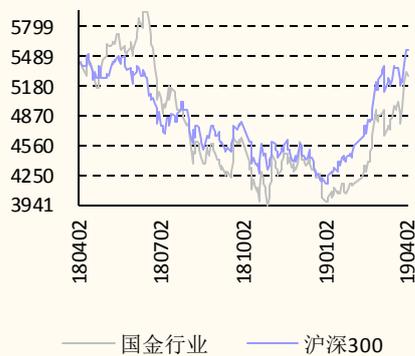


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金航空机场指数	5292.50
沪深300指数	3971.29
上证指数	3176.82
深证成指	10260.36
中小板综指	10206.47



相关报告

1. 《供给或中期边际收紧，需求韧性支撑票价上涨-《2019-03-...》，2019.3.15
2. 《航空淡季客座率高位下滑，油价汇率利好推动业绩提升-《2019...》，2019.1.16
3. 《大兴机场转场方案出台，利好中长期逐步体现-《2019-01-...》，2019.1.4
4. 《三重周期叠加，基本面迎来向上拐点-《2018-11-14 航空...》，2018.11.14
5. 《春秋参与南航定增，响应混改探寻新增增长点-《2018-09-2...》，2018.9.28

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

徐君 联系人
xu_jun@gjzq.com.cn

周期轮回的力量：航空股一倍空间刚起步！

投资建议

行业策略：目前时点看，政策转向边际宽松，带来的信用出现边际改善，是航空股企稳的宏观背景。停飞 B737MAX-8 引发航空行业中期供给边际收紧，内需有韧性，外部油汇因素逐步由利空走向利多，三周期共振，行业迎来最佳投资时机。目前三大航 PB 估值约为 1.6 倍，而过去 10 年航空板块 PB 均值约为 2.4 倍，牛市 PB 均值约为 7 倍，有较大修复空间。

- **推荐组合：**基于航空供需结构性改善、收益水平迎来拐点、扰动因素利空缓和逐步转向的逻辑，持续推荐**东方航空、中国国航、南方航空**。供给侧改革并未影响三大航供给，并且能够享受协调机场票价提升带来的收益水平提升。关注**春秋航空、吉祥航空**，受益上海两场供给受限，收益水平提升领先行业，业绩增速好于三大航，受汇率利空影响较小。

行业观点

- **周期的轮回：**2007 年以来具有高 Beta 属性的航空股 3 轮超额收益周期均发生在 A 股牛市的后半段。A 股牛市一般以无风险利率低位为启动的先决条件，盈利能力改善和风险偏好的提升是可选条件。目前时点看，政策转向边际宽松，带来的信用出现边际改善，是航空股企稳的宏观基础。并且，A 股整体企业的盈利能力（ROE）有望未来几年逐步回升，从而带动 A 股走出一轮真正依靠盈利驱动的“长牛”。

- **停飞 B737MAX-8 引发航空行业中期供给边际收紧，内需有韧性，外部油汇因素逐步由利空走向利多，三周期共振，行业迎来最佳投资时机。**

供需：航空供给或中期边际收紧，需求韧性支撑票价上涨。我们预计国航、南航、东航 2019 年将引进 B737MAX-8 飞机 19 架、28 架、16 架，共计 63 架，约占 2019 年三大航飞机引进架数的 30%。此部分订单或无法及时由空客吸收，我国航空业中期运力引进或受阻，产生行业供给边际收紧。需求方面，春运与 2 月航司经营数据表明我国航空需求韧性十足，三大航、春秋、吉祥 1-2 月累计国内线客座率分别同增 0.7pct、2.3pct、0.5pct，全年票价提升可期。

油价：燃油成本上涨压力将逐步减小，并转为对航空股的利多。供给端，目前仍旧是美国、OPEC 和俄罗斯之间的三方博弈格局。中性假设布伦特原油均价为 70 美元/桶，则 2019 年四季度的同比涨幅分别为 4.1%、-6.6%、-7.7%、1.4%。可见航空公司燃油成本上涨压力减小，并整体转为对航空股的利多。

汇率：汇率的边际变化叠加新租赁准则启用，催化航空股博弈价值。中美谈判预期向好，足以推动航空股迎来修复。并且新租赁准则或将提高航空公司汇率敏感性，在人民币预期继续升值的背景下，贡献更多汇兑收益。

- **航空三轮周期启示：供需为基石，汇率在大多数时候相关性不明显，油价需观察油价驱动因素。**航空兼顾 2B 和 2C 需求，需求作为航空业的外生变量，始终带有极强的周期性。汇率与航空股之间的相关性，在大部分时间段内并不明显，而在出现巨幅波动时（2005-2007 年、2018 年），往往带动航空股超额收益/损失。由原油需求驱动的油价上涨/下跌，与航空股超额收益之间在多数时候呈正相关；由供给驱动（地缘摩擦本质上是 OPEC 的供给端边际变化）的油价上涨/下跌，油价涨跌与超额收益之间大多呈负相关。

风险提示

- 航空需求下滑；油价和人民币大幅波动；收益水平提升超预期的上行风险。

内容目录

投资逻辑	5
1. 周期的轮回：探析航空股牛市超额收益之源	5
1.1 航空股牛市背景：无风险利率是先决条件，盈利能力改善和风险偏好提升是可选条件	5
1.2 供需为基石，油汇强化 β 属性	6
2. 第一轮周期（06-07 年）：汇率升值，需求景气度上行催化航空股超额收益 ..8	
2.1 Rf：货币宽松推动无风险收益率向下	8
2.2 D：经济复苏，盈利企稳	9
2.3 Rm：汇改加速人民币升值预期，人民币资产重估	10
2.4 航空股：汇率升值与供需格局共振	11
3. 第二轮周期（09-10 年）：油价下跌、汇率升值、需求改善共振	12
3.1 Rf：次贷危机引发油价重挫，货币宽松推动无风险收益率向下	12
3.2 D：政策发力，企业盈利触底回升	14
3.3 Rm：政策与改革预期升温，催化风险偏好提升	14
3.4 航空股：三周期共振，催化航空股两年牛市行情	14
4. 第三轮周期（14 年 07 月-15 年 06 月）：油价下跌为始，同时受益于资金牛、改革牛	12
4.1 Rf：从定向宽松走向全面宽松的利率环境	17
4.2 D：经济增速整体下滑，实体经济与金融市场冷热不均	19
4.3 Rm：4G 底层技术取得突破性进展，互联网+相关政策密集出台	19
4.4 航空股：油价暴跌带来成本端改善，航空供需小幅改善	20
5. 当前航空股：三周期叠加，行业迎来最佳投资时机	22
5.1 航空股宏观驱动因素：从“水牛”切换到“业绩牛”	22
5.2 油汇终现利好，航空业绩大概率超预期	24
5.3 航空供给或中期边际收紧，需求韧性支撑票价上涨	25
6. 投资建议	27
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1：航空股三次大行情的牛市背景	6
图表 2：汇率与航空股之间的相关性在大部分时间段内表现并不明显	7
图表 3：不同因素驱动下的原油价格变化与航空股行情之间的关系	8
图表 4：2006-2007 年 M2 同比增速	9
图表 5：2005-2007 年无风险利率维持低位	9
图表 6：2005-2007 年间宏观经济明显好转	9
图表 7：2006-2007 年间企业微观盈利改善明显	9
图表 8：2006-2007 年间净利润率改善驱动 ROE 提升	10

图表 9: 2006-2007 年间世界石油消费需求快速增长驱动原油价格不断增长 (单位: 美元/桶)	10
图表 10: 2001 年开始美联储开启降息之路.....	11
图表 11: 2005 年 7 月人民币汇改开启人民币升值之路.....	11
图表 12: 国航 2006-2007 年经营数据.....	11
图表 13: 南航 2006-2007 年经营数据.....	11
图表 14: 三大航 2006-2007 年收入增速.....	12
图表 15: 三大航 2006-2007 年利润总额 (亿元)	12
图表 16: 三大航 2006-2007 年汇兑损益 (亿元)	12
图表 17: 三大航 2006 年-2007 年 PB 估值范围 1.8-44x.....	12
图表 18: 三大航 2006-2007 年 EV/EBITDA 估值范围 7-23x.....	12
图表 19: 次贷危机重挫原油价格 (单位: 美元/ 桶)	13
图表 20: 2009-2010 年 M2 同比增速快速提升.....	13
图表 21: 2009-2010 年无风险利率低位运行.....	13
图表 22: 09-10 年 CPI 当月同比与 GDP 当季同比.....	14
图表 23: 09-10 年全部 A 股的归母净利润增速同比.....	14
图表 24: 2009-2010 年间有关新型产业政策密集出台.....	14
图表 25: 国航 2009-2010 年经营数据.....	15
图表 26: 南航 2009-2010 年经营数据.....	15
图表 27: 东航 2009-2010 年经营数据.....	15
图表 28: 三大航 2009-2010 年 RPK-ASK 情况.....	15
图表 29: 三大航 2009-2010 年收入增速.....	16
图表 30: 三大航 2009-2010 年利润总额 (亿元)	16
图表 31: 三大航 2009-2010 年汇兑损益 (亿元)	16
图表 32: 三大航 2009-2010 年 PB 估值区间-4-25X.....	16
图表 33: 三大航 2009-2010 年 EV/EBITDA 估值区间 5-26X.....	16
图表 34: 2014 年美国原油产量超过沙特.....	17
图表 35: 2013-2015 年从定向宽松到全面宽松的利率环境.....	17
图表 36: 14-15 年 M2 同比增速	18
图表 37: 14-15 年无风险利率缓慢下行	18
图表 38: 14-15 年 M2 同比增速	18
图表 39: 14-15 年无风险利率缓慢下行	18
图表 40: 2014 年我国出境游市场迎来爆发.....	19
图表 41: 2014-2015 年 CPI 当月同比与 GDP 当季同比.....	19
图表 42: 2014-2015 年主板与创业板、中小板盈利分化.....	19
图表 43: 2014 年移动互联网用户数增速有所提升.....	20
图表 44: 互联网+相关政策密集出台.....	20
图表 45: 国航 2014-2015 年经营数据.....	20
图表 46: 南航 2014-2015 年经营数据.....	20

图表 47: 东航 2014-2015 年经营数据.....	21
图表 48: 三大航 2014-2015 年 RPK-ASK 情况.....	21
图表 49: 三大航 2014-2015 年收入增速.....	21
图表 50: 三大航 2014-2015 年利润总额 (亿元)	21
图表 51: 三大航 14Q3-15Q2 利润单季度增速.....	22
图表 52: 2014.06-2015.07 期间航空股 PB 估值范围 1.3-5.8x.....	22
图表 53: 2014.06-2015.07 期间航空股 EV/EBITDA 估值范围 3.8-12x.....	22
图表 54: 2019 年初以来信用利差下降.....	23
图表 55: 4Q2018 人民币贷款加权利率下降.....	23
图表 56: 上市公司 ROE 中位数有望在 2019 年企稳后回升.....	23
图表 57: 航空煤油价格将逐步转向利多.....	24
图表 58: 航司汇兑损益逐步改善.....	25
图表 59: 各航季民航周计划班次量 (个)	25
图表 60: 上市公司 B737MAX-8 机型运营情况.....	26
图表 61: 中国国航整体客座率.....	27
图表 62: 南航航空整体客座率.....	27
图表 63: 吉祥航空整体客座率.....	27
图表 64: 春秋航空整体客座率.....	27
图表 65: 申万航空指数 PE Band	28
图表 66: 申万航空指数 PB Band	28
图表 67: 申万航空指数与油价关系.....	28
图表 68: 申万航空指数与汇率关系.....	28
图表 69: 主要周期行业过去 60 个月 beta 值.....	29
图表 70: 三大航历史 EV/EBITDA	29
图表 71: 重点航空公司估值表.....	29

投资逻辑

进入 2000 年之后，中国航空业共经历了三轮完整周期，平均一轮周期约为 3-7 年。历史上来看 A 股系统性表现和宏观经济的景气高度相关，2007 年以来具有高 Beta 属性的航空股 3 轮超额收益周期均发生在 A 股牛市的后半段。

我们在《航空深度—三重周期叠加，基本面迎来向上拐点》中提出，航空公司业绩是供需、油价、汇率三重周期叠加的结果。供需增速的相对变化，产生航空收益水平的波动；油价和汇率对于航空业费用端，甚至经营策略产生影响，对于航空公司业绩造成扰动，最终产生航空行业以及净利润的周期性。

作为续篇，在本篇报告中，我们对 2000 年以后我国航空股的三轮周期进行复盘，尝试挖掘航空股牛市的驱动因子，分析其取得超额收益的条件。我们以 DDM 模型入手，将企业盈利 (D)、无风险收益率 (Rf) 和风险溢价率 (Rm) 作为影响股市的三大因子。

我们的核心结论是：

- A 股牛市一般以无风险利率低位为启动的先决条件，盈利能力改善和风险偏好的提升是可选条件。目前时点看，政策转向边际宽松，带来的信用出现边际改善，是航空股企稳的宏观基础。
- 停飞 B737MAX-8 引发航空行业中期供给边际收紧，内需有韧性，外部油汇因素逐步由利空走向利多，三周期共振，行业迎来最佳投资时机！

1. 周期的轮回：探析航空股牛市超额收益之源

1.1 航空股牛市背景：无风险利率是先决条件，盈利能力改善和风险偏好提升是可选条件

复盘三轮牛市，我们发现，A 股牛市一般以无风险利率低位为启动的先决条件（事实上，几乎所有国家和地区的牛市都是以低利率起步的，而盈利能力改善和风险偏好的提升是可选条件。其中，风险偏好的抬升有可能通过政治环境、经济环境、经济政策等发生重大变革，从而改变了市场的预期。

图表 1：航空股三次大行情的牛市背景



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 供需为基石，油汇强化β属性

我们发现，航空股的三轮超额收益，均体现在牛市的后半段，即在A股出现明显的系统性机会时，航空股一般在落后于大盘一个季度以上的时间里超额收益明显。

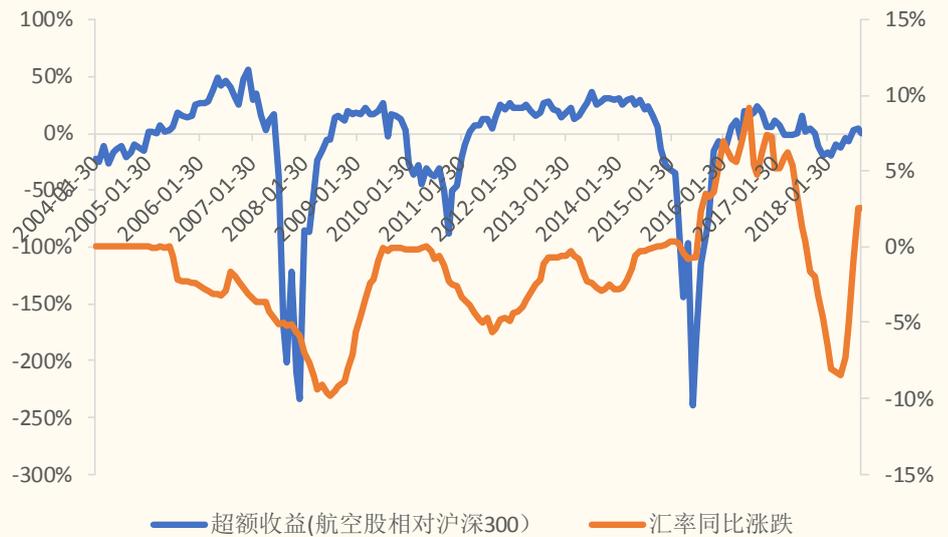
作为典型的周期性行业，航空股投资的核心逻辑在于供需结构，同时航司业绩会直接受到油价和汇率的扰动，且汇率、油价并非绝对的外生变量。其中：

- 人民币升值将通过影响收入端（刺激出境游）和成本端（燃油成本的下降）两条路径影响航司业绩。
- 燃油成本作为航司的第一大成本项，油价涨跌受到多种因素的驱动（需求、地缘政治、技术等），导致油价与航空股股价之间的映射关系极为复杂。

我们认为：

- 航空具备可选消费属性，需求作为航空业的外生变量，始终带有极强的周期性。航空兼顾2B和2C需求，2B端商务旅客需求与宏观经济形势相关性较高。2C端需求更偏向可选消费品，伴随我国居民生活水平提升持续走高，但可选消费仍然无法脱离宏观经济。虽然2C端需求有提升趋势，但若经济发展趋势向下，消费者会倾向更多花费在必选消费或者进行消费降级，选择搭乘铁路等便宜的交通方式或减少出行。
- 汇率与航空股之间的相关性，在大部分时间段内并不明显，而在出现巨幅波动时（2005-2007年、2018年），往往带动航空股超额收益/损失。

图表 2：汇率与航空股之间的相关性在大部分时间段内表现并不明显



来源：Wind，国金证券研究所

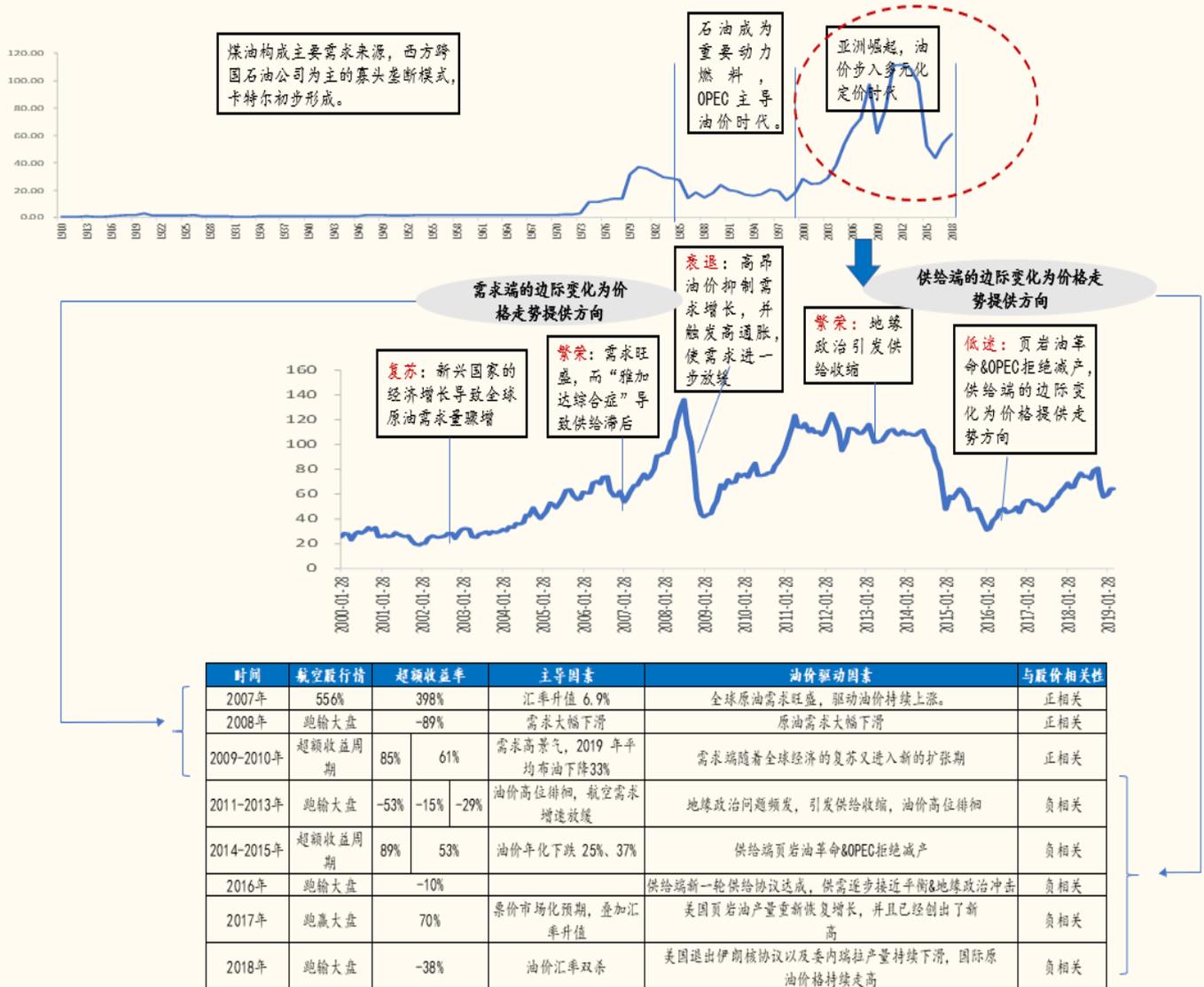
- 油价方面，由原油需求驱动的油价上涨/下跌，与航空股超额收益之间在多数时候呈正相关；由供给驱动（地缘摩擦本质上是 OPEC 的供给端边际变化）的油价上涨/下跌，油价涨跌与超额收益之间大多呈负相关。

我们认为，可能的原因包括：

(1) 原油需求端驱动的油价上涨/下跌，往往伴随着航空需求的高景气度/低迷。经济的快速发展以及能源利用效率的不断提高，致使油价上涨与超额收益之间正相关。石油作为“商品之王”，原油价格本质上是全球工业需求周期的映射。原油需求的增加，往往伴随着经济的快速发展以及能源利用效率的不断提高，都对股市起到了一定的助推作用，这抵消甚至超过了原油上涨对股市的抑制作用。而原油需求的收缩，往往与宏观经济增速的下滑同时发生。

(2) 原油供给端的边际变化驱动的油价上涨/下跌，在需求增速平稳的背景下，等同于航空产业链上下游的议价能力间的博弈。原油供给收缩，而航空公司用油需求相对刚性，则盈利空间被挤压（两次石油危机）。原油供给扩张，则航空公司有能力让渡盈利空间给消费者，提振需求（14-15年）。

图表 3：不同因素驱动下的原油价格变化与航空股行情之间的关系



来源：Wind，国金证券研究所

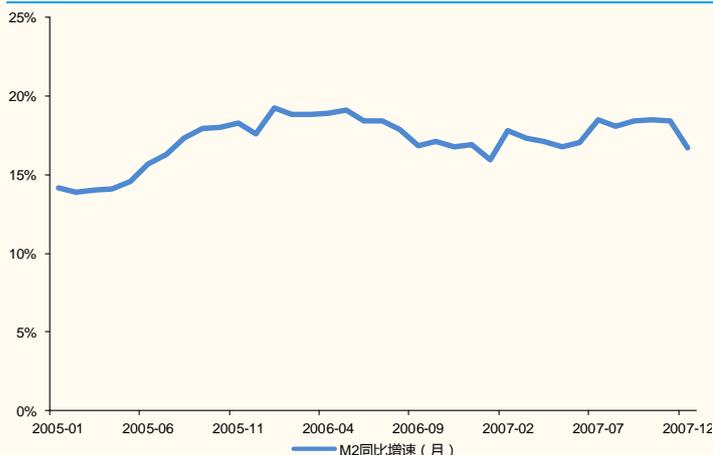
2. 第一轮周期（06-07年）：汇率升值，需求景气度上行催化航空股超额收益

2.1 Rf：货币宽松推动无风险收益率向下

货币政策稳健，银行间市场流动性宽松。06-07年间，央行采取稳健的货币政策，M2的同比增速维持在16%以上。银行间市场流动性较为宽松，7天回购利率在3%以下。

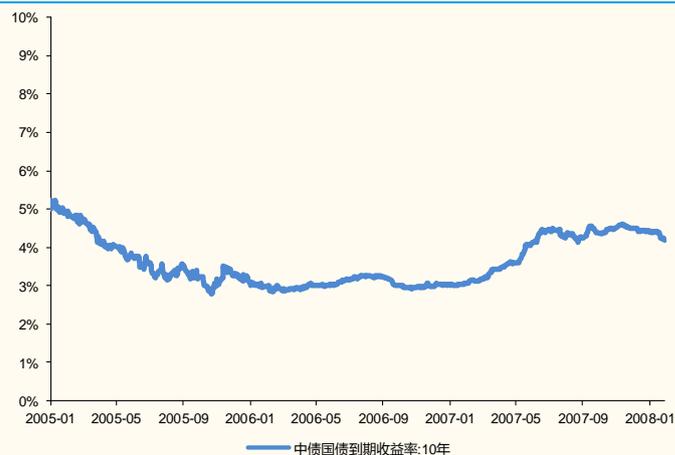
外部经济的不平衡是造成2006-2007年我国流动性过剩的主要原因。国际收支持续呈现双顺差，中央银行通过外汇占款渠道被动投放基础货币，银行体系的流动性不断增加。

图表 4:2006-2007 年 M2 同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 2005-2007 年无风险利率维持低位



来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 D: 经济复苏, 盈利企稳

为解决 1997 年亚洲金融危机对我国经济造成的冲击, 以及此前经济扩张过快暴露出的国企大面积亏损、产能利用率低等问题, 我国采取了启动房地产、加入 WTO, 承接全球化转移等一系列动作。当时, 我国处于全球价值链的中游(生产加工环节), 经济增长的动力经由外需向对内投资传导。在对内传导的过程中, 货币宽松推动无风险利率向下, 企业盈利水平改善推动 ROE 抬升。

