

# 航空运输

证券研究报告  
2019年06月02日

## 高弹性低估值，持续看好航空旺季行情

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

### 上半年供需弱平衡，预期及外部环境主导股价表现

2019年前四个月民航客座率同比微降0.1pct，供需弱平衡，运价小幅下跌。根据我们对前期Wind一致盈利预测反向分析，市场对全年运价表现预期并不算高，因此基本面的相对平稳也意味着股价的走势更多由外部环境变化及事件驱动主导。在旺季渐行渐近的当下，我们不禁思考，航空的逻辑变了吗？旺季提价是否会再度兑现？

### 航空逻辑仍在，B737MAX大概率全面缺席旺季带来价格向上弹性

过去两年时间，市场挖掘多种供给端逻辑推荐航空，从结果上看，供给端逻辑效果确实有所体现，但明显不及市场预期。不论哪一种供给侧逻辑，最终的结果是我国民航客机引进速度放缓或飞机整体利用效率下降，同样的机队规模带来的ASK创造能力降低。目前B737MAX机型全面停飞及延迟交付，已经产生了前面提到的供给侧改革逻辑兑现所产生的结果，甚至可以说，如果连全民航3%-4%的飞机直接停飞都无法换来供给出现紧张，运价全面上涨的局面，那么还有什么供给端的逻辑能够比飞机直接停场带来更强的刺激？考虑到旺季更可能体现需求刚性，因此我们继续看好航空旺季运价表现。

### 改革利好刺激，油价汇率有望助攻

2018年三季度各航司整体运价同比表现明显优于其他三个季度，或说明民航运价改革在旺季有望带来更好的效果。民航发展基金降费为航空公司成本端减负，利于业绩改善。去年三季度油价处于高位，汇率明显贬值，而若假设油价65美元/桶，汇率6.9不变，预计三季度航空公司单位航油成本同比下降约11%；汇兑损益方面，近期央行再度频繁“喊话”维稳汇率，至少说明了监管层的态度是严守汇率底线，因此我们对汇率走势不抱悲观预期。相比于去年三季度的大额汇兑损失，预计各航司财务费用同比将明显下降。

### 回顾历史，6月航空超额收益概率较大

回顾历史，申万航空指数相比于大盘指数在部分月份存在显著的超额收益差距，从2000年-2018年共19年的数据来看，6-7月平均而言均存在小的正超额收益，其中6月为正0.7%，7月为正0.6%，这或许表面市场对航空旺季行情仍持追捧态度。6月已至，旺季不远，我们持续看好航空股表现。

### 投资建议

2019年暑运旺季即将到来，参考春运，在因私需求的刺激下，旺季需求端更可能呈现刚性。我们持续看好在B737MAX全面停飞及延迟交付带来供给端显著收紧，叠加票价改革刺激下的旺季运价向上弹性，考虑到油价和汇率走势大概率优于去年同期，我们测算三季度各航司整体业绩水平相比去年同期将实现大幅增长。继续推荐三大航，春秋、吉祥。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑，油价大涨，汇率贬值，安全事故

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:多因素导致4月增速放缓，持续看好暑运旺季预期》2019-05-16
- 《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

### 重点标的推荐

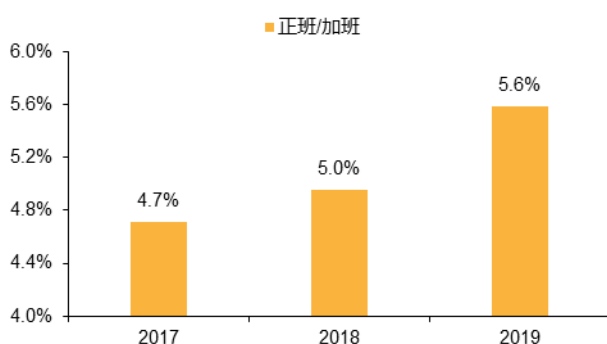
股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-31	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.46	买入	0.51	0.80	0.92	1.05	16.59	10.58	9.20	8.06
600029.SH	南方航空	7.19	买入	0.24	0.69	0.83	1.05	29.96	10.42	8.66	6.85
600115.SH	东方航空	5.99	买入	0.19	0.61	0.73	0.93	31.53	9.82	8.21	6.44
601021.SH	春秋航空	43.70	买入	1.64	2.11	2.40	2.71	26.65	20.71	18.21	16.13
603885.SH	吉祥航空	12.47	买入	0.69	0.85	1.07	1.28	18.07	14.67	11.65	9.74

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 回顾上半年行情，供需基本稳定，预期及外部环境主导股价

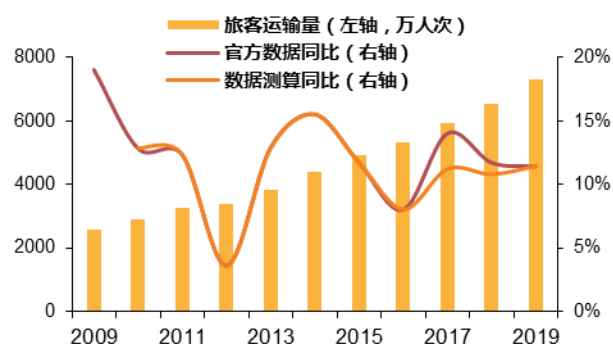
承接 2018 年 11-12 月相对低迷的供需数据，步入 2019 年，民航局公布的春运加班量超预期压低了市场对全年第一个旺季运价的预期，但事实上整个民航春运旅客量增速仍达到两位数，同时价格平稳，突出了旺季需求刚性。春节过后，市场逐步上攻，中美贸易谈判缓和的预期升温，同时汇率从年初的 6.8632 逐步升值至 6.7 一线，同时 B737MAX 停飞压缩供给的逻辑逐步被市场接受，航空股上涨后知后觉，涨幅显著。随着民航发展基金减半政策落地，航空股预期达到顶峰，以收盘价计算，年初至高点，国航、南航、东航、春秋、吉祥最大涨幅分别为 55.6%、45.3%、73.5%、38.3%、34.9%。

图 1：2019 春运加班量占正班比重与过去两年对比



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

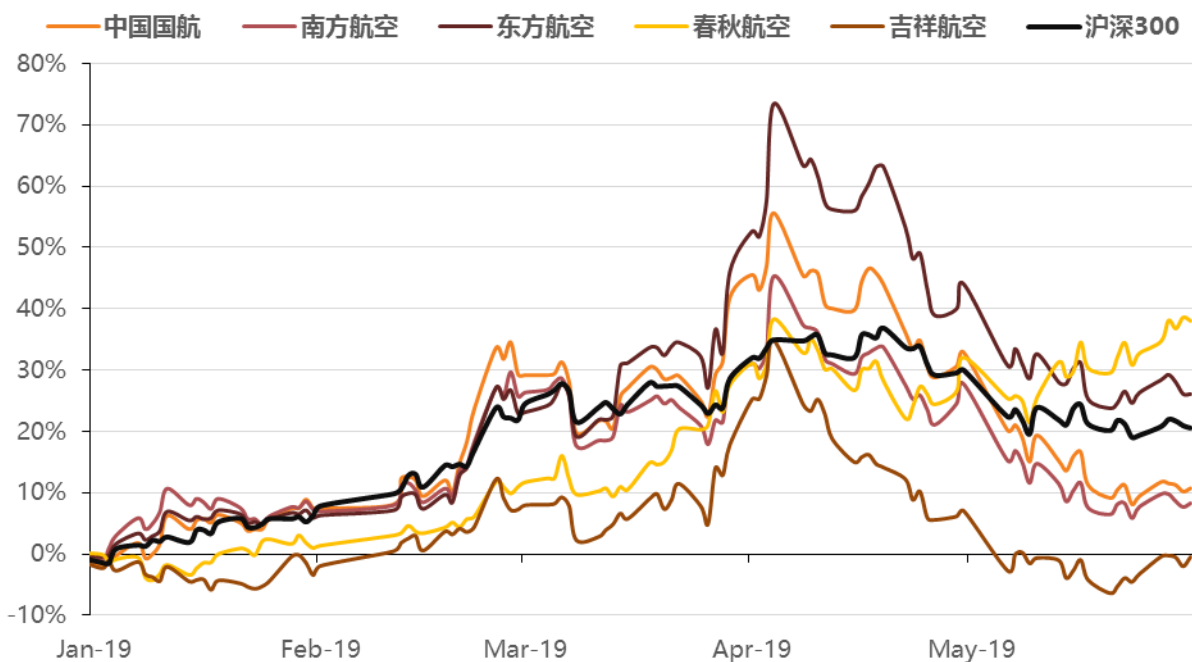
图 2：历年春运客运量及农历同比增速



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

4 月下旬开始市场逐步走弱，国际油价也逐步上升至 70 美元/桶以上水平，5 月初中美贸易摩擦反复，市场明显调整，汇率再度贬值至 6.9 一带，叠加 4 月相对疲软的需求数据，航空股明显调整。截至 5 月 31 日收盘，相比于年初，国航、南航、东航、春秋、吉祥涨幅分别为 10.7%、8.3%、26.1%、38%、-0.5%。

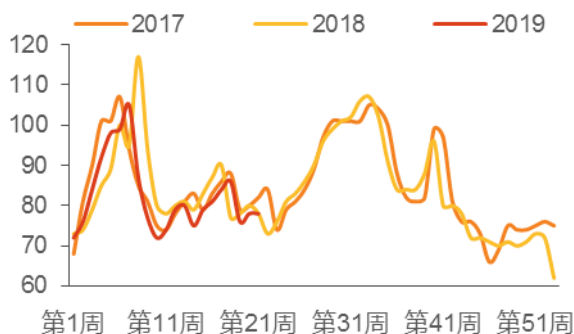
图 3：截至 5 月底各航空股及指数表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

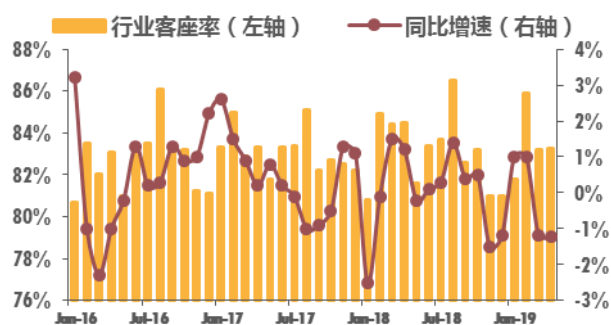
从运价来看，上半年行业运价整体呈现小幅走低态势，前四个月民航客座率整体同比微降 0.1pct，供需弱平衡成为主旋律。根据我们对前期 Wind 一致盈利预测反向分析，市场对全年运价表现预期并不算高，因此基本面的相对平稳也意味着股价的走势更多由外部环境变化及事件驱动主导。在旺季渐行渐近的当下，我们不禁思考，航空的逻辑变了吗？旺季提价是否会再度兑现？

图 4：民航运价指数走势



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

图 5：民航客座率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 航空逻辑不改，持续看好 2019 年暑运旺季行情

### 2.1. B737MAX 全面缺席旺季仍是旺季提价的核心逻辑

#### 2.1.1. B737MAX 机型全面停飞，很可能将全面缺席暑运旺季

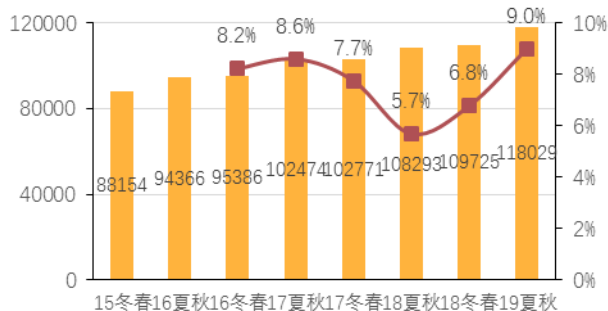
波音 B737MAX 机型半年内发生两次事故遭全球停飞。事故原因等技术层面的问题无需赘述，市场关注的问题无非是复飞时间表。5 月 25 日民航资源网新闻显示，美联航已经决定自 7 月初推迟禁飞期至 8 月 3 日，而前期美航已经决定禁飞 B737MAX 机型至 8 月 19 日。考虑到 FAA 方面解除禁飞令后，全球其他国家仍需执行相关程序逐步开放 B737MAX 机型飞行，时间上大概率更靠后。厦航已计划于五月底前将停放在东南沿海的 10 架 B737MAX 调机至华北、西北等地封存避免暑期灾害性天气，这或意味着我国航司该机型客机未来一段时间持续退出市场有充分的预期，我们认为 B737MAX 机型将全面缺席 2019 年暑运旺季。

#### 2.1.2. 过去民航供给侧逻辑并未全面兑现

过去两年时间，市场中从供给的角度推荐航空成为主要逻辑之一。从飞机引进批文受限、空域资源紧张、民航保障安全收紧时刻提高准点率、到 CCAR121-R5 执行后飞行员飞行小时数受到压制等多个角度推演民航供给端增速将持续收缩，但不论哪一条逻辑传导路径，从结果来看，无非是飞机引进速度放缓或飞机利用效率降低进而导致我国民航客机整体供给创造能力下降，民航 ASK 规模从总量上出现增速放缓。

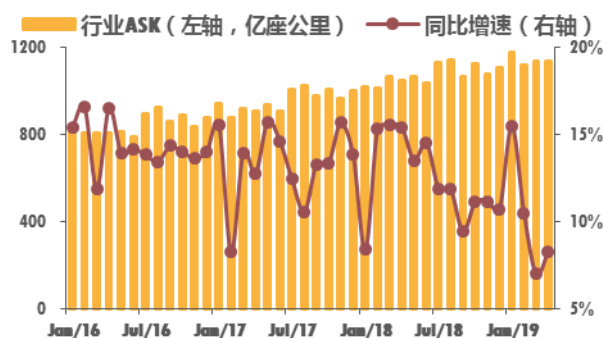
我们前面提到四种民航供给收紧的逻辑，但仔细思考其中的逻辑传导链条，其在结果上都很难按照市场一厢情愿的推演保质保量完成任务，而这其中最核心的阻力就是航空公司力图扩张的诉求。批文引进受限，航空公司订单也或早或晚都要交付；空域资源紧张，控制时刻，航空公司会提高效率及执行率抢占时刻资源；CCAR121-R5 出台，航空公司会着力培育飞行员满足远期机长需求。从结果上看，过去两年控制供给的效果有所体现，但力度上显然不如市场预期的那么强烈，即便是时刻收紧及加班控制最紧张的 2018 年暑运，全民航 ASK 同比增速也在 11% 左右的水平。

图 6：民航逐航季周计划航班时刻量（个）及同比增速



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

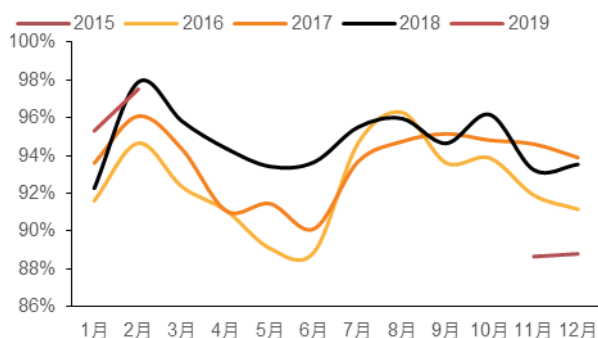
图 7：民航逐月 ASK 及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

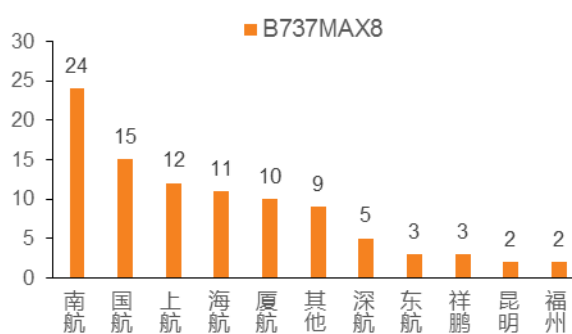
2018 年后半段，随着航空公司时刻执行率逐步逼近天花板，民航 ASK 同比增速逐步下降，正当市场预期如果时刻总量于 2019 年夏秋季继续收紧将带来核心机场时刻执行率全面触顶供给收缩之时，夏秋季 9% 的时刻总量增速再度令预期落空。时刻表公布后，市场预期降温，但仅在数日后，民航局宣布暂停 B737MAX 适航审批，飞机引进全面延迟，航空股全面大涨。

图 8：民航逐月时刻执行率



资料来源：Wind，Pre-flight，天风证券研究所

图 9：各公司机队中 B737MAX 数量



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

### 2.1.3. 供给预期显著收紧，航空旺季逻辑不变

我们前面提到，供给侧逻辑的结果是飞机引进速度下降或飞机整体利用效率下降，ASK 创造能力降低，而目前 B737MAX 全面停飞及延迟交付已经直接产生了供给侧逻辑带来的结果。在遭全面停飞前，我国在运营中的 B737MAX8 机型客机共 96 架，占我国 2018 年底存量客机数量的 2.8%，其中国航、南航、东航运营数量分别为 15 架、24 架、14 架，总占比达到 55%。2019 年计划引进机队中，国航、南航、东航拟引进的 B737MAX 机型客机数量分别为 22 架、11 架、45 架，合计高达 78 架，分别占当期引进 B737 系列机型数量的 68.8%、100%、45.8%。

考虑到 B737MAX 是我国航空公司近两年扩张波音系列窄体机队的核心选择，东海航空、瑞丽航空、国发租赁、中银租赁分别持有 25 架、36 架、77 架、80 架订单，我们认为全民航年内拟引进 B737MAX 数量大概率超百架。如按照三大航 2018 年客机数量占行业比重的 62.9% 推算，全民航年内引进 B737MAX 数量或超 120 架，占我国民航客机机队数量的 3.6%。因此我们认为随着时间推移，供给缺口将不断扩大。

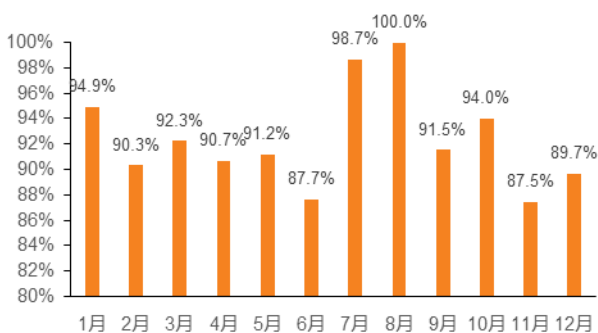
表 1：三大航 2019 年 B737MAX 机队引进计划

机队（架）	国航	南航	东航
B737 计划引进	32	45	24
B737MAX 计划引进	22	45	11
占比	68.8%	100.0%	45.8%

资料来源：公司公告，航旅圈，天风证券研究所

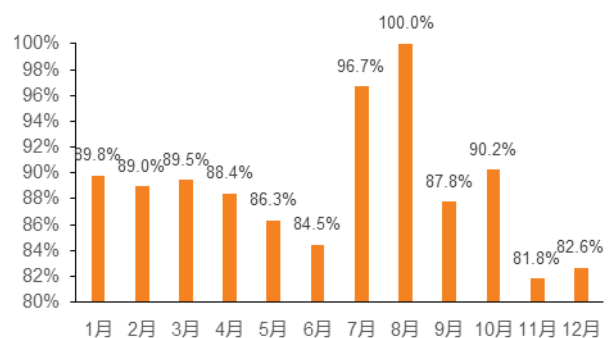
考虑到七月旺季开始之时，相比于三月初，时间已经过去近四个月，按照时间轴线性外推，供给缺口或已拉大至约 4 个百分点，而对于航空公司而言，淡旺季盈利能力差距显著，旺季时会尽可能安排航班飞行，因此相比于淡季，在相近的机队体量下，供给创造能力更强。我们认为旺季的供给缺口存在更强的刚性，航空公司已较难有富裕产能填补 B737MAX 机队全面暂停运营造成的供给不足，价格存在更强的向上弹性。

图 10：剔除自然增长，逐月旅客周转量比 8 月 ASK 平均值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：剔除自然增长，逐月旅客周转量比 8 月 RPK 平均值



资料来源：Wind，天风证券研究所

旺季逻辑不改，供给收紧的逻辑不变，甚至可以说，如果连全民航 3%-4% 的飞机直接停飞都无法换来供给出现紧、运价全面上涨的局面，似乎也很难找到比飞机直接停场及推迟交付更强的供给侧逻辑。考虑到旺季更可能体现需求刚性，因此我们继续看好航空旺季运价表现。

## 2.2. 市场化进程延续，发展基金降费及社保基金减负助攻削弱成本压力

2017 年底民航局放开核心商务干线票价上限，从效果上看，2018 年三季度各公司运价同比数据整体表现优于其他三个季度表现，说明核心市场提价在旺季更可能带来运价提升机利润改善。票价市场化改革仍在延续，且按照前期时间表，至 2020 年票价完全放开市场化是运价改革的终极目标，因此我们认为运价改革刺激仍将助攻旺季。

表 2：2018 年三大航逐季度运价测算涨幅

单位 RPK 营业收入	Q1	Q2	Q3	Q4
中国国航	0.5929	0.6007	0.6734	0.6113
YOY	-0.51%	-1.63%	1.39%	12.51%
南方航空	0.5524	0.5359	0.5990	0.5271
YOY	-0.40%	0.17%	3.47%	-2.46%
东方航空	0.5535	0.5576	0.6379	0.5354
YOY	-0.15%	4.19%	5.60%	2.20%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：国航四季度数据异常不可比

2019年4月3日，李克强总理召开国常会，确定今年降低政府性收费和经营服务性收费的措施，进一步为企业和群众减负，明确自7月1日起，民航发展基金征收标准降低一半。

民航发展基金由原民航机场管理建设费和原民航基础设施建设基金合并而成，是国家为统筹机场建设经费向旅客及航空公司征收的费用，其中旅客端按旅客数量征收，国内航班每人征收50元，国际航班每人征收90元（70元民航发展基金+20元旅游发展基金，外交护照旅客、12岁以下旅客、国内支线航班旅客免征）；航空公司端则根据飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳民航发展基金。

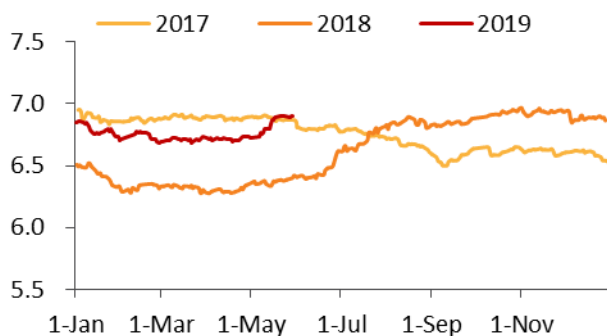
对于航司而言，旅客购买机票支付的民航发展基金不记作收入，上缴国家，成本端则要负担民航发展基金成本。2018年国航、南航、东航、春秋、吉祥民航发展基金成本分别为23亿、29.4亿、22.35亿、3.31、3.44亿。如费率减半，各公司2018年成本降幅分别为11.5亿、14.7亿、11.2亿、1.65亿、1.72亿，对应Wind19年一致预期利润总额的7.1%、11.6%、8.9%、6.5%、8.1%。

### 2.3. 油价汇率仍大概率优于去年同期，业绩预期将显著改善

油价汇率波动是航空股研究投资不可忽视的两大变量，但其波动往往难以把握，尤其是在中美贸易摩擦反复的当下，作为行业研究员较难对汇率走势作出明确的预判。去年三季度汇率贬值近4个百分点，汇兑损失显著。近期央行再度频繁“喊话”维稳汇率，至少说明了监管层的态度是严守汇率底线，因此我们对汇率走势不抱悲观预期。

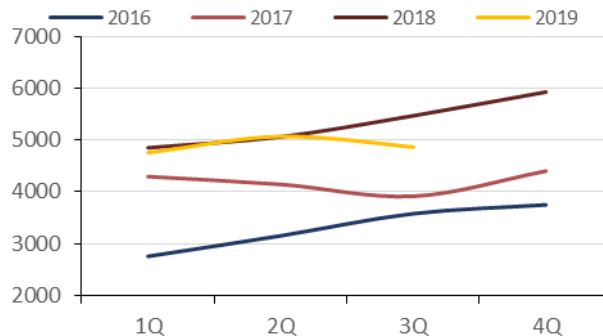
油价方面，目前油价下跌至60-65美元区间，假设三季度油价保持在65美元/桶，则相比去年同期，油价同比优势将有11个百分点左右。综上所述，按照线性外推，两大外部环境变量走势对业绩的影响大概率优于去年同期水平。

图 12：美元兑人民币中间价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2016-2019 逐季度航空煤油出厂价（元/吨）



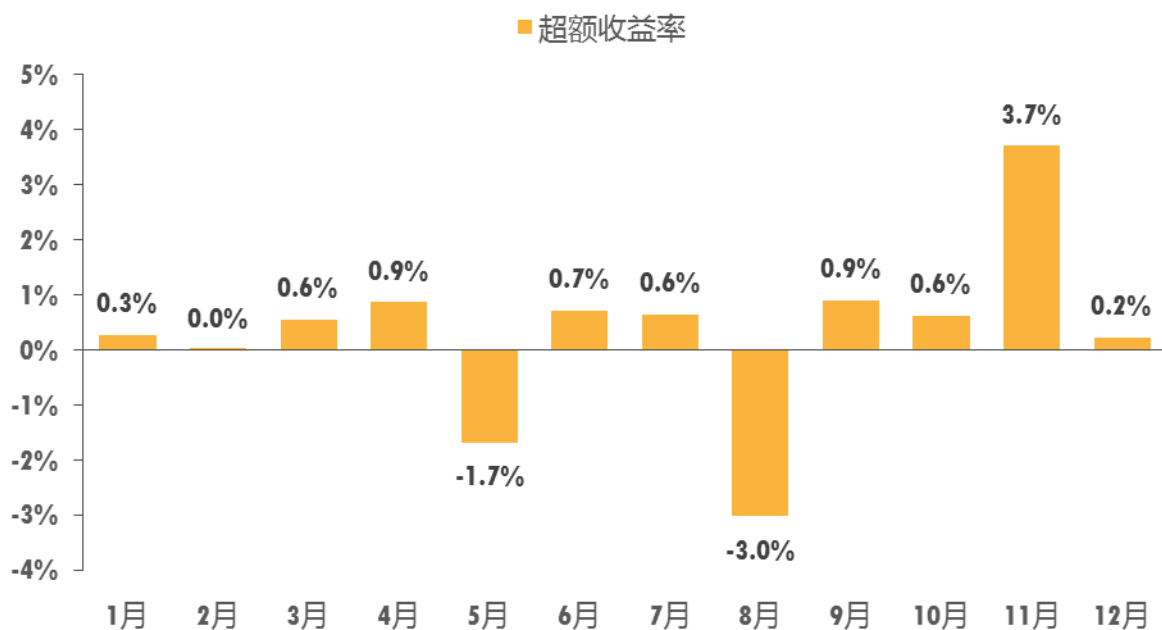
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：3Q19 位测算值

### 2.4. 复盘历史，6月超额收益概率或较大

回顾历史，申万航空指数相比于大盘指数在部分月份存在显著的超额收益差距，从2000年-2018年共19年的数据来看，6-7月平均而言均存在小的正超额收益，其中6月为正0.7%，7月为正0.6%，这或许表面市场对航空旺季行情仍持追捧态度。6月已至，旺季不远，我们持续看好航空股表现。

图 14：2000-2018 各月份 SW 航空指数相比上证综指超额收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议

2019 年暑运旺季即将到来，参考春运，在因私需求的刺激下，旺季需求端更可能呈现刚性。我们持续看好在 B737MAX 全面停飞及延迟交付带来供给端显著收紧，叠加票价改革刺激下的旺季运价向上弹性，考虑到油价和汇率走势大概率优于去年同期，我们测算三季度各航司整体业绩水平相比去年同期将实现大幅增长。继续推荐三大航，春秋、吉祥。

### 4. 风险提示

宏观经济超预期下滑，油价大涨，汇率贬值，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