

航空运输 II 行业

19Q1 需求增速较 18Q4 改善，国际线优于国内

核心观点：

● 1、需求：增速较 18Q4 改善，国际线需求强于国内

19Q1, 6 大上市航空公司旅客量同比增长 9.13%，增速趋势较 18Q4 的 8.1% 有所改善，从绝对水平来看需求整体仍然偏弱，增速低于 17Q1、18Q1 的 15.36%、10.08%；

结构上，国际旅客量同增 14.3% 显著高于国内的 8.2%；其绝对增速也高于 17Q1、18Q1 的 11.2%、9.9%，从趋势上来看，国际旅客增速从 18Q3-19Q1 持续上行。

● 2、供给：延续 18 冬春航季低增速态势

在 18 年冬春航季的调控背景下，6 大航司合计 ASK 供给增速较过去两年持续下行，绝对增速 10.20% 低于 17Q1 的 13.09%、18Q1 的 11.85%；预计伴随 737max 飞机的停航与后续引进的推迟，行业供给增速将继续维持低增长态势。

● 3、油汇：19Q2 汇率环境大概率优于去年同期，原油价格相对平稳

19Q1 人民币兑美元中间价升值 1.9%，升值幅度略低于 18Q1 的 3.9%，但从 Q2 来看，18 年二季度汇率贬值幅度高达 5%，19Q2 汇率环境预计大概率优于同期；

19Q1 布伦特原油价格同比下降 5.3%，均价绝对水平为 63.32 美金/桶；去年同期为提升 24.6%；原油价格平稳，航司成本压力较同期降低。

● 投资建议：需求处于复苏通道，供给放缓背景下，看好航空股盈利持续改善

行业需求下行趋势在 19Q1 得到明显改善，并逐步进入复苏通道；前期报告《减税降费落地，多因素叠加催化航空行情》中我们做过测算，根据三大航机队结构及未来引进计划，预计 737MAX 停飞将影响 2.8% 的现存运力及 32.8% 的 2019 年引进运力，为三大航带来约 2% 的供需缺口；当前油价与汇率相对平稳；逐步落地的减税降费政策直接减轻了航司非油成本负担；多重因子叠加，看好航空盈利改善。

多重因素催化航空有望迎来板块行情、重点推荐：南方航空（A 股）、中国南方航空股份（H 股）、吉祥航空，关注春秋航空。

● 风险提示：

人民币大幅贬值造成大额汇兑损失；油价大幅度波动致航油成本上涨；天气异常造成航班延误；经济下行对航空需求形成冲击。

行业评级

买入

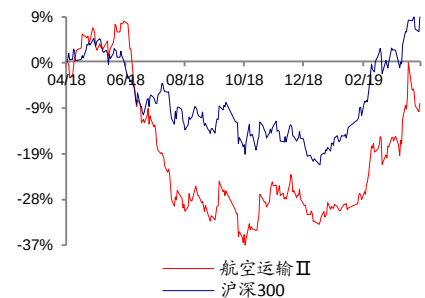
前次评级

买入

报告日期

2019-04-17

相对市场表现



分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

相关研究：

吉祥航空（603885.SH）：客收稳步提升，宽体机拖累将逐步减弱 2019-04-15

航空运输 II 行业：减税降费落地，多因素叠加催化航空行情 2019-04-04

南方航空（600029.SH）/中国南方航空股份 2019-03-31

（01055.HK）：客公里收益实现正增长，看好收益持续提升

联系人：孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

联系人：曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/1/27	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
南方航空	600029.sh	买入	人民币	8.77	10.00	0.28	0.59	31.32	14.86	9.45	6.48	11.9	12.8
南方航空股份	01055.hk	买入	港元	7.33	8.20	0.33	0.69	22.40	10.63	12.22	8.37	11.9	12.8
吉祥航空	603885.sh	增持	人民币	14.51	17.00	0.69	0.85	21.15	17.11	16.86	13.13	13.1	13.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

1、需求：增速较 18Q4 改善，国际线需求强于国内	5
2、供给：延续 18 冬春航季低增速态势	6
3、油汇：19Q2 汇率环境大概率优于去年同期，原油价格相对平稳	7
投资建议：需求处于复苏通道，供给放缓背景下，看好航空股盈利持续改善	8
风险提示	9