2005-2007 年之间, GDP 同比从 2004 年 4 季度的 8.9% 上升至 2007 年 2 季度的 15%。宏观经济的好转反应到企业的盈利改善上, 企业的 ROE 水平从 2005 年 1 季度企稳。全部 A 股的 ROE (TTM) 从 05 年 1 季度的 2.4% 上升到 07 年 4 季度的 4.7%。

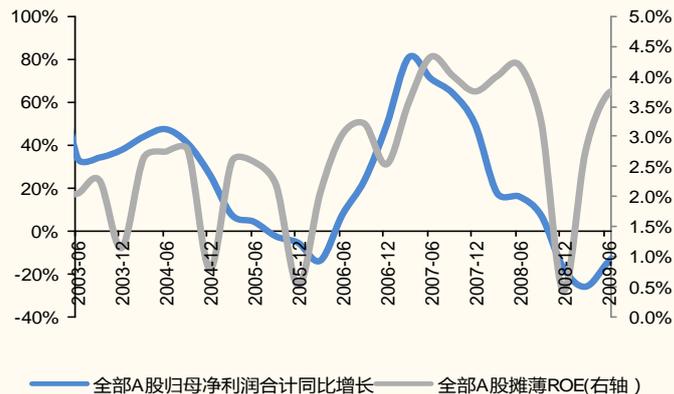
收入的改善和经营效率的抬升是这个阶段盈利抬升的关键。拆分 ROE 的驱动因素, 我们发现 06 年前杠杆率抬升助推 ROE 抬升, 06 年后净利润率的改善发挥了更大的作用, 净利润率从 06 年 2 季度的 5.06% 上升到 07 年 4 季度的 10.88%。

图表 6:2005-2007 年间宏观经济明显好转



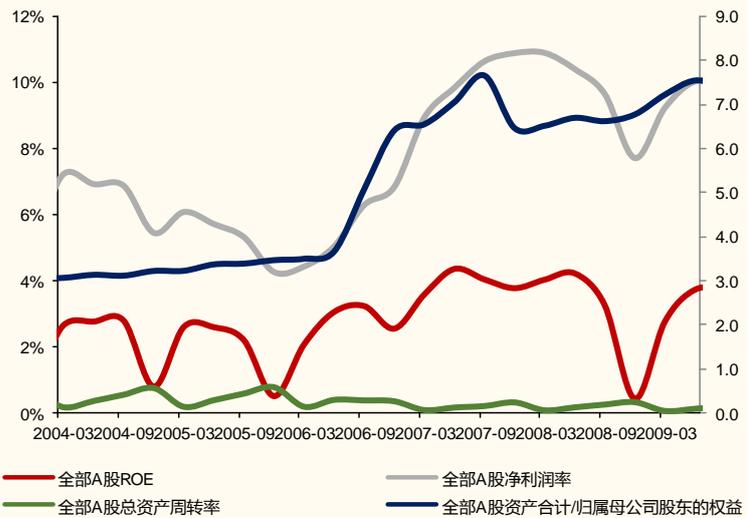
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 2006-2007 年间企业微观盈利改善明显



来源: Wind, 国金证券研究所

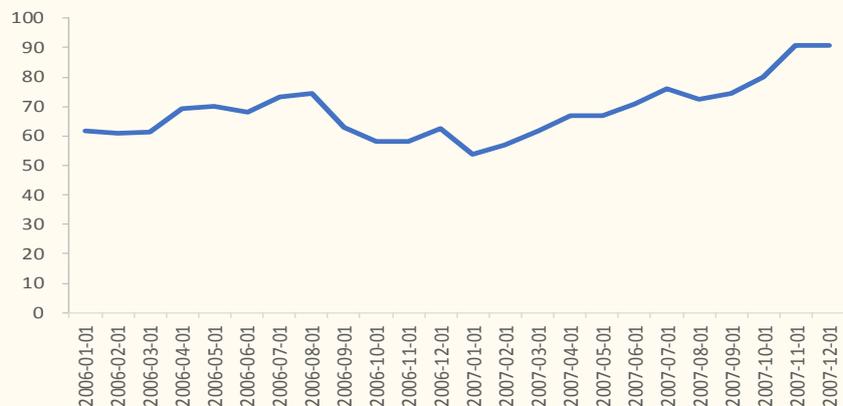
图表 8：2006-2007 年间净利润率改善驱动 ROE 提升



来源：Wind，国金证券研究所

油价：全球原油需求旺盛，驱动油价持续上涨。2003 年以来，全球经济进入新一轮的扩张。IMF 数据显示，2004-2008 年全球经济年均增幅为 5.1%（其中新兴经济体年均增幅为 7.8%），比 1998-2002 年高近 2 个百分点。与此同时，世界石油消费需求快速增长（2003-2008 年世界石油消费量增长了 8%，比前 5 年提高了 3 个百分点），导致国际原油价格开始了不断上涨的进程。

图表 9：2006-2007 年间世界石油消费需求快速增长驱动原油价格不断增长（单位：美元/桶）



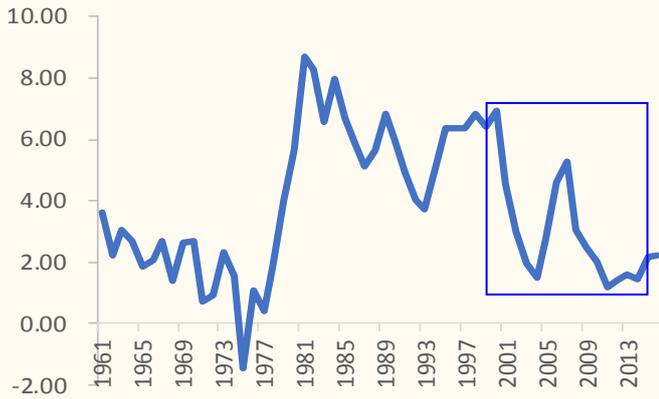
来源：Wind，国金证券研究所

2.3 Rm：汇改加速人民币升值预期，人民币资产重估

汇率：重启汇改，人民币汇率大幅升值 20%。伴随世界经济新一轮扩张的，是美联储宽松的货币政策。2001 年 1 月开始，美联储在一年内先后 11 次降低短期利率，从 6.5% 降至 4.5%，并且在 2002 年 11 月和 2003 年 6 月又降了 0.75%。在低利率政策的推动下，美国房价急剧上升，房价上升的财富效应在推动美国经济增长的同时，也给包括中国在内的其他国家带来了庞大的外部需求和外汇储备的快速积累。国际收支的不平衡，导致我国基础货币被动增加，货币政策的自主性下降。

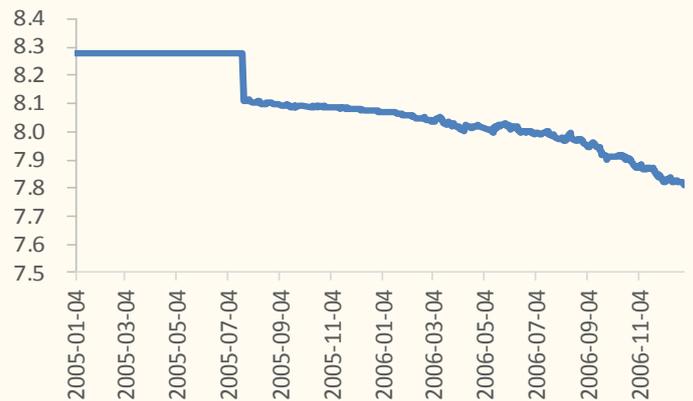
在这一背景下，2005 年 7 月，人民币汇改，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度。此后，人民币对美元由 8.23 升值 20% 至 2008 年 7 月的 6.84。

图表 10: 2001 年开始美联储开启降息之路



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 2005 年 7 月人民币汇改开启人民币升值之路



来源: Wind, 国金证券研究所

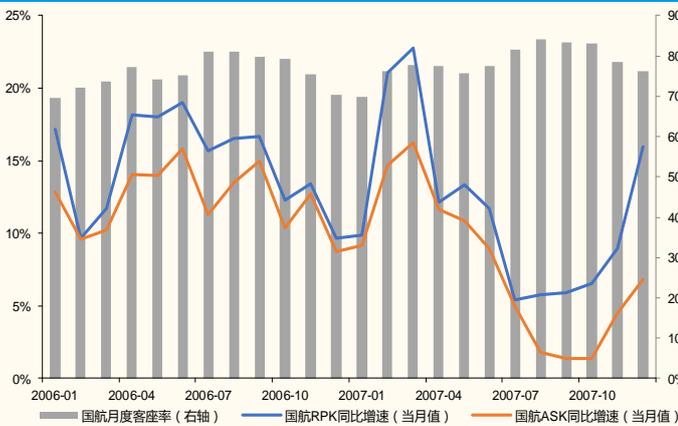
2.4 航空股：汇率升值与供需格局共振

汇率升值与需求高景气度主导 06-07 年航空股牛市行情。2006-2007 年间，航空(中信)指数涨幅 798.38%，超额收益率(相对沪深 300) 320.30%。

航空经营指标：

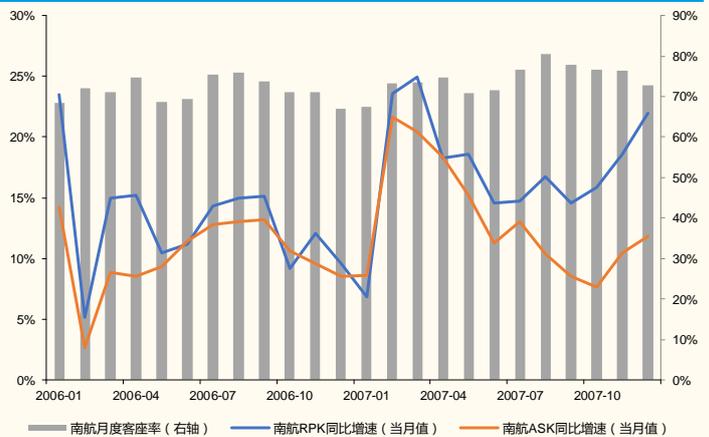
- 2006-2007 年间，我国民航客运量增速分别为 15.5%和 16.3%，与同期 GDP 增速的弹性系数分别为 1.22 和 1.17；
- 供需结构持续好转，2007 年三大航 RPK-ASK 增速差 3.86%；
- 期间，三大航客座率稳步提高，国航/南航/东航 2007 年客座率分别较 2005 年提升 6.5%/ 4.4%/ 4.2%。

图表 12: 国航 2006-2007 年经营数据



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 南航 2006-2007 年经营数据

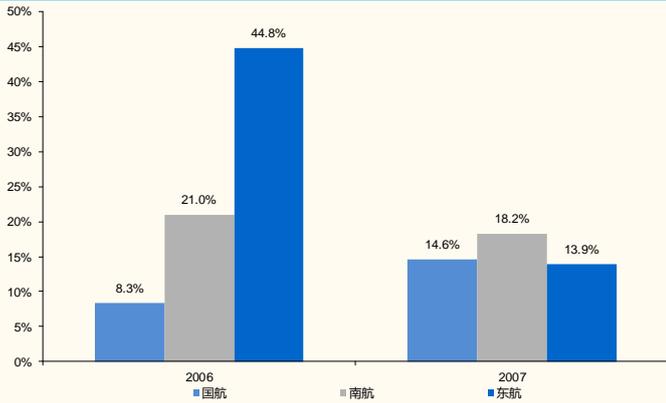


来源: 公司公告, 国金证券研究所

航空业绩指标：

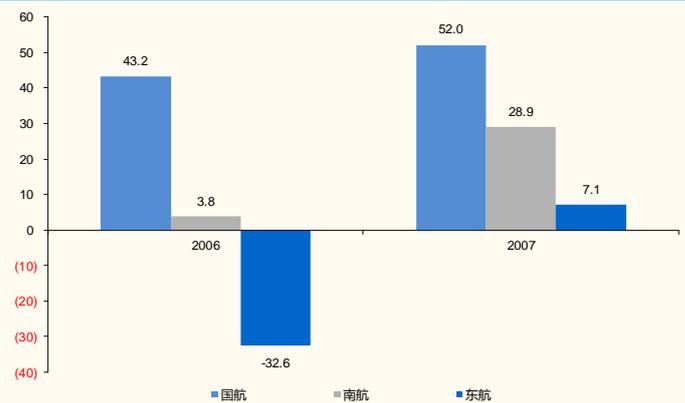
- 单位座公里收益 (RASK): 2005 年之前三大航只有南航数据可得，2006 年南航 RASK 增速由 2005 年的-0.5%提升 10.6pct 至 10.1%；2007 年增速为 5.6%，边际增速先增后减。
- 收入: 2006-2007 年间，国航/南航/东航收入年均涨幅分别为 14%/20%/29%，向上趋势主要由 RPK 主导，单位客公里收益决定波动幅度。
- 净利润: 三大航 2006-2007 年间合计利润总额为 102.4 亿元，汇兑净收益合计 101.3 亿元，汇兑净收益数额接近利润总额。

图表 14: 三大航 2006-2007 年收入增速



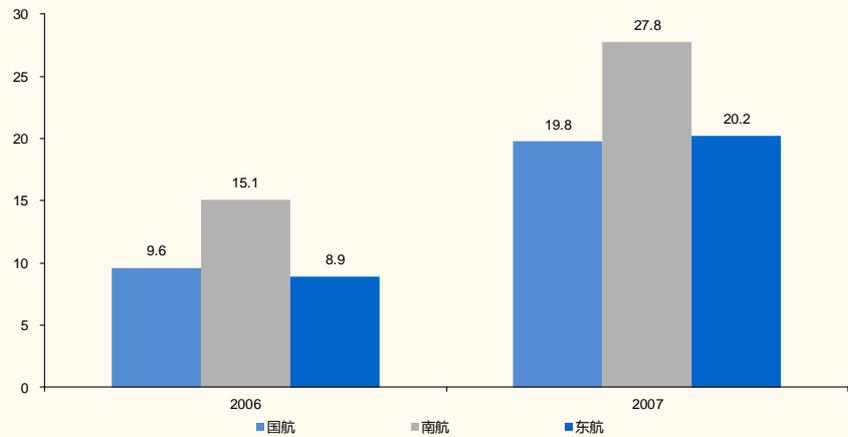
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 三大航 2006-2007 年利润总额 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

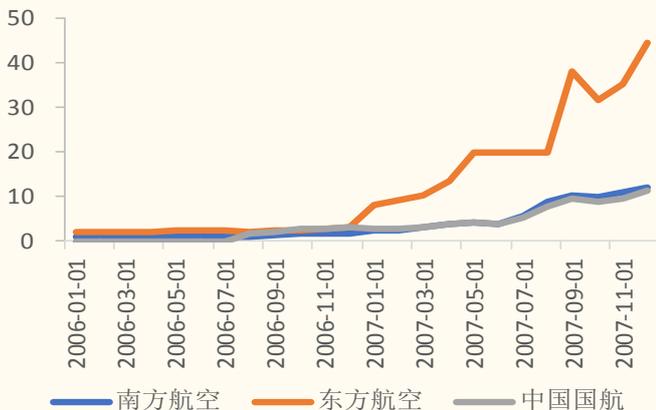
图表 16: 三大航 2006-2007 年汇兑损益 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

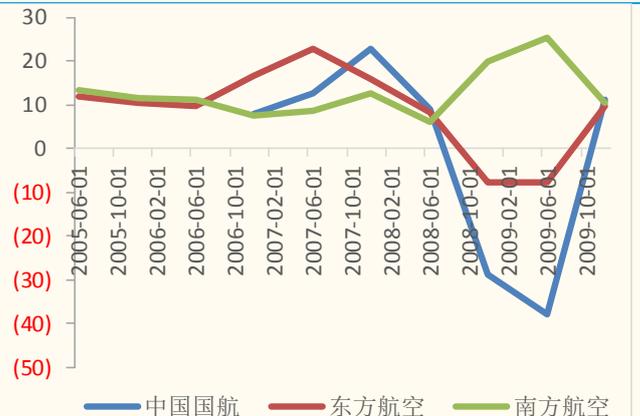
航空估值指标: 航空股 2006-2007 年间 PB 估值范围 1.8-44x, 估值中枢 21x, EV/EBITDA 估值范围 7-23x, 估值中枢 16x。

图表 17: 三大航 2006 年-2007 年 PB 估值范围 1.8-44x



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 三大航 2006-2007 年 EV/EBITDA 估值范围 7-23x



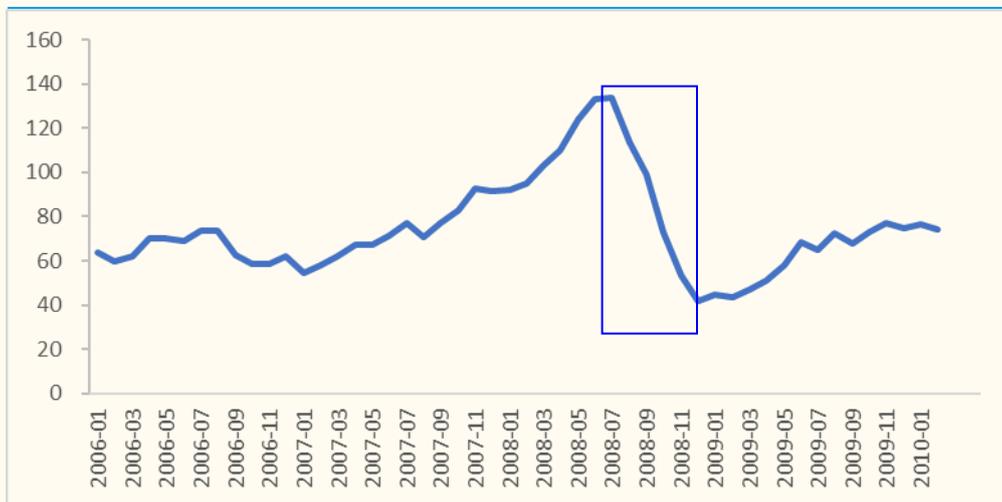
来源: Wind, 国金证券研究所

3. 第二轮周期 (09-10 年): 油价下跌、汇率升值、需求改善共振

3.1 Rf: 次贷危机引发油价重挫, 货币宽松推动无风险收益率向下

次贷危机引发全球危机，重挫原油价格。美联储实行的利率政策的变化、房价下跌、CDO 等衍生产品的缺陷等因素，共同导致了美国次贷危机的爆发。受此影响，全球对原油的需求大幅下降。根据 IEA 数据，2008 年全球原油需求 86.2 百万桶/天，同比下滑 2.8%，2009 年全年需求 84.9 百万桶/日，同比下滑 1.6%。受此影响，原油价格经历了大幅下滑，08 年 7 月原油价格一度冲高至 147 美元/桶，最低跌至 2009 年 1 月的 40 美元/桶。

图表 19：次贷危机重挫原油价格（单位：美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

利率下降，货币与信贷增速快速攀升。受次贷危机影响，中国出口增速快速回落。同期，国内房地产开发投资同样出现大幅下滑，内忧外患致使经济增速大幅跳水。为摆脱经济颓势和潜在通缩风险，央行从 08 年 9 月开始连续五次降息，一年期贷款基准利率由 7.47% 大幅降至 5.31%，频率之高、力度之大均属历史罕见。

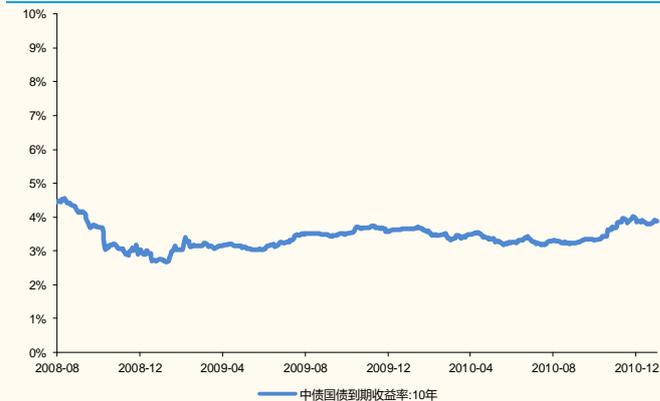
充裕的流动性为股市回暖创造了良好的资金环境。为摆脱金融危机对国内经济的不利影响，国务院于 2008 年底出台了“四万亿”的经济刺激计划。与此同时，利率政策上表现为通过信贷政策和公开市场操作等数量型工具满足经济增长和内需扩张的资金需求。因此，在信贷环境上，M1 和 M2 的年增长率分别达到 32.4% 和 27.7%，均创下十多年来的新高。金融机构全年新增人民币贷款达到 9.6 万亿元，几乎是 08 年新增贷款的两倍。

图表 20：2009-2010 年 M2 同比增速快速提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：2009-2010 年无风险利率低位运行



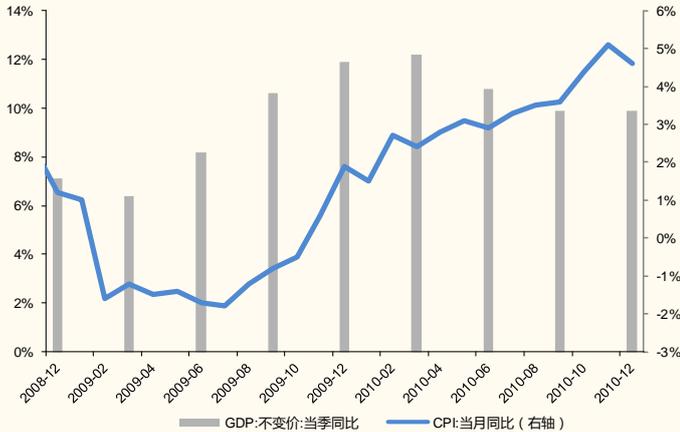
来源：Wind，国金证券研究所

内外冲击下，汇率波动升值。05 年汇改之后，一方面我国确立了人民币汇率改革的市场化方向，另一方面金融危机之后各国货币竞相贬值，在客观上对人民币汇率的形成造成了冲击。在内部改革与外部冲击的双重作用下，人民币对美元汇率呈现波动升值的态势，两年间累计升值 3.1%。

3.2 D: 政策发力, 企业盈利触底回升

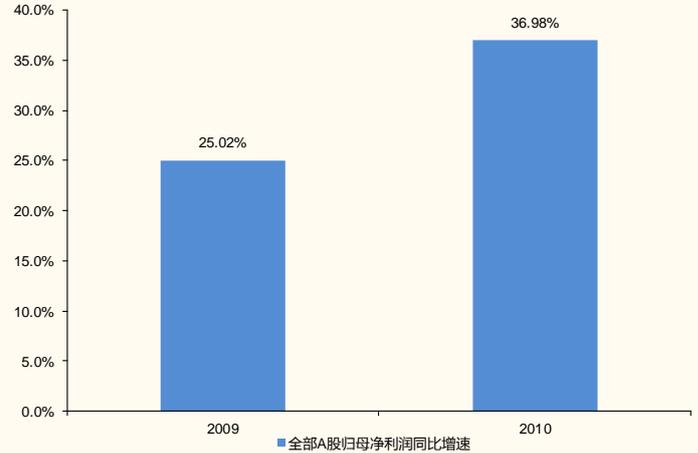
流动性的持续宽松, 使得无风险利率低位运行, 叠加货币及财政政策的强力刺激, 使得宏观经济和企业盈利的预期向好。09 年二季度开始, 宏观经济触底回升。GDP 单季同比由 09 年一季度的 6.6% 反弹至 09 年四季度的 12.2%, 已接近危机前的增长水平。在宏观需求带动下, 微观企业盈利同样快速企稳, 微观盈利修复成为本轮牛市行情的又一强力支撑。

图表 22: 09-10 年 CPI 当月同比与 GDP 当季同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 09-10 年全部 A 股的归母净利润增速同比



来源: Wind, 国金证券研究所

3.3 Rm: 政策与改革预期升温, 催化风险偏好提升

2009 年 9 月开始, 温家宝总理主持召开三次战略新兴产业发展座谈会, 展开对节能环保、信息技术、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造、新材料等新兴产业的讨论。此后, 相关支持政策陆续出台, 带动以新兴产业为代表的中小公司大幅表现, 市场风险偏好显著提升。

图表 24: 2009-2010 年间有关新型产业政策密集出台



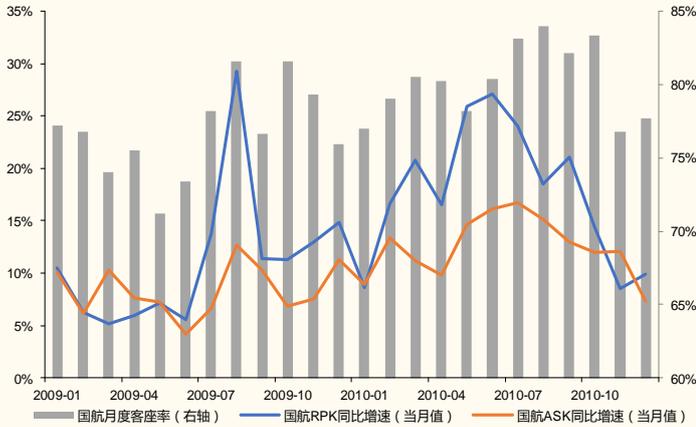
来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

3.4 航空股: 三周期共振, 催化航空股两年牛市行情

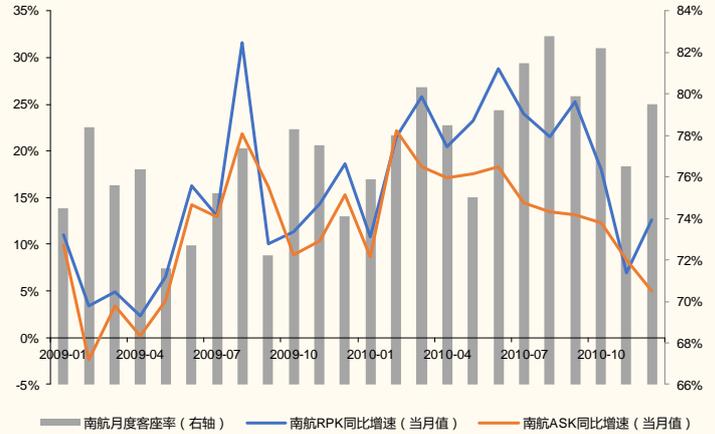
航空经营指标:

- 2009-2010 年间，我国民航客运量增速分别为 19.74%和 16.13%，与同期 GDP 增速的弹性系数分别为 2.1 和 1.5；
- 供需结构大幅好转，2010 年三大航 RPK-ASK 增速差 6.81%；
- 三大航客座率稳步提高，国航/南航/东航 2010 年客座率分别较 2008 年提升 5.4%/5.4%/7.2%。

图表 25：国航 2009-2010 年经营数据



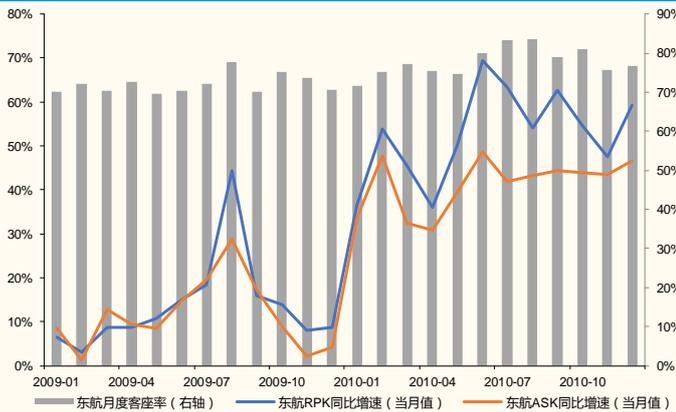
图表 26：南航 2009-2010 年经营数据



来源：Wind，国金证券研究所

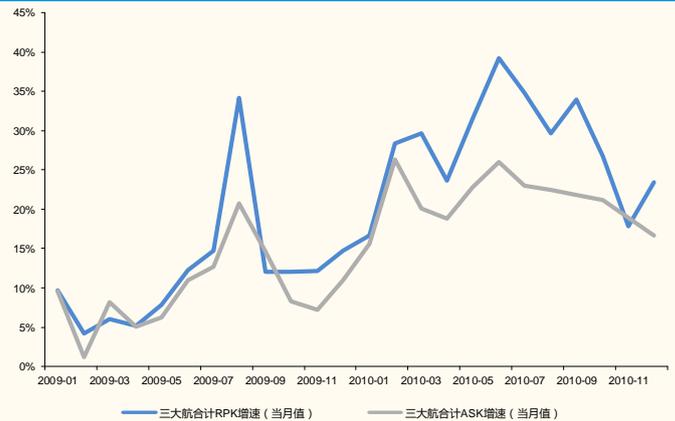
来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：东航 2009-2010 年经营数据



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：三大航 2009-2010 年 RPK-ASK 情况

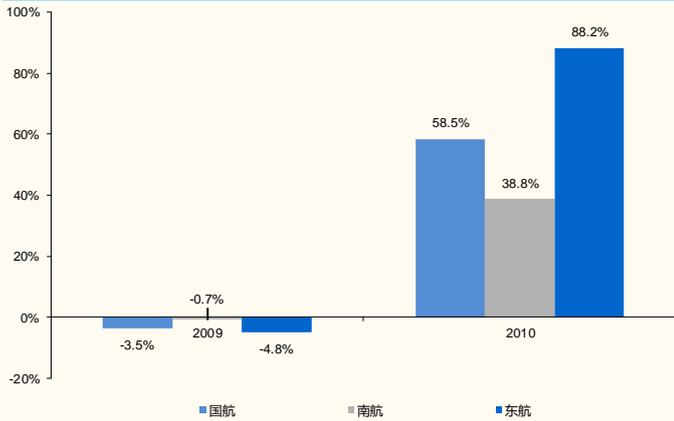


来源：Wind，国金证券研究所

航空业绩指标：

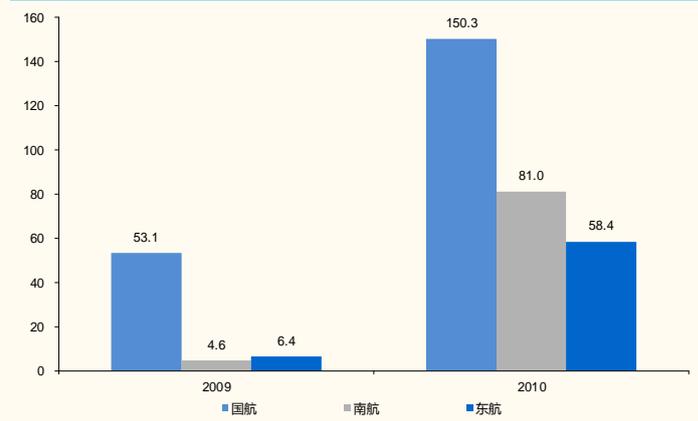
- 单位座公里收益 (RASK)：2010 年三大航 RASK 均大幅上升，国航/南航/东航 RASK 分别为 0.53/ 0.50/ 0.51 元/百万公里，分别同比增长 17.9%/ 20.2%/ 26.3%，同比改善明显。
- 收入：2009-2010 年间，国航/南航/东航收入年均涨幅分别为 24%/17%/34%，向上趋势主要由 RPK 主导，单位客公里收益决定波动幅度。
- 净利润：三大航 2009-2010 年间合计利润总额为 353.8 亿元，三大航汇兑净收益合计 49.9 亿元，利润增长更多的是来自于供需大幅改善带来的业绩攀升。

图表 29: 三大航 2009-2010 年收入增速



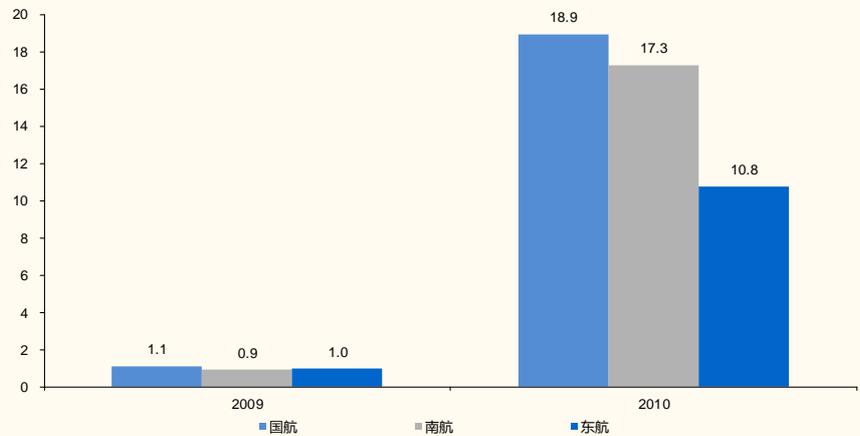
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 三大航 2009-2010 年利润总额 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

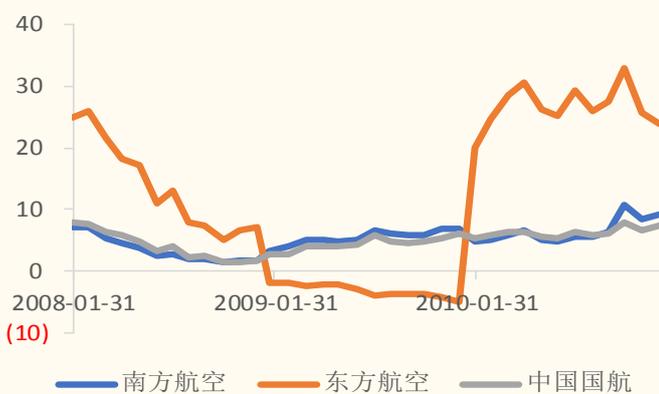
图表 31: 三大航 2009-2010 年汇兑损益 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

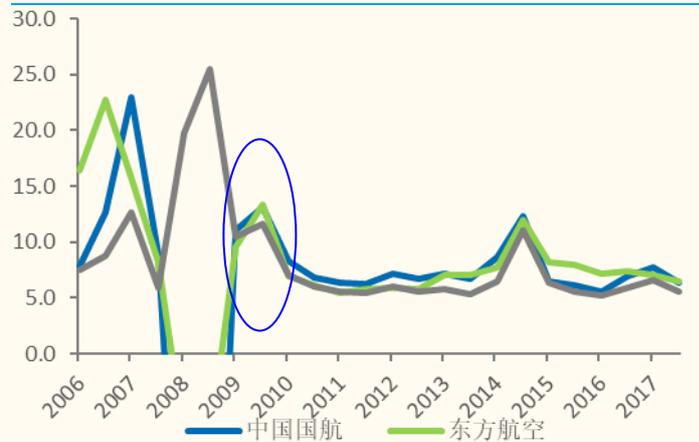
航空估值指标: 航空股 2009-2010 年间 PB 估值范围-4-25x, 估值中枢 8x, EV/EBITDA 估值范围 5-26X。

图表 32: 三大航 2009-2010 年 PB 估值区间-4-25X



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 三大航 2009-2010 年 EV/EBITDA 估值区间 5-26X



来源: Wind, 国金证券研究所

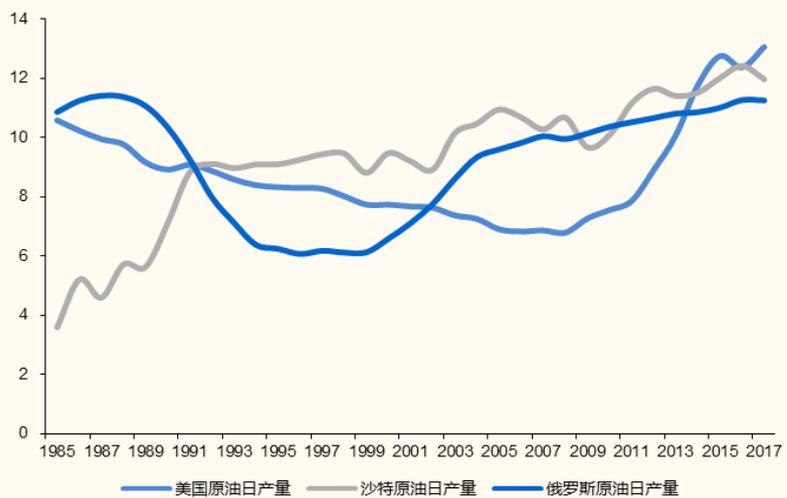
4. 第三轮周期 (14 年 07 月-15 年 06 月): 油价下跌为始, 同时受益

于资金牛、改革牛

4.1 Rf: 从定向宽松走向全面宽松的利率环境

页岩油革命与 OPEC 原油份额战推动油价低位徘徊。页岩油革命使得美国页岩油成为国际原油市场格局的重要力量。产量增长迅速的页岩油使 OPEC 倍受威胁，并试图通过不减产的方式稳定市场份额。在原油供过于求的背景下，2014-2016 年之间，油价始终维持在 60 美元/桶以下，直至 2016 年 11 月 OPEC 达成减产协议。

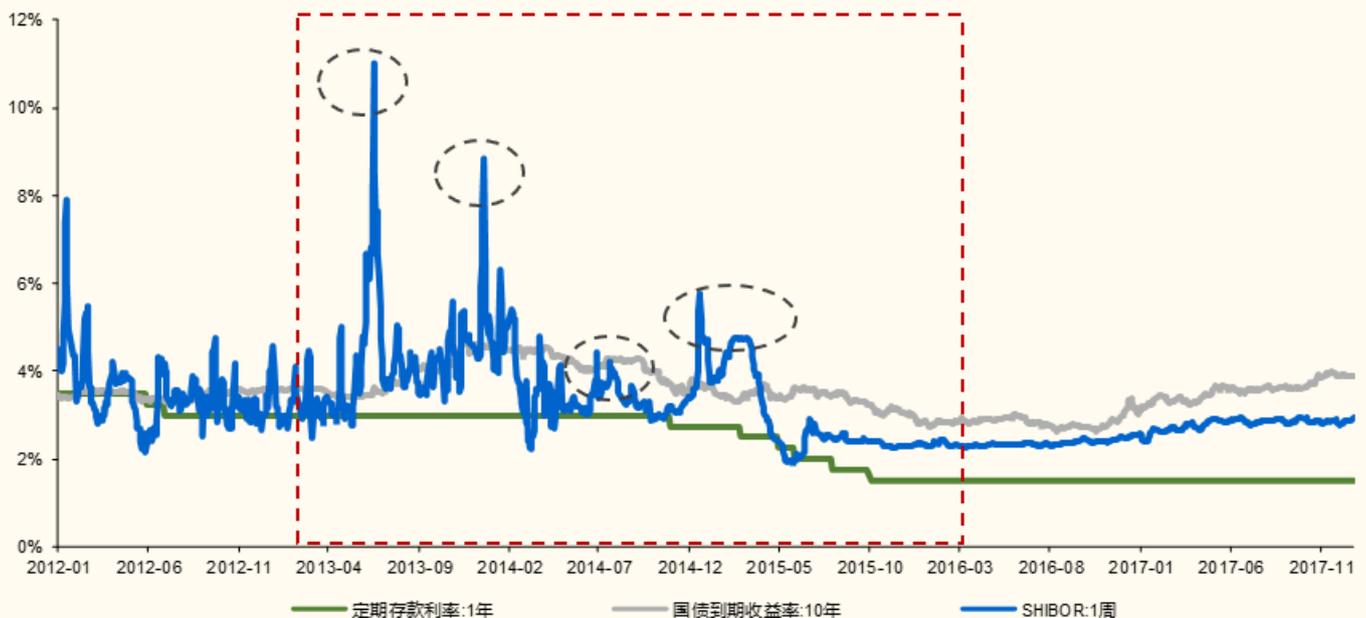
图表 34：2014 年美国原油产量超过沙特



来源：Wind，国金证券研究所

从定向宽松走向全面宽松的利率环境。2013 年-2015 年，我国经济增速逐年下滑。2013 年，金融市场经历 620 钱荒。2015 年，面对国内经济增速放缓，物价涨幅回落，外汇占款变化以及美联储加息预期等不确定性因素有所增多的情况，央行采取多种货币政策工具调节市场流动性并引导利率下行，全年央行共降息 5 次。

图表 35：2013-2015 年从定向宽松到全面宽松的利率环境



来源：Wind，国金证券研究所

2013 年到 2015 年间，从 2013 年的流动性危机带来的定向流动性注入到 2014 年的非对称性降息，再到 2015 年的多次降息，彻底改变了流动性状况。同时，由于货币传导机制受阻，进一步导致大量资金进入金融市场。

图表 36：14-15 年 M2 同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：14-15 年无风险利率缓慢下行



来源：Wind，国金证券研究所

人民币即期汇率明贬实升。2014-2015 年间，汇率经历了两轮“N”字形走势，2014 年全年下跌幅度 0.36%，这也是 2005 年汇改以来中间价首次年度下跌。尽管人民币对美元汇率下跌，但在对欧元等其他主要国际货币中仍保持强势。人民币有效汇率显示，自 2014 年下半年开始，人民币相对于日元、欧元、英镑和澳元在不断升值，并带动出境游爆发。

图表 38：14-15 年 M2 同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：14-15 年无风险利率缓慢下行



来源：Wind，国金证券研究所

注：经指数化处理

图表 40: 2014 年我国出境游市场迎来爆发



来源: Wind, 国金证券研究所

4.2 D: 经济增速整体下滑, 实体经济与金融市场冷热不均

经济增速连年下滑。GDP 从 2013 年的 7.8% 下滑至 2015 年的 6.9%。2013 年的钱荒拉高无风险利率, 2014 年实体经济面临全面下滑, 固定资产增速从 20% 下滑至 15.8%。政府开始利用基建、棚户区改造等措施刺激经济, 但由于货币传导机制受阻, 金融市场与实体经济冷热不均, 经济增速下行压力较大。

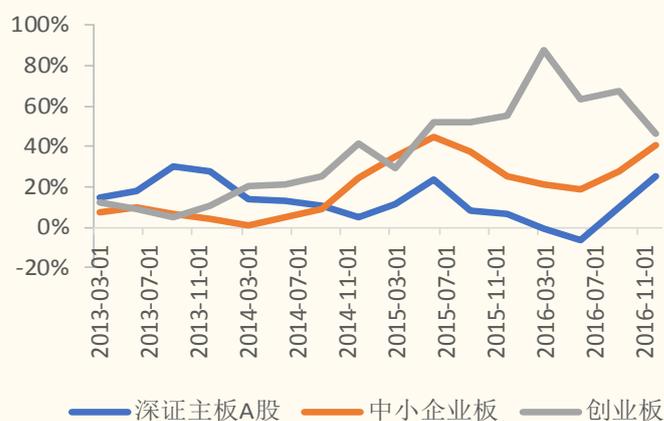
主板与创业板、中小板盈利分化。2013 年以后, 由于宏观经济增速下行给企业盈利带来的巨大压力, 各口径的盈利增速大多处于下行的趋势, 但由于大量的并购并表, 中小板和创业板的利润增速一直处于上行趋势, 主板与创业板净利润增速出现分化。

图表 41: 2014-2015 年 CPI 当月同比与 GDP 当季同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 2014-2015 年主板与创业板、中小板盈利分化



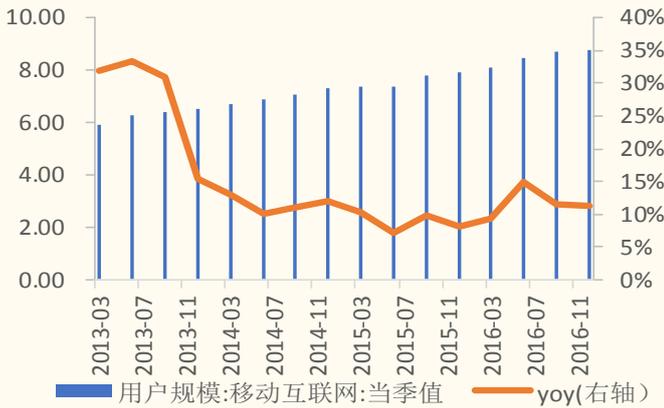
来源: Wind, 国金证券研究所

4.3 Rm: 4G 底层技术取得突破性进展, 互联网+相关政策密集出台

底层技术突破使得相关产业步入景气上行周期。2013 年 12 月 4 日, 工信部向中国联通、中国电信、中国移动正式发放了第四代移动通信牌照 (即 4G 牌照), 4G 时代互联网应用商成为主角。

同时, 互联网+相关政策的密集出台, 与底层技术的发展相契合, 催化创业板牛市行情。

图表 43: 2014 年移动互联网用户数增速有所提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 互联网+相关政策密集出台



来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

4.4 航空股: 油价暴跌带来成本端改善, 航空供需小幅改善

航空经营指标:

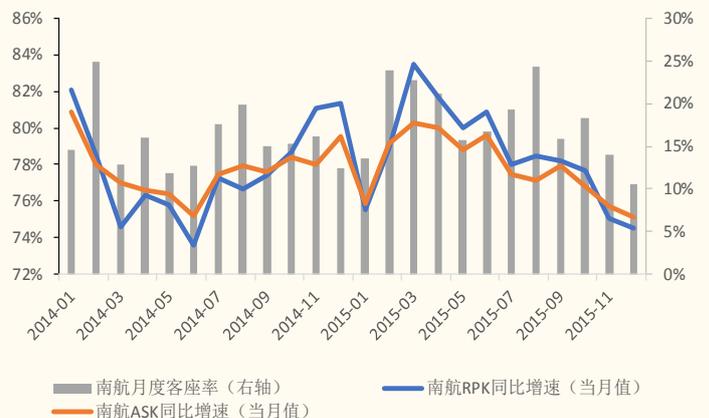
- 2015 年三大航供需结构较 2014 年有了明显改善, 在 2012-2014 年三年低迷后, 三大航全部供需差转正。
- 期间, 三大航客座率趋于平稳, 2015 年上半年, 国航/南航/东航分别-0.7%/+0.7%/+0.5%。
- 2015 年上半年, 国航/南航/东航含油票价跌幅分别为-5.5%/-8.6%/-6.9%, 不含油票价实现同比上涨, 国航/南航/东航分别增长 1.7%/0%/1.0%。可视为航空公司将油价下跌带来的业绩改善通过降低票价的方式传导至下游消费者。

图表 45: 国航 2014-2015 年经营数据



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 南航 2014-2015 年经营数据



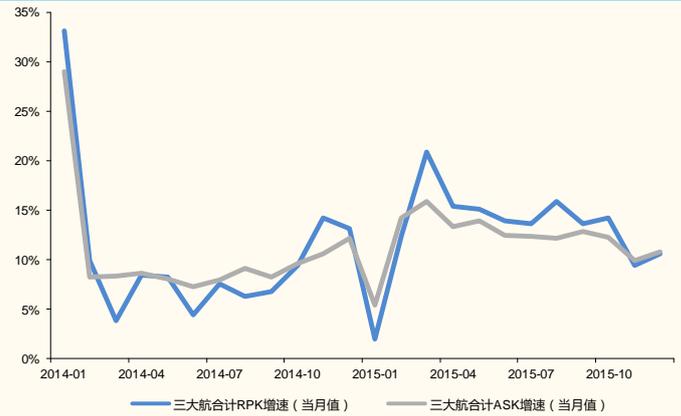
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 东航 2014-2015 年经营数据



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 三大航 2014-2015 年 RPK-ASK 情况

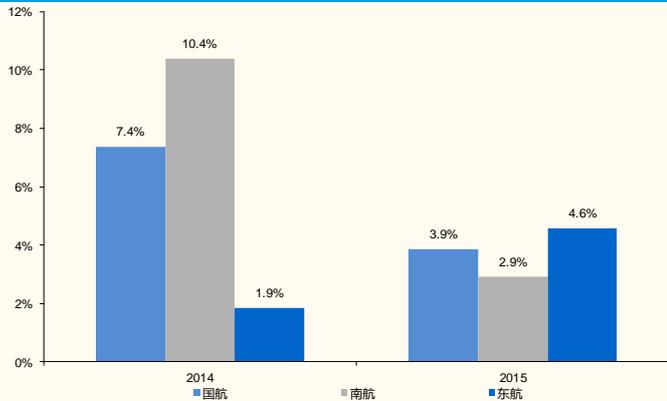


来源: Wind, 国金证券研究所

航空业绩指标:

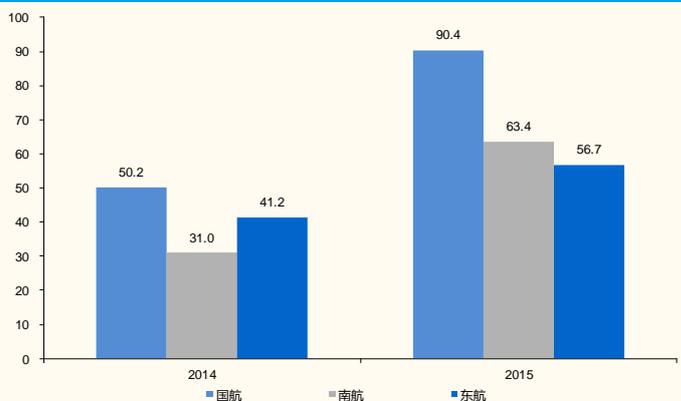
- 单位座公里收益 (RASK): 2015 年三大航 RASK 同比有所下滑, 国航/南航/东航同比分别下滑-5.8%/-7.9%/-8.6%。
- 收入: 2014-2015 年间, 国航/南航/东航收入年均涨幅分别为 5.6%/6.6%/3.3%, 变动趋势主要由 RPK 主导, 单位客公里收益决定波动幅度。
- 净利润: 三大航 2014-2015 年间合计利润总额为 332.9 亿元, 主要受益于油价大跌带来的成本压力骤减, 其中 15Q1 利润同比涨幅在 7 倍以上。

图表 49: 三大航 2014-2015 年收入增速



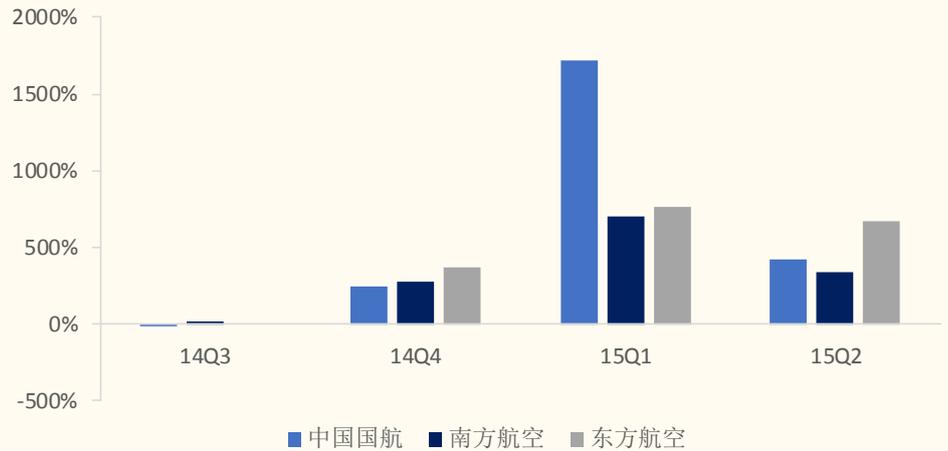
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 50: 三大航 2014-2015 年利润总额 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

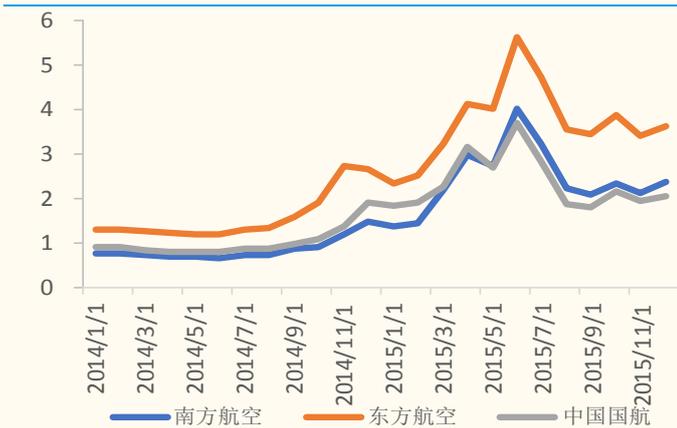
图表 51: 三大航 14Q3-15Q2 利润单季度增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

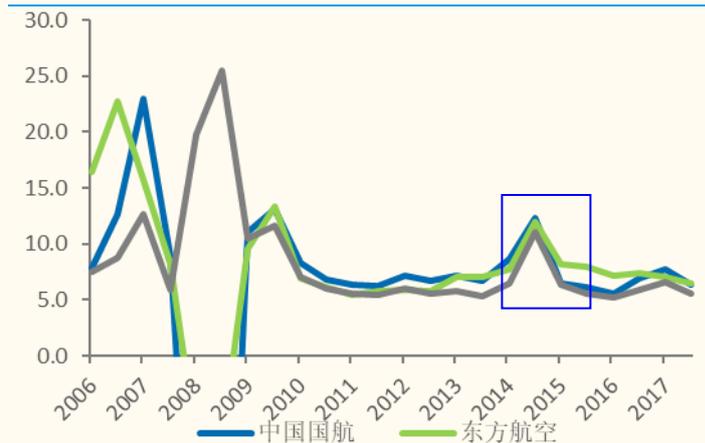
估值指标: 航空股 2014 年 7 月至 2015 年 6 月年间 PB 估值范围 1.3-5.8x, 估值中枢 3x, EV/EBITDA 估值范围 3.8-12x, 估值中枢 7.4x。

图表 52: 2014.06-2015.07 期间航空股 PB 估值范围 1.3-5.8x



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 2014.06-2015.07 期间航空股 EV/EBITDA 估值范围 3.8-12x



来源: Wind, 国金证券研究所

5. 当前航空股: 三周期叠加, 行业迎来最佳投资时机

5.1 航空股宏观驱动因素: 从“水牛”切换到“业绩牛”

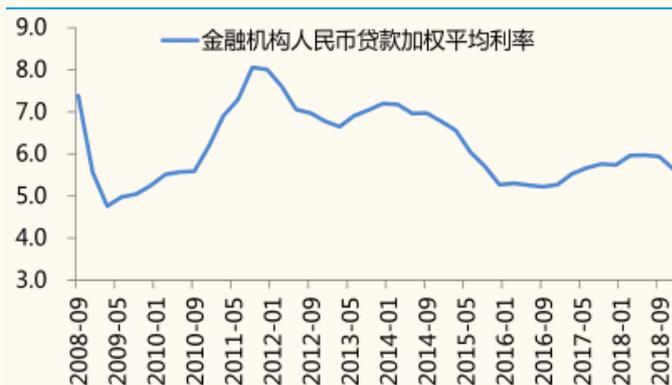
Rf: 政策转向边际宽松, 带来的信用出现边际改善, 是市场预期企稳的宏观基础。2018 年 4 季度以来, 政府出台多项措施来稳定社会信用, 一方面, 通过传统政策工具转向边际宽松, 来营造较好的信用环境, 比如货币转向边际宽松、财政通过减税降费变得更加积极、监管政策松紧有度等; 另一方面, 通过设立多个非常规工具来为企业增信, 比如创设 CRM、最高层召开民营企业座谈会、设立纾困基金等方式。随着一系列政策的实施, 我们看到信用环境确实有所改善 (信用利差下降、贷款利率下降、信用供给增速企稳)。

图表 54: 2019 年初以来信用利差下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 4Q2018 人民币贷款加权利率下降



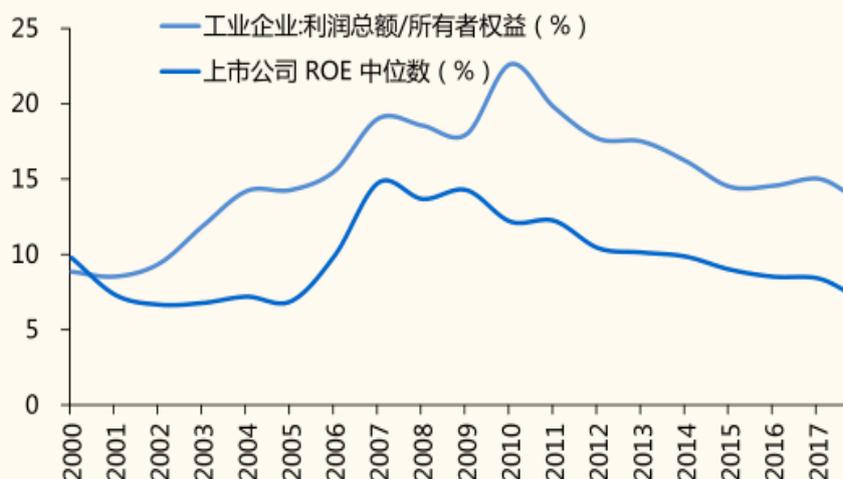
来源: Wind, 国金证券研究所

D: 整体 A 股 ROE 有望在未来几年回升, 拉动 A 股走出一轮“业绩牛”。
从驱动市场上涨的主要因素分析, 年初以来的这波上涨主要靠的是无风险利率下降和风险偏好回升带来的“估值修复”, 企业盈利预期并没有明显改善。从这个角度出发, 对未来的含义有两点: 一是进一步的宽松需要看到需求的加速下降带来的通缩预期升温。不论是美国需求下降超预期, 还是中国需求下降超预期, 都将导致商品价格的进一步回落, 从而带来货币政策的进一步宽松。

A 股整体企业的盈利能力 (ROE) 有望未来几年逐步回升, 从而带动 A 股走出一轮真正依靠盈利驱动的“长牛”。 尽管未来中国的实际 GDP 增速可能不断下台阶降速, 但整体企业的 ROE 水平有望在今年企稳回升, 原因在于影响企业 ROE 的六个因素当中, 两个因素将开始逐渐改善 (其他四个因素进一步变差和明显改善的概率都不高)。

从影响资本回报率的六个变量来看, 当前中国的税负较高、租金成本较高、劳动人口结构变化、过剩产能约束、模仿创新贡献下降和资金成本较高, 共同造成资本回报率长期低迷。展望未来, 资金成本、工资成本、租金成本、产能利用率这四个变量进一步变差的概率在下降, 但改善程度也相对有限; 但是, 短期靠减税、中长期靠创新 (技术进步), 有望拉动企业 ROE 逐渐回升, 当前的减税降费、科创板等政策的推出都是比较确定的、正面的信号。

图表 56: 上市公司 ROE 中位数有望在 2019 年企稳后回升



来源: Wind, 国金证券研究所

Rm: 中美双方均有达成协议的诉求, 中美贸易摩擦阶段性缓解。 中美双方均有达成协议的诉求, 中美贸易摩擦阶段性缓解。2018 年 12 月 1 日, 中美两国元首阿根廷会晤并达成重要共识, 为中美贸易摩擦的解决带来积极信号。从初步的谈判结果来看, 商务部表示取得实质性进展。其实, 从中美双方的互

动可以发现，中美双方均有达成协议的诉求。我国将经贸关系定义为中美关系的“压舱石”和“推进器”。《外商投资法》已经通过了十三届全国人大二次会议审议，表明我国在应对措施方面也是非常积极的。此外，我们判断在后续中，我国可能在停止行业补贴方面，做出让步；同时，在购买商品、放开市场准入和知识产权保护上，可能会有让步。中美贸易摩擦阶段性缓解，市场开始为中美之间能够达成新的贸易协议进行定价，并且部分定价了中美之间互相增加的关税能够撤销。

5.2 油汇终现利好，航空业绩大概率超预期

油价：燃油成本上涨压力将逐步减小，并转为对航空股的利多。 供给端，目前仍旧是美国、OPEC 和俄罗斯之间的三方博弈格局。沙特采取与 14-15 年不同的定价策略，减产执行力有所提高。我们预计，供需两端率先出现变化的一段将为未来油价方向的变动提供指引。

中性假设布伦特原油均价为 70 美元/桶，则 2019 年四季度的同比涨幅分别为 4.1%、-6.6%、-7.7%、1.4%。可见航空公司燃油成本上涨压力将逐步减小，并整体转为对航空股的利多，届时航司收益水平的提高将充分体现在航司业绩上，航司运输毛利有望大幅提升。

图表 57：航空煤油价格将逐步转向利多



来源：Wind，国金证券研究所

汇率的边际变化叠加新租赁准则启用，催化航空股博弈价值。 中美谈判预期向好，足以推动航空股迎来修复。并且新租赁准则或将提高航空公司汇率敏感性，在人民币预期继续升值的背景下，贡献更多汇兑收益。

新租赁准则将提升航司杠杆率水平和汇率敏感性，提高航空 β 属性。2019 年 1 月 1 日起，新修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》启用，在境内外同时上市的企业及在境外上市的企业将实施新租赁准则，将提高三大航资产负债率，对转换初期产生一定成本压力，并提高汇率敏感性。我们假设新计入负债的应付融资租赁款，美元占比与 2018 年半年报相等，则美元每波动 1%，国航、东航、南航汇兑损益将分别提升 2.5 亿、0.8 亿、2.1 亿。

图表 58：航司汇兑损益逐步改善



来源：Wind，国金证券研究所

5.3 航空供给或中期边际收紧，需求韧性支撑票价上涨

新航季日均航班时刻增速加快，内需有韧性催化航空股行情演绎。

2019 年民航夏秋航班时刻表公布，根据夏秋时刻表测算，夏秋民航周计划班次量同比增长 9.0%，增速上升 2.2pct。时刻增速提升，其中国内航线时刻量同比增长 9.0%，国际航班时刻数量同比增长 12.8%，港澳台航班时刻数量同比增长 9.7%，外航时刻数量同比增长 4.9%。

三大航及春秋时刻增速加快，吉祥增速有所回落仍保持高位。分航班来看，国航、东航、南航周计划班次量增速分别为 7.9%、9.0%、7.7%，增速较去年同期分别 2.9pct、5.4pct、3.2pct。春秋航空、吉祥航空周计划班次量增速分别为 14.9%、16.9%，增速较去年同期分别 3.3pct、-2.9pct。

图表 59：各航季民航周计划班次量 (个)

	2019夏秋	2018冬春	2018夏秋	2017冬春	2017夏秋	2016冬春	2016夏秋
内航国内线	92544	86056	84931	80538	80501	74466	74447
同比	9.0%	6.9%	5.5%	8.2%	8.1%	8.7%	
内航国际线	12493	11380	11077	10275	10346	9895	9489
同比	12.8%	10.8%	7.1%	3.8%	9.0%	6.4%	
内航港澳台线	1832	1680	1670	1614	1594	1558	1846
同比	9.7%	4.1%	4.8%	3.6%	-13.7%	-13.7%	
国际航司	11141	10597	10620	10296	9986	9475	9542
同比	4.9%	2.9%	6.3%	8.7%	4.7%	11.0%	
合计	118010	109713	108298	102723	102427	95394	95324
同比	9.0%	6.8%	5.7%	7.7%	7.5%	8.3%	

来源：民航预先飞行管理系统，国金证券研究所

停飞 B737MAX-8 或引发行业中期供给边际收紧。

短期内，由于存量 B737MAX-8 运力占比较低，航空公司有能力通过提高运营飞机小时利用率，重新编排航线结构，从而减轻 B737MAX-8 停飞带来的存量负面影响。截止 2 月，我国航空公司运行客机 3498 架，B737MAX-8 共 96 架，占比 2.7%。具体到主要上市公司，共运营 71 架 B737MAX-8，占比我国整体 B737MAX-8 机型 74%，其中中国航运营 673 架飞机中 22 架为 B737MAX-8，占比 3.3%；东航运营 686 架飞机中 14 架为 B737MAX-8，占比 2.0%；南航运营 843 架飞机中 34 架为 B737MAX-8，占比 4.0%；吉祥运营 88 架飞机中 1 架为 B737MAX-8，占比 1.1%；春秋机队中无 B737MAX-8 飞机。

停飞影响或主要在于中期运力引进的延迟。

停飞禁令将延续多久，以及会不会对已签该机型订单产生影响，取决于此次空难的原因和得到调查结果的速度。目前态势来看，B737MAX-8 飞机存在漏洞需要修复，需要停航半年以上，我国已经暂停重新适航认证。这种情况下，航空公司将延期 B737MAX-8 订单交付，减缓我国运力引进速度。

以三大航为例，根据三大航年报，国航、南航、东航 2019 年将引进 B737 飞机 31 架、45 架、26 架，2019 年前两个月引进的 8 架 B737 飞机中有 5 架是 MAX 机型。若按此比例，国航、南航、东航 2019 年将引进 B737MAX-8 飞机 19 架、28 架、16 架，共计 63 架，约占 2019 年三大航飞机引进架数的 30%。由于空客公司订单饱满，产能存在瓶颈，并且更换订单需要 1-2 年才能交付，此部分订单或无法及时由空客吸收，我国航空业中期运力引进或受阻，产生行业供给边际收紧。

图表 60：上市公司 B737MAX-8 机型运营情况

集团	航司	B737M AX-8 (架)	机队总数 (架)	占比
国航	国航本部	15	438	3.4%
	深航	5	188	2.7%
	昆明航	2	26	7.7%
	合计	22	673	3.3%
南航	南航本部	24	602	4.0%
	厦航	10	167	6.0%
	合计	34	843	4.0%
东航	东航本部	3	533	0.6%
	上航	11	103	10.7%
	合计	14	686	2.0%
吉祥	吉祥本部	0	71	0.0%
	九元	1	17	5.9%
	合计	1	88	1.1%
春秋	春秋本部	0	83	0.0%
	其他	25	1125	2.2%
	总计	96	3498	2.7%

来源：公司公告，民航休闲小站，国金证券研究所

需求方面，春运与 2 月航司经营数据表明我国航空需求韧性十足，全年票价提升可期。

2019 年春运于 3 月 1 日结束，根据交通运输部初步统计结果，民航发送旅客 7288.2 万人次，增长 11.4%。各出行方式中，航空出行增速依旧最快。整体来看，民航出行需求增长依旧稳定，并未出现明显下滑。

另外，近期航空公司陆续公布 2 月经营数据，2 月客座率均有明显上升，春运旺季航空需求维持高位。2 月国内线由于高基数以及春运排班较往年偏晚影响，ASK 增速较 1 月略有下滑，三大航、春秋、吉祥国内线 ASK 分别同增 9.0%、9.4%、10.6%；但需求维持高位，RPK 分别同增 11.7%、12.5%、13.1%，推动国内线客座率各航空公司均一扫 1 月阴霾，同比有较大幅度提高，三大航、春秋、吉祥国内线客座率分别同增 2.1pct、2.7pct、2.0pct，并且绝对值处于高位，接近 2018 年暑运旺季水平。2 月的良好表现拉动前两月累计国内客座率转正，三大航、春秋、吉祥 1-2 月累计国内线客座率分别同增 0.7pct、2.3pct、0.5pct。

同时，各航空公司国际线依然坚挺，春节期间出境游火热，更多的居民选择出境旅游，2 月国航、南航、春秋国际线客座率均有明显提升，三大航/春秋分别同增 0.7pct/2.5pct。并且客座率绝对值位于高位，体现了国际出行的良好需求。吉祥前期撤回部分国际运力，重新投入仍然处于恢复阶段，国际线客座率同比下降 4.2pct。

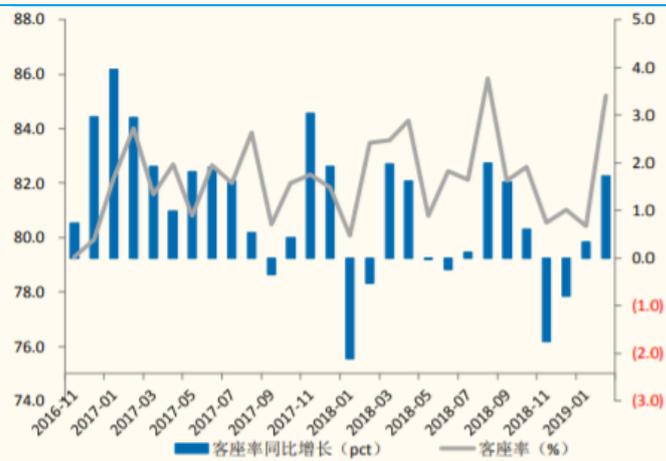
国内与国际线需求旺盛，推动航空公司整体客座率提升。2月国航、南航、春秋、吉祥整体客座率分别同增1.3pct/1.7pct/2.7pct/0.8pct。

图表 61：中国国航整体客座率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 62：南航航空整体客座率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 63：吉祥航空整体客座率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 64：春秋航空整体客座率



来源：Wind，国金证券研究所

6. 投资建议

航空景气度结构性改善，收益水平将持续提升，作为周期行业迎来向上拐点。航空公司将逐步转向票价精细化管理，收益水平将重回上升通道。

前期由于中美贸易战预期，人民币急速贬值，以及油价上涨预期，航空股调整幅度超过 50%，估值已处于历史低位，行业存在估值修复动力。目前三大航 PB 估值约为 1.6 倍，而过去 10 年航空板块 PB 均值约为 2.4 倍，牛市 PB 均值约为 7 倍，有较大修复空间。

图表 65: 申万航空指数 PE Band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 66: 申万航空指数 PB Band



来源: Wind, 国金证券研究所

对于航空股的长期投资机会，油价和汇率的对于股价的扰动因素不可忽略。回顾历史，航空板块经历过 3 次较为长期的上涨。第一次（2007-2008 年）和第二次（2009-2011 年）虽然均伴随收益水平的提高，但扰动因素并未产生利空影响；第三次（2014-2015 年），航空公司收益水平略有下滑，但高位迅速回落的国际油价使得航空公司业绩同比大幅提高，成为推动航空股上涨的主要因素。可见航空股股价走势需要油价与汇率配合。

图表 67: 申万航空指数与油价关系



来源: Wind, 国金证券研究所

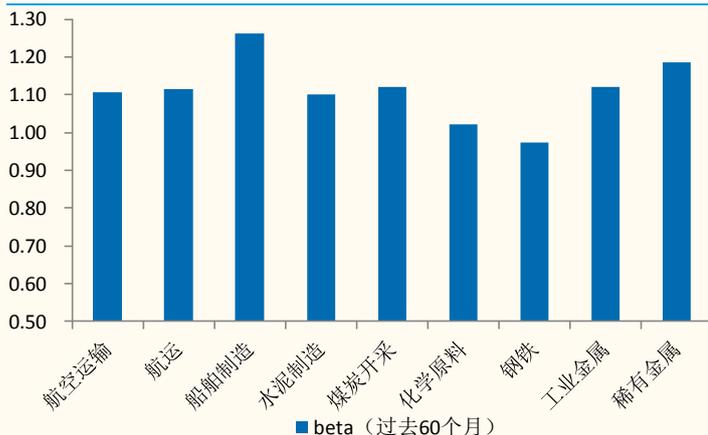
图表 68: 申万航空指数与汇率关系



来源: Wind, 国金证券研究所

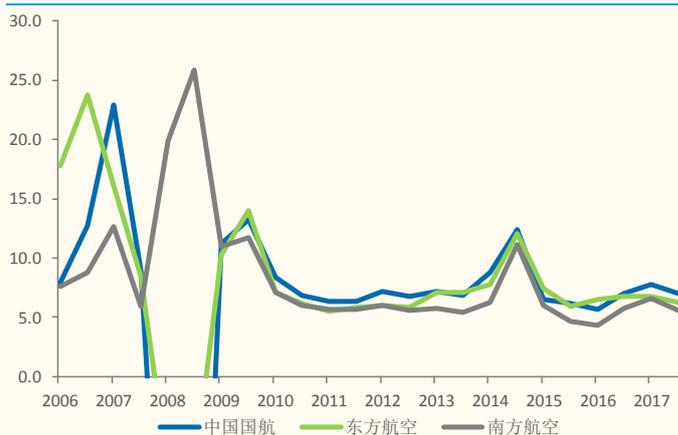
由于航空公司资产负债率较高，EV/EBITDA 估值更为适合。我们回顾三大航历史 EV/EBITDA，除去金融危机前后航司业绩波动较大，以及 2014-2015 年牛市，三大航 EV/EBITDA 维持在 7-8 倍左右的水平，比较稳定。目前油价和汇率均向有利于航空业方向发展，航司业绩将得到明显提升，航司企业价值将获得推动，带动股价提升。

图表 69：主要周期行业过去 60 个月 beta 值



来源：Wind，国金证券研究所

图表 70：三大航历史 EV/EBITDA



来源：Wind，国金证券研究所

我们认为，航空板块估值处于低位，供需结构向上，前期扰动因素利空影响缓和，基本面迎来向上拐点，板块存在修复动力。整体来看，我国航空行业寡头垄断已经初步形成，作为包含可选消费属性的周期性行业，现金流良好。扰动因素转向利好，航空板块将在中长期获得超额收益。

基于航空供需结构性改善、收益水平迎来拐点、扰动因素利空缓和逐步转向的逻辑，我们持续推荐东方航空、中国国航、南方航空。供给侧改革并未影响三大航供给，并且能够享受协调机场票价提升带来的收益水平提升。

关注春秋航空、吉祥航空，公司受益上海两场供给受限，收益水平提升领先行业，业绩增速好于三大航，受汇率利空影响较小，不过中长期仍需观察我国航空业整体对中小航空公司和低成本航空营造的发展环境。

图表 71：重点航空公司估值表

公司	股价	EPS				PE			评级
		17A	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
中国国航	10.93	0.54	0.60	0.74	1.02	18	15	11	买入
东方航空	7.21	0.44	0.19	0.59	0.82	39	12	9	买入
南方航空	8.65	0.60	0.24	0.61	0.87	36	14	10	买入
春秋航空	40.92	1.58	1.51	2.26	2.79	27	18	15	买入
吉祥航空	15.70	0.74	0.77	0.96	1.29	20	16	12	买入

*红色为已出2018年年报实际值 股价为2019年4月2日收盘价

来源：Wind，国金证券研究所

7. 风险提示

- **航空需求下滑**：航空客运需求削弱，将抑制运价提升，对航空公司业绩将产生利空影响。
- **油价上涨超预期**：若国际油价上涨速度与幅度超预期，或将大幅度拉低航空公司业绩，并扭转市场对于航空公司预期。
- **人民币贬值超预期**：若人民币继续贬值，航空公司业绩和市场情绪将进一步恶化。
- **收益水平提升超预期的上行风险**：伴随票价市场化和精细化管理，航空公司收益水平提升或超预期，有效覆盖油价上涨，增厚业绩，使得油价上涨预期的利空作用减弱，产生航空公司业绩和股价的上行风险。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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