

航空行业

2018-9-3

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

从中期业绩看航空股当前配置价值

报告要点

■ 事件描述

航空公司相继披露了 2018 年上半年的财务报告，受油价上涨和人民币贬值影响，航空公司的盈利能力承压，利润总额同比降低，然而，汇率和油价是短期波动，不应忽视航空公司收益端的边际改善。受益于控总量和票价改革的政策，上半年行业格局优化，票价拐点逐步显现，航班正常率持续提升，单位油耗和单位非油成本降低，剔除汇率和油价影响，航空公司的经营显著改善。

■ 事件评论

- **行业格局优化。**2018 年上半年，中国国航、东方航空和南方航空的国内航线的 ASK 增速同比提升，而海航控股、春秋航空和吉祥航空的增速同比大幅降低，同时，大型航司营业收入增速加快，中小航司营业收入增速放缓，行业格局趋于优化。
- **票价拐点渐显。**2018 年上半年，国内和国际市场双双向好，航空公司票价拐点显现。未来，国内市场受益于控总量政策和票价改革，国际市场受益于日韩线需求恢复及部分中美航线停飞，票价上涨具备多重动力。同时，中小航司提价动力充分，价格战有望缓解，预计票价或将持续上涨。
- **运行效率改善。**2018 年上半年航班正常率同比大幅提升，有利于改善航空公司成本端的压力，有利于减少航班的虚耗运行，单位油耗逐步降低；有利于提升飞机的利用率，单位非油成本持续摊薄。我们预计控总量政策的实施或将持续，航空公司的运行效率有望持续改善。
- **经营改善显著。**汇率对于三大航和海航控股影响较大，春秋航空和吉祥航空几乎不受影响，剔除汇率影响，中国国航利润总额同比改善最明显，扣汇利润总额同比增长 41.9%。油价对于南方航空和吉祥航空影响较大，扣除油价和汇率的影响，航空公司的经营改善明显。
- **投资建议：**由于人民币贬值，航空股大幅回调，估值已经处于历史低位。随着供给控制趋严，市场化改革不断推进，票价弹性逐步显现，收益有望改善，而油价和汇率趋于稳定，成本压力缓解，建议持续关注航空股，推荐资源优势明显的中国国航、边际改善显著的东方航空及效率持续提升的春秋航空，建议关注弹性较大的南方航空和上海市场占比高的吉祥航空。

- 风险提示：**
1. 供需改善不及预期；
 2. 控总量政策和票价改革政策不及预期；
 3. 油价大幅上涨，人民币大幅贬值。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118710

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

联系人 赵超

☎ (8621) 61118710

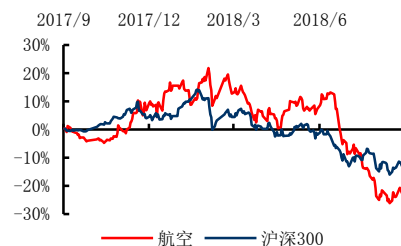
✉ zhaochao2@cjsc.com.cn

联系人 张银晗

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyh14@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《这个时点我们如何看航空：油价汇率趋稳，票价弹性渐显》2018-8-29

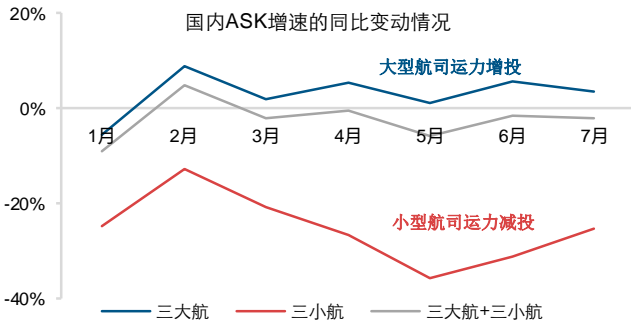
《供给增速趋缓，票价弹性待显》2018-8-17

《中美航空对比研究：朝阳初升，格局渐成》2018-7-8

行业格局优化

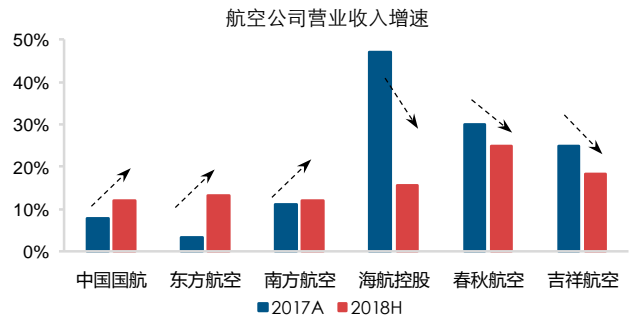
2018年上半年，中国国航、东方航空和南方航空的国内航线的ASK增速同比提升，而海航控股、春秋航空和吉祥航空的增速同比大幅降低，同时，大型航司营业收入增速加快，中小航司营业收入增速放缓，行业格局趋于优化。

图 1：2018年上半年大型航司运力增速加快，小型航司趋缓



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：三大航指中国国航、东方航空和南方航空，三小航指海航控股、春秋航空和吉祥航空）

图 2：2018年上半年大型航司的营业收入增速加快，中小航司放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

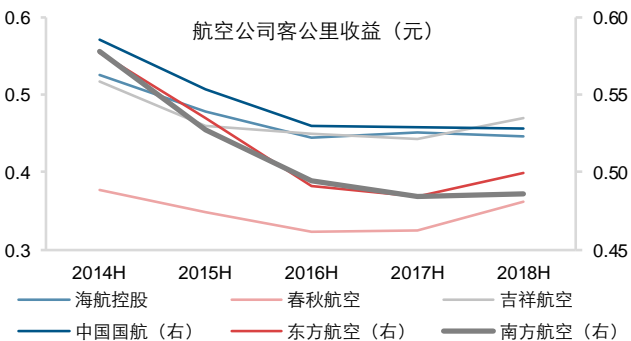
票价拐点显现

2018年上半年，国内和国际市场双双向好，航空公司票价拐点显现，中国国航、南方航空和海航控股的客公里收益趋稳，春秋航空、吉祥航空和东方航空的客公里收益提升。

国内市场受益于控总量政策和票价改革，热门机场航班起降增速趋缓，京沪线等航线率先提价，票价弹性有望逐步显现；国际市场受益于日韩线需求恢复及部分中美航线停飞，供需有望持续改善，票价上涨具备内生动力。

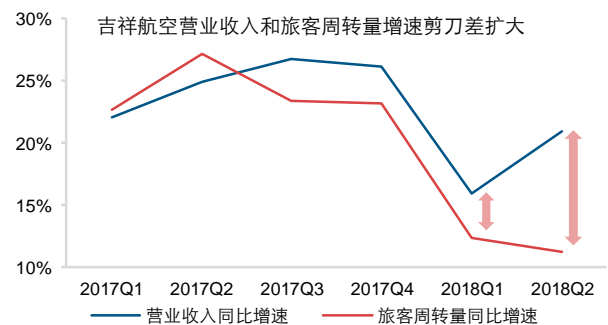
同时，以吉祥航空为例，2018年2季度提价幅度扩大，反映出中小航司提价动力充分，价格战有望缓解，预计票价或将持续上涨。

图 3：航空公司票价拐点显现



资料来源：公司公告，长江证券研究所（吉祥航空客公里收益采用营业收入测算）

图 4：中小航司提价动力充分



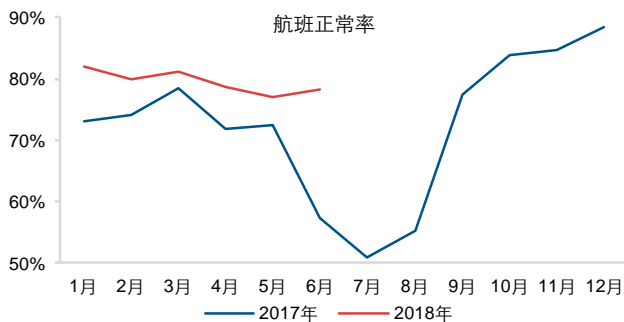
资料来源：公司公告，长江证券研究所

运行效率改善

民航局控总量调结构的目的在于提升航班正常率，2018 年上半年，航班正常率大幅提升，航空公司的运行效率改善。

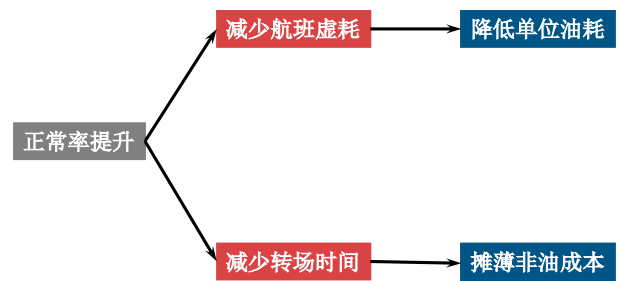
航班正常率提升有利于缓解航空公司的成本压力，一方面减少了航班的虚耗运行，降低单位油耗；另一方面减少转场时间，摊薄固定成本。

图 5：航空的航班正常率提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

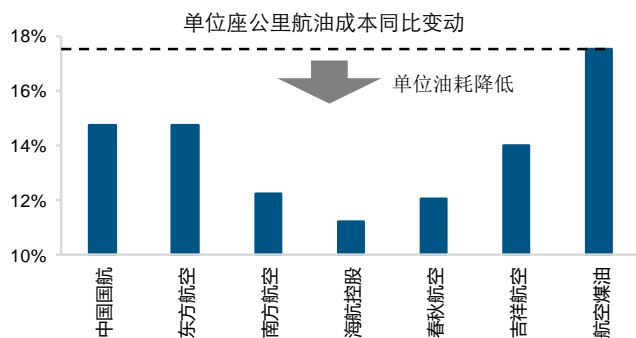
图 6：正常率提升带来多重利好



资料来源：长江证券研究所

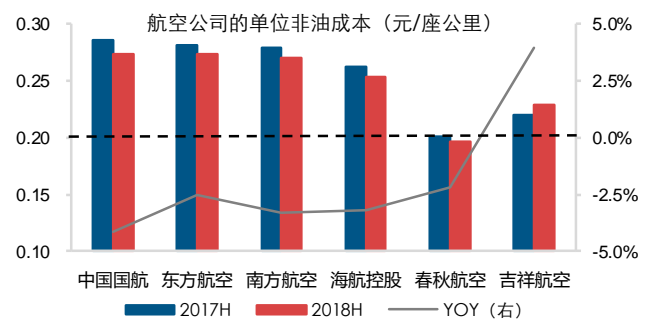
2018 年上半年，航空公司的单位座公里油耗降低，除吉祥航空外，单位非油成本改善。

图 7：2018 年上半年，航空公司的单位油耗量同比降低



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 8：2018 年上半年，航空公司单位非油成本改善



资料来源：公司公告，长江证券研究所

《中国民用航空发展第十三个五年规划》中确定了航班正常率达到 80% 的发展目标，预计航班正常率仍将持续提升，航空公司的运行成本有望持续优化。

经营改善明显

汇率对于三大航和海航控股影响较大，春秋航空和吉祥航空几乎不受影响，剔除汇率影响，中国国航利润总额同比改善最明显，扣汇利润总额同比增长 41.9%。油价对于南方航空和吉祥航空影响较大，扣除油价和汇率的影响，航空公司的经营改善明显。

表 1：2018 年上半年，剔除油价和汇率影响，航空公司的经营改善显著（亿元）

		汇兑损益	航油成本	利润总额	扣汇利润总额	扣油扣汇利润总额
中国国航	2017H	-12.7	136.3	51.5	38.8	175.1
	2018H	5.2	175.8	50.0	55.1	231.0
	YOY	N.A	29.0%	-3.1%	41.9%	31.9%
东方航空	2017H	-6.7	121.4	40.3	33.5	154.9
	2018H	5.5	152.5	31.7	37.2	189.7
	YOY	N.A	25.6%	-21.2%	10.9%	22.5%
南方航空	2017H	-5.6	154.0	41.6	36.0	190.0
	2018H	4.2	193.8	31.0	35.2	229.0
	YOY	N.A	25.8%	-25.4%	-2.1%	20.5%
海航控股	2017H	-5.7	69.8	12.7	7.0	76.8
	2018H	2.4	92.1	7.1	9.6	101.6
	YOY	N.A	31.9%	-43.8%	37.3%	32.4%
春秋航空	2017H	0.1	13.7	7.4	7.5	21.2
	2018H	0.0	18.2	9.6	9.7	27.9
	YOY	N.A	32.6%	29.7%	29.2%	31.4%
吉祥航空	2017H	-0.3	14.0	8.4	8.1	22.2
	2018H	0.2	18.1	8.3	8.5	26.7
	YOY	N.A	29.4%	-0.9%	4.7%	20.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：东方航空剔除了 2017 年转让东航物流的一次性收益）

投资建议

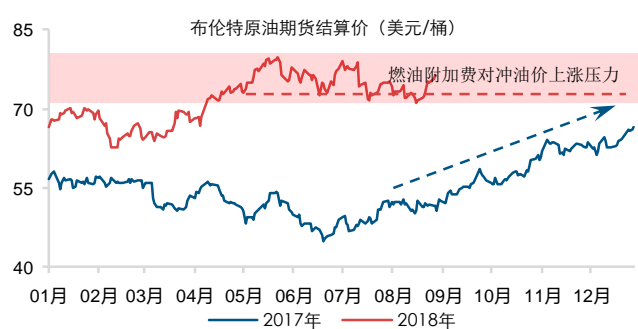
站在当前的时点，随着人民银行重启“逆周期因子”，人民币兑美元汇率趋于稳定，人民币贬值的风险有望释放。燃油附加费重启征收，对冲油价上涨的压力，同时，由于 2017 年下半年油价高基数，往后看航油成本压力同比趋缓。

图 9：美元兑人民币汇率趋稳（元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2017 年下半年油价的基数较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

同时，随着市场化改革不断推进，票价弹性逐步显现，收益有望改善，成本压力缓解，建议持续关注航空股，推荐资源优势明显的中国国航、边际改善显著的东方航空及效率持续提升的春秋航空，建议关注弹性较大的南方航空和上海市场占比高的吉祥航空。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼（518048）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。