

# 中国迈入航空出行时代，关注低成本型航空板块的投资机遇

交通运输行业

**推荐** 维持评级

核心观点 (2.11-2.17) :

## 1. 上周行业热点

2月13日，中国民航局召开新闻发布会，春运前23天，全国旅客运输量为16.8亿人次，同比增长0.63%，其中民航运送旅客4147.3万人次，同比增长10.4%，在各种交通运输方式中增速最快。

## 2. 最新观点

### (一) 中国迈入航空出行时代，居民航空出行需求空间可观

全球来看，人均GDP在6000-9000美元左右是航空出行需求快速上行阶段，我国2017年人均GDP为59660元，正式迈入航空出行时代，而我国人均乘机次数虽不断增长，但与美国仍有很大差距，航空出行需求尚有较大增长空间。

### (二) 民航业营业收入平稳增长，预计2019年行业净利润增幅达30%以上

近年来，民航业营业收入和利润总额呈平稳上涨趋势，2017年我国民航业营业收入达7460.6亿元，同比增长16.7%。据银河证券交通运输团队预测，预计2019年航空营收增幅14.05%，净利润增幅达33.97%。

### (三) 全服务型航空公司运力水平充足，低成本型航空公司拥有价格竞争优势

全服务型航空公司飞机数量和实际运输量均远大于低成本航空公司，但近几年低成本型航空公司的飞机增长率是全服务型航空公司的3倍有余，在提升运力上有较大的增长潜力。低成本型航空公司拥有成本和价格优势，客座率和运营效率相对较高。

### (四) 财务指标对比分析：低成本型航空成长运营能力强

2015-2017年，低成本航空公司营业净利率超过10%，处于行业前列，盈利能力强。营业收入增速在20%-30%区间，全服务型航空公司为5%-11%，低成本航空公司成长能力较强。低成本航空公司资产负债结构较合理，流动比率呈上升趋势。低成本航空公司营业周期较全服务型航空公司低30%左右，营运能力较好。

投资建议方面，建议关注低成本型航空公司春秋航空(601021.SH)、吉祥航空(603885.SH)。

## 3. 核心组合表现

证券代码	证券简称	加入组合时间	周涨幅	累计涨幅
601006.SH	大秦铁路	2019/1/2	-2.76%	3.30%
001965.SZ	招商公路	2019/1/2	0.60%	5.44%
000089.SZ	深圳机场	2019/1/2	1.72%	8.39%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（组合个股权重均等）

## 4. 风险提示

交通运输需求下滑风险，法规政策和安全运营的风险。

分析师

刘兰程

☎：8610-83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517100001

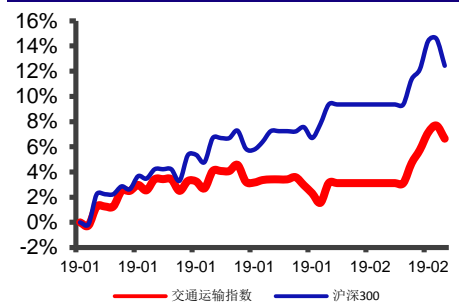
联系人

王靖添

☎：8610-66568837

✉：wangjingtian\_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图 2019-2-15



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

2018年8月27日，《收费公路政策支撑中国实现全球第一大规模高速公路网》

2018年9月10日，《中国网约车从狂奔扩张走向规范发展》

2018年10月15日，《双十一临近，利好快递板块》

2018年11月12日，《差异化收费试点范围扩大，对高速公路上市公司盈利能力影响具有不确定性》

2018年11月19日，《“双十一”电商快递业务量集中提升，商务快递高品质服务确保长期实现盈利》

2018年11月26日，《顺丰抢先布局高铁货运，“航空+高铁”快运格局优势领先》

2019年1月14日，《我国小汽车保有量突破2亿，为高速公路交通量提升奠定基石》

2019年1月21日，《春运民航旅客量预计将创新高，看好稳健增长的机场板块》

## 目录

最新研究观点.....	2
一、上周热点动态跟踪.....	2
二、最新观点.....	2
(一) 迈入航空出行时代，居民航空出行需求空间可观.....	2
(二) 民航业营业收入平稳增长，预计 2019 年行业净利润增幅达 30%以上.....	4
(三) 基于商业模式对比分析：全服务型航空公司运力水平充足，低成本型航空公司拥有价格竞争优势.....	6
(四) 财务指标对比分析：低成本型航空成长运营能力强.....	9
三、重点推荐组合.....	17
四、国内外行业及公司估值情况.....	19
五、风险提示.....	21
附录.....	22

## 最新研究观点

### 一、上周热点动态跟踪

表 1 热点事件及分析

重点政策和事件	我们的理解
<p>2019年2月13日，中国民用航空局举行新闻发布会，就1月民航安全运行、2019民航春运等情况进行介绍。</p> <p>1月份，全行业实现运输飞行104.6万小时，同比增长12.1%，未发生运输航空事故。春运前23天，全国旅客运输量为16.8亿人次，同比增长0.63%，其中民航共运送旅客4147.3万人次，同比增长10.4%，在各种交通运输方式中增速最快。</p>	<p><b>1. 我国迈入航空出行时代，民航旅客周转量高速增长，出行需求仍有增长空间。</b>春运前23天，民航在各种交通运输方式中增速最快。近3年民航旅客周转量增速率在12%-15%区间，预计未来也将保持较快的增速。我国人均乘机次数5年内增长近100%，但与美国仍有很大差距，航空出行需求尚存在较大增长空间。</p> <p><b>2. 低成本型航空公司拥有价格、运营优势，投资机会值得关注。</b>近几年低成本航空公司运力水平与全服务型航空公司差距较大，但其飞机数量增长率是全服务型航空公司的3倍有余，同时其拥有成本、价格优势，客座率较高，各项财务指标领先，运营效率较高，在民航业高速发展的大环境下，低成本航空板块投资机会值得关注。</p>

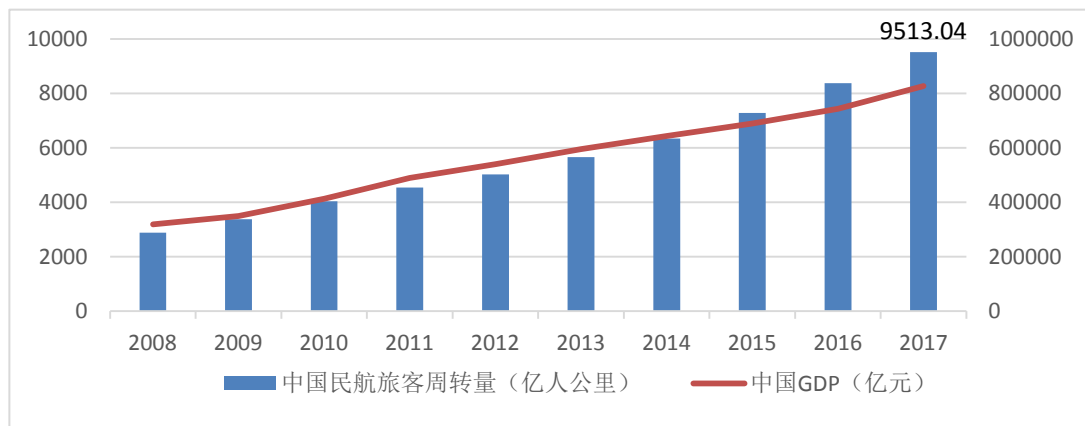
资料来源：中国银河证券研究院整理

### 二、最新观点

#### (一) 迈入航空出行时代，居民航空出行需求空间可观

近几年我国 GDP 平稳增长，旅客周转量逐年稳步提升。从历年航空旅客周转量与 GDP 来看，航空旅客周转量与 GDP 高度相关，从趋势图来看，两者拟合度高，经济发展是催生航空出行需求的内在动力。

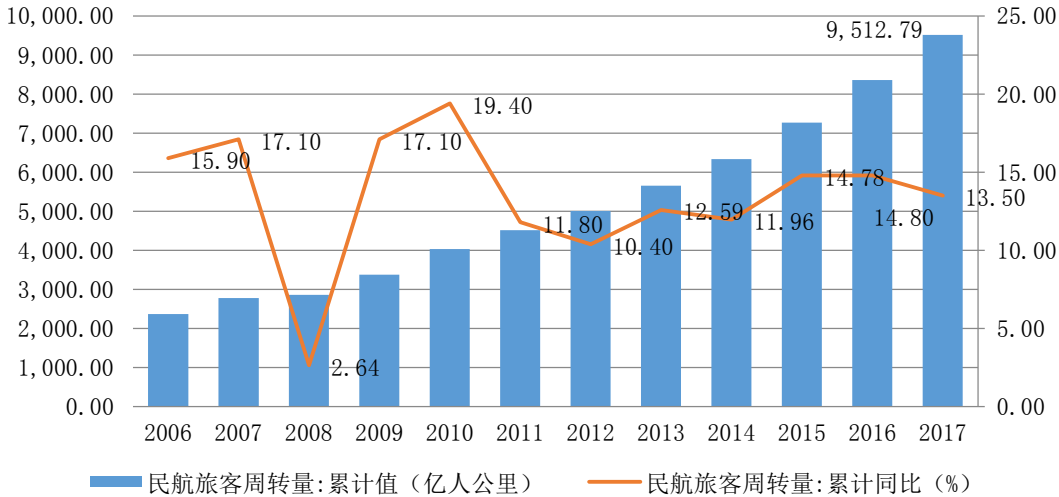
图 1 中国民航旅客周转量和 GDP 趋势图



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

据统计数据显示，近3年增长率在12%-15%区间，预计未来中国航空运输也将保持较快的增速。

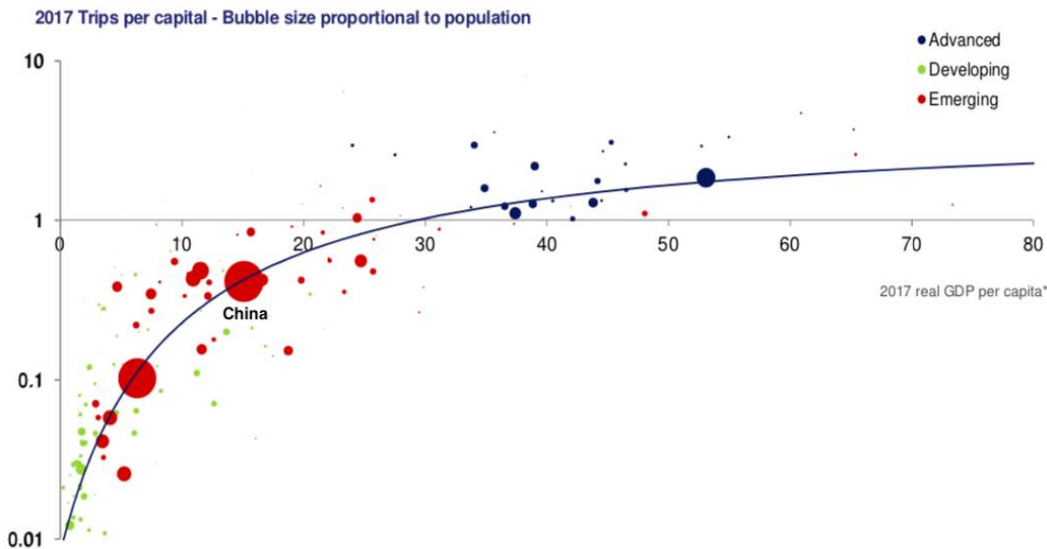
图 2 2006-2017 年我国民航旅客周转量变化及增幅情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全球来看，人均 GDP 在 6000-9000 美元左右是航空出行需求快速上行阶段，我国 2017 年人均 GDP 为 59660 元，正式迈入航空出行时代。

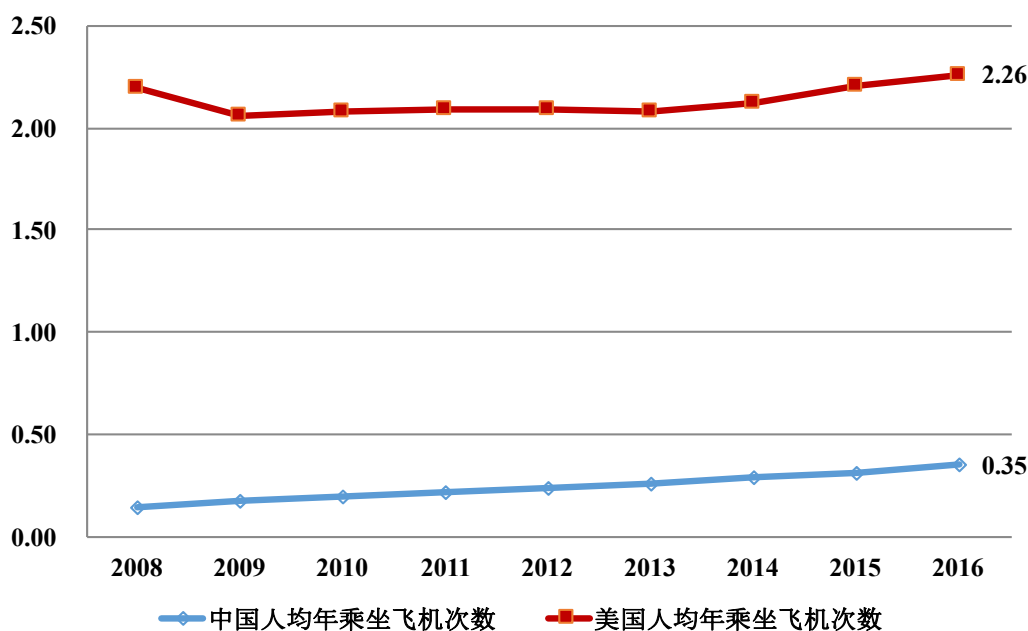
图 3 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性



资料来源: 空中客车公司报告 (Airbus)

随着国内生产总值和人均生活水平以及交通消费占比的提高，人均航空出行次数相应增加，2011 年以来，我国人均乘机次数不断增长，从 2011 年的 0.22 次增长为 2017 年的 0.4 次，5 年内增长近 100%，但是与美国仍有很大差距，2016 年年底美国人均乘机次数是我国的近 5 倍，航空出行需求尚有较大增长空间。

图 4 中美人均年乘坐飞机次数对比

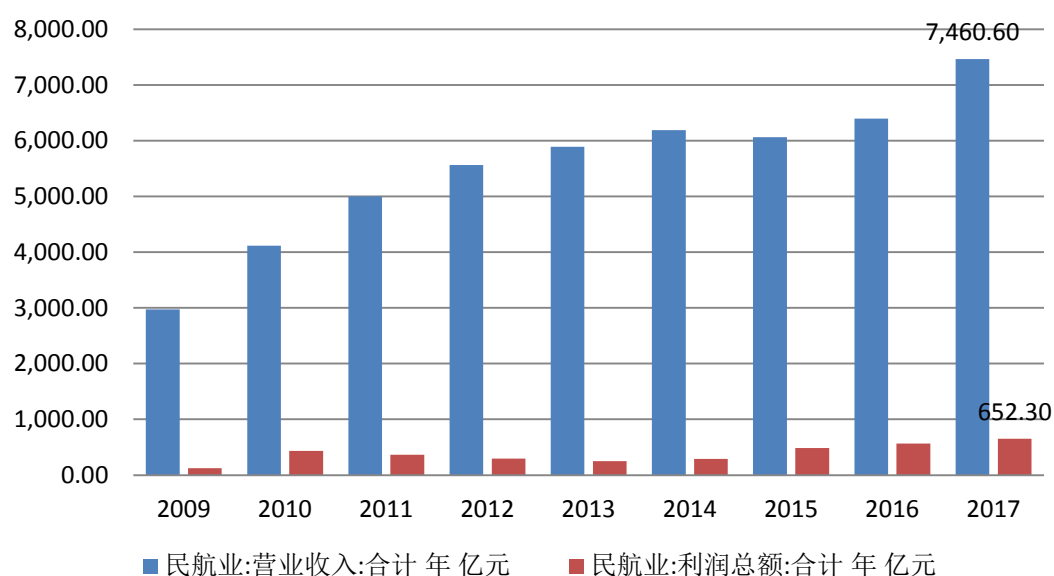


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 民航业营业收入平稳增长，预计 2019 年行业净利润增幅达 30% 以上

据统计数据显示，2017 年我国民航业营业收入达 7460.6 亿元，同比增长 16.7%。自 2009 年以来，行业营业收入和利润总额总体呈现平稳上涨趋势。

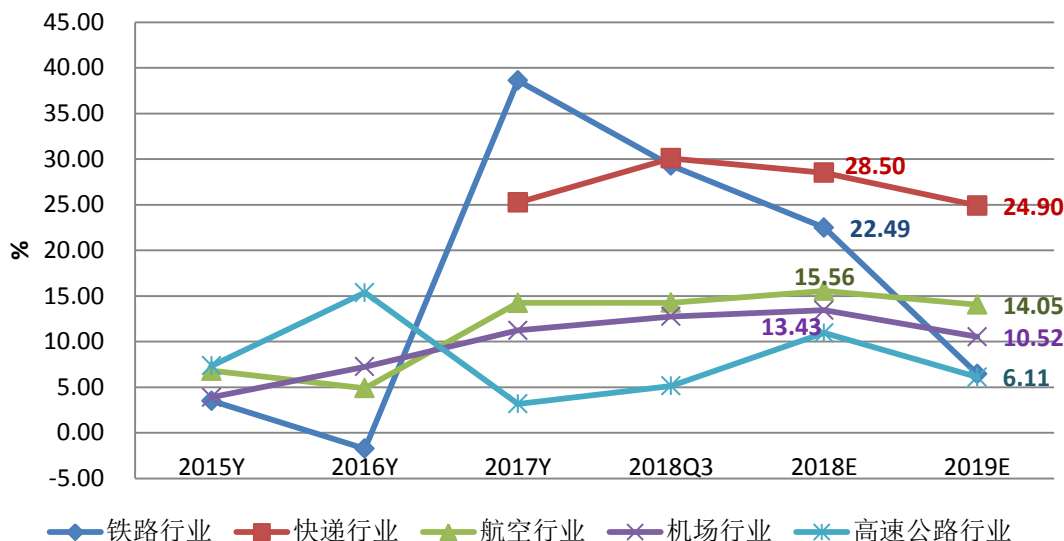
图 5 中国民航业营业收入和利润变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

根据银河证券交通运输团队对交通运输各子行业营收和净利润研究预测结果。营收增幅方面:预计 2019 年快递、航空、机场行业在交通运输领域位居前三,分别为 24.9%、14.05%、10.52%;铁路行业历史基数较大,增幅有所回落,为 6.45%;高速公路行业增幅较为平稳,为 6.11%,航空行业增幅位列交通运输子行业第二。

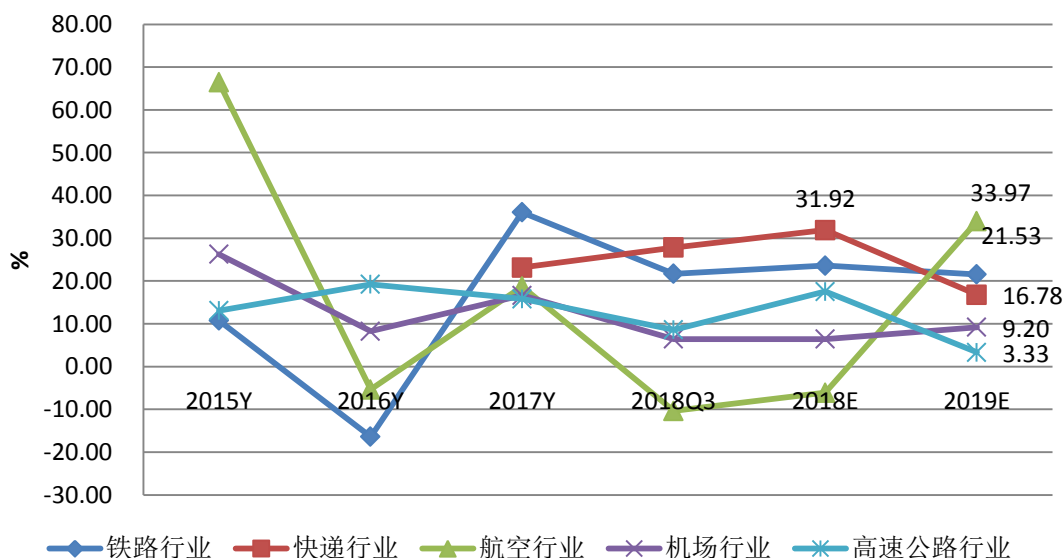
图 6 交通运输子行业营业收入增幅变化及预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

净利润增幅方面:预计 2019 年航空、铁路、快递位居前三,分别为 33.97%、21.53%、16.78%;机场较为平稳为 9.2%;高速公路略有增幅为 3.33%。航空增幅较大原因在于 2018 年受汇率油价影响净利润显著回落,基数相对处于低位。

图 7 交通运输子行业净利润增幅变化及预测



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

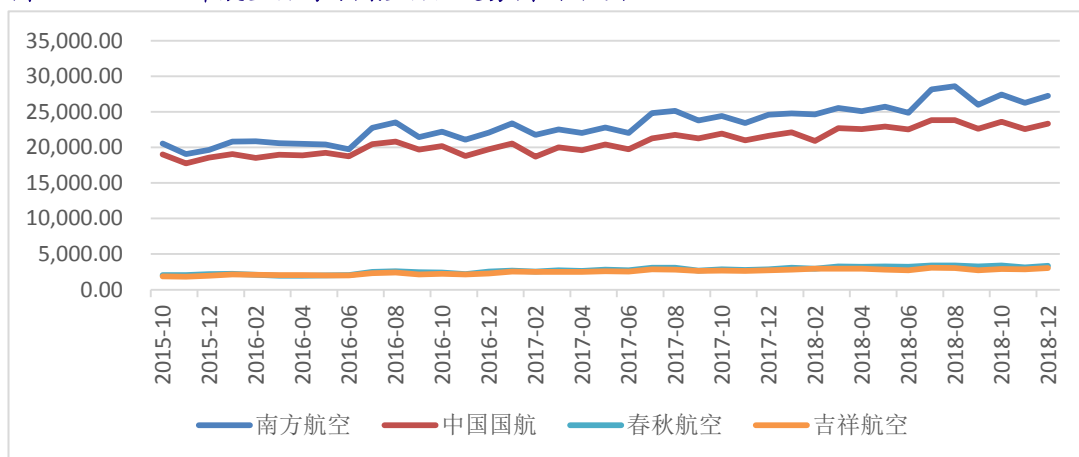


### (三) 基于商业模式对比分析：全服务型航空公司运力水平充足，低成本型航空公司拥有价格竞争优势

#### 1. 运力与客座率

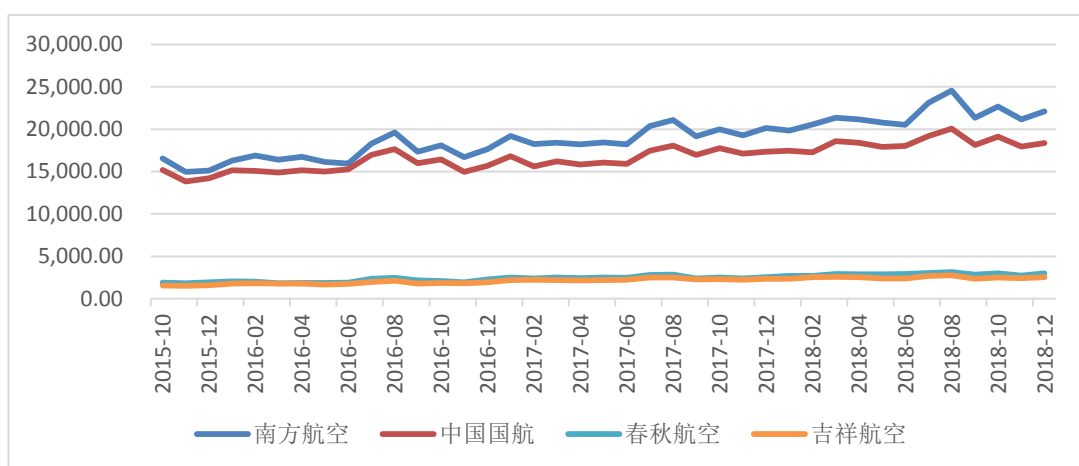
全服务型航空公司运力优势明显，低成本型航空公司客座率高。以南航、国航为代表的全服务型航空公司可用座公里数远高于以春秋、吉祥为代表的低成本型航空公司。春秋、吉祥两家低成本型航空公司可用座位公里数相近，运力水平总体有限。收入客公里方面，全服务型航空公司优势同样明显。

图 8 2015-2018 年航空公司可用座公里趋势图（百万）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

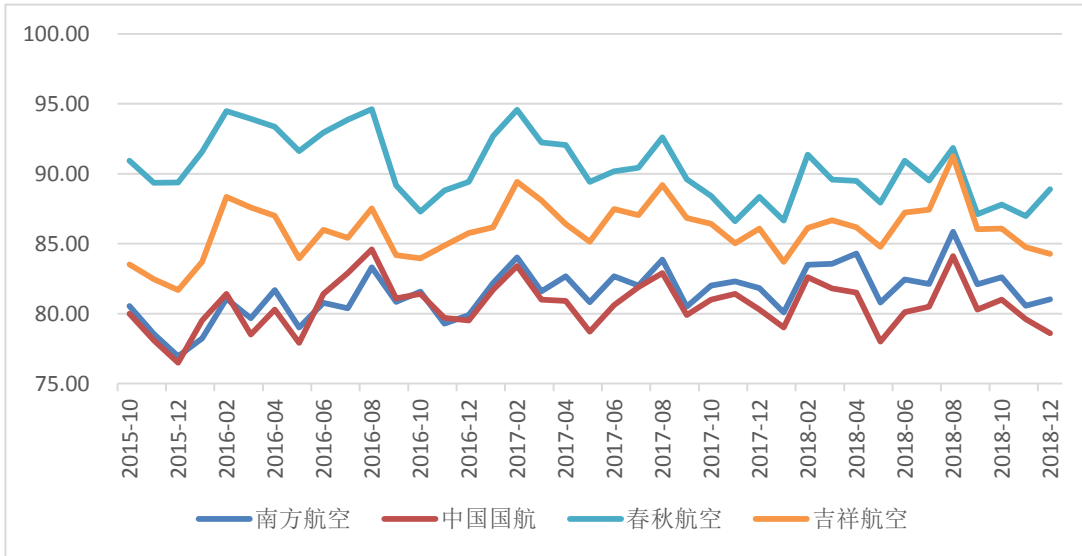
图 9 2015-2018 年航空公司收入客公里趋势图（百万）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

客座利用率方面，由于季节性影响，各家航空公司的波动较大，但变化趋势趋于一致，在旺季即每年 1-2 月及 6-8 月暑假期间都会增长，淡季时下降。对比之下，两家低成本型航空公司的客座利用率高于全服务型航空公司，稳定在 85%-95%之间，主要原因是低票价的引力使得乘坐低成本型航空公司的顾客数量较多。

图 10 2015-2018 年航空公司客座率趋势图

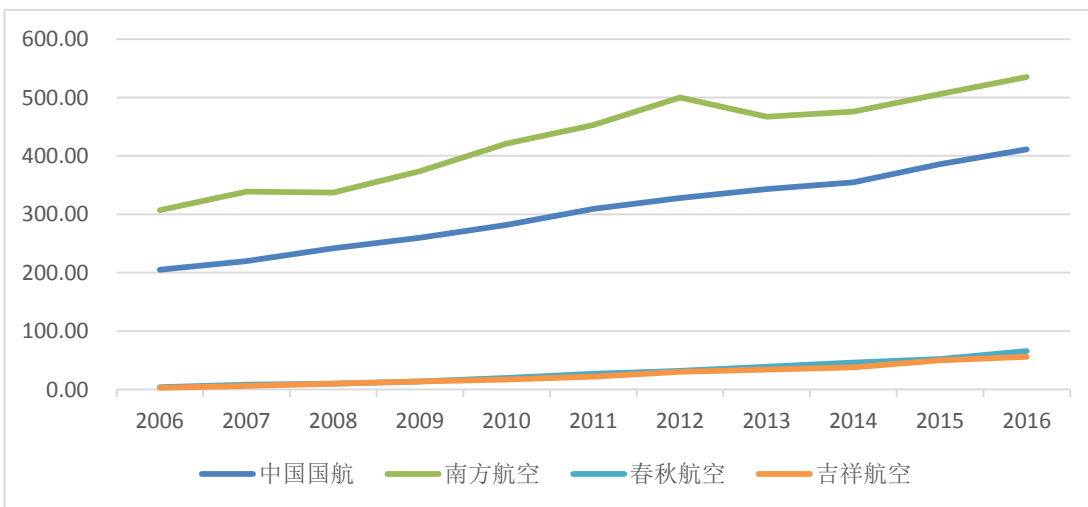


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 飞机数量

航空公司飞机数量差距极大, 低成本型航空公司提升空间大且成长趋势强。近十年来, 各家航空公司的飞机数量规模均在逐年提升, 全服务型航空公司的飞机数量远高于低成本型航空公司, 2016 年南航的飞机数量几乎是两家低成本型航空公司的近 9 倍。从飞机数量的增速来看, 春秋、吉祥航空公司的增速远高于全服务型航空公司, 2006 年春秋航空公司仅有 4 架飞机, 吉祥航空公司仅有 3 架, 2018 年春秋航空飞机数量为 81 架, 年均增速 30%, 吉祥航空为 73 架, 年均增速 32%, 相比之下, 全服务型航空公司的年均增速均约为 10%。

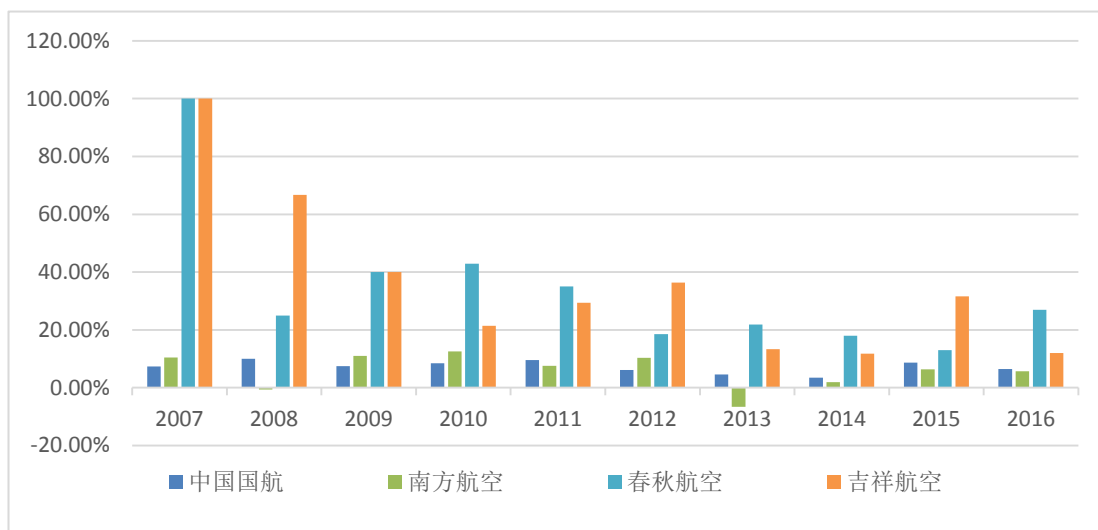
图 11 2006-2016 年航空公司飞机数量趋势图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理



图 12 2006-2016 年航空公司飞机数量增速趋势图

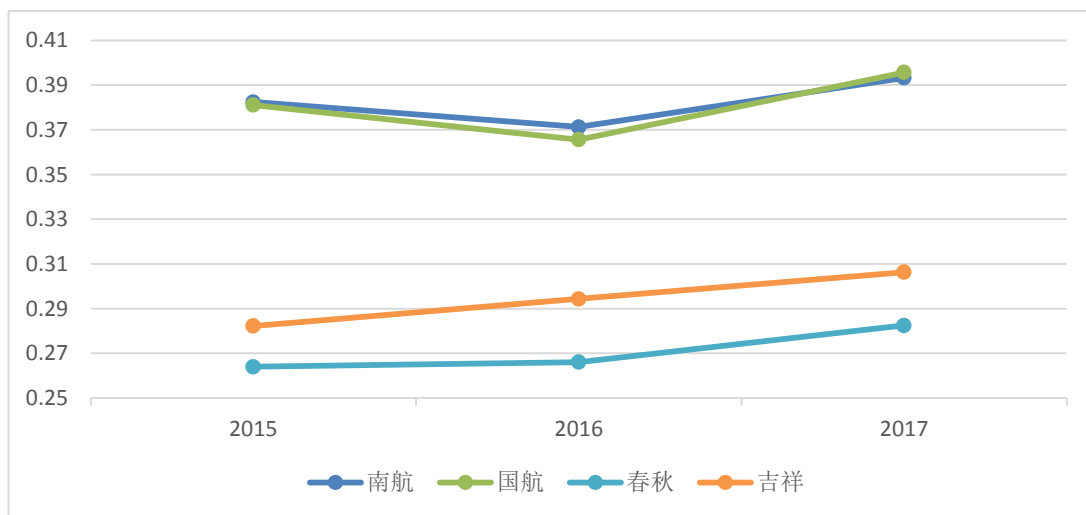


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 单位成本及收益

低成本型航空公司单位成本约为全服务型的三分之二。从可用座公里成本和客公里收益来看，国航、南航的可用座公里成本处于第一梯队，在 0.35-0.40 元之间，春秋、吉祥处于第二梯队，处于 0.2-0.3 元之间，两者差距较小，低成本型航空公司成本较低，春秋航空公司成本仅占国航及南航的 65%左右。

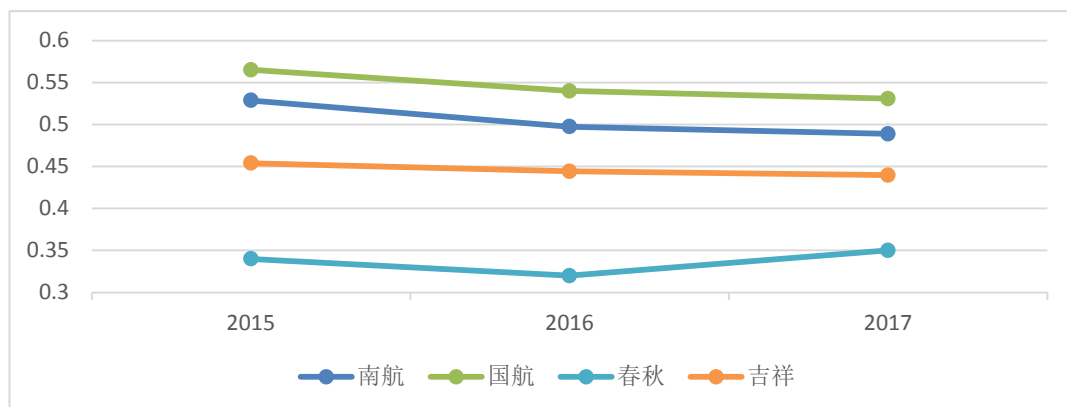
图 13 2015-2017 年航空公司可用座公里成本（元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

客公里收益方面，国航的客公里收益最高，其次是南航，而吉祥航空公司处于 0.45 上下，春秋航空公司处于 0.3-0.35 之间，相较于成本来说，两家低成本型航空公司的客公里收益差异较大。

图 14 2015-2017 年航空公司客公里收益（元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

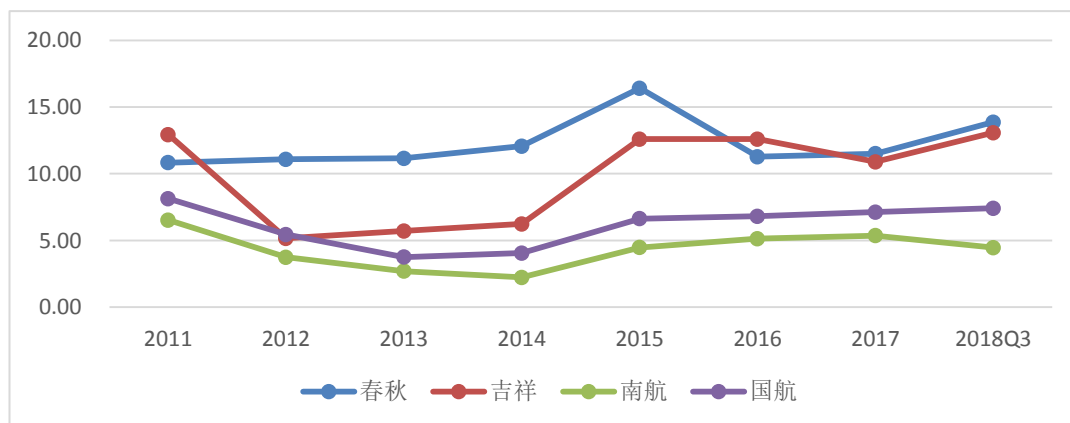
从经营数据角度来看，春秋、吉祥航空公司无论是运力水平和实际运输量来看，总量与全服务型航空公司差距较大，但近几年航空公司均在引进飞机的同时，低成本型航空公司的飞机增长率是其他航空公司的 3 倍有余，在提升运力上有较大的增长空间与潜力。同时，由于单位成本优势的存在，低成本型航空公司拥有价格优势，对顾客吸引力较大，客座率较高，运营效率高。

#### （四）财务指标对比分析：低成本型航空成长运营能力强

##### 1. 盈利能力

低成本型航空公司营业净利率高，且有上升趋势。从下图中可以看出，几家航空公司的营业净利率变化趋势较为一致，2011—2014 年呈下降趋势，2015 年营业净利率回升，在一定程度上是由于油价下跌导致航油成本的降低，近两年呈持平或小幅下降趋势。2015 年至今，春秋航空、吉祥航空营业净利率处于行业前列，超过 10%，说明两家公司盈利能力在业内处于领先地位。

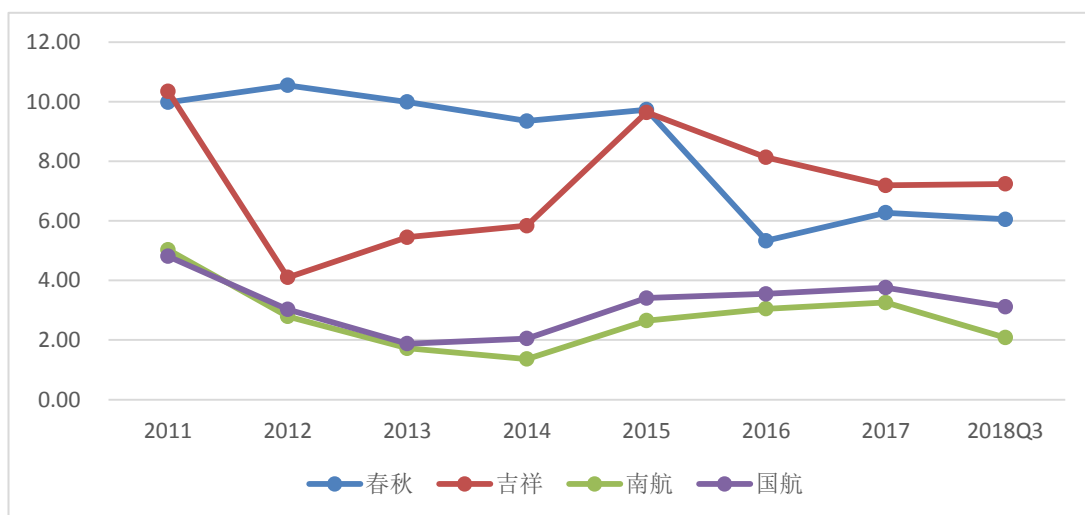
图 15 2011-2018 年第三季度航空公司营业净利率趋势图



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

低成本型航空公司资产收益率高。2015年以来，国航、南航的资产收益率小幅上升，春秋、吉祥航空随着资产规模的扩大，资产收益率降低，且下降幅度较大。2015年以前，春秋航空公司资产收益率高于吉祥航空公司，2015年以后，吉祥航空公司超过春秋航空公司，2017年两家资产收益率接近。

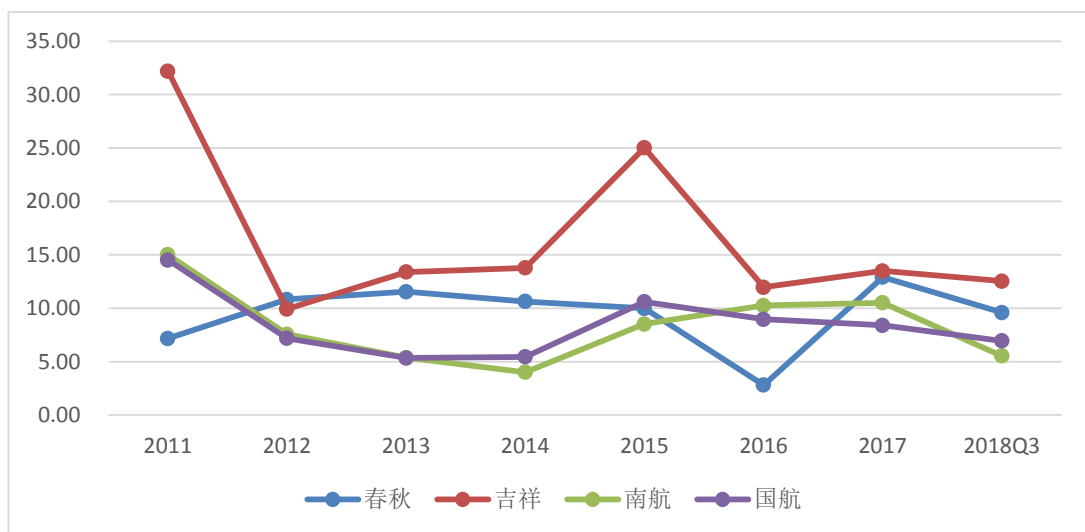
图 16 2011-2018 年第三季度航空公司资产收益率趋势图



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

低成本型航空公司扣非 ROE 高，盈利能力较强。2011-2017 年，扣除非经常性损益后净资产收益率在 2015 年达到一个高点，2015-2016 年呈下降趋势，2016-2017 年小幅上升，且春秋航空 ROE 增幅较大，达到近 10%。2011-2016 年营业净利率和资产收益率均较高的春秋航空公司在扣除非经常性损益 ROE 指标中优势不明显，但在 2017 年扣非 ROE 上升至行业领先地位。

图 17 2011-2018 年第三季度航空公司扣除非经常性损益后净资产收益率

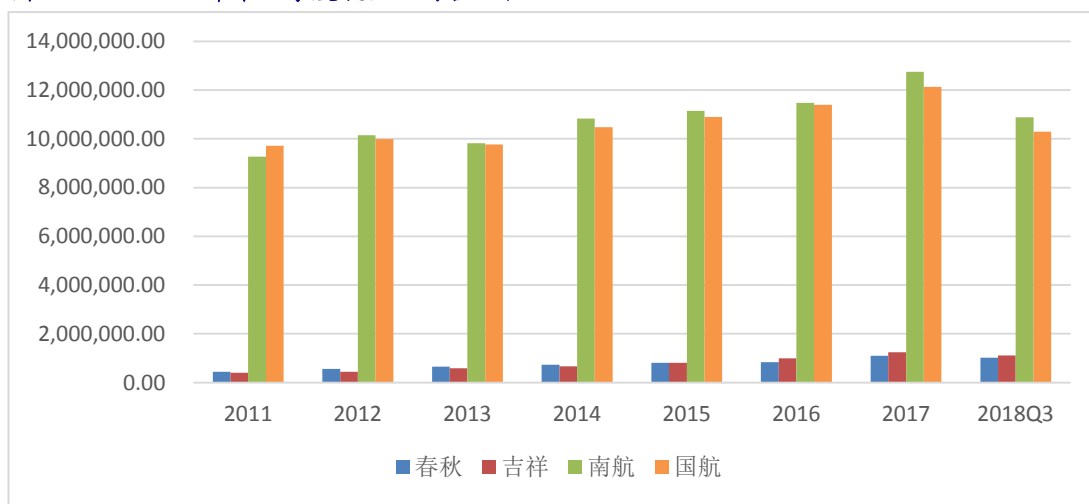


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

## 2. 成长能力

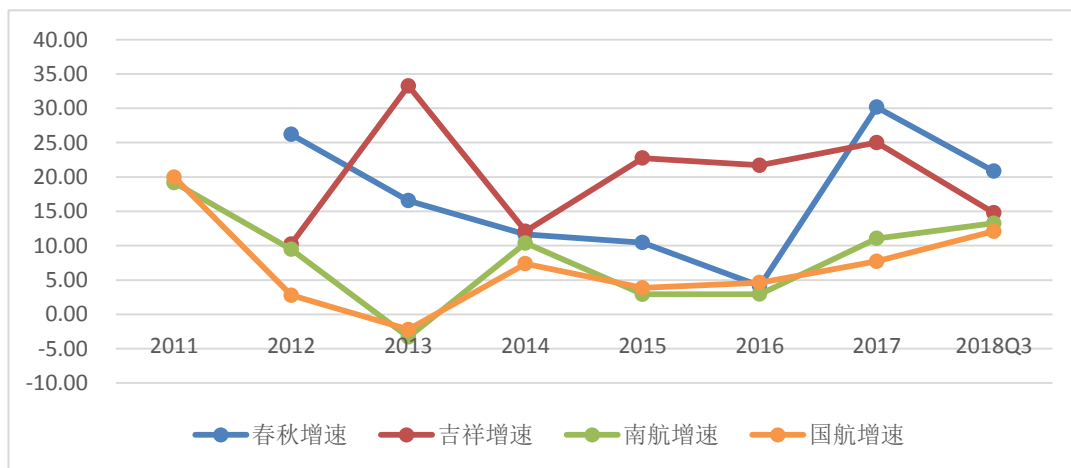
低成本型航空公司营业收入总额低，增长率较高，成长空间大。从营业收入规模来看，南航、国航收入较高，春秋、吉祥航空的营业收入总额相对较低，仅占南方航空的六分之一。四家航空公司的营业收入增长率基本均为正，南航、国航于 2013 年呈现负增长，从营业收入增速整体对比来看，近 5 年来吉祥航空的增速最高，其次是春秋航空，从这一指标来看，两家低成本型航空公司营业收入总额虽低，但营业收入增长率较高，成长能力较强。

图 18 2011-2018 年第三季度航空公司营业收入



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 19 2011-2018 年第三季度航空公司营业收入增速

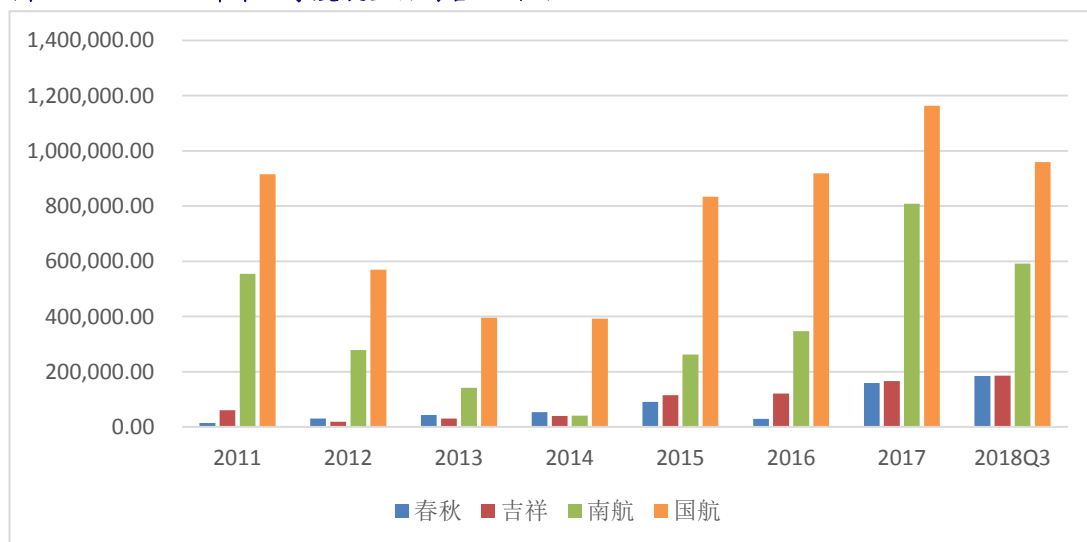


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

营业利润增长率波动较大，低成本型航空公司增长较稳定。南方航空 2015 年的营业利润增速极高，这一方面是由于 2014 年营业利润基数过小，2014 年飞行小时数同比增加造成油耗上升、外币升值产生大额汇兑损失的影响造成营业成本提升，压缩了利润空间，另一方面 2015 年客运收入的增加和航油成本的下降使得营业利润回升。春秋航空公司 2016 年呈负增长，主要

