

航空运输行业深度研究报告

展望航空股起飞之势：平稳需求+有利油汇+业绩预期升温有望推动股价持续上行

推荐（维持）

- 近日三大航 A+H 股不同程度反弹，我们认为 2018 年遭遇油汇双杀而超跌的航空股，在 19 年外部较为友好环境下，存在补涨基础（1 月月报总结交运行情：超跌+流量+预期修复），逐一分析需求、油价、汇率、业绩，我们认为 10% 的平稳需求构成支撑，油价映射短期钝化（同比下降成基本共识），汇率（预期）变化会成为催化，真正随着业绩预期逐步升温，或将推动股价持续上行。
- **平稳需求为支撑：1 月错峰下国际线超预期，春运前 32 天累计增速 10.4%，预计全年维持两位数增速。** 1) 2019 年市场对航空股的担心集中于需求，此前报告我们多因素对比 2012 年，认为可维持 10% 的旅客人数增速。2) 春运前 32 天累计增速 10.4%，各种交通运输方式下最快，春运对全年有一定的指引。3) 1 月行业在春运错峰下旅客增速 14.9%，其中国际线 22% 增速，客座率大幅提升超预期，随着汇率企稳以及中美谈判进展，国际线或持续高光表现。
- **油汇减负为驱动：参考 14H2-15H1。** 我们总结 15H1 行情为油价大跌+供需小幅改善推动，当前有相似之处。1) **Q1 油价压力下降已明确，全年减负或更高：**我们预计 Q1 燃油价格同比下降 4.7%。若全年均价维持该水平则下降 12%。全年依靠油价下跌带来的贡献为国航 35 亿、东航 31 亿、南航 40 亿元。2) **汇率或带来大幅边际贡献。** 我们测算 18 年三大航汇兑损失影响净利在 16-20 亿元左右。以中间价 6.71 算，今年升值 2.2% 带来利润贡献国航 5.3 亿、东航 5.2 亿，南航 6.6 亿元。假设全年汇率为当前水平，则带来边际利润贡献（减少财务费用）为国航 22.5、东航 21.2、南航 23.1 亿元。3) **综合油、汇以及燃油附加费影响，带来边际利润增厚：国航 50，东航 43，南航 52 亿元（18 年利润预计为 65、29 及 29 亿元），减负程度可比 15 年。** 4) **关于经租进表对汇率影响的讨论：**根据准则要求 19 年经租飞机将进表，因公司大部分租金美元支付，或增加美元负债规模，加大汇率敏感性。我们做不同情境测算：**a) 最大理论影响值：**对所有合同未来约定支付租金进行折现，**b) 航空公司有多种方式调节降低美元敞口：**存量经租飞机在保税区设立 SPV 架构；新引进飞机可将购买权更替予租赁公司并以人民币支付租金；采用短约替换长约，如将长期改为 1 年或以内合约；用人民币替换美元，或到期不续租。**综上测算理论影响各公司汇率敏感性为：波动 1%，影响国航 2.78-4.97 亿，南航：3.6-7.1 亿，东航：2.6-3.76 亿元。（截止 18 年中报对应敏感性为影响国航净利 2.35 亿，东航 2.32 亿，南航 2.97 亿元）。**
- **业绩预期升温料将推动股价强劲上行。** 1) **保守角度假设座收无增长，单位非油成本不下降，当前（油价 62 美元，人民币 6.71）国航、东航、南航 19 年可实现利润 115、72 及 82 亿元（同比增长 78%、150% 及 178%），对应 PE11.9、11.3 及 11.8 倍；中性组合（油价 70 美元，汇率 6.86）下对应 PE15-18 倍。** 2) 我们判断全年客座率持平，票价在连续价格市场化下旺季更释放弹性，座收提升 1%，三大航将带来 8-10 亿元的利润，因此小幅座收上升或单位扣油成本下降，都将使三大航 PE 仅 10 倍附近。3) 我们维持盈利预测：国航、东航、南航 19 年净利分别为 112、79 及 82 亿元，对应 PE12、10.4 及 11.7 倍，当前存在补涨基础的航空股有望迎来一轮涨势：即“平稳的需求+有利油汇”推动业绩明显增长，“业绩预期逐步升温”推动股价持续上行。维持“强推”评级。
- **风险提示：**油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

重点公司盈利预测、估值及投资评级（不考虑拟增发摊薄）

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中国国航	9.44	0.45	0.77	0.88	20.98	12.26	10.73	1.46	强推
东方航空	5.59	0.2	0.54	0.71	27.95	10.35	7.87	1.40	强推
南方航空	7.85	0.24	0.67	0.93	32.71	11.72	8.44	1.45	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 02 月 22 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	8	0.22
总市值(亿元)	4,147.16	0.74
流通市值(亿元)	2,918.3	0.72

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	9.44	20.21	-17.69
相对表现	-1.06	14.4	-6.42



相关研究报告

《底线思维看需求：或可类比 2012；驱动因素看股价：或可参考 2015——如何看待 2019 年航空业发展及航空股投资机会》

2019-01-13

《航空运输 12 月数据点评：客座率较 11 月改善，国际继续好于国内，底线思维看需求：或可类比 2012；驱动因素看股价：或可参考 2015》

2019-01-15

《航空运输 1 月数据点评：春运错峰致 1 月客座率同比提升，国际线表现超预期》

2019-02-17

目 录

一、展望航空股起飞之势：平稳需求+有利油汇+业绩预期升温有望推动股价上行.....	4
（一）平稳需求为支撑：1月国际线超预期，春运前32天累计增速10.4%，预计全年维持两位数增速.....	4
1、民航局目标：两位数增长.....	4
2、春运前32天：航空增速10.4%仍居首.....	4
3、1月错峰高增速：国际线超预期成亮点.....	6
（二）油汇减负为驱动：参考2014-15H1.....	9
1、有利油汇环境将切实推动成本减负.....	9
2、关于经租进表对汇率影响的讨论.....	12
（三）业绩预期升温料将推动股价持续上行.....	14
二、如何看待2019年航空业发展.....	15
三、投资建议.....	17
四、风险提示.....	18

图表目录

图表 1	民航局对需求预期	4
图表 2	2019 春运各交通运输方式下增速	5
图表 3	2019 春运各交通运输方式下增速	5
图表 4	春运增速与全年航空指引	6
图表 5	2019 年 1 月航空公司客座率表现	7
图表 6	东方航空客座率	7
图表 7	南方航空客座率	8
图表 8	中国国航客座率	8
图表 9	南航国内客座率	8
图表 10	南航国际客座率	8
图表 11	14Q3-15Q2 利润单季度增速	9
图表 12	14Q3-15Q2 单季度股价涨幅	9
图表 13	三大航 14-15 年数据情况	9
图表 14	17Q1-19Q4 国内综采成本同比增速	10
图表 15	17Q1-19Q4 布油同比增速	10
图表 16	航空公司汇率敏感性测算	11
图表 17	航空公司汇率敏感性测算	11
图表 18	2018 年 H1 三大航经营租赁最低应付租金 (百万)	12
图表 19	三大航经营租赁租金折现结果 (亿元)	12
图表 20	新敏感性测算 (亿元)	13
图表 21	新敏感性下汇率波动对三大航业绩贡献	13
图表 22	航空公司敏感性测算	15
图表 23	达美南航单机营收差距分布 (示意图)	15
图表 24	航空公司 2017 年缴纳民航发展基金	17
图表 25	达美辅助收入	17

一、展望航空股起飞之势：平稳需求+有利油汇+业绩预期升温有望推动股价上行

近日三大航 A+H 股不同程度反弹，我们认为 2018 年遭遇油汇双杀而超跌的航空股，在 19 年外部较为友好环境下，存在补涨基础（1 月月报总结交运行情：超跌+流量+预期修复），逐一分析需求、油价、汇率、业绩，我们认为 10% 的平稳需求构成支撑，油价映射短期钝化（同比下降成基本共识），汇率（预期）变化会成为催化，真正随着业绩预期逐步升温，或将推动股价持续上行。

（一）平稳需求为支撑：1 月国际线超预期，春运前 32 天累计增速 10.4%，预计全年维持两位数增速。

1、民航局目标：两位数增长

2019 年，市场对航空公司的担心集中于需求，我们此前报告从宏观经济背景、行业竞争背景、行业供给情况等多因素对比 2012 年，认为 2019 年可维持 10% 的旅客人数增速。

民航局 2019 年行业发展预期目标：旅客运输量 6.8 亿人次，同比增长 11%；12-18 年，仅 2012 及 2018 年实际旅客人数低于预期目标（均为-0.3%），其余年份均高于预期目标。同比增速指引上，两次低于预期的年份里，民航局预期目标为 12 月制定，对当前统计人数尚未完全。（如 2018 年民航局预算为 17 年 12 月制定，当时对 17 年预计人数为 5.49 亿人次，实际为 5.52 亿人次，按照 5.52 亿人次看 18 年目标，增速为 10.9%，与实际基本一致；同样 2012 年民航局预算为 11 年 12 月制定，当时对 2011 年预计人数为 2.9 亿人次，实际为 2.93 亿人次，照此看 12 年目标为增速 9.2%，与实际 8.9% 增速差异不大。）

同时参考：

1) 民航局战略规划：“到 2020 年，中国人均乘机次数达到 0.47 次；到 2030 年，人均乘机次数达到 1 次，旅客运输量达到 15 亿人次”。相当于未来十年保持年均 10% 左右的增长速度。

2) 从中美航空需求与 GDP 的系数来看，我国航空业维持 1.5-2 的比例关系是大概率事件，在 GDP 不低于 6 的情况下，两位数增长可持续。

图表 1 民航局对需求预期

(亿人次)	预期		实际		实际比预期	
	旅客人数	同比	旅客人数	同比	实际旅客人数/预期	实际增速-预期
2019E	6.8	11.0%				
2018	6.12	11.4%	6.1	10.9%	-0.3%	-0.5%
2017	5.36	10.8%	5.52	13.0%	2.9%	2.2%
2016	4.85	10.7%	4.88	11.0%	0.6%	0.3%
2015	4.3	10.0%	4.36	11.3%	1.4%	1.3%
2014	3.9	10.5%	3.92	10.7%	0.5%	0.2%
2013	3.5	9.4%	3.54	10.8%	1.1%	1.4%
2012	3.2	10.3%	3.19	8.9%	-0.3%	-1.4%

资料来源：民航局、华创证券

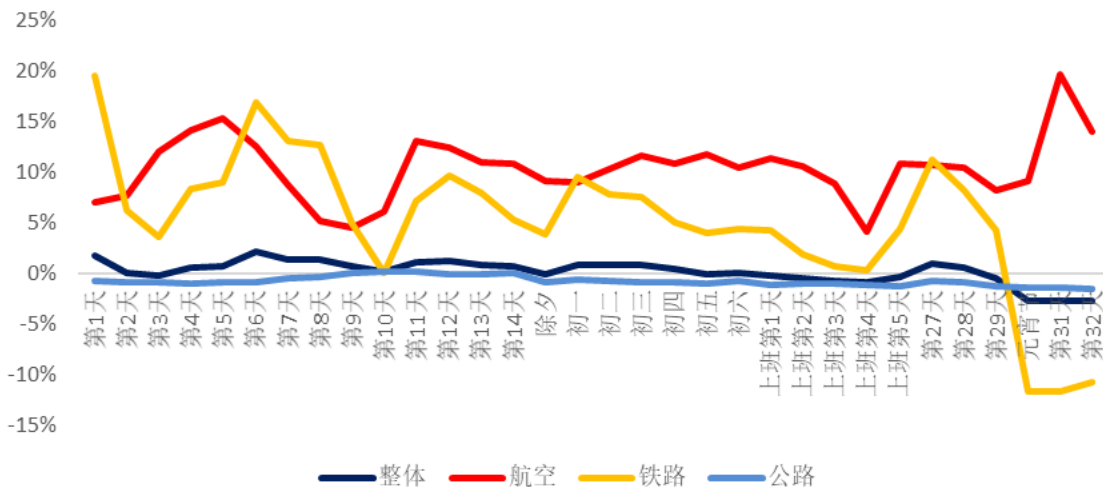
2、春运前 32 天：航空增速 10.4% 仍居首

春运前 32 天，全国共发送旅客 24.2 亿人次，比去年同期增长 0.14%；

其中，民航发送旅客 5827.96 万人次，增长 10.42%；铁路发送旅客 3.21 亿人次，增长 4.65%；道路发送旅客 20.07 亿人次，下降 0.72%；水路发送旅客 3393.9 万人次，下降 5.23%。

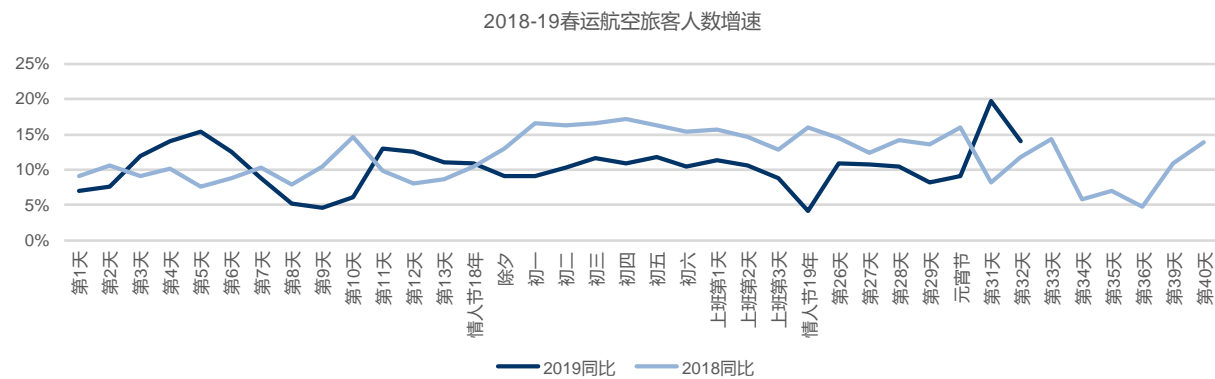
航空：1-10天累计增速9.3%，11-20天累计增速11.3%，21-30天增速9.5%，31-32天增速16.8%，前32天累计增速10.42%为各运输方式之首。初六-初七连续单日运输旅客超过200万人次，为历年春运最高。

图表2 2019春运各交通运输方式下增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表3 2019春运各交通运输方式下增速



资料来源: Wind, 华创证券

从单日旅客运输量看，18年高峰出现在大年初六的183.4万人次，并连续3日维持180万的水平，节前最高发生在第10天的169万人次，

2019年初六-初七连续两天200万人，最高为初六202.6万人，较去年高点增速10.4%，节前最高在第12天的186万人次，较去年节前高峰增速10%。

航空春运与全年的关联:

春运作为航空次旺季，暑运为最旺季，对全年有一定的指引作用，从15-18年的数据来看，全年的旅客增速除16年高于春运（16年春运增速较低）外，其余年份均相差在1%以内。

我们预计2019年春运航空旅客增速或为10.5%左右，全年增速维持两位数增长。

图表 4 春运增速与全年航空指引

春运40天	航空		全年航空	差异
	按公布人数测算	民航局口径		
2019E	11.6%	12.0%		
2018	10.8%	11.7%	10.9%	0.8%
2017	11.2%	13.7%	13.0%	0.7%
2016	8.0%	8.0%	11.0%	-3.0%
2015	11.5%	11.7%	11.3%	0.4%

资料来源: Wind、华创证券

3、1月错峰高增速：国际线超预期成亮点

春运错峰致1月客座率同比提升

1) 行业: 1月行业完成旅客运输量5341.3万人, 同比增长14.9%, 其中, 国内4733.8万人, 同比增长13.9%, 国际航线月度旅客运输量首次突破600万人, 达到607.5万人, 同比增长22.9%。客座率为81.8%, 同比提升0.9个百分点。

2) 上市公司: 春秋表现最好, 东航领跑三大航。东航、国航、南航客座率分别为80.7%、79.9%及80.4%, 同比分别提升1.8、1.1及0.3个百分点, 春秋同比提升3.6%, 吉祥下降1.1%, 海航提升0.5%。

国际线表现超预期

1) 三大航及春秋国际线客座率增幅明显。三大航中, 东航、国航、南航国际线客座率同比分别提升4.7、3.2及3.1个百分点至81.6%、80.1%及83.2%, 近5年来仅次于2017年, 并且国际线客座率绝对值均超国内航线。春秋航空国际线客座率更是同比大幅提升8.7个百分点至89.9%, 创上市以来当月最高, 吉祥则下跌2.4%。

2) 既是18年11月以来的延续, 也是新的增强。

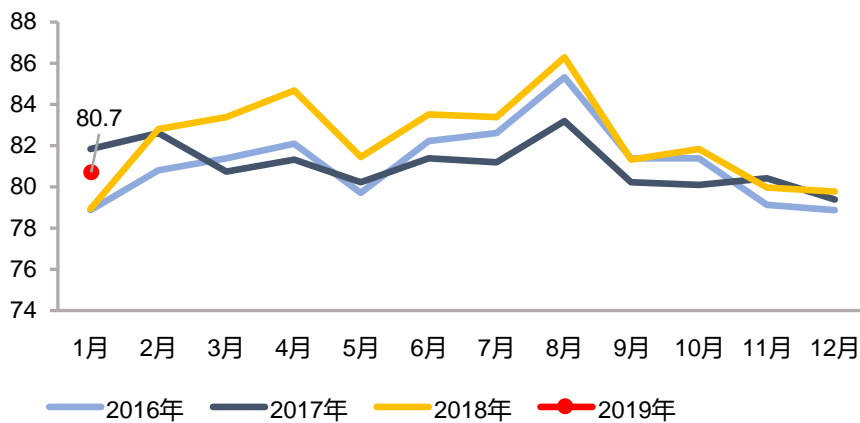
18年11月以来, 连续三个月大航国际线表现超越国内: 11-12月体现为相对更强, 即11月国际线客座率下滑幅度较国内线更少; 12月体现为国际线出现客座率提升而国内线仍为下降; 19年1月, 绝对值已经超过国内水平, 过去4年, 集体发生这样的现象在15-16年的7、8月暑运旺季, 而南航较为特殊, 12月-次年2月的三个月综合看, 过去四年均为国际线客座率更高, 一定程度反应南航澳新线(反季节旅游旺线)以及春运的优势。18年下半年在中美贸易摩擦以及人民币汇率较大幅度贬值情况下, 国际线未受明显影响, 而19年人民币当前走升, 中美谈判在继续, 国际线或仍可延续高光表现。

3) 2月截止21号运输旅客增速我们测算约14.6%。

图表 5 2019 年 1 月航空公司客座率表现

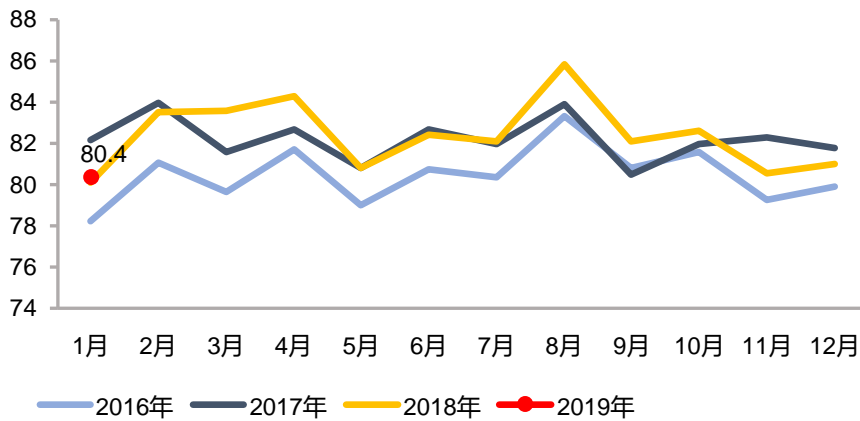
时间	公司	RPK (收入客公里)				ASK (可利用客公里)				
		%	整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
1月	南航		16.5	14.1	21.7	17.8	16.0	15.5	17.2	16.5
	国航		10.9	8.9	13.0	20.8	9.4	9.6	8.4	16.1
	东航		19.1	20.7	16.2	17.6	16.4	20.5	9.6	12.6
	海航		17.4	14.7	29.4	2.9	16.7	13.7	27.8	-9.0
	春秋		16.0	10.8	27.2	26.5	11.4	9.5	14.9	18.2
	吉祥		20.5	20.1	22.0	27.9	22.1	21.3	25.6	37.3
时间	公司	客座率				同比 (百分点)				
	%	整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区	
1月	南航	80.4	79.3	83.2	73.3	0.3	-0.9	3.1	0.9	
	国航	79.9	79.6	80.1	81.9	1.1	-0.5	3.2	3.2	
	东航	80.7	80.2	81.6	81.9	1.8	0.1	4.7	3.5	
	海航	83.6	87.4	72.1	77.5	0.5	0.7	0.9	9.0	
	春秋	90.2	90.3	89.9	91.2	3.6	1.1	8.7	6.0	
	吉祥	82.6	82.9	80.6	81.3	-1.1	-0.8	-2.4	-6.0	
2018年全年	南航	82.4	82.8	81.9	75.4	0.2	0.3	0.3	-1.0	
	国航	80.6	82.5	77.7	80.4	-0.5	-0.6	-0.6	2.1	
	东航	82.3	83.6	79.7	82.9	1.2	0.7	2.0	2.9	
	海航	84.5	88.3	73.3	75.3	-1.5	-1.2	-1.8	1.1	
	春秋	89.0	91.5	84.0	88.0	-1.6	-1.3	-2.2	0.4	
	吉祥	86.2	86.8	82.8	84.9	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	

资料来源: 公司公告、华创证券

图表 6 东方航空客座率


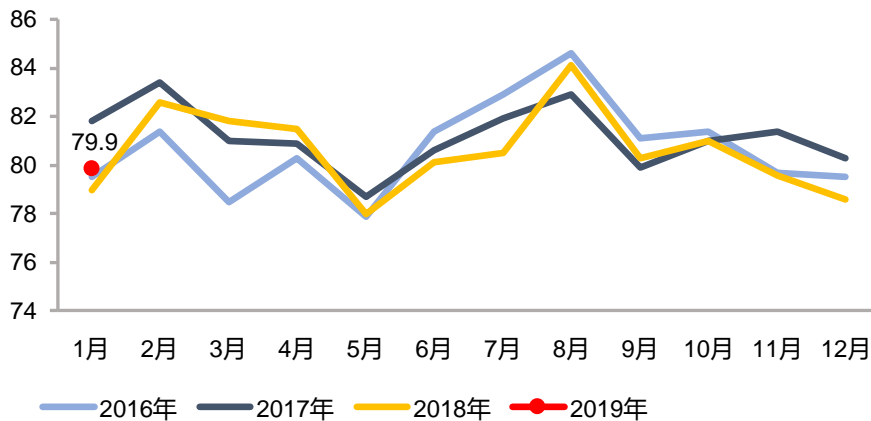
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 7 南方航空客座率



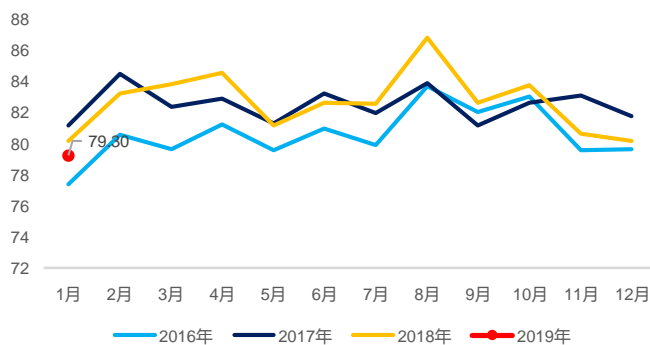
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 8 中国国航客座率



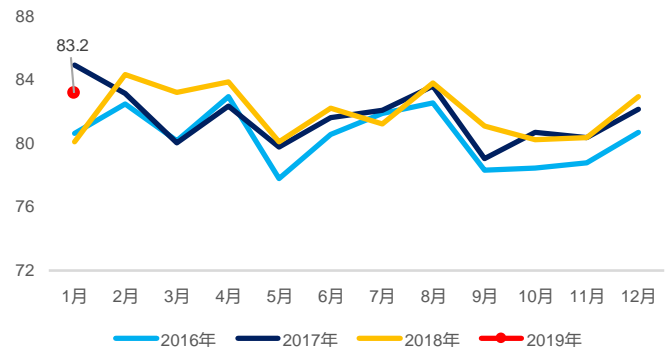
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 9 南航国内客座率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 南航国际客座率



资料来源: Wind, 华创证券

（二）油汇减负为驱动：参考 2014-15H1

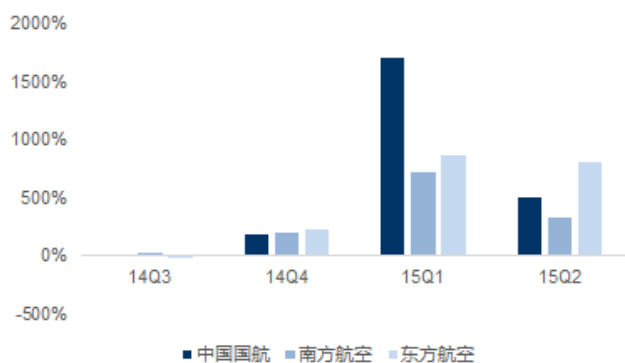
1、有利油汇环境将切实推动成本减负

此前报告中我们提出：从航空股股价驱动角度而言，2019 年我们认为一定程度类似于 14-15 年。

复盘 14 年下半年-15 年上半年航空股的行情来自于：油价暴跌后的成本减负+供需结构的一定改善。

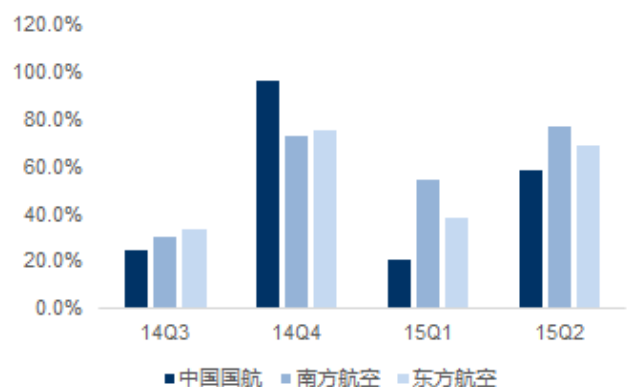
油价暴跌：从 120 美元跌至 50 美元以下，成本端给航空公司带来极大的利润增厚，15Q1 利润同比涨幅在 7 倍以上，而股价在 14Q4 利润出现大幅增长拐点时，涨幅最大，三大航平均涨幅 81%。

图表 11 14Q3-15Q2 利润单季度增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 14Q3-15Q2 单季度股价涨幅



资料来源：Wind，华创证券

如果进一步回顾当时行业基本面

15 年半年报为例，三大航含油票价均跌幅不小，国航-5.5%，南航-8.6%，东航-6.9%，不含油票价实现同比上涨，国航增长 1.7%，东航 0.98%，南航持平，而客座率角度国航小幅下跌 0.7%，南航及东航分别提升 0.7 与 0.5 个百分点。

因此从座公里收益水平角度看，三大航不含油座收同比提升幅度仅为 1% 左右，可理解为基本面的小幅改善。

所以股价表现的主要驱动因素来自于成本端减负，如国航 15 年半年报披露单位成本降低 14%。

图表 13 三大航 14-15 年数据情况

	2014	15H1
不含油票价		
中国国航		1.71%
南方航空		0
东方航空		0.98%
含油票价		
中国国航	-1.93%	-5.53%
南方航空	-1.69%	-8.62%
东方航空	0.13%	-6.86%
客座率		
中国国航	-0.93%	-0.72%

	2014	15H1
南方航空	-0.06%	0.73%
东方航空	0.34%	0.45%

资料来源：公司公告，华创证券

2019VS2015：相近的成本减负

Q1 油价压力下降已明确，全年减负或更高：

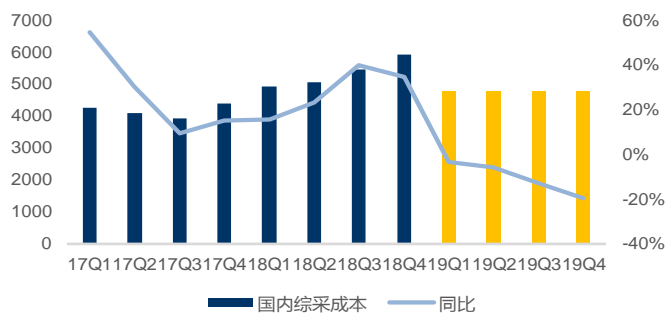
19年1-2月国内综合成本为4737元/吨，同比下降3.8%，我们预计3月为4870元，同比下降2.3%，则一季度国内综合成本4781元，同比下降3.3%，布油截止2月21号均价61.74美元，同比下降8.6%，一季度维持该水平，则同比下降8.2%。考虑国内与国际加油7:3的比例关系，则一季度航空燃油价格同比下降4.7%。

假设此后各季度均价维持Q1预计水平，Q2-Q4分别为下降9.3%、下降14.5%及下降16.6%，**1季度航空公司成本端压力为释放的拐点。**

全年角度看：假设全年布油均价61.7美元，同比下降15%（18年均价72.4），国内综合成本4781元，同比下降11%（18年均价5359），整体下降12%。

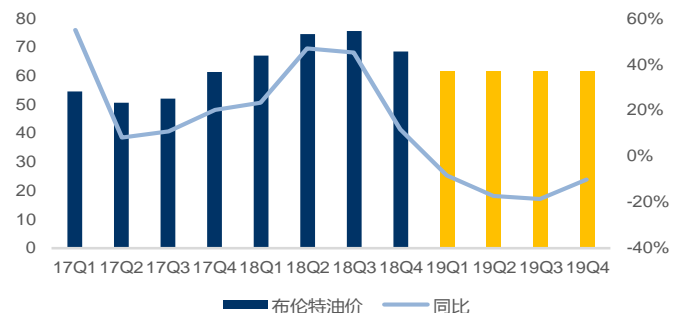
对于三大航而言，仅依靠油价下跌带来的成本节省为国航35亿、东航31亿、南航40亿元。

图表 14 17Q1-19Q4 国内综合成本同比增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 17Q1-19Q4 布油同比增速



资料来源：Wind，华创证券

汇率或带来大幅边际贡献

2013-15年8月11号汇改前，汇率维持在6.11-6.2区间内窄幅波动，因此14H2-15H1，汇率并非影响因素。但2018年汇率全年贬值5%，尽管18Q1升值3.4%。

一方面若汇率不贬值超过5%，即不破7.2，对航空公司财务费用端边际无影响，而近期人民币走升2.2%。

我们测算18年三大航汇兑损失影响净利在16-20亿元左右。以中间价6.71算，今年升值2.2%带来利润贡献国航5.3亿、东航5.2亿，南航6.6亿元。

假设全年汇率为当前水平，则给航空公司带来边际利润贡献（减少财务费用）为国航22.5、东航21.2、南航23.1亿元。即便人民币汇率在7的水平下，亦可带来三大航分别为13、11及11亿元利润增厚。

注：截止2018年中报，航空公司汇率敏感性分别为人民币对美元波动1%，影响净利润国航2.35亿，东航2.32亿，南航2.97亿元，东航、南航已发布2018年业绩预告，根据预告，我们测算18年南航汇兑带来的净损失为16.5亿元，而东航因有套期预计实际损失16亿元（20亿汇兑损失+套期收益4亿元）。

假设汇率进一步升值至6.5，升值5.3%，则各家贡献净利润分别为12.67、12.50和16.01亿元。

图表 16 航空公司汇率敏感性测算

公司	亿元	2018年预计影响净利	当前	中性	悲观	当前水平下	中性下	悲观下
	汇率敏感性	6.8632	6.71	6.8632	7.00	减少财务费用/利润贡献		
	贬值	5.04%	-2.23%	0.00%	2.0%			
国航	2.35	-17.3	5.25	0.00	-4.7	22.5	17.3	12.6
东航	2.32	-16.0	5.18	0.00	-4.6	21.2	16.0	11.4
南航	2.97	-16.5	6.63	0.00	-5.9	23.1	16.5	10.6

资料来源：公司公告、华创证券

因此对于三大航而言，油汇带来边际利润增厚：国航 57.5（油 35+汇 22.5）、东航 52.2（油 31+汇 21.2）、南航 63.1（油 40+汇 23.1）亿元，考虑 2018 年三大航分别征收燃油附加费国航 9.9 亿，南航 13.9 亿，东航 11.5 亿，扣税影响 7、9、10 亿，综合油、汇以及燃油附加费影响，带来边际利润增厚：国航 50，东航 43，南航 52 亿元（18 年利润预计为 65、29 及 29 亿元），减负程度可比 15 年。

我们对油汇做不同测算：

当前：油价 61.7，汇率 6.71

中性：油价 70，汇率 6.86

悲观：油价 80，汇率 7

注：汇率 6.86 下，即汇率持平，不产生汇兑收益；油价 61.7 情况下，不产生燃油附加费。

图表 17 航空公司汇率敏感性测算

燃油成本		敏感性：油价波动10%			影响利润		
亿元	2018E	影响成本	影响利润	当前	中性	悲观	
				61.7	70	80	
国航	392	39.2	-29	35	3	-40	
东航	341	34.1	-26	30	3	-35	
南航	447	44.7	-34	40	4	-45	
国内燃油附加费		2019年预计征收			影响利润		
亿元	2018E	当前	中性	悲观	当前	中性	悲观
	油价（美元）	62	70	80	62	70	80
国航	9.9	-	15	46	-7	4	27
东航	11.5	-	16	47	-9	3	27
南航	13.9	-	19	58	-10	4	33
汇率影响	亿元	2018年预计影响	当前	悲观	当前水平下	中性下	悲观下
	汇率敏感性	6.863	6.71	7.00	减少财务费用/利润贡献		
	贬值	5.04%	-2.23%	2.0%			
国航	2.35	-17.3	5.25	-4.7	22.5	17.3	12.6
东航	2.32	-16.0	5.18	-4.6	21.2	16.0	11.4
南航	2.97	-16.5	6.63	-5.9	23.1	16.5	10.6
利润综合影响		当前水平下	中性下	悲观下			
(油、汇)		(62, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)			
国航		50.0	24.9	-0.1			
东航		42.9	22.3	3.5			
南航		52.4	24.5	-2.0			

资料来源：公司公告、华创证券

2、关于经租进表对汇率影响的讨论

国际会计准则理事会 (IASB) 公布新租赁准则 (IFRS16)，于 2019 年 1 月 1 日开始执行。2018 年 12 月财政部修订印发《企业会计准则第 21 号-租赁(修订)》，其中规定：“对于首次执行日前的经营租赁，承租人在首次执行日应当根据剩余租赁付款额按首次执行日承租人增量借款利率折现的现值计量租赁负债”，意味着航空公司飞机租赁中的经营租赁将均计入资产负债表（此前融资租赁在表内）。

我们根据准则做不同情境下的假设测算。

1) 最大影响理论值:

考虑当前航空公司绝大部分（90%左右）经营租赁租金为美元支付，新准则的实施在航空公司不做任何调节的情况下或显著增加美元负债规模，继而加大汇率敏感性。

根据 2018 年 H1 三大航经营租赁最低应付租金:

图表 18 2018 年 H1 三大航经营租赁最低应付租金（百万）

	中国国航		东方航空		南方航空
一年以内	7096	一年以内	4074	一年以内	9161
1-2 年	6323	1-5 年	11056	1-2 年	9170
2-3 年	5749	5 年以上	8641	2-3 年	7840
3 年以上	30396			3 年以上	41047
合计	49564		23771		67218

资料来源：公司年报，华创证券

假设现有经营租赁合同最长为 10 年至 2027 年结束，极限假设所有租金均为美元支付，同时各年租金逐步递减，此外假设各家公司“增量借款利率”即折现率均为 4%，则南航预计新增美元负债规模为人民币 562 亿，为三大航最多，国航 414 亿次之，东航 200 亿最少。

图表 19 三大航经营租赁租金折现结果（亿元）

	中国国航		东方航空		南方航空	
	年租金	现值	年租金	现值	年租金	现值
2018	70.96	68.23	40.74	39.17	91.61	88.09
2019	63.23	58.46	33.17	30.67	91.70	84.78
2020	57.49	51.11	33.17	29.49	78.40	69.70
2021	60.79	51.97	22.11	18.90	82.09	70.17
2022	54.71	44.97	22.11	18.17	73.88	60.73
2023	48.63	38.44	17.28	13.66	65.68	51.90
2024	42.55	32.34	17.28	13.13	57.47	43.67
2025	36.48	26.65	17.28	12.63	49.26	35.99
2026	33.44	23.49	17.28	12.14	45.15	31.72
2027	27.36	18.48	17.28	11.68	36.94	24.96
合计	495.64	414.13	237.71	199.64	672.18	561.71

资料来源：公司公告，华创证券

与 2018 年 H1 现有美元负债加总，得到最大冲击下美元负债规模，并假设汇率敏感性与美元负债规模同比例增加，结果显示南航汇率敏感性放大 2.4 倍至 7.14，国航 2.1 倍至 4.97，东航最少为 1.7 倍至 3.76 亿元。

图表 20 新敏感性测算（亿元）

	中国国航	东方航空	南方航空
2018H1 美元负债	371.02	321.08	399.68
新增美元负债	414.13	199.64	561.71
合计	785.15	520.72	961.39
原敏感性	2.35	2.32	2.97
美元负债扩大倍数	2.12	1.62	2.41
新汇率敏感性	4.97	3.76	7.14

资料来源：公司公告，华创证券

以新敏感性测算各家航司当前汇率下，及升值至 6.5 净利润贡献：

图表 21 新敏感性下汇率波动对三大航业绩贡献

	汇率波动 1%	升值 2.25% 贡献净利润	升值至 6.5 (5.39%) 贡献净利润
国航	4.97	11.19	26.80
东航	3.76	8.47	20.28
南航	7.14	16.07	38.51

资料来源：华创证券测算

2) 可通过调节手段降低汇率敞口

降低美元负债，降低汇率波动风险是趋势，也是航空公司近年来不断推进的。在准则要求下，航空公司仍然可以通过一些结构性调整改变飞机引进模式来降低美元债规模：

以东航为例

a) 对于存量经营租赁飞机：

2018 年 1 月 20 日东航公告：为顺利开展现有存量 67 架经营性租赁飞机由国外租赁结构转为国内租赁结构工作，获得税收优惠政策，综合降低飞机经营性租赁成本，公司同意在天津东疆保税区设立不超过 67 家特殊目的公司 (SPV)，每家东航 SPV 的注册资本均为人民币 10 万元。

我们分析认为此举或为未来灵活调整美元与人民币支付结构，或成为降低美元债敞口的一种方式。

b) 对于新引进飞机：

2019 年 2 月 22 日东航公告：为进一步优化公司资产管理及降低公司美元负债水平、汇兑风险和未来飞机的残值风险，将两架尚未引进的 B737-800 波音飞机购买权更替予东航租赁。同时，公司同意向东航租赁以人民币租金经营性租赁方式租用该两架飞机。在飞机交付之日前，东航租赁将一次性支付给波音公司该两架飞机的相关款项，波音公司将公司此前所支付的相关预付款一次性退还。

由此可见无论是购买转经租（人民币支付）还是存量调整，均可以改变美元负债结构。

c) 航空公司同样可以采用短约替换长约的方式降低美元负债敞口。

如将长期改为 1 年或 1 年以内的合约，则根据前述测算，对于三大航的影响仅为增加 39-88 亿元人民币规模的美元负债。新增比例 12-22% 之间。即汇率敏感性放大 1.12-1.22 倍。

波动 1% 影响国航 2.78、东航 2.6、南航 3.6 亿元。

d) 航空公司用人民币替换美元支付经营租赁飞机，或到期不续租，则敞口更小。

综上所述，汇率影响敏感性：

最大理论影响值：对所有合同未来约定支付租金进行折现，

航空公司有多种方式调节降低美元敞口：

存量经租飞机在保税区设立 SPV 架构；新引进飞机可将购买权更替予租赁公司并以人民币支付租金；采用短约替换长约，如将长期改为 1 年或以内合约；用人民币替换美元，或到期不续租。

理论影响各公司汇率敏感性为：波动 1%，影响国航 2.78-4.97 亿，南航：3.6-7.1 亿，东航：2.6-3.76 亿元。若航空公司更多的采用人民币替换美元结构支付租金，则敏感性更小。

(截止 18 年中报，敏感性为波动 1%，影响国航净利 2.35 亿，东航 2.32 亿，南航 2.97 亿元)

(三) 业绩预期升温料将推动股价持续上行

前文我们测算，综合油、汇以及燃油附加费影响，带来边际利润增厚：国航 50，东航 43，南航 52 亿元（18 年利润预计为 65、29 及 29 亿元），减负程度可比 15 年。

与过去不同，**客运价格市场化推进强化了时刻价值**，2018 年开始的客运价格市场化，主力航线全价票上限已经提了 2 次，预计 2019 年仍将继续推进，我们认为航线时刻构筑航空公司护城河，市场化可进一步强化其价值，尤其航空公司黄金航线价格的提升会有助于抵御外部因素。因此在收益端，我们认为 19 年将好于 2015 年，同时此前分析控总量下，预计两个旺季成色将十足。

从保守角度出发，不考虑我们看好航空业供需景气持续向上带来的客座率及整体票价水平进一步提升，亦不考虑航空公司继续在成本费用端降本增效，即假设座公里收益无增长，非油成本无下降，给出敏感性测算：

当前组合（油价 62 美元，人民币 6.71），国航、东航、南航 2019 年可实现利润 115、72 及 82 亿元（同比增长 78%、150% 及 178%），对应 PE11.9、11.3 及 11.8 倍；

中性组合：油价 70 美元，汇率 6.86（持平），国航、东航、南航 2019 年实现净利 89、51 及 54 亿元，对应 PE15、16 及 18 倍。

悲观组合：油价 80 美元，汇率 7，国航、东航、南航 2019 年实现净利 64、32 及 27 亿元，对应 PE21、25 及 35 倍。

我们判断全年客座率持平，票价水平在连续价格市场化背景下旺季更释放弹性，假设座公里收益提升 1%，对三大航将带来 8-10 亿元的利润，因此小幅的座收上升或单位扣油成本的下降，都将使得三大航 PE 仅 10 倍附近。**看好当前存在补涨基础的航空股迎来一轮涨势：即“平稳的需求+有利油汇”推动业绩明显增长，“业绩预期逐步升温”推动股价持续上行。**

同时我们预计一季报在当前油汇水平，座公里收益同比持平的情况下，三大航均可实现同比增长，扣汇则大幅增长在 50% 以上。

图表 22 航空公司敏感性测算

亿元	一致预期 2018年	影响利润测算			相当于2018年一致预期增长			2019利润			对应PE			市值	PB
		当前 (62, 6.71)	中性 (70, 6.86)	悲观 (80, 7)	当前 (62, 6.71)	中性 (70, 6.86)	悲观 (80, 7)	当前 (62, 6.71)	中性 (70, 6.86)	悲观 (80, 7)	乐观 (62, 6.71)	中性 (70, 6.86)	悲观 (80, 7)		
国航	64.5	50.0	24.9	-0.1	78%	39%	0%	115	89	64	11.9	15.3	21.2	1369	1.46
东航	28.6	42.9	22.3	3.5	150%	78%	12%	72	51	32	11.3	15.9	25.2	811	1.40
南航	29.4	52.4	24.5	-2.0	178%	83%	-7%	82	54	27	11.8	17.9	35.3	966	1.45

资料来源：公司公告，华创证券

二、如何看待 2019 年航空业发展

我们长期看好航空业景气向上，无论从行业主管部门推动的改革还是龙头公司自发的战略调整，都助于头部航空公司盈利稳定性提升。尤其超级承运人+超级枢纽格局的逐步清晰将进一步推动资源向头部航司集中。

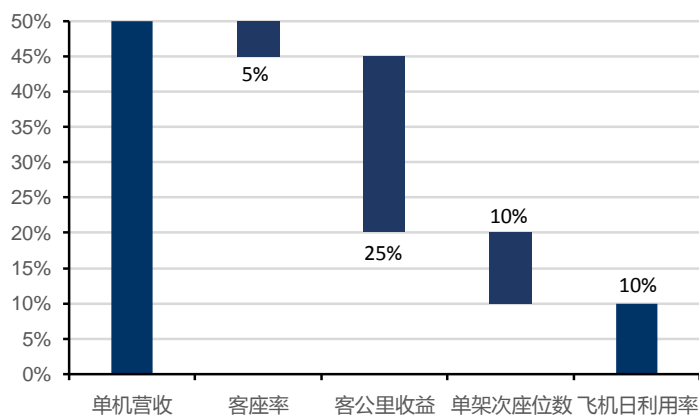
此前三篇报告分别就航空业的护城河、我国航空潜力、以及如何看待 2019 年航空股投资机会做了阐述：

《再论护城河系列之航空：需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河》报告中我们提出：我国航空渗透率仍处低位，历史看需求韧性将帮助行业迅速度过危机；而航空时刻与航线资源是区位优势的一种：体现在更高等级的航线价值更高，而市场愿意为一天中更好的时刻付出溢价，反应时刻资源使得航空产品具有转换成本；而客运价格市场化的推进有助于航线时刻发挥更大的价值。

《全方位比照达美航空，我国大航离世界级超级承运人还有多远？》从更长期的角度探讨航空价值，看我国大航潜力有多大。

收入端差距明显：达美单机营收 2.2 亿，比南航（1.5 亿）高约 50%，分解看，平均客座率高 4%（达美 86.2%，南航 82.2%），客公里收益高 23%（达美 0.6，南航 0.49 元），单架次座位数高 10%（达美 137，南航 125），飞机日利用率高 8%（达美 10.5，南航 9.8）。

图表 23 达美南航单机营收差距分布（示意图）



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

展望未来：我们认为南航在收入端可提升空间较大，而成本端具备优势。需求潜力逐步渗透和时刻价值回归，客座率与客收的差距会随时间而弥补，公司自身则需要提升包括国际和宽体机占比以提升飞机日利用率和单架次座位数，同时在政策资源推动下，努力提升国内枢纽机场集中度水平。综合看，我们认为南航在单机座位数（10%提升空间），客座率（3%提升），客公里收益（20%提升），日利用率（2%提升），意味着单机收入端存在 35%的远期

提升空间，即从 1.5 亿提升至 2.02 亿，相当于达美当前的 92%，假设在 1000 架机队规模时，收入将达到 2000 亿，考虑净利率水平向达美 8% 靠拢，较 17 年南航 5% 提升 3 个百分点，则净利润可达到 160 亿。

《底线思维看需求：或可类比 2012；驱动因素看股价：或可参考 2015——如何看待 2019 年航空股投资机会》中我们提出

底线思维看需求：或可类比 2012。相同之处：经济下滑对需求冲击的担忧，宏观环境或很难重演 08 年金融危机，底线思维看，2012 年或具有一定的可比性。不同之处 1：需求端，高铁冲击已度过高峰时刻。如京沪线 16 年客运量已超过开通前。不同之处 2：供给端，行业控总量下，供给增速放缓也可抵御需求放缓。12 年行业飞机数量增速 10%，三大航净增 9%，而 19 年 6 家上市公司飞机增速与 18 年基本一致，8.4%，2020 年将降至 7%。不同之处 3：12 年高油价下同样制约航空公司调节空间。12 年布油均价处于 111 美元高位，燃油附加费 800 公里以上平均 130 元/人，最高 150 元，最低 100 元。

2019 行业发展展望：供需基本平衡，旺季成色更足，潜在多重利好。

- 1) 需求：我们预计旅客人数增速 10%。（民航局目标 11%），供需基本平衡，客座率可维持持平。
- 2) 旺季成色更足：18 年 8 月国内客座率超过 88%，历史最高，意味着控总量下旺季供需呈现紧张格局，Q3 单季度三大航座收同比提升 4.4%，上半年为 1.3%。
- 3) 行业中长期利好包括，鼓励打造世界级超级承运人，客运价格市场化持续推进；潜在利好包括民航发展基金或实现减负、辅助收入或松绑。

驱动因素看股价：一定程度可类比 14H2-15H1：油价暴跌后的成本减负+供需结构的一定改善。油价由 14H1 的 120 美元下降至 15 年的 50 以下，但从供需看，15H1 三大航不含油座收同比提升幅度仅为 1% 左右。2、2019Vs 14H2-15H1。相同之处为成本减负：19Q1 油价压力下降确定性较强，1 月国内综采成本为 4888 元/吨，同比增长 3%，测算 2 月为 4500 元，同比下降 11.7%，一季度或成为成本压力释放拐点。进一步扩展到汇率：15 年 811 汇改前，汇率在 6.11-6.2 区间内窄幅波动，因此并非影响因素。但 2018 年汇率贬值 5%，19 年汇率贬值不超 5% 对航空公司财务费用端边际无影响，近期人民币走升 1.6% 更呈友好现象，油汇角度看，2019 年航司成本费用端减负程度可类比 15 年。不同之处：客运价格市场化推进强化了时刻价值。主力航线全价票上限已提 2 次，因此在收益端 19 年料将好于 2015 年，尤其两个旺季成色将十足。

中长期改变行业利好

利好一：打造世界级超级承运人

民航局发布《新时代民航强国建设行动纲要》，明确提出“打造国际竞争力较强的大型网络型航空公司。重点是打造世界级超级承运人，鼓励航空公司联合重组、混合所有制改造，加大对主基地航空公司航线航班资源配置，打造具有全球竞争力、服务全球的世界级超级承运人。”“超级承运人+超级枢纽机场”的迹象不断强化有望推动头部航空公司盈利稳定性提升，未来资源将向头部航空公司进一步集中。

利好二：客运价格市场化的持续推进

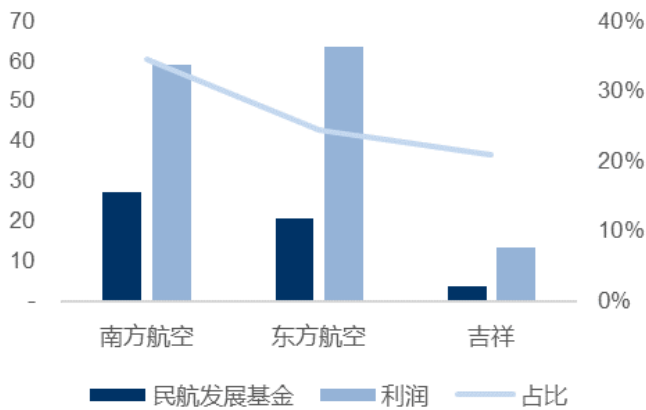
自 18 年 1 月民航局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，主力航线已经连续两个航季提价，京沪线从 1240 元提升至 1490 元。价格市场化的推进将使时刻资源价值更加凸显。

潜在利好一：民航发展基金或实现减负

2019 年民航工作会议提出：大力推进降费减负。研究降低民航发展基金征收标准，有效降低民航企业成本负担。

注：现行缴纳分为航空公司与旅客两部分，前者如南航 2017 年缴纳 27 亿，相当于净利润的 35%，后者则为旅客缴纳国内 50 元，国际 90 元/人次。

图表 24 航空公司 2017 年缴纳民航发展基金



资料来源：公司公告、华创证券

潜在利好二：辅助收入或实现松绑

目前民航对国内航线增值服务尚未解锁，付费选座等模式未获认可，预计未来将有所松绑，打开航空公司高毛利业务的流量变现。

此前我们在南航深度研究中比较达美航空辅助收入情况：

剔除炼油厂业务，达美航空辅收占比 10.4% 达 42.84 亿美元，相当于人均 150 元，其中常旅客计划 68 元，管理费机上销售等 44 元，行李费 32 元。我国三大航辅助收入占比 2% 左右，人均贡献 20 元。

图表 25 达美辅助收入

辅助业务项目	营收 (亿美元)	占总收入比重	人均人民币(总乘客数计)
常旅客计划	19.52	4.70%	68.43
附属业务和精炼厂	14.12	3.40%	49.50
管理费, 俱乐部和机上销售	12.52	3.00%	43.89
行李费	9.08	2.20%	31.83
其他	1.72	0.40%	6.03
合计辅助收入	56.96	13.80%	199.67
剔除附属业务	42.84	10.40%	150.17
营业收入	412.44		1,445.80

资料来源：公司年报，华创证券

三、投资建议

我们认为 2018 年遭遇油汇双杀而超跌的航空股，在 19 年外部较为友好环境下，存在补涨基础（1 月月报总结交运行情：超跌+流量+预期修复），逐一分析需求、油价、汇率、业绩，我们认为 10% 的平稳需求构成支撑，油价映射短期钝化（同比下降成基本共识），汇率（预期）变化会成为催化，真正随着业绩预期逐步升温，或将推动股价持

续上行。

平稳需求为支撑：1月错峰下国际线超预期，春运前32天累计增速10.4%，预计全年维持两位数增速。

油汇减负为驱动：参考14H2-15H1。此前报告我们总结15H1行情为油价大跌+供需小幅改善推动，当期有相似之处。综合油、汇以及燃油附加费影响，带来边际利润增厚：国航50，东航43，南航52亿元（18年利润预计为65、29及29亿元），减负程度可比15年。（经租进表或增加美元负债规模，加大汇率敏感性，但航空公司有多种方式降低美元负债敞口）

业绩预期升温有望推动股价强劲上行

1) 保守角度假设座收无增长，单位非油成本不下降，当前组合（油价62美元，人民币6.71），国航、东航、南航2019年可实现利润115、72及82亿元（同比增长78%、150%及178%），对应PE11.9、11.3及11.8倍；中性组合（油价70美元，汇率6.86）下对应PE15-18倍。

2) 我们判断全年客座率持平，票价水平在连续价格市场化背景下旺季更释放弹性，假设座公里收益提升1%，对三大航将带来8-10亿元的利润，因此小幅的座收上升或单位扣油成本的下降，都将使得三大航PE仅10倍附近。

3) 我们维持盈利预测：国航、东航、南航19年净利分别为112、79及82亿元，对应PE12、10.4及11.7倍

看好当前存在补涨基础的航空股迎来一轮涨势：即“平稳的需求+有利油汇”推动业绩明显增长，“业绩预期逐步升温”推动股价持续上行。

四、风险提示

油价大幅上涨，汇率大幅贬值，经济大幅下滑。

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。

分析师：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。

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	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@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
	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	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@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分析师在此作以下声明:

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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。如征得本公司许可进行引用、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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500