

航空运输

证券研究报告

2019年04月17日

错期及停飞致增速下降，三大航 Q1 客座率历史新高

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-行业点评:民航发展基金收取标准减半,航空股再迎重大利好》 2019-04-03
- 2 《航空运输-行业点评:B737MAX 适航认证暂停,持续扩大供给缺口》 2019-03-26
- 3 《航空运输-行业点评:前两月需求高增长,后续供给持续收紧刺激运价复苏》 2019-03-17

事件

六家 A 股上市航空公司披露 3 月运营数据,我们根据航空公司数据测算,全民航 3 月 ASK 同比增长 7.0%, RPK 同比增长 5.0%, 旅客运输量同比增长 4.1%, 客座率 83.2%, 同比下降 1.2pct; 一季度 ASK 累计同比增长 10.9%, RPK 累计同比增长 11.2%, 旅客运输量累计同比增长 9.9%, 客座率 83.6%, 累计同比增长 0.2pct。

错期及停飞导致增速下降,三大航 Q1 客座率创历史新高

2018 年春运最后一天落于 3 月 12 日, 2019 年为 3 月 1 日, 因此 3 月客座率下降主要由春运错期导致, 此外, 自 3 月 11 日起 B737MAX 全面停场, 即便是在淡季也对民航供给产生一定影响。与此同时, 需求端依旧保持良好增长势头, 旅客量增长接近 10%, 且不同于 2018 年底同比下滑超 1 个百分点的客座率表现, 我们测算一季度全民航客座率实现提升, 其中三大航整体客座率达到 82.3%, 创一季度历史新高。小航空公司方面, 春秋航空表现优异, 客座率逆转 2018 年上半年颓势, 单月客座率大幅提升 2.8pct, 一季度累计提升 3.0pct。

一季度国际线旅客量增速 16.7%, 表现明显优于国内线

一季度我国民航国际线表现明显优于国内线, 其中国内、国际线旅客量增速分别为 9.0%、16.7%。客座率方面, 除海航和吉祥国际线客座率有所下滑外, 其余各航司一季度国际线客座率表现均显著优于国内, 其中三大航国际线客座率平均提高 1.4 个百分点, 春秋航空则大幅提高 5.3 个百分点; 而国内线方面, 除春秋航空客座率明显提高 1.8 个百分点外, 其余各航司国内线客座率整体基本与去年同期持平。

波音 B737MAX 飞机全面停飞及适航认证暂停, 价格酝酿向上弹性

3 月 10 日埃航 ET302 航班失事, 涉事机型 B737MAX8 目前遭全球停飞, 并遭我国暂停适航审批。我国目前共运营 B737MAX8 机型飞机共 96 架, 占 2018 年底客机机队总量的 2.8%, 3 月 ASK 增速大幅下降在一定程度上说明短期供给已经受到一定影响。随着后续订单交付全面推迟, 旺季的临近及到来将导致供需缺口持续扩大, 配合票价改革政策推进, 运价向上弹性积累。

B737MAX 停飞时间跨度或超预期

民航局 4 月新闻发布会提及 B737MAX 机型复飞需同时满足三个条件, 第一是要查明飞机设计的适航符合性; 第二是要确保有关安全措施得到贯彻落实; 第三是要与事故调查结论密切关联。考虑到事故调查最终结论尚需进一步调查、美国各大型航司推迟 B737 运营最早到七月初, 最迟已到八月中下旬、民航局对运行安全的绝对要求带来的严苛飞行员培训以及潜在的大国博弈, 我们认为 B737MAX 停飞带来的影响在时间上可能持续超市场预期。

投资建议——市场或低估 B737MAX 停飞带来的价格弹性, 继续推荐

在 2017 年底时刻收紧, 民航供给在软件层面受到约束时, 市场预期亢奋, 而在 B737MAX 机队全面停飞及推迟交付, 硬件层面出现确定性供给缺口的当下, 市场对运价的预期反而尚不算高, 存在预期差。我们认为随着时间推移, 价格弹性终将释放, 继续推荐三大航, 春秋、吉祥。

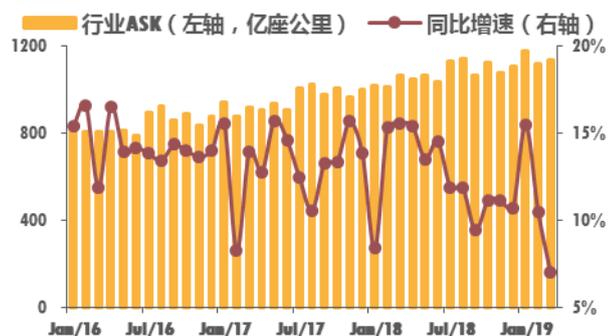
风险提示: 宏观经济下滑超预期, 油价上涨, 汇率贬值, 安全事故



1. 各航司三月运营数据公布，客座率实现正增长

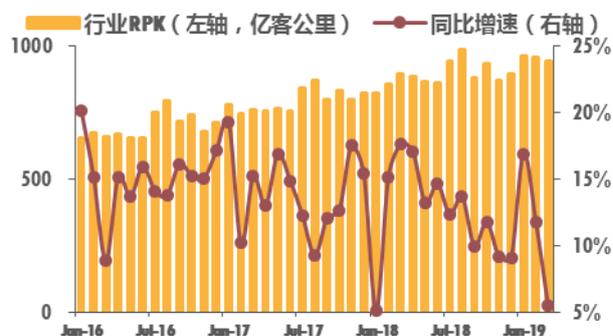
六家 A 股上市航空公司披露 3 月运营数据，我们根据航空公司数据测算，全民航 3 月 ASK 同比增长 7.0%，RPK 同比增长 5.0%，旅客运输量同比增长 4.1%，客座率 83.2%，同比下降 1.2pct；一季度 ASK 累计同比增长 10.9%，RPK 累计同比增长 11.2%，旅客运输量累计同比增长 9.9%，客座率 83.6%，累计同比增长 0.2pct。

图 1：民航 ASK 及同比增速



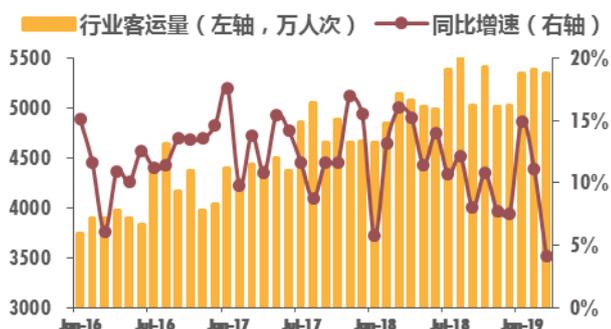
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：民航 RPK 及同比增速



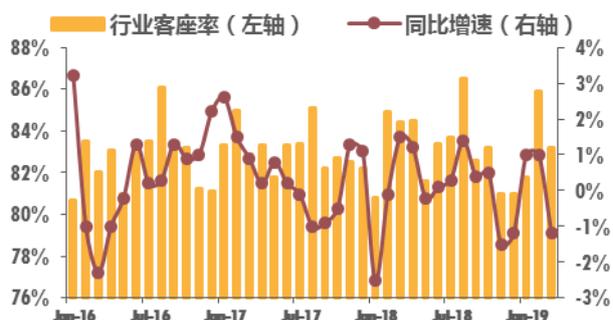
资料来源：公司公告，天风证券研究所

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. 错期及停飞导致增速下降，三大航 Q1 客座率创历史新高

2018 年春运最后一天落于 3 月 12 日，2019 年为 3 月 1 日，因此 3 月客座率下降主要由春运错期导致，此外，自 3 月 11 日起 B737MAX 全面停场，即便是在淡季也对民航供给产生一定影响。与此同时，需求端依旧保持良好增长势头，旅客量增长接近 10%，且不同于 2018 年底同比下滑超 1 个百分点的客座率表现，我们测算一季度全民航客座率实现提升，其中三大航整体客座率达到 82.3%，创一季度历史新高。小航空公司方面，春秋航空表现优异，客座率逆转 2018 年上半年颓势，单月客座率大幅提升 2.8pct，一季度累计提升 3.0pct。

表 1：3 月各公司总体增速表现

3 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	4.0%	7.3%	7.5%	7.6%	5.2%	10.3%
RPK 增速	2.6%	6.8%	6.6%	2.8%	8.4%	9.8%
旅客运输量增速	1.1%	4.1%	5.4%	2.5%	8.0%	11.5%
客座率	80.7%	83.2%	82.7%	82.8%	92.4%	86.2%
客座率变动	-1.1%	-0.5%	-0.7%	-3.8%	2.8%	-0.5%
1-3 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	6.6%	11.3%	10.9%	12.3%	9.0%	14.5%
RPK 增速	7.0%	11.9%	12.0%	10.5%	12.7%	14.1%
旅客运输量增速	6.4%	9.4%	10.9%	9.1%	12.6%	16.8%
客座率	81.4%	82.9%	82.6%	84.6%	92.2%	85.2%
客座率变动	0.3%	0.5%	0.8%	-1.4%	3.0%	-0.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 一季度国际线旅客量增速 16.7%，表现明显优于国内线

一季度我国民航国际线表现明显优于国内线，其中国内、国际线旅客量增速分别为 9.0%、16.7%。客座率方面，除海航和吉祥国际线客座率有所下滑外，其余各航司一季度国际线客座率表现均显著优于国内，其中三大航国际线客座率平均提高 1.4 个百分点，春秋航空则大幅提高 5.3 个百分点；而国内线方面，除春秋航空客座率明显提高 1.8 个百分点外，其余各航司国内线客座率整体基本与去年同期持平。

表 2：3 月各公司国内线增速表现

3 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	0.7%	5.8%	9.5%	3.7%	1.4%	9.7%
RPK 增速	-1.8%	4.6%	8.3%	1.5%	3.2%	8.9%
旅客运输量增速	-2.1%	3.0%	5.5%	9.9%	3.2%	9.9%
客座率	81.9%	83.0%	84.1%	88.3%	93.1%	86.9%
客座率变动	-2.0%	-1.0%	-0.9%	-1.9%	1.7%	-0.6%
1-3 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	5.0%	10.4%	13.8%	9.1%	6.6%	13.8%
RPK 增速	4.2%	10.4%	14.4%	9.0%	8.7%	13.9%
旅客运输量增速	4.1%	8.7%	11.4%	6.3%	8.8%	15.7%
客座率	82.4%	82.6%	83.2%	89.0%	92.7%	85.9%
客座率变动	-0.6%	0.0%	0.5%	-0.1%	1.8%	0.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：3 月各公司国际线增速表现

3 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	8.7%	11.0%	4.1%	20.9%	10.8%	12.7%
RPK 增速	8.8%	11.7%	3.2%	8.0%	16.8%	12.9%
旅客运输量增速	15.6%	11.2%	4.3%	18.1%	19.0%	22.3%
客座率	78.7%	83.8%	79.9%	66.6%	90.9%	82.7%
客座率变动	0.1%	0.5%	-0.7%	-8.0%	4.6%	0.2%
1-3 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	8.8%	13.4%	5.9%	24.2%	12.5%	17.5%
RPK 增速	11.0%	15.2%	7.8%	16.9%	19.3%	14.3%
旅客运输量增速	16.7%	13.6%	8.4%	22.9%	21.5%	24.2%
客座率	79.8%	83.9%	81.5%	70.7%	91.2%	82.2%
客座率变动	1.5%	1.3%	1.4%	-4.4%	5.3%	-2.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 波音 B737MAX 飞机全面停飞及适航认证暂停，价格酝酿向上弹性

3 月 10 日埃航 ET302 航班失事，涉事机型 B737MAX8 目前遭全球停飞，并遭我国暂停适航审批。我国目前共运营 B737MAX8 机型飞机共 96 架，占 2018 年底客机机队总量的 2.8%，3 月 ASK 增速大幅下降在一定程度上说明短期供给已经受到一定影响。随着后续订单交付全面推迟，旺季的临近及到来将导致供需缺口持续扩大，配合票价改革政策推进，运价向上弹性积累。

表 4：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

2.4. B737MAX 停飞时间跨度或超预期

民航局 4 月新闻发布会提及 B737MAX 机型复飞需同时满足三个条件，第一是要查明飞机设计的适航符合性；第二是要确保有关安全措施得到贯彻落实；第三是要与事故调查结论密切关联。考虑到事故调查最终结论尚需进一步调查、美国各大型航司推迟 B737 运营最早到七月初，最迟已到八月中下旬、民航局对运行安全的绝对要求带来的严苛飞行员培训以及潜在的大国博弈，我们认为 B737MAX 停飞带来的影响在时间上可能持续超市场预期。

3. 投资建议——市场或低估停飞带来的价格弹性，继续推荐。

在 2017 年底时刻收紧，民航供给在软件层面受到约束时，市场预期亢奋，而在 B737MAX 机队全面停飞及推迟交付，硬件层面出现确定性供给缺口的当下，市场对运价的预期反而尚不算高，存在预期差。我们认为随着时间推移，价格弹性终将释放，继续推荐三大航，春秋、吉祥。

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