

航空运输

证券研究报告

2019年03月17日

前两月需求高增长，后续供给持续收紧刺激运价复苏

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

- 1 《航空运输-行业研究简报:汇兑燃油两端受益，中美和谈后加注航空!》 2019-02-24
- 2 《航空运输-行业点评:需求突破六亿人次，国际线助力客座率跌幅收窄》 2019-01-16
- 3 《航空运输-行业点评:新机场转场及时刻配置政策出炉，一市两场如何演进?》 2019-01-04

事件

六家 A 股上市航空公司披露 2 月运营数据，我们根据航空公司数据测算，全民航 2 月 ASK 同比增长 10.2%，RPK 同比增长 11.5%，旅客运输量同比增长 11.1%，客座率高达 85.9%，同比提高 1.0pct；1-2 月 ASK 累计同比增长 12.9%，RPK 累计同比增长 14.1%，旅客运输量累计同比增长 12.9%，客座率 83.7%，累计同比增长 0.9pct。需求维持高增长。

三大航整体表现优异，春秋客座率提升幅度最大

分公司来看，三大航整体表现相对优异，国航、南航、东航前两个月客座率分别同比提高 1.1pct、1.0pct、1.6pct，其中国际客座率均同比提高 2 个百分点左右，表现优于国内；小航空公司方面，春秋航空数据表现亮眼，前两个月整体客座率提高 3.1pct，其中国际客座率同比大幅提高 5.7pct。

波音飞机停飞或导致短期供给受到影响，成本冲击相对有限

3 月 10 日埃航 ET302 航班失事，涉事机型 B737MAX8 目前遭全球停飞。我国目前共运营 B737MAX8 机型飞机共 96 架，占我国客机机队总量的 2.8%，即便航司或通过调机等方式弥补供给缺口，其对短期供给仍将产生影响。此外，事件发酵可能影响后续订单交付，对民航供给产生进一步抑制。飞机停场带来的增量成本仅包括停场费、固定资产折旧、固定薪酬及临时的调机费用等，并不涉及占成本比例较高的航油、按照飞行小时数计的飞行员空乘薪酬、航食、起降费、民航发展基金，增量成本有限。

海航流动性问题未解或导致供给进一步降速

3 月 15 日海航公告因国泰租赁有限公司与海航集团、大新华航空等合同纠纷一案宣判，其第一大股东大新华航空及海航集团持有的公司股份遭到冻结，合计冻结股本占公司总股本的 27.81%，冻结时间长达三年。这或意味着海航系公司流动性问题暂未完全解决，可能导致海航运力引进降速，为行业供给收紧的逻辑加码。

夏秋季时刻仍将收到管制，看好运价复苏

民航局停飞 B737MAX 突出了对安全底线的极度重视，也强化了“控总量、调结构”的逻辑。3 月 31 日民航即将迎来夏秋航季，时刻表即将公布，我们认为时刻增量仍将被严控。未来随着航司在计划时刻总量整体偏紧的基础上超额创造供给的能力边际收窄，同时需求持续增长，运价改革不断突破，票价水平终将回归正轨。

投资建议

目前航空股 PB 估值仍处于历史下五分之一区间，且市场对后续运价表现预期并不算高。我们认为在供给持续紧张，需求持续增长，票价改革持续发力的刺激下，后续运价表现可能超预期。当前油价及汇率表现明显优于去年，看好 EPS 修复及价格超预期叠加，继续推荐三大航，春秋、吉祥。

