

航空运输

关于航空客运价格若进一步市场化的测算及南方航空 11 月数据点评：持续看好航空行业

行业评级 推荐  
评级变动 维持评级

1.南航公布 11 月数据，淡季实现客座率同比提升 3 个百分点

11 月，南航 ASK 同比增速 11.1%，其中国内 9.7%，国际 14.7%，RPK 增速 15.37%，其中国内 14.59%，国际 17.08%，

客座率 82.31%，同比提升 3.03 个百分点，其中国内提升 3.55 个百分点至 83.2%，国际提升 1.6 个百分点至 80.4%。客座率涨幅超过全年累计涨幅（全年累计客座率 82.2%，提升 1.67 个百分点）。

淡季实现客座率水平的较大提升，尤其是需求增速保持快速增长，我们认为 11 月需求或来自两方面：

其一是 10 月的需求后移；

其二是行业供给整体发生了收紧的迹象，需求在向大航空公司集中

2.航空客运价格市场化进一步推进是大势所趋

1) 客运价格市场化路径：

a) 2014 年，放开货运及部分民航客运价格（101 条相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价）

b) 2015 年，民航局下发《关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》，主要目标为“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。”

c) 2016 年 11 月，进一步放开客运价格：

800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。

2) 市场化调节价航线现状：

根据民航局最新发布的航线目录，目前共有 724 条（2017 年 6 月）市场调节价航线，占总航线数目比重约 30%。

针对市场调节价航线，航空公司每个航季上调国内航线旅客运输基准票价不得超过 10 条航线，每条航线每航季基准票价上调幅度不得超过 10%。

通常以北京-杭州航线为例，目前其已实行了市场调节价，经济舱全价票为 2200 元，而京沪航线（与京杭里程接近）经济舱全价票为 1240 元。

3) 黄金航线一旦放开的弹性测算：

核心黄金航线提高基准票价，才能为航空公司带来利润贡献。我们针对旅客运输量（2015 年）排名前 20 的航线做票价弹性测算。

前 20 条航线合计收入水平：国航约 192 亿、南航约 165 亿，东航约 191

华创证券研究所



证券分析师：吴一凡  
执业编号：S0360516090002  
电话：021-20572560  
邮箱：wuyifan@hcyjs.com



联系人：刘阳  
电话：021-20572578  
邮箱：liuyang@hcyjs.com



联系人：肖伟  
电话：021-20572557  
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
中国国航（601111）	强推
南方航空（600029）	推荐
春秋航空（601021）	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《航空运输行业报告：除了航空，还有他们运板块人民币升值受益标的梳理》

2017-0

《航空运输行业报告：春秋、吉祥 9 月跑赢航，国际优于国内——航空业 9 月数据点评》

2017-1

《航空运输行业报告：长假出境游火热，带际航线表现优异——航空业 10 月数据点评》

2017-1

亿，分别占其 2016 年收入的 17%，14%及 19%。

**假设：**TOP20 航线票价进一步放开，以每条航线提高 10%基准票价计，且假设折扣水平与目前相同，则对于三大航影响如下：

**分别增厚国航 19.2、南航 16.5 及东航 19.1 亿，相当于 2016 年利润的 21%、24%及 31%。**

**注：**数据测算均为来自民航局网站、OTA 网站及华创交运整理而成，仅用于模拟测算使用，或与实际情况存在出入。

### **3.维持行业观点：二月春运，三月决断，持续看好，推荐国航、南航**

此前报告中我们指出航空本轮上行逻辑为供需结构的持续改善，民航新规将坐实该变化：

1) **大逻辑清晰：**明后两年行业供需结构持续改善，根据统计，单纯从引进飞机座位数的增量上，2018-19 年已经降至 8.5%左右，2017 年则是 11.8%，在需求保持平稳的情况下，2018 年会出现 3 个百分点左右的供需改善，从而转化为客座率的上升。

2) **大航空受益：**民航局控总量、调结构的新规严格限制了无序增长，从而使得供需改善坐实，我们认为，需求更容易向大航空公司集中。

3) **春运是试金石：**目前逻辑兑现点在春运，一看春运的加班包机情况，二看春运期间，在客座率高企的情况下，票价的转化率。春运会成为价格标杆。

4) **从估值修复到业绩行情：**春运前，我们认为航空是估值修复的过程，回到对应 2018 年 15 倍 PE（历史中枢水平）；春运后，如果兑现，会展开业绩提升行情。

5) **催化剂：**货运航空混改以及继续放开部分航线到市场调节价或构成板块催化。

推荐提价能力最强的中国国航以及一旦提价弹性最大的南方航空。

**风险提示：**人民币大幅贬值，油价大幅上涨，改革不及预期。

# 目 录

一、南航公布 11 月数据，淡季实现客座率同比提升 3 个百分点。 .....	5
二、航空客运价格市场化进一步推进是大势所趋。 .....	5
（一） 客运价格市场化路径： .....	5
（二） 市场化调节价航线现状： .....	5
（三） 黄金航线一旦放开的弹性测算： .....	7
三、维持行业观点：二月春运，三月决断，持续看好，推荐国航、南航 .....	10

# 图表目录

图表 1	南方航空客座率 .....	5
图表 2	航线分类结构统计表 .....	6
图表 3	分航线等级票价走势 .....	6
图表 4	旅客运输量前 50 大航线分布 .....	7
图表 5	前 20 大航线客运量情况（百万人次） .....	7
图表 6	前 20 大航线航空公司占比情况 .....	7
图表 7	前 20 大航线基准票价 .....	8
图表 8	三大航在前 20 大航线平均票价和折扣情况 .....	9
图表 9	提价弹性测算 .....	9

## 一、南航公布 11 月数据，淡季实现客座率同比提升 3 个百分点

11 月，南航 ASK 同比增速 11.1%，其中国内 9.7%，国际 14.7%，RPK 增速 15.37%，其中国内 14.59%，国际 17.08%，客座率 82.31%，同比提升 3.03 个百分点，其中国内提升 3.55 个百分点至 83.2%，国际提升 1.6 个百分点至 80.4%。客座率涨幅超过全年累计涨幅（全年累计客座率 82.2%，提升 1.67 个百分点）。

淡季实现客座率水平的较大提升，尤其是需求增速保持快速增长，我们认为 11 月需求或来自两方面：

其一是 10 月的需求后移；

其二是行业供给整体发生了收紧的迹象，需求在向大航空公司集中。

图表 1 南方航空客座率



资料来源：华创证券、公司公告

## 二、航空客运价格市场化进一步推进是大势所趋

### （一）客运价格市场化路径：

a) 2014 年，放开货运及部分民航客运价格（101 条相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价）

b) 2015 年，民航局下发《关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》，主要目标为“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。”

c) 2016 年 11 月，进一步放开客运价格：

800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。

### （二）市场化调节价航线现状：

根据民航局最新发布的航线目录，目前共有 724 条（2017 年 6 月）市场调节价航线，占总航线数目比重约 30%。

针对市场调节价航线，航空公司每个航季上调国内航线旅客运输基准票价不得超过 10 条航线，每条航线每航季基准票价上调幅度不得超过 10%。

通常以北京-杭州航线为例，目前其已实行了市场调节价，经济舱全价票为 2200 元，而京沪航线（与京杭里程接近）经济舱全价票为 1240 元。

参照我们此前的划分（详见《量化比较各航司航线结构，看国航优势——为何首选中国国航系列（五）》），航线分类如下：

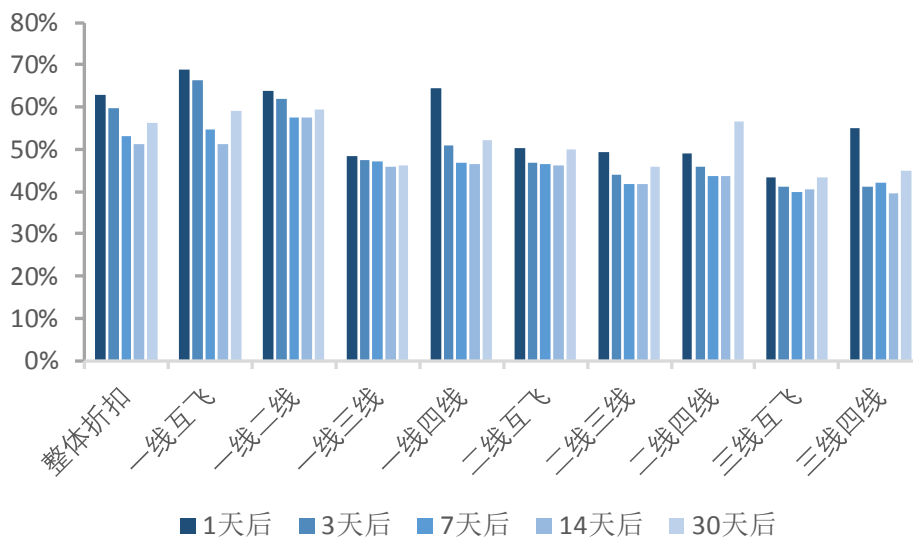
**图表 2 航线分类结构统计表**

航线分类	数量	占比	其中：市场调节价航线数量	占比	占本类航线比重
一线互飞	33	1.37%	6	0.83%	18.18%
一线二线	175	7.24%	53	7.32%	30.29%
一线三线	156	6.45%	31	4.28%	19.87%
一线四线	708	29.29%	171	23.62%	24.15%
二线互飞	175	7.24%	34	4.70%	19.43%
二线三线	296	12.25%	56	7.73%	18.92%
二线四线	559	23.13%	190	26.24%	33.99%
三线互飞	82	3.39%	19	2.62%	23.17%
三线四线	159	6.58%	101	13.95%	63.52%
四线互飞	74	3.06%	63	8.70%	85.14%
合计	2417	100%	724	100%	29.95%

资料来源：华创证券根据公开资料整理

基于上述分类，我们统计了近期基于某天的约 300 条航线、共计 2000 余国内航班（占国内航班总量约 20%）的票价情况，总体票价水平呈现明显的由高等级向低等级航线逐级下降的趋势。

**图表 3 分航线等级票价走势**



资料来源：华创证券根据公开资料整理（注：数据或因各种原因波动较大，仅供参考）

统计旅客运输量前 50 大航线的航线分布情况，同样呈现明显的像高等级航线集中的趋势。

**图表 4 旅客运输量前 50 大航线分布**

航线分类	数量	占本类航线比重	占比
一线互飞	23	69.7%	46%
一线飞二线	25	14.3%	50%
一线飞三线	2	1.3%	4%
合计	<b>50</b>		<b>100%</b>

资料来源: Wind, 华创证券

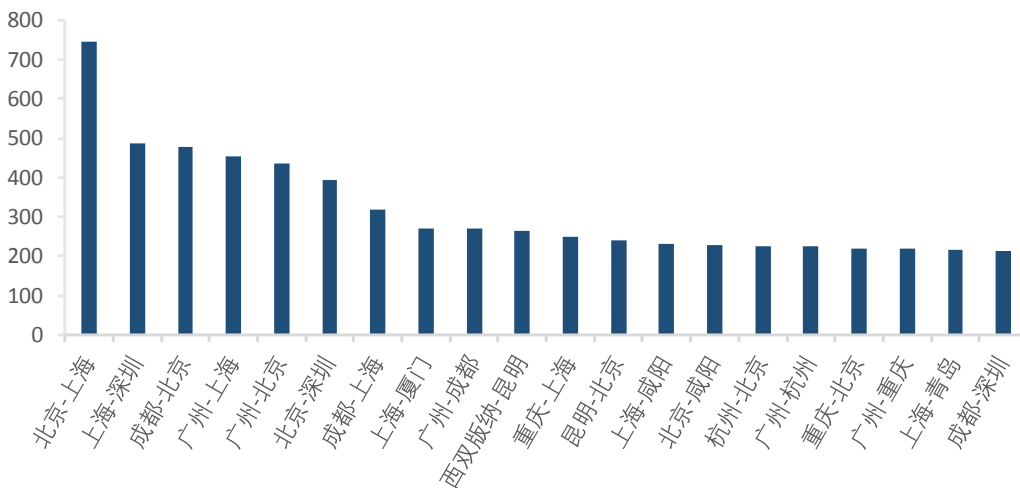
此外考察前 50 大航线的客座率情况 (2015 年), 加权平均客座率为 85.01%, 远超同期全行业平均客座率 83.0%。

综合以上, 我们认为核心的黄金航线集中在高等级航线, 这些航线在客座率和票价上都远超行业平均水平, 需求旺盛, 呈现出明显的马太效应, 同时高等级航线中政府指导价航线比例较高, 未来若能提升基准票价, 将极大利好相关航空公司。

### (三) 黄金航线一旦放开的弹性测算:

核心黄金航线提高基准票价, 才能为航空公司带来利润贡献。我们针对旅客运输量 (2015 年) 排名前 20 的航线做票价弹性测算。

注: 以下数据测算均为来自民航局网站、OTA 网站及华创交运整理而成, 仅用于模拟测算使用, 或与实际情况存在出入。

**图表 5 前 20 大航线客运量情况 (百万人次)**


资料来源: Wind, 华创证券

经统计各航线航空公司 (含子公司, 座位投放口径) 占比情况如下:

**图表 6 前 20 大航线航空公司占比情况**

	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	其他
北京-上海	30.00%	2.86%	52.86%	12.86%	0.00%	1.43%	0.00%
上海-深圳	10.87%	34.78%	34.78%	0.00%	10.87%	8.70%	0.00%

	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	其他
成都-北京	50.94%	16.98%	0.00%	11.32%	0.00%	0.00%	20.75%
广州-上海	8.33%	43.75%	37.50%	0.00%	8.33%	2.08%	0.00%
广州-北京	28.85%	48.08%	3.85%	19.23%	0.00%	0.00%	0.00%
北京-深圳	46.30%	31.48%	0.00%	22.22%	0.00%	0.00%	0.00%
成都-上海	38.10%	0.00%	42.86%	0.00%	4.76%	14.29%	0.00%
上海-厦门	0.00%	33.33%	29.17%	0.00%	29.17%	4.17%	4.17%
广州-成都	34.38%	28.13%	3.13%	6.25%	3.13%	0.00%	25.00%
西双版纳-昆明	0.00%	6.06%	45.45%	24.24%	0.00%	0.00%	24.24%
重庆-上海	7.14%	7.14%	57.14%	0.00%	21.43%	7.14%	0.00%
昆明-北京	13.79%	13.79%	51.72%	13.79%	0.00%	0.00%	6.90%
上海-咸阳	0.00%	0.00%	61.54%	0.00%	15.38%	23.08%	0.00%
北京-咸阳	30.77%	7.69%	38.46%	19.23%	0.00%	0.00%	3.85%
杭州-北京	55.17%	6.90%	17.24%	13.79%	0.00%	0.00%	6.90%
广州-杭州	24.00%	40.00%	16.00%	8.00%	0.00%	0.00%	12.00%
重庆-北京	50.00%	17.86%	7.14%	7.14%	0.00%	0.00%	17.86%
广州-重庆	24.00%	40.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	16.00%
上海-青岛	0.00%	0.00%	64.29%	0.00%	0.00%	0.00%	35.71%
成都-深圳	45.16%	16.13%	3.23%	16.13%	0.00%	0.00%	19.35%

资料来源：华创证券、OTA 网站

需要指出的是，前 20 大航线中有 5 条航线已经为市场调节价航线。

图表 7 前 20 大航线基准票价

航线	政府指导价	市场调节价	航线	政府指导价	市场调节价
北京-上海	1240		重庆-上海	1550	
上海-深圳	1400		昆明-北京	2550	
成都-北京	1690		上海-咸阳	1390	
广州-上海	1350		北京-咸阳		1850
广州-北京	1910		杭州-北京		2200
北京-深圳	2080		广州-杭州	1150	
成都-上海	1760		重庆-北京	1640	
上海-厦门		1260	广州-重庆	1250	
广州-成都	1430		上海-青岛		1050
西双版纳-昆明		1670	成都-深圳	1480	

资料来源：华创证券、民航局



**图表 8 三大航在前 20 大航线平均票价和折扣情况**

	国航	折扣	南航	折扣	东航	折扣
北京-上海	1200	93.05%	1015	81.85%	1090	87.90%
上海-深圳	1230	87.86%	1330	95.00%	1360	97.14%
成都-北京	930	55.03%	830	49.11%	—	—
广州-上海	1000	74.07%	1270	94.07%	1210	89.63%
广州-北京	1670	87.43%	1790	93.72%	1220	63.87%
北京-深圳	2020	97.12%	1960	94.23%	—	—
成都-上海	900	51.14%	—	—	1160	65.91%
上海-厦门	—	—	1120	88.89%	1150	91.27%
广州-成都	700	48.95%	920	64.34%	570	39.86%
西双版纳-昆明	—	—	640	38.32%	690	41.32%
重庆-上海	875	56.45%	620	40.00%	990	63.87%
昆明-北京	1480	58.04%	1250	49.02%	1020	40.00%
上海-咸阳	—	—	—	—	890	64.03%
北京-咸阳	960	51.89%	910	49.19%	1020	55.14%
杭州-北京	1260	57.27%	930	42.27%	1000	45.45%
广州-杭州	830	72.17%	800	69.57%	800	69.57%
重庆-北京	1190	72.56%	930	56.71%	710	43.29%
广州-重庆	610	48.80%	790	63.20%	—	—
上海-青岛	—	—	—	—	870	82.86%
成都-深圳	780	52.70%	750	50.68%	800	54.05%

资料来源：华创证券根据公开资料整理

前 20 条航线合计收入水平：国航约 192 亿、南航约 165 亿，东航约 191 亿，分别占其 2016 年收入的 17%、14% 及 19%。

假设：TOP20 航线票价进一步放开，以每条航线提高 10% 基准票价计，且假设折扣水平与目前相同，则对于三大航影响如下：

分别增厚国航 19.2、南航 16.5 及东航 19.1 亿，相当于 2016 年利润的 21%、24% 及 31%。

**图表 9 提价弹性测算**

	客运量 (2015, 万人)	对应航线收入			提价 10% 影响利润 (占 2016 年利润比重)		
		国航	南航	东航	国航	南航	东航
北京-上海	745.39	26.83	2.16	42.95	2.95%	0.32%	7.15%
上海-深圳	485.92	6.50	22.48	22.98	0.72%	3.33%	3.82%
成都-北京	479.24	22.70	6.75		2.50%	1.00%	
广州-上海	453.57	3.78	25.20	20.58	0.42%	3.74%	3.42%

	客运量 (2015, 万人)	对应航线收入			提价 10%影响利润 (占 2016 年利润比重)		
广州-北京	436.62	21.04	37.58	2.05	2.32%	5.58%	0.34%
北京-深圳	393.54	36.81	24.28		4.05%	3.60%	
成都-上海	318.89	10.93		15.85	1.20%		2.64%
上海-厦门	270.92		10.11	9.09		1.50%	1.51%
广州-成都	270.53	6.51	7.00	0.48	0.72%	1.04%	0.08%
西双版纳-昆明	264.02		1.02	8.28		0.15%	1.38%
重庆-上海	249.23	1.56	1.10	14.10	0.17%	0.16%	2.35%
昆明-北京	239.01	4.88	4.12	12.61	0.54%	0.61%	2.10%
上海-咸阳	231.81			12.70			2.11%
北京-咸阳	228.10	6.74	1.60	8.95	0.74%	0.24%	1.49%
杭州-北京	225.15	15.65	1.44	3.88	1.72%	0.21%	0.65%
广州-杭州	224.54	4.47	7.19	2.87	0.49%	1.07%	0.48%
重庆-北京	219.80	13.08	3.65	1.11	1.44%	0.54%	0.19%
广州-重庆	219.07	3.21	6.92		0.35%	1.03%	
上海-青岛	214.74			12.01			2.00%
成都-深圳	213.74	7.53	2.59	0.55	0.83%	0.38%	0.09%
合计		192.21	165.20	191.05	21.16%	24.51%	31.79%

资料来源：华创证券、wind

### 三、维持行业观点：二月春运，三月决断，持续看好，推荐国航、南航

此前报告中我们指出航空本轮上行逻辑为供需结构的持续改善，民航新规将坐实该变化：

- 1) 大逻辑清晰：**明后两年行业供需结构持续改善，根据统计，单纯从引进飞机座位数的增量上，2018-19 年已经降至 8.5%左右，2017 年则是 11.8%，在需求保持平稳的情况下，2018 年会出现 3 个百分点左右的供需改善，从而转化为客座率的上升。
- 2) 大航空受益：**民航局控总量、调结构的新规严格限制了无序增长，从而使得供需改善坐实，我们认为，需求更容易向大航空公司集中。
- 3) 春运是试金石：**目前逻辑兑现点在春运，一看春运的加班包机情况，二看春运期间，在客座率高企的情况下，票价转化率。春运会成为价格标杆。
- 4) 从估值修复到业绩行情：**春运前，我们认为航空是估值修复的过程，回到对应 2018 年 15 倍 PE (历史中枢水平)；春运后，如果兑现，会展开业绩提升行情。
- 5) 催化剂：**货运航空混改以及继续放开部分航线到市场调节价或构成板块催化。

推荐提价能力最强的中国国航以及一旦提价弹性最大的南方航空。

风险提示：人民币大幅贬值，油价大幅上涨，改革不及预期

## 交通运输组团队介绍

**组长、首席分析师：吴一凡**

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

**助理研究员：刘阳**

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

**助理研究员：肖祎**

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

**助理研究员：王凯**

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	黄旭东	销售经理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	资深销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500