

黄凡洋
联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

唐川
分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

航空淡季客座率高位下滑，油价汇率利好推动业绩提升

事件

- 航空公司陆续公布 2018 年 12 月经营数据。

评论

- **淡季国内线客座率高位下滑，国际线向好：**2018 年 12 月，受到航空淡季以及宏观经济下滑影响，航空公司国内线客座率普遍下滑，三大航 12 月国内线供给和需求分别同增 9.8%/7.6%，客座率 79.7%，同比下滑 1.7pct（国航 78.9%/-2.6pct、东航 79.7%/-0.9pct、南航 80.3%/-1.5pct）。国际线供给较 2018 年上半年放缓，客座率表现继续亮眼，三大航 12 月国际线供给和需求分别同增 9.3%/10.4%，客座率超过国内线，达到 80.1%，同比增加 0.8pct（国航 77.9%/-0.5pct、东航 79.5%/2.2pct、南航 82.9%/0.8pct）。由于国内线拖累，三大航整体客座率 79.9%，同比下滑 0.8pct。客座率虽然受宏观影响下滑，但存在高基数效应，79.9%为 2011 年以来 12 月单月客座率第二高，仅次于 2017 年。

中小航空公司国内线客座率同样下滑（春秋 89.6%/-1.8pct、吉祥 84.4%/-1.6pct），但受益于东南亚市场回暖，春秋国际线客座率 87.5%，同增 5.4pct；吉祥重新恢复国际线运力投入，需求逐步恢复，客座率 83.4%，同增 3.5pct。春秋由于国际线表现突出，整体客座率 88.9%，同增 0.6pct，吉祥整体客座率 84.3%，同降 1.8pct。

我们认为航空需求短期受宏观经济影响波动，但长期的行业景气度向上趋势不变。目前时刻控制的背景下，航空公司可以减少运力投放，以适应需求的变化，并且航空消费仍处于渗透阶段，需求大幅下滑的可能性较低。近期需要关注 4 月公商务出行旺季开启后的航空数据，进一步判断航空供需状况。

- **全年三大航与中小航空公司客座率存在分化：**全年来看，虽然受到时刻管制，但三大航通过提高时刻执行率、机舱座位改造等方式，供给增速略有加快，ASK 同增 10.3%（2017 年同增 8.5%），同时客座率小幅提升 0.3pct。中小航空公司供给增速下滑幅度较大，春秋 ASK 同增 16.7%（2017 年同增 23.7%），吉祥 ASK 同增 10.4%（2017 年同增 22.3%），并且我们认为中小航空公司采取了更为激进的收益管理策略，弥补运力投放放缓，使得客座率全年同比下滑（春秋 89.0%/-1.6pct、吉祥 86.2%/-0.7pct）。我们预计时刻控制政策将持续。
- **春运需求存在支撑，扰动因素利好推动一季度业绩提升：**2019 年春运将从 1 月 21 日拉开帷幕，3 月 1 日结束，共计 40 天。国家发改委等部门联合发布《关于全力做好 2019 年春运工作的意见》，预计民航将完成全国旅客发送量 7300 万人次，增长 12%，相比 2018 年 10.1%的增速小幅提升，春运期间航空需求有保证。由于油价大幅下跌以及人民币走强预期，主业存在春运支撑，2019 年 1 季度航空公司业绩增速或将转正。截止 2019 年 1 月 15 日，人民币较 2018 年末升值 1.6%，1 月航空煤油含税出厂价跌至 4888 元/吨，同比仅增长 3.0%，环比下降 14.6%，航空公司燃油成本压力大幅减轻。若油价维持目前水平震荡，1 季度燃油单位采购成本或将同比下滑。以南航为例，我们测算 Q1 公司净利润将同比增长约 10%。

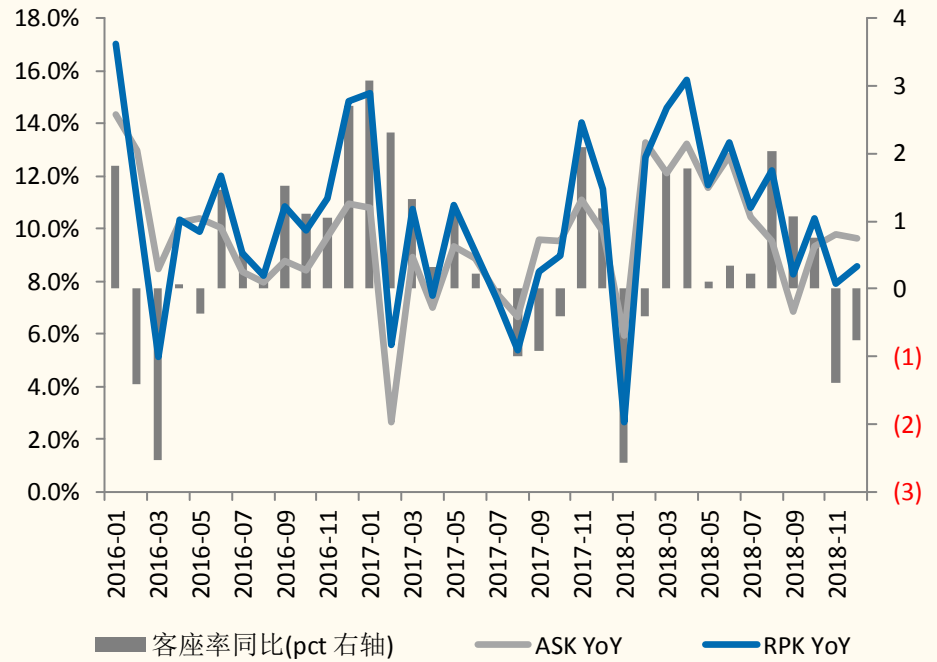
投资建议

- 在 2018 年三季度航空股遭遇油汇双杀后，扰动因素将逐步转向利好，成为推动航空股估值以及信心修复的推手。目前三大航 PB 仍仅为 1.3 倍左右，依然存在估值修复空间。并且进入 Q2 以后，油价与汇率同比利好，对于业绩的贡献将扩大，伴随景气度向上，航空业绩增速将持续提升。目前我国航空业时刻控制严格，监管力度较强，需要关注行业格局的变化趋势。我们发现一二线机场市场份额边际向头部集中，全票价提升，优质时刻资源的优势将逐步放大。我们持续推荐东方航空、中国国航、南方航空。关注春秋航空的低成本模式发展，以及吉祥航空引入宽体机后，对于上海优质时刻的使用效率提升。

风险提示

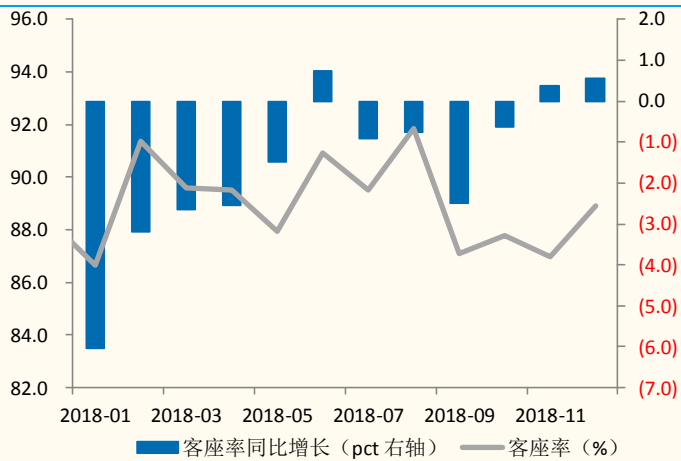
- 航空需求下滑；民航局时刻总量控制放松提前，供给收缩低于预期；油价和人民币大幅波动；收益水平提升超预期的上行风险。

图表 1：三大航淡季客座率高位出现下滑



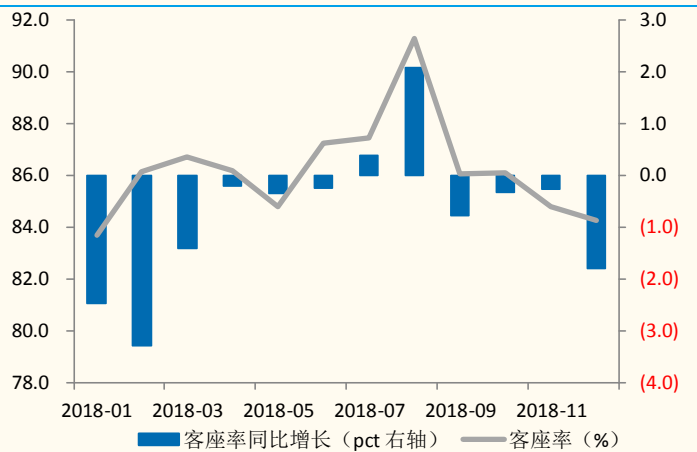
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：春秋航空客座率开始回升



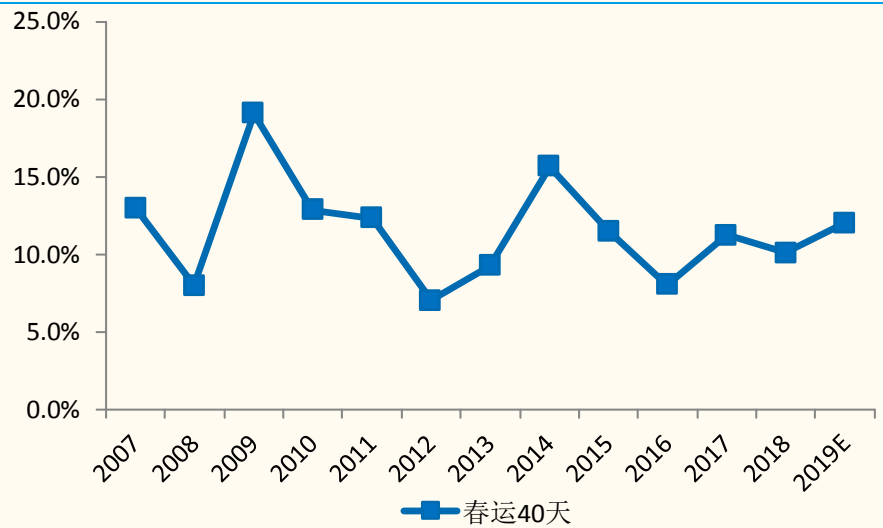
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：吉祥航空客座率全年同比下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：春运 40 天航空旅客运量增速或将小幅提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：重点标的及估值表

公司	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
东方航空	5.04	0.44	0.22	0.64	0.84	23	8	6	买入
中国国航	8.06	0.54	0.38	0.74	0.89	21	11	9	买入
南方航空	7.24	0.60	0.21	0.62	0.86	34	12	8	买入
吉祥航空	12.00	0.74	0.77	0.96	1.29	16	12	9	买入
春秋航空	31.07	1.58	1.51	2.26	2.79	21	14	11	买入

*股价为2019年1月15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