图表索引

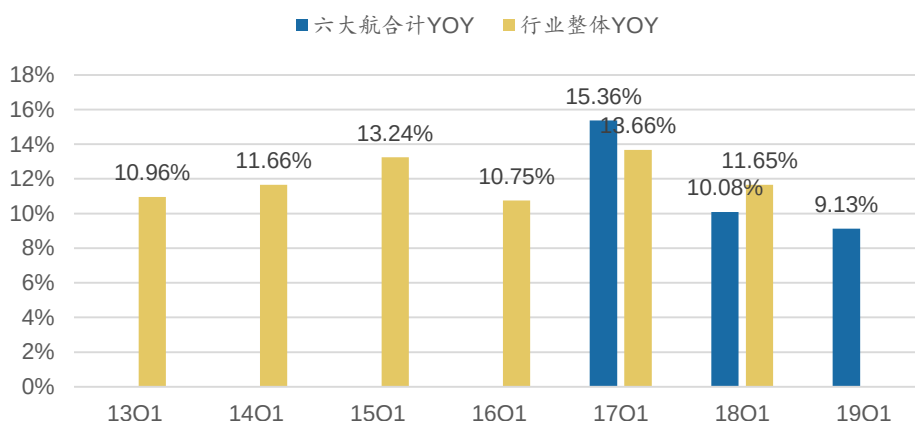
图 1: 19Q1, 6 大上市航空公司旅客量同比增长 9.13%.....	5
图 2: 国际旅客量同增 14.3%显著高于国内的 8.2%.....	5
图 3: 整体需求趋势较 18Q4 有所改善.....	5
图 4: 6 大航合计客座率较 18Q1 同比提升 0.4pct, 绝对水平维持在 83.2%的高位.....	6
图 5: 六大航 2 月累计客座率同比增加 0.11pct, 行业客座率回升.....	6
图 6: 6 大航司合计 ASK 供给增速较过去两年持续下行.....	6
图 7: 行业供给增速将继续维持低增长态势.....	6
图 8: 19Q1 人民币兑美元中间价升值 1.9%, 升值幅度略低于 18Q1 的 3.9%.....	7
图 9: 19Q1 布伦特原油价格同比下降 5.3%, 均价绝对水平为 63.32 美金/桶.....	7
图 10: 南方航空 PEband.....	8
图 11: 南方航空 PBband.....	8
图 12: 吉祥航空 PEband.....	9
图 13: 吉祥航空 PBband.....	9
图 14: 春秋航空 PEband.....	9
图 15: 春秋航空 PBband.....	9
表 1: 主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速(最近 12 个月, 2018-2019: %).....	6
表 2: 航空可比公司 PE\PB 估值情况(股价统计截至 2019.4.16 收盘).....	8

1、需求：增速较 18Q4 改善，国际线需求强于国内

19Q1，6大上市航空公司旅客量同比增长9.13%，增速趋势较18Q4的8.1%有所改善，从绝对水平来看需求整体仍然偏弱，增速低于17Q1、18Q1的15.36%、10.08%

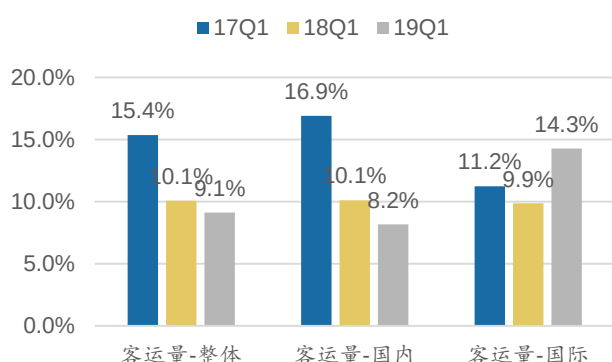
结构上，国际旅客量同增14.3%显著高于国内的8.2%；其绝对增速也高于17Q1、18Q1的11.2%、9.9%，从趋势上来看，国际旅客增速从18Q3-19Q1持续上行。

图1：19Q1，6大上市航空公司旅客量同比增长9.13%



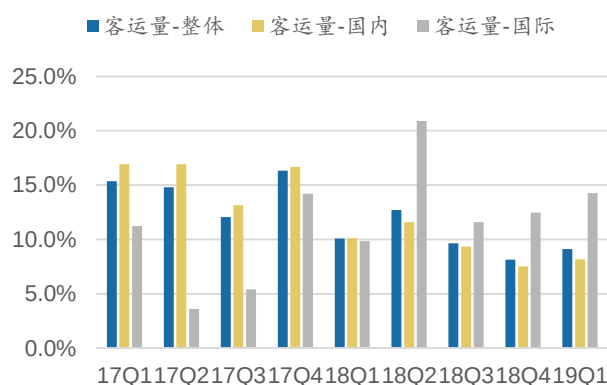
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：国际旅客量同增14.3%显著高于国内的8.2%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：整体需求趋势较18Q4有所改善

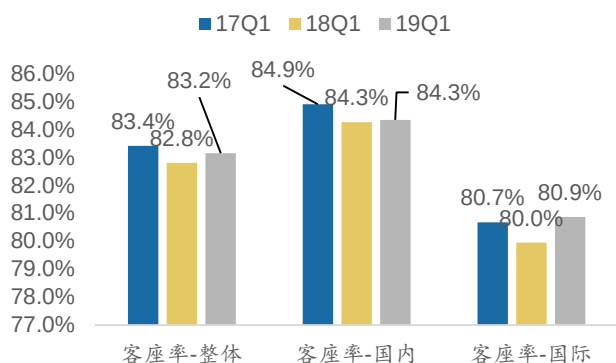


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

6大航合计客座率较18Q1同比提升0.4pct，绝对水平维持在83.2%的高位；其中国内客座率83.4%较去年同期持平，国际为80.9%较去年同期提升0.9pct；国际客座率提升幅度优于国内。

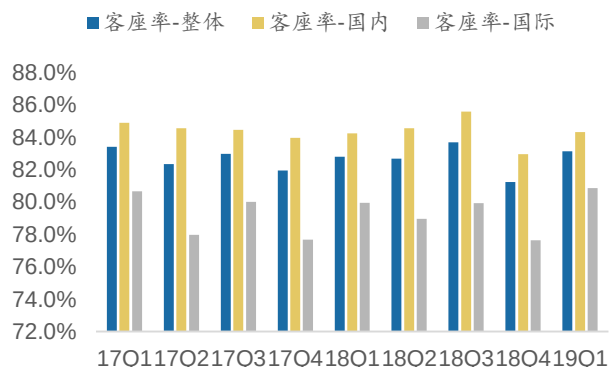
从趋势来看，19Q1较18Q4也有明显改善；整体客座率由81.2%提升至83.2%；需求下行趋势有所改善。

图4：6大航合计客座率较18Q1同比提升0.4pct，绝对水平维持在83.2%的高位



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：六大航2月累计客座率同比增加0.11pct，行业客座率回升

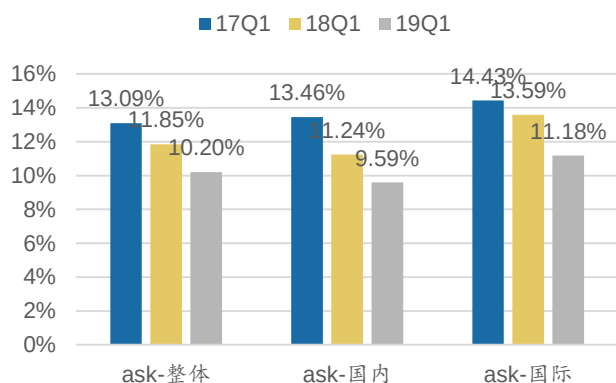


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2、供给：延续 18 冬春航季低增速态势

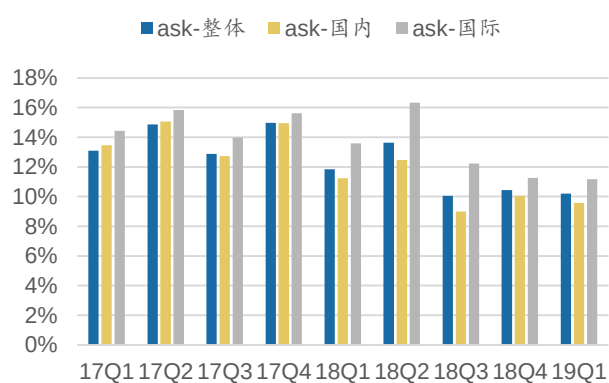
在18年冬春航季的调控背景下，6大航司合计ASK供给增速较过去两年持续下行，绝对增速10.20%低于17Q1的13.09%、18Q1的11.85%；预计伴随737max飞机的停航与后续引进的推迟，行业供给增速将继续维持低增长态势。

