

航空运输

证券研究报告
2018年12月18日

高基数扰动增速放缓，供给收紧票价改革积攒弹性

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 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 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《航空运输-行业点评:客座率略有提升, 油价大跌利好业绩表现》 2018-11-18
- 《航空运输-行业点评:再迎冬春航季, 时刻释放仍紧张, 持续看好行业前景》 2018-10-21
- 《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

各航司十一月运营数据公布

各上市航司公布 11 月运营数据, 我们根据各公司数据测算, 2018 年 11 月全民航 ASK 同比增速为 11.1%, RPK 增速 9.2%, 旅客运输量增速为 7.7%, 客座率 80.6%, 同比下降 1.4pct。

去年同期公商务出行频繁, 高基数扰动明显

2017 年 10 月十九大胜利召开, 高端公商务人群需求于 11 月释放, 叠加准点率恢复促进旅客大幅回流, 全民航 RPK 增速高达 17.5%, 旅客量增速高达 17%, 淡季客座率高达 82.5%, 同比提高 1.3pct, 高基数扰动明显, 在很大程度上导致 2018 年 11 月民航各项指标偏弱。2017 年高客座率延续至 12 月, 12 月客座率同比升幅仍达 1.1pct, 因此我们预计 2018 年 12 月民航数据仍将在一定程度上受到基数效应影响。

各航司国内线客座率均有下滑, 国际线表现相对优异

各航司 11 月国内线客座率均有所下滑, 但去年同期三大航(国南东)国内线客座率同比分别提升 1.2pct、3.6pct、2.5pct, 高基数效应同样显著; 国际线方面, 各航司表现则相对优异, 其中春秋客座率升幅最大, 达到 3.8pct, 东航、国航国际线客座率也分别录得 2.5pct、1.0pct 的上涨。

剔除航距影响后供给增速明显降低, 票价改革突破利于运价向好

11 月民航国际线增速仍整体快于国内线, 航距仍然有所拉长, 而剔除航距影响后, 我们测算 11 月民航座位投放数同比增速为 9.6%, 低于全年平均水平, 已基本与严控加班的旺季相当。我们认为未来随着时刻总量中期调控, 执行率提升空间收窄, 供给增速仍有望保持较低水平。近期国航、东航已于京沪线再度提价, 全价机票提高至 1490 元, 我们不否认短期需求并不强势, 但未来一旦需求转暖, 票价改革将为核心干线市场带来更强的价格弹性, 利于价格迅速向好。

油价大幅走低, 成本压力显著减轻

近两月国际油价已从 10 月高点 86.74 美元/桶重挫 30%, 跌至 60 美元/桶一线, 将大幅缓解航空公司于 2018 年面临的航油成本压力, 利于业绩改善, 此外, 人民币对美元汇率近期也稳于 6.9 一带, 汇率贬值压力暂缓, 同样利于业绩修复。

投资建议

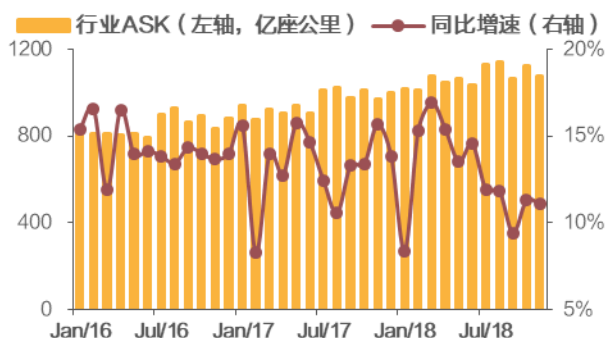
我们认为未来随着航空公司在计划时刻量整体偏紧的基础上超额创造供给的能力边际收窄, 需求持续增长, 运价改革不断突破, 票价水平终将回归正轨, 且当前各航司 PB 估值仍处于历史底部区间, 继续推荐三大航, 关注春秋、吉祥。

