

黄凡洋

分析师 SAC 执业编号: S1130519020004  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 供给或中期边际收紧，需求韧性支撑票价上涨

### 事件

- 狮航和埃航空难事件持续发酵，全球停飞或将边际收紧中期行业供给；航空公司陆续公布 2 月经营数据，航空需求韧性十足。

### 评论

- **B737MAX-8 空难事件持续发酵，或引发行业中期供给边际收紧：**B737MAX-8 连续发生空难，导致全球停飞，飞行禁令持续时间尚不确定，取决于美国联邦航空局和波音公司对于事故原因的调查进度，以及事故原因。

由于存量 B737MAX-8 运力占比较低，短期内，航空公司有能力通过提高运营飞机小时利用率，重新编排航线结构，从而减轻 B737MAX-8 停飞带来的存量负面影响。截止 2 月，我国航空公司运行客机 3498 架，B737MAX-8 共 96 架，占比 2.7%，具体到主要上市公司，共运营 71 架 B737MAX-8，占比我国整体 B737MAX-8 机型 74%。目前航司 B737 系列飞机日利用率较低，三大航可以通过提高同类机型 B737-700、B737-800 和 A320 的日利用率，以及航班航线的重新编排，弥补 B737MAX-8 停飞带来的航线飞机短缺。我们认为，我国航空供给存量市场受到此次 B737MAX-8 停飞影响有限。

停飞影响或主要在于中期运力引进的延迟。停飞禁令将延续多久，以及会不会对已签该机型订单产生影响，取决于此次空难的原因和得到调查结果的速度。若需要重新适航认证，则需停航半年以上，航空公司将延期 B737MAX-8 订单交付，减缓我国运力引进速度。以三大航为例，国航、南航、东航 2019 年计划引进 B737MAX-8 飞机 19 架、28 架、16 架，共计 63 架，约占 2019 年三大航飞机引进架数的 30%。由于空客公司订单饱满，产能存在瓶颈，并且更换订单需要 1-2 年才能交付，此部分订单或无法及时由空客吸收，我国航空业中期运力引进或受阻，产生行业供给边际收紧。

- **我国航空需求韧性十足，全年票价提升可期：**虽然近期全球航空业出现接连两次空难事件，但整体来看，包括 B737NG 的其余机型，飞行记录良好，对于航空整体需求负面影响较小，航空出行安全性依然可以保证。观察春运和 2019 年前两月数据，我国民航需求韧性十足，可为票价提升提供支撑。

2 月各航司客座率均有明显上升，春运旺季航空需求维持高位。2 月国内线供给由于高基数以及春运排班较往年偏晚影响，ASK 增速较 1 月 略有下滑，但需求维持高位，推动国内线客座率各航空公司均一扫 1 月阴霾，同比有较大幅度提高，并且绝对值处于高位，接近 2018 年暑运旺季水平。2 月的良好表现拉动前两月累计国内客座率转正。同时，各航空公司国际线依然坚挺，春节期间出境游火热，更多的居民选择出境旅游，2 月国航、南航、春秋国际线客座率均有明显提升。国内与国际线需求旺盛，推动航空公司整体客座率提升。中长期来看，人均乘机次数相比民航发达国家依旧较低，虽然市场担心经济下行对航空需求产生影响，但民航发展空间巨大，仍处于高速发展期，支撑民航需求在未来稳定增长。

### 投资建议

- 我们认为狮航与埃航空难事件，停飞影响或主要在于中期运力引进的延迟，产生行业供给边际收紧。而我国民航需求韧性明显，航空公司仍将享受明显的旺季红利，而由于运力引进受阻，航司更有可能在淡季控制运力投放，淡季供需或将较往年更优，推动全年票价提升。整体来看，由于汇率升值以及油价同比小幅下滑，并且预计 Q1 收益水平小幅提升，我们测算三大航 Q1 业绩或有明显改善，同增超过 30%。并且 Q2 之后，成本端压力有望进一步释放，航空公司业绩弹性将进一步体现。**重点推荐三大航：东方航空、中国国航、南方航空。**目前三大航 PB 仍仅为 1.5 倍左右，业绩存在支撑，有超预期可能，若中美谈判和汇率向更有利的方向发展，航空  $\beta$  属性将进一步放大。

