



量化拆解汇率对三大航利润的影响

投资要点

- **引言：**在中美贸易谈判持续发酵等诸多条件影响下，五月以来人民币进入贬值通道，截至5月14日离岸人民币破6.9，半个月跌幅近2.6%，基本将19年升值部分全部吐回。汇率通过汇兑损益、外币计价的营业收入及成本传导至航空股业绩。汇率成为除行业供需之外，影响航司毛利及表观净利润的核心变量。
- **汇率扰动净利润，趋势上三大航一直在降低外币负债规模。**在现行国资管理体系下，三大航均未系统性地使用汇率套保来对冲外币负债头寸。但是自2014年起三大航一直在主动降低自身外币负债水平，数据上看以南航为例18年末汇率敏感性较14年的高点已经下降约50%。最近一期来看，18年南航/国航/东航各自的外币负债分别为400.2/303.1/400.8亿人民币，同比分别下降了14.6%/24.2%/14.3%。
- **经租进表新会计准则下，航司外币负债头寸增加、资产负债率上升，三大航的汇兑敏感性提升约1-1.5倍。**新租赁准则改变了融资租赁和经营租赁在会计处理上分而治之的局面，境内外同时上市的三大航将从19年起采用新准则。我们用2种口径测算三大航外币负债增量：①经租进表资产净增额=使用权资产现额-固定资产减少额，国航/南航/东航经租进表资产净增额分别为367/451/356亿元。②三大航18年末经营租赁剩余应付款折现，国航/南航/东航在新租赁准则下的负债增加分别为412/599/261亿。三大航汇兑损益的敏感性分别为7.2/9.5/5.2亿元。综合来看，三大航的汇兑敏感性提升约1-1.5倍。
- **航司燃油成本的汇率风险难以对冲，南航燃油成本端压力最大。**以美元计价的新加坡航油价影响航司的终端燃油采购成本，今年以来布油均价约66美元，较去年71美元略有下降，南航/东航/国航ASK增速预计为12.1%/9.3%/8.4%，审慎起见我们以布油68美元价格预估三大航19年燃油成本分别为405/345/390亿元，汇率1%变化对应燃油成本敏感性分别为4.1/3.5/3.9亿元。
- **投资策略与重点关注个股：**汇率作为不可控的外部变量，在急涨急跌时阶段性的会成为航空股投资的主要矛盾。当下，在离岸人民币接近7.0、航空股股价调整后，我们认为汇率风险释放较为充分。需求端，5-6月份航空需求预计逐步回暖，行业客收仍保持稳健。供给端，波音737MAX机型停飞使行业供给被动收缩，提升航司的资产周转率及旺季票价弹性，继续看好航空股二季度超额收益投资机会，推荐三大航、春秋与吉祥。
- **风险提示：**宏观经济风险、人民币大幅贬值风险、油价大幅上涨风险。

重点公司盈利预测与评级

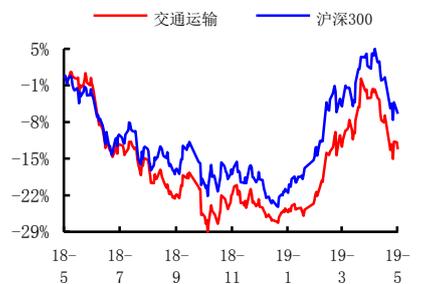
| 代码 | 名称 | 当前价格 | 投资评级 | EPS (元) | | | PE | | |
|--------|------|------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 601111 | 中国国航 | 8.8 | 增持 | 0.53 | 0.74 | 0.77 | 16.6 | 11.9 | 11.4 |
| 600029 | 南方航空 | 7.4 | 增持 | 0.28 | 0.61 | 0.68 | 26.4 | 12.1 | 10.9 |
| 600115 | 东方航空 | 6.08 | 增持 | 0.19 | 0.50 | 0.51 | 32.0 | 12.1 | 11.9 |

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：陈照林
执业证号：S1250518110001
电话：13916801840
邮箱：chzhil@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 股票家数 | 114 |
| 行业总市值(亿元) | 22,873.83 |
| 流通市值(亿元) | 20,845.05 |
| 行业市盈率TTM | 17.62 |
| 沪深300市盈率TTM | 11.7 |

相关研究

1. 航空月度数据点评：Q1民航客座率83.7%创新高，继续推荐航空板块(2019-04-17)

