

2019年04月17日

证券研究报告·行业研究·交通运输

航空月度数据点评



# Q1 民航客座率 83.7%创新高，继续推荐航空板块

## 投资要点

- **事件：**A股上市的六大航司披露3月运营数据，六大航ASK同比增速6.7%。RPK增速5.4%，六大航整体客座率82.82%、同比下降1.05pct。

根据民航局数据，3月全行业共完成旅客运输量5350.4万人，同比增长4.0%，增速较去年同期下降11.9个百分点。其中，国内、国际航线分别完成4745.8万人、604.6万人，同比分别增长2.8%、14.1%

全国民航共完成旅客运输量1.61亿人，同比增长9.8%，增速较去年同期下降1.8个百分点。从航线结构看，国内、国际航线分别完成1.43亿人和1809.5万人，同比分别增长9.0%、16.7%。

- **春节错期影响3月同比读数，Q1整体客座率表现优秀。**我们预计全行业3月整体ASK增速约7.6%，1-3月累计ASK增速11.2%。主要系春节错期（18年春运最后一天为3月12号，今年为3月1号）影响同比读数以及首都机场跑道维修航班减班（国航3月ASK增长仅为4%）。全行业1季度来看，客座率为83.7%，同比提高0.3个百分点，创历史新高。
- **三大航国内线加速投放趋势延续。**19年六大航一季度整体ASK增速放缓1.7pct，系国航、海航和春秋的增速分别下降5.0/5.2/8.1pct所致。国内线方面延续三大航加速扩展态势，三大航整体国内线ASK增速略升0.3pct至9.5%。
- **需求端国际航线依旧是亮点。**3月南航/国航/东航/海航/春秋/吉祥国际航线客座率分别为83.8%/78.7%/79.9%/66.6%/90.9%/82.7%。一季度整体来看，除了海航、吉祥外四大航司的国际线客座率变动均好于国内线客座率的变动，国际线客座率的优秀表现铸就了民航Q1客座率创新高。
- **投资策略与重点关注个股：**调整民航发展基金征收标准给行业成本端带来确定性利好的同时亦有望拉动航空出行需求，波音737MAX机型停飞使行业供给被动收缩，提升航司的资产周转率及旺季票价弹性，给予行业“强于大市”评级。我们继续推荐三大航、春秋与吉祥。
- **风险提示：**宏观经济增速低于预期风险、油价风险、汇率风险。

## 重点公司盈利预测与评级

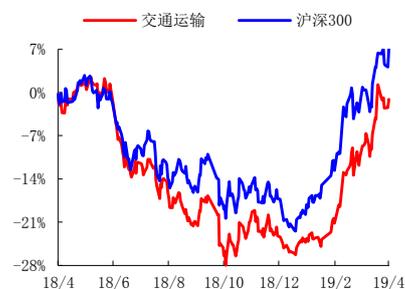
代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601111	中国国航	11.03	增持	0.53	0.74	0.77	20.81	14.91	14.32
600115	东方航空	7.52	增持	0.19	0.50	0.51	39.58	15.04	14.75
600029	南方航空	8.77	增持	0.28	0.61	0.68	31.32	14.38	12.90

数据来源：聚源数据，西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师：陈照林  
执业证号：S1250518110001  
电话：13916801840  
邮箱：chzhl@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	114
行业总市值(亿元)	26,224.44
流通市值(亿元)	23,790.14
行业市盈率TTM	20.28
沪深300市盈率TTM	13.0

## 相关研究

1. 交运行业2019年投资策略：跑赢滞涨，寻找护城河（2018-11-26）

## 目 录

春节错期致使3月同比读数走低，一季度整体客座率创新高.....	1
一季度国航、春秋、海航运力投放放缓，国内线三大航继续加速扩展.....	2
当前航空业主要矛盾：波音737MAX停飞对民航供给被动收缩.....	5
投资建议.....	6
风险提示.....	6

## 图 目 录

图 1: 民航 ASK 及增速估计.....	1
图 2: 民航 RPK 及增速.....	1
图 3: 六大航 ASK 及增速.....	1
图 4: 六大航 RPK 及增速.....	1
图 5: 六大航整体客座率水平.....	2
图 6: 南航客座率.....	3
图 7: 国航客座率.....	3
图 8: 东航客座率.....	3
图 9: 近四年布伦特原油走势.....	4
图 10: 近四年美元兑人民币汇率走势.....	4

## 表 目 录

表 1: 六大航经营数据概览.....	2
表 2: 小航司运力增速下降.....	2
表 3: 六大航月度飞机引进数据 (单位: 架).....	3
表 4: 六大航国内航线数据.....	4
表 5: 六大航国际航线数据.....	4
表 6: 中国民航存量 737MAX 构成.....	5
表 7: 中国民航待交付 737MAX 构成.....	5

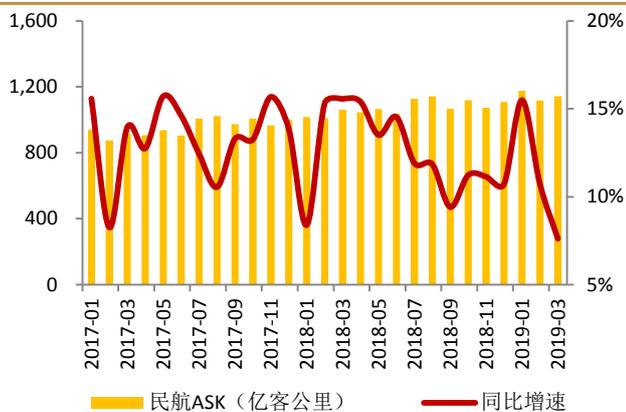
## 春节错期致使3月同比读数走低，一季度整体客座率创新高

A股上市的六家航司披露3月运营数据，六大航ASK同比增速6.7%。六大航RPK增速5.4%，客座率82.82%、同比下降1.05pct。

1-3月来看，ASK同比增速为10.2%，RPK增速为10.66%，客座率83.15%、同比上升0.35pct。

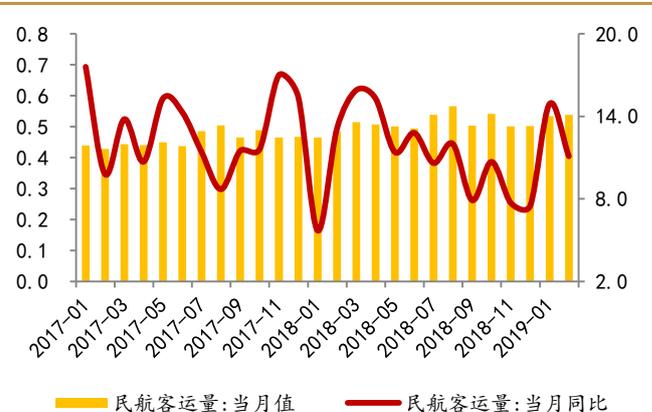
我们预计全行业3月整体ASK增速7.6%，1-3月累计ASK增速11.2%。根据民航局披露数据，一季度，全国民航共完成旅客运输量1.61亿人，同比增长9.8%，增速较去年同期下降1.8个百分点。从航线结构看，国内、国际航线分别完成1.43亿人和1809.5万人，同比分别增长9.0%、16.7%。

图1：民航ASK及增速估计



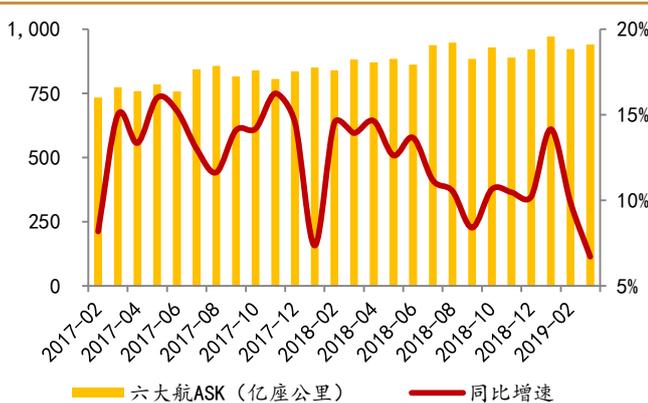
数据来源：民航局，公司公告，西南证券整理

图2：民航RPK及增速



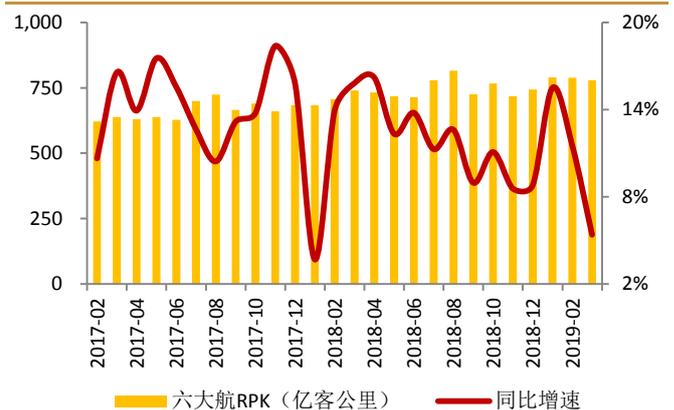
数据来源：民航局，西南证券整理

图3：六大航ASK及增速

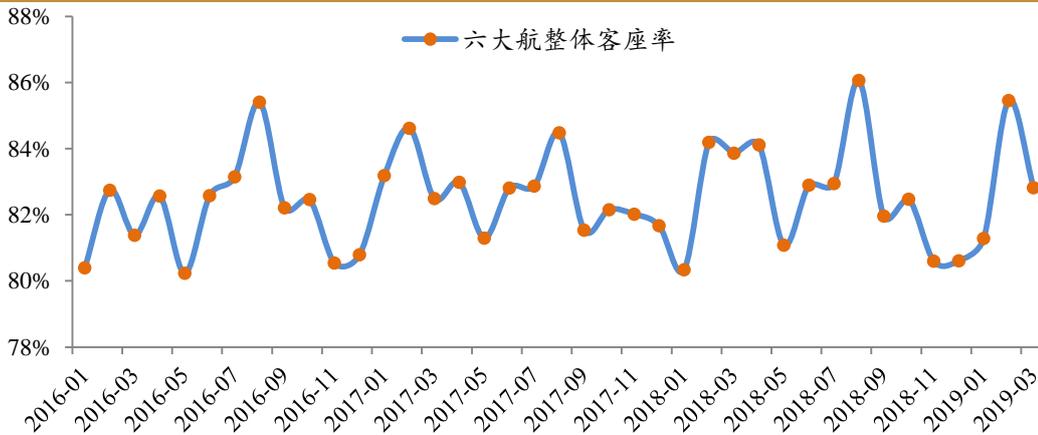


数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：六大航RPK及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：六大航整体客座率水平**


数据来源：公司公告、西南证券整理

**表 1：六大航经营数据概览**

		南航	国航	东航	海航	春秋	吉祥
3月当月	ASK 增速	7.3%	4.0%	7.5%	7.6%	5.2%	10.3%
	RPK 增速	6.8%	2.6%	6.6%	2.8%	8.4%	9.7%
	客座率	83.15%	80.70%	82.71%	82.83%	92.36%	86.21%
	客座率同比变动	-0.42%	-1.10%	-0.69%	-3.81%	2.77%	-0.47%
1-3月累计	ASK 增速	11.2%	6.6%	10.9%	12.7%	9.0%	14.5%
	RPK 增速	11.9%	7.0%	12.0%	10.9%	12.7%	14.1%
	客座率	82.88%	81.40%	82.58%	84.60%	92.18%	85.22%
	客座率同比变动	0.49%	0.30%	0.83%	-1.40%	3.01%	-0.31%

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 一季度国航、春秋、海航运力投放放缓，国内线三大航继续加速扩展

整体来看，与 18 年 1-3 月相比，六大航 19 年 1-3 月整体 ASK 增速放缓 1.7pct，系国航、海航和春秋的增速分别下降 5.0/5.2/8.1pct 所致。国内线方面延续三大航加速扩展态势，国内 ASK 增速略升 0.3pct 至 9.5%。

