

# 航空运输

 证券研究报告  
 2019年05月16日

## 多因素导致4月增速放缓，持续看好暑运旺季预期

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

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-行业专题研究:从一致预期中寻找预期差,继续推荐三大航》2019-04-22
- 《航空运输-行业点评:错期及停飞致增速下降,三大航Q1客座率历史新高》2019-04-17
- 《航空运输-行业点评:民航发展基金收取标准减半,航空股再迎重大利好》2019-04-03

### 四月民航旅客运输量增速明显放缓

各航司2019年4月运营数据发布,我们根据民航局新闻发布会及航空公司公布数据测算,4月我国民航ASK同比增长8.3%,RPK同比增速6.7%,旅客运输量同比增长4.7%,客座率83.3%,同比下降1.2pct;1-4月ASK累计同比增长10.3%,RPK累计同比增长10.1%,旅客运输量累计同比增长8.5%,客座率累计83.5%,同比下降0.1pct。

### 五大因素协同扰动,导致增速放缓

4月民航旅客运输量同比增速、客座率数据表现均差强人意,我们认为原因有以下几点。第一,宏观经济目前处于底部区域,民航公商务需求受经济周期波动影响较大,增速受到一定影响;第二,民航在一定程度上供给可以创造需求,B737MAX8停飞后全球范围内供给增速下降,我国航司也在一定程度上上调减航班量,4月民航起降架次仅增长5%,运力投放放缓带来需求增速下降;第三,五一假期延长导致清明节出行旅客出行受到抑制,错峰效应导致增速放缓;第四,去年4月民航旅客量同比增长15.3%,单月增速在2011年及其后非一季度月份中排名第四位,高基数压制数据表现;第五,首都机场跑道大修及保障一带一路峰会导致单月起降架次下降8.3%,旅客吞吐量下降5.9%,作为我国第一大机场,其数据异常压制整体市场表现。

### 枢纽机场仍供不应求,彰显需求韧性

即便是在各项经济数据相对较弱的4月,核心市场依旧供不应求,旅客吞吐量增速仍整体高于架次增速,其中北京首都、上海浦东、成都双流、深圳宝安机场旅客量增速分别高于架次增速2.6pct、0.6pct、0.9pct、1.9pct,依然说明民航核心市场需求存在相当的韧性。

### 各航司表现不一,因私需求坚挺

各航空表现仍然呈现差异化,其中三大航运力运量增速均放缓至个位数,客座率有所下降,国际表现优于国内;海航客座率暂无起色,同比下降3.5pct,吉祥航空业务量保持两位数增长,客座率有所降低。因私需求持续坚挺,春秋航空旅客周转量增速10%,客座率在国际线持续强势的拉动下同比提升1.9pct,国内线客座率也同比持平,优于其余各航司表现。

### 投资建议

旺季逐步临近,随着后续经济企稳复苏,叠加B737MAX停飞带来的供给缺口及价格改革,在旺季需求刚性的拉动下,我们认为运价向上弹性依旧,此外,民航局印发《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》,剔除降低和规范民用机场收费标准,通过下调进销差价降低航油销售价格,进一步为航司减负。结合我们的测算,预计二季度三大航扣汇业绩或小幅下降,三季度业绩或将同比大幅提升,继续推荐三大航,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

### 重点标的推荐

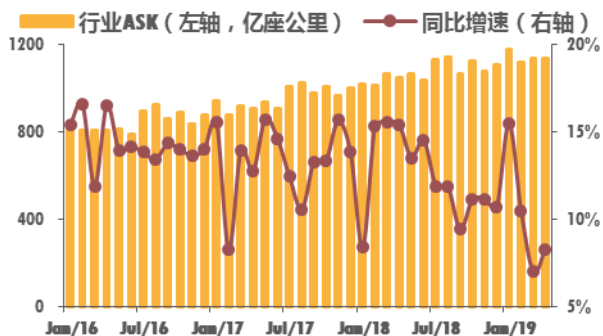
股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-15	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.86	买入	0.51	0.80	0.92	1.05	17.37	11.08	9.63	8.44
600029.SH	南方航空	7.33	买入	0.24	0.69	0.83	1.05	30.54	10.62	8.83	6.98
600115.SH	东方航空	6.19	买入	0.19	0.61	0.73	0.93	32.58	10.15	8.48	6.66

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

## 1. 四月民航旅客运输量增速明显放缓

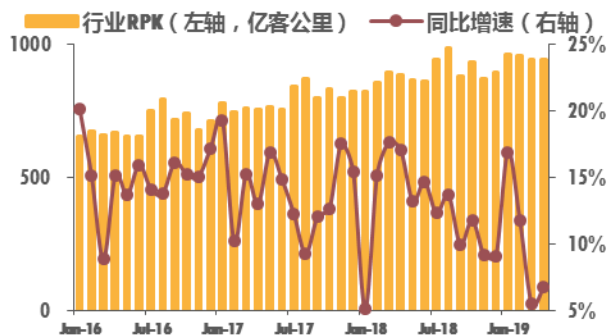
各航司 2019 年 4 月运营数据发布,我们根据民航局新闻发布会及航空公司公布数据测算,4 月我国民航 ASK 同比增长 8.3%, RPK 同比增速 6.7%, 旅客运输量同比增长 4.7%, 客座率 83.3%, 同比下降 1.2pct; 1-4 月 ASK 累计同比增长 10.3%, RPK 累计同比增长 10.1%, 旅客运输量累计同比增长 8.5%, 客座率累计 83.5%, 同比下降 0.1pct。

图 1: 民航 ASK 及同比增速



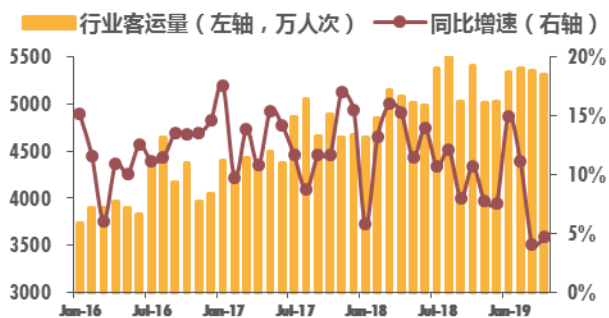
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 民航 RPK 及同比增速



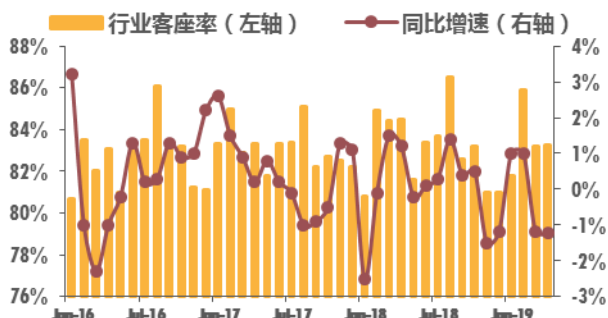
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

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. 五大因素协同扰动, 导致增速放缓

4 月民航旅客运输量同比增速、客座率数据表现均差强人意,我们认为原因有以下几点。第一, 宏观经济目前处于底部区域, 民航公商务需求受经济周期波动影响较大, 增速受到一定影响; 第二, 民航在一定程度上供给可以创造需求, B737MAX8 停飞后全球范围内供给增速下降, 我国航司也在一定程度上调减航班量, 4 月民航起降架次仅增长 5%, 运力投放放缓带来需求增速下降; 第三, 五一假期延长导致清明节出行旅客出行受到抑制, 错峰效应导致增速放缓; 第四, 去年 4 月民航旅客量同比增长 15.3%, 单月增速在 2011 年及其后非一季度月份中排名第四位, 高基数压制数据表现; 第五, 首都机场跑道大修及保障一带一路峰会导致单月起降架次下降 8.3%, 旅客吞吐量下降 5.9%, 作为我国第一大机场, 其数据异常压制整体市场表现。

## 2.2. 枢纽机场仍供不应求，彰显需求韧性

即便是在各项经济数据相对较弱的 4 月，核心市场依旧供不应求，旅客吞吐量增速仍整体高于架次增速，其中北京首都、上海浦东、成都双流、深圳宝安机场旅客量增速分别高于架次增速 2.6pct、0.6pct、0.9pct、1.9pct，依然说明民航核心市场需求存在相当的韧性。

表 1：各主要机场 4 月数据

4 月	起降架次 (万)	同比增速	旅客吞吐量 (万)	同比增速	吞吐量增速-架次增速
北京	4.64	-8.3%	799.5	-5.9%	2.4%
上海浦东	4.22	-0.4%	637.2	0.2%	0.6%
广州	3.90	0.8%	581.4	0.2%	-0.6%
成都	2.94	2.6%	445.3	3.5%	0.9%
深圳	2.91	0.0%	416.4	1.9%	1.9%
昆明	2.89	-3.1%	392.9	-0.8%	2.3%
西安	2.82	4.0%	382.6	4.0%	0.0%
重庆	2.53	5.1%	353.7	5.6%	0.5%
上海虹桥	2.19	-2.4%	377.6	0.2%	2.6%
杭州	2.32	-1.2%	326.4	-0.6%	0.6%
南京	1.91	4.4%	249.9	3.9%	-0.5%
郑州	1.71	2.0%	231.5	4.2%	2.2%
厦门	1.59	0.6%	224.9	1.3%	0.7%
海口	1.28	1.4%	185.0	-2.1%	-3.5%
武汉	1.62	9.4%	216.3	8.5%	-0.9%

资料来源：民航资源网，天风证券研究所

## 2.3. 各航司表现不一，因私需求坚挺

各航空表现仍然呈现差异化，其中三大航运力运量增速均放缓至个位数，客座率有所下降，国际表现优于国内；海航客座率暂无起色，同比下降 3.5pct，吉祥航空业务量保持两位数增长，客座率有所降低。因私需求持续坚挺，春秋航空旅客周转量增速 10%，客座率在国国际线持续强势的拉动下同比提升 1.9pct，国内线客座率也同比持平，优于其余各航司表现。

表 2：4 月各公司总体增速表现

4 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	4.9%	8.0%	6.8%	11.0%	7.9%	14.6%
RPK 增速	4.2%	6.3%	5.3%	6.5%	10.0%	13.2%
旅客运输量增速	2.1%	3.2%	2.5%	3.4%	12.3%	18.5%
客座率	81.0%	83.0%	83.5%	82.2%	91.4%	85.1%
客座率变动	-0.5%	-1.3%	-1.2%	-3.5%	1.9%	-1.1%
4 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	6.2%	10.4%	9.9%	12.0%	8.7%	14.6%
RPK 增速	6.3%	10.5%	10.3%	9.5%	12.1%	13.9%
旅客运输量增速	5.3%	7.8%	8.7%	7.7%	12.5%	17.2%
客座率	81.3%	82.9%	82.8%	84.0%	92.0%	85.2%
客座率变动	0.1%	0.0%	0.3%	-1.9%	2.7%	-0.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：4 月各公司国内线增速表现

4 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	0.8%	5.3%	6.9%	7.7%	11.0%	17.0%
RPK 增速	-0.1%	3.3%	4.9%	4.2%	11.0%	14.5%
旅客运输量增速	-1.0%	2.0%	1.8%	2.2%	11.6%	18.9%
客座率	82.5%	82.9%	84.9%	87.1%	91.8%	85.4%
客座率变动	-0.8%	-1.6%	-1.6%	-2.9%	0.0%	-1.9%
4 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	3.9%	9.1%	12.0%	8.8%	7.7%	14.6%
RPK 增速	3.1%	8.6%	11.9%	7.8%	9.3%	14.1%
旅客运输量增速	2.8%	7.0%	8.8%	6.8%	9.5%	16.5%
客座率	82.5%	82.7%	83.7%	88.5%	92.5%	85.8%
客座率变动	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-0.8%	1.3%	-0.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：4 月各公司国际线增速表现

4 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.5%	14.2%	6.5%	20.7%	0.3%	-0.6%
RPK 增速	9.8%	13.3%	6.1%	14.8%	6.7%	3.2%
旅客运输量增速	14.5%	10.3%	5.5%	21.3%	12.4%	14.0%
客座率	78.8%	83.4%	81.2%	69.2%	90.4%	83.7%
客座率变动	0.2%	-0.6%	-0.3%	-3.5%	5.4%	3.1%
4 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.0%	13.6%	6.1%	23.2%	9.2%	12.9%
RPK 增速	10.7%	14.7%	7.4%	16.3%	16.0%	11.6%
旅客运输量增速	16.1%	12.7%	7.7%	22.5%	19.2%	21.7%
客座率	79.5%	83.8%	81.4%	70.3%	91.0%	82.5%
客座率变动	1.2%	0.9%	1.0%	-4.2%	5.3%	-1.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议

旺季逐步临近，随着后续经济企稳复苏，叠加 B737MAX 停飞带来的供给缺口及价格改革，在旺季需求刚性的拉动下，我们认为运价向上弹性依旧，此外，民航局印发《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》，剔除降低和规范民用机场收费标准，通过下调进销差价降低航油销售价格，进一步为航司减负。结合我们的测算，预计二季度三大航扣汇业绩或小幅下降，三季度业绩或将同比大幅提升，继续推荐三大航，春秋、吉祥。

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