### 风险提示

- 飞机延迟交付低于预期、航空需求因空难有明显下滑、油价和汇率大幅波动。

## 内容目录

B737MAX-8 空难事件持续发酵，或引发行业中期供给边际收紧 .....	3
我国航空需求韧性十足，全年票价提升可期.....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1：波音 737 MAX-8 空难与停飞事件时间表 .....	3
图表 2：上市公司 B737MAX-8 机型运营情况.....	4
图表 3：航空公司窄体机 2017 年日利用率.....	4
图表 4：各机型安全性比较.....	5
图表 5：中国国航整体客座率.....	6
图表 6：南方航空整体客座率.....	6
图表 7：春秋航空整体客座率.....	6
图表 8：吉祥航空整体客座率.....	6
图表 9：重点推荐公司估值表.....	7

## B737MAX-8 空难事件持续发酵，或引发行业中期供给边际收紧

- B737MAX-8 连续发生空难全球停飞，复飞尚需等待。2018 年 10 月 29 日和 2019 年 3 月 10 日，波音公司 737MAX-8 型号飞机接连遭遇空难，失事飞机共计 346 人无人生还。

波音公司 737MAX-8 型号飞机是波音 737 系列飞机第四代 B737 MAX 其中一款。波音 737 传统型 1967 年首飞后，又新开发出改进版 737、新一代 737 和 737 MAX，目前传统型和改进版已停产。

同一型号飞机在短时间内连续发生致命事故，引发了全球民众对于 B737MAX-8 飞机的担忧，失事原因或来自于机型设计与系统的漏洞。我国民航局于 3 月 11 日 9 时发出通知，本着对安全隐患零容忍、严控安全风险的管理原则，为确保中国民航飞行安全，要求国内运输航空公司于 2019 年 3 月 11 日 18 时前完成暂停 B737 MAX 8 飞机的商业运行。我国民航局将联系美国联邦航空局和波音公司，在确认具备有效保障飞行安全的有关措施后，再另行通知各运输航空公司恢复波音 737-8 飞机的商业运行。

在我国宣布停飞 B737MAX-8 后，包括欧盟在内的其他国家也陆续宣布停飞该机型。之后，美国也发布“紧急命令”，所有 737 Max-8 和 Max-9 以及所有相关机型停飞。截至目前，波音 737Max-8 和 9 飞机已全球停飞。飞行禁令持续时间尚不确定，取决于美国联邦航空局和波音公司对于事故原因的调查进度，以及事故原因。

图表 1：波音 737MAX-8 空难与停飞事件时间表

时间	事件
2018.10.29	印尼狮航JT610波音737 MAX 8空难，189人丧生。
2018.11.28	印尼狮航空难的初步调查报告公布，或由于攻角传感器感应有误。
2019.3.10	埃塞俄比亚航空公司ET302波音737 MAX 8空难，157人全部遇难。
2019.3.11	我国民航局发出通知，要求国内运输航空公司于2019年3月11日18时前完成暂停波音737-8（即波音737 MAX 8）飞机的商业运行。
2019.3.11-2019.3.13	已有包括澳大利亚、奥地利、比利时、保加利亚、中国、克罗地亚、捷克、塞浦路斯、德国、法国、英国等在内的43个国家加入“停飞阵营”。
2019.3.11-2019.3.13	美国联邦航空局发布“继续适航”的全球通告，波音公司发布声明，继续强调“自信”飞机安全。
2019.3.14	美国和加拿大宣布停飞埃航失事机型飞机，波音737 MAX 8全球停飞，美国联邦航空局和波音公司同意遵循禁飞令。
.....	复飞需等待事故调查结果及重新确认保障波音737-8飞行安全的有关措施。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 对于我国民航业来说，停飞 B737MAX-8 或引发行业中期供给边际收紧。

由于存量 B737MAX-8 运力占比较低，短期内，航空公司有能力通过提高运营飞机小时利用率，重新编排航线结构，从而减轻 B737MAX-8 停飞带来的存量负面影响。截止 2 月，我国航空公司运行客机 3498 架，B737MAX-8 共 96 架，占比 2.7%，其中东航云南公司 3 架；上海航空 11 架；中国国航总部 10 架；国航重庆公司 5 架；南方航空总部 11 架；南航新疆公司 13 架；海南航空总部 11 架；云南祥鹏航空 3 架；福州航空 2 架；厦门航空 10 架；山东航空 7 架；深圳航空 5 架；昆明航空 2 架；奥凯航空 2 架；9 元航空 1 架。

具体到主要上市公司，共运营 71 架 B737MAX-8，占比我国整体 B737MAX-8 机型 74%，其中国航运营 673 架飞机中 22 架为 B737MAX-8，占比 3.3%；东航运营 686 架飞机中 14 架为 B737MAX-8，占比 2.0%；南航运营 843 架飞机中 34 架为 B737MAX-8，占比 4.0%；吉祥运营 88 架飞机中 1 架为 B737MAX-8，占比 1.1%；春秋机队中无 B737MAX-8 飞机。

图表 2：上市公司 B737MAX-8 机型运营情况

集团	航司	B737MAX-8 (架)	机队总数 (架)	占比
国航	国航本部	15	438	3.4%
	深航	5	188	2.7%
	昆明航	2	26	7.7%
	合计	22	673	3.3%
南航	南航本部	24	602	4.0%
	厦航	10	167	6.0%
	合计	34	843	4.0%
东航	东航本部	3	533	0.6%
	上航	11	103	10.7%
	合计	14	686	2.0%
吉祥	吉祥本部	0	71	0.0%
	九元	1	17	5.9%
	合计	1	88	1.1%
春秋	春秋本部	0	83	0.0%
其他		25	1125	2.2%
总计		96	3498	2.7%

来源：公司公告，民航休闲网站，国金证券研究所

- 目前航司 B737 系列飞机日利用率较低，三大航可以通过提高同类机型 B737-700、B737-800 和 A320 的日利用率，弥补 B737MAX-8 停飞带来的影响。无论与 A320 横向对比，还是与吉祥航空对比，三大航 B737 日利用率均有提升空间。我们认为，通过航班航线的重新编排，我国航空供给存量市场受到此次 B737MAX-8 停飞影响有限。

图表 3：航空公司窄体机 2017 年日利用率

	B737	A320
中国国航	8.83	9.26
南方航空	9.53	9.66
东方航空	8.93	9.65
春秋航空	N.A.	11.05
吉祥航空	10.62	10.5

来源：公司公告，国金证券研究所

注：B737 包括 B737-700、B737-800、B737-8MAX 飞机，A320 系列飞机包括 A319 飞机、A320 飞机和 A321 飞机

- 停飞影响或主要在于中期运力引进的延迟。

停飞禁令将延续多久，以及会不会对已签该机型订单产生影响，取决于此次空难的原因和得到调查结果的速度。目前态势来看，最大概率结果是狮航与埃航事件存在相关性，B737MAX-8 飞机存在漏洞需要修复，且需要停航半年以上，进行重新适航认证。这种情况下，航空公司将延期 B737MAX-8 订单交付，减缓我国运力引进速度。

以三大航为例，根据三大航年报，国航、南航、东航 2019 年将引进 B737 飞机 31 架、45 架、26 架，2019 年前两个月引进的 8 架 B737 飞机中有 5 架是 MAX 机型。若按此比例，国航、南航、东航 2019 年将引进 B737MAX-8 飞机 19 架、28 架、16 架，共计 63 架，约占 2019 年三大航飞机引进架数的 30%。由于空客公司订单饱满，产能存在瓶颈，并且更换订单需要 1-2 年才能交付，此部分订单或无法及时由空客吸收，我国航空业中期运力引进或受阻，产生行业供给边际收紧。

## 我国航空需求韧性十足，全年票价提升可期

- 虽然近期全球航空业出现接连两次空难事件，但整体来看，包括 B737NG 的其余机型，飞行记录良好，对于航空整体需求负面影响较小，只需避开问题机型，航空出行安全性依然可以保证。

图表 4：各机型安全性比较

机型	致命事故率 (百万架次)	架次 (百万)	死亡率 (百万架次)	致命事故
波音767	0.30	18.60	5.50	6.00
空客330	0.27	7.41	1.99	2.00
波音777	0.24	8.33	2.01	3.00
空客320ceo	0.11	84.62	9.61	14.00
波音737NG/M AX	0.10	60.87	6.04	9.00
空客380	0	Unknown	0	0
波音787	0	Unknown	0	0

来源：AirSafe，国金证券研究所

- 观察春运和 2019 年前两月数据，我国民航需求韧性十足，为票价提升提供支撑。

2019 年春运于 3 月 1 日结束，根据交通运输部初步统计结果，春运期间，全国铁路、道路、水路、民航累计发送旅客 29.8 亿人次，相比去年增加 0.1 亿人次，基本持平。其中铁路发送旅客 4.1 亿人次，增长 7.4%；道路发送旅客 24.6 亿人次，下降 0.8%；水路发送旅客 0.41 亿人次，与去年持平；民航发送旅客 7288.2 万人次，增长 11.4%。

各出行方式中，航空出行增速依旧最快。节前民航旅客增速较为缓慢，春节假期期间，民航运送旅客 1258.6 万人次，同比增长 10.6%。不过由于今年春节较早，年后返工多出现在春运后期，民航旅客增速在元宵节（2 月 19 日）后出现小幅提升。整体来看，民航出行需求增长依旧稳定，并未出现明显下滑。

另外，近期航空公司陆续公布 2 月经营数据，2 月客座率均有明显上升，春运旺季航空需求维持高位。2 月国内线由于高基数以及春运排班较往年偏晚影响，ASK 增速较 1 月略有下滑，国航、南航、春秋、吉祥国内线 ASK 分别同增 4.3%、10.0%、9.4%、10.6%；但需求维持高位，RPK 分别同增 5.8%、13.0%、12.5%、13.1%，推动国内线客座率各航空公司均一扫 1 月阴霾，同比有较大幅度提高，国航、南航、春秋、吉祥国内线客座率分别同增 1.3pct、2.2pct、2.7pct、2.0pct，并且绝对值处于高位，接近 2018 年暑运旺季水平。2 月的良好表现拉动前两月累计国内客座率转正，国航、南航、春秋、吉祥 1-2 月累计国内线客座率分别同增 0.2pct、0.6pct、2.3pct、0.5pct。

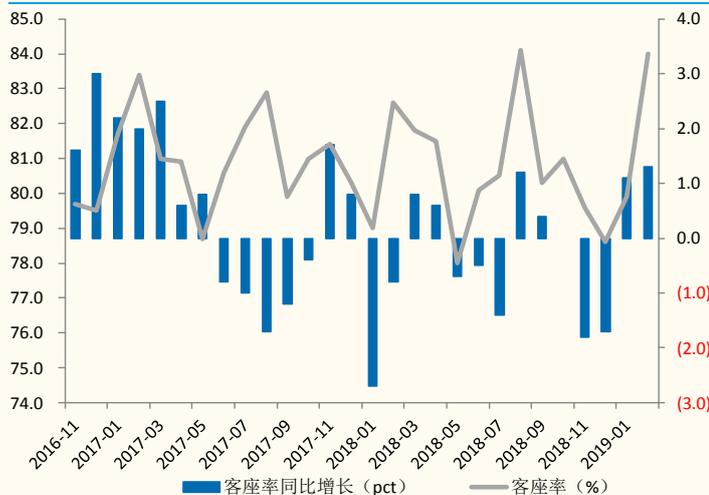
同时，各航空公司国际线依然坚挺，春节期间出境游火热，更多的居民选择出境旅游，2 月国航、南航、春秋国际线客座率均有明显提升，国航/南航/春秋分别同增 1.4pct/0.5pct/2.5pct。并且客座率绝对值位于高位，体现了国际出行的良好需求。吉祥前期撤回部分国际运力，重新投入仍然处于恢复阶段，国际线客座率同比下降 4.2pct。

国内与国际线需求旺盛，推动航空公司整体客座率提升。2 月国航、南航、春秋、吉祥整体客座率分别同增 1.3pct/1.7pct/2.7pct/0.8pct。

- 中长期来看，人均乘机次数相比民航发达国家依旧较低，虽然市场担心经济下行对航空需求产生影响，但民航发展空间巨大，将支撑民航需求在未来稳定增长，民航整体需求韧性十足。一季度或是度量航空需求的较好的观察窗口，短期可能存在的波动在于今年 3 月春运结束后，受到高基数以及淡季双重影响，航空数据或将明显下滑，需要跟踪 4 月数据，验证航空

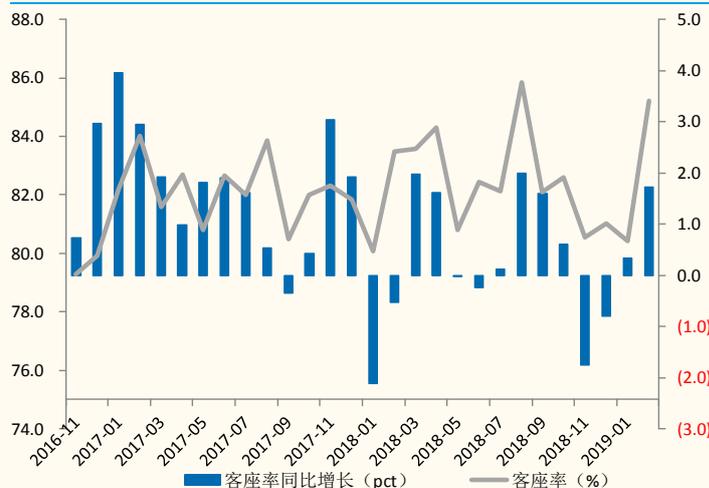
需求韧性。我们认为航空需求明显下滑可能性较小，将支撑全年票价有明显提升。

图表 5：中国国航整体客座率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：南方航空整体客座率



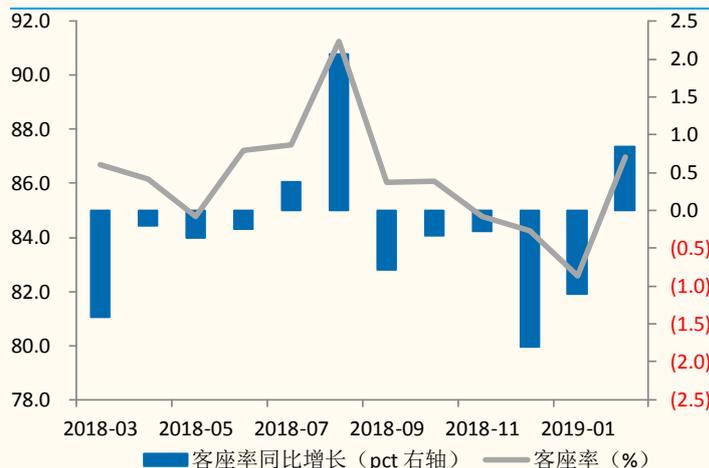
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：春秋航空整体客座率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：吉祥航空整体客座率



来源：公司公告，国金证券研究所

### 投资建议

- 我们认为狮航与埃航空难事件，短期内航司通过航班航线的重新编排，我国航空供给存量市场受到此次 B737MAX-8 停飞影响有限，停飞影响或主要在于中期运力引进的延迟，产生行业供给边际收紧。

我国民航需求韧性十足，数据并未表现出需求有明显下滑迹象，航空公司仍将享受明显的旺季红利，而淡季由于运力引进受阻，航司更有可能在淡季控制运力投放，淡季供需或将较往年更优，推动全年票价提升。

扰动因素方面，新租赁准则将提升航司杠杆率水平和汇率敏感性，提高航空β属性，2019Q1 航空煤油出厂价均价 4756 元/吨，同降 2%。整体来看，由于汇率升值以及油价同比小幅下滑，并且预计 Q1 收益水平小幅提升，我们测算三大航 Q1 业绩或有明显改善，同增超过 30%。并且 Q2 之后，成本端压力有望进一步释放，航空公司业绩弹性将进一步体现。**重点推荐三大航：东方航空、中国国航、南方航空。**目前三大航 PB 仍仅为 1.5 倍左右，业绩存在支撑，有超预期可能，若中美谈判和汇率向更有利的方向发展，航空β属性将进一步放大。

**图表 9：重点推荐公司估值表**

公司	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
中国国航	9.60	0.54	0.38	0.65	0.72	25	15	13	买入
东方航空	6.21	0.44	0.22	0.64	0.84	28	10	7	买入
南方航空	8.25	0.60	0.25	0.54	0.71	34	15	12	买入
春秋航空	35.30	1.58	1.51	2.26	2.79	23	16	13	买入
吉祥航空	13.36	0.74	0.77	0.96	1.29	17	14	10	买入

\*股价为2019年3月14日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

- **飞机延迟交付低于预期。**若调查结果证明两次空难事件无关，波音只需递交适航补充材料即可复飞，并且订单将如期交付，破坏供给边际收紧的逻辑。
- **航空需求因空难有明显下滑。**需求下滑将使票价上涨失去支撑，航空公司业绩增长将低于预期。
- **油价和汇率大幅波动。**若油价加速攀升或人民币继续贬值，将再次侵蚀航空股业绩。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH