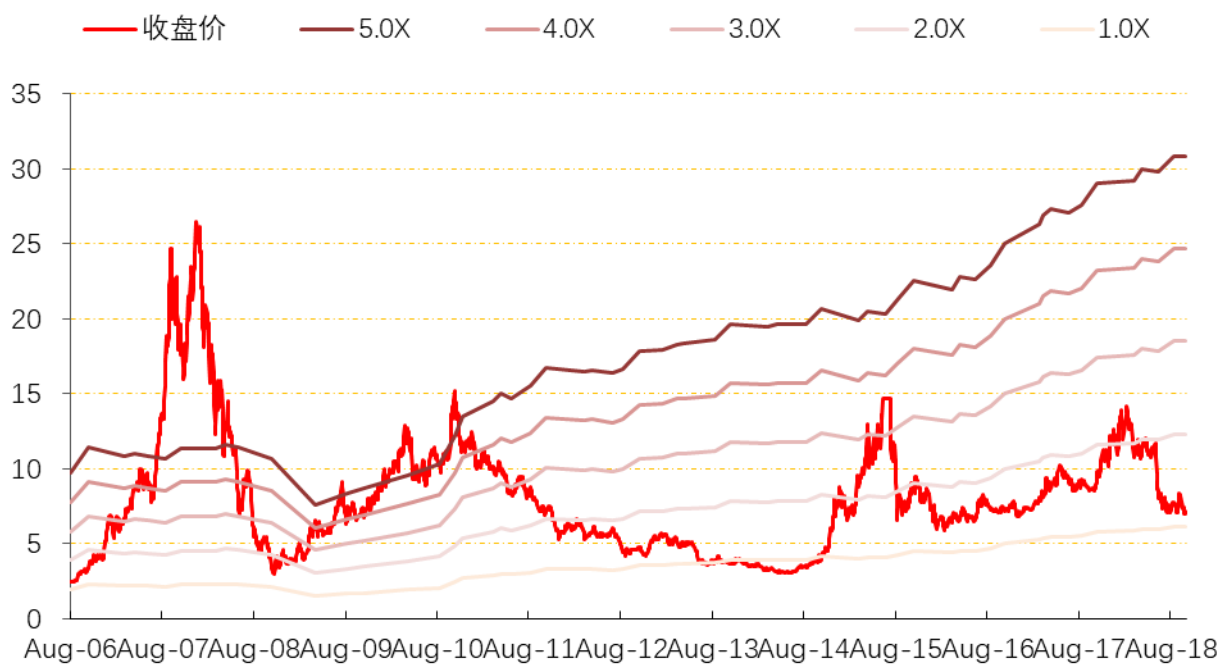
近期“沪哈空中大通道”的一期优化完成，且随着北京新机场的投产渐行渐近，部分投资人担忧供给增速紧张是否可以持续。我们认为我国民航供给瓶颈核心来自于空域资源紧张及为严格保障安全而牺牲部分效率。民航不能不发展，相关供给瓶颈确实当逐步优化，空域资源逐步释放亦是大势所趋，但毕竟在释放速度上仍相对缓慢。以沪哈大通道为例，其每日直接或间接影响航班约 260 班，仅占民航 2018 年冬春季日均航班总量的 1.66%，可贡献的增量则更加有限。

首都新机场方面，老机场年起降架次约为 60 万，当前周起降架次为 12181 架次，旅客吞吐量约为一个亿，而新机场计划至 2025 年吞吐量达到 7200 万，或约对应 8770 个架次，即便不考虑首都老机场减班，七年年化时刻增量也仅为 1253 个架次，对应行业时刻增量的 1.14%，影响基本可控。

3. 投资建议

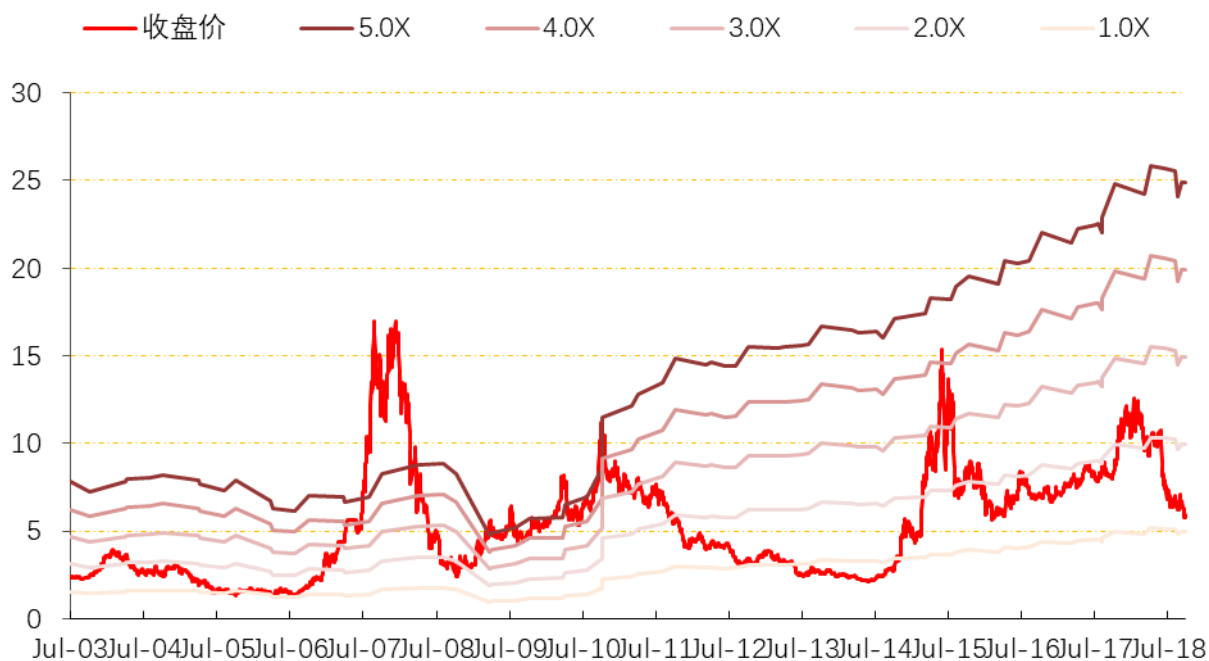
由于时刻严格管控，2018 年暑运旺季民航供给增速明显放缓，供需改善逐步兑现，量价客座率三升。未来时刻增量可控，且随着执行率逐步打满，航空公司通过改造飞机提高座位数的空间逐步收窄，供给长期降速是大概率事件。一线机场时刻更为紧张，在票价改革的加持下票价涨幅应更显著，有望引领行业运价持续上行。股价方面，2018 年航空股投资的外部环境不佳，市场、油价、汇率三杀，但拉长时间轴，当前航空股尤其是三大航的 PB 估值已处于历史底部区域，继续推荐三大航，关注春秋、吉祥。

图 5: 中国国航 PB-Band



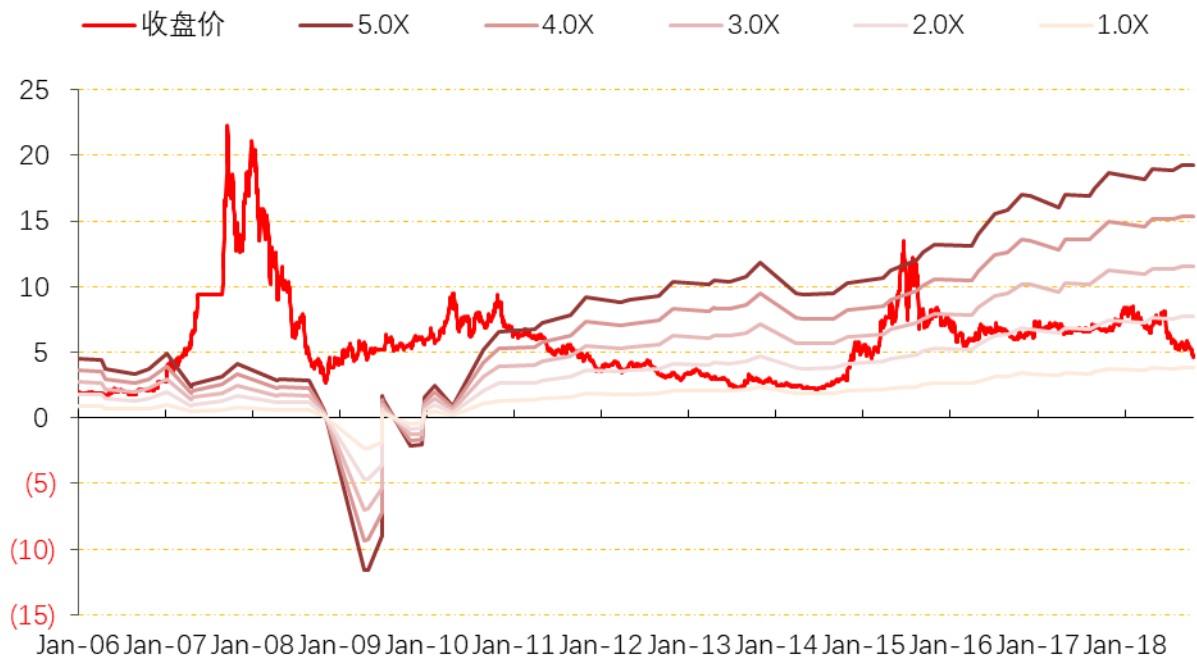
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 南方航空 PB-Band



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 东方航空 PB-Band



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 风险提示

宏观经济下滑, 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