上市航司飞机引进方面，东航 3 月净引进 7 架，1 季度累计净增 13 架，投放量在上市公司中最高。

**表 2：小航司运力增速下降**

	总 ASK 增速			国内 ASK 增速		
	18 年 1-3 月	19 年 1-3 月	增速变化	18 年 1-3 月	19 年 1-3 月	增速变化
南航	10.8%	11.4%	0.6%	10.3%	10.5%	0.1%
国航	10.9%	6.0%	-5.0%	8.1%	3.7%	-4.4%
东航	9.1%	11.2%	2.1%	8.7%	14.2%	5.5%

	总 ASK 增速			国内 ASK 增速		
	18 年 1-3 月	19 年 1-3 月	增速变化	18 年 1-3 月	19 年 1-3 月	增速变化
海航	18.0%	12.7%	-5.2%	18.0%	9.6%	-8.4%
春秋	17.2%	9.0%	-8.1%	20.1%	6.6%	-13.5%
吉祥	15.4%	14.5%	-0.9%	14.6%	13.8%	-0.8%
三大航	10.3%	9.6%	-0.8%	9.2%	9.5%	0.3%
海航+春秋+吉祥	17.4%	12.4%	-5.0%	17.7%	9.9%	-7.8%
六大航	11.9%	10.2%	-1.7%	11.2%	9.6%	-1.7%

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

表 3：六大航月度飞机引进数据（单位：架）

2019 年月度净增量	南航	国航	东航	海航	春秋	吉祥
1 月	4	2	1	7	0	-1
2 月	-1	2	5	2	2	-1
3 月	4	3	7	2	0	2
1-3 月累计净增量	7	7	13	11	2	0
期末保有量	847	676	693	474	83	90

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

**春节错期，单月客座率下降。**春秋 3 月客座率同比增长 2.77pct，南航/国航/东航/海航/春秋/吉祥同比分别下滑 0.42pct/1.1pct/0.66pct/3.81pct/0.47pct。

图 6：南航客座率

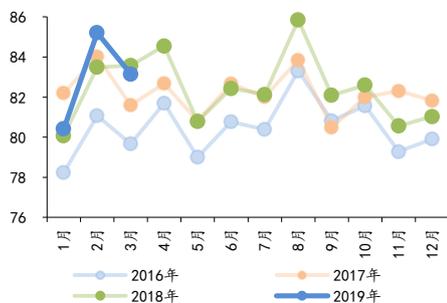


图 7：国航客座率

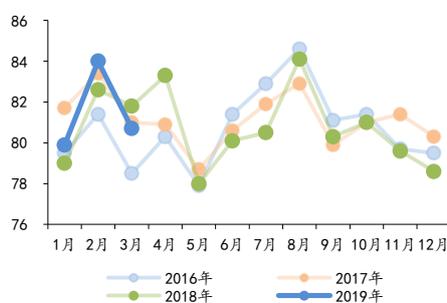
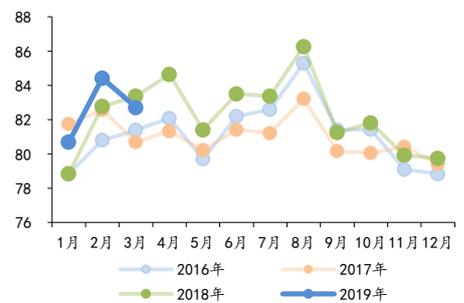


图 8：东航客座率



数据来源：公司公告，西南证券整理

**三大航国际航线客座率变动均好于国内航线。**3 月南航/国航/东航/海航/春秋/吉祥国际航线的 RPK 增速分别 11.6%/8.6%/3.2%/8.0%/16.8%/12.9%，客座率分别为 83.8%/78.7%/79.9%/66.6%/90.9%/82.7%。

一季度整体来看，除了海航、吉祥外四大航司的国际线客座率变动均好于国内线客座率的变动，国际线客座率的优秀表现铸就了民航 Q1 客座率创新高。

**表 4：六大航国内航线数据**

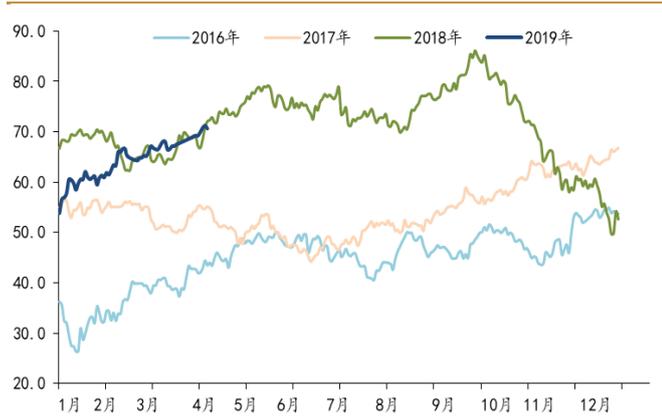
		南航	国航	东航	海航	春秋	吉祥
3月当月	ASK 增速	5.8%	0.7%	9.5%	3.7%	1.4%	9.7%
	RPK 增速	4.6%	-1.8%	8.3%	1.5%	3.2%	8.9%
	客座率	83.0%	81.9%	84.1%	88.3%	93.1%	86.9%
	客座率同比变动	-0.94%	-2.00%	-0.89%	-1.93%	1.67%	-0.61%
1-3月累计	ASK 增速	10.4%	5.0%	13.8%	9.6%	6.6%	13.8%
	RPK 增速	10.4%	4.2%	14.4%	9.5%	8.7%	13.9%
	客座率	82.6%	82.4%	83.2%	89.0%	92.7%	85.9%
	客座率同比变动	0.05%	-0.60%	0.48%	-0.12%	1.79%	0.09%

数据来源：Wind，西南证券整理

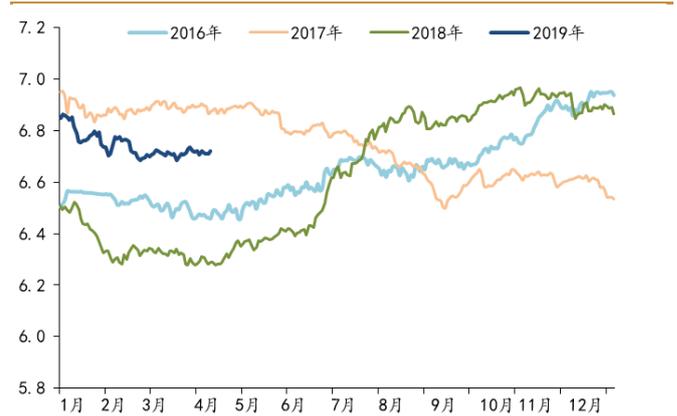
**表 5：六大航国际航线数据**

		南航	国航	东航	海航	春秋	吉祥
3月当月	ASK 增速	11.0%	8.4%	4.1%	20.9%	10.8%	12.7%
	RPK 增速	11.7%	8.8%	3.2%	8.0%	16.8%	12.9%
	客座率	83.8%	78.7%	79.9%	66.6%	90.9%	82.7%
	客座率同比变动	0.56%	0.10%	-0.68%	-7.97%	4.61%	0.18%
1-3月累计	ASK 增速	13.3%	8.8%	6.0%	24.2%	12.3%	17.5%
	RPK 增速	15.2%	11.0%	7.8%	16.9%	19.3%	14.3%
	客座率	83.9%	79.8%	81.5%	70.7%	91.2%	82.2%
	客座率同比变动	1.37%	1.50%	1.40%	-4.41%	5.29%	-2.27%

数据来源：Wind，西南证券整理

**图 9：近四年布伦特原油走势**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 10：近四年美元兑人民币汇率走势**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 当前航空业主要矛盾：波音 737MAX 停飞对民航供给被动收缩

民航局停飞及暂停引进波音 737MAX，将约束民航供给。目前停飞的 MAX 机型约 96 架，占 2018 年底中国民航机队数量约 2.6%，而 2019 年预计交付我国航司/飞机租赁公司的 B737MAX 数量约 104/299 架。此事件演进仍需美国 FAA 的调查结果及民航局的监管政策。短期看，订单重签及机队管理均有一定刚性特征，今年旺季票价弹性有望提高。

表 6：中国民航存量 737MAX 构成

国航系	架数	机队规模	占比	上市航司	上市航司 737MAX 数量	占比
中国国航	15	403	3.7%	国航	22	3.6%
深圳航空	5	188	2.7%			
昆明航空	2	26	7.7%			
南方航空	24	600	4.0%	南航	34	4.4%
厦门航空	10	167	6.0%			
东方航空	3	534	0.6%	东航	14	2.2%
上海航空	11	103	10.7%			
海南航空	11	245	4.5%	海航	11	4.5%
九元航空	1	18	5.6%	吉祥	1	5.6%
山东航空	7	124	5.6%			
祥鹏航空	3	53	5.7%			
福州航空	2	18	11.1%			
奥凯航空	2	31	6.5%			
<b>全行业</b>	<b>96</b>	<b>3665</b>	<b>2.6%</b>			

数据来源：波音官网，公司公告，西南证券整理

表 7：中国民航待交付 737MAX 构成

	公司	架数	占比 (2018 年末行业机队数)
航司待交付订单	南航	34	0.9%
	东航	25	0.7%
	奥凯	9	0.2%
	瑞丽	36	1.0%
	航司合计	104	2.8%
租赁公司待交付订单	国银租赁	77	2.1%
	中银航空租赁	80	2.2%
	AVOLON	92	2.5%
	中国飞机租赁集团	50	1.4%
	租赁公司合计	299	8.2%
	<b>总计</b>	<b>403</b>	<b>11.0%</b>

数据来源：波音官网，公司公告，西南证券整理

民航局在 4 月 16 日的新闻发布会上明确了关于 737 复飞的三个方面的原则：

1) 要查明飞机设计的适航符合性。按照适航标准，对飞机有关系统的设计理念、工作原理、构型定义和安全性分析等方面进行充分评估，确保飞机设计符合适航要求。

2) 要确保有关安全措施得到贯彻落实。对必须执行的设计更改和机组训练，要一架飞机一架飞机的盯、一个机组一个机组的抓，确保每架飞机完成相应的加改装，每个驾驶员完成要求的训练。

3) 要与事故调查结论密切关联。要以事故调查官方结论为依据，充分评估飞机有关设计和改进，以及相应训练要求，对解决事故调查所确定的问题具有针对性和有效性。

根据现有信息，波音 737MAX 的复飞/恢复引进，需要获得波音、FAA、各国航空监管机构的协同认可。我们判断在今年旺季前复飞/恢复引进的可能性低，对于航司资产周转率的提升及旺季价格弹性的利好可能超过市场预期。

## 投资建议

长期看，我们对消费升级背景下人均乘机数的提高、航空业整体渗透率的提升仍然保持乐观。中期看，在 2017 年局方总量调控政策背景下，核心航点产能供给仍是民航业中期的主要矛盾。在之前两个航季准点率提升的前提下 19 年夏秋航季行业时刻总量增速 8.9% 系较之前的恢复性增长，行业整体仍维持供需弱平衡。

短期看，调整民航发展基金征收标准给行业成本端带来确定性利好同时亦有望拉动航空出行需求，波音 737MAX 机型停飞使行业供给被动收缩，提升航司的资产周转率及旺季票价弹性，给予行业“强于大市”评级。我们继续推荐三大航、春秋与吉祥。

## 风险提示

**航空需求波动。**2018 年中以来的中国宏观经济处于下行探底过程之中，航空出行需求与宏观经济高度相关，可能导致航空票价出行同比下滑的风险。

**人民币大幅贬值的风险。**航司持有较大外币负债，2019 年新会计准则将经营租赁进表增加了航司的外币负债头寸，人民币大幅贬值会带来较大汇兑损失以及增加外币计价的成本。

**油价大幅上涨风险。**航司未做燃油套保，油价上涨直接侵蚀主营利润。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn