

# 航空运输

证券研究报告  
2019年07月16日

## 上半年旅客流量稳定增长，继续看好三季度业绩

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:经营数据显著恢复,持续看好旺季表现》2019-06-17
- 《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

### 上半年收官,民航供需平衡,客运量稳定增长

各航空公司披露6月运营数据,我们根据各公司数据汇总推算,6月我国民航ASK同比升10.3%,RPK同比升10.1%,客运量同比升8.1%,客座率83.3%,同比降0.1pct。上半年我国民航运行平稳收官,ASK同比升10%,RPK同比升10.1%,客运量同比升8.5%,客座率83.3%,同比升0.1pct。

### 三大航中国航稳健增长,东南航运投有所加速,吉祥增速显著提升

分公司来看,国航延续中低速增长态势,运投增速仅4.2%,客座率同比有所提升;南航在相对较高的运力投放增速下,客座率依然有0.5pct的提升;东航运力投放亦逐步提速,客座率小幅下降0.8pct。小航空公司方面,春秋增速略有放缓,客座率延续升势,而吉祥则因B787宽体客机持续贡献运力,业务量增速保持高位,ASK增速达到18.9%,客座率下滑1.4pct。

### 国际线表现仍相对强势,国内线客座率持续受宏观经济低迷影响

因宏观经济底部徘徊,公商务客源增速趋缓,三大航国内线客座率仍受到影响,国航在仅1.2%的国内线运力增投的基础上,客座率微升0.1%;南航国内线客座率保持高位,同比微升0.2pct;东航则在去年同期高基数下有1.8pct的下滑;春秋吉祥国内线客座率同样出现下降,降幅分别为0.3pct、1.3pct。各公司国际线表现依旧强势,三大航国际线旅客增速均在10%附近,客座率同比延续上升态势,其中国航、南航、东航国际线客座率分别同比上升1.2pct、0.9pct、1.0pct;春秋航空国际线客座率升福有所收窄,但仍有2.7pct的升幅;吉祥航空国际线则因长航线方才开辟而同比转负,降幅为2.1pct。

### B737MAX 停飞压制供给天花板,静待需求复苏

华尔街日报报道,波音公司虽然努力使B737MAX机型满足复飞条件,但目前看其不太可能在2020年到来之前做好复飞准备。民航局表示2019年暑运旺季航班计划量同比增幅在7%-8%,仍低于2019夏秋航季9%的时刻增量,我们认为这可能是在B737MAX全面停飞带来供给刚性缺口及去年旺季严控加班造成低飞机利用率而今年存量飞机利用率同比有所恢复彼此对冲下产生的结果,随着时间推移,B737MAX飞机带来的供给缺口将持续为运价产生向上的刺激作用,静待需求复苏,运价终将企稳回升。

### 投资建议

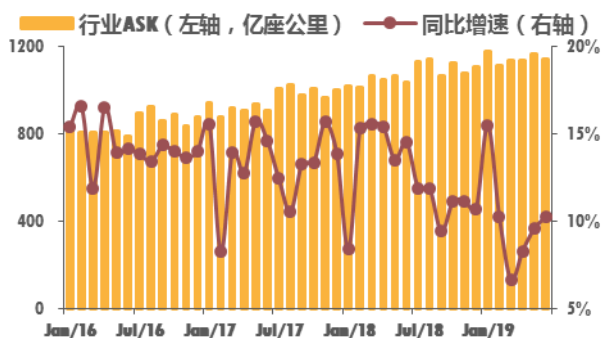
民航暑运旺季进行时,旅客流量依然保持稳定增长,我们认为在B737MAX全面缺席的旺季,供给端的刚性缺口将带来良好的运价表现,叠加同比明显更优的油价汇率走势,以及民航发展基金减负全面降低成本水平,我们认为三季度各航空公司业绩将显著提升。继续推荐三大航、春秋、吉祥。

**风险提示:** 宏观经济超预期下滑,油价大幅上涨,汇率剧烈波动,安全事故

## 1. 上半年收官，民航供需平衡，客运量稳定增长

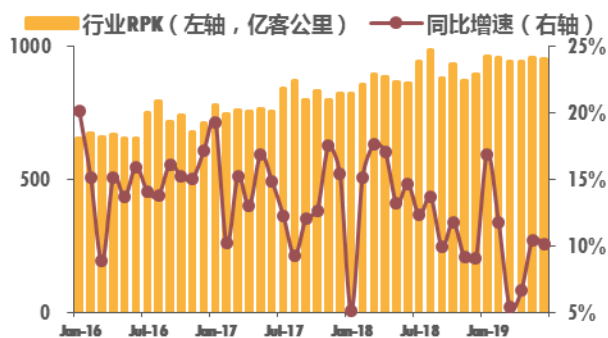
各航空公司披露 6 月运营数据，我们根据各公司数据汇总推算，6 月我国民航 ASK 同比升 10.3%，RPK 同比升 10.1%，客运量同比升 8.1%，客座率 83.3%，同比降 0.1pct。上半年我国民航运行平稳收官，ASK 同比升 10%，RPK 同比升 10.1%，客运量同比升 8.5%，客座率 83.3%，同比升 0.1pct。

图 1：民航 ASK 及同比增速



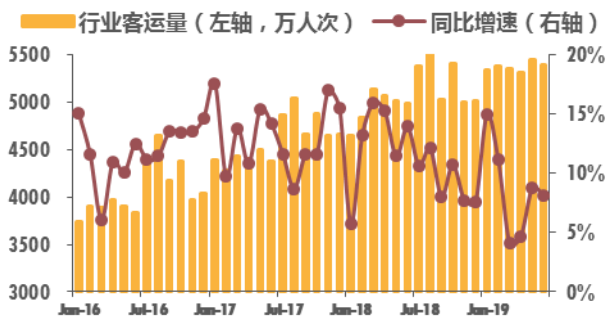
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：民航 RPK 及同比增速



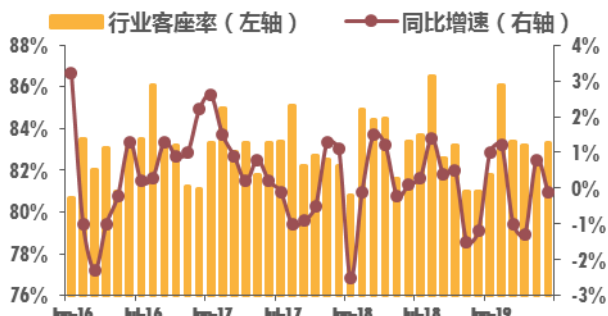
资料来源：公司公告，天风证券研究所

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. 三大航中国航稳健增长，东南航运投有所加速，吉祥增速显著提升

分公司来看，国航延续中低速增长态势，运投增速仅 4.2%，客座率同比有所提升；南航在相对较高的运力投放增速下，客座率依然有 0.5pct 的提升；东航运力投放亦逐步提速，客座率小幅下降 0.8pct。小航空公司，方面春秋增速略有放缓，客座率延续升势，而吉祥则因 B787 宽体客机持续贡献运力，业务量增速保持高位，ASK 增速达到 18.9%，客座率下滑 1.4pct。

表 1：6 月各公司总体增速表现

6 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	4.2%	10.5%	12.1%	12.7%	9.6%	18.9%
RPK 增速	4.8%	11.1%	11.1%	11.3%	10.4%	17.1%
旅客运输量增速	2.7%	9.3%	8.4%	8.4%	12.1%	21.6%
客座率	80.6%	82.9%	82.8%	83.7%	91.7%	85.9%
客座率变动	0.4%	0.5%	-0.8%	-1.1%	0.7%	-1.4%
6 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	5.7%	10.1%	10.4%	12.1%	9.3%	16.1%
RPK 增速	6.4%	10.4%	10.6%	9.9%	12.2%	15.5%
旅客运输量增速	5.1%	8.1%	8.6%	7.7%	13.0%	19.3%
客座率	81.0%	82.7%	82.7%	83.7%	91.7%	85.4%
客座率变动	0.5%	0.2%	0.2%	-1.7%	2.4%	-0.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 国际线表现仍相对强势，国内线客座率持续受宏观经济低迷影响