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

1. 各航司十一月运营数据公布

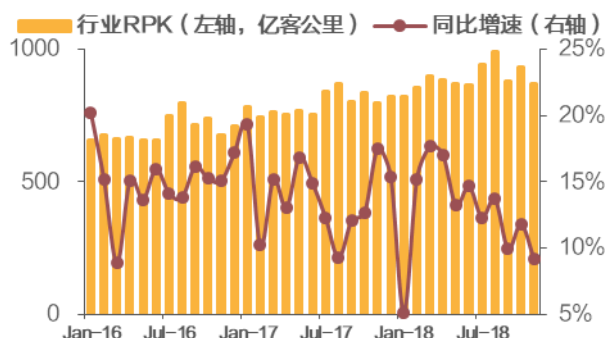
各上市航司公布 11 月运营数据，我们根据各公司数据测算，2018 年 11 月全民航 ASK 同比增速为 11.1%，RPK 增速 9.2%，旅客运输量增速为 7.7%，客座率 80.6%，同比下降 1.4pct。

图 1：民航 ASK 及同比增速



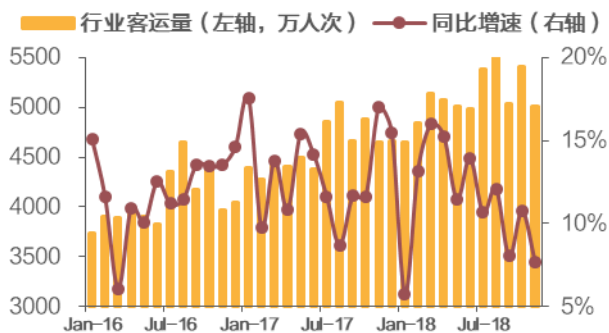
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：民航 RPK 及同比增速



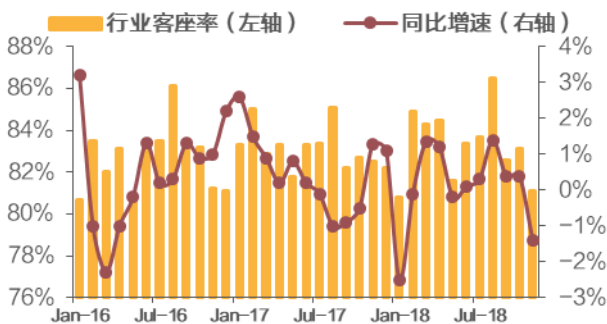
资料来源：公司公告，天风证券研究所

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



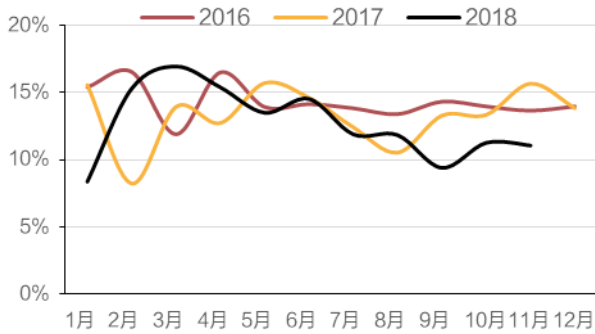
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 去年同期公商务出行频繁，高基数扰动明显

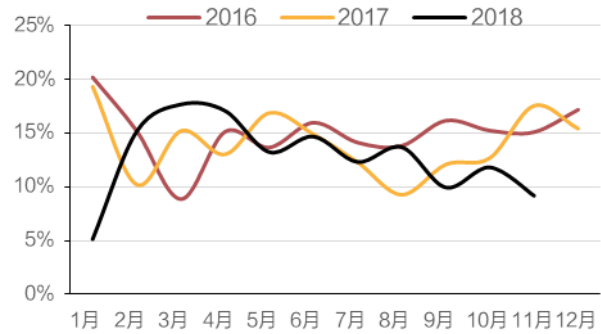
2017 年 10 月十九大胜利召开，高端公商务人群需求于 11 月释放，叠加准点率恢复促进旅客大幅回流，全民航 RPK 增速高达 17.5%，旅客量增速高达 17%，淡季客座率高达 82.5%，同比提高 1.3pct，高基数扰动明显，在很大程度上导致 2018 年 11 月民航各项指标偏弱。2017 年高客座率延续至 12 月，12 月客座率同比升幅仍达 1.1pct，因此我们预计 2018 年 12 月民航数据仍将在一定程度上受到基数效应影响。

图 5：2016-2018 逐月 ASK 增速



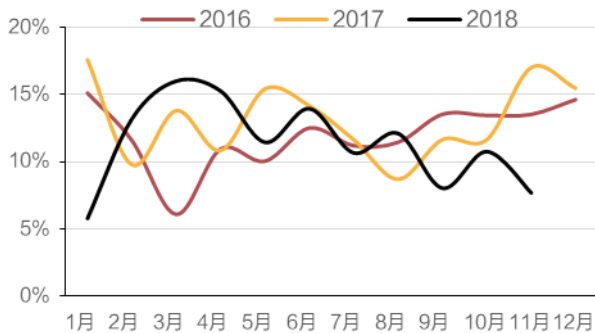
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2016-2018 逐月 RPK 增速



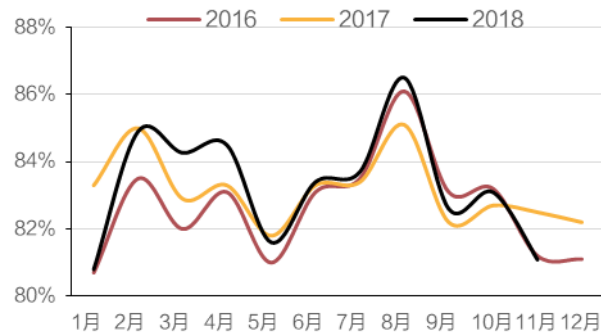
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2016-2018 逐月客运量增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2016-2018 逐月客座率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 各航司国内线客座率均有下滑，国际线表现相对优异

各航司 11 月国内线客座率均有所下滑，但去年同期三大航（国南东）国内线客座率同比分别提升 1.2pct、3.6pct、2.5pct，高基数效应同样显著；国际线方面，各航司表现则相对优异，其中春秋客座率升幅最大，达到 3.8pct，东航、国航国际线客座率也分别录得 2.5pct、1.0pct 的上涨。

表 1：11 月各公司总体增速表现

11 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	7.3%	12.2%	9.4%	13.9%	13.5%	8.2%
RPK 增速	5.0%	9.8%	8.8%	10.7%	14.0%	7.9%
旅客运输量增速	4.0%	7.4%	7.1%	7.6%	11.8%	12.0%
客座率	79.6%	80.6%	79.9%	81.0%	87.0%	84.8%
客座率变动	-1.8%	-1.8%	-0.5%	-2.3%	0.4%	-0.3%
1-11 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	10.6%	12.2%	7.9%	17.2%	16.6%	10.3%
RPK 增速	10.0%	12.6%	9.7%	15.3%	14.4%	9.6%
旅客运输量增速	8.2%	11.1%	9.4%	12.2%	13.6%	13.0%
客座率	80.8%	82.6%	82.5%	84.8%	89.0%	86.4%
客座率变动	-0.4%	0.3%	1.3%	-1.4%	-1.8%	-0.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：11 月各公司国内线增速表现

11 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	4.7%	11.3%	10.4%	12.4%	14.4%	8.8%
RPK 增速	1.8%	8.0%	7.5%	9.7%	12.4%	8.4%
旅客运输量增速	2.4%	6.5%	6.6%	7.4%	8.9%	11.2%
客座率	81.2%	80.7%	81.0%	85.4%	89.2%	85.1%
客座率变动	-2.3%	-2.5%	-2.2%	-2.2%	-1.6%	-0.3%
1-11 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	8.2%	11.4%	8.6%	14.8%	14.9%	12.2%
RPK 增速	7.7%	11.9%	9.7%	13.4%	13.4%	11.3%
旅客运输量增速	7.0%	10.4%	9.3%	12.0%	12.9%	14.1%
客座率	82.8%	83.0%	84.0%	88.6%	91.6%	87.0%
客座率变动	-0.4%	0.4%	0.8%	-1.0%	-1.2%	-0.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：11 月各公司国际线增速表现