图6：6大航司合计ASK供给增速较过去两年持续下行



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：行业供给增速将继续维持低增长态势



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 1：主要上市航司与机场最新业务量数据同比增速（最近12个月，2018-2019：%）

YOY		4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
中国国航	ASK	15.3%	12.6%	14.0%	12.0%	9.6%	6.3%	7.8%	7.4%	8.1%	7.1%	6.5%	4.3%
	客座率	0.6%	-0.7%	-0.5%	-1.4%	1.2%	0.4%	0.0%	-1.8%	-1.7%	0.9%	1.4%	-1.1%
南方航空	ASK	13.9%	12.7%	12.9%	13.3%	13.8%	9.3%	12.4%	12.2%	10.9%	16.5%	10.6%	7.3%
	客座率	1.6%	0.0%	-0.2%	0.1%	2.0%	1.6%	0.6%	-1.8%	-0.8%	0.3%	1.7%	-0.4%

东方航空	ASK	10.1%	8.9%	11.3%	5.4%	4.3%	4.4%	7.3%	9.4%	9.8%	16.8%	9.2%	7.5%
	客座率	3.3%	1.2%	2.1%	2.2%	3.1%	1.1%	1.8%	-0.5%	0.3%	1.8%	1.7%	-0.7%
海航控股	ASK	19.6%	18.4%	18.3%	16.7%	16.5%	14.8%	16.2%	13.9%	11.4%	16.7%	14.2%	7.6%
	客座率	-1.4%	-1.8%	-1.5%	-0.7%	-0.5%	-2.4%	-1.8%	-2.3%	-3.0%	0.5%	-0.8%	-3.8%
春秋航空	ASK	22.4%	17.1%	19.0%	9.0%	11.1%	22.0%	19.2%	13.5%	17.2%	11.4%	10.8%	5.2%
	客座率	-2.6%	-1.5%	0.8%	-0.9%	-0.8%	-2.5%	-0.6%	0.4%	0.6%	3.6%	2.7%	2.8%
吉祥航空	ASK	18.8%	8.5%	7.7%	6.5%	7.6%	3.5%	8.0%	8.2%	11.4%	22.1%	11.6%	10.3%
	客座率	-0.2%	-0.4%	-0.3%	0.4%	2.1%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-1.8%	-1.1%	0.8%	-0.5%
北京首都机场股份 (00694.HK)	起降架次	18.5%	5.0%	1.4%	5.9%	3.7%	-4.7%	1.9%	1.4%	1.6%	2.9%	-0.5%	
	旅客	17.9%	6.8%	4.8%	7.8%	9.6%	-0.8%	6.0%	2.1%	3.0%	5.8%	4.2%	
上海机场	起降架次	3.6%	2.4%	3.7%	0.4%	0.1%	-0.3%	2.0%	-1.8%	1.4%	3.6%	2.7%	0.9%
	旅客	3.2%	2.1%	8.7%	2.0%	0.9%	-0.7%	3.0%	2.0%	2.6%	8.8%	5.1%	1.2%
白云机场	起降架次	9.8%	5.8%	9.8%	5.0%	6.6%	3.0%	6.2%	2.7%	4.7%	6.1%	0.0%	2.1%
	旅客	5.8%	5.2%	10.6%	4.9%	2.0%	0.4%	5.1%	2.1%	3.4%	8.7%	3.8%	2.2%
深圳机场	起降架次	10.6%	9.2%	12.4%	7.9%	7.7%	2.6%	8.3%	4.3%	4.9%	7.8%	5.4%	1.0%
	旅客	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	11.0%	2.2%

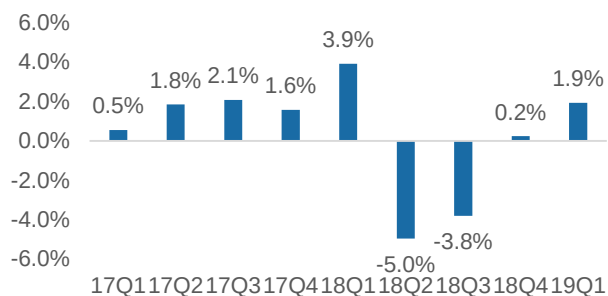
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (4月-12月为18年数据、1、2、3月为19年数据)

3、油汇：19Q2 汇率环境大概率优于去年同期，原油价格相对平稳

19Q1人民币兑美元中间价升值1.9%，升值幅度略低于18Q1的3.9%，但从Q2来看，18年二季度汇率贬值幅度高达5%，19Q2汇率环境预计大概率优于同期；

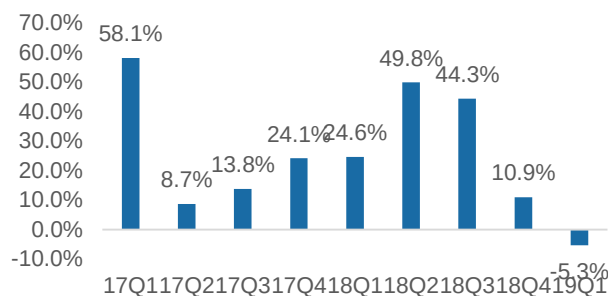
19Q1布伦特原油价格同比下降5.3%，均价绝对水平为63.32美金/桶；去年同期为提升24.6%；原油价格平稳，航司成本压力较同期降低。

图8：19Q1人民币兑美元中间价升值1.9%，升值幅度略低于18Q1的3.9%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图9：19Q1布伦特原油价格同比下降5.3%，均价绝对水平为63.32美金/桶



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

投资建议：需求处于复苏通道，供给放缓背景下，看好航空股盈利持续改善

行业需求下行趋势在19Q1得到明显改善，并逐步进入复苏通道；前期报告《减税降费落地，多因素叠加催化航空行情》中我们做过测算，根据三大航机队结构及未来引进计划，预计737MAX停飞将影响2.8%的现存运力及32.8%的2019年引进运力，为三大航带来约2%的供需缺口；当前油价与汇率相对平稳；逐步落地的减税降费政策直接减轻了航司非油成本负担；多重因子叠加，看好航空盈利改善。

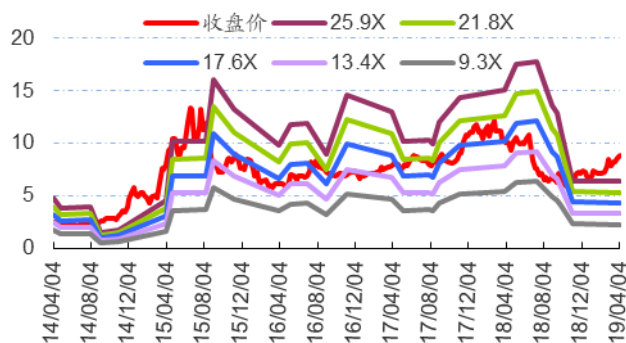
多重因素催化航空有望迎来板块行情、重点推荐：南方航空（A股）、中国南方航空股份（H股）、吉祥航空，关注春秋航空。

表 2：航空可比公司 PE/PB 估值情况（股价统计截至2019.4.16收盘）

公司名称	公司代码	单位	股价	EPS				PE				PB (LF)
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
南方航空	600029.sh	人民币	8.77	0.60	0.28	0.66	0.83	23.79	31.32	13.32	10.53	1.66
吉祥航空	603885.sh	人民币	14.51	0.74	0.69	0.94	1.20	22.00	21.03	15.43	12.05	2.77
春秋航空	601021.sh	人民币	41.36	1.58	1.60	2.03	2.53	31.39	25.84	20.35	16.38	2.86
平均水平								25.73	26.06	16.37	12.99	2.43
中国南方航空股份	01055.hk	人民币	6.27	0.60	0.27	0.61	0.73	14.44	23.24	10.29	8.63	1.21

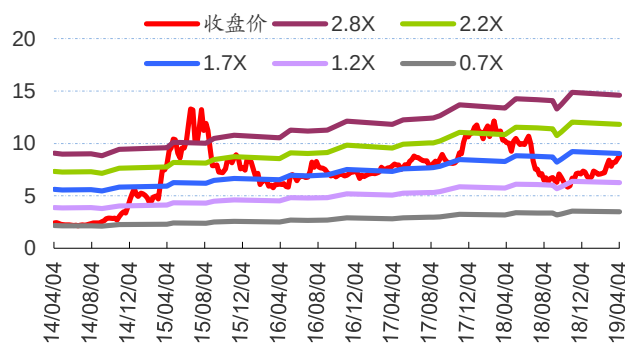
数据来源：wind，广发证券发展研究中心，可比公司 EPS 采用 wind 一致预期，南方航空、中国南方航空股份、吉祥航空 2018 年 EPS 为实际值。

图10：南方航空PEband



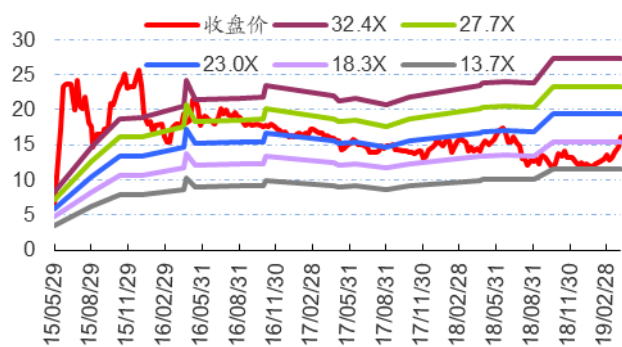
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图11：南方航空PBband



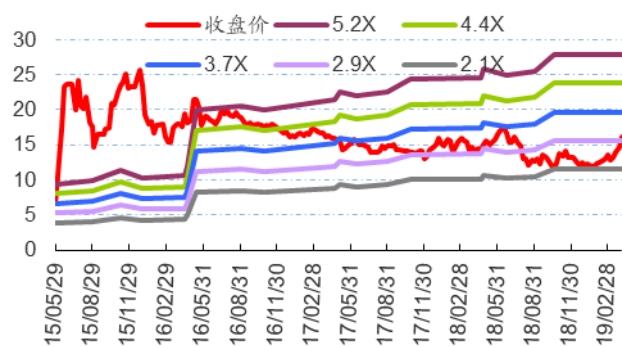
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图12: 吉祥航空PEband



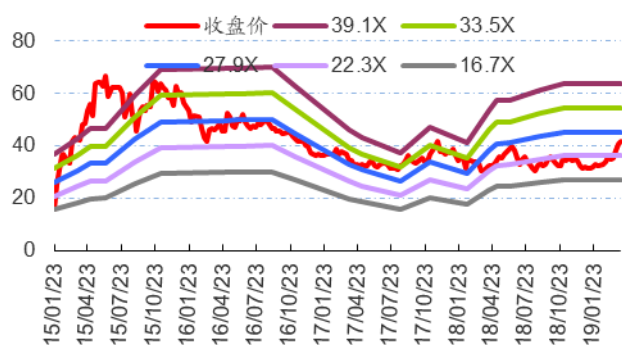
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 吉祥航空PBband



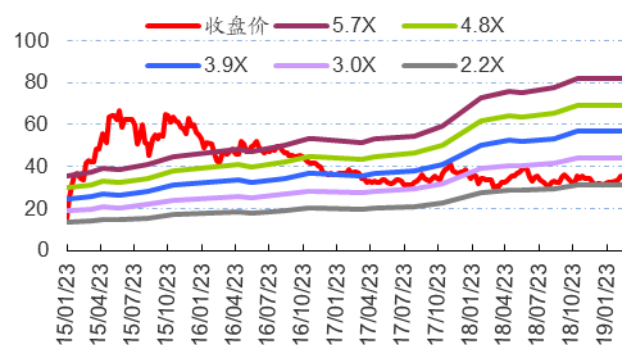
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图14: 春秋航空PEband



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图15: 春秋航空PBband



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

人民币大幅贬值造成大额汇兑损失; 油价大幅度波动致航油成本上涨; 天气异常造成航班延误; 经济下行对航空需求形成冲击

广发交通运输行业研究小组

- 关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。
- 孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。
- 曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1)广发证券在过去12个月内与东方航空(600115)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去12个月内与东方航空(00670)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。