东兴证券 DONGXING SECURITIES

航空8月数据点评：国内航线投放基本恢复，政策将继续推升供给增长

2020 年 09 月 17 日

看好/维持

交通运输 | 行业报告

事件：

据民航局披露，8 月国内航线旅客运量已恢复至去年同期 8 成以上，并超过今年 1 月份，是今年以来月度国内旅客运输规模的最高值。

点评：

整体供给格局：虽然国内航线运力供给已经恢复八成以上，但由于国际航线无法正常投放运力，三大航整体的 ASK 投放较去年仅恢复至 6 成左右。三大航（与海航）在国际航线恢复之前，始终会面临飞机利用率偏低的问题，且宽体占比越高的航司现阶段运力恢复程度越低。

需求判断：8 月除海航外，各上市公司的国内运力投放都已经接近或超过去年同期水平。但进入 7 月后，各航司客座率不再有明显提升，需求端的恢复还需要一定时间。我们认为，在供给基本恢复的情况下，后续航司的重心应该转移到提升客座率与票价上。继续提升供给对航司的边际收益正在下降。

供给判断：三大航 8 月的国内运力供给都恢复至同比九成以上，客座率 74%左右，较去年同期有 12%的差距。从运力投放曲线上看，三大航的国内运力投放并没有放缓的趋势。结合近期北上广航线准入政策的放开，预计三大航的运力投放还会持续 1-2 个月的快速增长。

春秋与吉祥两家中型航司的国内运力投放都已经明显超过了去年同期。考虑到两航司今年基本没有新增飞机引进，后续进一步增加运力投放的空间不大，预计春秋与吉祥未来 2 个月的运力投放增速会有明显放缓。

政策变化带来的影响：民航局近日从促进国内需求大循环的角度出发，调整放宽了涉及北上广的部分国内航线的准入政策。此举有助于国内航线实现结构性改善，提升一二线机场投放运力的占比，从而缓解航司的经营压力。在政策的加持下，九、十月份国内航线运力供给环比还将继续增长。但现阶段航空需求尚未完全恢复，行业供需与价格体系处于弱平衡状态，我们需要警惕运力过度投放带来的客座率与票价大幅下滑。

投资建议：考虑到疫情已经为航空业带来巨大的亏损，且持续时间还具有较大不确定性，故我们建议投资者等待全球疫情出现拐点，国际航线有明显恢复迹象后再考虑对于 A 股三大航的配置；现阶段建议关注运力投放恢复较快的春秋与吉祥。

风险提示：疫情持续时间超预期；宏观经济下行；民航政策变化；地缘政治因素；油价汇率大幅波动；异常天气因素等

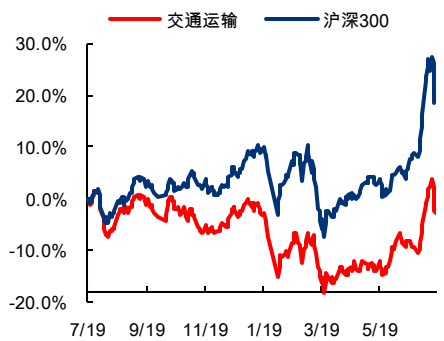
未来 3-6 个月行业大事：

2020-10-10 民航局公布 2020 年 9 月民航运行数据

2020-10-14 起上市公司披露 9 月运行数据

行业基本资料		占比%
股票家数	114	2.94%
重点公司家数	-	-
行业市值	25448.5 亿元	3.3%
流通市值	18051.09 亿元	3.21%
行业平均市盈率	33.14	/
市场平均市盈率	21.30	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050005

研究助理：李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119050016

目 录

1. 国内供给基本恢复，政策将继续推升供给增长 3
2. 整体运力供给：三大航 ASK 恢复至六成，春秋吉祥恢复九成以上 4
3. 国内航线：运力投放持续增长，客座率上升遭遇瓶颈 5
3.1 整体数据：运力投放基本恢复，客座率同比降约 12% 5
3.2 上市公司：三大航运力还有继续投放空间，春秋吉祥预计后续运力增长放缓 5
4. 国际航线：缓慢恢复中，短期乏善可陈 7
4.1 整体数据：航班绝对量依然很低 7
4.2 上市公司：国际线恢复需要政策配合，近期无大变动 7
5. 风险提示 8

插图目录

图 1：东航整体 ASK 同比与环比 4
图 2：南航整体 ASK 同比与环比 4
图 3：国航整体 ASK 同比与环比 4
图 4：海航整体 ASK 同比与环比 4
图 5：吉祥整体 ASK 同比与环比 4
图 6：春秋整体 ASK 同比与环比 4
图 7：8 月上市公司国内航线 ASK 同比增速 5
图 8：六大航国内航线 ASK 占比情况 5
图 9：8 月上市公司国内航线客座率同比 5
图 10：东航国内航线客座率与 ASK 同比增速 6
图 11：南航国内航线客座率与 ASK 同比增速 6
图 12：国航国内航线客座率与 ASK 同比增速 6
图 13：海航国内航线客座率与 ASK 同比增速 6
图 14：吉祥国内航线客座率与 ASK 同比增速 6
图 15：春秋国内航线客座率与 ASK 同比增速 6
图 16：8 月上市公司国际航线 ASK 同比增速 7
图 17：8 月六大航国际航线客座率同比变化 7
图 19：东航国际航线客座率与 ASK 同比增速 7
图 20：南航国际航线客座率与 ASK 同比增速 7
图 21：国航国际航线客座率与 ASK 同比增速 8
图 22：海航国际航线客座率与 ASK 同比增速 8
图 23：吉祥国际航线客座率与 ASK 同比增速 8
图 24：春秋国际航线客座率与 ASK 同比增速 8

1. 国内供给基本恢复，政策将继续推升供给增长

民航局例行发布会披露，8 月份，民航运输生产总体继续呈现回升态势。8 月共完成旅客运输量 4553.9 万人次，同比下降 25.6%，环比上升 8.5 个百分点。**国内航线旅客运量已恢复至去年同期 8 成以上**，并超过今年 1 月份，是今年以来月度国内旅客运输规模的最高值；完成货邮运输量 54.6 万吨，同比下降 13.3%，降幅较上月扩大 2.9 个百分点；共保障各类飞行 41.3 万班，日均 13334 班，日均同比下降 22.1%，环比上升 11.7%。

表 1：六大航同比增速表现总览

		可利用客公里（ASK）				收入客公里（RPK）				客座率			
		整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
8 月	东航	-34.7%	-0.8%	-95.0%	-94.9%	-44.0%	-15.2%	-97.0%	-98.0%	-12.1%	-12.6%	-33.0%	-45.1%
	南航	-34.2%	-7.3%	-91.7%	-97.6%	-44.0%	-20.6%	-94.4%	-98.4%	-12.8%	-12.4%	-28.2%	-26.2%
	国航	-41.4%	-3.4%	-94.3%	-95.2%	-49.4%	-17.0%	-96.4%	-99.3%	-11.7%	-12.2%	-31.6%	-65.4%
	海航	-52.3%	-35.7%	-96.4%	-	-58.2%	-44.1%	-97.8%	-	-9.9%	-11.7%	-30.5%	-
	吉祥	-6.7%	17.6%	-93.0%	-74.9%	-17.7%	3.2%	-95.7%	-89.3%	-10.5%	-11.1%	-33.0%	-46.9%
	春秋	-1.1%	50.3%	-98.7%	-87.3%	-11.4%	34.6%	-99.1%	-95.2%	-9.8%	-9.9%	-32.5%	-54.1%
1-8 月	东航	-49.4%	-34.3%	-75.4%	-84.3%	-58.1%	-45.6%	-79.9%	-89.6%	-14.2%	-14.5%	-14.8%	-27.5%
	南航	-45.4%	-31.1%	-75.8%	-87.2%	-54.6%	-42.3%	-80.7%	-92.0%	-14.0%	-13.5%	-16.9%	-28.6%
	国航	-51.9%	-32.7%	-77.6%	-83.7%	-59.4%	-43.3%	-81.6%	-88.8%	-12.6%	-13.0%	-13.9%	-25.3%
	海航	-62.8%	-54.4%	-85.9%	-90.3%	-68.4%	-62.5%	-87.6%	-93.3%	-12.5%	-15.8%	-8.7%	-23.9%
	吉祥	-32.4%	-24.2%	-68.9%	-74.9%	-44.2%	-36.9%	-78.1%	-87.1%	-15.0%	-14.4%	-24.6%	-40.4%
	春秋	-18.8%	9.8%	-72.4%	-78.3%	-32.2%	-8.2%	-78.1%	-85.8%	-15.2%	-15.2%	-18.5%	-31.2%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

此外，民航局近日下发《关于 2020/21 年冬春航季国内航线航班评审相关工作的通知》，调整**放宽了部分国内航线航班准入政策**。政策分两部分：

第一部分是放开核准航段每周最大航班量限制。核准航线指涉及北京、上海、广州机场之间及其连接部分国内繁忙机场的客运航线，共 49 条，也就是我国最繁忙的核心商务航线。放宽核准航段最大航班量限制**有助于国内航线实现结构性改善，提升一二线机场投放运力的占比**，从而缓解航司的经营压力。

第二部分是放宽涉及北上广三大机场支线航线准入限制，其中 2019 年旅客吞吐量在 100 万-200 万间的 32 个机场至北上广的航线，申请门槛显著降低。这个政策主要利好支线航司。

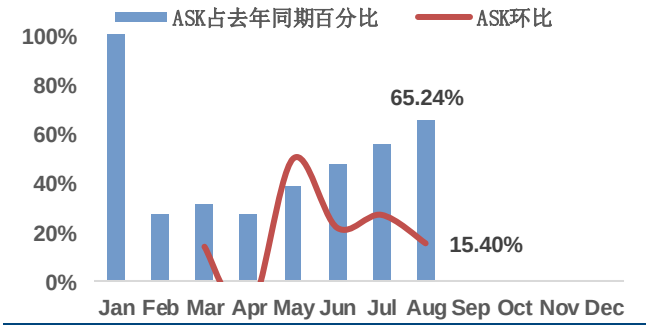
由于国际航线还未放开，北上广三大国际机场大量原本用于国际航线的时刻处于闲置状态。民航局此举希望提升一类机场时刻利用效率，并以此优化国内航线运力投放结构，促进国内需求大循环。

由于北上广时刻都是高质量时刻，各航司必然会积极响应，加紧投放运力，因此在政策的加持下，九、十月份国内航线运力供给环比还将继续增长。我们预计九月国内航线运力供给将基本恢复甚至可能略超去年同期水平，而十月的国内运力供给则大概率会超过去年同期水平。

2. 整体运力供给：三大航 ASK 恢复至六成，春秋吉祥恢复九成以上

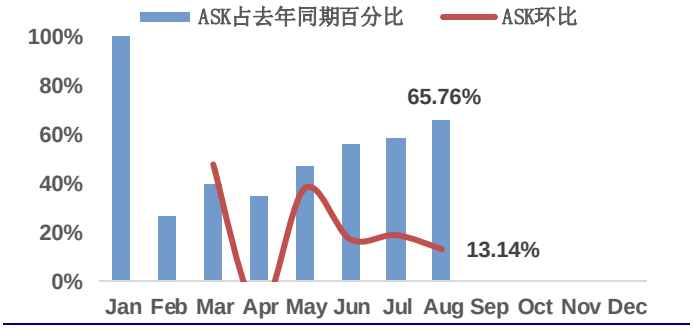
虽然国内航线运力供给已经恢复八成以上，但由于国际航线无法正常投放运力，**三大航整体的 ASK 投放较去年仅恢复至 6 成左右**，宽体占比最高的国航相对东航与南航则恢复更慢一点。应该说，三大航（与海航）在国际航线恢复之前，始终会面临飞机利用率偏低的问题。

图 1：东航整体 ASK 同比与环比



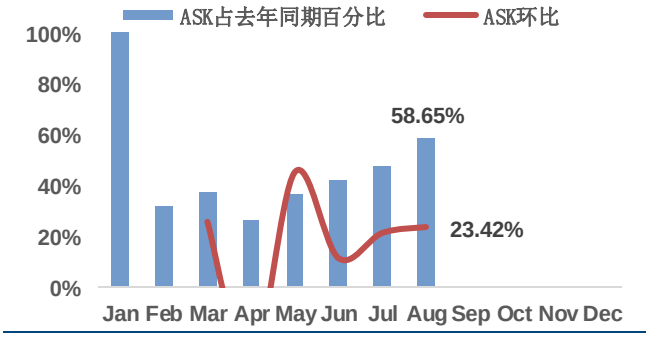
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：南航整体 ASK 同比与环比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：国航整体 ASK 同比与环比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

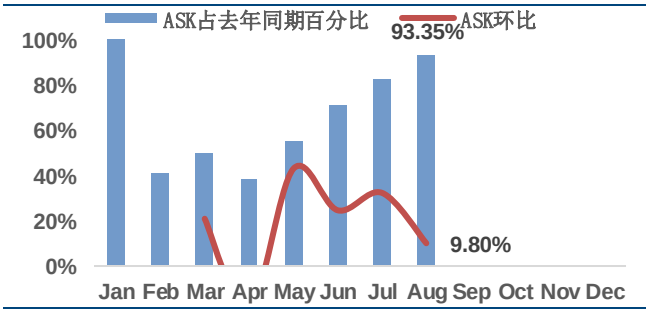
图 4：海航整体 ASK 同比与环比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

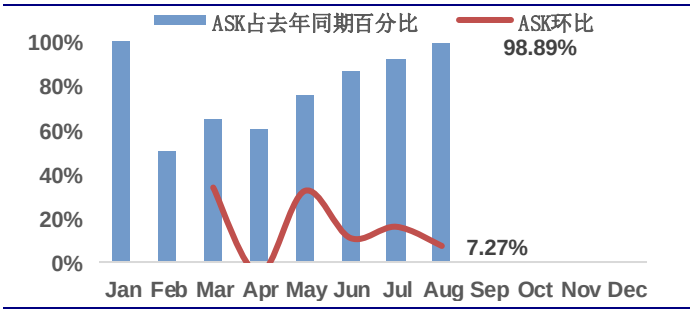
春秋与吉祥由于以窄体机为绝对主力且体量较小，故运力投放更加灵活。两公司通过将原本投放于国际航线的运力转回国内，并加开国内航线，实现了飞机利用率的快速回升。截至 8 月，春秋与吉祥的 ASK 投放已经恢复至去年 9 成以上，且国内航线运力投放都已经明显超过去年同期。

图 5：吉祥整体 ASK 同比与环比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：春秋整体 ASK 同比与环比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

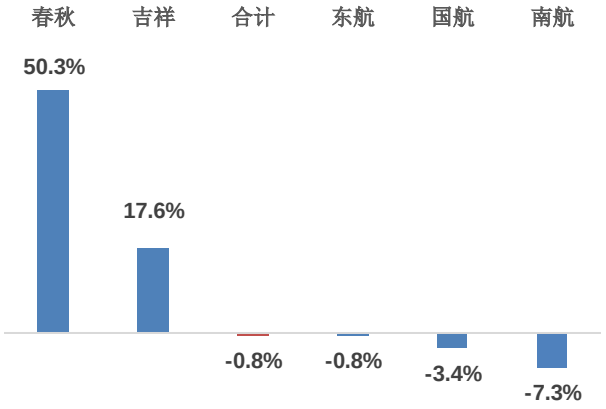
3. 国内航线：运力投放持续增长，客座率上升遭遇瓶颈

3.1 整体数据：运力投放基本恢复，客座率同比降约 12%

8 月除海航外，各上市公司的国内运力投放都已经接近或超过去年同期水平。但**进入 7 月后，各航司客座率不再有明显提升**，显示出虽然供给端已经基本恢复，但需求端的恢复还有一定差距。

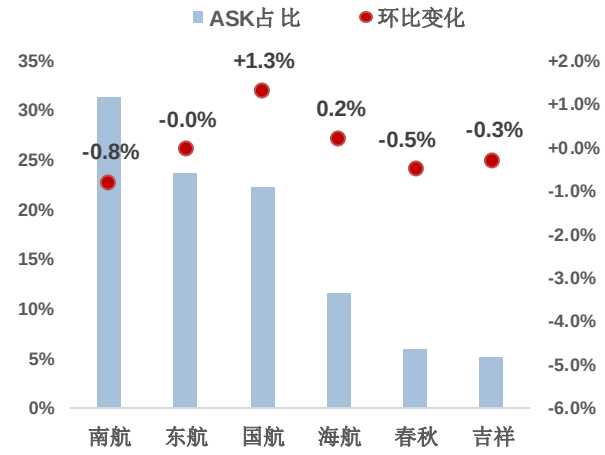
现阶段各航司客座率较去年同期普遍低 10 个百分点以上，导致票价必然也明显低于正常水平。我们认为，在供给基本恢复的情况下，后续航司的重心应该转移到提升客座率与票价上。继续提升供给对航司的边际收益正在下降。

图 7：8 月上市公司国内航线 ASK 同比增速



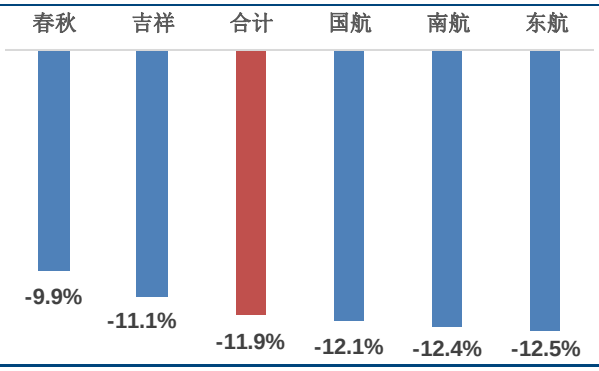
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：六大航国内航线 ASK 占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 9：8 月上市公司国内航线客座率同比

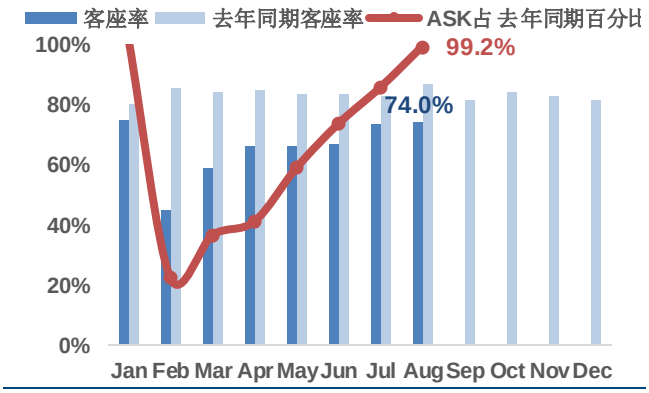


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 上市公司：三大航运力还有继续投放空间，春秋吉祥预计后续运力增长放缓

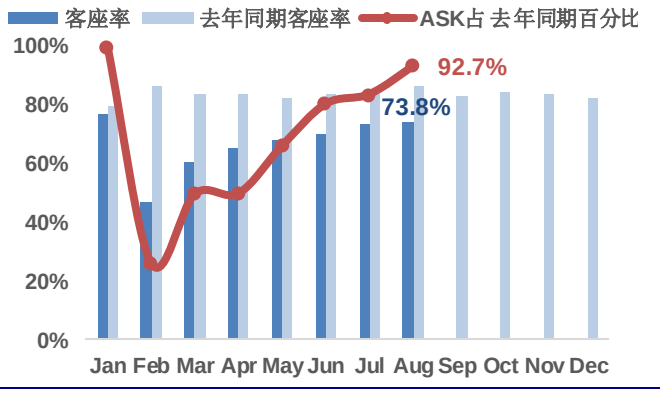
三大航 8 月的国内运力供给都恢复至同比九成以上，客座率三家航司也比较一致，基本在 74%左右，较去年同期有 12%的差距。

图 10：东航国内航线客座率与 ASK 同比增速



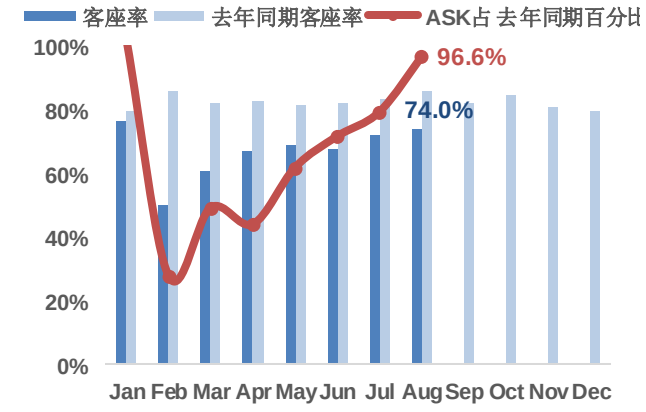
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11：南航国内航线客座率与 ASK 同比增速



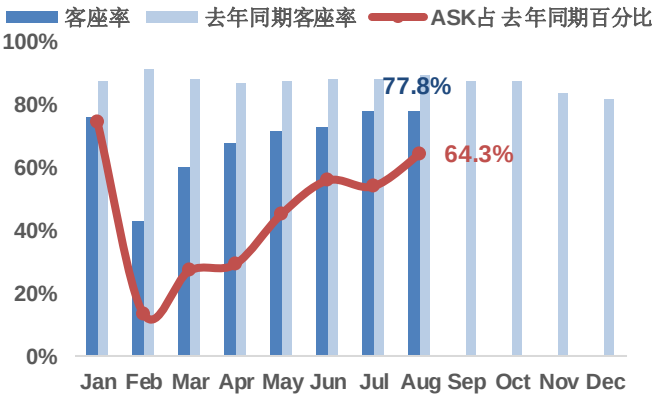
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 12：国航国内航线客座率与 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

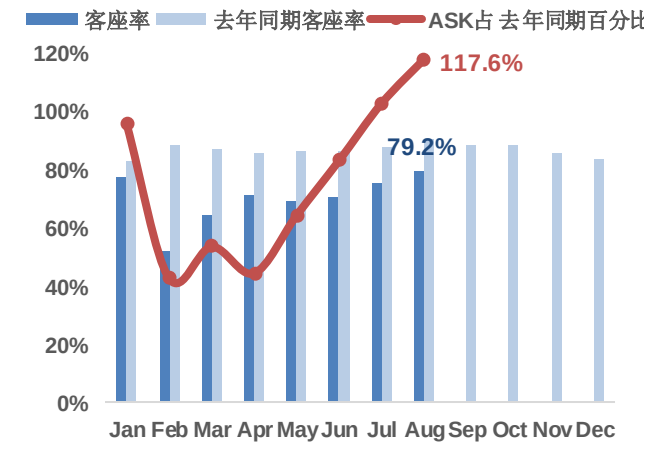
图 13：海航国内航线客座率与 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

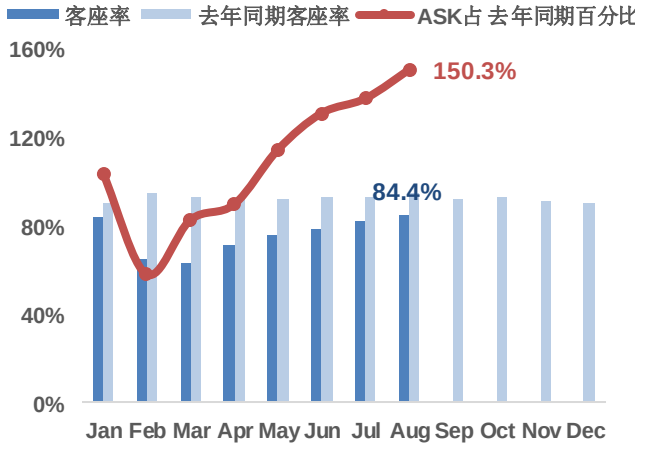
此外，从运力投放曲线上看，三大航的国内运力投放虽已经接近去年同期水平，但还没有放缓的趋势。结合近期北上广航线准入政策的放开，预计三大航的运力投放还会持续 1-2 个月的快速增长。

图 14：吉祥国内航线客座率与 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 15：春秋国内航线客座率与 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

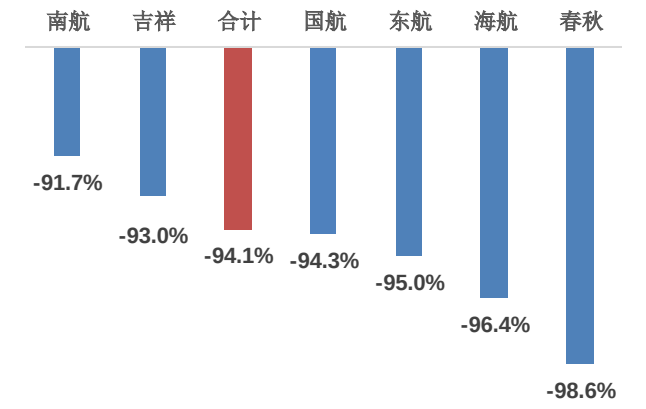
春秋与吉祥两家中型航司的国内运力投放都已经明显超过了去年同期。其中春秋原本投放于国际航线的运力已经都回到了国内，整体运力投放已经接近去年同期水平。考虑到两航司今年基本没有新增飞机引进，故后续进一步增加运力投放的空间不大，预计春秋与吉祥未来 2 个月的运力投放增速会有明显放缓。

4. 国际航线：缓慢恢复中，短期乏善可陈

4.1 整体数据：航班绝对量依然很低

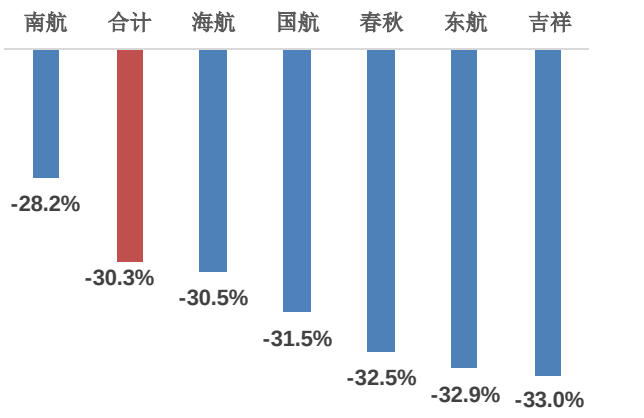
国际航线处于缓慢恢复状态，但若政策上没有明显变化，则难以改变运力投放绝对量太低的尴尬状态。在此仅呈现数据，不做过多评论。

图 16：8 月上市公司国际航线 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

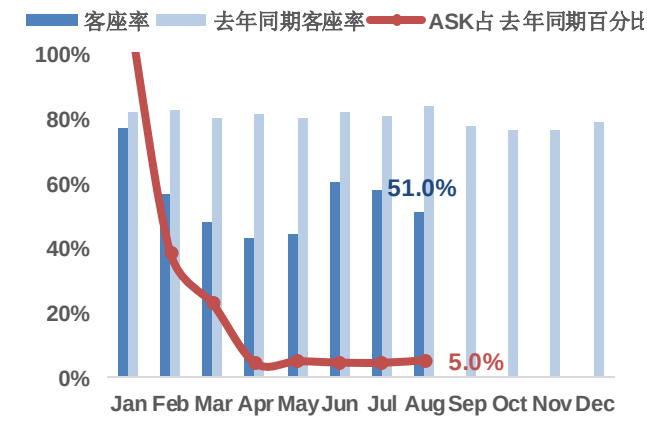
图 17：8 月六大航国际航线客座率同比变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

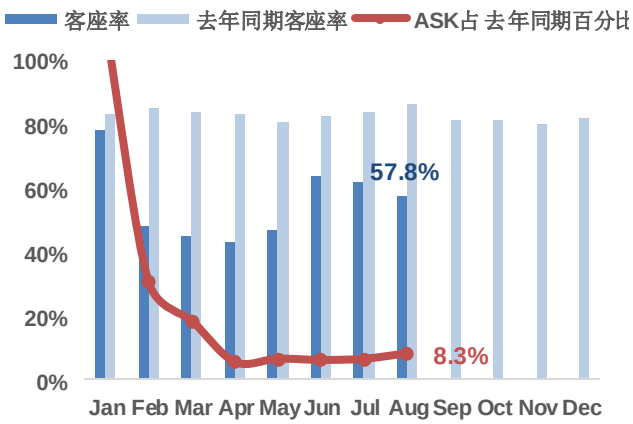
4.2 上市公司：国际线恢复需要政策配合，近期无大变动

图 18：东航国际航线客座率与 ASK 同比增速



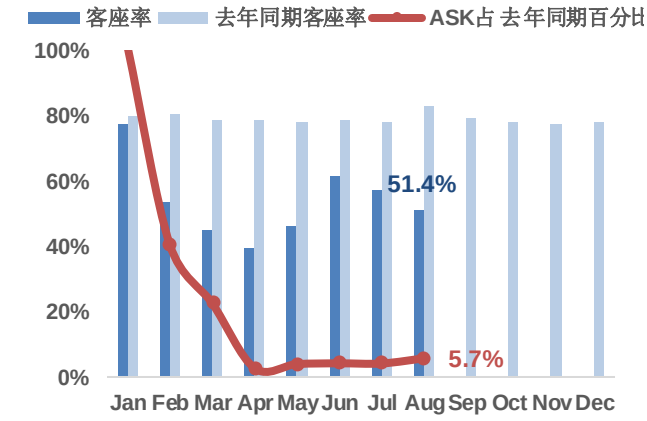
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：南航国际航线客座率与 ASK 同比增速



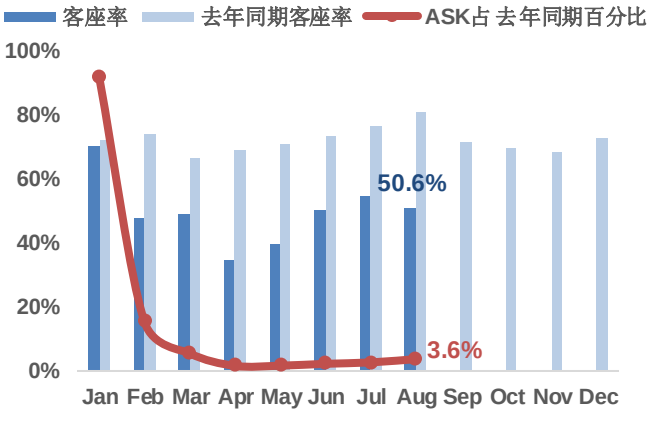
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 20：国航国际航线客座率与 ASK 同比增速



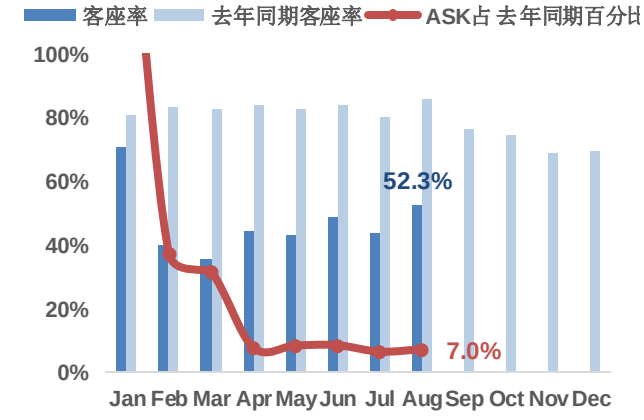
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 21：海航国际航线客座率与 ASK 同比增速



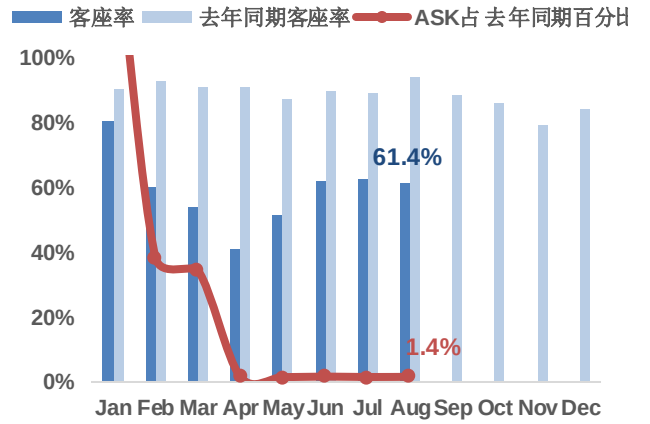
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22：吉祥国际航线客座率与 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 23：春秋国际航线客座率与 ASK 同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

疫情持续时间超预期；宏观经济下行；民航政策变化；地缘政治因素；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，5 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券， 2019 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526