

航空运输 12月数据点评

客座率较 11 月改善，国际继续好于国内，底线思维看需求：或可类比 2012；驱动因素看股价：或可参考 2015

推荐（维持）

□ **上市航空公司公布 12 月数据：较 11 月改善。** 1) 12 月东航、南航、国航客座率同比分别为增长 0.27、下降 0.81 及下降 1.7 个百分点，较 11 月明显提升（11 月三大航均下降：东航、南航、国航客座率同比分别下降 0.5、1.75 及 1.8 个百分点）。1-12 月三大航中东航、南航、国航客座率同比分别为增长 1.2、0.23 及下滑 0.5 个百分点，吉祥与春秋分别下降 0.7 与 1.55 个百分点。2) **结构性看：国际好于国内得以延续。** 三大航中东航国际客座率同比提升 2.1%，南航提升 0.79%，国航小幅下降 0.4%，春秋提升 5.4%，吉祥下降 3.5%，整体来看延续 11 月的结构性特征，并且东航、南航国际线客座率水平为近 4 年最高。国内航线则东航、南航、国航分别下降 0.9、1.6 及 2.6 个百分点。在汇率贬值以及中美贸易摩擦近半年时间背景下，11-12 月国际线与国内线的结构差异，或亦可解释国内的下滑更多来自于 17 年底的基数原因（东航、南航 11 及 12 月国内客座率水平均好于 15-16 年），叠加部分经济下滑的影响。3) **全年来看运力投放：ASK 增速，南航 12%，国航 10.5%，东航 8.1%，南航与东航略低于 18 年初指引，国航基本符合指引。** 4) **18 年的行业特征表现为旺季成色足。** 2007-17 年间，从客座率角度看，行业淡季旺季差距在缩小，最高-最低客座率差值从 07 年的 12.8 个百分点降至 17 年的 3.3 个百分点，但 2018 年该数值扩大为 5.7 个百分点，最高客座率水平为 8 月的 86.5%，最低客座率为 1 月 80.8%。尤其 8 月国内客座率超过 88%，历史最高，意味着控总量下旺季供需呈现紧张格局，Q3 单季度三大航座收同比提升 4.4%，上半年为 1.3%。

□ **市场担心经济形势影响航空需求，我们在报告《底线思维看需求：或可类比 2012；驱动因素看股价：或可参考 2015——如何看待 2019 年航空业发展及航空股投资机会》中提出：底线思维看需求：或可类比 2012。** 1) **复盘 2012：宏观背景：GDP 增速从 9.5% 降至 7.9%。行业背景：面临高铁跨越式发展产生分流，京沪线 2011 年重磅登场。航空需求：12 年旅客增速 8.9%（2000 年以来，仅 03 年非典，08 年金融危机，11 年基数原因，三次低于 10%），客座率 79.6%，同比下降 2.2%。** 2) **2019 Vs 2012。相同之处：经济下滑对需求冲击的担忧，宏观环境或很难重演 08 年金融危机，底线思维看，2012 年或具有一定的可比性。不同之处 1：需求端，高铁冲击已度过高峰时刻。如京沪线 16 年客运量已超过开通前。不同之处 2：供给端，行业控总量下，供给增速放缓也可抵御需求放缓。12 年行业飞机数量增速 10%，三大航净增 9%，而 19 年 6 家上市公司飞机增速与 18 年基本一致，8.4%，2020 年将降至 7%。不同之处 3：12 年高油价下同样制约航空公司调节空间。12 年布油均价处于 111 美元高位，燃油附加费 800 公里以上平均 130 元/人，最高 150 元，最低 100 元。**

□ **投资建议：1) 我们预计 2019 行业供需基本平衡，旺季成色更足。预计旅客人数增速 10%，可用座位数增速为 9.5%，供需基本平衡。2) 我们认为 2019 年股价驱动因素或可类比 14H2-15H1，即成本大幅减负+小幅主营改善。一季度成本端油价减负，汇率当前友好，春运需求相对刚性，且客运价格 2018 年经历两轮调整，首选春运规模大，油汇弹性强的南方航空；三季度暑运首选京沪线占比高，日韩线旅游旺的东方航空；二季度承上启下看稳健中国国航。**

□ **风险提示：油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级（不考虑拟增发摊薄）

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
南方航空	7.24	0.28	0.71	0.99	25.86	10.2	7.31	1.34	强推
中国国航	8.06	0.45	0.77	0.88	17.91	10.47	9.16	1.25	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 01 月 15 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	8	0.22
总市值(亿元)	3,726.8	0.74
流通市值(亿元)	2,590.67	0.71

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.13	-8.89	-28.57
相对表现	-0.93	1.55	-2.61



相关研究报告

《航空敏感性测算：原油价格大幅下跌为成本端减负，客运价格市场化持续推进增厚时刻价值》

2018-11-25

《航空运输 11 月数据点评：客座率下滑更大程度来自基数原因，打造超级承运人或推动行业新趋势》

2018-12-16

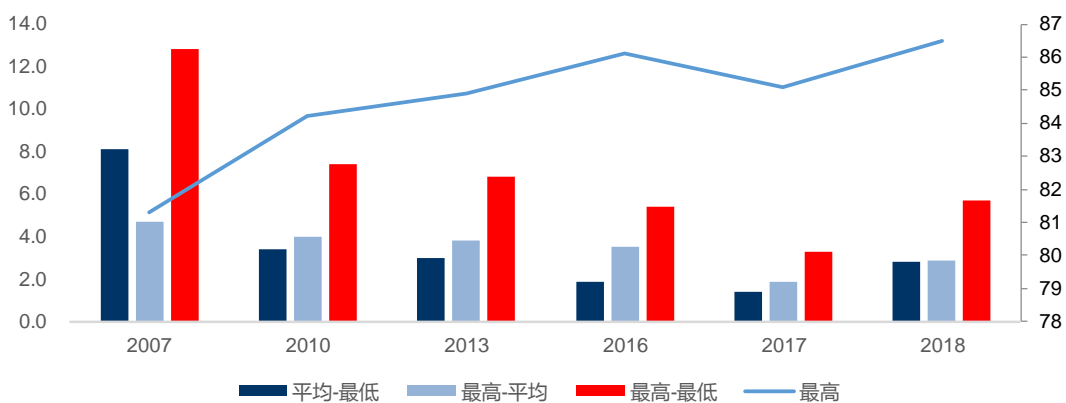
《底线思维看需求：或可类比 2012；驱动因素看股价：或可参考 2015——如何看待 2019 年航空业发展及航空股投资机会》

2019-01-13

图表 1 2018 年航空公司客座率表现

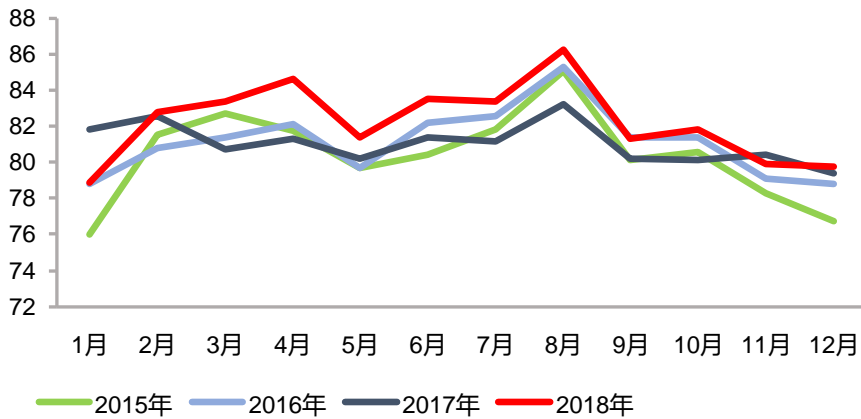
时间	公司	RPK (收入客公里)				ASK (可利用座公里)			
		整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
12月	南航	9.8	7.8	14.2	10.1	10.9	9.9	13.2	11.4
	国航	5.8	5.0	6.6	9.7	8.0	8.4	7.2	10.9
	东航	10.0	9.9	10.3	8.6	9.6	11.1	7.4	3.5
	海航	7.5	4.9	18.4	-9.2	11.4	8.1	23.3	-18.7
	春秋	18.0	12.3	29.4	34.5	17.2	14.6	21.5	29.6
	吉祥	9.0	9.3	7.5	8.1	11.4	11.3	12.0	11.9
2018.1-12	南航	12.4	11.6	14.2	12.6	12.0	11.2	13.9	14.0
	国航	9.8	7.6	13.2	12.6	10.5	8.4	14.1	9.6
	东航	9.7	9.7	9.5	11.3	8.1	8.9	6.8	7.3
	海航	14.6	12.7	22.3	-1.5	16.7	14.2	25.3	-3.0
	春秋	14.7	13.3	17.2	20.7	16.7	14.9	20.3	20.1
	吉祥	9.5	11.2	-1.6	19.3	10.4	12.1	-0.8	20.3
时间	公司	客座率				同比 (百分点)			
		整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
12月	南航	81.0	80.3	82.9	76.1	-0.81	-1.55	0.79	-0.90
	国航	78.6	78.9	77.8	81.3	-1.70	-2.60	-0.40	-0.90
	东航	79.7	79.7	79.5	83.3	0.27	-0.92	2.10	3.99
	海航	81.7	85.4	70.9	78.3	-2.95	-2.57	-2.94	8.18
	春秋	88.9	89.6	87.5	89.3	0.55	-1.81	5.39	3.25
	吉祥	84.3	84.4	83.4	85.6	-1.81	-1.57	-3.45	-3.03
2018.1-12	南航	82.4	82.8	81.9	75.4	0.2	0.3	0.3	-1.0
	国航	80.6	82.5	77.7	80.4	-0.5	-0.6	-0.6	2.1
	东航	82.3	83.6	79.7	82.9	1.2	0.7	2.0	2.9
	海航	84.5	88.3	73.3	75.3	-1.5	-1.2	-1.8	1.1
	春秋	89.0	91.5	84.0	88.0	-1.6	-1.3	-2.2	0.4
	吉祥	86.2	86.8	82.8	84.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7

资料来源：公司公告、华创证券

图表 2 2007-18 年淡旺季客座率水平差值


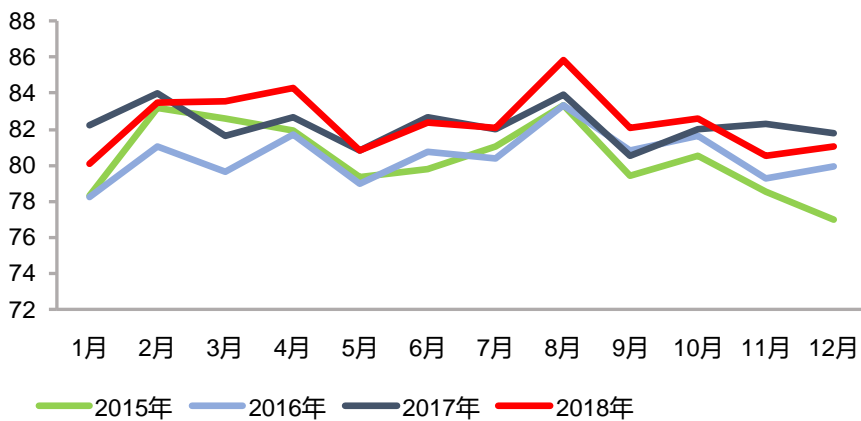
资料来源：民航局、华创证券

图表 3 东方航空客座率



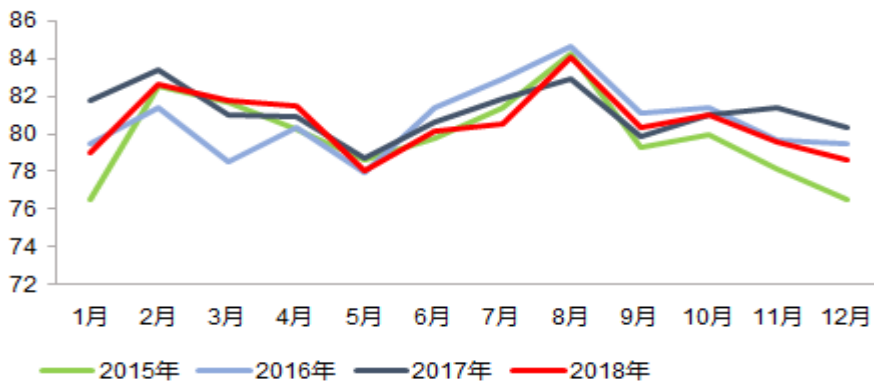
资料来源：公司公告、华创证券

图表 4 南方航空客座率



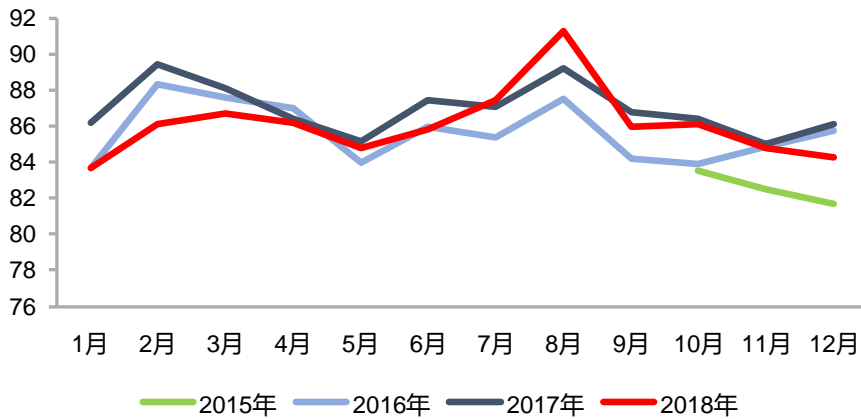
资料来源：公司公告、华创证券

图表 5 中国国航客座率



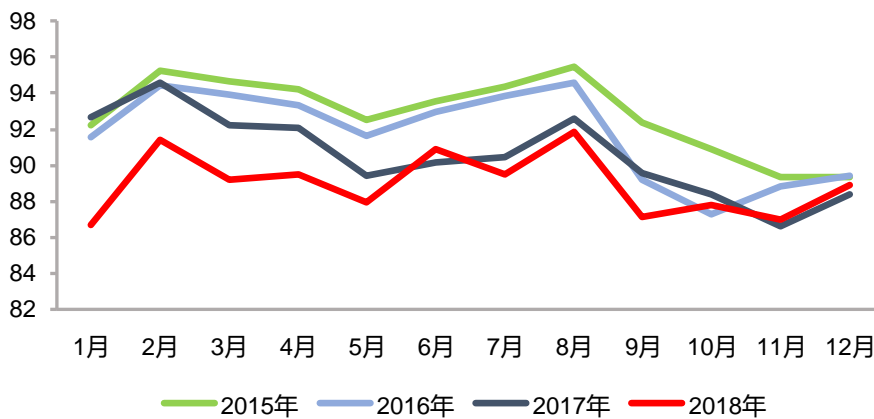
资料来源：公司公告、华创证券

图表 6 吉祥航空客座率



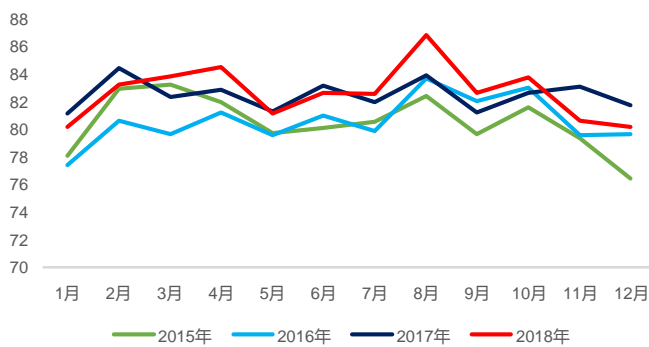
资料来源：公司公告、华创证券

图表 7 春秋航空客座率



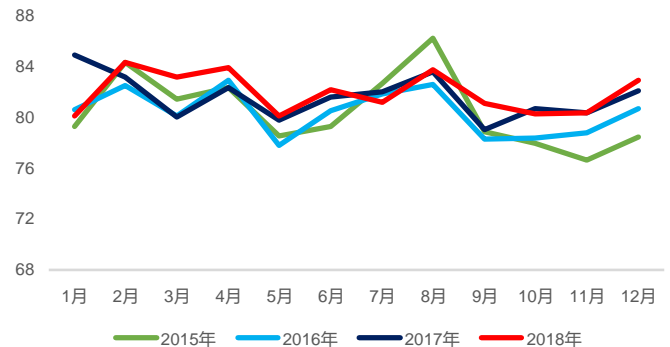
资料来源：公司公告、华创证券

图表 8 南航国内客座率



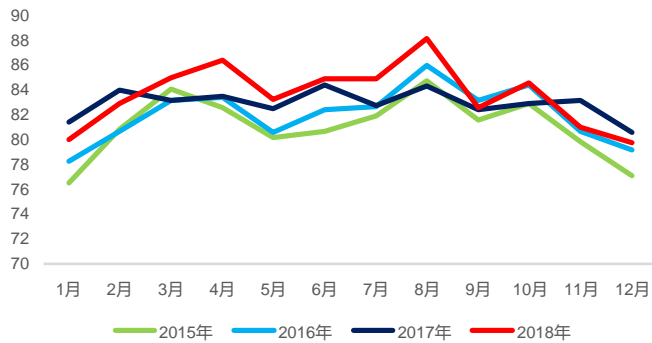
资料来源：wind，华创证券

图表 9 南航国际客座率



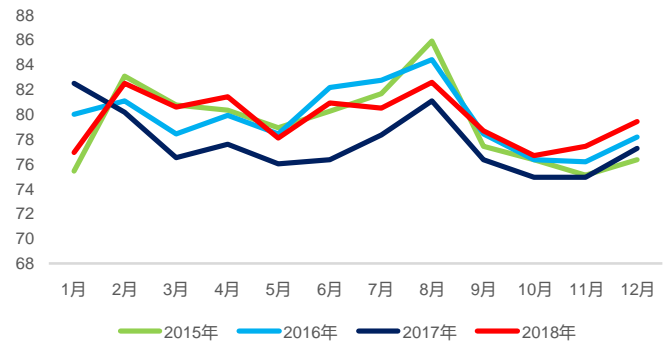
资料来源：wind，华创证券

图表 10 东航国内客座率



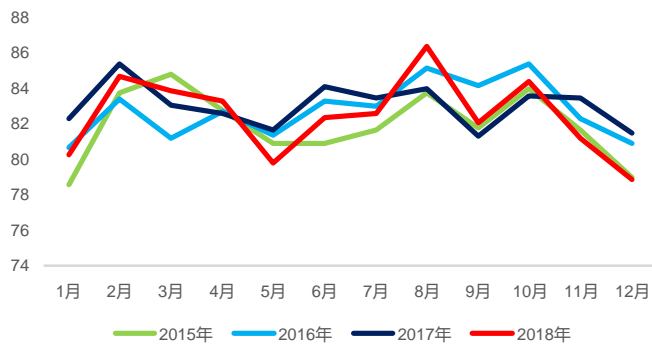
资料来源: wind, 华创证券

图表 11 东航国际客座率



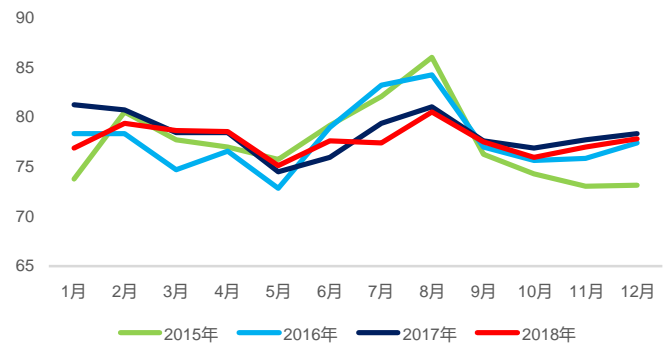
资料来源: wind, 华创证券

图表 12 国航国内客座率



资料来源: wind, 华创证券

图表 13 国航国际客座率



资料来源: wind, 华创证券

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500