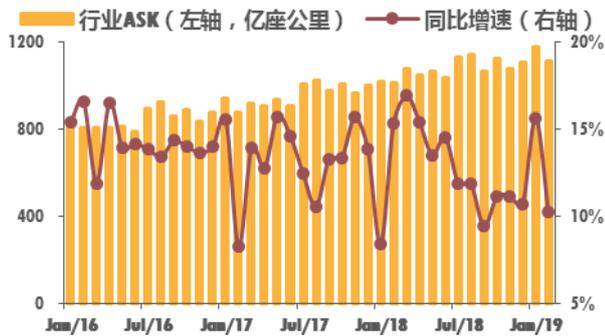
风险提示：宏观经济下滑超预期，油价上涨，汇率贬值，安全事故



1. 各航司二月运营数据公布，民航需求维持高增长

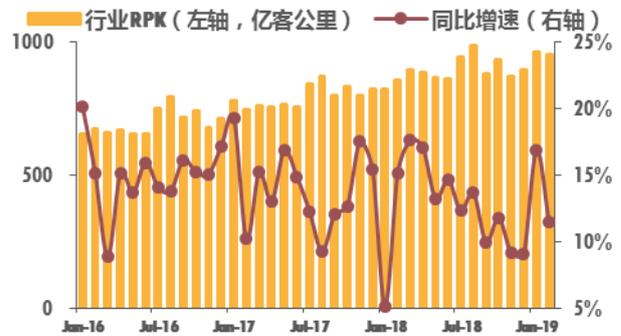
六家 A 股上市航空公司披露 2 月运营数据，我们根据航空公司数据测算，全民航 2 月 ASK 同比增长 10.2%，RPK 同比增长 11.5%，旅客运输量同比增长 11.1%，客座率高达 85.9%，同比提高 1.0pct；1-2 月 ASK 累计同比增长 12.9%，RPK 累计同比增长 14.1%，旅客运输量累计同比增长 12.9%，客座率 83.7%，累计同比增长 0.9pct。需求维持高增长。

图 1：民航 ASK 及同比增速



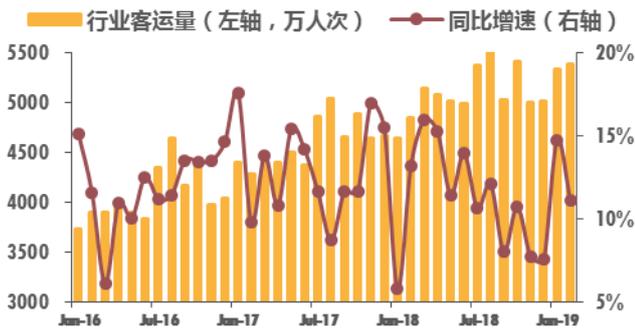
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：民航 RPK 及同比增速



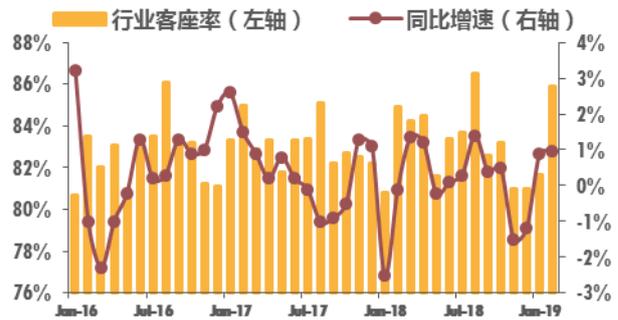
资料来源：公司公告，天风证券研究所

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. 三大航整体表现优异，春秋客座率提升幅度最大

分公司来看，三大航整体表现相对优异，国航、南航、东航前两个月客座率分别同比提高 1.1pct、1.0pct、1.6pct，其国际客座率均同比提高 2 个百分点左右，表现优于国内；小航空公司方面，春秋航空数据表现亮眼，前两个月整体客座率提高 3.1pct，其国际客座率同比大幅提高 5.7pct。

表 1：2 月各公司总体增速表现

2 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	6.1%	10.1%	8.9%	14.2%	10.8%	11.6%
RPK 增速	7.8%	12.8%	10.9%	13.1%	14.1%	12.7%
旅客运输量增速	6.9%	10.6%	10.7%	11.8%	14.5%	16.4%
客座率	84.0%	85.2%	84.4%	87.3%	94.1%	87.0%
客座率变动	1.3%	1.7%	1.6%	-0.8%	2.7%	0.8%
1-2 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	8.0%	12.8%	12.6%	15.5%	11.1%	16.7%
RPK 增速	9.5%	14.6%	14.9%	15.2%	15.0%	16.4%
旅客运输量增速	9.2%	12.3%	13.9%	12.6%	15.1%	19.6%
客座率	81.8%	82.8%	82.5%	85.5%	92.1%	84.7%
客座率变动	1.1%	1.0%	1.6%	-0.2%	3.1%	-0.2%