因宏观经济底部徘徊，公商务客源增速趋缓，三大航国内线客座率仍受到影响，国航在仅 1.2% 的国内线运力增投的基础上，客座率微升 0.1%；南航国内线客座率保持高位，同比微升 0.2pct；东航则在去年同期高基数下有 1.8pct 的下滑；春秋吉祥国内线客座率同样出现下降，降幅分别为 0.3pct、1.3pct。

表 2：6 月各公司国内线增速表现

6 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	1.2%	10.0%	13.8%	10.4%	9.7%	16.6%
RPK 增速	1.3%	10.3%	11.3%	9.6%	9.4%	14.9%
旅客运输量增速	0.7%	8.8%	10.2%	7.5%	10.5%	20.1%
客座率	82.1%	83.1%	83.2%	87.9%	92.7%	86.2%
客座率变动	0.1%	0.2%	-1.8%	-0.6%	-0.3%	-1.3%
6 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	3.2%	8.9%	12.2%	9.3%	8.9%	15.5%
RPK 增速	3.0%	8.8%	11.7%	8.3%	10.2%	15.0%
旅客运输量增速	2.7%	7.3%	8.7%	6.8%	10.5%	18.4%
客座率	82.2%	82.6%	83.4%	88.2%	92.5%	85.9%
客座率变动	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.8%	1.1%	-0.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

各公司国际线表现依旧强势，三大航国际线旅客增速均在 10% 附近，客座率同比延续上升态势，其中国航、南航、东航国际线客座率分别同比上升 1.2pct、0.9pct、1.0pct。春秋航空国际线客座率升幅有所收窄，但仍有 2.7pct 的升幅；吉祥航空国际线则因长航线方才开辟而同比转负，降幅为 2.1pct。

表 3：6月各公司国际线增速表现

6月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	7.5%	11.2%	9.4%	18.9%	8.8%	34.3%
RPK 增速	9.2%	12.5%	10.8%	16.7%	12.2%	31.1%
旅客运输量增速	9.5%	12.8%	10.2%	21.8%	17.0%	34.2%
客座率	78.5%	82.7%	81.9%	73.5%	89.5%	83.9%
客座率变动	1.2%	0.9%	1.0%	-1.4%	2.7%	-2.1%
6月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	8.8%	12.9%	7.1%	21.1%	8.8%	18.0%
RPK 增速	10.9%	14.0%	8.6%	16.0%	15.1%	17.2%
旅客运输量增速	15.0%	12.7%	8.7%	21.8%	18.8%	25.8%
客座率	79.1%	83.1%	81.3%	71.0%	90.1%	82.7%
客座率变动	1.5%	0.8%	1.1%	-3.1%	4.9%	-0.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. B737MAX 停飞压制供给天花板，静待需求复苏

华尔街日报报道，波音公司虽然努力使 B737MAX 机型满足复飞条件，但目前看其不太可能在 2020 年到来之前做好复飞准备。民航局表示 2019 年暑运旺季航班计划量同比增幅在 7%-8%，仍低于 2019 夏秋航季 9% 的时刻增量，我们认为这可能是在 B737MAX 全面停飞带来供给刚性缺口及去年旺季严控加班造成低飞机利用率而今年存量飞机利用率同比有所恢复彼此对冲下产生的结果，随着时间推移，B737MAX 飞机带来的供给缺口将持续为运价产生向上的刺激作用，静待需求复苏，运价终将企稳回升。

## 3. 投资建议

民航暑运旺季进行时，旅客流量依然保持稳定增长，我们认为在 B737MAX 全面缺席的旺季，供给端的刚性缺口将带来良好的运价表现，叠加同比明显更优的油价汇率走势，以及民航发展基金减负全面降低成本水平，我们认为三季度各航空公司业绩将显著提升。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