目 录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1 汇率对航司业绩影响的传导路径 | 1 |
| 2 外币负债：头寸在经租进表准则下进一步放大..... | 2 |
| 2.1 从 2014 年以来，三大航主动降低了外币负债的金额 | 2 |
| 2.2 新租赁准则经租进表提高了三大航杠杆率及汇率敏感性..... | 3 |
| 2.3 经租进表对三大航外币负债增量的测算 | 3 |
| 3 汇率对主营利润的影响——以燃油成本为主 | 6 |
| 3.1 非油成本头寸基本由外币收入对冲 | 6 |
| 3.2 燃油定价机制：美元定价几乎无法对冲 | 7 |
| 3.3 燃油成本的汇率敏感性 | 7 |
| 4 测算汇总及投资建议 | 9 |
| 5 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: 2016 至今的美元兑人民币汇率走势 | 1 |
| 图 2: 汇率通过汇兑损益和主营利润影响航空公司业绩 | 1 |
| 图 3: 三大航汇率敏感性持续降低 (单位: 百万人民币) | 2 |
| 图 4: 三大航主动降低外币负债水平 (单位: 亿人民币) | 2 |
| 图 5: 汇兑损益显著影响净利润 (单位: 百万人民币) | 2 |
| 图 6: 国航 2018 年主营成本结构 | 6 |
| 图 7: 南航 2018 年主营成本结构 | 6 |
| 图 8: 东航 2018 年主营成本结构 | 6 |
| 图 9: 燃油定价机制 | 7 |
| 图 10: 燃油成本是主营成本项下中占比最高的项目 | 8 |
| 图 11: 2016 年以来布油走势 | 8 |

表 目 录

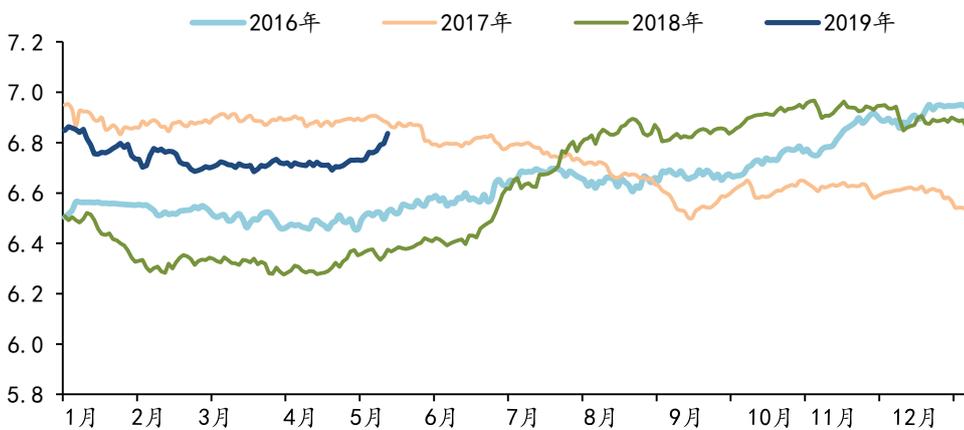
| | |
|---|---|
| 表 1: 适用新准则后, 主要报表项目变动列示 | 3 |
| 表 2: 适用新准则后, 东航对资产负债表进行调整 | 3 |
| 表 3: 适用新准则后, 国航对资产负债表进行调整 | 4 |
| 表 4: 适用新准则后, 南航对资产负债表进行调整 | 4 |
| 表 5: 三大航剩余年份经营租赁租金现值测算 | 5 |
| 表 6: 美元负债规模扩大, 汇率敏感性提升 | 5 |
| 表 7: 从布油价到国内航油出厂价的拟合测算 | 7 |
| 表 8: 燃油成本的汇率敏感性提高, 南航最大 | 8 |
| 表 9: 汇率敏感性测算汇总 | 9 |
| 表 10: 汇率弹性测算及三大航估值 (市值取 2018.5.14 日收盘价) | 9 |

1 汇率对航司业绩影响的传导路径

汇率主要通过①财务费用中汇兑损益和②外币计价的主营利润二者来影响航空公司利润。对于航空公司而言，汇兑损益主要由于资产负债表日的汇率期间变动引起，由于新租赁准则的出台，原有表外的经营租赁资产与负债移至表内，外币负债规模增加，汇兑损益对业绩影响被放大。

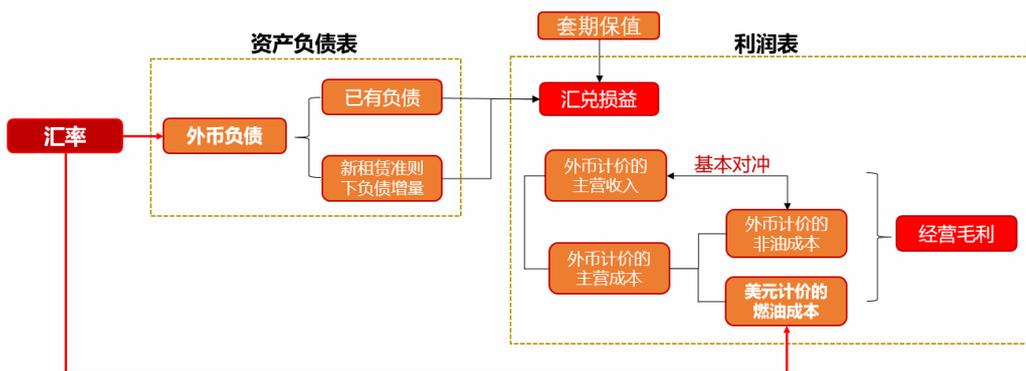
另一方面，汇率会影响以外币计价的主营业务收入与主营业务成本，外币成本可分为以外币计价的非油成本和以美元计价的燃油成本。为了简化分析，我们假设以外币计价的主营收入与非油成本基本抵消，在此情况下，我们分析的关键就是汇率对燃油成本的影响程度。

图 1：2016 年至今的美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：汇率通过汇兑损益和主营利润影响航空公司业绩



数据来源：西南证券整理

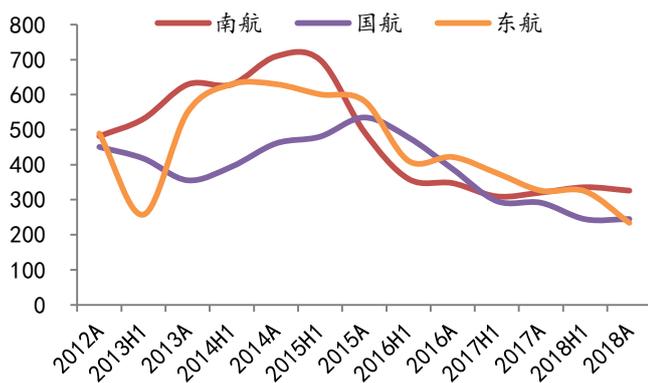
2 外币负债：头寸在经租进表准则下进一步放大

2.1 从 2014 年以来，三大航主动降低了外币负债的金额

航空公司主要的外币负债是由于引进飞机和航材的需求导致的，这部分款项大部分是由外币支付。由于资产负债表中的资产和负债是以资产负债表日的汇率反映的，汇率水平直接影响表观负债水平。

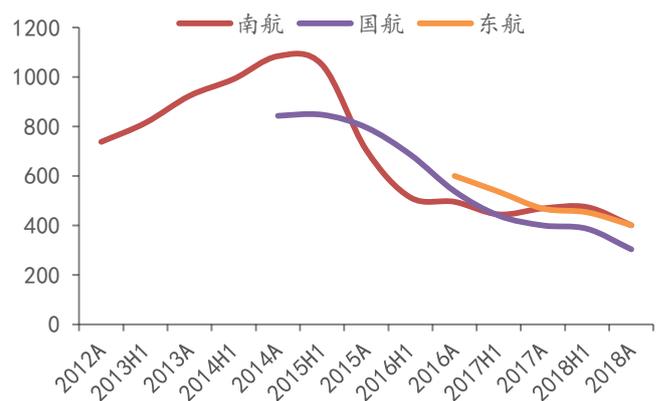
汇率敏感性持续降低，三大航外币负债下降。航司降低这种汇率扰动的措施一般有两种：一是降低外币负债金额，二是采取套期保值。可能系 2008 年国航及东航在燃油套保上产生巨额亏损，以至于在现行国资管理体系下三大航均未系统性地使用汇率套保来对冲外币负债头寸。对于航司来说，自身也通过不懈努力降低外币负债的金额。数据上看，自 2014 年以来三大航外币负债水平明显降低，以南航为例 18 年末汇率敏感性较 14 年的高点已经下降约 50%。最近一期来看，18 年南航/国航/东航同比下降 14.6%/24.2%/14.3%，2018 年外币负债分别为 400.2/303.1/400.8 亿元。

图 3：三大航汇率敏感性持续降低（单位：百万人民币）



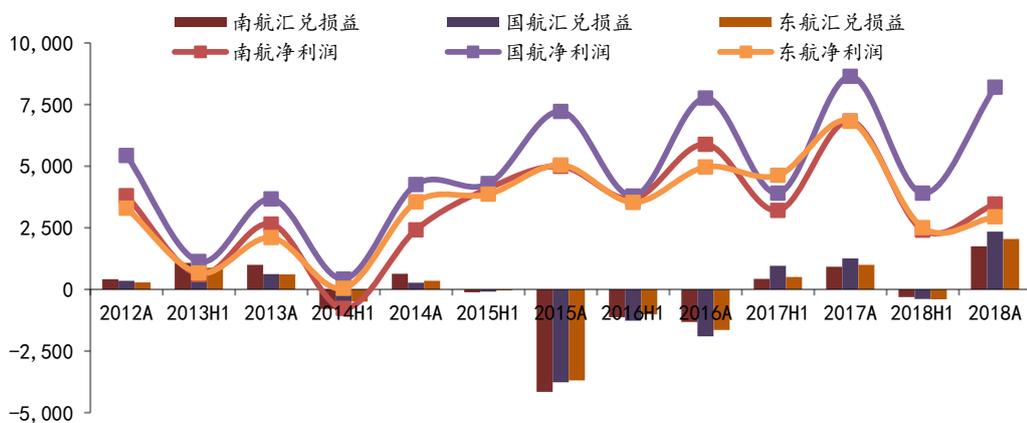
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：三大航主动降低外币负债水平（单位：亿人民币）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：汇兑损益显著影响净利润（单位：百万人民币）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 新租赁准则经租进表提高了三大航杠杆率及汇率敏感性

新租赁准则实施，原表外资产及负债进表。2018年12月财政部发布了修订的《企业会计准则第21号——租赁》，准则要求在境内外同时上市的企业自2019年1月1日起施行，三大航均系多地上市的航司，民营航司春秋、吉祥的经租进表时间点为2021年。

我们总结了经租进表新租赁准则的主要变化：①取消承租人关于融资租赁与经营租赁的分类；②要求承租人对所有租赁确认使用权资产和租赁负债；③分别确认折旧和利息费用。由于三大航自国外购买飞机通常为经营租赁模式，采用新准则后，资产及负债会同时增加。

表 1：适用新准则后，主要报表项目变动列示

| 变动科目 | 变动方向 | 变动原因 |
|---------|------|--------------------------------|
| 预付款项 | - | 由于执行新租赁准则所致 |
| 固定资产 | - | 由于公司执行新租赁准则，将融资租赁资产转入使用权资产所致 |
| 使用权资产 | 新增 | 由于公司执行新租赁准则，将租赁资产确认为使用权资产所致 |
| 递延所得税资产 | + | 由于公司执行新租赁准则，调整期初留存收益并调整递延所得税所致 |
| 长期应付款 | - | 由于公司执行新租赁准则，将融资租赁负债转入租赁负债所致 |
| 租赁负债 | 新增 | 由于公司执行新租赁准则，确认融资租赁及经营租赁负债所致 |
| 预计负债 | + | 由于公司执行新租赁准则，确认租赁资产修理准备所致 |
| 递延所得税负债 | - | 由于公司执行新租赁准则，调整期初留存收益并调整递延所得税所致 |

数据来源：公司年报，西南证券整理

2.3 经租进表对三大航外币负债增量的测算

测算思路 1：经租进表资产净增额=使用权资产现额-固定资产减少额

三大航资产负债率上升，国航最低，东航影响最小。根据2018年年报，在按照新租赁准则调整后（扣除递延所得税影响），东航、国航和南航资产端增加分别为355.6亿元、369.9亿元、451亿元，负债端增加分别375.7亿元、643.5亿元和480.7亿元，对应资产负债率提升4.0%、7.6%和6.2%。新租赁准则实施后，三大航资产负债率均有所增加，东航影响最小，国航杠杆率为三大航最低。

表 2：适用新准则后，东航对资产负债表进行调整

| 单位：亿元 | 2018/12/31 | 2019/1/1 | 变动数 |
|------------------|---------------|---------------|--------------|
| 资产 | | | |
| 固定资产 | 1756.8 | 812.6 | -944.2 |
| 使用权资产 | | 1299.8 | 1299.8 |
| 经租进表资产净增额 | 1756.8 | 2112.4 | 355.6 |
| 资产总额 | 2367.7 | 2724.2 | 356.5 |
| 负债 | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 165.5 | 215.1 | 49.6 |
| 预计负债 | 27.6 | 88.3 | 60.7 |
| 租赁负债 | | 946.1 | 946.1 |

| 单位：亿元 | 2018/12/31 | 2019/1/1 | 变动数 |
|------------------|---------------|---------------|--------------|
| 长期应付款 | 693.6 | 12.9 | -680.6 |
| 影响额 | 886.7 | 1262.4 | 375.7 |
| 经租进表负债净增额 | 1774.1 | 2149.0 | 374.9 |
| 资产负债率 | 74.9% | 78.9% | +4.0% |

数据来源：公司财报，西南证券整理

表3：适用新准则后，国航对资产负债表进行调整

| 单位：亿元 | 2018/12/31 | 2019/1/1 | 变动数 |
|------------------|----------------|---------------|--------------|
| 资产 | | | |
| 固定资产 | 1604.03 | 828.2 | -775.8 |
| 使用权资产 | | 1145.7 | 1145.7 |
| 经租进表资产净增额 | 1604.03 | 1974 | 369.9 |
| 资产总额 | 2437.2 | 2803.9 | 366.8 |
| 负债 | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 134.4 | 185.4 | 51.0 |
| 预计负债 | 43.2 | 281.0 | 237.8 |
| 租赁负债 | | 813.2 | 813.2 |
| 应付融资租赁款 | 458.5 | | -458.5 |
| 经租进表负债净增额 | 636.1 | 1279.6 | 643.5 |
| 负债总额 | 1431.6 | 1859.7 | 428.1 |
| 资产负债率 | 58.7% | 66.3% | +7.6% |

数据来源：公司财报，西南证券整理

表4：适用新准则后，南航对资产负债表进行调整

| 单位：亿元 | 2018/12/31 | 2019/1/1 | 变动数 |
|------------------|----------------|---------------|--------------|
| 资产 | | | |
| 固定资产 | 1700.39 | 812.79 | -887.6 |
| 使用权资产 | | 1338.6 | 1338.6 |
| 经租进表资产净增额 | 1700.39 | 2151.4 | 451 |
| 资产总额 | 2466.6 | 2914.6 | 448.0 |
| 负债 | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 235.6 | 306.2 | 70.6 |
| 租赁负债 | | 1036.7 | 1036.7 |
| 长期应付款 | 626.7 | | -626.7 |
| 经租进表负债净增额 | 862.2 | 1342.9 | 480.7 |
| 负债总额 | 1684.7 | 2171.3 | 486.6 |
| 资产负债率 | 68.3% | 74.5% | +6.2% |

数据来源：公司财报，西南证券整理

测算思路 2：三大航 18 年末经营租赁剩余应付款折现

根据 2018 年年报，我们将三大航空经营租赁最低付款金额 1 年以内、1 年-2 年、2 年至 3 年、3 年以上进行统计，并用 5.5% 的利率（参考三大航长期借款利率）进行现值测算。即新租赁准则条件下，国航、南航、东航在新租赁准则下的负债增加分别为 412.3 亿元、599.2 亿元、260.8 亿元。横向比较而言，三大航中南航负债增量最大、东航最小，基本与各自的资产负债表结构相匹配。

表 5：三大航剩余年份经营租赁租金现值测算

| 单位：百万元 人民币 | 国航 | | 南航 | | 东航 | |
|----------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 经营租赁 金额 | 新准则 剩余租金现值 | 经营租赁 金额 | 新准则 剩余租金现值 | 经营租赁 金额 | 新准则 剩余租金现值 |
| 1 年以内(含 1 年) | 7977.5 | 7597.6 | 9217.0 | 8778.1 | 5073.0 | 4831.4 |
| 1 年-2 年 | 7323.6 | 6642.7 | 9978.0 | 9050.3 | 3818.0 | 3463.0 |
| 2 年-3 年 | 6743.6 | 5825.4 | 8850.0 | 7645.0 | 3818.0 | 3298.1 |
| 3 年以上 | 29350.8 | 21954.2 | 47684.0 | 35667.3 | 20054.0 | 15000.3 |
| 折现率 | 5.5% | | 5.5% | | 5.5% | |
| 经营租赁入表后，应付 租金合计 | 41,232 | | 59920 | | 26,076 | |

数据来源：公司公告，西南证券测算

我们注意到测算数据与报表数据存在差异，可能的原因可能系我们折现时所用假设：

1) “3 年以上”的租金折现期限，我们假定为五年，且每年现金流相等，采用年金现值法计算

2) 东航报表披露数据为：1-5 年 15,272（百万），5 年以上 12,418（百万），我们假定一年之上的经租金额每年相等，采用年金现值法计算

三大航外币负债头寸提升至 500-800 规模，汇率敏感性提升 1-1.5 倍。采用新准则后从现金流上来看并没有发生变化，利润表方面经营租赁产生的折旧和利息费用会直接冲减营业利润。资产负债表方面，考虑三大航经营租赁费用大多由外币支付，新增负债基本也已外币负债为主。用 2018 年年报美元负债占比数据进行测算，新租赁准则条件下三大航美元负债规模增加，增幅分别在 129%、157%、82%，汇率敏感性显著提升。

表 6：美元负债规模扩大，汇率敏感性提升

| 单位：亿元人民币 | 国航 | 南航 | 东航 |
|--------------|-------|-------|-------|
| 2018 年美元负债 | 288.1 | 343.0 | 285.2 |
| 新准则增加负债规模 | 412.3 | 599.2 | 260.8 |
| 假设美元 90%美元支付 | 371.1 | 539.3 | 234.7 |
| 调整后美元负债规模 | 659.2 | 882.3 | 519.9 |
| 增幅 | 129% | 157% | 82% |

数据来源：Wind，西南证券测算。注：新增负债规模采用测算口径 2 数据。

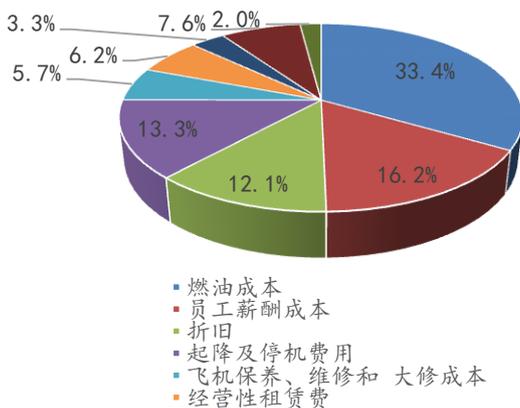
3 汇率对主营利润的影响——以燃油成本为主

3.1 非油成本头寸基本由外币收入对冲

非油成本的汇率影响基本可以与外币收入对冲。在国航、南航和东航的成本结构中，以外币计价的项目主要为起降费，三大航起降费分别为 153.55 亿元、159.80 亿元、149.14 亿元，根据三大航国际 ask 占比（国航 41.5%、南航 31.25%、东航 37%）来估算，以外币计价的成本为 63.7 亿元、49.9 亿元、55.18 亿元，同时三大航在机票销售上也具有部分外币收入。

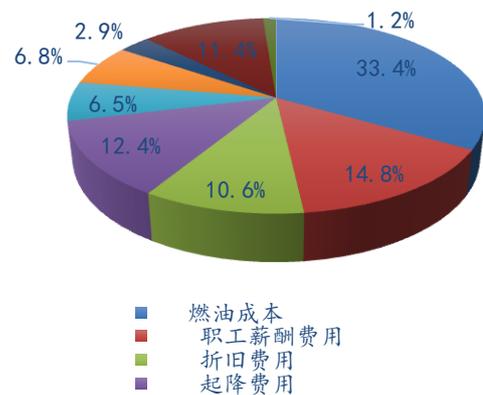
由于航司报表并没有详细披露外币收入，我们根据国航管理层指引：外币收入基本可以对冲 50% 的非油成本，所以非油成本端暴露的外币敞口可能只有 20-30 亿元，与 500-800 亿的外币负债头寸相比只占 4%，由于披露数据有限及占比较低，汇率对主营毛利的影响我们主要聚焦于燃油成本。

图 6：国航 2018 年主营成本结构



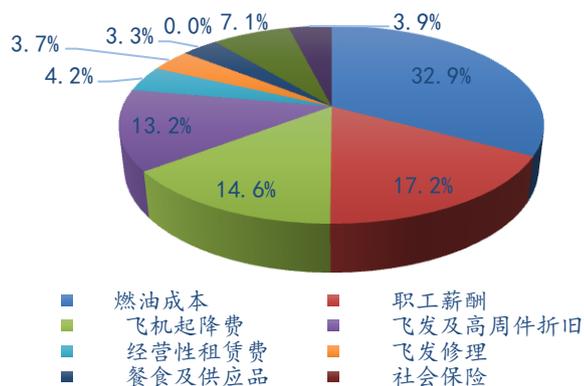
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：南航 2018 年主营成本结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：东航 2018 年主营成本结构



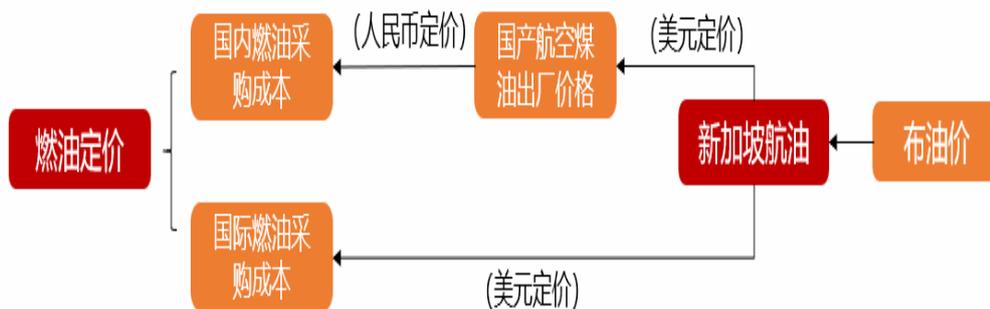
数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 燃油定价机制：美元定价几乎无法对冲

以美元计价的新加坡航油价影响航司终端的燃油采购成本。航空公司的燃油成本主要包括国内燃油采购成本与国外燃油采购成本，国外燃油采购成本随行就市由美元定价，国内燃油采购成本以国产航空煤油出厂价为基础。

虽然国内燃油定价最终由发改委给定，主要系国际燃油成本+运输+港口通关+适当销售价差来确定。历史数据上看，我们发现国产航空煤油出厂价格与新加坡航油价格高度相关，由于新加坡航油的价格是美元/桶，国内航油出厂价单位是人民币/吨，因此在计算时需要进行单位转换，也是在此环节汇率的影响体现出来。

图 9：燃油定价机制



数据来源：西南证券整理

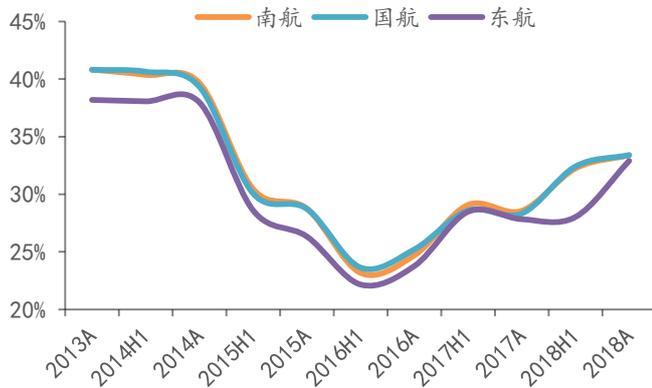
表 7：从布油价到国内航油出厂价的拟合测算

| 品类 | 布油 | 新加坡航油 | 新加坡航油转换 | 国内航油出厂价 |
|----|----|--------------------------|-----------------------------------|--------------------------|
| 公式 | X | $Y = 1.003 * X + 10.829$ | $Z = Y * \text{RMB/USD 汇率} * 7.9$ | $A = 1.166 * Z + 409.68$ |
| 数据 | | 线性拟合 | 单位换算 | 线性拟合 |
| 相关 | | 96.526% | | 92.140% |

数据来源：西南证券测算

3.3 燃油成本的汇率敏感性

油价、汇率叠加影响，燃油成本进入上升通道。燃油成本是航空公司占比最高的成本项目，2014 年三大航的燃油成本占比一度高达 44%，即便是在油价较低的 2016 年，此比例仍有 22%。2018 年，南航、国航、东航的燃油成本占比分别为 33.4%、33.4%、32.9%，由于油价回升，燃油成本占营业成本比例慢慢提升。

图 10：燃油成本是主营成本项下中占比最高的项目


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2016 年以来布油走势


数据来源：Wind，西南证券整理

三大航汇率敏感性提高，南航幅度最大，东航最小。2018 年南航、东航、国航的燃油成本分别为 429 亿元、337 亿元、385 亿元，考虑到 2018 年布油中枢在 71.1 美元，2019 年至今的布油中枢约为 66 美元。为了体现汇率敏感性与油价的相关性，我们按油价 60/70/80 美元这三种情况进行预测（注：表 9、表 10 汇总的测算中油价按 68 美元进行预测）。

2019 年南航/东航/国航 ASK 增速预计为 12.1%/9.3%/8.4%，由燃油汇率敏感性带来的税前利润最高变动 5.41 亿元、4.14 亿元、4.69 亿元。测算结果显示南航的燃油成本负担最重，汇率敏感性也最大，东航的燃油成本压力相对较小，基本与机队及 ASK 规模保持一致。

表 8：燃油成本的汇率敏感性提高，南航最大

| 单位：百万元 | 预计 2019 年布油中枢（美元） | 南航 | 东航 | 国航 |
|----------------|-------------------|--------|--------|--------|
| 2018 年燃油成本 | | 42,922 | 33,680 | 38,481 |
| 预计 2019 年的燃油成本 | 60 | 40,587 | 31,052 | 35,187 |
| | 70 | 47,351 | 36,227 | 41,051 |
| | 80 | 54,116 | 41,403 | 46,915 |
| 汇率变动 1%税前利润变动 | 60 | 405.9 | 310.5 | 351.9 |
| | 70 | 473.5 | 362.3 | 410.5 |
| | 80 | 541.2 | 414.0 | 469.2 |

数据来源：公司年报，西南证券测算

4 测算汇总及投资建议

表 9：汇率敏感性测算汇总

| 单位：亿人民币 | | 南航 | 国航 | 东航 |
|----------------------------|----------------|--------------|-------------|--------------|
| 原报表 2018 年末 外币负债敏感性（税后） | 人民币整体涨 1% | 3.3 | 2.5 | 2.3 |
| | 人民币兑美元汇率涨 1% | 2.0 | 2.3 | 1.8 |
| 融资租赁进表增量敏感性 | 新增负债 | 599.2 | 412.3 | 260.8 |
| | 美元负债比例 | 86.71% | 95.76% | 79.75% |
| | 人民币兑美元汇率涨 1% | 5.2 | 3.9 | 2.1 |
| 燃油成本汇率敏感性 | 2019 年预计燃油成本 | 404.7 | 389.7 | 344.6 |
| | 汇率变动燃油成本减少 | 4.0 | 3.9 | 3.4 |
| 汇总 | 税前利润变动（汇率涨 1%） | 13.6 | 11.1 | 8.6 |
| | 燃油成本收益占比 | 30% | 35% | 40% |
| | 税后利润 | 10.2 | 8.3 | 6.5 |
| | 19 年业绩预测 | 55.4 | 87.1 | 46.7 |
| | 业绩弹性 | 18.4% | 9.6% | 13.9% |

数据来源：公司年报，西南证券测算。注：出于严谨性考虑，航司 2019 年业绩预测系根据汇率 7.0，布油中枢 68 美金来测算。

表 10：汇率弹性测算及三大航估值（市值取 2018.5.14 日收盘价）

| | | 南航 | 国航 | 东航 | |
|--------------|--------|------|------|------|------|
| 当前市值（亿元） | | 884 | 1261 | 878 | |
| 对应 2019 年 PE | | 16.0 | 14.5 | 18.8 | |
| 升值/贬值幅度 | 美元兑人民币 | | | | |
| 5.6% | 6.5 | 盈利 | 108 | 130 | 80 |
| | | PE | 8.2 | 9.7 | 11.0 |
| 0.0% | 6.9 | 盈利 | 55 | 87 | 47 |
| | | PE | 16.0 | 14.5 | 18.8 |
| -2.0% | 7.0 | 盈利 | 37 | 72 | 35 |
| | | PE | 23.9 | 17.5 | 24.9 |

数据来源：公司年报，Wind，西南证券测算

投资建议

长期看，我们对消费升级背景下人均乘机数的提高、航空业整体渗透率的提升仍然保持乐观。中期看，在 2017 年局方总量调控政策背景下，核心航点产能供给仍是民航业中期的主要矛盾。在之前两个航季准点率提升的前提下 19 年夏秋航季行业时刻总量增速 8.9% 系较之前的恢复性增长，行业整体仍维持供需弱平衡。

短期看，汇率作为不可控的外部变量，在急涨急跌时阶段性的会成为航空股投资的主要矛盾。当下，在离岸人民币接近 7.0、航空股股价调整后，我们认为汇率风险释放较为充分。需求端，5-6 月份航空需求预计逐步回暖，行业客收仍保持稳健。供给端，波音 737MAX 机型停飞使行业供给被动收缩，提升航司的资产周转率及旺季票价弹性，继续看好航空股二季度超额收益投资机会，推荐三大航、春秋与吉祥。

5 风险提示

宏观经济风险。2018 年中以来的中国宏观经济处于下行探底过程之中，航空出行需求与宏观经济高度相关，可能导致航空票价出行同比下滑的风险。

人民币大幅贬值的风险。航司持有较大外币负债，2019 年新会计准则将经营租赁进表增加了航司的外币负债头寸，人民币大幅贬值会带来较大汇兑损失以及增加外币计价的成本。

油价大幅上涨风险。航司未做燃油套保，油价上涨直接侵蚀主营利润。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 丁可莎 | 销售经理 | 021-68416017 | 13122661803 | dks@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 销售经理 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 花洁 | 销售经理 | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn |
| | 孙瑶瑶 | 销售经理 | 0755-26833581 | 13480870918 | sunyaoyao@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |