

航空运输行业深度研究报告

利好在堆积，股价仍滞涨——复盘“牛市”中的航空与当下

推荐（维持）

□ “牛市”中的航空：典型高 Beta 属性。1) 高弹性：以沪深 300 指数翻倍为例的三轮牛市中，05.7-07.12，指数涨幅 6.0 倍，航空涨幅 8.7 倍，排名二级行业 12；08.11-09.7，指数涨幅 1.3 倍，航空涨幅 1.6 倍，排名 52；14.6-15.6，指数涨幅 1.5 倍，航空涨幅 4.2 倍，排名第 2。2) 节奏上看：通常发生在牛市初期以及牛市确认后的中后期。3) 航空股的“牛市”：亦有独立行情。09-10 因供需缺口创历史顶峰，造就航空独立行情，涨幅 1.4 倍，但某种程度也可以理解为此前的延续，合并来看整个 08-10 年行情周期内，航空涨幅 3.6 倍，位列 21 名。4) 牛市需助攻。三轮牛市，汇率助攻一次（05-07 年汇改致人民币升值 20%），油价助攻两次（08-10 年、14-15 年油价均从 120 美元以上高位降至最终 40 左右），供需助攻一次（前述 2010 年）。5) 华创交运 2017 年推出的航空三要素计分卡（3 分制），作为量化评估航空环境的一种工具：回溯 52 个季度数据，三因素共振必然上涨，三因素负面必然下跌，得分 1 分以上上涨比例即过半。6) 航空股牛市估值：05-07 航空公司盈利水平尚不稳定，08-10 以及 14-15 年航空股启动 PE11-13 倍，最高 30 倍之上，PB 最高 4-5 倍。作为参考 17 年结构性行情中 PE 从 12 倍启动，最高至 20-25 倍，PB2.4 倍。

□ 利好在堆积：1) 外部环境评估：油汇由极端损害转向相对友好。18 年人民币贬值 5%，油价涨幅 28%，两项对三大航带来均超 100 亿的利润损失。19 年油汇环境显著改善，边际思维看油汇带来利润增厚：国航 53（油 25+汇 28）、东航 44（油 11+汇 24）、南航 48（油 26+汇 22）亿元。2) 最大助攻或来自于波音事件。假设年内 MAX 飞机难以引进，则我们预计 2019 年运力影响或为 3.6-5.4%，即（存量 2-3%）+增量 4%-（弥补 1.6-2.4%）。淡季或不明显（0.5%-1%缺口），旺季将释放弹性。保守角度看全年 3%的供需缺口带来国航、东航、南航利润增厚 18、15 及 23 亿元，考虑此部分增厚，2019 年利润水平或达 140、100 及 112 亿元，相当于 PE10 倍左右。而历史弹性看：或超预期。以国航为例看扣油座收与供需差表现，仅 2007 年与 2010 年供需差在接近 4%或以上，座收同比在供需差两倍水平。3) 客运价格市场化推进提升公司盈利水平。以国航为例，提价航线 57 条带来下半年增收 11 亿元左右，相当于国内收入的 2.7%，贡献边际利润 8 亿元左右，占下半年利润的 22%。4) 超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎将持续推动盈利能力提升。我们分析中美大航的市占率核心差异在枢纽机场。以东航为例：2018 年枢纽市场集中度进一步提升：上海两场、北京两场、昆明份额同比提升 0.6pt、0.4pt、0.8pt，上海浦东、上海虹桥、北京首都、昆明座收提升分别为 4.2%、8.2%、6.2%、4.8%。尤其上海市场中，虹桥座公里收益上半年提升 4.3%，全年提升达到 8.2%。5) 民航减税降费在行动。预计年内民航发展基金标准或降低，2018 年南航缴纳民航发展基金 29 亿元，占 18 年利润总额的 66%。6) 潜在利好：辅助收入或实现松绑。达美航空辅助占比 10.4%达 42.84 亿美元，相当于人均 150 元，我国三大航辅助收入占比 2%左右，人均贡献 20 元。

□ 投资建议：利好在堆积，股价仍滞涨。19 年航空板块涨幅 30.6%，勉强跑赢沪深 300。参考历史，当年 PB 水平正处于 15 年中期提升的位置，从 PB 角度，我们认为第一目标或提升至 2017 行情时的 2.4 倍 PB；从 PE 角度，航空公司当前 12 倍亦属于历史较低位置，业绩存在超预期弹性可能，“强推”三大航。

□ 风险提示：油价大幅上涨，汇率大幅贬值，波音事件未带来实质供给影响。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中国国航	10.84	0.51	0.85	0.97	21.25	12.75	11.18	1.69	强推
南方航空	8.55	0.24	0.73	0.93	35.63	11.71	9.19	1.61	强推
东方航空	6.94	0.19	0.59	0.71	36.53	11.76	9.77	1.89	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 03 月 29 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)	4,766.04	0.76
流通市值(亿元)	3,378.1	0.75

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		5.86	27.54	-2.09
相对表现		0.59	14.94	-1.42



相关研究报告

《航空行业 2 月数据点评：客座率同比提升，波音事件或导致行业供给降速，持续推荐航空行业》
2019-03-14

《多角度分析波音事件影响：不止于当下，持续看好我国航空业发展》

2019-03-18

《航空行业事件点评：聚焦两会后，民航业推进减税降费进行时》

2019-03-20

目 录

一、“牛市”中的航空与航空股的“牛市”	5
(一) “牛市”中的航空：典型高 Beta 属性	5
(二) 航空股的“牛市”：亦有过独立行情	7
(三) 航空行情：“牛市”需助攻	8
1、2005-07 年：汇率助攻，人民币汇改后的升值成为先导驱动因素	8
2、2008-10、2014-15：油价助攻助力成本大幅减负	9
3、不同的 2008-10：2010 年供需差达到行业顶峰推动收益水平大幅提升	11
4、三要素计分卡：量化评价航空环境	12
(四) 牛市中的航空股估值：	13
二、利好在堆积	16
(一) 外部环境评估：油汇由极端损害转向相对友好	16
(二) 最大助攻或来自于波音事件	19
(三) 客运价格市场化推进提升公司盈利水平	22
(四) 超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎将持续推动盈利能力提升	22
(五) 民航减税降费在行动	27
(六) 潜在利好：辅助收入或实现松绑	28
三、投资建议：利好在堆积，股价仍滞涨，持续看好航空业发展	31
四、风险提示	33

图表目录

图表 1	2005-2019 年航空运输指数与沪深 300 走势图	5
图表 2	05-07 年申万二级行业涨幅 TOP20	6
图表 3	08-09 年申万二级行业涨幅 TOP20	6
图表 4	14-15 年申万二级行业涨幅 TOP20	6
图表 5	典型板块 14-15 年相对沪深 300 超额收益 (%)	7
图表 6	三次大级别行情汇总	8
图表 7	2005 年 7 月汇改后人民币连续升值, 引发了航空股的行情	8
图表 8	2005-2007 国航扣除汇兑后利润总额	9
图表 9	2005-2007 南航扣除汇兑后利润总额	9
图表 10	2005-2007 东航扣除汇兑后利润总额	9
图表 11	布伦特油价与航空股走势	10
图表 12	14Q3-15Q2 利润单季度增速	10
图表 13	14Q3-15Q2 单季度股价涨幅	10
图表 14	三大航 14-15 年数据情况	10
图表 15	三大航 08-10 年客座率走势	12
图表 16	计分卡要素	12
图表 17	计分卡要素	13
图表 18	申万航空运输 PE-TTM (08-10)	14
图表 19	申万航空运输 PB-TTM (08-10)	14
图表 20	申万航空运输 PE-TTM (14-15)	14
图表 21	申万航空运输 PB-TTM (14-15)	14
图表 22	中国国航 PE (14-15)	15
图表 23	中国国航 PB (14-15)	15
图表 24	南方航空 PE (14-15)	15
图表 25	南方航空 PB (14-15)	15
图表 26	东方航空 PE (14-15)	16
图表 27	东方航空 PB (14-15)	16
图表 28	17Q1-19Q4 国内综采成本同比增速	17
图表 29	17Q1-19Q4 布油同比增速	17
图表 30	航空公司汇率敏感性测算 (不考虑经营租赁进表放大敏感性)	17
图表 31	油汇边际贡献测算	18
图表 32	航空公司敏感性测算	18

图表 33	国内存量 737MAX 分布.....	19
图表 34	我国待交付 737MAX 系列订单.....	19
图表 35	成本比较.....	20
图表 36	运力影响预计（假设新订单延期交付）.....	21
图表 37	Q3 利润弹性.....	21
图表 38	全年利润弹性测算.....	21
图表 39	国航扣油座收与供需差.....	22
图表 40	国航扣油座收与供需差.....	22
图表 41	中国上市航企份额.....	23
图表 42	美国四大航份额占比.....	23
图表 43	我国三大航客公里收益水平（元）.....	23
图表 44	美国四大航座英里收益变化（干线口径，美分）.....	23
图表 45	美国四大航空枢纽.....	24
图表 46	亚特兰大机场各航司份额.....	24
图表 47	达拉斯机场各航司份额.....	24
图表 48	达美航空在亚特兰大机场份额变化.....	25
图表 49	美航在迈阿密机场份额变化.....	25
图表 50	四大航收益变化（营业收入/ASM，美分）.....	25
图表 51	三大航的枢纽布局.....	26
图表 52	东方航空国内枢纽表现 2018 年.....	26
图表 53	东方航空国内枢纽表现 18H1.....	26
图表 54	窄体机与宽体机执飞一次缴纳的发展基金金额.....	27
图表 55	民航发展基金占利润总额比重.....	28
图表 56	民航发展基金占利润总额比重（吉祥、春秋为 17 年数据）.....	28
图表 57	达美选购增值产品.....	29
图表 58	达美辅助收入.....	29
图表 59	中外航司辅助收入占比（2016）.....	30
图表 60	东航经济舱分级.....	30
图表 61	达美经济舱分级.....	30
图表 62	达美部分航线客公里票价对比.....	31
图表 63	航空公司业绩提升逻辑图.....	32
图表 64	航空股估值提升逻辑图.....	33

一、“牛市”中的航空与航空股的“牛市”

（一）“牛市”中的航空：典型高 Beta 属性

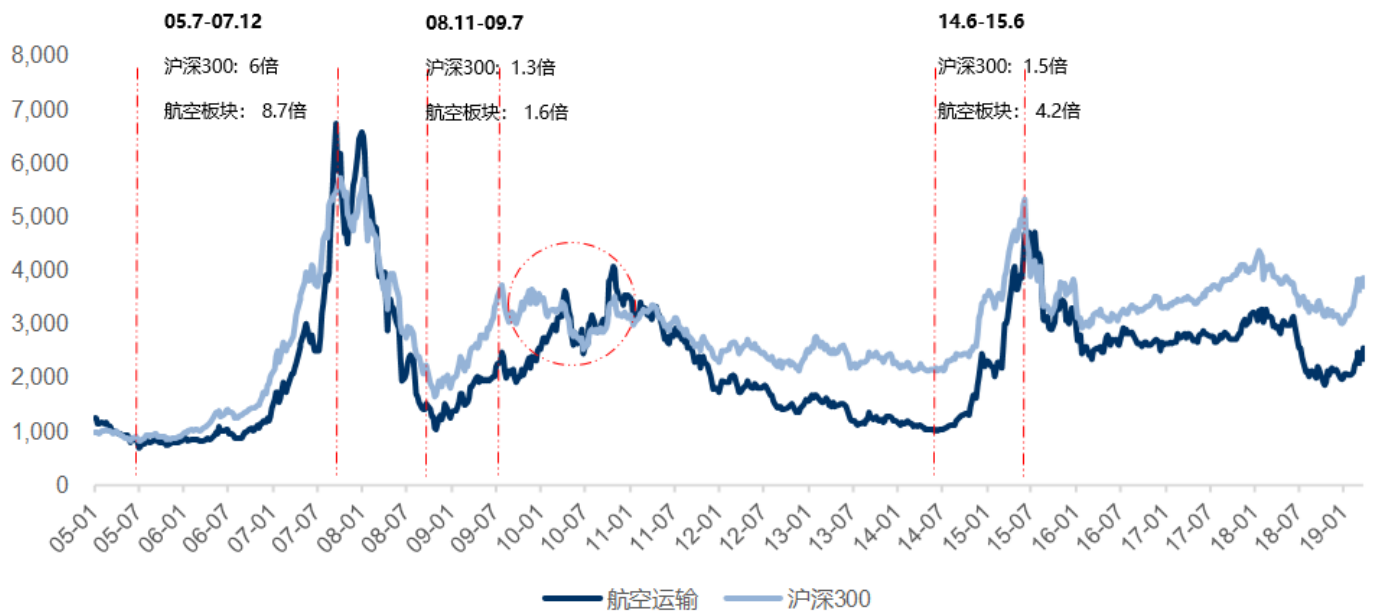
我们简单以沪深 300 指数为基准，涨幅翻倍以上的行情定义为“牛市”，则近十余年三次牛市：分别为 2005.7-2007.10，2008.11-2009.7，2014.6-2015.6，（2017-18 年初的白马蓝筹行情中指数与航空股均未出现翻倍，故未列入）

三次牛市中，航空股均呈现典型的高 Beta 属性，并有显著的超额收益：跨年度、长时间、高弹性

以区间最低/最高收盘价计为行情起/终点：

- 2005 年 7 月-2007 年 12 月，历时 29 个月，沪深 300 涨幅 6.0 倍，航空板块涨幅 8.7 倍；
- 2008 年 11 月-2009 年 7 月，历时 8 个月，沪深 300 涨幅 1.3 倍，航空板块涨幅 1.6 倍；
- 2014 年 6 月-2015 年 6 月，历时 12 个月，沪深 300 涨幅 1.5 倍，航空板块涨幅 4.2 倍；

图表 1 2005-2019 年航空运输指数与沪深 300 走势图



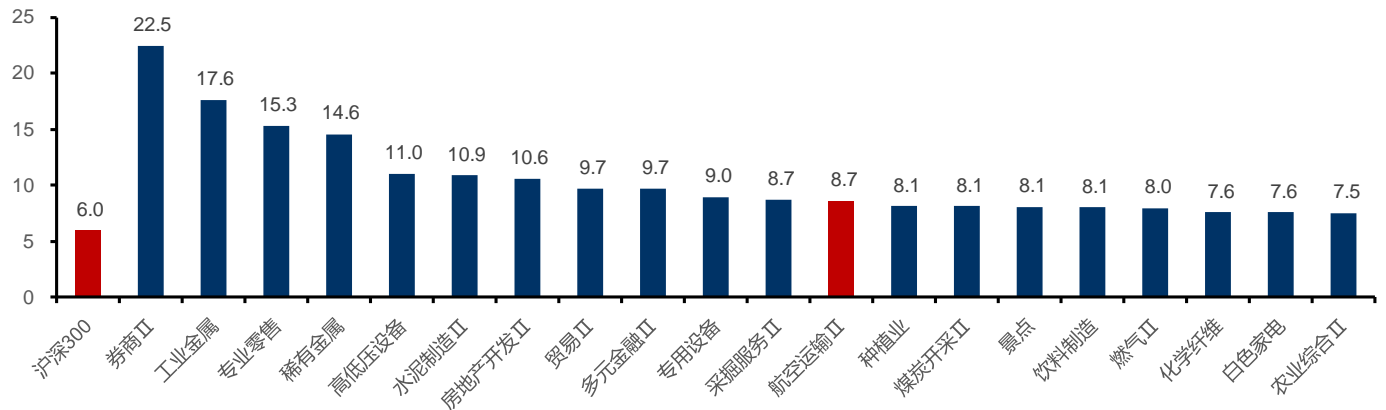
资料来源：Wind，华创证券

二级行业来看，申万航空运输Ⅱ显著跑出领先优势：

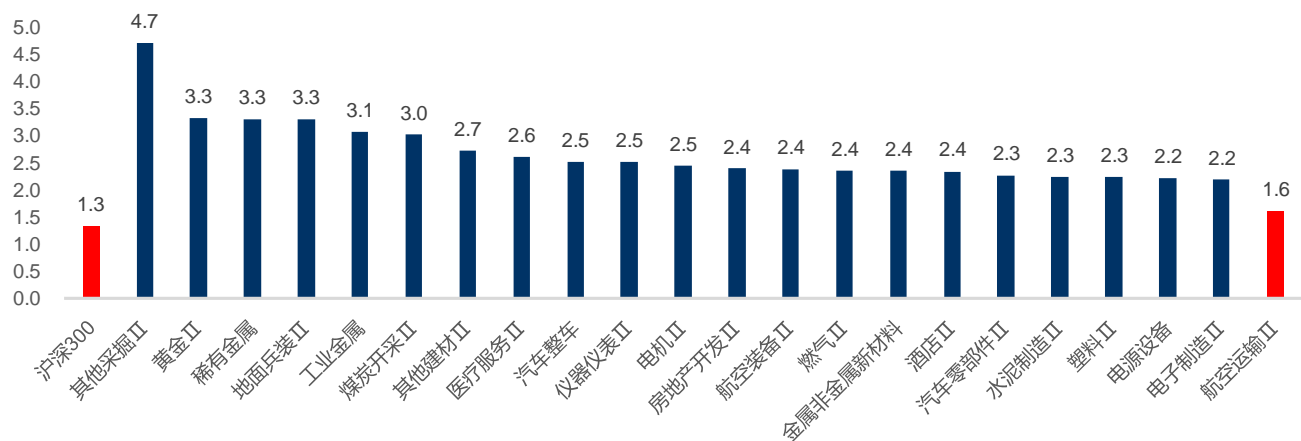
05-07 年涨幅 8.7 倍，在 89 个二级子行业中涨幅排名 12；涨幅前五板块为券商、工业金属、专业零售、稀有金属、高低压设备。

08-09 年涨幅 1.6 倍，在 97 个二级子行业中排名 52，位列中游；涨幅前五板块为其他采掘、黄金、稀有金属、地面兵装、工业金属。注：航空这轮行情持续到 2010 年，后文注释。

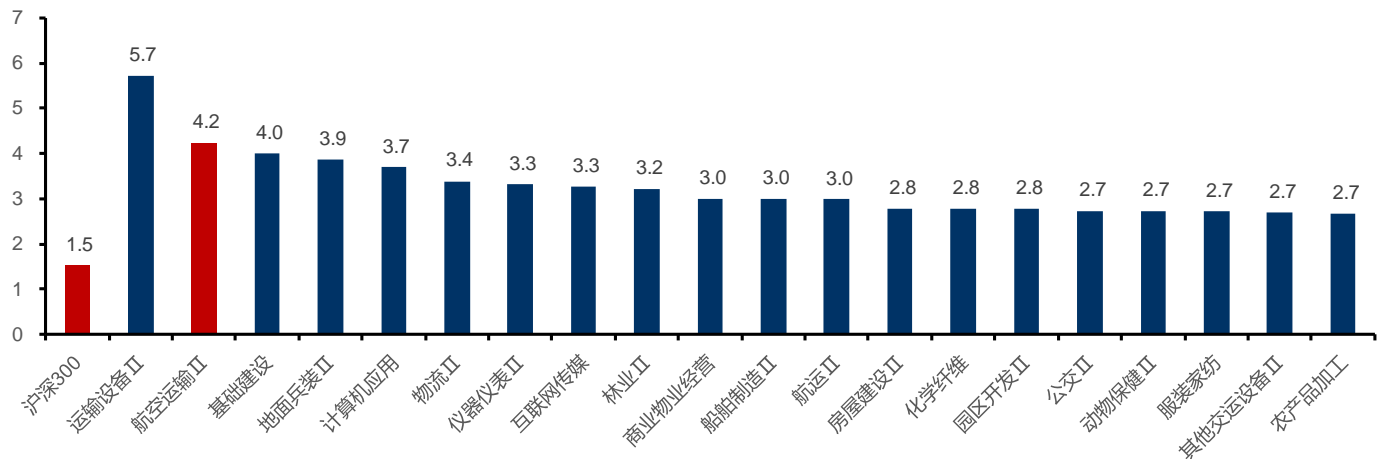
14-15 年涨幅 4.2 倍，在 102 个二级子行业中涨幅排名第 2；涨幅前五板块为：运输设备、航空运输、基础建设、地面兵装、计算机。

图表 2 05-07 年申万二级行业涨幅 TOP20


资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 08-09 年申万二级行业涨幅 TOP20


资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 14-15 年申万二级行业涨幅 TOP20


资料来源: Wind, 华创证券

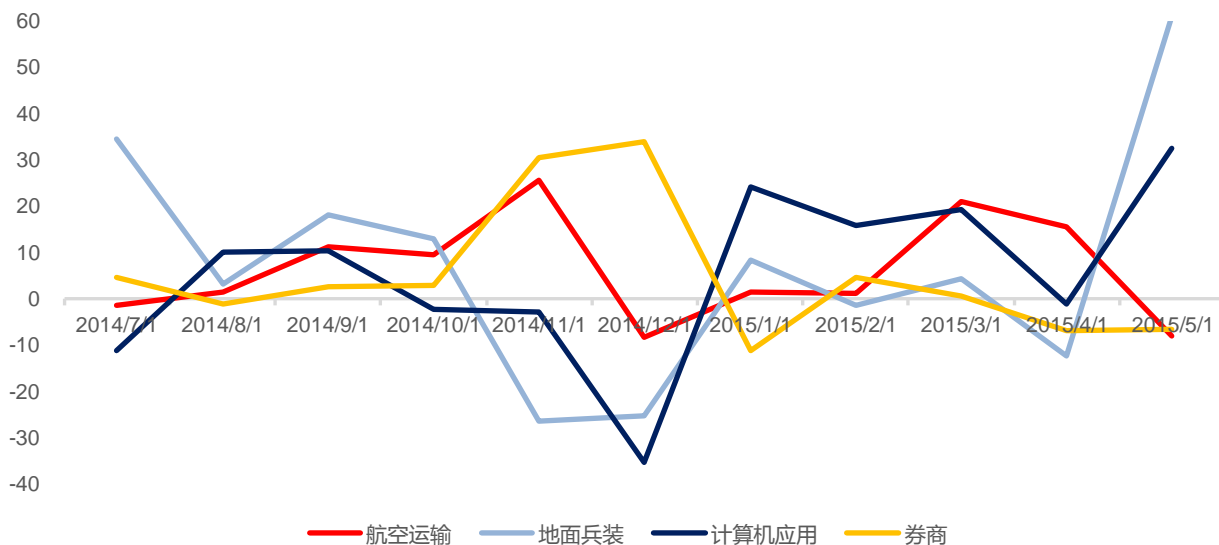
节奏上看：通常发生在牛市初期以及牛市确认后的中后期

年初我们发布深度研究《底线思维看需求，可类比 2012；驱动因素看股价，或可类比 2015》；因我们认为 2019 年有利的油汇环境对于航空公司成本减负堪比 2015 年，

以 2014-15 年牛市表现看，航空股明显超额的两个阶段：

牛市初期（2014 年 9-11 月）以及牛市中后期（2015 年 3-4 月），前者因当时 PB 估值历史低位，油价开始断崖下跌，后者因成本改善兑现到业绩超高增速以及股市财富效应发酵对需求带来正向反馈。

图表 5 典型板块 14-15 年相对沪深 300 超额收益 (%)



资料来源：Wind，华创证券

（二）航空股的“牛市”：亦有过独立行情

前文我们发现航空股的表现整体与沪深 300 相关性极强，但 2009.09-2010.10 是航空独立的牛市行情，**2009.8-2010.10，沪深 300 涨幅 55%，而航空板块涨幅 1.4 倍，位列 97 个二级子行业第 8 名**，其源于“四万亿”推动了需求增长叠加供给增速的放缓，供需缺口推升客座率与票价显著双升，行业客座率当年提升 6 个百分点至首次超过 80%，而国航为例，当年扣油座收同比大增 14%。

我们也可以理解为 08-09 年牛市的延续，若将此并入 08.10-10.10 的行情，**则整个周期内沪深 300 涨幅 1.4 倍，航空涨幅 3.6 倍，位列 97 个子行业第 21 名。**

分公司看，三大航中南航与国航涨幅更为突出，分别有两次涨幅第一：

05-08 年南航最大涨幅 11.6 倍，国航 9.6 倍，东航 9.0 倍；

08-10 年国航最大涨幅 4.0 倍，南航 3.6 倍，东航 2.5 倍；

14-15 年南航最大涨幅 6.1 倍，东航 5.1 倍，南航 3.8 倍；

图表 6 三次大级别行情汇总

阶段	历时 (月)	航空运输指数	沪深 300	相对沪深 300	三大航涨幅 (倍数)		
		涨幅 (倍数)	涨幅 (倍数)	倍数	国航	南航	东航
2005.07-2007.12	29	8.7	6.0	1.5	9.6	11.6	9.0
2008.10-2010.10	24	3.6	1.4	2.2	4.0	3.6	2.5
2014.07-2015.06	12	4.2	1.5	2.8	3.8	6.1	5.1

资料来源：华创证券整理

(三) 航空行情：“牛市”需助攻

1、2005-07 年：汇率助攻，人民币汇改后的升值成为先导驱动因素

汇率波动从三方面影响航空公司：

- 1) 航空公司有巨额外币负债，人民币大幅波动将产生巨额汇兑净收益（损失）。
- 2) 随着累计升值（贬值）幅度的提高，对出境游的刺激（抑制）作用将日益明显。
- 3) 国内航司综合采购油价与国际油价挂钩，汇率波动可导致采购油价波动。

图表 7 2005 年 7 月汇改后人民币连续升值，引发了航空股的行情


资料来源：Wind，华创证券

2005-2007 年行情，人民币汇改后的升值成为先导驱动因素。2005 年 7 月 21 日我国正式汇改，人民币对美元从 8.2223 快速升值至 2008 年 7 月的 6.8376，升值幅度高达 20%，之后维持了 2 年左右在 6.82-6.84 区间内的窄幅波动。

2005-2007 年，三大航合计实现汇兑收益 129 亿元，而利润总额合计为 111.3 亿元，汇兑净收益超过了利润总额。

国航：合计汇兑净收益 38.89 亿元，利润总额 120.8 亿元；

南航：合计汇兑净收益 55.14 亿元，利润总额 14.99 亿元，

东航：合计汇兑净收益 34.77 亿元，利润总额-24.49 亿元，

扣除汇兑收益后的利润总额来看：股价表现与扣汇利润表现并不全相关。

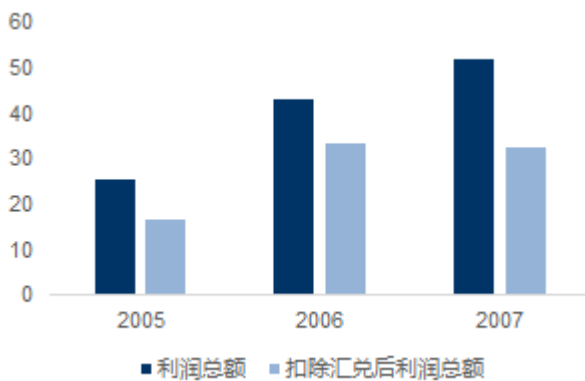
国航: -49%、101%、-3%

南航: -829%、减亏、扭亏

东航: -150%、亏损扩大、减亏

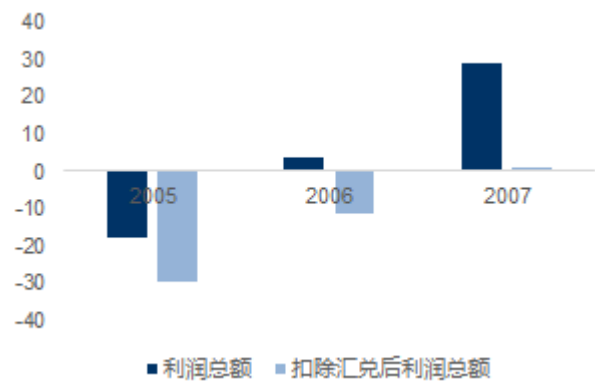
市场表现来看,三大航汇兑收益绝对值大小(南航 55.14 > 国航 38.89 > 东航 34.77),直接对应最终涨幅(南航 11.6 倍 > 国航 9.6 倍 > 东航 9.0 倍)。

图表 8 2005-2007 国航扣除汇兑后利润总额



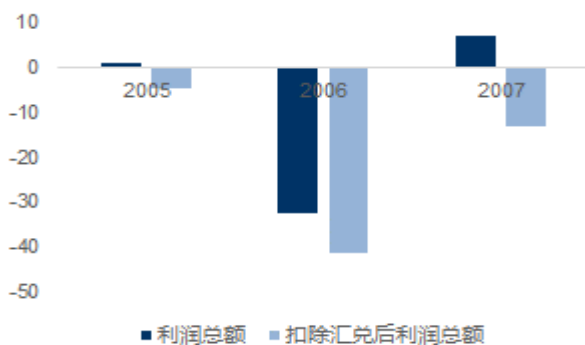
资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 2005-2007 南航扣除汇兑后利润总额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 2005-2007 东航扣除汇兑后利润总额



资料来源: Wind, 华创证券

2、2008-10、2014-15: 油价助攻助力成本大幅减负

油价是航空公司第一大成本项,占比介于 25%-40%,其波动对航空公司成本影响巨大。

2008-10 年: 布伦特原油价格从 2008 年 7 月 140 美元的高点迅速下降,2008 年 10 月跌破 100 美元关口,2009 年 2 月跌至 40 美元的低点。超低油价触发航空股行情,行情高点时油价最多上升至 85 美元附近,随后油价持续走高,并在 2011 年 4 月最终上涨至 130 美元附近。

2014-15 年: 与 08-10 年相仿,油价快速下跌触发行情催化。布伦特原油价格从 2014 年 7 月 100 美元快速下降至 12 月跌破 60 美元,跌幅超过 4 成。此后继续下探到 40 美元。

图表 11 布伦特油价与航空股走势

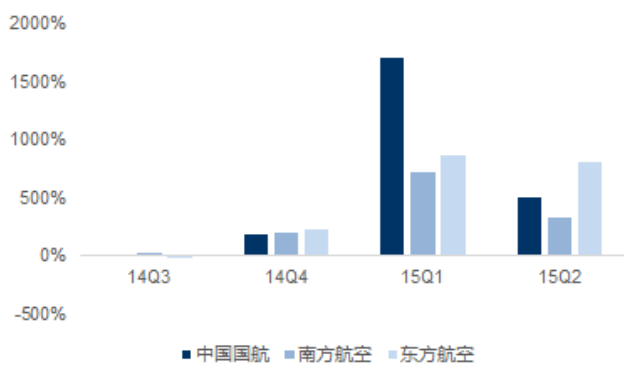


资料来源: Wind, 华创证券

进一步分析 2014-15 年行情:

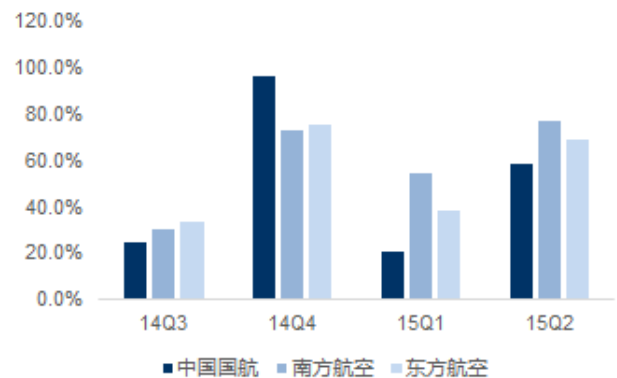
油价暴跌: 从 120 美元跌至 50 美元以下, 成本端给航空公司带来极大的利润增厚, 15Q1 利润同比涨幅在 7 倍以上, 而股价在 14Q4 利润出现大幅增长拐点时, 涨幅最大, 三大航平均涨幅 81%。

图表 12 14Q3-15Q2 利润单季度增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 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, 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 14 三大航 14-15 年数据情况

	2014	15H1
不含油票价		
中国国航		1.71%

	2014	15H1
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%
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

3、不同的 2008-10：2010 年供需差达到行业顶峰推动收益水平大幅提升

前文我们阐述 2008-10 年行情中，对于航空股是两段式行情，前半段跟随市场牛市，后半段则展现了供需缺口推动的收益水平大幅提升。

2009 年是供需结构由负转正的一年，而 2010 年达到了最高峰，三大航平均需求快于供给 7.7 个百分点。

需求端：“四万亿”+世博会，需求显著提升。2008 年金融危机后，我国推出“四万亿”计划，拉动了公商务出行需求，叠加 2010 年上海世博会的召开，公商务与因私出行两旺。客运量增速 08-10 年分别为 3.6%、19.7%和 16.1%，旅客周转量增速分别为 3.3%、17.1%和 19.7%。2009 年的复苏是 08 年低基数导致，2010 年在 09 年基础上仍然保持快速增长，则是需求端得到了刺激。

供给端：受金融危机影响，08 年飞机引进相比此前趋缓，同比增长 11.0%（07 年为 13.6%），09、10 年恢复至 12.5%和 12.7%。

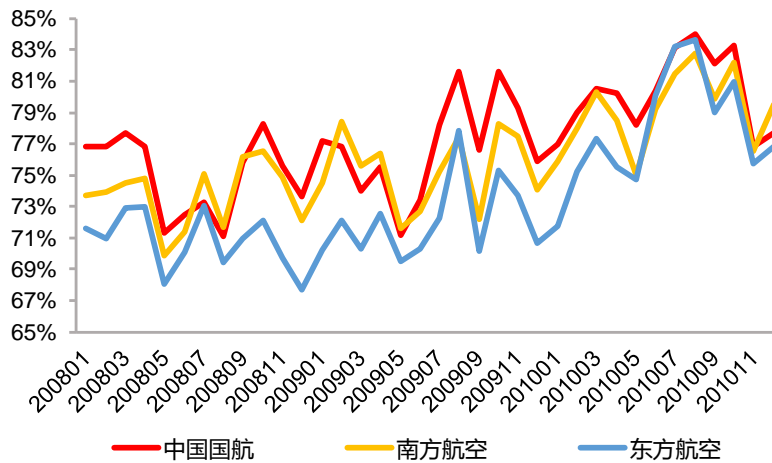
飞机引进增长速度滞后，而需求爆发式恢复，导致供需剪刀差迅速拉大。09 年是供需结构由负转正的一年，2010 年达到了最高峰。行业客座率由 08 年 74.5%快速增长至 10 年 80.2%，站上 80%关口后，三大航再未出现过利润亏损。

国航 08-10 年客座率分别为 74.9%、76.8%和 80.0%；

南航 08-10 年客座率分别为 73.8%、75.3%和 79.2%

东航 08-10 年客座率分别为 70.8%、72.2%和 78.0%。

图表 15 三大航 08-10 年客座率走势



资料来源: Wind, 华创证券

因此在前三轮的牛市中, 航空的助攻分别来自汇率升值, 油价大跌+供需显著好转, 以及油价大跌。即: 汇率助攻一次, 油价助攻两次, 供需助攻一次。

4、三要素计分卡: 量化评价航空环境

华创交运在 2017 年推出航空三要素推出计分卡, 作为量化评估航空环境的一种工具, 来判断航空股涨跌概率。

分值设定: 1、0、-1

汇率: 升值 0.5 个百分点及以上记作 1 分, 相反为-1 分, 两者之间为 0 分

油价: 下降 10%及以上记作 1 分, 相反为-1 分, 两者之间为 0 分

供需结构: 需求增速超过供给增速 1 个百分点及以上记作 1 分, 相反为-1 分, 两者之间为 0 分。

图表 16 计分卡要素

计分	汇率	油价	供需
1	升值0.5个百分点及以上	下降10%及以上	需求增速大于供给增速1个百分点及以上
-1	贬值0.5个百分点及以上	上涨10%及以上	需求增速小于供给增速1个百分点及以上
0	介于两者之间		

资料来源: Wind, 华创证券

回溯样本: 2006Q1-2018Q4 共计 52 个季度数据

统计发现:

- 1) 25 个季度航空股实现了正收益, 占比 48%,
- 2) 仅 1 次得分为-2, 即遭遇了因素双杀, 而剩余因子为中性, 即 18Q2, 当季跌幅 10%
- 3) 涨幅最高的前 5 次, 得分分别为: 1、3、3、2、1, 涨幅均超 50%

按得分来看:

- 1) 3分2次：14Q4及15Q2，分别涨幅67%及63%，上涨占比100%
- 2) 得分1以上，上涨占比57%，胜率过半
- 3) 得分在-1及以下，上涨占比仅为10%，胜率极低

图表 17 计分卡要素

分数	次数	上涨次数	上涨占比
3	2	2	100%
2	6	3	50%
1	20	11	55%
0	14	8	57%
-1	9	1	11%
-2	1	0	0%
得分1以上	52	25	48%

资料来源：Wind，华创证券

（四）牛市中的航空股估值：

航空公司的利润受到外部参数变化而波动较大，因此我们综合列示 PE 与 PB。

2005-07 年的航空公司利润绝对值普遍较低且不稳定，估值仅能参考

东航 05-07 年归属净利分别为 0.6、-30 及 5.9 亿元

南航 05-07 年归属净利分别为 1、-18 及 2 亿元，

国航 2006 年上市，06-07 年归属净利分别为 30 及 39 亿元，

因此估值仅可参考：**05-07 年**，申万航空运输（801173）PE-TTM 自 2005 年 4 月 18 倍启动，**最高 PE 100 倍，PB10 倍。**

国航 PB-TTM 由 1.3 倍左右启动（2006 年 8 月），最高达到 10 倍；

南航 PB-TTM 由 1 倍左右启动（2006 年 4 月），最高达到 10 倍；

东航 PB-TTM 由 2 倍左右启动（2005 年 7 月），最高达到 25 倍

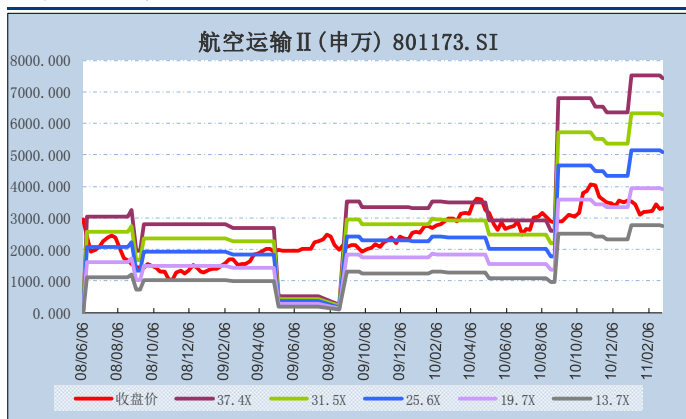
2008-10 年：2010 年起利润水平真正上台阶，最高 PE 30-40 倍，PB 6 倍

2010 年三大航中国航利润超过 100 亿，而东南航也均超 50 亿，此后再未出现过亏损，

申万航空运输 PE-TTM 自 2008 年 11 月约 13 倍启动，最高达到约 40 倍（2010 年 8 月）；

PB-TTM 自 2008 年 11 月约 1.5 倍启动，最高达到约 7 倍（2007 年 4 月）。

图表 18 申万航空运输 PE-TTM (08-10)



资料来源: Wind, 华创证券

行情峰值 PE:

国航 PE-TTM 2010 年 10 月最高达到约 30 倍;

南航 PE-TTM 2010 年 10 月最高达到约 40 倍;

东航 PE-TTM 2010 年 10 月最高达到约 70 倍;

PB 角度:

国航 PB-TTM 由 1.4 倍左右启动 (2008 年 10 月), 最高达到 6 倍 (2010 年 10 月);

南航 PB-TTM 由 1.5 倍左右启动 (2008 年 10 月), 最高达到 6 倍 (2010 年 10 月);

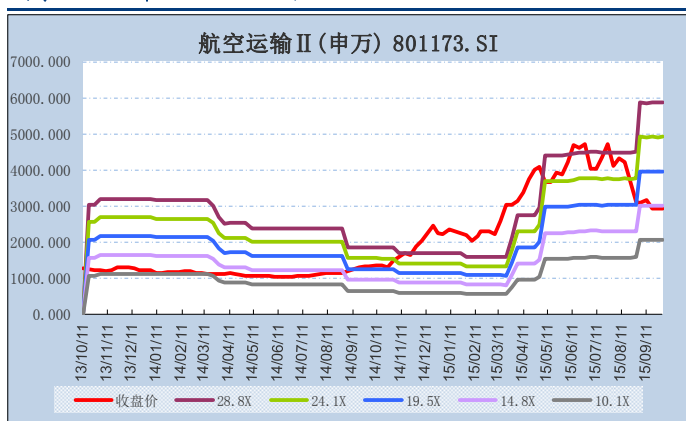
东航 PB-TTM 波动较大, 2010 年 10 月达到 8 倍 PB;

14-15 年: 最高 PE30-40 倍, PB 4-5 倍

申万航空运输 PE-TTM 自 2014 年 1 月约 10 倍启动, 最高达到约 40 倍 (2015 年 6 月);

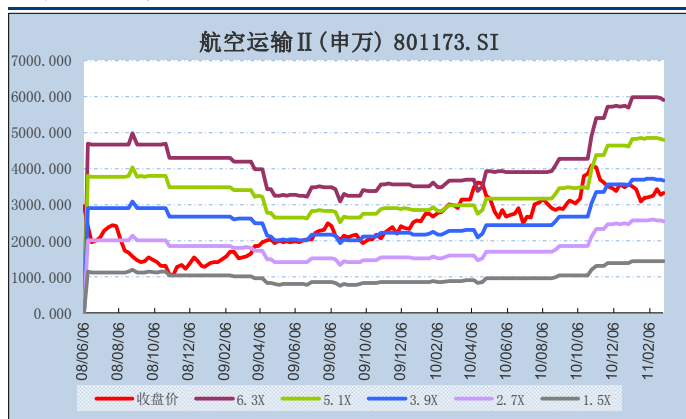
PB-TTM 自 2014 年 1 月约 0.9 倍启动, 最高达到约 3.6 倍 (2015 年 6 月)。

图表 20 申万航空运输 PE-TTM (14-15)



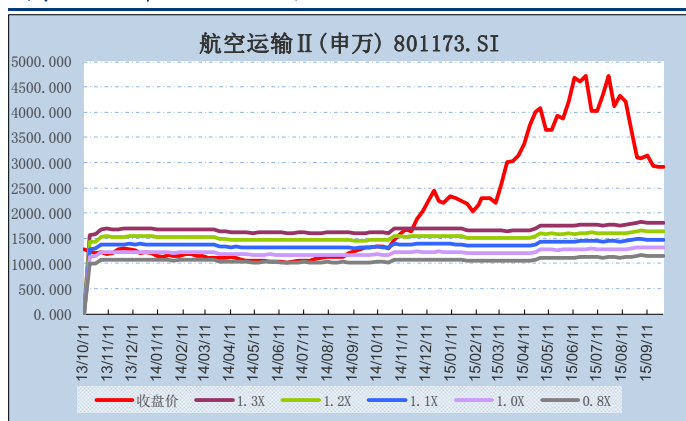
资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 申万航空运输 PB-TTM (08-10)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 申万航空运输 PB-TTM (14-15)



资料来源: Wind, 华创证券

PE 角度:

国航 PE-TTM 由 10 倍 (2014 年 1 月), 最高达到 40 倍 (2015 年 6 月);

南航 PE-TTM 由 10 倍 (2014 年 1 月), 最高达到 40 倍 (2015 年 6 月);

东航 PE-TTM 由 9 倍 (2014 年 1 月), 最高达到 30 倍 (2015 年 6 月);

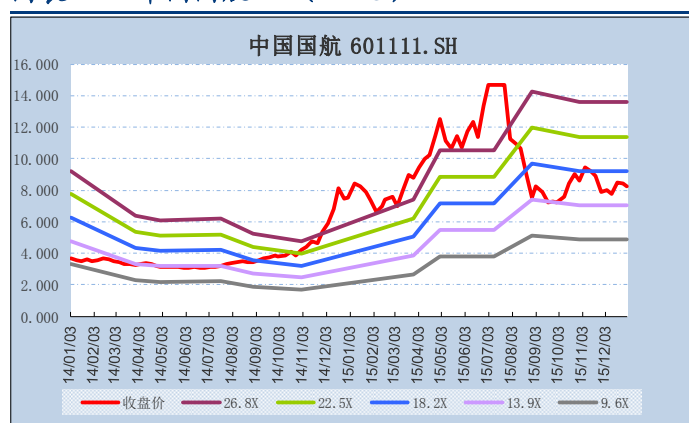
PB 角度:

国航 PB-TTM 由 1.0 倍 (2014 年 1 月), 最高达到 5 倍 (2015 年 6 月);

南航 PB-TTM 由 0.7 倍 (2014 年 1 月), 最高达到 3.6 倍 (2015 年 6 月);

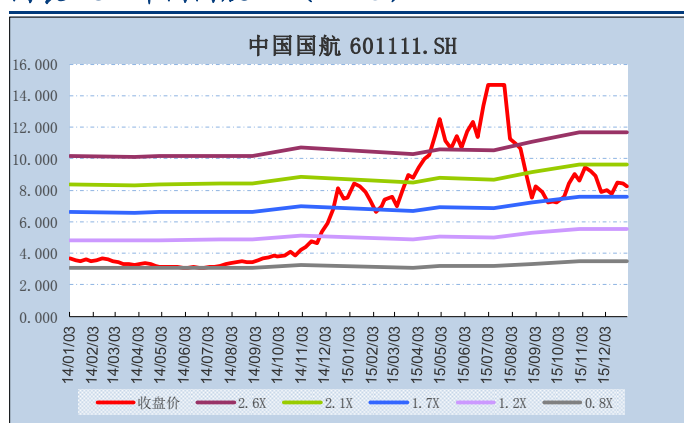
东航 PB-TTM 由 0.8 倍 (2014 年 1 月), 最高达到 3.6 倍 (2015 年 6 月);

图表 22 中国国航 PE (14-15)



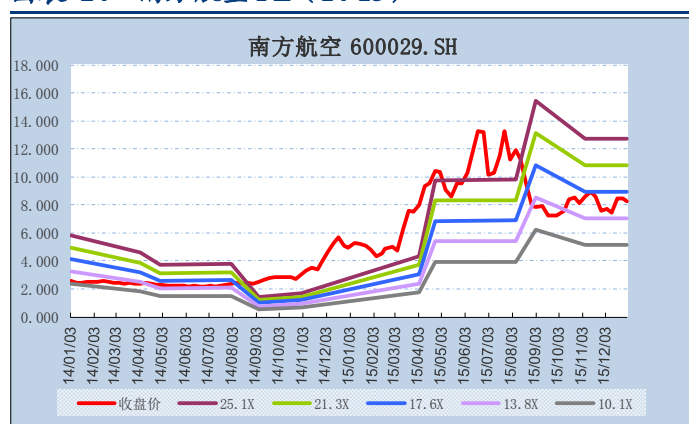
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 中国国航 PB (14-15)



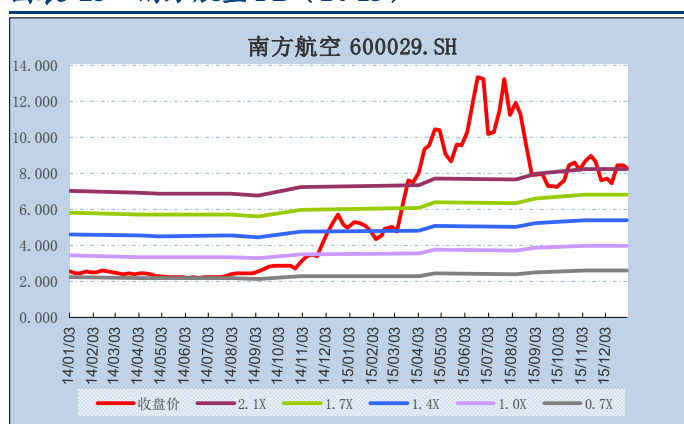
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 南方航空 PE (14-15)

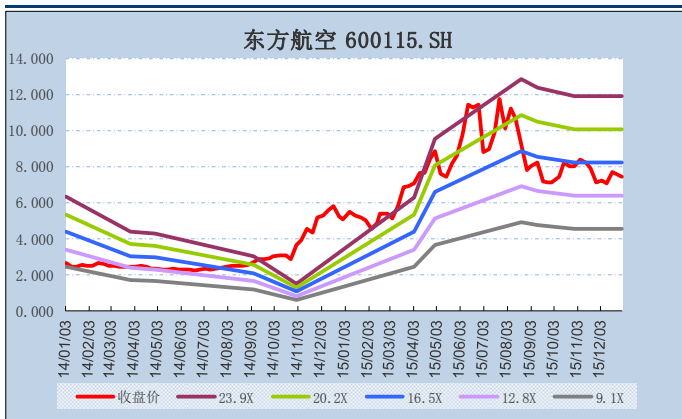


资料来源: Wind, 华创证券

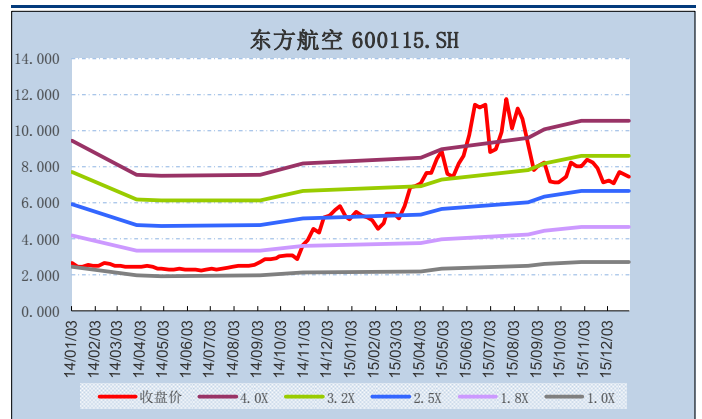
图表 25 南方航空 PB (14-15)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 东方航空 PE (14-15)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 东方航空 PB (14-15)


资料来源: Wind, 华创证券

作为参考: 2016-18 年的结构性行情中, PE 从 12 倍启动, 最高至 20-25 倍, PB2.4 倍

二、利好在堆积

(一) 外部环境评估: 油汇由极端损害转向相对友好

2018 年人民币贬值 5%, 油价均价涨幅 28%, 因汇兑给三大航带来损失分别为国航 23.8 亿, 东航 20.4 亿, 南航 17.4 亿元, 因燃油成本上升带来三大航分别增加国航 110.7 亿, 东航 85 亿及南航 110 亿, 两项成本费用对于三大航带来均超 100 亿的利润损失。

2019 年当前人民币走升, 而油价同比处于下降, 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 (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。)

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:

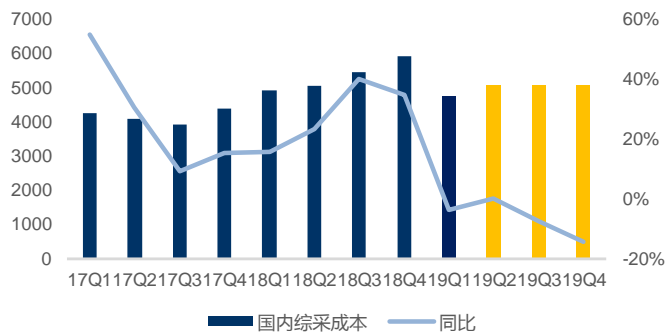
19 年 1-3 月国内综采成本为 4754 元/吨, 同比下降 3.8%, 布油均价 63 美元, 同比下降 6%, 考虑国内与国际加油 7:3 的比例关系, 则一季度航空燃油价格同比下降 4.4%。

假设此后各季度均价维持 3 月底的水平, Q2-Q4 分别为下降 4.5%、下降 10%及下降 12%, 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 65 美元, 同比下降 10% (18 年均价 72.4)。

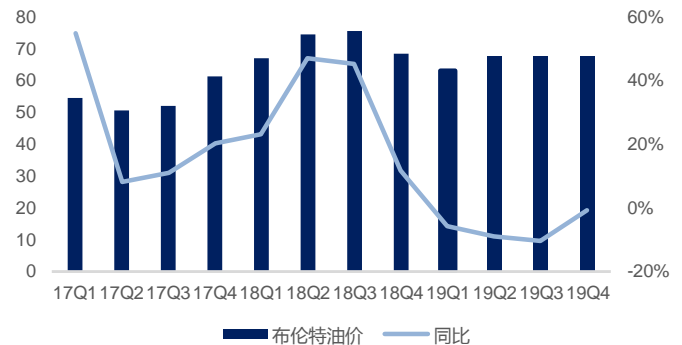
对于三大航而言, 仅依靠油价下跌带来的成本节省为国航 39 亿、东航 34 亿、南航 43 亿元。

图表 28 17Q1-19Q4 国内综采成本同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 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。

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，而近期以中间价 6.71 算，今年升值 2.2%带来利润贡献国航 5.1 亿、东航 4 亿，南航 4.4 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 29、东航 24、南航 22 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 20、17 及 14 亿元利润增厚。

注：截止 2018 年年报，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 2.28 亿，东航 1.78 亿，南航 1.95 亿元。

图表 30 航空公司汇率敏感性测算（不考虑经营租赁进表放大敏感性）

公司	亿元	2018年损失	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	2.28	23.8	-5.09	0.00	4.5	28.9	23.8	19.3
东航	1.78	20.4	-3.97	0.00	3.5	24.4	20.4	16.9
南航	1.95	17.4	-4.35	0.00	3.9	21.8	17.4	13.5

资料来源: 公司公告, 华创证券

因此对于三大航而言，考虑 2018 年征收国内燃油附加费而 2019 年无法征收，则油汇带来边际利润增厚：国航 53（油 25+汇 28）、东航 44（油 11+汇 24）、南航 48（油 26+汇 22）亿元。油汇合计减负堪比 2015 年。

图表 31 油汇边际贡献测算

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	
	航油成本				63.8	70	80	
国航	385	38.5	-29		33	3	-39	
东航	337	33.7	-25		29	3	-34	
南航	429	42.9	-32		36	4	-44	
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)	附加费收入	63.8	70	80	63.8	70	80	
国航	11.0	-	15	46	-8.25	3	26	
东航	11.5	-	16	47	-8.61	3	27	
南航	13.9	-	19	58	-10.43	4	33	
汇率影响		亿元	2018年损失	当前	悲观	当前水平下	中性下	悲观下
不考虑经租并表	汇率敏感性		6.863	6.71	7.00	减少财务费用/利润贡献		
放大敏感性	贬值		5.04%	-2.23%	2.0%			
国航	2.28		-23.8	-5.09	4.5	28.9	23.8	19.3
东航	1.78		-20.4	-3.97	3.5	24.4	20.4	16.9
南航	1.95		-17.4	-4.35	3.9	21.8	17.4	13.5
利润综合影响		当前水平下	中性下	悲观下				
(油、汇)		(64, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)				
国航		53.3	30.5	6.5				
东航		44.4	26.6	9.4				
南航		47.8	25.2	2.7				

资料来源: 公司公告、华创证券测算

注: 因 2019 年经营租赁进表, 我们此前报告《展望航空股起飞之势》中详细阐述了测算, 此处仅保留结论: 预计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。

(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。)

边际思维看利润弹性: 即在 2018 年利润基础上 (国航选取扣除一次性收益后的 66 亿净利), 加上油汇的改善,

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,

当前组合 (油价 64 美元, 人民币 6.71), 国航、东航、南航 2019 年可实现利润 120、71 及 82 亿元 (同比增长 81%、164%及 160%), 对应 PE13-14 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 97、54 及 55 亿元, 对应 PE16-19 倍。

图表 32 航空公司敏感性测算

亿元	净利润(扣一次性收益)	影响利润测算			相当于2018年一致预期增长			2019利润			对应PE		
	2018年	当前	中性	悲观	当前	中性	悲观	当前	中性	悲观	当前	中性	悲观
		(64, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)	(64, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)	(64, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)	(64, 6.71)	(70, 6.86)	(80, 7)
国航	66.2	53.3	30.5	6.5	81%	46%	10%	120	97	73	13.2	16.2	21.6
东航	27.1	44.4	26.6	9.4	164%	98%	35%	71	54	37	14.1	18.7	27.5
南航	29.8	47.8	25.2	2.7	160%	85%	9%	78	55	33	13.6	19.1	32.3

资料来源: 公司公告、华创证券测算

(二) 最大助攻或来自于波音事件

事件: 3月14日起, 波音737MAX系列飞机全球停飞, 复飞时间仍待事件进一步调查结果。此前我们发布深度研究《多角度分析波音事件影响: 不止于当下, 持续看好航空业发展》, 此处做部分摘要:

订单分析: 737MAX为波音未来最核心机型, 其影响或使我国航空业供给降速。

- 1) 波音首架MAX系列于2017年交付, 当前4636架未交付, 占波音总订单的78.5%, 更占据737窄体机系列的98%, 为波音最核心机型。
- 2) **对我国存量影响:** 目前96架占行业比重**2.6%**, 其中南航34架, 国航22架, 东航14架, 占比分别为4%、3.3%及2.2%。
- 3) **我国增量影响:** 航空公司直接预定数量104架, 租赁公司订单299架, 假设租赁订单中国内航企占比50-100%, 则实际待交付我国订单为254-403架, **相当于运力规模的7-11%**。
- 4) **从上市公司角度看,** 三大航2019年计划引进737MAX105架, 占机队规模的4.8%。

图表 33 国内存量737MAX分布

	上市航司	数量	机队规模	占比	上市公司并表总机队	占比
国航系	中国国航	15	403	3.7%	671	3.3%
	深圳航空	5	188	2.7%		
	昆明航空	2	26	7.7%		
	山东航空	7	124	5.6%		
南航系	南方航空	24	600	4.0%	844	4.0%
	厦门航空	10	167	6.0%		
东航系	东方航空	3	534	0.6%	681	2.2%
	上海航空	11	103	11.7%		
海航系	海南航空	11	245	4.5%	470	3.4%
	祥鹏航空	3	53	5.7%		
	福州航空	2	18	11.1%		
吉祥旗下	九元航空	1	18	5.6%	89	1.1%
	奥凯航空	2	31	6.5%		
	737-8MAX	96	全行业机队	3665	占比	2.6%

资料来源: 波音官网、华创证券

图表 34 我国待交付737MAX系列订单

待交付737MAX系列订单			
南航	34	中国发展银行下属国银租赁	77
东海	25	中银航空租赁有限公司	80
奥凯	9	渤海租赁旗下AVOLON	92
瑞丽	36	中国飞机租赁集团控股	50
航司737MAX合计	104	租赁公司737MAX订单合计	299
航企待交付订单合计	122	租赁公司待交付订单合计	320
737MAX占比	85%	737MAX占比	93%
假设租赁公司订单全部来自国内			
航企+租赁公司合计737MAX	403	737MAX相当于当前运力	11%
假设租赁公司订单50%来自国内			
航企+租赁公司合计737MAX	254	737MAX相当于当前运力	7%

资料来源: 波音网站、华创证券

航空公司引进737系列(未注明具体型号)计划看: 因目前波音MAX系列占737系列的98%, 因此不妨假设均为MAX机型, 则

国航2019-2020年拟引进34及31架; 占引进计划的52%及57%,

东航拟引进 24 及 24 架，占引进计划的 40% 及 57%，

南航拟引进 45 及 51 架，占引进计划的 39% 及 38%，

三大航 2019 年引进 737MAX 订单为 103 架，占公司机队规模的 4.8%，其中南航、国航、东航引进运力占自身机队的 4.8%、5.1% 及 3.5%。

因此假设该机型在 2019 年的交付中存在延期等情形，不考虑其他调整，则对三大航的运力增速将减少 4 个百分点左右。

737MAX 停飞对航空公司的收入成本影响几何？

1) 737MAX 系列停飞对成本的影响：飞机正常运行的成本包括固定成本：折旧（租金）、维修、停场费以及变动成本：航油、起降费等。停飞后的成本实际可简化为固定成本，但与正常执飞比，相当于 10 小时飞行时间不产生收入来覆盖。我们测算：假设一天执飞 4 个航班，成本 25.8 万元，包括航油 8.8 万、折旧 6.12 万（全天）、维修 2.64 万，变动成本 17 万元；停飞航班产生的固定支出 8.8 万元，相当于停飞可减少变动成本 17 万元。换言之如果飞机执飞产生的收入无法超过 17 万元，则停飞对于航空公司而言反而有利。另外角度来理解：考虑 10 个小时不生产所对应的折旧、维修等部分没有任何收入来覆盖，也可将其理解为停飞相比较正常飞行带来的额外损失为 3.67 万元/天。

2) 737MAX 系列停飞对收入的影响。静态分析停飞或带来收入损失，以上市公司 18H1 披露座公里成本测算，减少收入为国航 775 万，南航 1199 万，东航 584 万/天，运营毛利减少国航 544 万，南航 805 万，东航 400 万元。但动态分析下网络型公司的调配优势将发挥，保高减低或可带来向上弹性（削减低收益航线从而带来收益提升）。

图表 35 成本比较

1天成本(元)	飞行时成本	停飞后成本	飞行	停飞	相比停飞前不创造收入的部分	说明
航油成本	有	无	88000			
折旧(租金)	有	有	61209	61209	25504	飞行过程中(日利用10小时)产生收入可覆盖,即10小时停飞产生的折旧2.6万、维修1.1万元为无收入可覆盖部分
维修成本	有	有	26400	26400	11000	
起降费	有	无	38000			
地面服务费	有	无	10000			
机组成本	有	无	8280			
航路费用	有	无	1685			
进近指挥费	有	无	1194			
餐食成本	有	无	13200			
停场费	有	有	420	524	105	最大差异为起降费的5%
民航发展基金	有	无	9936			
合计			258,323	88,133	36609	
不含折旧、维修、停场费后的边际成本			170,295	-		停飞减少的成本

资料来源：Wind，华创证券测算

供需弹性分析：淡季或不明显，旺季将释放弹性。

1) 航空公司在淡季或可通过提升日利用率以弥补部分缺口，旺季则限于控总量难以做存量提升。假设 MAX 外窄体机日利用小时提升 2-3%，可弥补 1.6-2.4%。综合考虑（新订单难以交付），我们预计 2019 年运力影响或为 3.6-5.4%，即（存量 2-3%）+增量 4%-（弥补 1.6-2.4%）。

淡旺季分布看：在当前的 3-5 月淡季中，不考虑新引进延期，行业供需缺口或仅为 0.5%-1% 之间，

一旦进入旺季暑运中，缺口将至少在 2-3%，而考虑新引进飞机 4% 左右的降速，即便考虑利用率提升，缺口亦或进一步扩大至 5% 左右。

从分布上而言，航空公司主力航线将尽可能得到保障，受益于价格市场化的稳步推进，而其他航线则因供给收缩（落实到此类航线，缺口将大于前述测算）

图表 36 运力影响预计（假设新订单延期交付）

	区间	
存量影响	2%	3%
增量影响	4%	4%
日利用小时提升	2.40%	1.60%
预计整体影响	3.60%	5.40%

资料来源：华创证券测算

2) 对 Q3 做弹性测算：

18Q3，国航、南航、东航单季度收入分别为 386、413 及 335 亿元，预计国内航线收入分别为 260、310 及 335 亿元，占比在 66-75% 间。

a) 鉴于预计 19Q3 相较于 18Q3 三大航 TOP50 航线经济舱上限提价 20%，考虑实际提价 3%，其余航线座收提升在 2%-5%（供需缺口弹性），则对三大航 Q3 单季度带来利润弹性 4-9 亿，从扣汇归属净利角度，对于国航来说，单季度弹性 10-15%，东航弹性 13-19%，南航弹性 19-28%。

b) 若考虑整体航线座收提升 3%（供需缺口 3%），则带来三大航利润增厚单季度 5-9 亿，与前述测算类似。

图表 37 Q3 利润弹性

	Q3 单季度收入	国内航线收入	国内航线收入占比	TOP50	50 之外	50 座收弹性 3%	50+ 座收弹性 2%	50+ 座收弹性 5%	合计影响	18Q3 扣汇净利	弹性		
国航	386	260.16	67%	156.1	104.1	3.5	1.6	3.9	5.07	7.41	49	10.4%	15.1%
南航	413	309.13	75%	185.5	123.7	4.2	1.9	4.6	6.03	8.81	32	18.8%	27.5%
东航	335	221.10	66%	132.7	88.4	3.0	1.3	3.3	4.31	6.30	34	12.7%	18.5%

资料来源：公司公告，华创证券测算

3) 全年测算：假设订单延期，保守角度我们预计全年仅 3% 的供需缺口，则推动国内航线 3% 的座收弹性，带来国航、东航、南航利润增厚 18、15 及 23 亿元，相当于 18 年预计利润的 27%、57% 及 76%。考虑此部分增厚，2019 年利润水平或达 140、100 及 112 亿元，相当于 PE10 倍左右。

图表 38 全年利润弹性测算

	2018 年利润（扣一次性收益）	国内航线收入	提升 3%	利润增厚	相当于 18 年利润	2019 年原预测	相当于 19 年利润
国航	66.2	796	24	18	27%	123	15%
东航	27.1	686	21	15	57%	85	18%
南航	29.8	1008	30	23	76%	89	25%

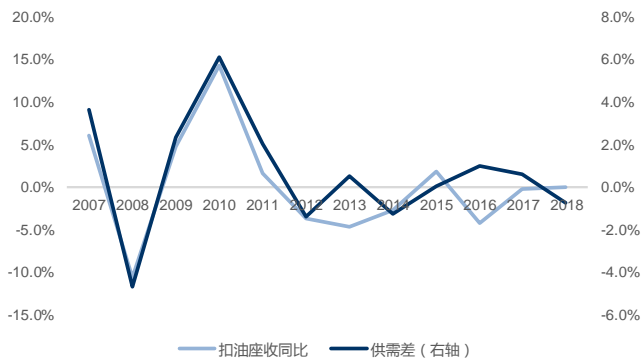
资料来源：公司公告，华创证券测算

历史弹性看：或超预期

以国航为例，还原扣油座收与供需差表现，我们观察仅 2007 年与 2010 年供需差在接近 4% 或以上，其推动的座收同比在供需差两倍水平。

同时我们观察供需缺口超过 1% 的年份里，其座收与供需差的弹性平均为 1.99 倍水平。

因此一旦旺季出现缺口，其影响或超过我们前述测算。

图表 39 国航扣油座收与供需差


资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 国航扣油座收与供需差

年份	供需差 (右轴)	扣油座收同比	倍数	客座率	客座率同比	备注
2007	3.6%	6.1%	1.66	78.6%	2.6%	
2008	-4.7%	-10.6%	2.25	74.9%	-3.6%	
2009	2.4%	4.8%	2.05	76.5%	1.7%	
2010	6.1%	14.3%	2.34	80.0%	3.5%	
2011	2.1%	1.6%	0.77	81.5%	1.4%	
2012	-1.4%	-3.7%	2.69	80.4%	-1.1%	
2013	0.5%	-4.7%	-8.64	80.8%	0.4%	营改增
2014	-1.3%	-2.7%	2.13	79.9%	-0.9%	
2015	0.1%	1.9%	31.25	79.9%	0.0%	
2016	1.0%	-4.2%	-4.09	80.7%	0.8%	
2017	0.6%	-0.2%	-0.41	81.1%	0.5%	补贴口径调整
2018	-0.7%	0.0%	-0.04	80.6%	-0.5%	

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 客运价格市场化推进提升公司盈利水平

2018年1月民航局发文推动客运价格市场化,黄金航线经济舱上限得以在规则内,每航季上浮不超过10%,此举有助于航空公司在供需结构紧张的旺季充分实现航线收益的最大化。

2018年4月中旬开始提价,黄金航线价格于6月中开始调整,因为依靠价格提升更多体现在2018年下半年:

2018年报表显示:国内含油客公里收益,东航、国航、南航分别同比增长4.1%、2.6%及1.9%;上半年为1.44%、3.39%、持平。下半年表现好于上半年。

从上市公司披露数据看:国航提价航线57条,带来收益贡献14亿,上半年包括99条两舱航线及22条国内经济舱价格合计增收3.56亿元,因此我们可以理解为价格市场化政策给国内下半年带来的收入增长至少11亿元左右,国内客运收入796亿,上半年383亿,下半年413亿,占比2.7%,**即57条航线提价推动整体国内收入增长2.7%,贡献边际利润8亿元左右,占下半年利润的22%**。为公司抵御外部风险带来了帮助。

单四季度单季公司含油座收同比提升超过6%,更是反应运价提升带来的效果。

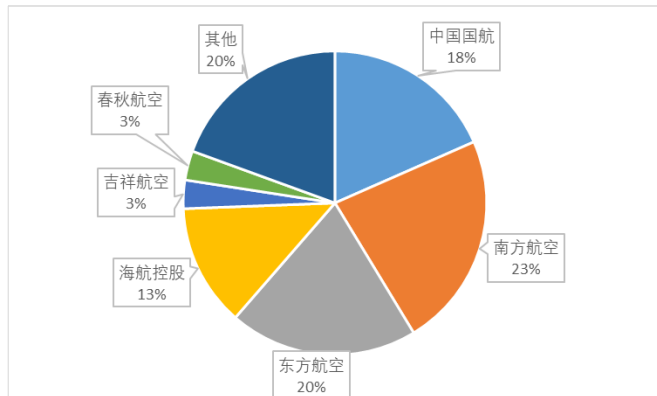
(四) 超级承运人+超级枢纽机场格局的深化演绎将持续推动盈利能力提升

此前深度中,我们分析美国大航在其枢纽机场市占率的提升推动了价格水平上行,而中美大航的市占率差异就在枢纽机场的份额之差。

美国航司集中度自08年金融危机后进入份额提升期,以全部乘客数计,2017年四大航合计占比57.3%;仅计算美国承运人,合计占比66.2%;以ASM(可用座英里)计,四大航合计占比49.3%,仅计算美国承运人,合计占比74.3%。

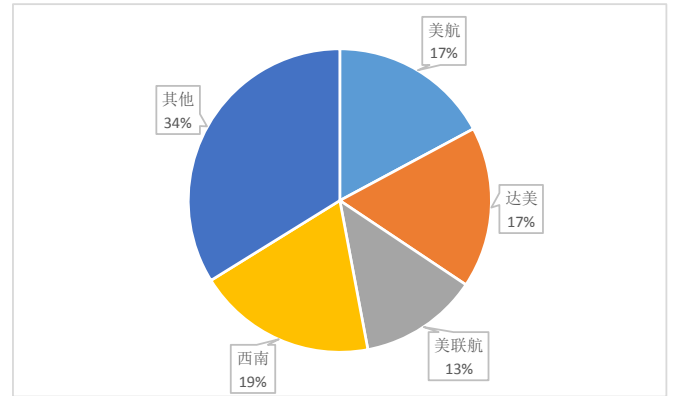
对比中美头部航空份额,差距并不明显,但从收益水平上,美国四大航连年上行,而我国三大航在2010年后连跌数年。

图表 41 中国上市航企份额



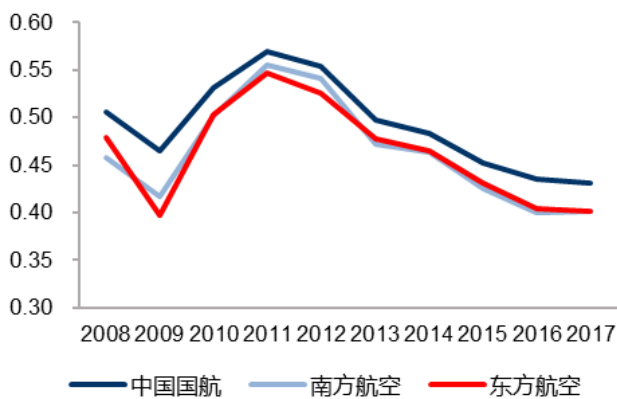
资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 美国四大航份额占比



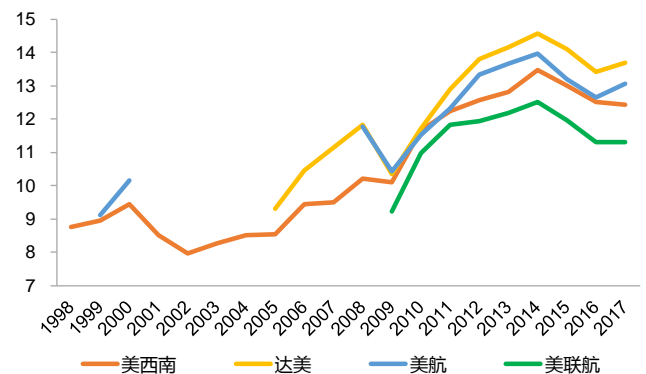
资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 我国三大航客公里收益水平 (元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 美国四大航座英里收益变化(干线口径, 美分)



资料来源: Wind, 华创证券

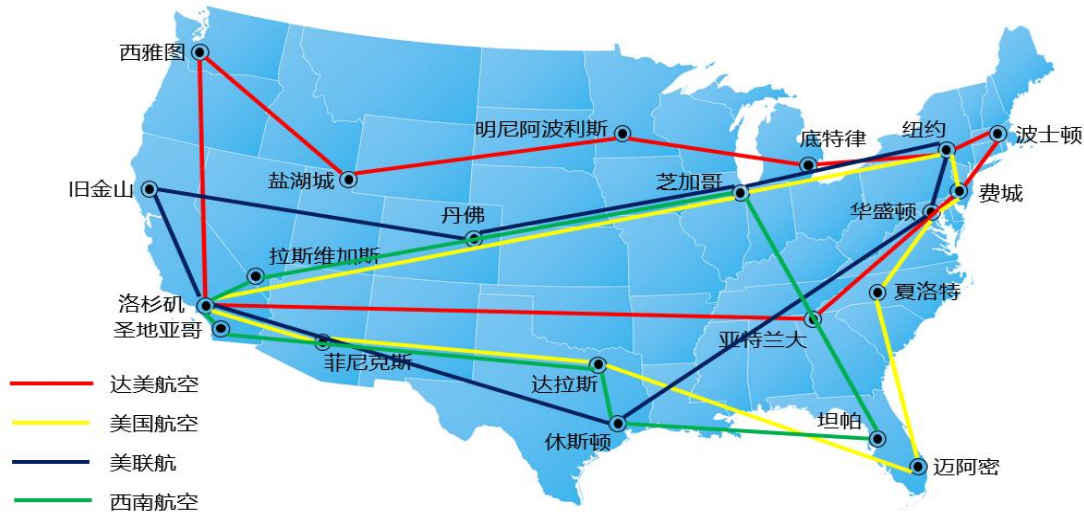
枢纽机场集中度是核心

相比国内航司, 美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力, 市场份额至少都在 50% 以上, 一般能达到 60%-70%, 以求在高度控制的市场获取超额利润。

例如达美航空在亚特兰大、明尼阿波利斯、盐湖城、底特律四大枢纽占比分别达到 74.8%、53.7%、52.6% 和 50.4%, 而对于亚特兰大机场, 除达美外, 其他航司最多仅占比 10% (美西南), 因此达美在亚特兰大机场拥有绝对掌控力。

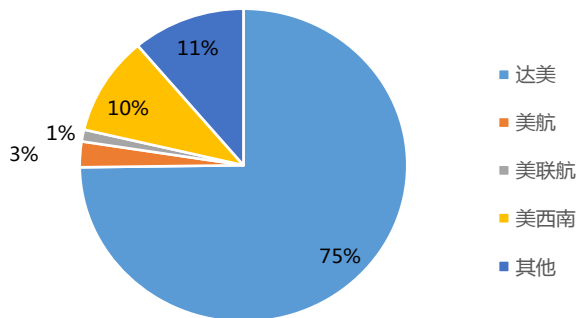
同样美国航空在最大枢纽达拉斯占比 70.26%; 美西南在休斯敦占比超过 90%

图表 45 美国四大航空枢纽



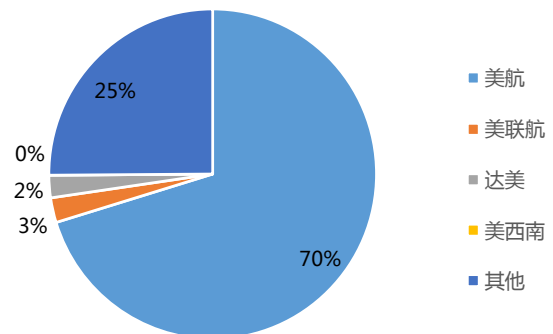
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 亚特兰大机场各航司份额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 达拉斯机场各航司份额

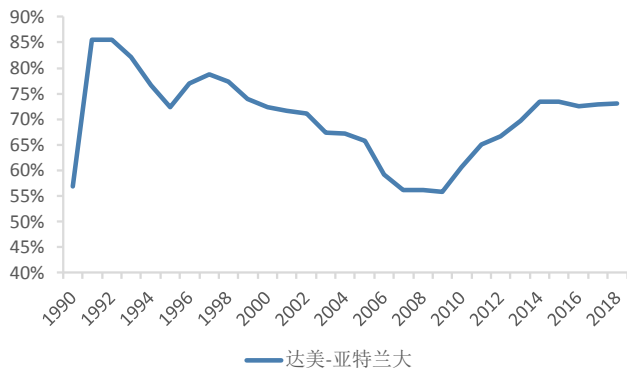


资料来源: Wind, 华创证券

伴随整体市场集中度提升，各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。观察各大航司主要枢纽机场份额，总体呈提升趋势。

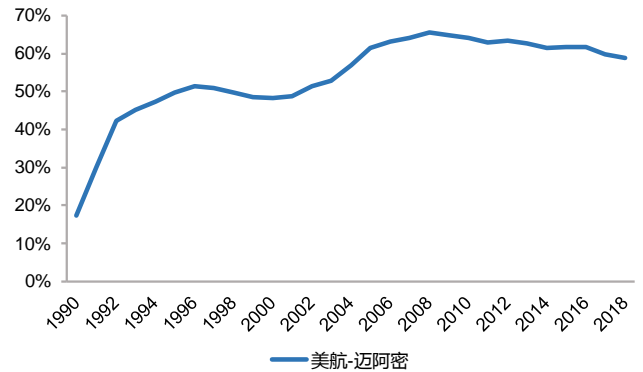
- ✓ 达美 1990 年在亚特兰大机场 57%，91 年美国东方航空（占比 35%）倒闭，公司占比飙升至 86%，此后由于竞争逐年降低，金融危机后重新恢复升势，至目前约 75% 占比；
- ✓ 美航在迈阿密机场占比由 17% 提升至 60%；
- ✓ 美西南在巴尔的摩、休斯顿、奥克兰和芝加哥机场占比均大幅提高，特别是巴尔的摩机场占比从 1990 年 0% 升至目前 70% 附近。

图表 48 达美航空在亚特兰大机场份额变化



资料来源: BTS, 华创证券

图表 49 美航在迈阿密机场份额变化

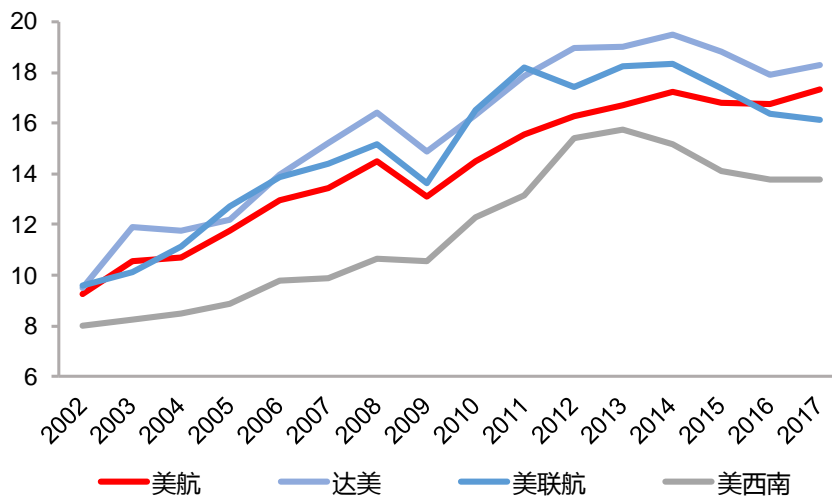


资料来源: BTS, 华创证券

伴随市场集中度和主要枢纽机场份额提升, 四大航收益水平呈逐年走高趋势, 期间金融危机虽经历波折但此后又呈升势, 近年由于油价下跌, 略有回调, 总体仍处于高位。

自 1990 至 2017 年, 美航、达美、美联航、美西南收益年均复合增速分别为 4.3%、4.5%、3.5%和 3.7%

图表 50 四大航收益变化 (营业收入/ASM, 美分)

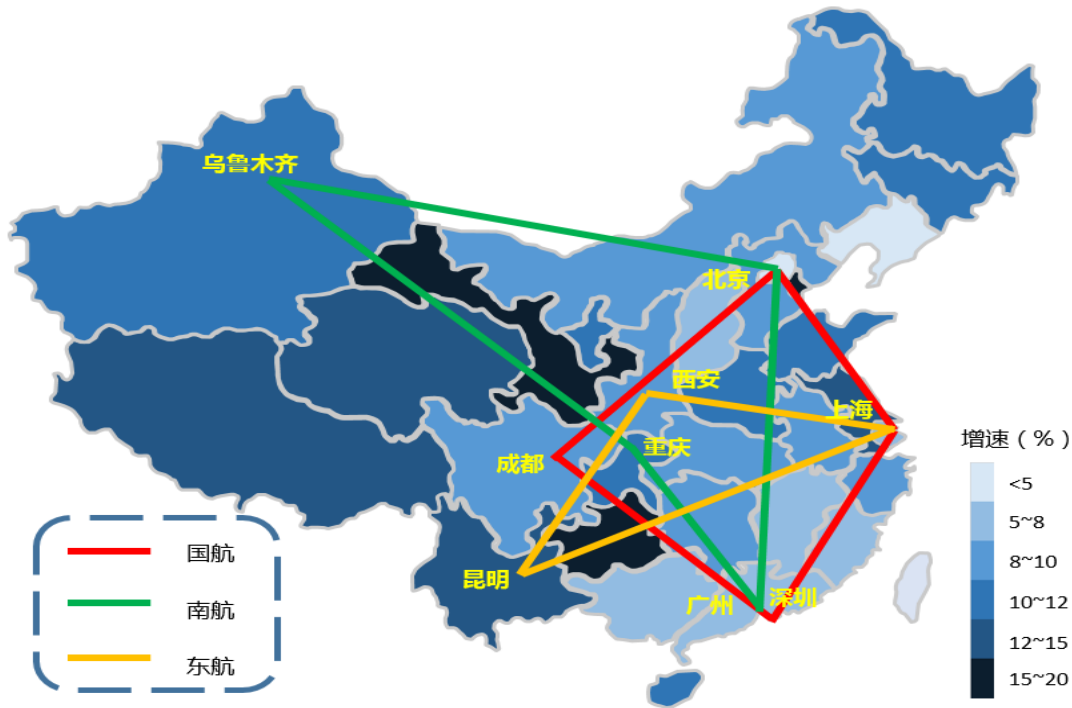


资料来源: BTS, 华创证券

展望我国前景: 超级承运人+超级枢纽的配置, 将是未来龙头发展方向。

未来我国航空业格局有望复制美国航空业的集中度提高、枢纽机场份额提高, 继而带动票价走高的路径。随着东航与吉祥联手在上海份额超过 50%, 国航在天合联盟搬迁至二机场后将在首都机场份额达到 60-70%左右, 超级承运人+超级枢纽的迹象将显现, 由此或提高航线质量稳定性, 巩固并提高航线收益水平。

图表 51 三大航的枢纽布局



资料来源：Wind，华创证券

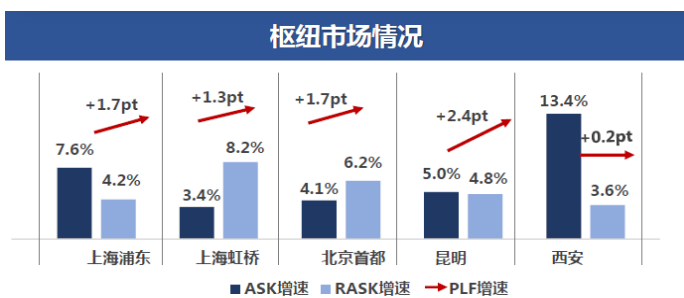
再以东方航空为例：核心枢纽份额提升也使得客运价格市场化的效果叠加发酵。

2018 年枢纽市场集中度进一步提升：2018 年上海两场、北京两场、昆明、西安市场份额分别为 41.0%、18.2%、37.4% 和 28.5%，同比提升 0.6pt、0.4pt、0.8pt，西安持平。

国内市场：座公里收入增长达到 4.9%。上海浦东、上海虹桥、北京首都、昆明、西安的座收提升分别为 4.2%、8.2%、6.2%、4.8% 和 3.6%。

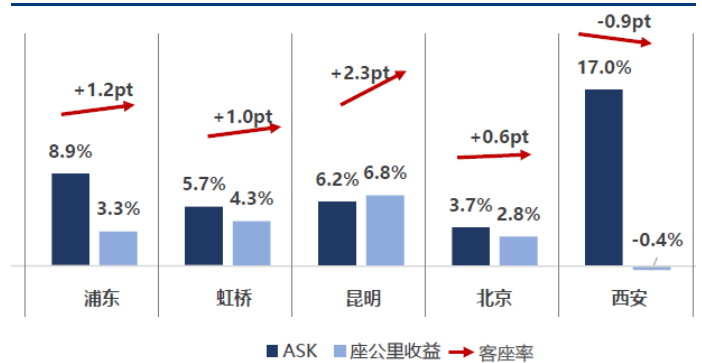
上半年公司座公里收益水平提升幅度整体弱于全年。尤其上海市场中，虹桥座公里收益上半年提升 4.3%，全年提升达到 8.2%，北京市场由 2.8% 提升至 6.2%，西安增长，昆明增速下降，整体来看，核心枢纽份额提升也使得客运价格市场化的效果叠加发酵。

图表 52 东方航空国内枢纽表现 2018 年



资料来源：Wind，华创证券

图表 53 东方航空国内枢纽表现 18H1



资料来源：Wind，华创证券

（五）民航减税降费在行动

3月民航局网站刊登报道《民航局迅速传达学习2019年两会精神》：近日民航局组织召开民航系统电视电话会议，学习贯彻十三届全国人大二次会议和全国政协十三届二次会议精神。其中提到：**在减税降费方面，要加快协调推进降低航空公司的民航发展基金征收标准，对涉及企业收费标准偏高的、不利于减负增效的，都要降下来，特别是在空管收费、通航收费、航油销售等领域要开展价格收费专项检查。**

同月，为贯彻落实党中央、国务院关于降成本工作的决策部署，民航局主管部门组织召开民航降成本工作座谈会，统筹推进民航降成本工作。下一步民航局将以“统筹考虑、打出组合拳”为总要求，明确降成本工作思路，搭建降成本工作平台，建立降成本工作推进机制，聚焦民航行业亟需解决的降成本关键问题，坚持短期措施和长效机制相结合，坚持统筹推进和突出重点相结合，坚持外部减负和内部挖潜相结合，坚持开源和节流相结合，采取针对性、系统性措施，精准施策，切实降低企业成本负担，进一步优化民航企业发展环境

我们认为民航系统推进为企业减税降费，实实在在减负正在进行时，也是积极响应国务院推动减税降费为企业减轻负担。

民航发展基金现行缴纳分为航空公司与旅客两部分：

其中航空公司按照飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳民航发展基金；

旅客缴纳的民航发展基金标准为：乘坐国内航班的旅客每人每次50元；乘坐国际和地区航班出境的旅客每人每次90元（含旅游发展基金20元）。

本次民航局拟推动的部分为航空公司缴纳部分，因此一旦降低将直接降低公司成本，增厚利润。

1、收费标准：我们简化测算，缴纳民航发展基金相当于行业1.5-2.2%的收入比例

民航基金征收标准按照航线类别、飞机最大起飞全重分别确定。

按照标准窄体机A320/B737重量70吨，国内平均航距1400公里计算，1-3类航线飞行一次分别需缴纳3220、2590以及2030元，假设平均票价1000元，相当于2-3张机票收入，对于165座位窄体机而言，占比1.2%-1.8%，考虑2018年行业平均客座率83%，可视为**1.5%-2.2%的收入用于缴纳了民航发展基金。**

对于宽体机A330/B777，250吨计重，按照1400公里测算，则飞行一次1-3类航线分别缴纳6440、5110及4060元。

图表 54 窄体机与宽体机执飞一次缴纳的发展基金金额

机型	重量（吨）	航距（公里）	第一类航线	第二类航线	第三类航线
窄体机	70	1400	3220	2590	2030
宽体机	250	1400	6440	5110	4060

资料来源：公司年报，华创证券

上市公司影响：近年来大航缴纳金额占利润总额的30%左右，小航占比15-20%

上市公司中，三大航中的南航、东航以及民营航空的春秋与吉祥披露缴纳发展基金情况

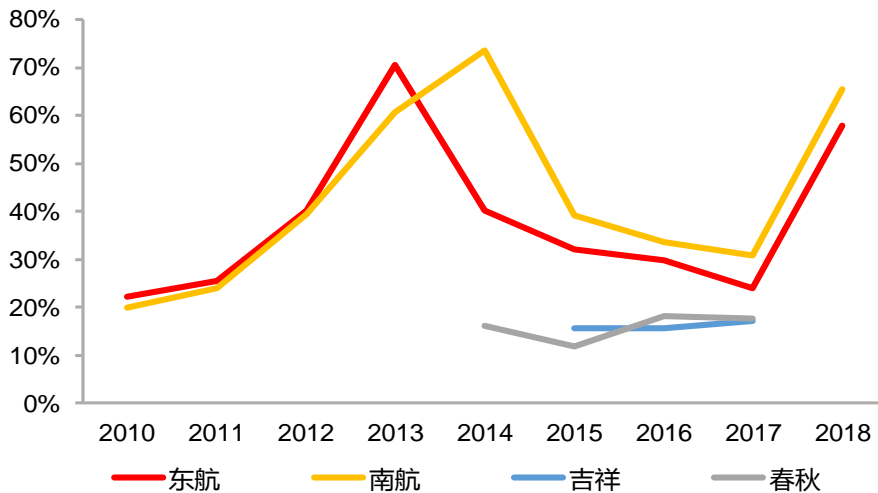
2017年南航缴纳民航发展基金27.2亿元，东航缴纳20.8亿元，南航占17年利润总额的30%，东航占比24%（扣除转让东航物流一次性收益后，实际占比亦接近30%），

而2018年南航缴纳民航发展基金29.4亿，东航22.35亿，占利润总额分别为65%及58%。

因此，假设发展基金费率降低 10%，三大航东航、南航、国航分别降低 2.3、3.0 和 2.2 亿，对应税后利润分别增厚 1.7、2.3 和 1.65 亿，若降低 30%，则分别增厚利润 5.1、6.9 及 4.95 亿元。

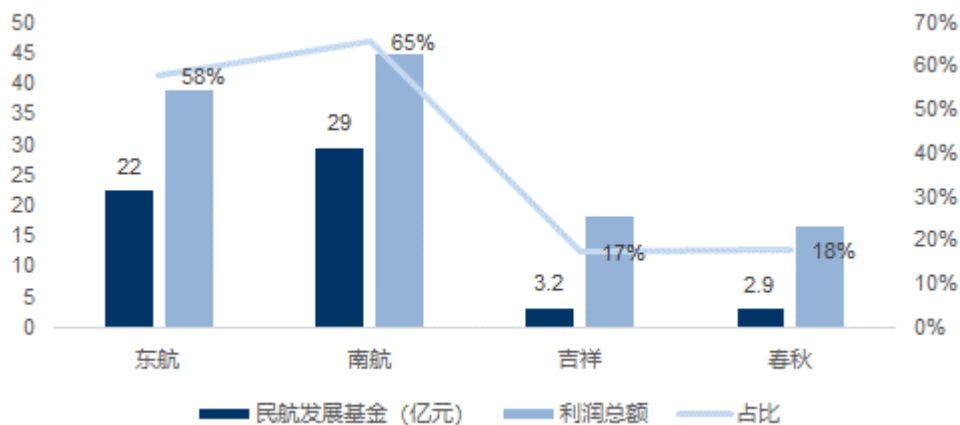
春秋与吉祥分别缴纳 3.15 及 2.92 亿元，春秋占比 18%、吉祥占比 17%。

图表 55 民航发展基金占利润总额比重



资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 民航发展基金占利润总额比重 (吉祥、春秋为 17 年数据)



资料来源: Wind, 华创证券

(六) 潜在利好: 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：

图表 57 达美选购增值产品

	优先登机 留出额外时间在起飞前安顿好，找到放置随身行李和放松身心的完美地方。只有为本行程中所有同行旅客选择此服务时，才可享受优先登机服务。	\$15.00 打开
	机上无线网络 查收电子邮件、浏览网页、在线购物，甚至可处理公务。在delta.com上购买此上网卡可享高达20%优惠，并且可享受Gogo [®] 提供的24小时无限机上无线上网服务。	\$16.00 打开
	里程加速器 帮助您快速增加里程，更快赢得下一张奖励机票。“非凡里程常客计划”会员可为此航班额外购买3,000里程。	低至 \$29.00 打开
	ASCEND PACKAGE 组合优先登机机和机上无线上网北美航班单日上网卡即可为此航班额外节省3美元。当为本行程的所有乘客选择此服务时可享受此套餐。	\$28.00 打开

资料来源：公司官网，华创证券

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 58 达美辅助收入

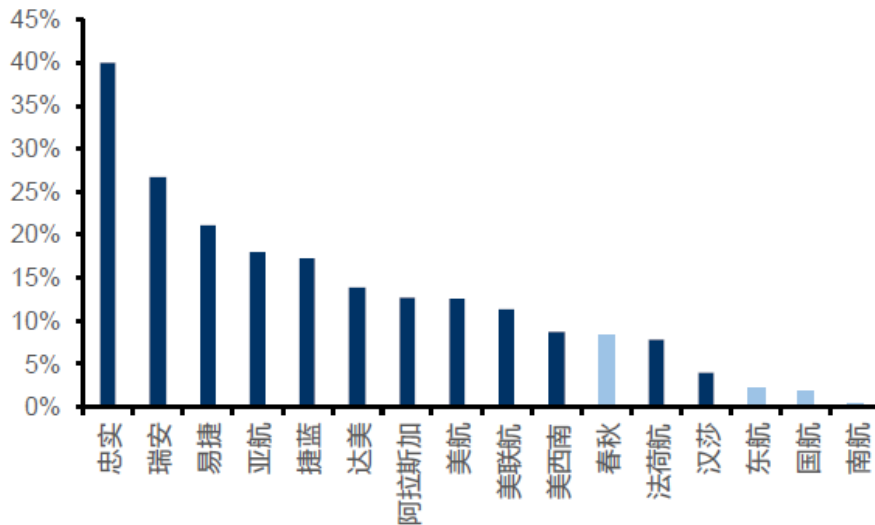
辅助业务项目	营收(亿美元)	占总收入比重	人均人民币(总乘客数计)
常旅客计划	19.52	4.70%	68.43
附属业务和精炼厂	14.12	3.40%	49.50
管理费，俱乐部和机上销售	12.52	3.00%	43.89
行李费	9.08	2.20%	31.83
其他	1.72	0.40%	6.03
合计辅助收入	56.96	13.80%	199.67
剔除附属业务	42.84	10.40%	150.17
营业收入	412.44		1,445.80

资料来源：公司年报，华创证券

我们曾在《航空新时代，航空股正处于业绩与估值双升的战略机遇期》中针对辅助业务进行过阐述，从海外经验来看，全球航空业辅助性业务收入规模增长迅速，来源多元化，辅助收入已成为公司收入的重要构成部分。

相比达美，国内航司辅助业务收入尚处于培养阶段。低成本航空龙头春秋航空较为领先，17 年辅助业务收入 7.9 亿元，同比增长 11.8%，占总收入 7.2%，人均 46 元，与达美等航司差距较大，主要包括机上选座、餐饮、行李额度等产品。而三大航辅助收入普遍仅占比 2%左右，人均约为 20 元。我们认为随着市场化不断推进，辅助业务将逐步成为航司提供差异化服务、精准营销继而增值变现的有效抓手。

对于三大航，以东航试行经济舱分级制度为契机，未来或逐步拓展至付费行李、餐食、选座、机上 WiFi 等业务，同时加强与银行合作，开展常旅客积分销售业务，一方面提供更为丰富和精准的产品，另一方面有效扩大公司辅助收入。

图表 59 中外航司辅助收入占比（2016）


资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 华创证券

东航在行动: 2019年1月中旬起在上海-曼谷、上海-普吉2条航线上试点推出灵活经济舱、标准经济舱、基础经济舱产品,与现有超级经济舱构成全新的东上航品牌运价产品体系,后期将逐步推广到其他航线,为不同需求的旅客提供更多选择。”具体各等级舱位条件如下:

图表 60 东航经济舱分级

舱位	条件
超级经济舱	拥有专属物理舱位及更宽敞舒适座椅,改期免收手续费,优先升舱,可免费选择座位,两件23kg免费托运行李额
灵活经济舱	改期免收手续费,允许升舱,可免费优选座位,两件23kg免费托运行李额
标准经济舱	退票、改期需收取手续费,部分允许升舱,可提前选座(除白金卡旅客外优选座位需付费),一件23kg免费托运行李额
基础经济舱	在原有座椅、餐食、娱乐设施及客舱服务基础上,提供更优惠的票价,但退改、升舱、选座、值机、登机次序等权益将会有所限制,并且无法和会员权益叠加

资料来源: 公司官网, 华创证券

经济舱分级模式在欧美等主流航司均已大规模实施,作为对比,我们列出达美经济舱各等级舱位条件:

图表 61 达美经济舱分级

舱位	条件
基础经济舱	免费随身行李。座位上方行李架空间有限,或需在登机口免费托运随身行李
	办理登机手续后分配座位(一同乘机的旅客可能不会坐在一起)
	不允许改票或升级机票
	免费观看达美影音室的精彩节目
经济舱	多数航班提供付费 Wi-Fi
	支付小额费用,选择首选座位,提升飞行体验
	免费观看达美影音室的电影和表演

舱位	条件
达美优悦经济舱	天合优享通道优先登机
	航班空间更加宽敞
	专属头顶行李架空间
	航行距离超过 250 英里的航班为乘客提供免费酒精饮料

资料来源：公司官网，华创证券

价格比较来看，以 2019 年 1 月 8 日达美执飞 5 条国内航线为例，不同票价水平下，经济舱比基础经济舱增加 15 或 30 美元，增长 10%-30%，优悦经济舱比基础经济舱增加 100-150 美元，增长 50%-100%。

根据对应航线航距，不考虑其他额外税费、辅助收入等，以当前人民币汇率计算，基础经济舱客公里票价收入介于 0.22-0.98 元之间，较长航距航线单位票价较低，经济舱介于 0.27-1.12 元之间，优悦经济舱介于 0.48-1.52 元之间。

图表 62 达美部分航线客公里票价对比

	基础经济舱	经济舱	优悦经济舱
洛杉矶-肯尼迪	0.222	0.273	0.479
	0.308	0.360	0.557
亚特兰大-肯尼迪	0.491	0.575	1.048
	0.609	0.694	1.167
亚特兰大-明尼阿波利斯	0.983	1.124	1.521
底特律-盐湖城	0.789	0.876	1.089
西雅图-明尼阿波利斯	0.332	0.424	0.651

资料来源：公司官网，华创证券

三、投资建议：利好在堆积，股价仍滞涨，持续看好航空业发展

1、利好在堆积、股价仍滞涨。

2019 年以来，航空运输板块涨幅 30.6%，依靠 3 月最后一周的涨幅勉强跑赢交运指数(25%)，以及沪深 300(28.62%) 三大航中，东航、国航、南航分别涨幅 46%、42%及 29%，交运板块中列第 11、16 及 44 名，春秋与吉祥涨幅 28% 及 18%。

在当前较好的市场氛围中，航空板块整体未跑出明显超额收益，从估值角度，15 年行业估值从 0.9 倍修复至 1.5 倍，之后 15 年 3 月从 1.5 倍拉升至 3.6 倍，当年 PB 水平正处于 15 年中期提升的位置。参考过往历史经验，从 PB 角度，我们认为第一目标或提升至 2017 行情时的 2.4 倍 PB，此后随行情展开或朝 14-15 年的 3 倍以上 PB 靠拢。

从 PE 角度，航空公司当前 12 倍亦属于历史较低位置，同时业绩存在超预期弹性可能。

2、盈利预测

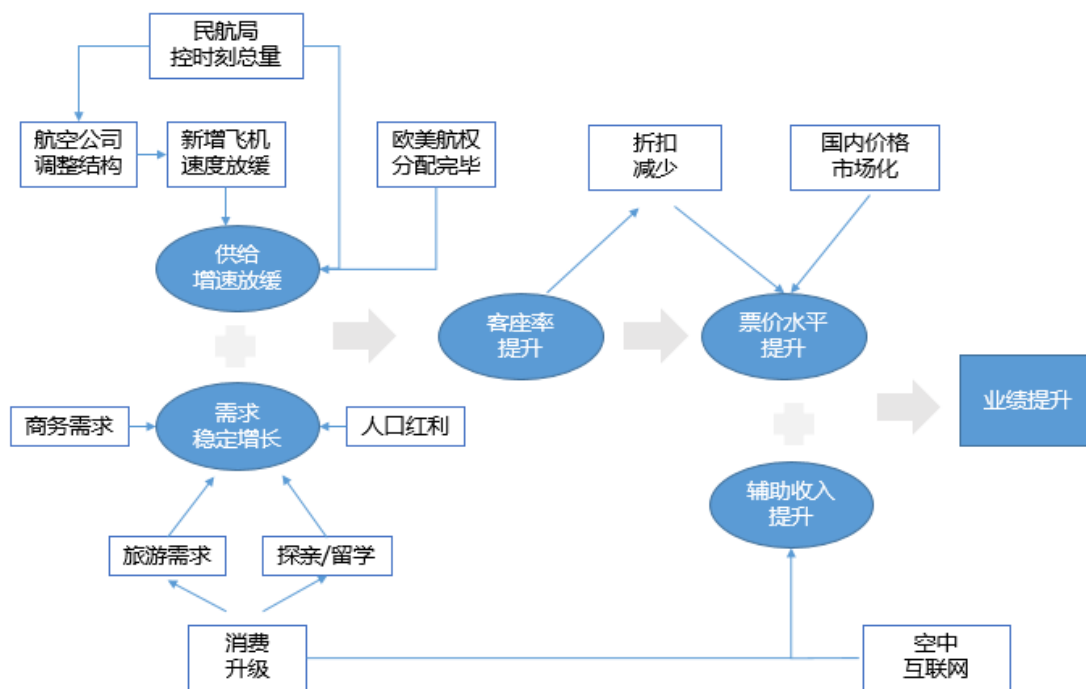
1) 保守角度假设座收无增长，单位非油成本不下降，当前组合（油价 65 美元，人民币 6.71），国航、东航、南航 2019 年利润分别为 123、85、89 亿元，对应 PE12 倍左右；

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) 后续观察波音事件如何演绎，我们认为等待进一步事件调查结果，实际上对于波音 MAX 系列复飞或经过较长的认证期，以及对于订单带来延期交付（空客难以有产能替代，更改波音 737 其他机型亦需要时间），我们预计或影响半年到 1 年半的运力。

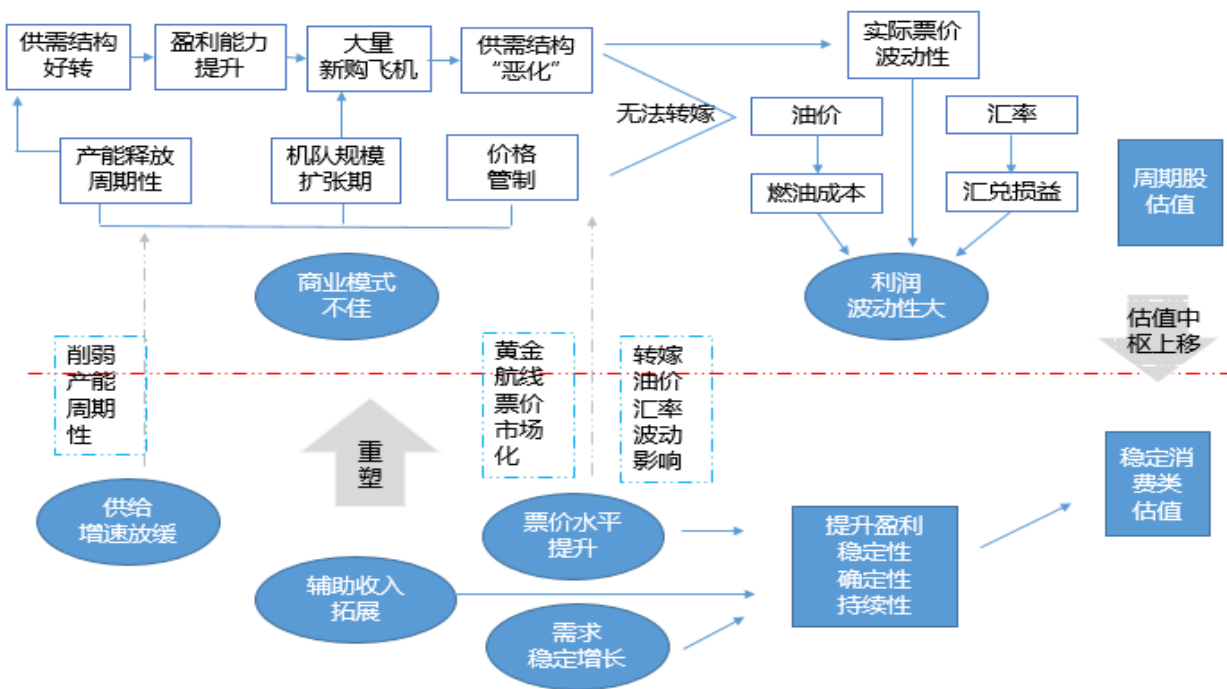
3、长期而言，我们认为波音事件对航空业的影响，或不限于当下的运力影响以及未来半年甚至一年半的影响，更重在于或对我国民航发展带来更深远影响，即航空公司真正从规模扩张转向高质量发展，过去在航空新时代报告中，我们阐述航空公司业绩提升以及估值提升的逻辑图中，特别重视供给增速放缓，不仅在于时刻控总量，还在于飞机引进增速放缓，长期看，若飞机运力引进增速放缓（剔除波音当前事件影响后），则黄金航线继续受益于价格逻辑，而二三线航线由于消费升级推动的需求渗透率提升叠加运力增速的放缓，或真正受益于量价齐升。

图表 63 航空公司业绩提升逻辑图



资料来源：华创证券

图表 64 航空股估值提升逻辑图



资料来源：华创证券

四、风险提示

油价大幅上涨，汇率大幅贬值，经济大幅下滑、波音事件未带来实质性供给影响。

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	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500