

交通运输

证券研究报告

2019年03月22日

时刻略有放量，执行率触顶压缩供给空间

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 《交通运输-行业研究周报:波音事件影响航空供给, 1-2月快递单量增速22%》2019-03-17
- 2 《交通运输-行业研究周报:行业景气一线更优, 看好快递板块升温》2019-03-10
- 3 《交通运输-行业专题研究:两会减税预期再起, 多版本下谁能收益?》2019-03-04

事件

2019年民航夏秋航季时刻表公布, 我们测算夏秋季每周正班离港航班时刻量为118029个, 同比提高9.0%, 其中国内航班时刻量92544个, 同比增长9.0%, 国际航班时刻数量12493个, 同比增长12.9%, 港澳台航班时刻数量1832个, 同比增长9.7%, 外航时刻数量11160个, 同比增长5.1%。

时刻增速有所加快, 夜班时刻显著增加

相比于过去三个航季, 2019夏秋季时刻有所放量。分结构来看, 一线机场时刻依然紧张, 前十大机场时刻增速3.2%, 小机场有所放量, 其中2018年吞吐量排名五十名-一百名机场时刻增量30.1%, 一百名以后机场增速25.7%。此外, 我国夜班时刻显著增加, 同比增速20.7%, 我们测算如扣除夜班离港时刻, 全民航时刻增速同比增长8.4%。

核心机场中白云深圳有所放量, 二者国际线增速更快

上市机场中, 白云机场及深圳机场时刻有明显放量, 上海机场、首都机场时刻几无变化。白云机场周计划航班数量同比提高6.6%, 深圳机场同比提高5.7%, 时刻结构方面, 二者夜班航班都明显增加, 如剔除0-6点离港到港航班, 时刻同比增长分别为3.8%、3.5%, 此外, 白云、深圳机场国际线时刻量均有明显增长, 其中白云机场增速为10.1%, 深圳机场为21.9%。

小航司可用时刻恢复或修复估值

分航空公司来看, 三大航时刻增量整体有所提高, 海航增速远不及16-17年增速水平, 民营航司时刻增速恢复至15%左右。对于春秋、吉祥而言, 这或意味着业务成长性有所恢复, 持续压制估值的变量得到边际改善。

执行率触顶, 737MAX停飞, 夏秋季供给仍整体可控

过去一年半时间民航时刻全面收紧, 航空公司的时刻执行率已经逼近天花板, 即便夏秋季时刻增速有所提速, 在时刻执行率难有明显提升空间的情况下, 供给增速仍难大幅回升。目前B737MAX8机型全面停飞, 占我国客机机队数量的近3%, 如该机型飞机离场时间跨度及后续飞机延迟交付跨度超预期, 则仍将从机队层面刚性缩减供给, 因此我们认为供给端仍整体可控。且如运力不足, 航空公司将优先抽调低收益品质航线运力去满足高收益品质航线的运力需求, 在一线机场时刻仍整体受管控的夏秋季将放大价格弹性。

海航不确定性及民航发展基金降费或带来后续催化剂

海航集团及大新华航空持有的海航控股股票被冻结, 冻结股本占总股本的27.81%, 这或意味着海航系公司流动性问题暂未完全解决, 可能导致运力引进降速, 利于行业供给收紧。此外, 民航局传达学习两会减负降费精神, 提出在减税降费方面, 要加快协调推进降低航空公司的民航发展基金征收标准。我国航空公司端负担的民航发展基金占营业成本的3%左右, 如费率下降, 将显著利好航司业绩改善。

投资建议

当前油价汇率走势相比去年同期具备明显优势, 且考虑到供给仍整体可控, 及潜在利好刺激, 叠加较低的市场预期, 我们认为航空股基本面演进仍大概率超预期, 继续推荐三大航、春秋、吉祥。

风险提示: 宏观经济超预期下滑, 油价上涨, 汇率贬值, 安全事故



1. 事件

2019 年民航夏秋航季时刻表公布,我们测算夏秋季每周正班离港航班时刻量为 118029 个,同比提高 9.0%, 其中国内航班时刻量 92544 个, 同比增长 9.0%, 国际航班时刻数量 12493 个, 同比增长 12.9%, 港澳台航班时刻数量 1832 个, 同比增长 9.7%, 外航时刻数量 11160 个, 同比增长 5.1%。

表 1: 各航季民航周计划班次量 (个)

航季	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋	2015 冬春
国内	92544	86051	84934	80556	80501	74466	74379	68474
国际	12493	11386	11069	10303	10391	9887	9481	9356
港澳台	1832	1680	1670	1614	1594	1558	1846	1805
外航	11160	10608	10620	10298	9988	9475	8660	8519
合计	118029	109725	108293	102771	102474	95386	94366	88154
YOY	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋	2015 冬春
国内	9.0%	6.8%	5.5%	8.2%	8.2%	8.8%		
国际	12.9%	10.5%	6.5%	4.2%	9.6%	5.7%		
港澳台	9.7%	4.1%	4.8%	3.6%	-13.7%	-13.7%		
外航	5.1%	3.0%	6.3%	8.7%	15.3%	11.2%		
合计	9.0%	6.8%	5.7%	7.7%	8.6%	8.2%		

资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

2. 点评

2.1. 时刻增速有所加快, 夜班时刻显著增加

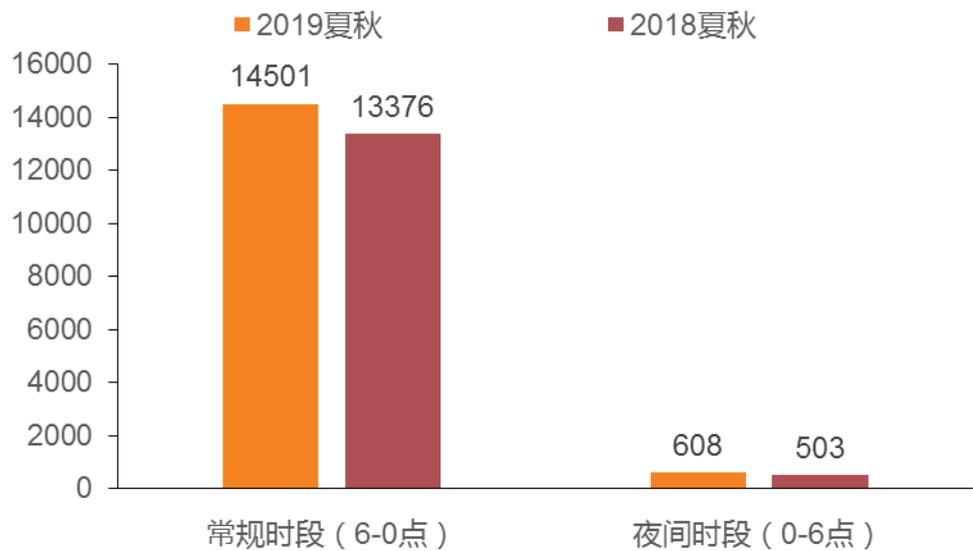
相比于过去三个航季, 2019 夏秋季时刻有所放量。分结构来看, 一线机场时刻依然紧张, 前十大机场时刻增速 3.2%, 小机场有所放量, 其中 2018 年吞吐量排名五十名-一百名机场时刻增量 30.1%, 一百名以后机场增速 25.7%。此外, 我国夜班时刻显著增加, 同比增速 20.7%, 我们测算如扣除夜班离港时刻, 全民航时刻增速同比增长 8.4%。

表 2: 各类别机场周计划时刻量 (个) 及同比增速

	2019 夏秋合计	2018 夏秋合计	YOY
前十大机场	80373	77855	3.2%
十一至二十	40318	38248	5.4%
二十至三十	27462	25479	7.8%
三十至五十	31476	27880	12.9%
五十至一百	19471	14962	30.1%
一百名以后	12501	9948	25.7%

资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

图 1：新航季夜间航班明显放量



资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

2.2. 核心机场中白云深圳有所放量，二者国际线增速更快

上市机场中，白云机场及深圳机场时刻有明显放量，上海机场、首都机场时刻几无变化。白云机场周计划航班数量同比提高 6.6%，深圳机场同比提高 5.7%，时刻结构方面，二者夜班航班都明显增加，如剔除 0-6 点离港到港航班，时刻同比增长分别为 3.8%、3.5%，此外，白云、深圳机场国际线时刻量均有明显增长，其中白云机场增速为 10.1%，深圳机场为 21.9%。

表 3：上市机场周平均计划班次（个）及同比增速

	2019 夏秋合计	2018 夏秋合计	YOY
北京/首都	12368	12343	0.2%
上海/浦东	10971	10898	0.7%
广州/白云	10042	9424	6.6%
深圳/宝安	7584	7178	5.7%
厦门/高崎	4031	3941	2.3%

资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

图 2：首都机场时刻分布



资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

图 3：上海机场时刻分布



资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

图 4：白云机场时刻分布



资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

图 5：深圳机场时刻分布



资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

表 4：各上市机场国内国际周计划航班量（个）汇总

机场	2019 夏秋合计	2018 夏秋	2018 冬春合计
国内航线			
北京/首都	9258	9139	1.3%
上海/浦东	5318	5132	3.6%
广州/白云	7276	6912	5.3%
深圳/宝安	6414	6218	3.2%
厦门/高崎	3459	3393	1.9%
国际航线			
北京/首都	3110	3204	-2.9%
上海/浦东	5653	5766	-2.0%
广州/白云	2766	2512	10.1%
深圳/宝安	1170	960	21.9%
厦门/高崎	572	548	4.4%

资料来源：Pre-flight, 天风证券研究所

2.3. 民营航司可用时刻数量增速恢复或修复估值

分航空公司来看，三大航时刻增量整体有所提高，海航增速远不及 16-17 年增速水平，民营航司时刻增速恢复至 15%左右。对于春秋、吉祥而言，这或意味着业务成长性有所恢复，持续压制估值的变量得到边际改善。

表 5：各上市公司口径周计划班次量（个）及同比增速

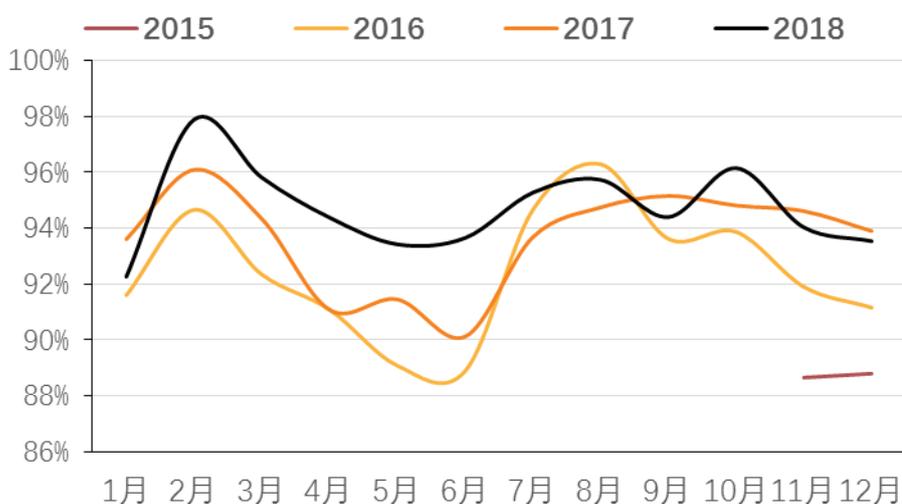
总量	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	17209	16163	15948	15344	15184	14447	14842	14067
南航	23696	21981	22001	20608	21061	19891	20728	19527
东航	20652	19424	18953	18411	18302	17803	17622	16893
海航	14227	13086	13246	12416	12761	11084	10502	9609
川航	4562	4335	4140	3889	3900	3754	3542	3514
山航	4772	4388	4422	3978	4472	3784	3915	3350
春秋	2896	2512	2520	2274	2258	2086	1912	1872
吉祥	3419	3091	2924	2747	2440	2246	2000	1903
华夏	2296	1964	2001	1704	1468	1492	1332	1118
YOY	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	7.9%	5.3%	5.0%	6.2%	2.3%	2.7%		
南航	7.7%	6.7%	4.5%	3.6%	1.6%	1.9%		
东航	9.0%	5.5%	3.6%	3.4%	3.9%	5.4%		
海航	7.4%	5.4%	3.8%	12.0%	21.5%	15.4%		
川航	10.2%	11.5%	6.2%	3.6%	10.1%	6.8%		
山航	7.9%	10.3%	-1.1%	5.1%	14.2%	13.0%		
春秋	14.9%	10.5%	11.6%	9.0%	18.1%	11.4%		
吉祥	16.9%	12.5%	19.8%	22.3%	22.0%	18.0%		
华夏	14.7%	15.3%	36.3%	14.2%	10.2%	33.5%		

资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

2.4. 执行率触顶，737MAX 停飞，夏秋季供给仍整体可控

过去一年半时间民航时刻全面收紧，航空公司的时刻执行率已经逼近天花板，即便夏秋季时刻增速有所提速，在时刻执行率难有明显提升空间的情况下，供给增速仍难大幅回升。目前 B737MAX8 机型全面停飞，占我国客机机队数量的近 3%，如该机型飞机离场时间跨度及后续飞机延迟交付跨度超预期，则仍将从机队层面刚性缩减供给，因此我们认为供给端仍整体可控。且如运力不足，航空公司将优先抽调低收益品质航线运力去满足高收益品质航线的运力需求，在一线机场时刻仍整体受管控的夏秋季将放大价格弹性。

图 6：前十五大机场时刻执行率测算



资料来源：Wind，Pre-flight，天风证券研究所

表 6：我国 B737MAX8 机型汇总

	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 7：三大航 B737 机队交付规划

三大航机队规划	机型 B737	
	2019	2020
航空公司		
国航	34	31
南航	45	51
东航	26	

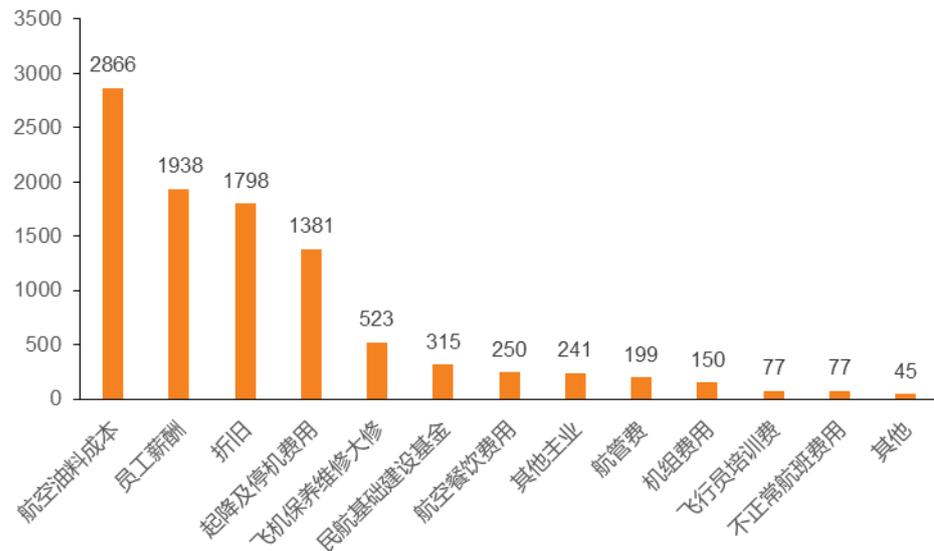
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：南航明确 2019 年引进 B737 机型全部为 B737-MAX，近两年即将交付我国的 737 机队机型大部分为 B737MAX8。

2.5. 海航不确定性及民航发展基金降费或带来后续催化剂

海航集团及大新华航空持有的海航控股股票被冻结，冻结股本占总股本的 27.81%，这或意味着海航系公司流动性问题暂未完全解决，可能导致运力引进降速，利于行业供给收紧。此外，民航局传达学习两会减负降费精神，提出在减税降费方面，要加快协调推进降低航空公司的民航发展基金征收标准。我国航空公司端负担的民航发展基金占营业成本的 3% 左右，如费率下降，将显著利好航司业绩改善。

图 7：吉祥航空 2017 年成本构成（百万元），民航发展基金占比为 3.2%



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议

当前油价汇率走势相比去年同期具备明显优势，且考虑到供给仍整体可控，及潜在利好刺激，叠加较低的市场预期，我们认为航空股基本面演进仍大概率超预期，继续推荐三大航、春秋、吉祥。

图 8：国际油价（布油，美元/桶）走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：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

宏观经济超预期下滑，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