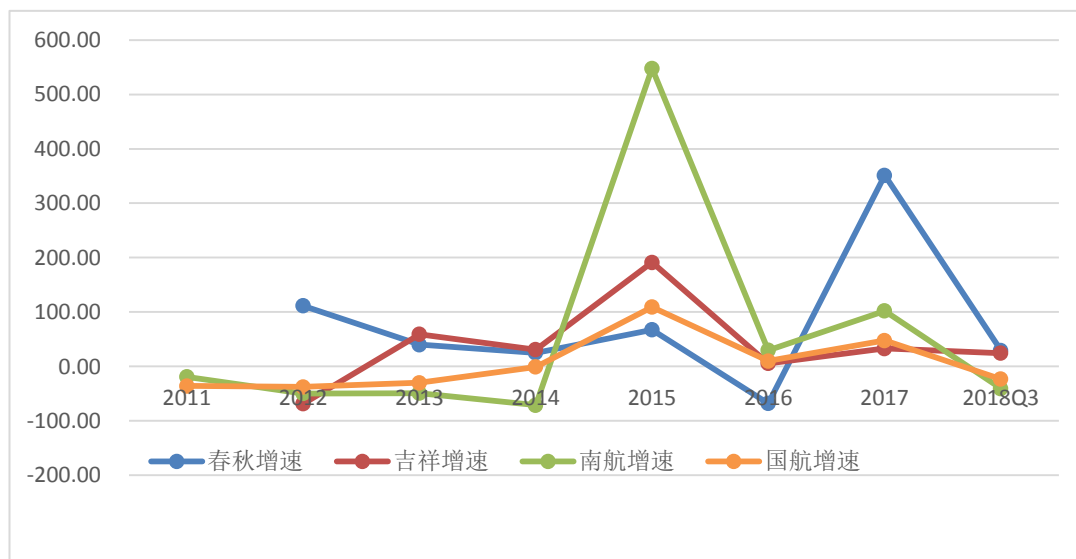
是因为营业总成本的提升，2016年6月公司发行债券，向银行借款购置飞机等情况导致财务费用较上年增长约40%，2017年由于会计准则的变更，公司将政府补助从“营业外收入”科目调整至“其他收益”，使得营业利润大幅增长了30.15%。

图 20 2011-2018 年第三季度航空公司营业利润



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

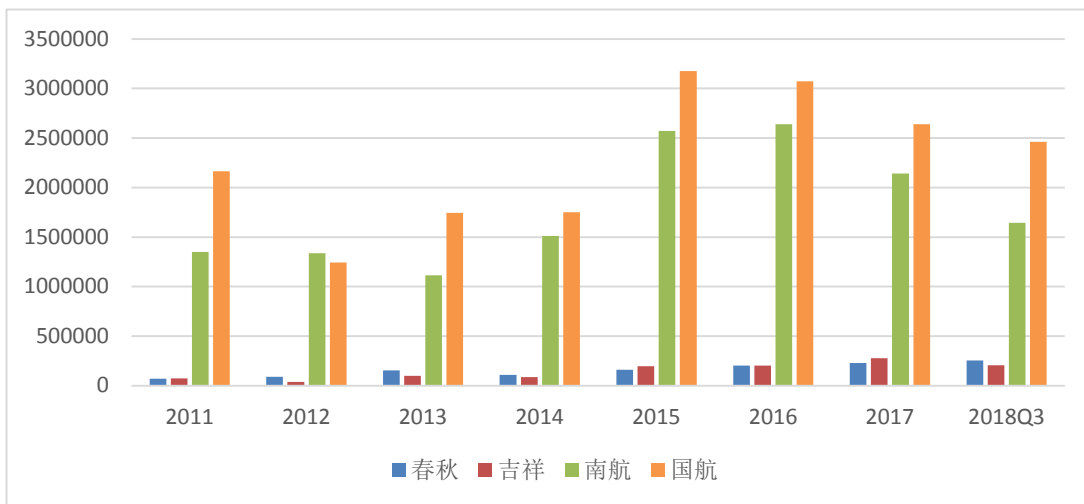
图 21 2011-2018 年第三季度航空公司营业利润增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

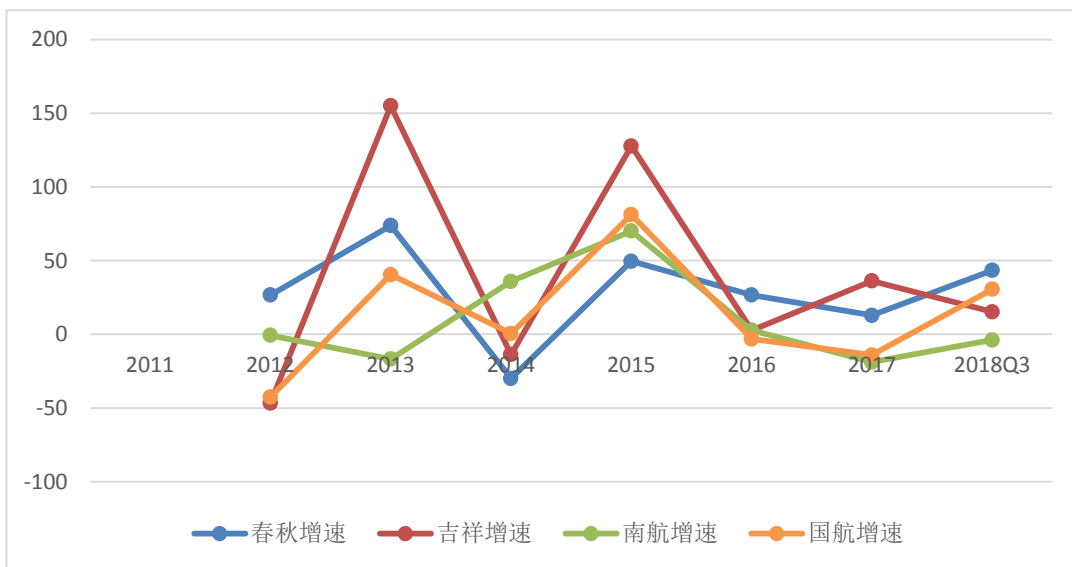
吉祥航空公司经营性现金流量增长率处于领先水平，春秋航空公司变化较稳定。2011-2017年，四家航空公司经营性现金流量均为正值，其增速在-50%至150%之间波动，2015年之前，各航空公司的经营活动净现金流量增长率趋势大不相同，但在2015年都达到了一个峰值，这是由于2015年油价的下跌使得成本支出减少。对比来说，春秋航空公司经营性现金流量增长率波动较稳定，且近三年处于较高水平。

图 22 2011-2018 年第三季度航空公司经营性现金流量



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 23 2011-2018 年第三季度航空公司经营性现金流量增速



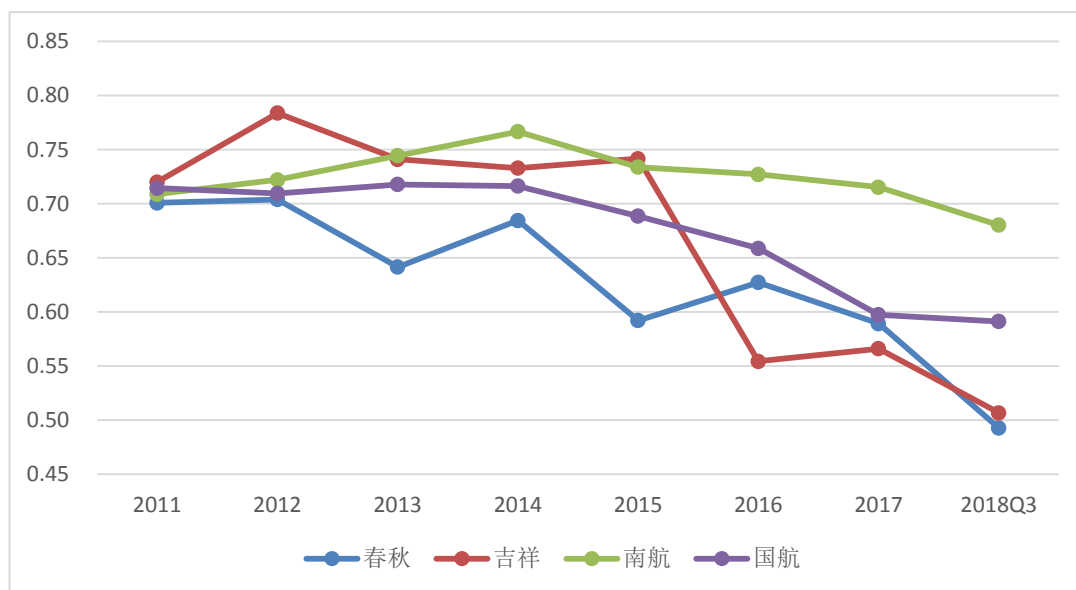
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 偿债能力

低成本型航空公司资产负债结构较合理，长期偿债能力更高。2011-2017 年四家航空公司的资产负债率较高，均在 55%以上，近年来经过对公司资本结构的调整，资产结构好转，均呈波动下降趋势。吉祥航空公司 2016 年资产负债率大幅下降。历年来春秋航空公司资产负债率较低，其次是国航，吉祥航空公司在 2016 年非公开发行股票后，2017 年资产负债率达到航空公司中最低值 57%。由此，低成本型航空公司的资产负债结构较其他几个大航空公司来说更为合理，长期偿债能力更高。



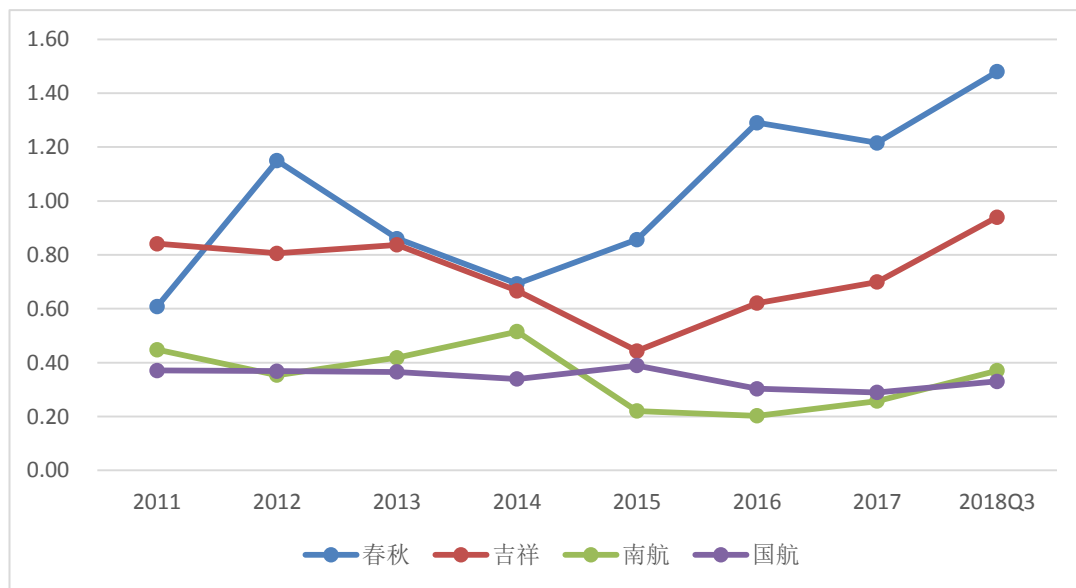
图 24 2011-2018 年第三季度航空公司资产负债率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

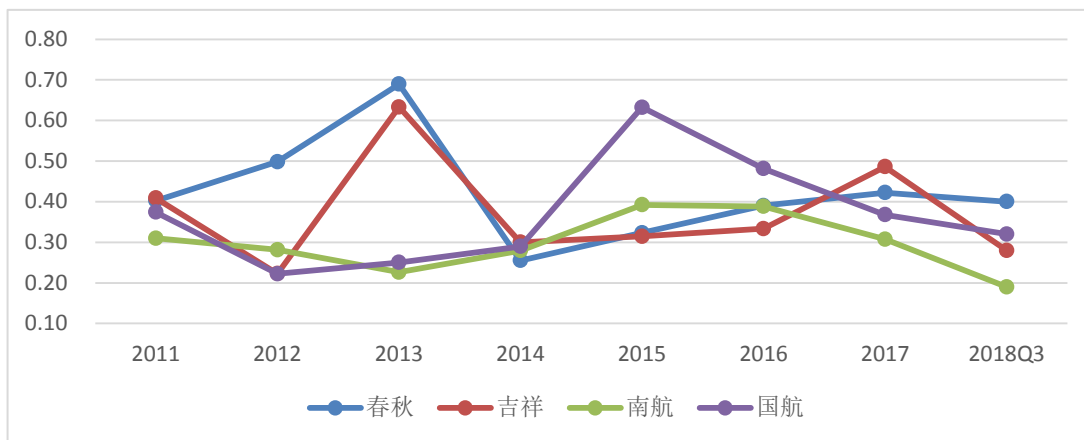
低成本型航空公司流动比率稳定居高，短期偿债能力较强。2011-2017 年，四家航空公司的流动比率大致保持平衡，变化较小，春秋、吉祥的流动比率高于南航、国航，其中春秋航空公司流动比率最高，在 0.60-1.40 之间，且近三年有上升趋势，吉祥航空居于第二位，且近三年逐年上升。由此可见，春秋、吉祥航空公司的流动比率较高且有上升趋势，短期偿债能力较强。

图 25 2011-2018 年第三季度航空公司流动比率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 26 2011-2018 年第三季度航空公司现金流量比率

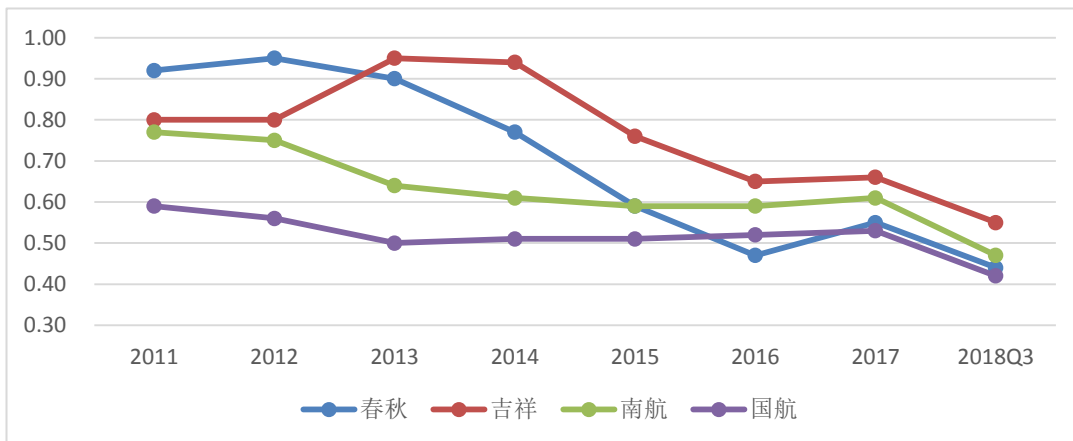


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

#### 4. 营运能力

吉祥航空公司总资产周转率高，资产利用效率最高。2011 年至今，各家航空公司的总资产周转率波动下降，航空公司的资产中固定资产占比最高（40%-72%），固定资产主要为飞机及飞行设备，在经济不断发展中，人们不管公务还是旅游出行次数都逐年增长，据 2017 年民航统计年报来看，旅客周转量逐年增长，需求增长带动供应增长，各家航空公司飞机持有量逐年增加，因此总资产周转率逐年降低，航空公司的营运能力和运营效率并不高。对比来看，近 5 年，吉祥航空公司总资产周转率最高，资产利用效率最高。

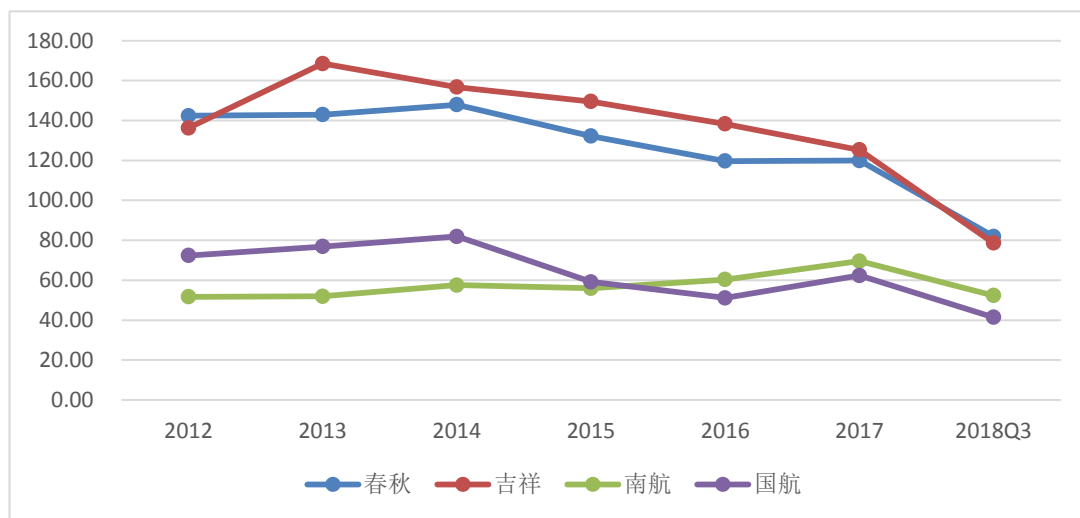
图 27 2011-2018 年第三季度航空公司总资产周转率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

低成本型航空公司存货周转率较高，存货营运能力较高。从存货周转率来看，吉祥、春秋航空公司远远高于南航和国航，吉祥航空的营运能力最佳。年报中显示，航空公司的存货主要是机上航材消耗件。各家航空公司存货周转率年度间变化较为稳定，南航、国航的存货周转率在 40-100 之间，而两家低成本型航空公司即吉祥、春秋航空公司的存货周转率最高，处于 130-200 之间。

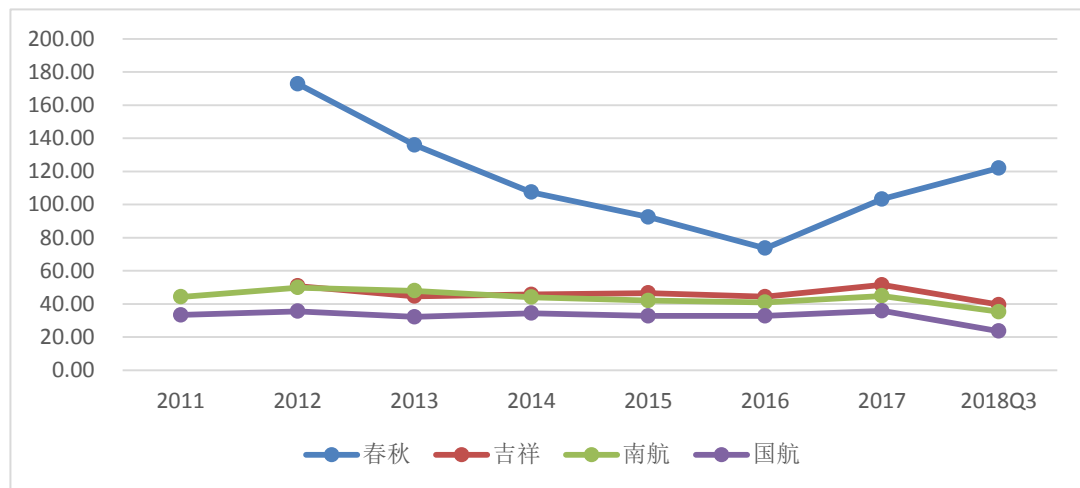
图 28 2011-2018 年第三季度航空公司存货周转率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

**春秋航空公司应收账款周转率稳定居高，应收账款营运能力佳。**春秋航空公司的应收账款周转率远高于其他航空公司，分布在 70-180 之间，原因是春秋航空的应收账款远低于其他航空公司，虽 2012-2016 年逐年下降，但 2017 年增长。其他四家航空公司分布在 20 到 60 之间，2016 年之前，各家航空公司排序为吉祥、南航、国航。2017 年吉祥最高，南航其次，国航较低。总体来看，基于应收账款周转率指标，春秋航空的营运能力在同业处于较高水平。

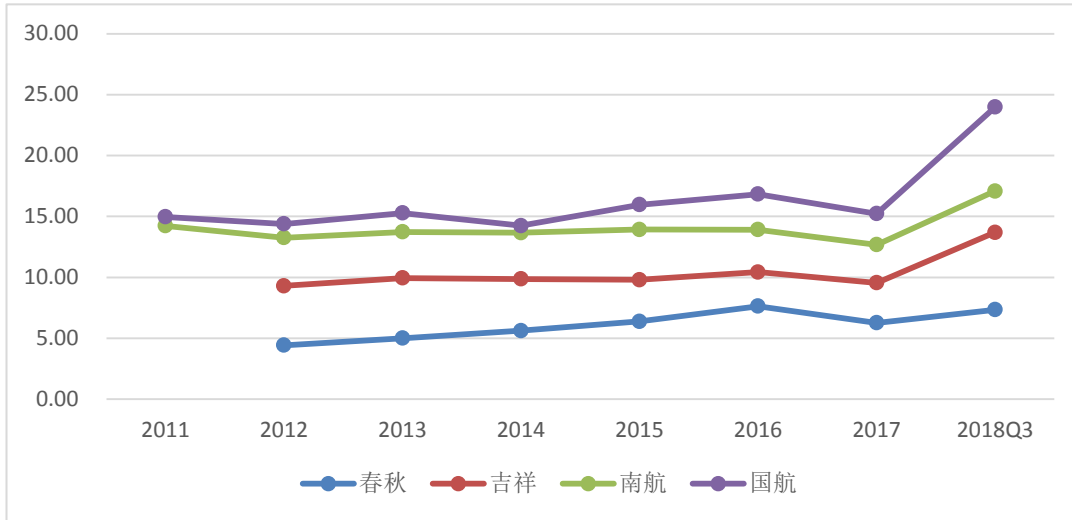
图 29 2011-2018 年第三季度航空公司应收账款周转率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

**低成本型航空公司营业周期短，总体营运能力较好。**春秋航空的营业周期最短，2017 年来有下降趋势，说明营运能力仍在增强。国航和南航的营业周期较相近，均在 15 天上下波动。2017 年，四家航空公司的营业周期差距减小。春秋和吉祥航空公司的营业周期平稳变化，且 2017 年以来有下降趋势，2017 年春秋、吉祥的营业周期最低，说明对应收账款和存货的总体管理能力较好且变化较为稳定。

图 30 2011-2018 年第三季度航空公司营业周期



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

基于以上分析,从盈利能力来看,两家低成本型航空公司春秋航空和吉祥航空营业净利率处于行业前列,超过 10%,资产收益率、扣除非经常性损益净资产收益率均大于全服务型航空公司,盈利能力在航空行业中处于领先地位。

从成长能力来看,低成本型航空公司营业收入总额虽低,但营业收入增长率较高,在营业利润受到油价波动影响较大的情况下,吉祥航空公司营业利润增速较稳定,且其经营性现金流量增速相较其他航空公司来说最高,公司资金流动性较高,成长能力较好。

从偿债能力来看,低成本型航空公司的资产负债结构较其他几个大航空公司来说更为合理,长期偿债能力更高,流动比率较高且有上升趋势,且 2017 年,在其他航空公司现金流量比率均下降的情况下,吉祥、春秋航空的现金比率上升,可见低成本型航空公司的现金灵活度更高,短期偿债能力更高。

从营运能力来看,两家低成本型航空公司的总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率高,营业周期低,对应收账款和存货的总体管理能力较好且变化较为稳定,营运能力效率高。

投资建议方面,建议重点关注低成本型航空公司春秋航空(601021.SH)和吉祥航空(603885.SH)。

### 三、重点推荐组合

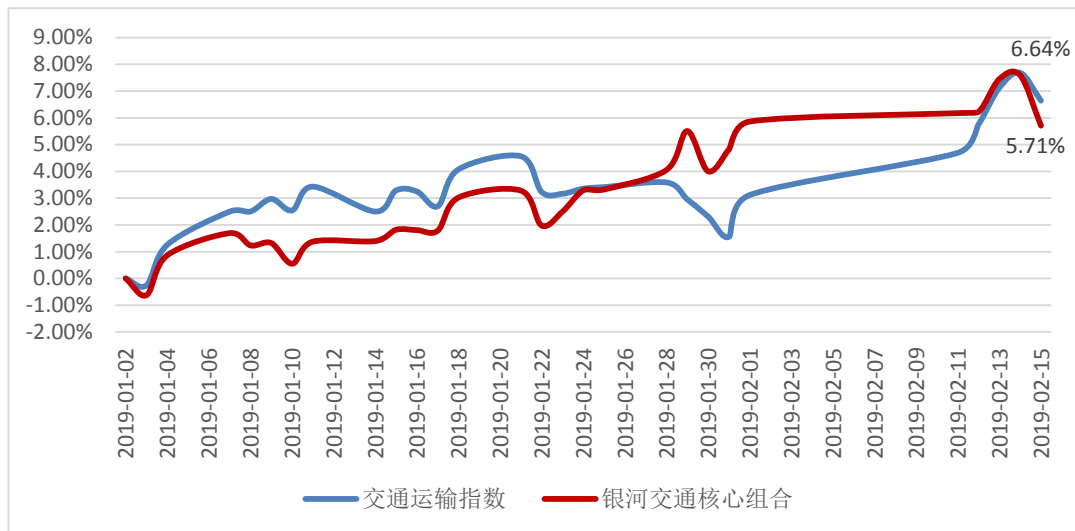
表 2 投资组合建议(截止 2019 年 2 月 15 日)

证券代码	证券简称	加入组合时间	周涨幅	累计涨幅
601006.SH	大秦铁路	2019/1/2	-2.76%	3.30%
001965.SZ	招商公路	2019/1/2	0.60%	5.44%
000089.SZ	深圳机场	2019/1/2	1.72%	8.39%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理(组合个股权重均等)

2019年银河证券交通运输团队进一步优化推荐组合，建立组合时间为2019年1月2日，并动态评估组合收益水平。2019年1-2月重点推荐组合为铁公机组合，分别为大秦铁路（601006.SH）、招商公路（001965.SZ）、深圳机场（000089.SZ）。

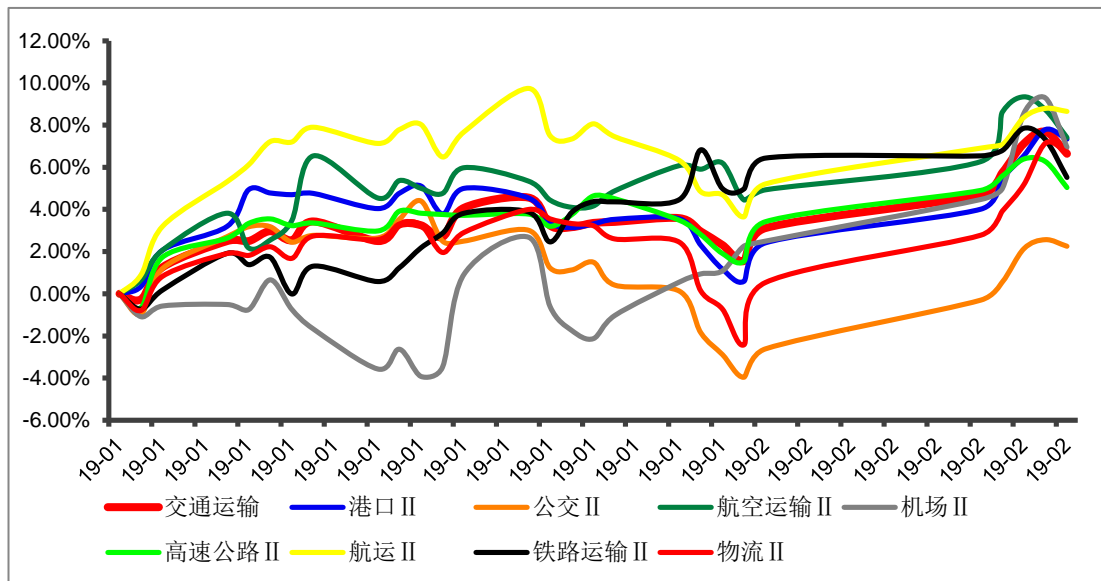
图 31 核心组合推荐以来表现情况（2019/01/01-2019/02/15）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

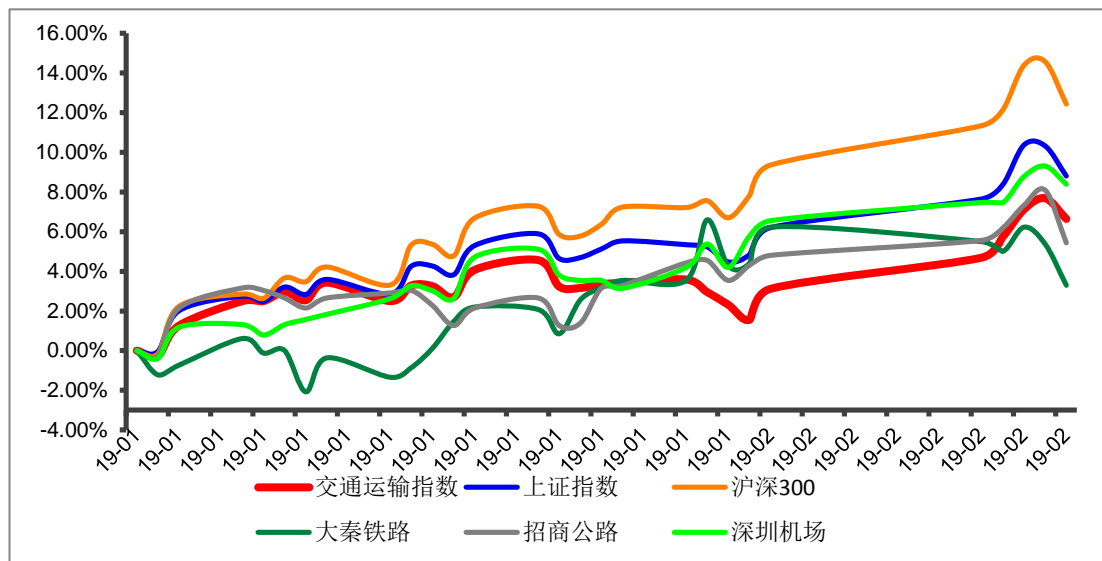
进入2019年以来，交通运输行业指数和银河交通核心组合总体表现出上涨态势。截止2019年2月15日，交通运输行业指数累计上涨6.64%，银河交通核心组合上涨5.71%。银河交通核心组合跑赢了行业指数的主要原因是组合里不包含航运、航空、港口标的，其中航运标的在2019年1月中下旬在波动中具有一个理想的涨幅，累计增幅8.65%，航空和港口累计涨幅为7.41%和7.33%，都高于行业指数上涨幅度。

图 32 交通运输各子行业表现情况（2019/01/01-2019/02/15）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 33 核心组合标的推荐以来表现情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

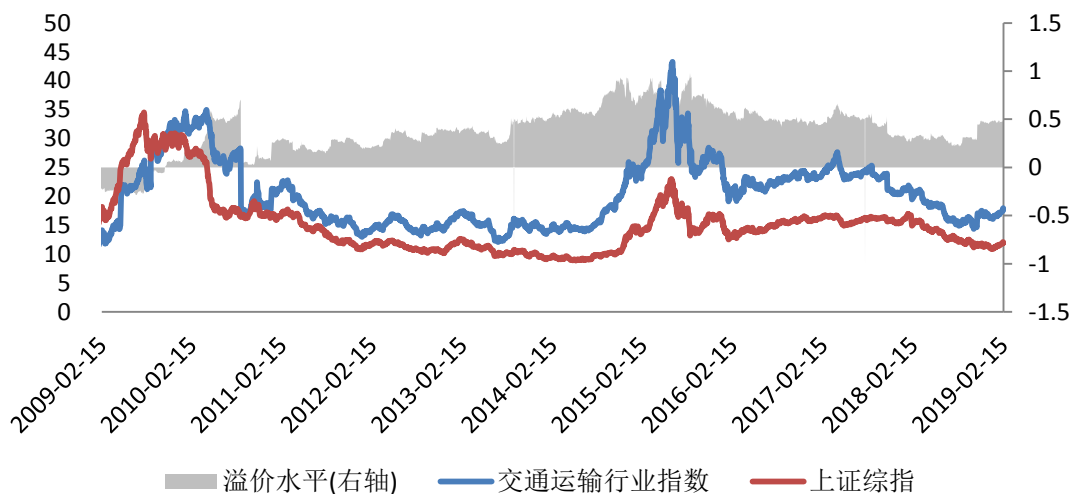
核心组合标的方面，截止 2 月 15 日，深圳机场（000089.SZ）表现相对好一些，累计增幅 8.39%，招商公路（001965.SZ）累计增幅 5.44%，大秦铁路（601006.SH）累计增幅 3.30%。

#### 四、国内外行业及公司估值情况

##### 1. 国内交通运输行业估值及溢价分析

截止 2019 年 2 月 15 日交通运输行业市盈率为 17.76 倍（TTM 整体法，剔除负值），上证综指为 11.91 倍。交通运输行业相对于上证综指的溢价水平为 149.1%。受中美贸易谈判阶段进展、国内刺激政策等利好因素影响，进入 2019 年交通运输行业估值有所回调。

图 34 国内外交通运输行业估值及对比及溢价情况



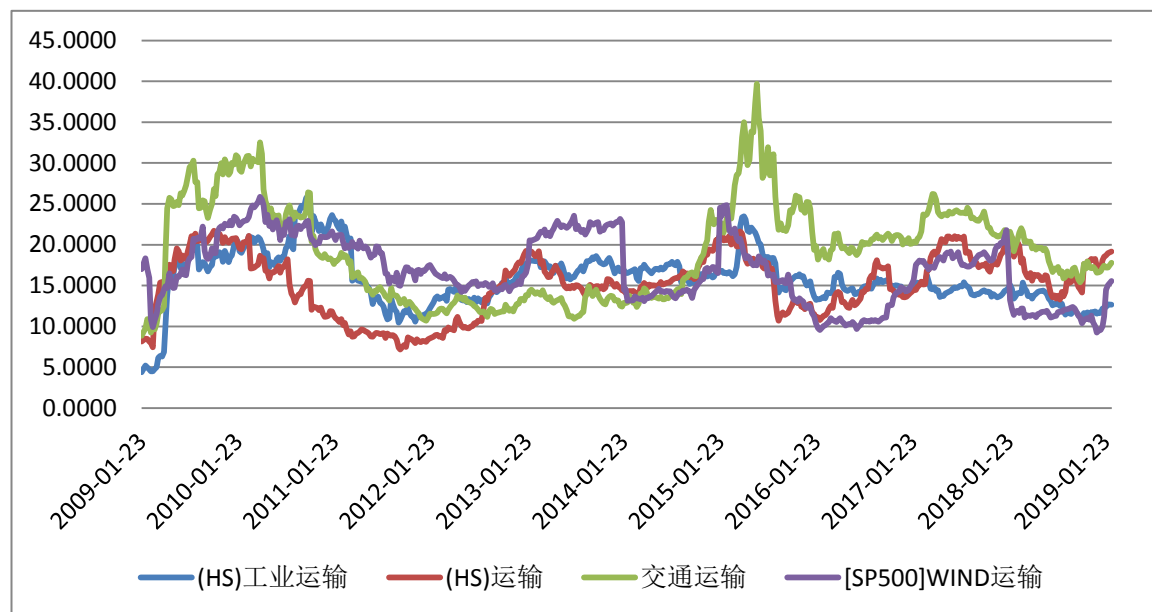
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



## 2.与国外（境外）估值比较

我们选择[HS]工业运输指数、[HS]运输指数、[SP500]WIND 运输指数与交通运输指数进行对比，截止 2019 年 2 月 15 日，分别为 12.68 倍、19.16 倍、15.58 倍和 17.81 倍。进入 2019 年各交通运输行业估值逐步回调，美股估值上涨显著，港股消费类交通指数大幅上涨，A 股交通运输行业估值水平有所回升。

图 35 国内外交通运输行业估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 3.国内外交通运输行业重点公司分析比较

表 3 美股交通运输行业（航空公司）重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿美元；截止 2019.2.15）

序号	证券代码	证券简称	子行业	营业收入同比增速 (%)		净利润同比增速 (%)		市值 (亿美元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股收益 (EPS)
				2018Q3	2017Y	2018Q3	2017Y				
1	DAL.N	达美航空	航空公司	9.01	4.05	-0.79	-18.20	350.21	8.90	2.56	5.74
2	LUV.N	西南航空	航空公司	2.35	3.65	12.48	55.44	318.90	12.94	3.24	4.46
3	AAL.O	美国航空	航空公司	4.97	5.04	-41.34	-28.29	161.43	11.43	-95.52	3.07
4	ALK.N	阿拉斯加航空	航空公司	4.17	33.75	-35.81	27.03	81.77	18.71	2.18	3.54
5	ZNH.N	南方航空	航空公司	13.27	11.10	-40.78	18.18	88.23	19.67	1.15	0.25
6	JBLU.O	捷蓝航空	航空公司	8.30	5.78	-95.96	51.12	54.74	29.12	1.13	0.62
7	CPA.N	科帕控股	航空公司	9.42	13.76	-7.86	13.42	38.54	43.74	2.09	2.09
8	SKYW.O	西空航空	航空公司	0.46	2.66	53.45	365.44	28.90	5.74	1.65	9.70
9	SAVE.N	SPIRIT AIRLINES	航空公司	24.21	14.03	-62.52	58.79	42.14	13.41	2.37	4.60
10	ALGT.O	忠实航空	航空公司	11.56	10.34	7.08	-11.24	22.50	11.09	4.11	12.55
11	HA.O	夏威夷控股	航空公司	6.51	10.00	5.03	54.63	15.31	4.10	1.58	7.72

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**表 4 港股交通运输行业（航空公司）重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿港元；截止 2019.2.15）**

序号	证券代码	证券简称	子行业	营业收入同比增速		净利润同比增速		市值 (亿港元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股 收益 (EPS)
				(%)		(%)					
				2018Q3	2017Y	2018Q3	2017Y				
1	0753.HK	中国国航	航空公司	12.18	7.53	-16.20	6.39	1131.48	16.87	1.10	0.41
2	1055.HK	中国南方航空股份	航空公司	13.27	11.10	-40.78	18.18	688.19	19.62	1.15	0.25
3	0293.HK	国泰航空	航空公司	0.00	4.89	0.00	-118.96	474.42	89.68	0.78	0.13

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**表 5 A 股航空运输行业重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿人民币元；截止 2019.2.15）**

序号	证券代码	证券简称	子行业	收入同比增速		净利润同比增速 (%)		市值 (亿元)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)	每股 收益 (EPS)
				(%)		(%)					
				2018Q3	2017Y	2018Q3	2017Y				
1	601111.SH	中国国航	航空运输 II	12.09	7.71	-20.50	11.26	1,214.27	20.58	1.29	0.41
2	600029.SH	南方航空	航空运输 II	13.27	11.05	-40.84	16.03	883.24	29.06	1.33	0.25
3	601021.SH	春秋航空	航空运输 II	20.85	30.15	18.89	32.73	301.57	20.29	2.28	1.62
4	600221.SH	海航控股	航空运输 II	15.88	47.26	-76.75	13.83	327.72	25.32	0.63	0.08
5	603885.SH	吉祥航空	航空运输 II	14.79	25.01	14.25	8.17	226.42	14.93	2.34	0.84
6	002928.SZ	华夏航空	航空运输 II	26.07	35.17	-38.58	8.53	73.61	29.45	3.55	0.62
7	000099.SZ	中信海直	航空运输 II	11.19	8.35	7.93	6.56	40.24	42.36	1.33	0.16

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

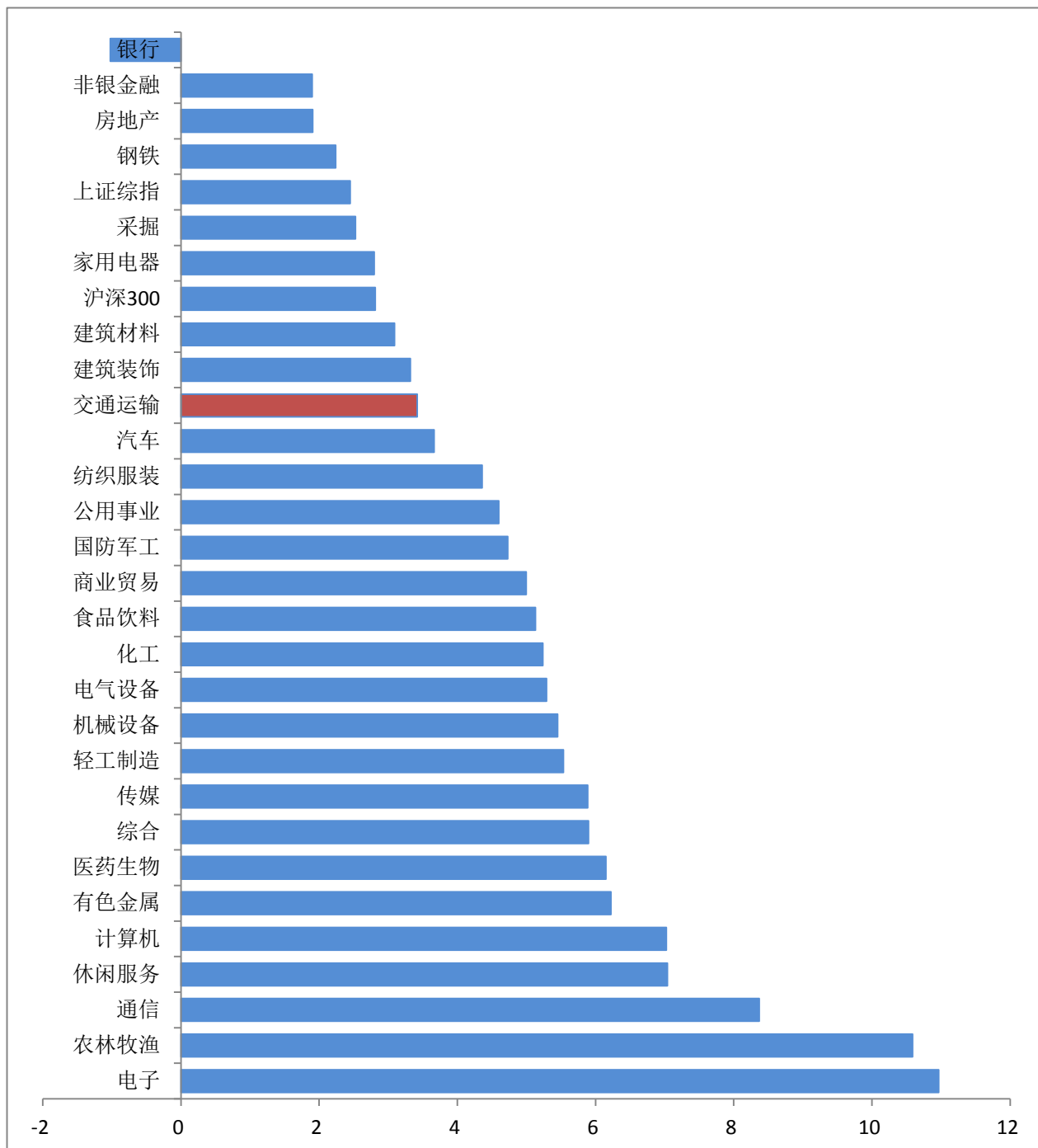
## 五、风险提示

交通运输需求下滑风险，法规政策和安全运营的风险。

## 附录

### 行业跟踪-行业行情

图 36 交通运输行业与其他行业行情情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 插图目录

图 1 中国民航旅客周转量和 GDP 趋势图.....	2
图 2 2006-2017 年我国民航旅客周转量变化及增幅情况.....	3
图 3 主要经济体人均乘机次数与 GDP 相关性.....	3
图 4 中美人均年乘坐飞机次数对比.....	4
图 5 中国民航业营业收入和利润变化情况.....	4
图 6 交通运输子行业营业收入增幅变化及预测.....	5
图 7 交通运输子行业净利润增幅变化及预测.....	5
图 8 2015-2018 年航空公司可用座公里趋势图（百万）.....	6
图 9 2015-2018 年航空公司收入客公里趋势图（百万）.....	6
图 10 2015-2018 年航空公司客座率趋势图.....	7
图 11 2006-2016 年航空公司飞机数量趋势图.....	7
图 12 2006-2016 年航空公司飞机数量增速趋势图.....	8
图 13 2015-2017 年航空公司可用座公里成本（元）.....	8
图 14 2015-2017 年航空公司客公里收益（元）.....	9
图 15 2011-2018 年第三季度航空公司营业净利率趋势图.....	9
图 16 2011-2018 年第三季度航空公司资产收益率趋势图.....	10
图 17 2011-2018 年第三季度航空公司扣除非经常性损益后净资产收益率.....	10
图 18 2011-2018 年第三季度航空公司营业收入.....	11
图 19 2011-2018 年第三季度航空公司营业收入增速.....	11
图 20 2011-2018 年第三季度航空公司营业利润.....	12
图 21 2011-2018 年第三季度航空公司营业利润增速.....	12
图 22 2011-2018 年第三季度航空公司经营性现金流量.....	13
图 23 2011-2018 年第三季度航空公司经营性现金流量增速.....	13
图 24 2011-2018 年第三季度航空公司资产负债率.....	14
图 25 2011-2018 年第三季度航空公司流动比率.....	14
图 26 2011-2018 年第三季度航空公司现金流量比率.....	15
图 27 2011-2018 年第三季度航空公司总资产周转率.....	15
图 28 2011-2018 年第三季度航空公司存货周转率.....	16
图 29 2011-2018 年第三季度航空公司应收账款周转率.....	16
图 30 2011-2018 年第三季度航空公司营业周期.....	17
图 31 核心组合推荐以来表现情况（2019/01/01-2019/02/15）.....	18
图 32 交通运输各子行业表现情况（2019/01/01-2019/02/15）.....	18
图 33 核心组合标的推荐以来表现情况.....	19
图 34 国内外交通运输行业估值及对比及溢价情况.....	19
图 35 国内外交通运输行业估值对比.....	20
图 36 交通运输行业与其他行业行情情况.....	22

## 表格目录

表 1 热点事件及分析.....	2
表 2 投资组合建议（截止 2019 年 2 月 15 日） .....	17
表 3 美股交通运输行业（航空公司）重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿美元；截止 2019.2.15） .....	20
表 4 港股交通运输行业（航空公司）重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿港元；截止 2019.2.15） .....	21
表 5 A 股航空运输行业重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿人民币元；截止 2019.2.15） .....	21

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**刘兰程，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：尚薇 010-83574522 [shangwei@chinastock.com.cn](mailto:shangwei@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：舒英婷 010-66561317 [shuyingting@chinastock.com.cn](mailto:shuyingting@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)