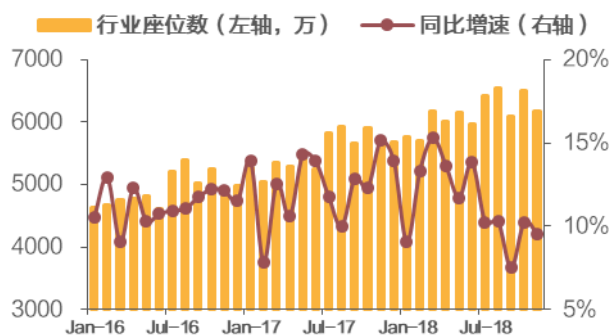
11 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	11.6%	14.4%	7.9%	19.4%	9.4%	1.5%
RPK 增速	10.5%	14.3%	11.5%	15.8%	12.4%	1.8%
旅客运输量增速	13.8%	13.4%	9.9%	10.5%	17.9%	20.7%
客座率	77.0%	80.4%	77.5%	66.4%	81.8%	85.1%
客座率变动	1.0%	0.0%	2.5%	-2.1%	3.8%	-0.3%
1-11 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	14.7%	13.9%	6.7%	25.5%	20.1%	-1.7%
RPK 增速	13.8%	14.2%	9.4%	22.7%	13.4%	-2.4%
旅客运输量增速	14.3%	16.5%	9.6%	15.5%	15.5%	3.3%
客座率	77.7%	81.8%	79.7%	73.6%	83.7%	87.0%
客座率变动	-0.6%	0.2%	2.0%	-1.7%	-2.9%	-0.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 剔除航距影响后供给增速明显降低，票价改革突破利于运价向好

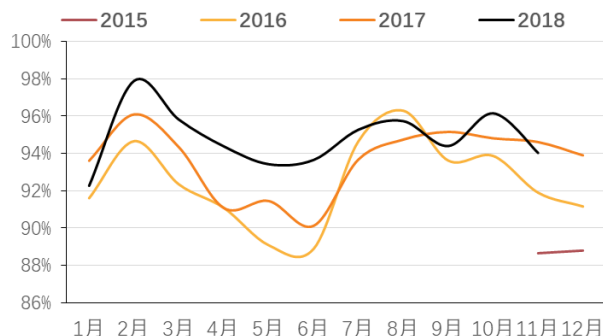
11 月民航国际线增速仍整体快于国内线，航距仍然有所拉长，而剔除航距影响后，我们测算 11 月民航座位投放数同比增速为 9.6%，低于全年平均水平，已基本与严控加班的旺季相当。我们认为未来随着时刻总量中期调控，执行率提升空间收窄，供给增速仍有望保持较低水平。近期国航、东航已于京沪线再度提价，全价机票提高至 1490 元，我们不否认短期需求并不强势，但未来一旦需求转暖，票价改革将为核心干线市场带来更强的价格弹性，利于价格迅速向好。

图 9：民航座位数及增速测算



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：前十五大机场平均时刻执行率测算



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 11：京沪线再度提价（前序经济舱全价票价格分别为 1240 元、1360 元）

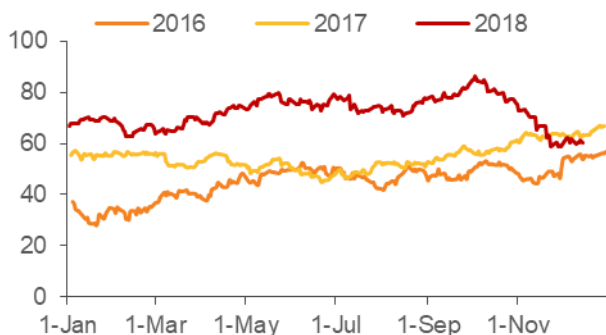
	10:30 首都国际机场T3	→	12:35 虹桥国际机场T2	准点率 100%	¥1490 起 经济舱全价	订票
	10:30 首都国际机场T3	→	12:35 虹桥国际机场T2	准点率 100%	¥1490 起 经济舱全价	订票
	11:30 首都国际机场T3	→	13:35 虹桥国际机场T2	准点率 93%	¥1490 起 经济舱全价	订票
	11:30 首都国际机场T3	→	13:35 虹桥国际机场T2	准点率 93%	¥1490 起 经济舱全价	订票

资料来源：携程网，天风证券研究所

2.4. 油价大幅走低，成本压力显著减轻

近两月国际油价已从 10 月高点 86.74 美元/桶重挫 30%，跌至 60 美元/桶一线，将大幅缓解航空公司于 2018 年面临的航油成本压力，利于业绩改善，此外，人民币对美元汇率近期也稳于 6.9 一带，汇率贬值压力暂缓，同样利于业绩修复。

图 12：布油价格走势（美元/桶）



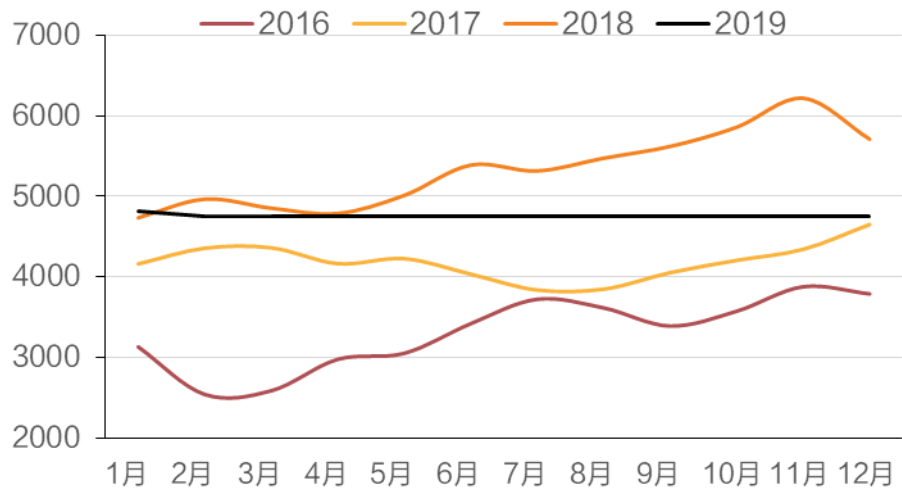
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：当期油价汇率下测算航空公司航油采购成本（元/吨）

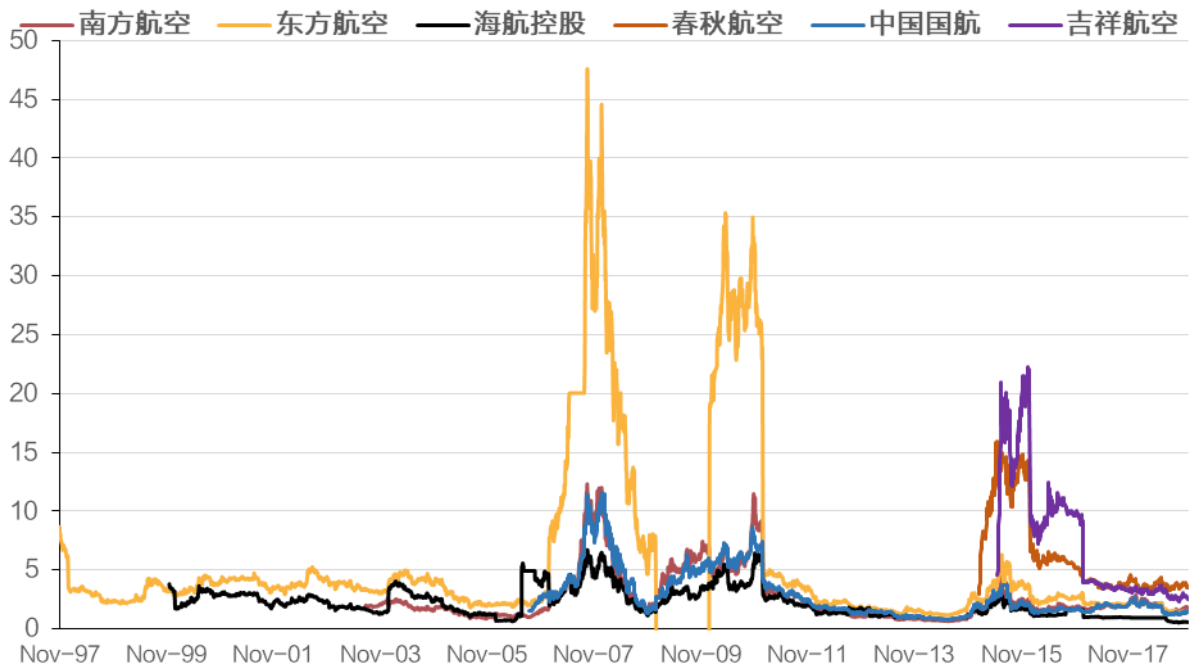


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议

我们认为未来随着航空公司在计划时刻量整体偏紧的基础上超额创造供给的能力边际收窄，需求持续增长，运价改革不断突破，票价水平终将回归正轨，且当前各航司 PB 估值仍处于历史底部区间，继续推荐三大航，关注春秋、吉祥。

图 15：各公司历史 PB



资料来源：Wind，天风证券研究所

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