

行业研究/年度策略

2017年11月08日

行业评级:

交通运输 中性(维持)
航空运输II 增持(维持)

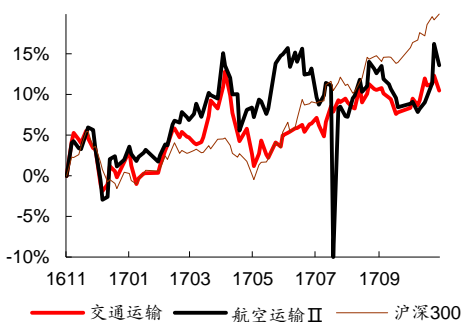
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《南方航空(600029,买入): 受益行业景气上行, 上调至买入》2017.11
- 2《交通运输: 自贸港细节出台, 强调自由流动》2017.11
- 3《交通运输: 民航供给调控利好, 继续推荐航空》2017.11

行业走势图



资料来源: Wind

航空景气向上, 机场配置价值减弱

航空机场 2018 年投资策略报告

航空未来 3 年景气向上, 机场配置价值减弱

我们认为中国航空即将进入一个全新的上行周期, 基于 2 条核心逻辑: 1) 高票价航线价格封顶逐步放松, 终端售价有望继续增长; 2) 低票价航线因供给调控而增幅放慢, 不仅票价有望提升, 且占比提升放慢, 行业平均票价有望提升, 重申板块增持评级。考虑敏感性、航线网络质量、飞机引进计划、业绩基数等, 首选南方航空、中国国航; 次选东方航空和吉祥航空, 关注海南航空和春秋航空。机场板块虽然业绩稳定增长, 但考虑与国外估值接轨基本完毕、时刻收紧影响起降架次增幅、非航招标增厚利润但反应充分, 配置价值较往年减弱, 首选上海机场, 次选白云机场。

过去, 我们对航空持谨慎观点: 客座率上升不带来票价上涨

自 2010 年, 我们对航空一直持谨慎的观点, 在于: 1) 行业内生需求因经济增幅放缓而放缓, 2) 高铁不断新开、持续分流航空, 3) 市场集中度下降、竞争格局恶化。此外, 还有更为重要的 2 个理由, 1) 高票价航线受制于经济舱全价封顶值, 且客座率也很高, 盈利提升空间有限; 2) 低票价航线因供给充分, 票价提升缓慢, 但占市场比重快速提升, 拖累行业平均票价水平。若从某条航线看, 客座率上升到一定水平, 确实可以带来票价的上涨; 但航空公司的航线结构也同时发生变化, 因此, 全网络看, 客座率确实在上升, 但加权的平均票价却下降。

2018 年供不应求、量价齐升, 航空迈入景气周期

基于民航局限制总运力增幅、发改委逐步放开票价上限、高铁分流和国际线资源争夺基本结束, 我们认为航空业将进入一个全新的上行周期。我们预计 2018 年行业量价齐升, 具体如下: 1) 供给增幅 10.3%, 需求增幅 12.5%, 带动客座率提升 1.7 个百分点至 85.4%, 2) 参考历史供需增幅差带动的票价涨幅, 也考虑 21 大机场航班量增幅将从 6% 以上放缓至 3%, 而旅客量很大概率维持以往 9% 的增幅, 21 大机场航班将出现 6 个点的供需增幅差, 预计行业票价上涨 3%; 3) 即使考虑油价上涨和人民币由升至贬, 预计三大航总利润和扣汇兑损益利润分别同比增加 10% 和 30%。

机场业绩依然稳定增长, 但配置价值减弱

机场板块得益于生产量稳定增长、内航内线提价、非航招标超预期, 配置价值突显, 年初至今股价表现交运子板块第一。展望 2018 年, 因民航局时刻放量收紧, 行业业绩增幅或小幅放缓, 估值趋于合理, 依然具备配置价值, 但相对弱于今年。

航空首选南方航空和中国国航, 机场首选上海机场

基于行业景气向上, 我们看好整个航空板块, 首选业绩弹性大的南方航空和稳健增长的中国国航, 次选东方航空和吉祥航空, 关注海南航空和春秋航空。基于配置价值减弱, 我们首选龙头上海机场, 次选白云机场。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
601111	中国国航	9.81	买入	0.50	0.71	0.86	1.01	19.65	13.72	11.40	9.69
600029	南方航空	9.02	买入	0.51	0.76	0.83	0.96	17.52	11.85	10.82	9.36
600009	上海机场	43.1	增持	1.46	1.80	2.11	2.13	29.60	23.88	20.47	20.25

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

航空：景气向上，看好未来 3 年	4
过去多年，我们对航空持谨慎观点	4
展望未来 3 年，我们对航空转为乐观	5
供给因安全、准点等多重要求，增幅放缓	5
需求因经济回暖、消费升级、格局优化而稳健增长	8
政策管制有收有放，提供额外利好	9
2018 年供需预测：供不应求，量价齐升	10
供给增幅因航班控制而放缓至 10.3%	10
需求增幅因票价上升而放缓至 12.5%	11
量价齐升，覆盖油价和汇率的负面影响	12
投资建议：首选南方航空和中国国航，次选东方航空、吉祥航空	14
机场：业绩依然稳定增长，但配置价值减弱	17
得益于生产量增长和内航内线提价，板块利润增长稳定	17
展望和投资建议：选择基本面良好、结构改善的机场个股	18

图表目录

图表 1：中国民航业历史供需增幅和客座率（2006-2016）	4
图表 2：历史票价 vs 客座率（2006-2016）	4
图表 3：中国国航、南方航空、东方航空等三大航市场集中度（以 RPK 为统计口径） （2001-2016）	5
图表 4：前 10 大、前 11-20 大、前 21-30 机场起降增幅变化图（2006-2016）	5
图表 5：中国机队数量（2006-2016）	6
图表 6：中美飞机对比（2006-2016）	6
图表 7：事故征候 vs 航班量增幅变化图（2011-2016）	6
图表 8：航班正常性（2006-2016）	6
图表 9：21 个主协调机场航班量增幅变化图（2006-2019E）	7
图表 10：21 个主协调机场份额占比变化图（2006-2016）	7
图表 11：人均可支配收入、CPI、票价增幅变化图（2008-2016）	8
图表 12：旅客量增幅变化图（2006-2016）	8
图表 13：高铁开通里程变化图（2008-2020E）	9
图表 14：经济舱全价新价格	9
图表 15：航空公司飞机引进计划图	10
图表 16：民航业飞机日利用率变化图（2009-2018E）	10
图表 17：冬春航季实际与计划增幅变化图（2010-2017）	11
图表 18：中国民航业年度 ASK 与起降架次增幅变化图（2007-2016）	11
图表 19：三大航 ASK、RPK、票价变化分析表（2014-2017 年 1-9 月）	11
图表 20：RPK 计算法图	12
图表 21：中国民航业供需增幅和客座率（2006-2018E）	12

图表 22: 历史供需增幅差、客座率同比变化、三大航票价增幅变化分析表 (2007-2016)	12
图表 23: 21 个协调机场旅客量增幅变化图 (2006-2016)	13
图表 24: 三大航宽体机占比变化表 (2014-2018E)	13
图表 25: 北上广深航班宽体机占比分析图 (2017 年 11 月 6 日)	13
图表 26: 敏感性分析	13
图表 27: 油价变化图	14
图表 28: 人民币兑美元汇率变化图	14
图表 29: 21 大协调机场航班占比分析图 (2017 年 10 月 30 日周数据)	14
图表 30: 各航空公司航班数量分析图 (2017 年 10 月 30 日周数据)	15
图表 31: 前 10 大协调机场&前 11-21 大协调机场航班量分布图 (2017 年 10 月 30 日周数据)	15
图表 32: 航空可比公司估值表 (2017 年 11 月 7 日的收盘价)	16
图表 33: 2017 年 1-9 月份机场生产数据	17
图表 34: 2017 年第三季度机场生产数据	17
图表 35: 机场航站楼产能利用率 (2017E)	18
图表 36: 机场跑道产能利用率 (2017E)	18
图表 37: 机场可比公司估值表 (2017 年 11 月 7 日的收盘价)	18
图表 38: 航空机场公司盈利预测和估值	19

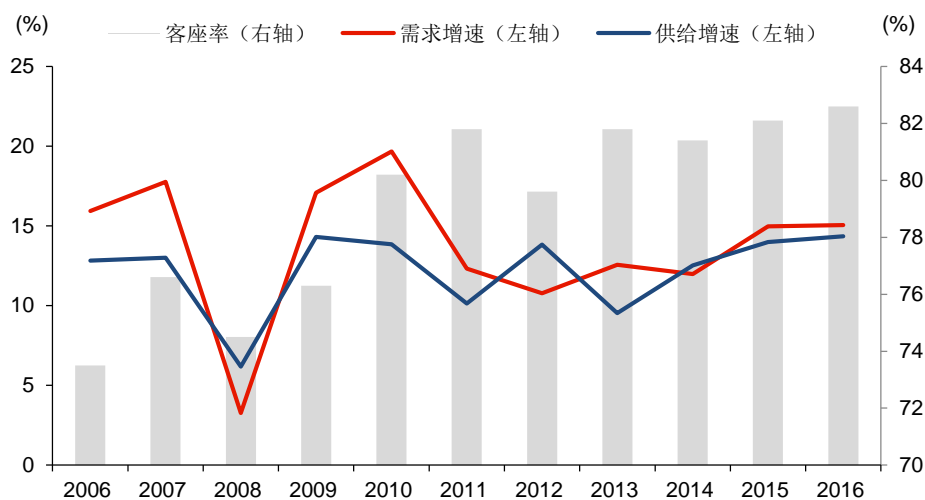
航空：景气向上，看好未来 3 年

过去多年，我们对航空持谨慎观点

2010 年后，我们对航空一直持谨慎的观点，在于：1) 行业内生需求因经济增幅放缓而放缓，2) 高铁不断新开、持续分流航空，3) 市场集中度下降、竞争格局恶化。此外，还有更为重要的 2 个理由，1) 高票价航线受制于经济舱全价封顶值，且客座率也很高，盈利提升空间极其有限；2) 低票价航线因供给充分，票价提升缓慢，但占市场比重快速提升，拖累行业平均票价水平。

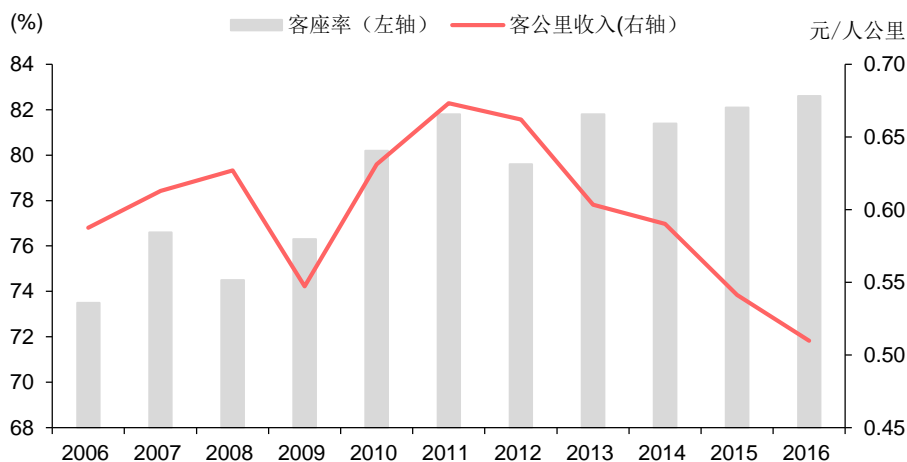
虽然长远看，中国航空空间较大但我们和美国在管制、资源、竞争等多个方面存在较大差异，无法简单类比。过去 6 年，我们看到了行业客座率从 80% 提高到了 83%，而票价持续下降，即使剔除国际线占比提高的影响、也剔除燃油附加费减少的影响，票价依然呈现明显的下降趋势。

图表1：中国民航业历史供需增幅和客座率（2006-2016）



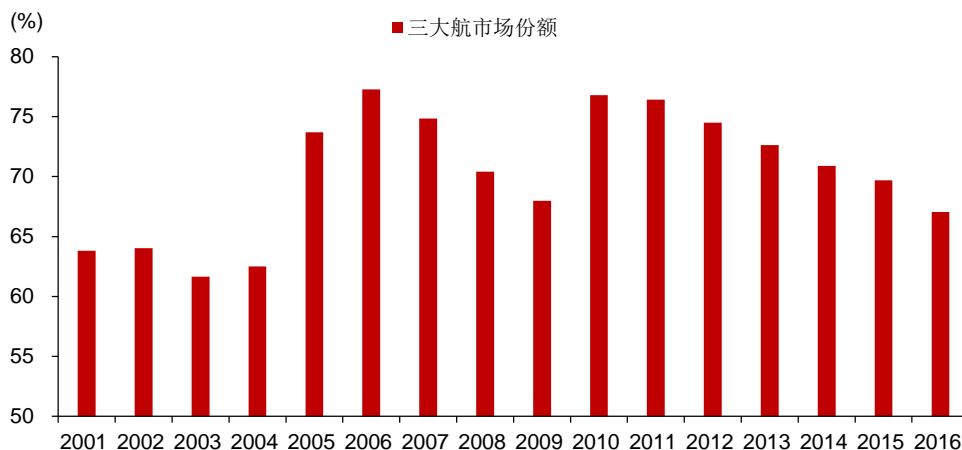
资料来源：Wind、民航局、华泰证券研究所

图表2：历史票价 vs 客座率（2006-2016）



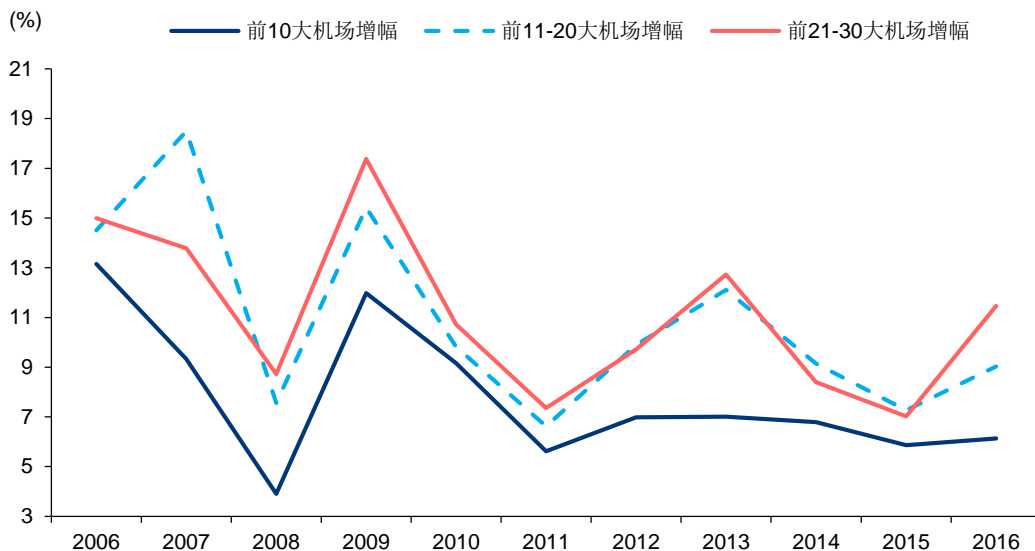
资料来源：Wind、民航局、公司公告、华泰证券研究所

图表3： 中国国航、南方航空、东方航空等三大航市场集中度（以 RPK 为统计口径）（2001-2016）



资料来源：公司公告、民航局、华泰证券研究所

图表4： 前 10 大、前 11-20 大、前 21-30 机场起降增幅变化图（2006-2016）



资料来源：Wind、民航局、华泰证券研究所

展望未来 3 年，我们对航空转为乐观

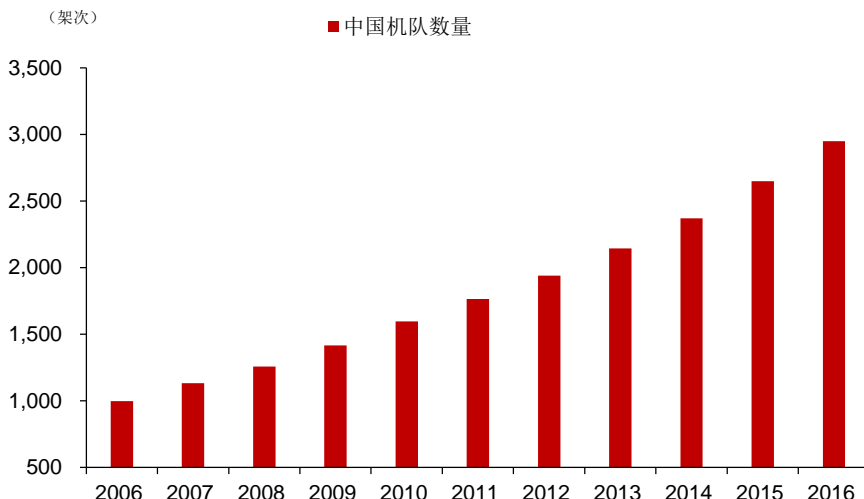
我们认为中国航空即将进入一个全新的上行周期，基于：1) 供给增幅放缓，2) 需求稳健增长，3) 竞争格局转好。更重要的是，1) 高票价航线价格封顶逐步放松，终端售价有望继续增长；2) 低票价航线因供给调控而增幅放慢，不仅票价有望提升，且占比提升放慢，行业平均票价有望提升。

供给因安全、准点等多重要求，增幅放缓

根据中国民航局资料，中国航空近 10 年机队快速扩张，从 2006 年的 998 架，到 2016 年的 2950 架，10 年复合增幅 11.4%；同时，空域放开缓慢，空中飞机密度持续提升，给空管带来了较大压力。

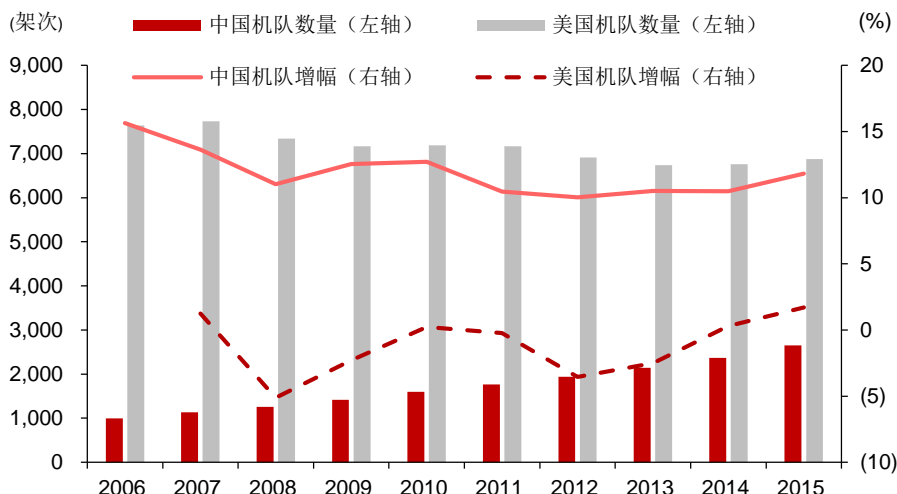
对比美国，2016 年飞机约 7000 架，考虑 70-80%的空域开放，同等发达的东、西海岸，及较高的国际航班比重，本土上空飞机密度估计低于中国（根据对国内航空公司的调研所得信息，中国空域开放 20-30%，但考虑大部分飞机在发达的东部沿海上空，国际航班量也不多，我们预计中国空中飞机密度高于美国）。

图表5： 中国机队数量 (2006-2016)



资料来源：公司公告、民航局、华泰证券研究所

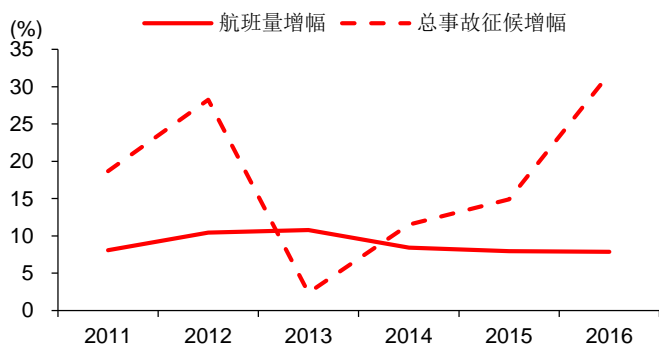
图表6： 中美飞机对比 (2006-2016)



资料来源：公司公告、民航局、美国交通运输部、华泰证券研究所

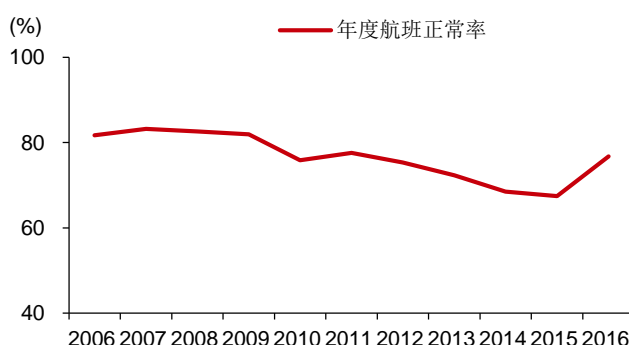
我们发现近几年，中国航空的事故征候明显增加，而正常性明显下降。因此，新一届民航局长上任时，就开始了以提高航班正常性和安全性为目的的运力调整，陆续发布了《航班正常管理规定》，《2017 年航班正常考核指标和限制措施》，《关于把控运行总量调整航班结构，提升正点率的若干政策措施》（即 2017 年 115 号文）。

图表7： 事故征候 vs 航班量增幅变化图 (2011-2016)



资料来源：民航局、华泰证券研究所

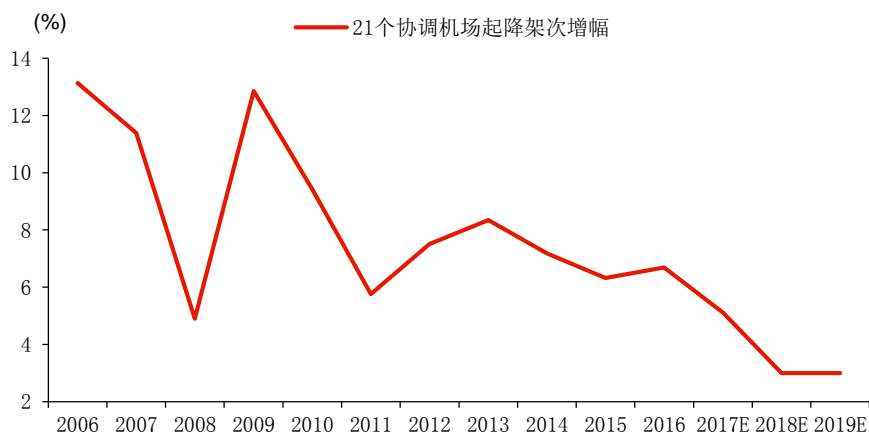
图表8： 航班正常性 (2006-2016)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

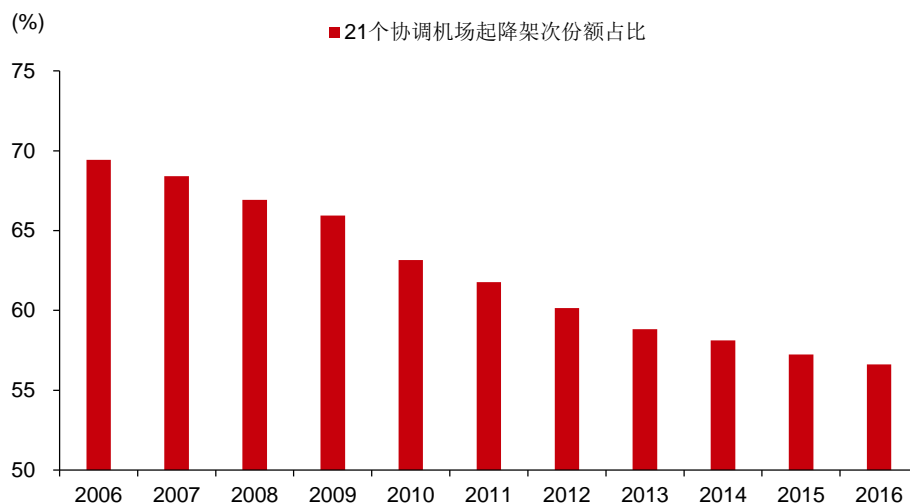
根据2017年9月19日中国证券报官方网站的相关新闻，民航局明确了“最近几个航季运行总量把控原则”，即“主协调机场和辅协调机场增量控制在3%以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量的增量控制在5%以内”。根据对比，我们发现，过去6年，这些主协调机场平均航班量增幅处于6-8%的位置，2016年增幅为6.7%，我们预测未来几个航季可能都维持3%的增幅，这21个主协调机场的起降架次占全部机场起降架次比例为56%，我们预计将拉低2018年全行业航班量增幅约2个百分点。

图表9： 21个主协调机场航班量增幅变化图（2006-2019E）



资料来源：Wind、民航局、华泰证券研究所预测

图表10： 21个主协调机场份额占比变化图（2006-2016）

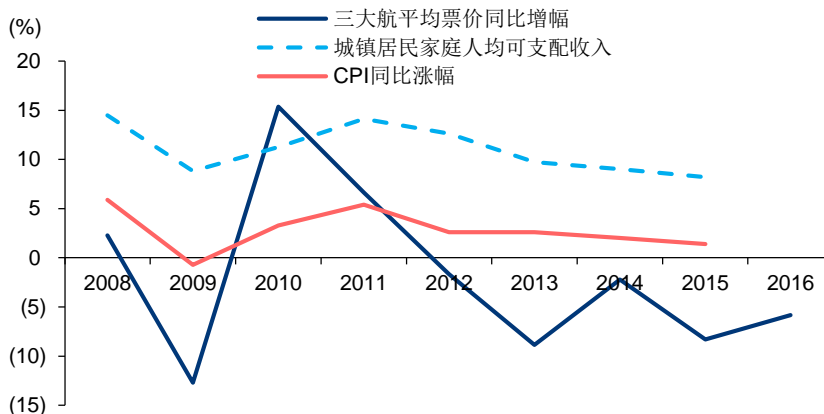


资料来源：Wind、民航局、华泰证券研究所

需求因经济回暖、消费升级、格局优化而稳健增长

过去 10 年，人均可支配收入、CPI 均呈上涨趋势，但机票价格逐年下降，因此，我们认为，老百姓对机票的购买能力和购买意愿持续上升。

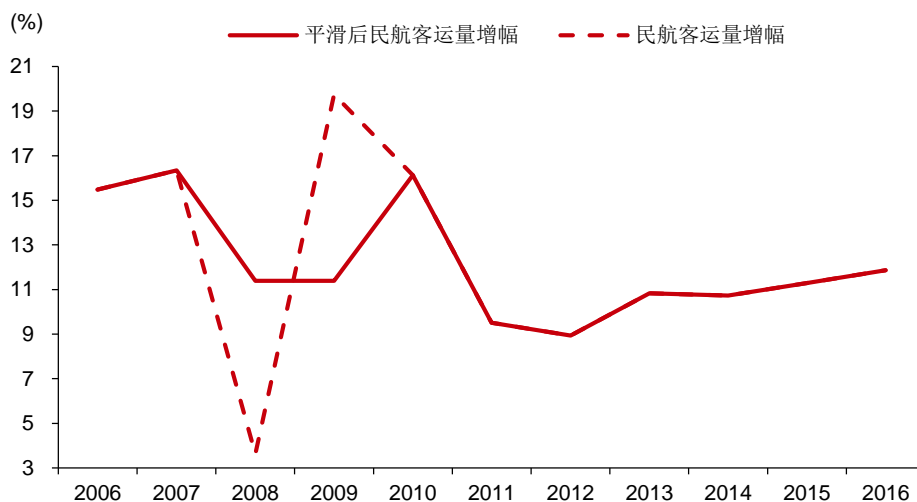
图表11： 人均可支配收入、CPI、票价增幅变化图（2008-2016）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

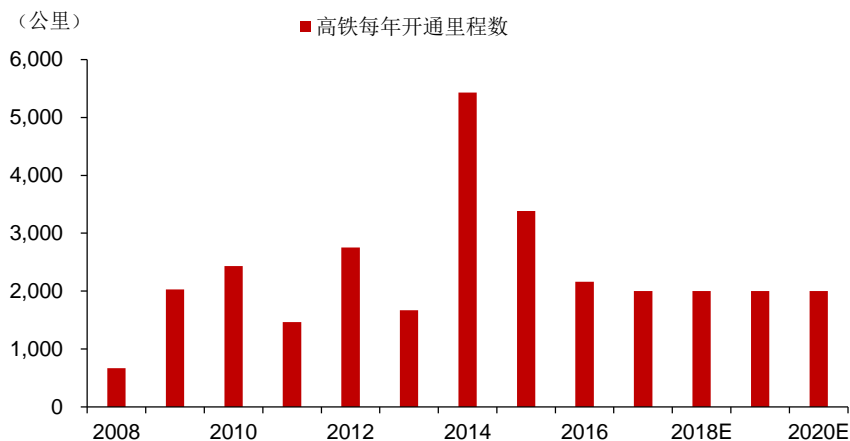
2010 年，经济回暖叠加 6 个月上海世博会，需求大幅改善，当年旅客量同比增幅为 16.1%，比 2007-2009 期间复合增长率 11.4%，高出 4.7 个百分点，恢复到经济危机前的 15-16% 的水平。此后，因高铁陆续开通和经济增幅放缓，旅客量增幅跌至 10% 以下，2016 年旅客量增幅逐步回升至 11-12%。考虑未来新开高铁公里数减少，而且不少上游企业盈利出现改善，我们预计旅客量增幅有望继续缓慢回升。

图表12： 旅客量增幅变化图（2006-2016）



资料来源：Wind、民航局、华泰证券研究所

图表13： 高铁开通里程变化图（2008-2020E）



资料来源：发改委、华泰证券研究所预测

政策管制有收有放，提供额外利好

过去 6 年，因为：1) 高票价航线经济舱全价封顶；2) 低票价航线供给增幅较快，使得我们对中国航空谨慎。往后展望，政策的变化为行业发展提供了额外利好。

➤ **经济舱全价放开，盈利上行空间打开**

从 2014 年 107 号文《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》开始，民航局开启了经济舱全价的放松之路，2014 年 12 月 15 日起，中国民航经济舱全价从一事一议模式，切换到了统一定价模式，并允许在该定价上，上浮 25%。该年后，我们预计全国航线价格上涨 5~20% 不等。

图表14： 经济舱全价新价格

公里数 (公里)	500	600	700	800	900	1,000	1,100	1,200	1,300	1,400	1,500	1,600	1,700	1,800	1,900	2,000
基础票价 (元)	480	560	640	710	790	860	930	1,010	1,080	1,150	1,220	1,280	1,350	1,420	1,490	1,550
上浮25%票价 (元)	600	700	800	890	990	1,080	1,170	1,260	1,340	1,430	1,520	1,610	1,690	1,780	1,860	1,940
每公里收费 (元/公里)	0.96	0.93	0.91	0.89	0.88	0.86	0.85	0.84	0.83	0.82	0.81	0.80	0.79	0.79	0.78	0.78

资料来源：民航局、华泰证券研究所

之后，民航局发展计划司在 2015 年 132 号文《中国民用航空局关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》中明确指出，“到 2017 年，民航竞争性环节运输价格和收费基本放开。到 2020 年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管体系基本建立”。每年两次换季时，民航局从价格管制的航线清单中，筛选一些航线，放入非价格管制航线清单，截至 2016 年 6 月，全国有 724 条航线，已经进入非价格管制清单。而 2016 年，我国大陆地区航线 2946 条，非价格管制航线数量占比约为 25%。我们估计，大部分的前 40 大机场间对飞航线，仍处于价格管制的航线清单中。

➤ **供给增幅收紧，航线结构和竞争结构优化**

供给收紧已经在前一部分分析过，我们认为带来 2 个结构性好处：1) 低票价航线因供给调控而增幅放慢，不仅该航线票价因供不应求得以提升，该航线占比提升的速度也会放慢，行业平均票价有望从被拖累转变为被推高；2) 小公司供给受限更为明显，市场份额分散速度减缓，竞争格局边际改善。

2018年供需预测：供不应求，量价齐升

供给增幅因航班控制而放缓至10.3%

我们用两种方式测算明年供给，并相互比照，预计供给增幅为10%。

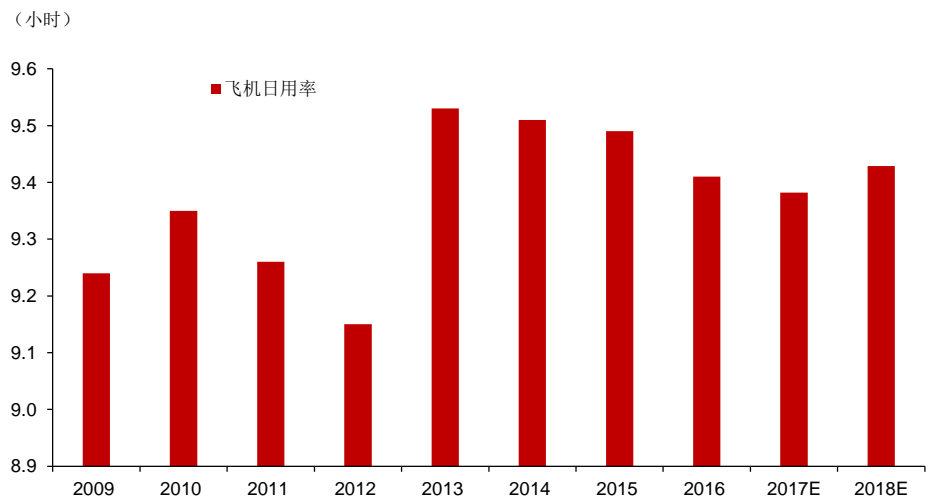
第一种：飞机净增+日利用率。参考上市公司公布的飞机引进计划，我们预计2017年底行业飞机数量达3258架，预计2018年行业净增飞机307架，行业飞机数量增长至3565架，增幅9.4%。考虑宽体机占比进一步提高、飞机日利用率止跌并小幅回升，行业ASK增幅为10.3%，较2017年的12.3%（此前预测值）放缓2个百分点。

图表15：航空公司飞机引进计划图

航空公司	2017期末	引进		退出		2018期末	飞机净增幅	静态座位数增幅
		宽体	窄体	宽体	窄体			
中国国航	662	11	38	3	15	693	4.7%	5.2%
东方航空	627	14	53	14	1	679	8.3%	7.5%
南方航空	758	15	63	2	17	817	7.8%	8.5%
其他公司	1,211	25	153	0	13	1,376	13.6%	14.7%
行业	3,258	65	307	19	46	3,565	9.4%	9.7%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

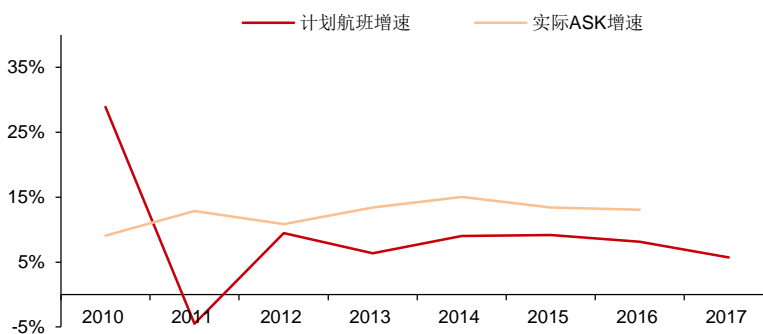
图表16：民航业飞机日利用率变化图（2009-2018E）



资料来源：民航局、华泰证券研究所预测

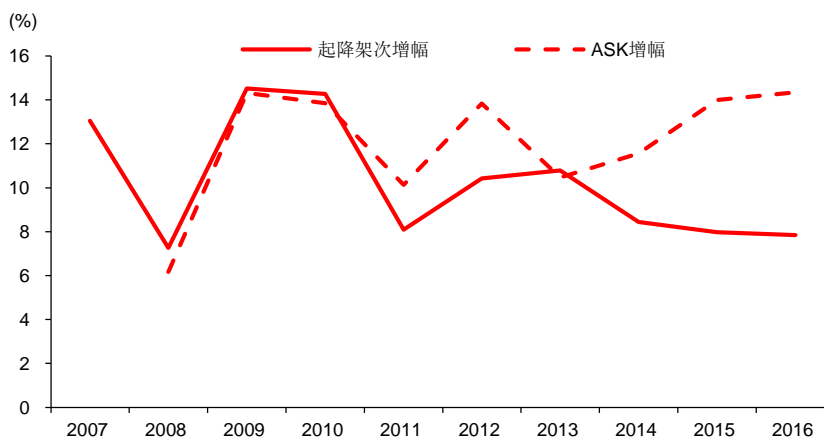
第二种：航班量转化为ASK。基于本次冬春季航班量增幅5.7%，参考近2年冬春季航班量增幅和ASK增幅差4.6个百分点，我们预计冬春季ASK增幅为10.3%。同时，我们预计明年行业航班量增幅约为7.0%，参考2011-2012年间航班量和ASK增幅差约为3个百分点（2010年前国际线投入还未大爆发，不具参考性；2014-2016年国际线投入过快，航距迅速拉长，也不具参考性），我们预计ASK增幅在10.3%左右。

图表17: 冬春航季实际与计划增幅变化图 (2010-2017)



资料来源: Wind、民航局、华泰证券研究所

图表18: 中国民航业年度 ASK 与起降架次增幅变化图 (2007-2016)



资料来源: Wind、民航局、华泰证券研究所

需求增幅因票价上升而放缓至 12.5%

2015-2016年, RPK 维持了2年15%的高速增长, 除内生增长外, 我们认为: 1) 国际线快速投入, 2) 票价大幅下降, 都提供了额外的动力, 因此, RPK 增幅和 GDP 增幅的弹性系数维持在 2.2x 的历史高位。2017年, 受国际线投入放缓、票价降幅放缓影响, 1-8月行业 RPK 增幅回落 1.6 个百分点至 13.4%, 我们预计 2017 年全年 RPK 增幅为 13.9%, 和 GDP 增幅的弹性系数回落至 2.04x。

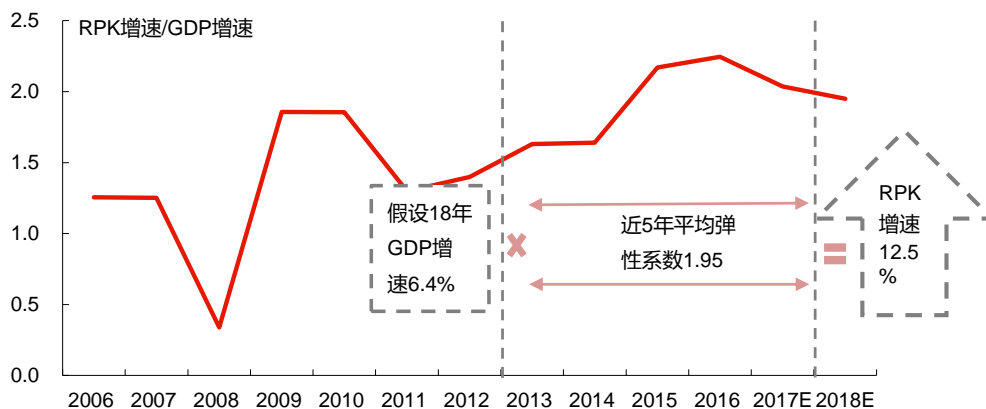
图表19: 三大航 ASK、RPK、票价变化分析表 (2014-2017年1-9月)

		2014	2015	2016	201701-09
国内	ASK	8%	8%	5%	7%
	RPK	8%	9%	6%	9%
国际	ASK	13%	24%	22%	10%
	RPK	13%	25%	22%	10%
地区	ASK	13%	2%	-4%	-4%
	RPK	15%	1%	-2%	-1%
平均票价		-2%	-8%	-6%	

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

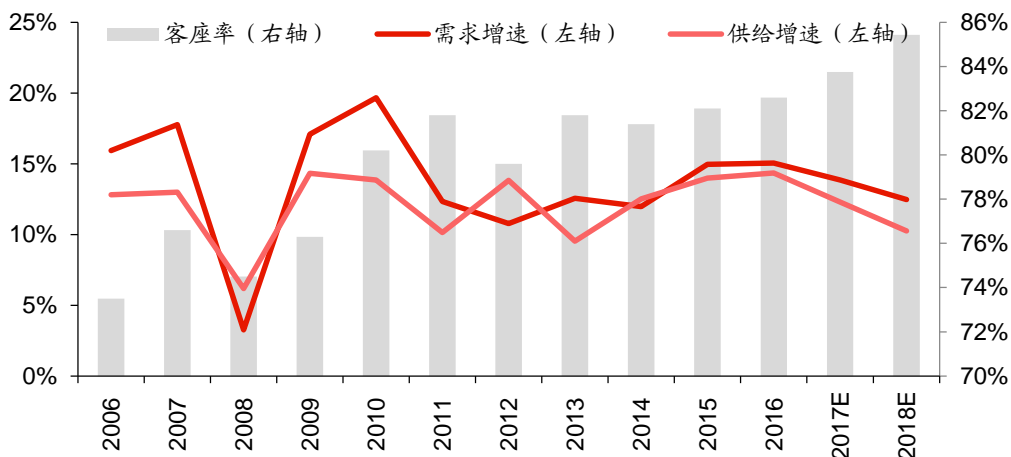
2017年PRK增幅和GDP增幅弹性系数收窄基本反映了国际线增幅放缓。展望2018年，我们预计国内、国际投入节奏类似2017年，即国际增幅高于国内，但增速差小于2015-2016年，但我们预计供不应求带来票价止跌回升，因此部分需求被抑制，综上，我们进一步压缩弹性系数，采用过去5年均值1.95。同时，参考彭博对中国GDP增幅的一致预期6.4%，得出2018年RPK增幅12.5%。

图表20: RPK 计算法图



资料来源: 彭博、民航局、华泰证券研究所

图表21: 中国民航业供需增幅和客座率 (2006-2018E)



资料来源: Wind、民航局、华泰证券研究所预测

量价齐升，覆盖油价和汇率的负面影响

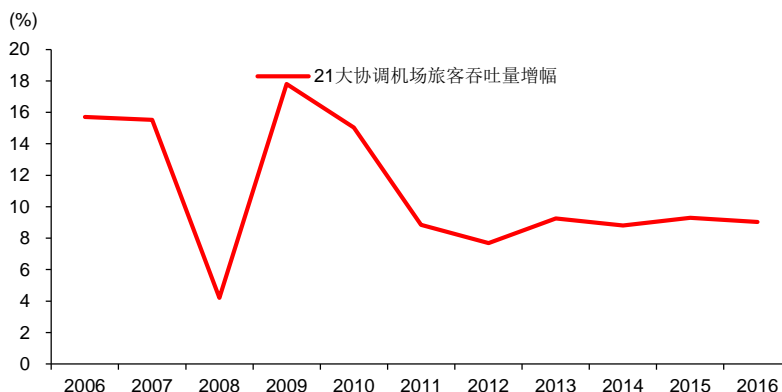
基于以上供需增幅预测，我们预计2018年行业供需增幅差2.2个百分点，带动客座率提升1.7个百分点至85.4%，参考过去十年供需增幅差带动的客座率、票价涨幅，也考虑21大机场航班量增幅仅为3%，而旅客量很大概率维持以往9%的增幅，21大机场航班或将出现6个点的供需增幅差。

图表22: 历史供需增幅差、客座率同比变化、三大航票价增幅变化分析表 (2007-2016)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
供需增幅差	4.8%	-2.9%	2.8%	5.8%	2.2%	-3.1%	3.0%	-0.6%	1.0%	0.7%
客座率同比	3.1%	-2.1%	1.8%	3.9%	1.6%	-2.2%	2.2%	-0.4%	0.7%	0.5%
票价同比增幅	4.3%	2.3%	-12.7%	15.4%	6.6%	-1.7%	-8.8%	-2.2%	-8.3%	-5.8%

资料来源: Wind、公司公告、华泰证券研究所

图表23： 21 个协调机场旅客吞吐量增幅变化图（2006-2016）



资料来源：Wind、民航局、华泰证券研究所

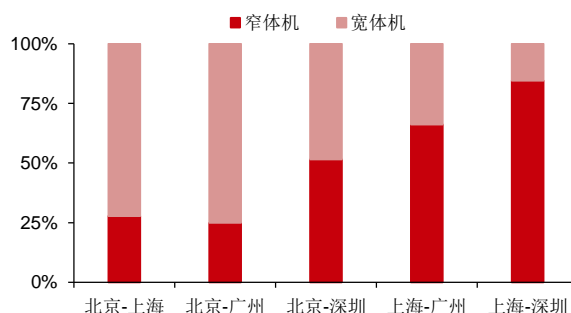
此外，我们认为宽体可以腾挪的空间极其有限，在于：1) 根据公司公告信息，我们测算 2018 年三大航宽体机净增量放缓，导致行业宽体机占比不增反降；2) 由于欧美澳国际线需要续航时间长的宽体机才能不经停飞行，北上广深间航线也占用了不少宽体机。因此，只有短途国际/地区航线，如日韩港澳台，才能置换出少量宽体机，市场预计的 21 大机场通过大量使用宽体机置换窄体机，创造更多座位数的想法，实现难度很大。综上，我们认为 21 大机场的票价弹性很大。

图表24： 三大航宽体机占比变化表（2014-2018E）

	2014	2015	2016	2017E	2018E
宽体机数量	206	228	250	281	296
机队总数	1,649	1,792	1,906	2,047	2,189
宽体机占比	12.5%	12.7%	13.1%	13.7%	13.5%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表25： 北上广深航班宽体机占比分析图（2017 年 11 月 6 日）



资料来源：携程、华泰证券研究所

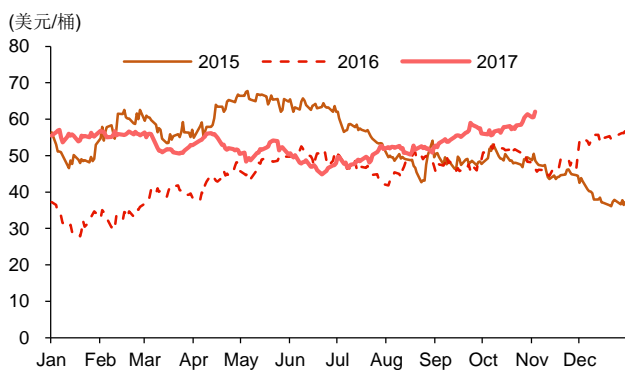
图表26： 敏感性分析

单位：百万元	中国国航		东方航空		南方航空		吉祥航空		三大航平均	
2017E净利润	9,756		6,556		7,364		1,319		7,892	
	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
票价提升1%	719	7.37%	537	8.19%	855	11.62%	80	6.03%	704	8.92%
客座率增加1个百分点	783	8.02%	612	9.33%	784	10.65%	87	6.62%	726	9.20%
油价上涨1美元/桶	-207	-2.13%	-242	-3.69%	-356	-4.84%	-33	-2.53%	-269	-3.40%
人民币贬值1%	-297	-3.04%	-220	-3.35%	-305	-4.14%	-12	-0.89%	-274	-3.47%
飞机利用率+1%	154	1.58%	168	2.57%	152	2.07%			158	2.01%
21大主协调机场票价+1%	220	2.26%	188	2.87%	315	4.27%	25	1.91%	241	3.05%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

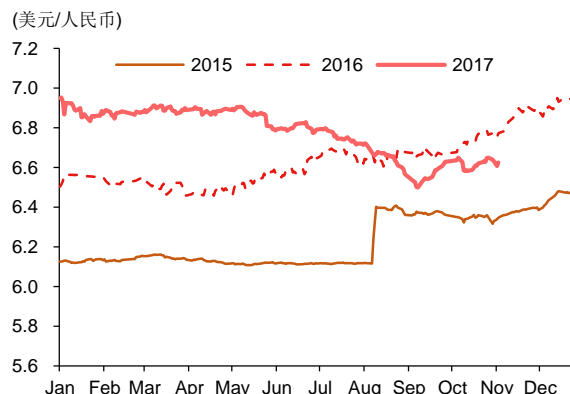
我们采用中性偏保守算法，假设 2018 年：1) 供给扩张 10.3%，2) 客座率提升 1.7 个百分点，3) 平均票价上涨 3%，4) 飞机日利用率提升 0.5%，5) 布伦特均价从 53 美元/桶上涨 7 美元/桶到 60 美元/桶（彭博一致预期为 55 美元/桶），6) 人民币兑美元从今年升值 4% 变成贬值 1%（彭博一致预期为贬值 0.5%）。我们采用敏感性测算，得出，2018 年三大航含汇兑影响的总利润同比增长约 10%，扣除汇兑的核心利润同比增长 30%。

图表27: 油价变化图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 人民币兑美元汇率变化图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

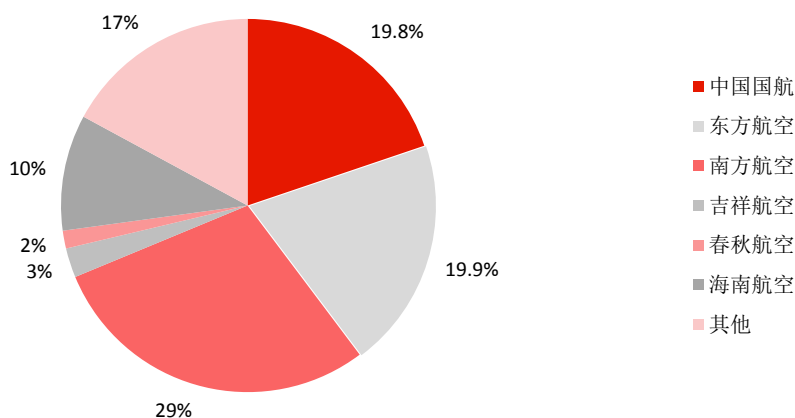
投资建议: 首选南方航空和中国国航, 次选东方航空、吉祥航空

考虑三大航飞机引进计划略微放缓更匹配供给总量调控, 也考虑它们占据 21 大机场的份额更高, 我们更偏好三大航。相对来说, 考虑敏感性、航线网络质量、飞机引进计划、业绩基数等, 首选南方航空和中国国航, 次选东方航空和吉祥航空, 关注海南航空和春秋航空。

南方航空基于弹性最大, 基于第三方数据供应商 CAPA 的数据: 1) 时刻受限的 21 个机场, 对飞航线有 187 条航线, 周航班量 26761 个, 其中, 南方航空占比达 29%, 比东方航空和中国国航的 20%, 高出 9 个百分点; 2) 这些航线的航班量, 占南方航空总航班量比重 44%, 分别比东方航空的 36%和中国国航的 39%, 高出 8 和 5 个百分点; 3) 若这些航班平均涨价 1%, 南方航空利润将增加 3.15 亿, 增厚幅度为 4.3%, 分别比东方航空的 2.9%和中国国航的 2.3%, 高出 1.4 和 2.0 个百分点。

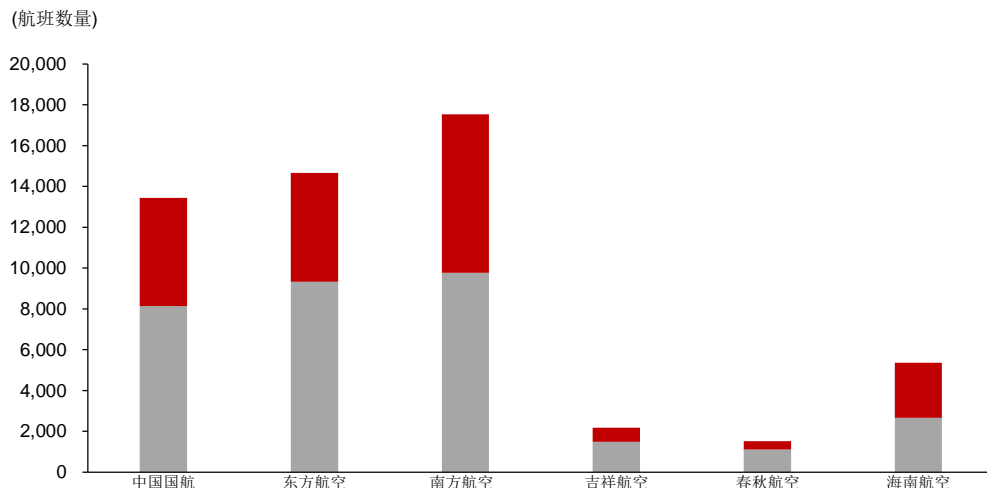
中国国航基于稳健增长: 1) 公司航线网络结构最优: 中欧、中美、国内一线供给天然受限, 公司占比最高; 2) 国泰航空明年扭亏为盈, 货运混改即将落地; 3) 油价、汇兑敏感性最低。

图表29: 21 大协调机场航班占比分析图 (2017 年 10 月 30 日周数据)



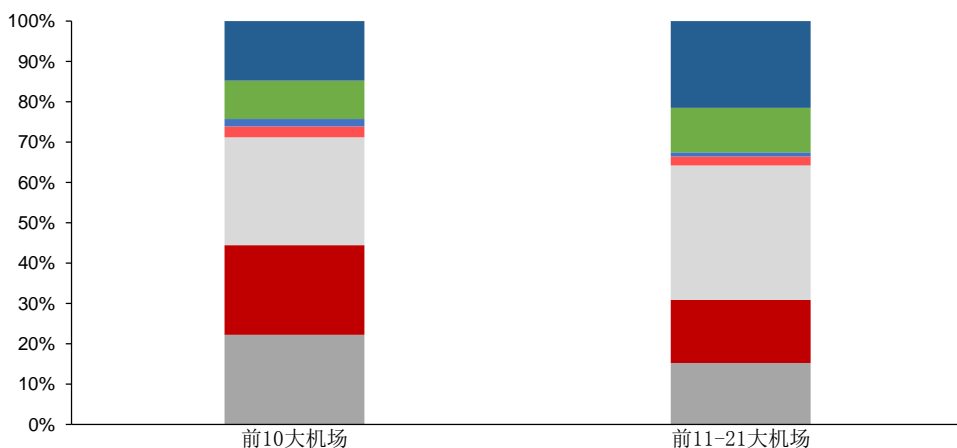
资料来源: CAPA、华泰证券研究所

图表30： 各航空公司航班数量分析图（2017 年 10 月 30 日周数据）



资料来源：CAPA、华泰证券研究所

图表31： 前 10 大协调机场&前 11-21 大协调机场航班量分布图（2017 年 10 月 30 日周数据）



资料来源：CAPA、华泰证券研究所

图表32: 航空可比公司估值表 (2017年11月7日的收盘价)

股票名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率(%)			EVEBITDA			年均复合 增长率(%)	PEG (x)
				16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E		
A股																				
中国国航	601111 CH	买入	19102	19.6	13.7	11.4	1.9	1.5	1.4	9.9	11.1	11.9	1.3	1.1	1.3	5.9	6.4	6.0	31.3	0.4
东方航空	600115 CH	增持	12384	21.8	15.0	16.9	2.1	1.8	1.7	9.5	12.3	10.0	0.8	1.1	0.9	5.7	6.1	5.8	13.6	1.2
南方航空	600029 CH	买入	11880	17.5	11.8	10.8	2.1	1.8	1.6	11.7	15.1	14.6	1.1	1.7	1.8	5.4	5.9	5.6	27.2	0.4
春秋航空	601021 CH	未覆盖	4374	3.3	4.0	5.0	4.0	3.5	3.0	13.7	13.6	14.9	0.4	0.5	0.5	29.6	21.2	16.8	23.4	0.2
吉祥航空	603885 CH	增持	3705	19.7	18.6	16.0	3.2	3.0	2.5	16.4	15.9	15.9	3.7	0.6	0.6	17.3	13.4	10.9	10.9	1.5
海南航空	600221 CH	未覆盖	8206	15.4	14.2	12.9	1.1	1.0	1.0	7.7	6.3	7.1	1.6	na	na	11.0	na	na	9.1	1.4
加权平均				18.3	13.1	12.4	2.3	1.9	1.7	11.0	12.8	12.6	1.2	1.1	1.2	8.6	8.0	7.1	23.9	0.7
H股																				
中国国航	753 HK	买入	19102	11.3	8.8	7.5	1.1	1.0	0.9	9.9	11.1	11.9	2.0	2.2	2.7	5.9	6.2	5.8	23.9	0.3
东方航空	670 HK	中性	12384	10.2	7.5	8.5	1.0	0.9	0.8	9.5	11.8	9.5	1.5	2.1	1.8	5.7	5.9	5.8	10.2	0.8
南方航空	1055 HK	中性	11880	9.7	6.6	6.1	1.1	1.0	0.9	11.6	14.9	14.4	2.0	3.0	3.3	5.4	6.1	5.7	27.2	0.2
国泰航空	293 HK	中性	6393	na	na	27.3	0.9	0.9	0.9	na	na	3.3	0.4	0.0	0.0	12.7	12.3	8.9	na	na
加权平均				9.2	6.8	9.9	1.1	1.0	0.9	8.9	10.8	10.8	1.7	2.1	2.3	6.6	6.9	6.2	18.2	0.4
国际																				
美国																				
美联航	UAL US	未覆盖	18229	6.9	9.5	9.2	2.2	1.9	1.7	25.7	21.3	19.1	0.0	0.0	0.0	4.4	4.9	4.9	(13.0)	(0.7)
达美航空	DAL US	未覆盖	36055	9.5	10.0	9.1	3.0	2.4	2.0	37.8	27.1	23.8	1.3	2.0	2.5	4.8	5.2	5.0	2.4	3.8
美国航空	AAL US	未覆盖	22733	8.3	10.2	9.5	6.4	5.1	3.6	56.8	54.6	42.3	0.8	0.9	1.4	5.9	6.7	6.5	(6.4)	(1.5)
美西南航空	LUV US	未覆盖	32351	14.5	15.3	12.2	4.2	3.6	3.1	28.4	24.3	26.5	0.7	0.8	0.9	6.5	6.8	5.8	9.0	1.4
阿拉斯加航空	ALK US	未覆盖	7867	8.7	9.3	9.8	2.7	2.2	1.8	30.5	25.8	20.0	1.7	1.9	2.0	5.2	5.0	5.1	(5.5)	(1.8)
加权平均				10.2	11.4	10.1	3.8	3.2	2.5	36.5	30.7	27.1	0.9	1.1	1.4	5.4	5.9	5.5	(0.4)	1.0
欧洲																				
法荷航空	AF FP	未覆盖	5453	4.3	5.4	5.1	2.9	1.5	1.2	101.7	40.6	31.3	0.0	0.0	0.2	2.9	2.6	2.5	(8.2)	(0.6)
汉莎航空	LHA GR	未覆盖	15347	9.5	6.6	6.8	1.9	1.4	1.2	27.7	25.3	19.3	1.8	2.5	2.7	3.5	2.9	3.0	17.9	0.4
北欧航空	SAS SS	未覆盖	1043	12.5	8.9	8.5	3.7	1.2	1.0	38.7	26.7	19.0	0.0	0.0	0.0	3.9	3.8	3.5	20.9	0.4
芬兰航空	FIA1S FH	未覆盖	1670	15.8	13.1	12.8	1.7	1.5	1.4	12.6	16.3	11.8	0.9	2.0	2.1	6.5	3.9	4.0	11.0	1.2
加权平均				8.8	6.9	6.9	2.2	1.4	1.2	44.3	28.3	21.5	1.2	1.8	1.9	3.6	3.0	3.0	11.5	0.2
亚洲																				
新加坡航空	SIA SP	未覆盖	8960	15.0	22.4	25.0	0.9	0.9	0.9	6.4	4.4	3.8	4.4	3.3	2.3	4.8	4.9	5.0	(22.6)	(1.1)
澳洲航空	QAN AU	未覆盖	8230	11.3	11.3	10.0	3.5	3.0	2.8	30.7	27.5	29.3	1.2	2.5	3.0	4.8	4.7	4.3	6.5	1.5
大韩航空	003490 KS	未覆盖	2667	(4.0)	4.1	7.4	1.3	1.0	0.9	(26.9)	28.8	12.8	0.0	0.2	0.2	5.8	6.0	5.9	na	na
中华航空	2610 TT	未覆盖	2048	113.0	25.0	na	1.1	1.1	1.0	1.0	4.4	7.9	na	0.5	0.0	6.8	6.7	6.6	na	na
新西兰航空	AIR NZ	未覆盖	2620	6.7	10.0	9.5	1.8	1.9	1.8	22.7	18.0	19.1	5.9	6.8	6.1	4.2	4.7	4.5	(16.2)	(0.6)
加权平均				19.0	15.6	14.3	2.0	1.7	1.6	12.2	16.3	15.3	2.6	2.8	2.5	5.0	5.1	4.9	(7.8)	0.0

资料来源: 彭博、华泰证券研究所

注: 未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期。

机场：业绩依然稳定增长，但配置价值减弱

得益于生产量增长和内航内线提价，板块利润增长稳定

上市机场生产量增长受制产能，时刻放量机场增速明显领先；3Q 当季受雷暴天气影响，整体产量增速有所放缓。2017 年前三季度，白云机场和深圳机场因新增时刻，旅客吞吐量同比增速分别达 10%、8%，较去年同期均分别提升约 3 个百分点，起降架次增速均为 7%，增幅同比提升 2 个百分点和 4 个百分点，领先其他机场；浦东机场因准点率不达标持续影响其时刻获批，前三季度增速仅为 3%，旅客吞吐量增速为 5%，两者较去年同期分别放缓 4 个百分点和 6 个百分点。首都机场受跑道产能瓶颈限制和 4 月份中跑道维修，起降架次下降 2%，旅客吞吐量仅增加 1%。因单跑道产能紧张，厦门机场起降架次仅增加 1%，但旅客吞吐量增速达 6%，较去年同期提升 3 个百分点，快于起降架次 5 个百分点，这主要是由于客座率上升、宽体机占比提高所致。3Q 当季，受雷暴天气所影响，整体产量增幅均有所放缓，起降架次和旅客吞吐量同比分别提升 1.8%和 2.9%，较上半年分别缩窄 0.9 和 2.3 个百分点。

生产量增长、内航内线提价、叠加经营杠杆，三季度板块利润增长稳定。机场内航内线收费标准上升 5-10%，叠加生产量增长和高经营杠杆，3Q 当季板块利润稳定增长。其中上海机场、白云机场业绩均超我们预期，净利润同比分别提升 42.7%和 9.4%；上海机场因投资收益同比增长 92.1%，推高业绩表现；白云机场因 T2 配套的人工成本涨幅控制得当，毛利率下降幅度好于预期；深圳机场因成本涨幅超预期，拖累三季度业绩，净利润同比提升 27.9%，低于预期。

图表33： 2017年1-9月份机场生产数据

	旅客吞吐量（千人）			飞机起降架次（千次）			货邮吞吐量（千吨）		
	2017.1-9	同比增幅	增幅变化	2017.1-9	同比增幅	增幅变化	2017.1-9	同比增幅	增幅变化
上海浦东	52,494	5%	-6%	370	3%	-4%	2,792	13%	11%
广州	48,587	10%	3%	345	7%	2%	1,276	7%	1%
深圳	33,566	8%	3%	252	7%	4%	847	5%	-4%
北京	71,114	1%	-4%	443	-2%	-5%	-	-	-
厦门	18,012	6%	3%	138	1%	-1%	248	5%	1%

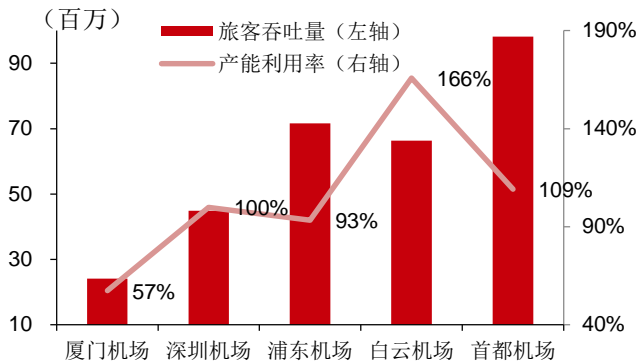
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表34： 2017年第三季度机场生产数据

	旅客吞吐量（千人）			飞机起降架次（千次）			货邮吞吐量（千吨）		
	2017.7-9	同比增速	增幅变化	2017.7-9	同比增速	增幅变化	2017.7-9	同比增速	增幅变化
上海浦东	18,355	3.10%	-8%	127	2.2%	-4%	974	13%	8%
广州	16,727	9.24%	0%	119	7%	0%	449	8%	2%
深圳	11,572	7.57%	2%	87	6%	1%	297	1%	-12%
北京	24,490	-2.26%	-8%	151	-3%	-6%	-	-	-
厦门	5,882	-0.55%	-5%	46	-2%	-4%	79	0%	-5%

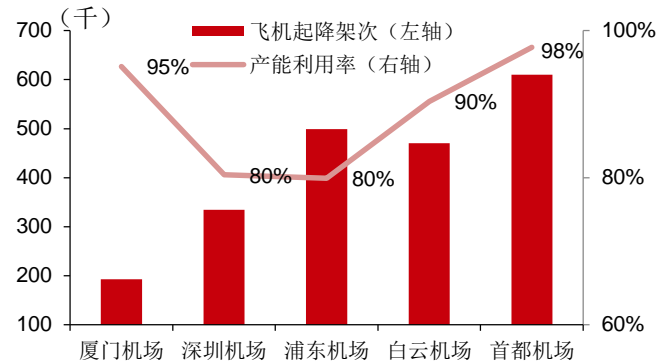
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表35: 机场航站楼产能利用率 (2017E)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表36: 机场跑道产能利用率 (2017E)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

展望和投资建议: 选择基本面良好、结构改善的机场个股

收费改革、非航招商暂告一段落; 民航局收紧时刻放量, 使得生产量增幅放缓, 业绩增幅或也将放缓, 板块估值趋于合理, 依然具备配置价值, 但较今年减弱。我们建议配置基本面良好、结构改善的机场个股。首选上海机场, 基于: 1) 民航局时刻收缩政策反应充分; 2) 旅客消费能力升级和新开商业面积推高非航增长; 3) 明年下穿通道投产利于航班正常性, 时刻有望放量。次选白云机场, 基于: 1) 航班正常性表现好、地面产能富余, 预计冬春换季后, 航班量仍能实现同比增加; 2) 内外线结构持续改善; 3) T2 非航招商结果喜人。

图表37: 机场可比公司估值表 (2017年11月7日的收盘价)

股票名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			股息率 (%)			EV/EBITDA (x)			年均复合 增长率 (%)	PEG (x)
				16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E		
A股																				
上海机场	600009 CH	增持	12,516	29.6	23.9	20.5	3.7	3.3	3.0	12.6	14.0	14.5	1.0	1.3	1.5	17.3	14.2	12.4	20.3	1.0
白云机场	600004 CH	增持	4,591	21.9	19.7	19.6	2.8	1.9	1.8	12.9	9.6	9.0	2.5	2.0	1.5	13.0	10.7	8.9	5.7	3.5
深圳机场	000089 CH	中性	2,720	32.1	23.3	19.8	1.7	1.6	1.5	5.3	6.9	7.6	0.9	1.3	1.5	14.7	11.0	9.7	27.3	0.7
厦门空港	600897 CH	未覆盖	1,065	17.7	15.8	14.6	2.1	2.0	1.9	12.6	12.9	13.3	4.3	4.1	4.5	10.4	9.2	8.6	10.0	1.5
加权平均				27.6	22.5	19.9	3.2	2.7	2.5	11.7	12.0	12.4	1.5	1.6	1.6	15.7	12.8	11.1	17.5	1.5
H股																				
北京机场	694 HK	中性	7,071	26.0	17.9	14.7	2.4	2.2	2.0	9.5	12.9	14.2	1.5	2.2	2.7	11.6	10.2	8.9	33.7	0.4
美兰机场	357 HK	未覆盖	521	na	na	na	0.9	na	na	11.3	na	na	2.3	na	na	7.4	na	na	na	na
加权平均				24.2	16.6	13.7	2.3	2.0	1.9	9.6	12.0	13.3	1.6	2.1	2.5	11.3	9.5	8.3	31.4	0.4
国际																				
巴黎机场	ADP FP	未覆盖	17,182	35.5	31.0	27.4	3.5	3.3	3.1	10.3	11.0	11.8	1.7	2.0	2.1	14.4	12.2	10.9	13.9	2.0
泰国机场	AOT Tb	未覆盖	25,095	42.5	38.5	34.0	6.9	6.2	5.7	17.0	16.8	17.3	1.2	1.2	1.4	25.2	23.6	21.3	11.8	2.9
悉尼机场	SYD AU	未覆盖	12,795	51.7	44.4	39.7	15.3	16.5	25.8	26.6	40.4	113.5	4.2	4.6	5.1	22.8	20.6	19.2	14.2	2.8
法兰克福机场	FRA Gr	未覆盖	8,768	31.7	23.7	20.9	2.0	1.9	1.8	10.5	8.5	9.4	1.8	1.8	2.0	11.2	11.8	10.7	23.0	0.9
奥克兰机场	AIA NZ	未覆盖	5,121	34.6	30.3	28.3	1.9	1.6	1.9	7.6	6.2	6.3	2.8	3.2	3.4	18.9	19.7	18.4	10.5	2.7
苏黎世机场	FHZN SW	未覆盖	6,882	28.1	26.8	25.6	3.0	2.9	2.9	11.1	11.8	11.4	1.4	2.9	3.1	12.9	12.8	12.3	4.8	5.3
马来西亚机场	MAHB MK	未覆盖	3,364	952.2	60.4	39.5	1.8	1.7	1.7	0.2	3.0	4.6	1.2	1.3	1.7	12.5	10.8	9.9	391.0	0.1
维也纳机场	FLU AV	未覆盖	3,293	24.2	22.0	20.3	2.7	2.4	2.3	9.8	12.2	12.2	1.8	2.1	2.5	10.7	9.8	9.4	9.2	2.2
威尼斯机场	SAVE IM	未覆盖	1,342	27.5	26.5	23.2	5.2	4.8	4.5	19.4	18.3	19.8	3.0	3.1	3.3	17.2	15.0	12.9	8.9	2.6
加权平均				75.2	34.9	30.6	5.9	5.8	7.0	14.4	16.6	28.2	2.0	2.3	2.5	18.6	17.3	15.8	28.2	2.5

资料来源: 彭博、华泰证券研究所

注: 未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期。

图表38: 航空机场公司盈利预测和估值

航空机场公司盈利预测和估值																			
公司	评级	目标价 (元)	股票代码	EPS (元)				PE				BPS				PB			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
中国国航	买入	11.0-13.0	601111	0.50	0.71	0.86	1.01	19.65	13.72	11.40	9.69	5.05	6.47	7.22	8.10	1.94	1.52	1.36	1.21
东方航空	增持	7.3-7.7	600115	0.31	0.45	0.40	0.50	21.73	15.04	16.93	13.54	3.26	3.67	3.99	4.42	2.08	1.84	1.70	1.53
南方航空	买入	12.5-14.2	600029	0.51	0.76	0.83	0.96	17.52	11.85	10.82	9.36	4.40	5.04	5.72	6.52	2.05	1.79	1.58	1.38
吉祥航空	增持	16.1-17.0	603885	0.70	0.73	0.85	1.09	19.68	18.64	16.01	12.53	4.24	4.61	5.37	6.37	3.22	2.97	2.55	2.15
上海机场	增持	41.4-45.6	600009	1.46	1.80	2.11	2.13	29.60	23.88	20.47	20.25	11.57	12.94	14.50	15.99	3.72	3.33	2.97	2.70
白云机场	增持	15.0-17.6	600004	0.67	0.75	0.75	0.93	21.85	19.65	19.58	15.85	5.20	7.82	8.35	9.05	2.83	1.88	1.76	1.63
深圳机场	中性	8.9-9.4	000089	0.27	0.38	0.44	0.48	32.09	23.28	19.79	18.28	5.21	5.50	5.83	6.18	1.69	1.60	1.51	1.42

资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示:

航空下行因素: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力;

机场下行因素: 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com