

航空运输

证券研究报告
2019年06月17日

经营数据显著恢复，持续看好旺季表现

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

- 《航空运输-行业点评:高弹性低估值,持续看好航空旺季行情》 2019-06-02
- 《航空运输-行业点评:多因素导致4月增速放缓,持续看好暑运旺季预期》 2019-05-16
- 《航空运输-行业专题研究:从一致预期中寻找预期差,继续推荐三大航》 2019-04-22

事件

各航空公司5月运营数据公布,我们根据各公司数据测算,5月民航数据表现如下:5月民航ASK同比增9.6%,RPK同比增10.5%,旅客运输量同比增8.7%,客座率82.3%,同比提高0.7pct。1-5月民航ASK同比增10.0%,RPK同比增10.1%,旅客运输量同比增8.6%,客座率83.3%,同比提高0.1pct。

业务量增速有所恢复,但仍保持较低水平

从总量上看,受到B737MAX停飞影响,各公司业务量增速相比4月有所恢复,但仍处于较低水平。我们测算5月民航总体座位投放量为7.9%,增速环比提升1.6pct,但同比下降3.8pct。B737MAX预计将全面缺席暑运旺季,我们认为后续民航供给投放仍将保持低位。

各公司国际线表现依旧强于国内,整体客座率显著恢复

从业务量增速及客座率变动来看,各公司国际线表现依旧强于国内线,业务量同比增速全面达到两位数,其中吉祥增速最快,客运量同比增长35.7%;国内线增速则保持低位,三大航平均增速不足10%。从客座率来看,除海航外,各公司客座率同比有所上升,除春秋外国内线客座率均有一定程度下降,国际线则同比有所提升,其中春秋升幅最大,达到5.4pct。

B737MAX的缺席将带来供给侧逻辑兑现的结果

过去两年时间,市场挖掘多种供给端逻辑推荐航空,从结果上看,供给端逻辑效果确实有所体现,但明显不及市场预期。不论哪一种供给侧逻辑,最终的结果是我国民航客机引进速度放缓或飞机整体利用效率下降,同样的机队规模带来的ASK创造能力降低。目前B737MAX机型全面停飞及延迟交付,已经产生了前面提到的供给侧改革逻辑兑现所产生的结果,甚至可以说,如果连全民航3%-4%的飞机直接停飞都无法换来供给出现紧张的局面,那么还有什么供给端的逻辑能够比飞机直接停场带来更强的刺激?考虑到旺季更可能体现需求刚性,因此我们继续看好航空旺季运价表现。

投资建议

我们持续看好在B737MAX全面停飞及延迟交付带来供给端显著收紧,叠加票价改革刺激下的旺季运价向上弹性,且油价和汇率走势大概率优于去年同期,我们测算三季度各航司整体业绩水平相比去年同期将实现大幅增长。继续推荐三大航,春秋、吉祥。

风险提示: 宏观经济超预期下滑,油价大幅上涨,汇率贬值,安全事故

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-06-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.73	买入	0.51	0.80	0.92	1.05	17.12	10.91	9.49	8.31
600029.SH	南方航空	7.09	买入	0.24	0.69	0.83	1.05	29.54	10.28	8.54	6.75
600115.SH	东方航空	5.85	买入	0.19	0.61	0.73	0.93	30.79	9.59	8.01	6.29

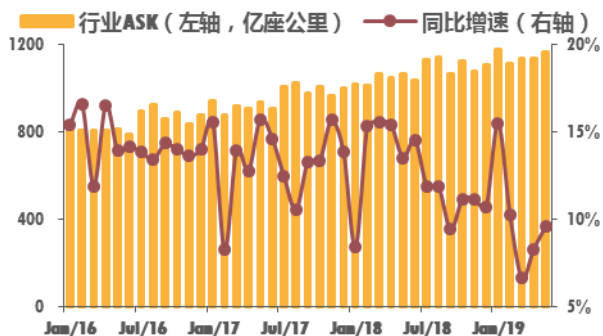
资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS



1. 事件

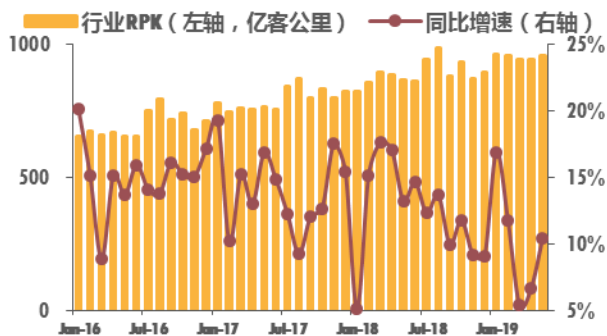
各航空公司 5 月运营数据公布，我们根据各公司数据测算，5 月民航数据表现如下：5 月民航 ASK 同比增 9.6%，RPK 同比增 10.5%，旅客运输量同比增 8.7%，客座率 82.3%，同比提高 0.7pct。1-5 月民航 ASK 同比增 10.0%，RPK 同比增 10.1%，旅客运输量同比增 8.6%，客座率 83.3%，同比提高 0.1pct。

图 1：民航 ASK 及同比增速



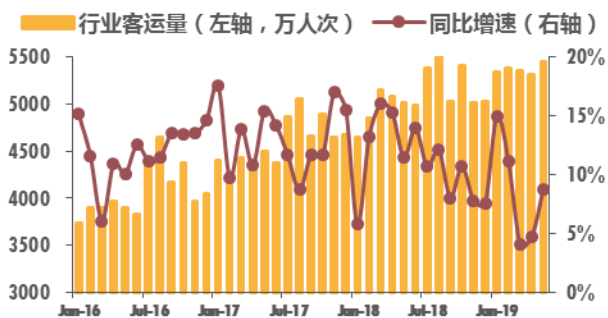
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：民航 RPK 及同比增速



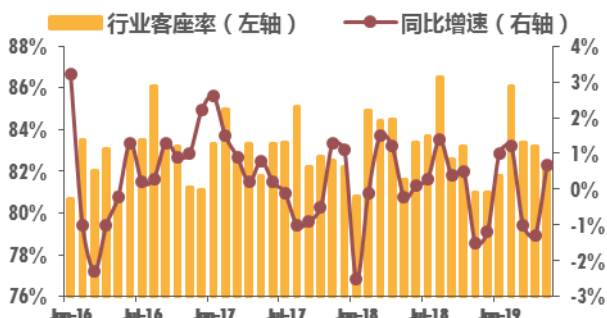
资料来源：公司公告，天风证券研究所

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. 业务量增速有所恢复，但仍保持较低水平

从总量上看，受到 B737MAX 停飞影响，各公司业务量增速相比 4 月有所恢复，但仍处于较低水平。我们测算 5 月民航总体座位投放量为 7.9%，增速环比提升 1.6pct，但同比下降 3.8pct。B737MAX 预计将全面缺席暑运旺季，我们认为后续民航供给投放仍将保持低位。

2.2. 各公司国际线表现依旧强于国内，整体客座率显著恢复

从业务量增速及客座率变动来看，各公司国际线表现依旧强于国内线，业务量同比增速全面达到两位数，其中吉祥增速最快，客运量同比增长 35.7%；国内线增速则保持低位，三大航平均增速不足 10%。从客座率来看，除海航外，各公司客座率同比有所上升，除春秋外国内线客座率均有一定程度下降，国际线则同比有所提升，其中春秋升幅最大，达到 5.4pct。

表 1：5 月各公司总体增速表现

5 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	5.5%	8.7%	10.6%	12.0%	11.0%	19.6%
RPK 增速	8.3%	9.5%	11.4%	10.3%	14.6%	20.8%
旅客运输量增速	6.7%	7.8%	8.5%	7.1%	15.6%	25.5%
客座率	80.1%	81.4%	82.0%	82.6%	90.7%	85.6%
客座率变动	2.1%	0.6%	0.6%	-1.3%	2.8%	0.9%
5 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	6.0%	10.1%	10.0%	12.0%	9.2%	15.5%
RPK 增速	6.7%	10.3%	10.5%	9.6%	12.6%	15.2%
旅客运输量增速	5.6%	7.8%	8.7%	7.6%	13.2%	18.9%
客座率	81.1%	82.6%	82.6%	83.7%	91.7%	85.3%
客座率变动	0.5%	0.2%	0.4%	-1.8%	2.7%	-0.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：5 月各公司国内线增速表现

5 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	2.3%	7.3%	11.5%	10.3%	12.6%	18.2%
RPK 增速	4.4%	8.0%	11.2%	9.0%	14.3%	19.1%
旅客运输量增速	4.2%	7.0%	7.8%	6.3%	14.5%	24.3%
客座率	81.5%	81.8%	83.0%	87.2%	92.3%	86.2%
客座率变动	1.7%	0.6%	-0.2%	-1.0%	1.3%	0.7%
5 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	3.6%	8.7%	11.9%	9.1%	8.7%	15.3%
RPK 增速	3.4%	8.5%	11.8%	8.0%	10.3%	15.1%
旅客运输量增速	3.1%	7.0%	8.6%	6.7%	10.6%	18.1%
客座率	82.3%	82.5%	83.5%	88.3%	92.4%	85.9%
客座率变动	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.9%	1.3%	-0.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：5 月各公司国际线增速表现

5 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.1%	11.9%	8.9%	16.7%	7.7%	27.9%
RPK 增速	13.6%	12.9%	11.7%	14.5%	14.9%	32.0%
旅客运输量增速	16.1%	12.4%	11.5%	19.4%	19.4%	35.7%
客座率	78.3%	80.8%	80.1%	70.6%	87.3%	82.4%
客座率变动	3.2%	0.7%	2.0%	-1.4%	5.5%	2.5%
5 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	9.0%	13.2%	6.7%	21.7%	8.8%	15.4%
RPK 增速	11.3%	14.4%	8.2%	15.9%	15.7%	14.9%
旅客运输量增速	16.1%	12.7%	8.4%	21.8%	19.2%	24.2%
客座率	79.3%	83.2%	81.1%	70.4%	90.2%	82.5%
客座率变动	1.6%	0.8%	1.2%	-3.5%	5.4%	-0.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. B737MAX 的缺席将带来供给侧逻辑兑现的结果

过去两年时间，市场挖掘多种供给端逻辑推荐航空，从结果上看，供给端逻辑效果确实有所体现，但明显不及市场预期。不论哪一种供给侧逻辑，最终的结果是我国民航客机引进速度放缓或飞机整体利用效率下降，同样的机队规模带来的 ASK 创造能力降低。目前 B737MAX 机型全面停飞及延迟交付，已经产生了前面提到的供给侧改革逻辑兑现所产生的结果，甚至可以说，如果连全民航 3%-4%的飞机直接停飞都无法换来供给出现紧张的局面，那么还有什么供给端的逻辑能够比飞机直接停场带来更强的刺激？考虑到旺季更可能体现需求刚性，因此我们继续看好航空旺季运价表现。

3. 投资建议

我们持续看好在 B737MAX 全面停飞及延迟交付带来供给端显著收紧，叠加票价改革刺激下的旺季运价向上弹性，且油价和汇率走势大概率优于去年同期，我们测算三季度各航司整体业绩水平相比去年同期将实现大幅增长。继续推荐三大航，春秋、吉祥。

4. 风险提示

宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com