表 2：2 月各公司国内线增速表现

2 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	4.3%	10.1%	11.5%	11.7%	9.4%	10.6%
RPK 增速	5.8%	13.1%	14.8%	12.9%	12.5%	13.1%
旅客运输量增速	5.3%	10.7%	12.0%	11.4%	12.3%	15.5%
客座率	86.1%	85.6%	85.5%	91.3%	94.8%	88.1%
客座率变动	1.3%	2.2%	2.5%	0.9%	2.7%	2.0%
1-2 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	7.3%	12.8%	16.0%	12.7%	9.4%	15.9%
RPK 增速	7.5%	13.6%	17.7%	13.7%	11.7%	16.6%
旅客运输量增速	7.4%	11.8%	14.6%	11.9%	11.9%	18.9%
客座率	82.7%	82.4%	82.7%	89.4%	92.5%	85.4%
客座率变动	0.2%	0.6%	1.2%	0.8%	1.9%	0.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：2 月各公司国际线增速表现

2 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.1%	11.7%	4.2%	24.2%	11.3%	15.6%
RPK 增速	11.0%	12.2%	4.4%	14.6%	14.5%	10.0%
旅客运输量增速	14.9%	9.6%	4.3%	20.8%	17.8%	22.6%
客座率	80.8%	84.8%	82.8%	73.7%	92.8%	83.1%
客座率变动	1.4%	0.4%	0.2%	-6.2%	2.5%	-4.2%
1-2 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	8.9%	14.5%	6.9%	26.1%	13.2%	19.9%
RPK 增速	12.2%	16.9%	10.1%	21.8%	20.6%	15.0%
旅客运输量增速	17.2%	14.8%	10.5%	25.4%	22.9%	25.1%
客座率	80.4%	84.0%	82.2%	72.9%	91.3%	82.0%
客座率变动	2.3%	1.8%	2.4%	-2.5%	5.7%	-3.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 波音飞机停飞或导致短期供给受到影响，成本冲击相对有限

3月10日埃航ET302航班失事，涉事机型B737MAX8目前遭全球停飞。我国目前共运营B737MAX8机型飞机共96架，占我国客机机队总量的近3%，即便航司或通过调机等方式弥补供给缺口，其对短期供给仍将产生影响。此外，事件发酵可能影响后续订单交付，对民航供给产生进一步抑制。飞机停场带来的增量成本仅包括停场费、固定资产折旧、固定薪酬及临时的调机费用等，并不涉及占成本比例较高的航油、按照飞行小时数计的飞行员空乘薪酬、航食、起降费、民航发展基金，增量成本有限。

表4：我国B737MAX8机队（架）

	B737MAX8	机队总量	B737MAX8占比
国航	15	403	3.7%
深航	5	188	2.7%
昆明航	2	26	7.7%
南航	24	600	4.0%
厦航	10	167	6.0%
东航	3	534	0.6%
上航	12	103	11.7%
海航	11	245	4.5%
祥鹏航	3	53	5.7%
福州航	2	18	11.1%
其他	9	-	
全民航合计	96	2018年末 3449	2.8%

资料来源：民航休闲小站，天风证券研究所

表5：各航司2017年成本构成

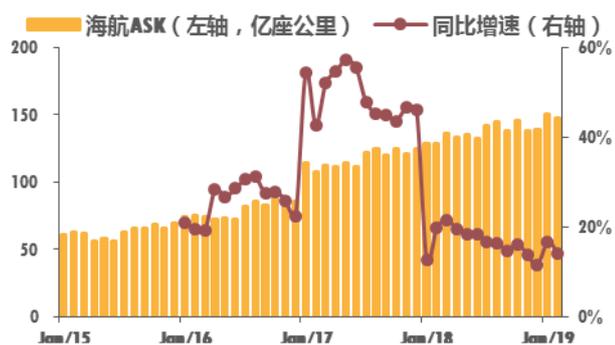
成本（亿）	国航	占比	南航	占比	东航	占比
航油	284.09	28.3%	318.95	28.6%	251.31	27.8%
职工薪酬	171.34	17.1%	178.78	16.0%	116.78	12.9%
折旧	129.72	12.9%	125.75	11.3%	124.46	13.8%
起降	138.63	13.8%	149.10	13.3%	132.54	14.7%
维修	62.13	6.2%	77.92	7.0%	53.46	5.9%
租赁		0.0%	80.22	7.2%	43.18	4.8%
餐食	34.62	3.5%	33.79	3.0%	30.9	3.4%
其他	182.44	18.2%	152.36	13.6%	150.22	16.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 海航流动性问题未解或导致供给进一步降速

3月15日海航公告因国泰租赁有限公司与海航集团、大新华航空等合同纠纷一案宣判，其第一大股东大新华航空及海航集团持有的公司股份遭到冻结，合计冻结股本占公司总股本的27.81%，冻结时间长达三年。这或意味着海航系公司流动性问题暂未完全解决，可能导致海航运力引进降速，为行业供给收紧的逻辑加码。

图 5：海航 ASK 增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年海航新并表天津航空等，数据不可比

图 6：海航以 RPK 计市占率

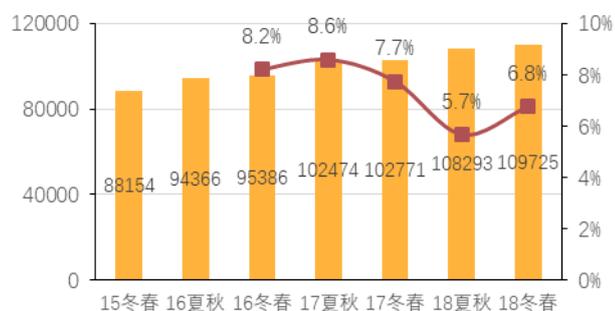


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 夏秋季时刻仍将收到管制，看好运价复苏

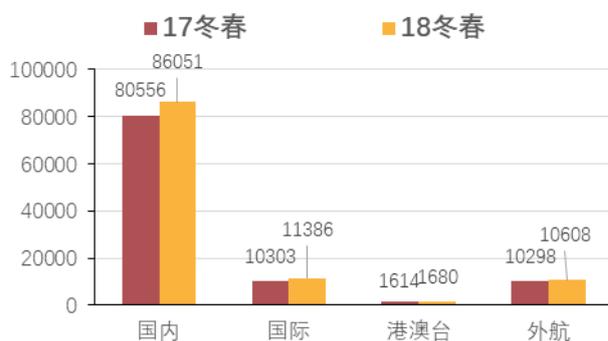
民航局停飞 B737MAX 突出对安全底线的极度重视，也强化了“控总量、调结构”的逻辑。3 月 31 日民航即将迎来夏秋航季，时刻表即将公布，我们认为时刻增量仍将被严控。未来随着航司在计划时刻总量整体偏紧的基础上超额创造供给的能力边际收窄，同时需求持续增长，运价改革不断突破，票价水平终将回归正轨。

图 7：2018 夏秋航季计划周航班总量 (个) 同比增速



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 8：分项时刻总量 (个) 变化



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

3. 投资建议

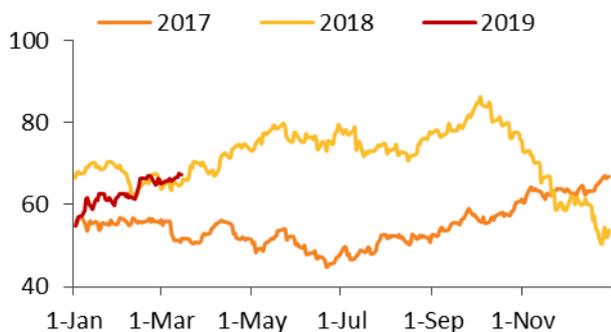
目前航空股 PB 估值仍处于历史下五分之一区间，且目前市场对后续运价表现预期并不高。我们认为在供给持续紧张，需求持续增长，票价改革持续发力的刺激下，后续运价表现可能超预期。当前油价及汇率表现明显优于去年，看好 EPS 修复及价格超预期叠加，继续推荐三大航，春秋、吉祥。

图 9：各航空公司 PB 估值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：布油价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

宏观经济下滑超预期，油价上涨，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	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