

苏宝亮
分析师 SAC 执业编号: S1130516010003

黄凡洋
联系人

汇率终将企稳，看好航空反弹

事件

- 8月7日，美元兑离岸人民币盘中跌破 6.83，人民币较前一交易日最大幅度升值超过 400bp，人民币汇率逐渐企稳。

评论

- 人民币贬值航空股反应过度，汇率企稳后或逐渐消化负面情绪：**美元兑离岸人民币自 3 月 25 日，6.25 低点开始回升，8 月 3 日最高点达到 6.91，人民币共贬值 10.6%，年初至今人民币累计贬值约 5%。受到人民币贬值拉低业绩以及市场情绪影响，期间国航、南航、东航股价分别下跌 34%、35%、24%。目前人民币对于美元每贬值 1%，国航、南航、东航净利润影响分别为 2.79、2.78、2.60 亿，年初至今三大航汇兑损失影响业绩约 14 亿，约占 2017 年净利润 20%，航空股对于汇率的反应过度。并且央行近日决定自 2018 年 8 月 6 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%，这一举措被认为央行开始防范人民币继续大幅单边贬值，旨在向市场传递信息，人民币兑美元的单边贬值或企稳，回到双向波动。整体而言，人民币是目前主要利空因素，但我们认为人民币继续贬值空间不大，等待汇率利空出尽。
- 油价上行是另一利空因素，但燃油附加费征收降低影响：**特朗普已宣布退出伊核协议，并重新开始对伊朗实施制裁，对石油销售的制裁预计在 11 月初生效。如果美国切断伊朗石油出口，短期内国际油价存在震荡上行的推动力，对于航空公司成本端压力将一直存在。不过燃油附加费的征收将大幅减小国际油价上涨的影响。8 月航空煤油进口到岸完税价格 5515 元/吨，燃油附加费征收标准依然为每人 10 元，将覆盖航空公司燃油成本上涨约 50%。由于油价上行仍未产生一致预期，并且存在燃油附加费对冲，我们认为油价上行短期不会对航空股产生重大利空影响。
- 供需情况良好是航空股反弹的基本面力量：**供给端，由于 2017 年下半年三大航飞机引进较为集中，使得 2018 年 H1 三大航运力投入 ASK 同比增长 11.4%，相比 2017 年同期提高 3.5pct。2018 年航司飞机引进放缓且分布更为平均，预计 2018 年下半年航空公司 ASK 同比增速将有缩窄。需求端，伴随央行降准，货币政策存在边际放松，并且向稳杠杆过度，政策组合偏向稳内需，实施更为积极的财政政策，下半年固定资产投资或将回暖，这将对航空公商务出行需求提供边际拉动。另外日韩等地旅游回暖，出境游依然是我国航空需求重要部分。良好的供需基本面将对票价形成支撑，7 月下旬暑运旺季，航空票价三大航国内航线座公里收益较上半月已有明显回升。

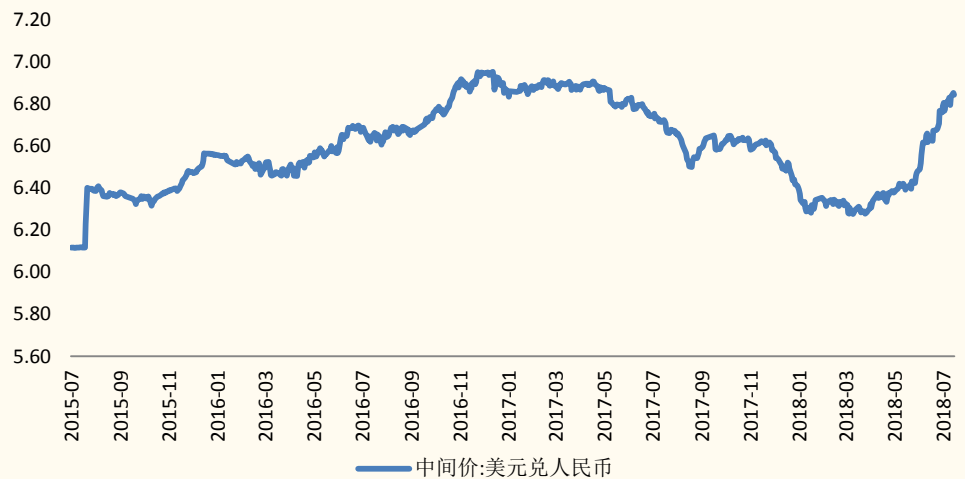
投资建议

- 汇率企稳，前期悲观预期释放后，航空股将从汇率负面扰动的情绪中逐渐走出，油价震荡上行负面影响较小，供需基本面不存在较大波动，数据回暖有望持续，看好航空股 2018 年 Q3-Q4 反弹。推荐：**东方航空**（收益水平改善明显，受益日韩线回暖）；**中国国航**（优质干线资源丰富，坚定价格优先策略）；**南方航空**（国内线占比高，提价业绩弹性大）。

风险提示

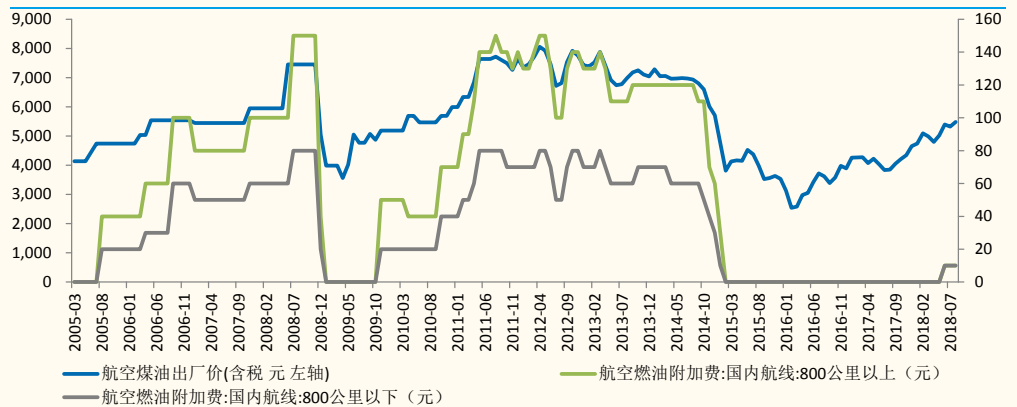
- 航空需求下滑：**航空客运和货运需求削弱，将抑制运价提升，对公司业绩将产生利空影响。**民航局准点率新政，供给收缩低于预期：**准点率若提升较快，或将造成民航局过早放松民航供给限制，航空业供给收缩幅度较小或继续加大运力投放力度，可能会对票价造成压力甚至产生价格战。**极端事件发生：**疾病爆发和恶劣天气等影响，将对于航空业需求带来毁灭性打击。**油价上涨超预期：**若国际油价上涨速度与幅度超预期，或将大幅度拉低航空公司业绩，并扭转市场对于航空公司预期。**人民币贬值超预期：**若人民币继续贬值，航空业绩和市场情绪将进一步恶化。

图表 1: 美元兑人民币中间价走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 航空煤油出厂价与燃油附加费



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 航空重点公司估值表

公司	股价	EPS				PE		评级	
		17A	18E	19E	20E	18E	19E		
东方航空	5.46	0.44	0.34	0.65	0.98	16	8	6	买入
中国国航	7.32	0.54	0.54	0.94	1.35	13	8	5	买入
南方航空	6.60	0.60	0.60	0.60	0.60	11	11	11	买入
吉祥航空	12.75	0.74	0.84	1.13	1.53	15	11	8	买入
春秋航空	31.68	1.58	1.53	2.08	2.70	21	15	12	买入

*股价为2018年8月7日收盘价

来源: Wind, 国金证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH