

航空运输

证券研究报告
2019年09月17日

供给有所收缩，暑运客座率创新高

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

事件

各航空公司披露8月运营数据，我们根据各公司数据推算，8月全民航ASK同比增10.0%，RPK同比增10.3%，旅客运输量同比增8.3%，客座率86.7%，同比提高0.2pct。1-8月ASK同比增10.2%，RPK同比增10.3%，旅客运输量同比增8.7%，客座率83.8%，同比增长0.1pct。

总量增速略有放缓，暑运客座率创新高

8月是一年中国民航最旺的一个月，供需均处于年内峰值。受制于B737MAX停飞、8月下旬民航严控时刻及天气原因共同限制，8月民航各类飞行保障航班量同比仅增6.64%，低于7月8%的升幅，ASK同比增速下降至10%，旅客运输量增速放缓至8.3%，增速环比放缓2.3pct，同时客座率再创新高，达到86.7%的历史性高位。

各公司表现不一，国际线仍明显好于国内线

各公司运营数据表现不一，国航依旧保持低增速，ASK投放增速略超5%，东南海航及春秋航增速接近，ASK增速略超10%，吉祥运投增速最快，达到18.6%。客座率方面，国南航同比小幅改善，东航有所下降，海航持平，春秋延续强势，客座率同比升2.1pct，吉祥因国际长航线仍处于培育期，客座率同比下降2.1pct。细分市场方面，国内线表现依旧偏弱，除春秋国内客座率微升0.1pct外，各航司国内线客座率均出现下滑，其中东航、吉祥降幅超过1pct。国际航线表现较好，各公司业务量继续保持较快增速，客座率除吉祥外均有明显升幅，三大航平均升超1.5pct，春秋国际线客座率升幅达到6.6pct。

供给逻辑犹在，需求有望复苏

从暑运民航运力运量的增速来看，在B737MAX停飞的影响下，整个民航供给确有放缓，即便是在相对低迷的需求下，客座率依然实现上升。2019年冬春航季时刻配置政策出台，继续严格控制主辅时刻协调机场时刻增量，对中小机场增量亦有严格的控制，期待政策严格执行压制供给。需求端，因建国70周年大庆在即，部分公商务需求可能于9月受种种影响而被压制，10月国庆结束后有望阶段性释放需求，且去年11-12月民航运价及客座率均处于低基数状态，因此四季度民航运价及客座率表现有望好于市场预期。

投资建议

当前大航PB估值已经接近于底部区域，当然我们无法确定具体哪个股价才是绝对的低点，只能大致判断这个位置的股价离底部并不远。前期汇率贬值风险已经显著释放，央行降准再度放出积极信号托底经济，且暑运旺季过后，市场对后续航空公司的预期也并不算高，因此我们认为主导股价的各大变量出现向积极方向变化的可能性更大，继续看好民航发展前景，推荐三大航，同步推荐汇兑中性的民营航空公司，强调市值、估值水平双低的吉祥航空。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.52	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	16.71	15.49	12.00	10.78
600029.SH	南方航空	6.86	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	28.58	17.59	11.63	9.53
600115.SH	东方航空	5.46	买入	0.18	0.29	0.52	0.60	30.33	18.83	10.50	9.10

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

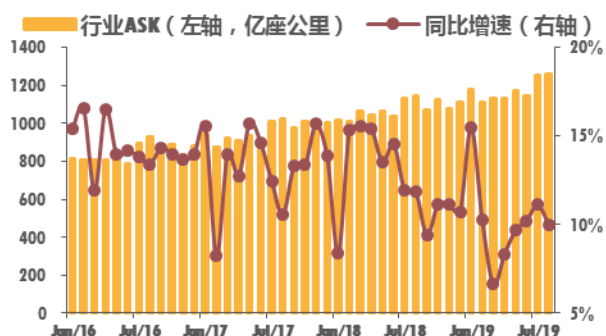
- 《航空运输-行业点评:客运量增速重回两位数，旺季需求刚性依旧》2019-08-19
- 《航空运输-行业点评:上半年旅客流量稳定增长，继续看好三季度业绩》2019-07-16
- 《航空运输-行业点评:经营数据显著恢复，持续看好旺季表现》2019-06-17



1. 事件

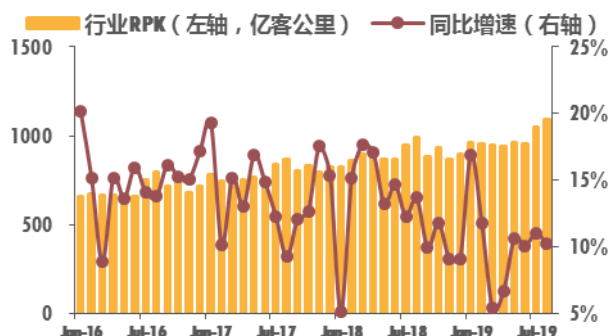
各航空公司披露 8 月运营数据,我们根据各公司数据推算,8 月全民航 ASK 同比增 10.0%, RPK 同比增 10.3%, 旅客运输量同比增 8.3%, 客座率 86.7%, 同比提高 0.2pct。1-8 月 ASK 同比增 10.2%, RPK 同比增 10.3%, 旅客运输量同比增 8.7%, 客座率 83.8%, 同比增长 0.1pct。

图 1: 民航 ASK 及同比增速



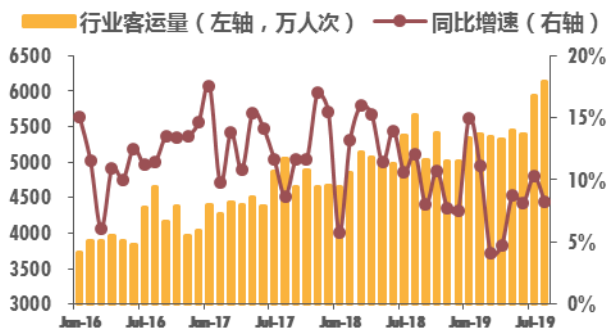
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 民航 RPK 及同比增速



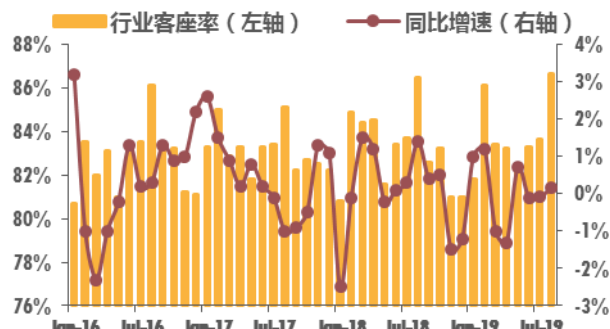
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

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. 总量增速略有放缓, 暑运客座率创新高

8 月是一年中民航最旺的一个月, 供需均处于年内峰值。受制于 B737MAX 停飞、8 月下旬民航严控时刻及天气原因共同限制, 8 月民航各类飞行保障航班量同比仅增 6.64%, 低于 7 月 8% 的升幅, ASK 同比增速下降至 10%, 旅客运输量增速放缓至 8.3%, 增速环比放缓 2.3pct, 同时客座率再创新高, 达到 86.7% 的历史性高位。

2.2. 各公司表现不一, 国际线仍明显好于国内线

各公司运营数据表现不一, 国航依旧保持低增速, ASK 投放增速略超 5%, 东南海航及春秋航增速接近, ASK 增速略超 10%, 吉祥运投增速最快, 达到 18.6%。客座率方面, 国

南航同比小幅改善，东航有所下降，海航持平，春秋延续强势，客座率同比升 2.1pct，吉祥因国际长航线仍处于培育期，客座率同比下降 2.1pct。细分市场方面，国内线表现依旧偏弱，除春秋国内客座率微升 0.1pct 外，各航司国内线客座率均出现下滑，其中东航、吉祥降幅超过 1pct。国际航线方面，各公司业务量继续保持较快增速，客座率除吉祥外均有明显升幅，三大航平均升超 1.5pct，春秋国际线客座率升幅达到 6.6pct。

表 1：8 月各公司总体增速表现

8 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	5.6%	10.2%	11.0%	10.3%	12.5%	18.6%
RPK 增速	6.1%	10.4%	9.8%	10.4%	15.0%	15.9%
旅客运输量增速	4.3%	8.6%	6.5%	7.6%	17.1%	6.2%
客座率	84.6%	86.0%	85.3%	87.0%	93.9%	89.2%
客座率变动	0.4%	0.1%	-0.9%	0.0%	2.1%	-2.1%
8 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	5.7%	10.3%	10.7%	12.1%	10.4%	17.1%
RPK 增速	6.4%	10.6%	10.5%	10.4%	13.2%	16.1%
旅客运输量增速	4.7%	8.5%	8.3%	8.2%	14.3%	15.9%
客座率	81.5%	83.2%	82.9%	84.3%	92.0%	86.0%
客座率变动	0.5%	0.3%	-0.2%	-1.3%	2.3%	-0.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：8 月各公司国内线增速表现

8 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	7.3%	9.5%	12.8%	9.9%	13.7%	5.0%
RPK 增速	6.9%	8.7%	10.7%	9.1%	13.9%	3.5%
旅客运输量增速	5.9%	7.6%	6.8%	6.7%	16.6%	6.2%
客座率	86.1%	86.2%	86.5%	89.4%	94.3%	90.3%
客座率变动	-0.4%	-0.7%	-1.6%	-0.7%	0.1%	-1.3%
8 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	4.3%	9.3%	12.7%	10.0%	10.5%	13.4%
RPK 增速	4.2%	9.1%	11.6%	9.0%	11.7%	12.7%
旅客运输量增速	3.6%	7.6%	8.3%	7.3%	12.5%	15.9%
客座率	82.9%	83.1%	83.8%	88.4%	92.7%	86.7%
客座率变动	-0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.7%	0.9%	-0.6%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：8 月各公司国际线增速表现

8 月当月	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	2.9%	12.2%	8.5%	11.4%	10.4%	130.9%
RPK 增速	5.9%	10.4%	10.7%	14.3%	18.8%	123.3%
旅客运输量增速	7.4%	18.1%	9.8%	20.6%	21.1%	80.0%
客座率	82.9%	85.9%	83.9%	81.1%	93.8%	85.3%
客座率变动	2.4%	2.1%	1.2%	2.0%	6.6%	-2.9%
8 月累计	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
ASK 增速	7.0%	12.6%	7.4%	18.6%	9.1%	38.5%
RPK 增速	9.2%	10.6%	11.6%	15.3%	15.5%	36.6%
旅客运输量增速	12.6%	14.0%	8.5%	21.4%	18.8%	37.2%
客座率	79.5%	83.5%	81.5%	73.1%	90.4%	82.7%
客座率变动	1.5%	1.2%	1.0%	-2.1%	5.0%	-1.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 供给逻辑犹在，需求有望复苏

从暑运民航运力运量的增速来看，在 B737MAX 停飞的影响下，整个民航供给确有放缓，即便是在相对低迷的需求下，客座率依然实现上升。2019 年冬春航季时刻配置政策出台，继续严格控制主辅时刻协调机场时刻增量，对中小机场增量亦有严格的控制，期待政策严格执行压制供给。需求端，因建国 70 周年大庆在即，部分公商务需求可能于 9 月受种种影响而被压制，10 月国庆结束后有望阶段性释放需求，且去年 11-12 月民航运价及客座率均处于低基数状态，因此四季度民航运价及客座率表现有望好于市场预期。

3. 投资建议

当前大航 PB 估值已经接近于底部区域，当然我们无法确定具体哪个股价才是绝对的低点，只能大致判断这个位置的股价离底部并不远。前期汇率贬值风险已经显著释放，央行降准再度放出积极信号托底经济，且暑运旺季过后，市场对后续航空公司的预期也并不算高，因此我们认为主导股价的各大变量出现向积极方向变化的可能性更大，继续看好民航发展前景，推荐三大航，同步推荐汇兑中性的民营航空公司，强调市值、估值水平双低的吉祥航空。

4. 风险提示

宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，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