



Research and
Development Center

航空板块有望迎来业绩估值双升

航空专题报告一

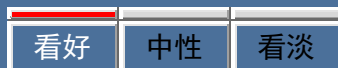
2019年5月23日

胡申 交通运输行业分析师

证券研究报告

行业研究——专题报告

交通运输行业



首次评级

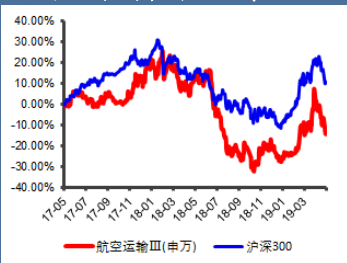
胡申 分析师

执业编号: S1500514070007

联系电话: +86 10 8332 6703

邮箱: hushen@cindasc.com

航空板块相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

航空板块有望迎来业绩估值双升

航空专题报告

2019年5月23日

本期内容提要:

- ◆ **收入端有望量价齐升。客运量稳定增长:** 首先,国内较强的经济发展韧性,预期会带动航空需求持续稳定增长;其次,国内人均乘机次数相比发达国家还有很大提升空间;另外,高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段,负面影响消除。**票价提升预期较强:** 在航空供需逐渐优化(客座率逐年抬升)的背景下,新的催化因素不断出现,催化一,国内主要航线市场化定价逐渐放开,航空提价逻辑理顺,热门航线提价空间大;催化二,良好的供需环境叠加波音事件的影响,进一步优化供需格局,助力提价。
- ◆ **成本端多点减负:** 首先,航油价格中枢下移概率大,航油是航空公司最大的成本项,燃油成本每变动10%国航、东航和南航对比2018年的业绩弹性为39.34%、107.91%、93.24%。而2019年以来的航油均价比去年已下降10.3%。目前市场普遍预计原油供给充足,不考虑不可控地缘政治的影响,我们预计今年的价格中枢要低于去年。其次,人民币短期扰动因素不改长期逻辑,人民币兑美元汇率每升值1%,将导致国航、南航和东航净利润增加人民币2.28、1.95和1.78亿元;我们认为目前人民币汇率的短期扰动不改长期逻辑,一方面是由于美联储提前结束缩表的预期压制美元指数,另一方面则是国内政策托底经济修复了市场预期,我们认为随着扰动因素的减弱或者消除,基本面对汇率的支撑力度会有所增强。最后,民航发展基金助力上市公司业绩增长,2019年4月3日国务院会议决定民航发展基金征收标准降低一半,民航发展基金减半征收将大幅确定性增厚上市公司业绩。
- ◆ **估值中枢有抬升预期。**我们判断航空板块具有周期属性减弱,消费属性增强的趋势。首先,随着优质航线价格市场化的放开,航空公司的提价逻辑理顺,成本转嫁能力将逐渐提升;其次,燃油附加费在油价高企时也是有效的成本转嫁手段;两者将共同平抑油价波动对相关公司业绩带来的周期性影响。统计显示2011年以后三大航PE(均值)整体上有逐年抬升的趋势。我们判断,未来航空板块估值中枢还会有一个逐渐提升的过程。
- ◆ **行业评级。**预计航空公司收入端量价齐升、成本端多点减负,加上估值中枢抬升预期,我们认为航空业上市公司目前已经进入了一个相对较好的投资窗口期,目前存在板块性投资机会,给予行业“看好”评级,建议关注中国国航、南方航空、东方航空,以及关注春秋航空、吉祥航空等中小型航空公司。

- ◆ **风险因素：**油价、汇率波动风险、政策风险等。

目录

投资聚焦	1
收入端有望量价齐升	3
客运量会继续维持稳定增长	3
客运量数据多年保持稳定增长	3
人均乘机次数还有较大提升空间	4
高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段	4
2019年春运客运量数据表现良好	5
两重利好：航空提价逻辑理顺叠加供需格局改善助力票价提升	6
催化一：机票价格管制逐渐松绑，航空公司定价自主权增强	6
催化二：供需格局改善，助力提价	8
成本端：2019年有望油、汇、费多点减负	11
2019年油价中枢有望下移	11
不惧短期扰动，人民币大幅贬值概率较小	16
民航发展基金减半征收 大幅增厚上市公司业绩	18
估值：板块估值中枢有抬升的趋势	19
行业评级与投资主线	21
风险因素	21

表目录

表 1：国内航空票价定价机制相关政策	6
表 2：国内运量靠前的优质航线定价市场化开启	7
表 3：国内几条优质航线目前全价票情况	8
表 4：燃油在航空公司的营业成本中具有较高的占比	11
表 5：油价变化时各个公司的业绩弹性（单位：亿元）	12
表 6：不同燃油附加费对应的航空燃油价格范围	15
表 7：当燃油价格在不同价位时对燃油成本上涨的覆盖率	16
表 8：人民币兑美元汇率变化时各个公司的业绩弹性（单位：亿元）	17
表 9：2019年各个航空公司的估值水平相对较低	20

图目录

图 1：近今年中国民航客运量整体保持稳定增长	3
图 2：国内居民人均乘机次数还有很大提升空间	4
图 3：航空业以及三大航空平均航距处于历史高位（单位：公里）	5
图 4：京沪航线 2014 年恢复正增长	5
图 5：2019 年春运航空客运量增速最快	5
图 6：2018 年三大航空客公里收益指标改变了同比持续下滑趋势	8
图 7：客公里收益在经历多年下降之后 18 年开始有所抬升	8
图 8：中国民航客座率持续攀升	9
图 9：供给和需求增速差额（08 年以后整体需求增速快于供给增速）	9
图 10：前十大机场起落架次增速趋缓	10
图 11：航空煤油价格与布伦特原油价格走势具有较强的相关性	11
图 12：2018 年航油均价同比大幅上涨 28%	11
图 13：2019 年前四个月油价中枢整体低于去年	13
图 14：信达石化团队和三家机构预测全球原油供应（百万桶/日，%）	14
图 15：信达石化团队和三家机构预测全球原油需求（百万桶/日，%）	14
图 16：2018 年年末人民币兑美元汇率处于 2010 年以来的高位	17
图 17：近期人民币汇率出现异常波动	17
图 18：民航发展基金整体收入规模逐年增长	19
图 19：各家上市公司 2018 年缴纳民航发展基金情况	19
图 20：近期消费相对于周期行业有估值溢价	20
图 21：2011 年以后三大航的估值中枢有整体提升的趋势（单位：倍）	20

投资聚焦

关键假设点

看好行业主要基于几点假设：1、航油价格同比不会出现大幅上涨，避免成本过快增长；2、人民币汇率虽有短期扰动，但不具有大幅贬值基础；3、航空相关政策的稳定性，因为航空业属于政策管制较多的行业，政策变动对业绩影响较大；4、热门航线机票价格顺利提价，提价本身也是验证目前良好的供需格局的重要指标。

推荐逻辑

目前航空板块存在多方面利好：

收入端有望量价齐升。主要受益于一大稳定（客运量稳定增长）、两大利好（航空提价逻辑理顺、波音事件发酵改善供需格局助力提价）：

- 客运量稳定增长：我们判断航空客运量能保持稳定增长的逻辑：首先，中国作为全球第二大经济体的经济发展韧性较强，会带动航空需求持续增长；其次，国内人均乘机次数相比发达国家还处于一个较低水平，未来有较大的提升空间；另外，高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段，负面影响消除。
- 票价提升预期较强：在航空供需逐渐优化（客座率逐年抬升）的背景下，新的催化因素不断出现，催化一，国内主要航线市场化定价陆续放开，航空提价逻辑理顺，热门航线提价空间大，将增加航空公司业绩弹性；催化二，良好的供需格局叠加波音事件的影响，波音 737MAX 事件后国内宣布停飞、后续订单交付或者投入运营预期会推后，这在一定程度上造成供给缺口，改善供需格局，助力提价弹性。

成本端多点减负

- 航油价格中枢下移概率大。航油是航空公司最大的成本项，2018 年国内航油均价较 2017 年整体抬升 28%，给航空公司造成了巨大的成本压力。测算显示在不考虑燃油附加费等因素调整的情况下，如平均航油价格较 2018 年上升或下降 10%，中国国航、南方航空、东方航空公司航油成本将上升或下降约人民币 38.48/42.92/33.68 亿元，燃油成本每变动 10% 的业绩弹性为 39.34%、107.91%、93.24%。而 2019 年以来的航油均价比去年已下降 10.3%。目前市场普遍预计原油供给充足，不考虑不可控地缘政治的影响，我们预计今年的价格中枢要低于去年。
- 不惧人民币短期扰动，目前不具备大幅贬值的基础。测算显示，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2018 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致国航、南航和东航净利润增加（或减少）人民币 2.28、1.95 和 1.78 亿元。近期人民币出现了快速贬值，但是我们认为目前人民币尚不具备大幅贬值的基础，一方面是由于美联储提前结束

缩表的预期压制美元指数，另一方面则是国内政策托底经济修复了市场预期，我们认为随着扰动因素的减弱或者消除，基本面对汇率的支撑力度会有所增强。

- 民航发展基金助力上市公司业绩增长。2019年4月3日国务院会议决定民航发展基金征收标准降低一半，7月1日开始执行。从已经公告2018年业绩的几家上市公司看，民航发展基金缴纳金额最多的是南方航空29.4亿元，占同期归母净利润的99%；占比最高的是吉祥航空，民航发展基金缴纳额度（3.31亿元）是同期归母净利润的2.8倍。民航发展基金减半征收确定性的大幅增厚上市公司业绩。

估值中枢有抬升预期

目前看航空公司周期属性强于消费属性，但是我们认为，航空股未来会有周期属性减弱，消费属性增强的趋势，主要逻辑：

- 航空公司成本传递能力在不断增强。长期以来机票价格的定价权不在航空公司手里，航空公司在优质航线的提价能力被限制，所以油价上涨时成本传递能力受限，而随着优质航线价格市场化的放开，航空公司的提价逻辑理顺，成本转嫁能力将逐渐提升，对油价的敏感性也将下降。
- 燃油附加费在油价高位时也是有效的成本转嫁手段。根据目前政策，在国内航油综合采购成本超过5000元/吨的背景下航空燃油附加费恢复征收，这对燃油价格上涨起到明显的对冲作用（成本覆盖比例正文有测算）。

所以我们认为，未来航空板块估值中枢会有一个逐渐提升的过程。目前消费板块相对周期板块有39.2%的溢价。

市场表现催化剂

油、汇两端往对航空公司有利的方向发展，旺季热门航线顺利提价

行业评级

行业相关公司业绩会受到收入增收、成本减负的共同驱动，同时加上估值中枢抬升的预期，我们认为目前航空类上市公司已经进入了一个相对较好的投资窗口期，给予行业“看好”评级，建议关注中国国航、南方航空、东方航空三大航，以及关注春秋航空、吉祥航空等中小型航空公司。

风险因素

油价、汇率波动风险、政策风险。

收入端有望量价齐升

我们判断航空公司今年会出现收入端量价齐升格局。主要受益于客运量稳定增长、航空提价逻辑理顺、波音事件发酵改善供需格局助力提价：

第一，我们判断航空客运量能保持稳定增长：首先，作为全球第二大经济体的经济韧性较强，预期会带动航空需求持续增长；其次，国内人均乘机次数相比国际发达国家还处于一个相对较低的水平，有较大的提升空间；另外，高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段，负面影响消除。

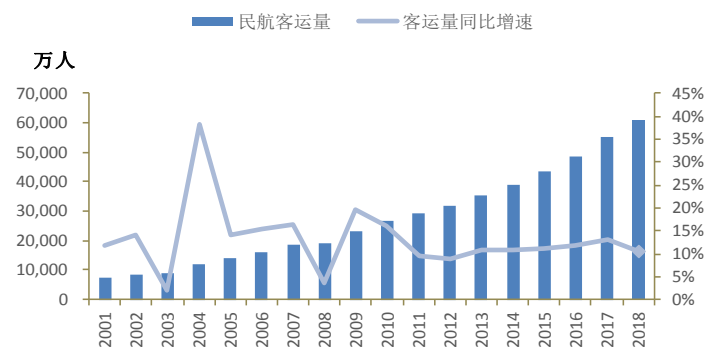
第二，机票价格提升预期较强。催化一：头部航线价格管制放开，航线提价空间大，航空公司提价逻辑理顺，航空公司业绩弹性增强；催化二：波音 737MAX 事件后国内该机型停飞、后续订单交付及运营会相应推后，一定程度上造成供给缺口，从而改善供需格局，助力提价。

客运量会继续维持稳定增长

客运量数据多年保持稳定增长

中国作为全球第二大经济体的经济发展韧性较强，预期会带动国内居民航空需求持续增长；统计数据显示 2001 年以后，客运量数据只有三年同比低于 10% 的增速，近五年的复合增长率为 11.5%，最高值为 13%，最低值为 10.6%，整体波动比较小。在经济环境没有大的波动的背景下，我们认为航空客运量仍将继续保持稳定增长。

图 1：近今年中国民航客运量整体保持稳定增长

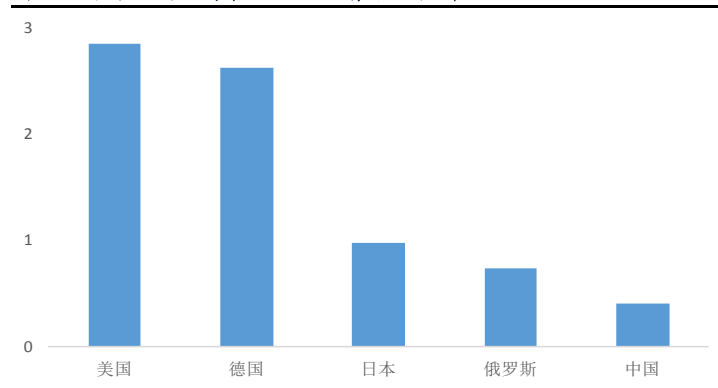


资料来源：Wind，信达证券研发中心

人均乘机次数还有较大提升空间

中国与美国、德国、日本等经济发达国家相比人均乘机次数还有较大的差距，说明国内的乘机需求有较大的提升空间。

图 2: 国内居民人均乘机次数还有很大提升空间



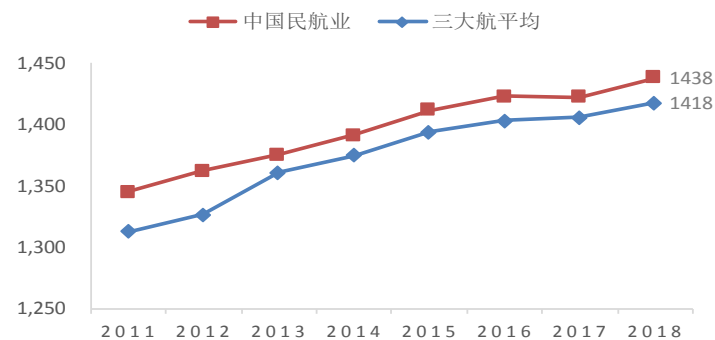
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段

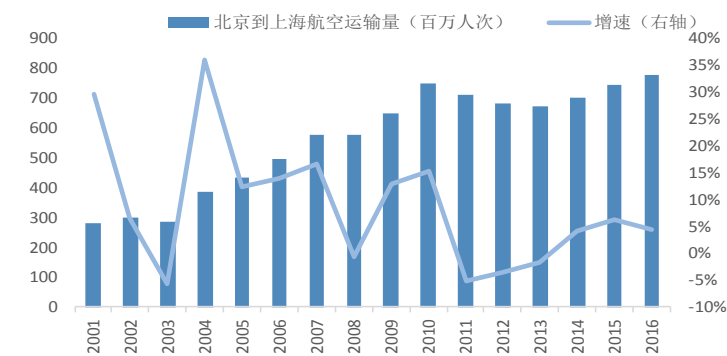
我们认为高铁对国内航线的影响最坏时刻已经过去，主要基于以下逻辑：

首先，从个例看，国内对航空需求有较强的韧性。从京沪高铁对该航线的影响来看，京沪线 2011 年投入运行，造成该航线连续三年下滑，但是从 2014 年开始恢复正增长，到 2016 航空客运量便达到历史最高值。这在一定程度上说明了国内航空较强的需求韧性；另外，从京沪高铁这个比较有代表性的案例可以看出，高铁对航空的冲击为阶段性的。

另外，从平均航距的数据变化可以看出，2018 年航空行业的平均航距已经达到 1438 公里，三大航的平均航距为 1418 公里，即使考虑潜在的高铁提速因素对航空的冲击距离也很难达到这个数据。所以可以判断高铁对航空的冲击已经逐渐较弱，未来也很难形成较大冲击。

图 3：航空业以及三大航空平均航距处于历史高位（单位：公里）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

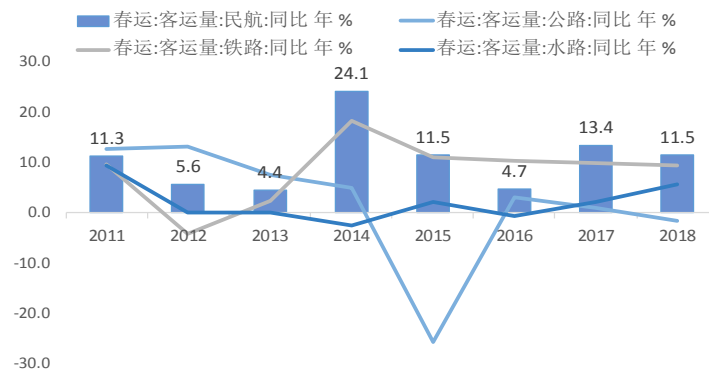
图 4：京沪航线 2014 年恢复正增长


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2019 年春运客运量数据表现良好

作为全年第二大高峰期，每年春运的航空客运数据与全年指标具有较高的关联性，所以春运数据对全年情况具有一定的指引作用。

2019 年春运航空客运同比增速为 12%，与近几年增速相比相对稳定（2015 到 2017 年分别为 11.5%、4.7%、13.4%），而与铁路、公路和水路等运输方式相比，增速最快。

图 5：2019 年春运航空客运量增速最快


资料来源：Wind，信达证券研发中心

两重利好：航空提价逻辑理顺叠加供需格局改善助力票价提升

催化一：机票价格管制逐渐松绑，航空公司定价自主权增强

我国民航票价经历了一个从政府定价到政府指导价，从严格管制到逐步放开，最后到市场化机制定价的过程。

表 1：国内航空票价定价机制相关政策

年份	相关政策
1992 年以前	采用国家定价管理办法，允许航空公司票价上下浮动 10%。
1996 年	根据“民用航空法”和“价格法”，明确了实施政府指导价的国内民航机票价格管理形式。
1997 年	民航总局推出“一种票价、多种折扣”的票价体系，成为航空公司机票定价迈向市场化的第一步。
1999 年	民航总局颁布“禁折令”。
2000 年	国内各主要航空公司实行价格联盟，在 102 条航线上由航空公司共同制定票价。
2001 年	民航总局解除“禁折令”，实行机票价格的部分放开。对国内航线实施“燃油加价”政策，允许航空公司票价最大上浮 15%，单程不超过 150 元。同时建立票价与油价联动机制，当国内航油价格变动 10% 时，允许航空公司票价最多可变动 3%。
2004 年	《民航国内航空运输价格改革方案》公布。政府价格主管部门由制定航线具体票价的直接管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理。包括国内短途航线实行市场调节价，不规定票价浮动幅度；除上述规定航线外，以调整后的平均每人每公里 0.75 元作为国内各航线基准价，允许航空运输企业以基准价为基础，在上浮 25%、下浮 40%（后民航总局根据成本测算调整为 45%）的幅度内确定具体价格，旅游航线(242 条)、独家经营航线(225 条)票价下浮幅度不限。《民航国内航空运输价格改革方案》的公布可以视为我国航空运输业鼓励竞争、向市场化定价机制转变的开始。
2013 年	发布《国务院关于促进民航业发展的若干意见》，对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制，航空公司可以基准价为基础在上浮不超过 25% 下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，旅客运输票价由实行政府指导价改为市场调节价，航空公司可以根据市场供求情况自主确定票价水平。
2014 年	发布《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》，重新确定了国内航线客运基准票价的定价规则，从“一刀切”的定价基准变为“长短有别”。
2015 年	公布《关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》，明确到 2017 年民航竞争性环节运输价格和收费基本放开。到 2020 年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管体系基本建立。

资料来源：信达证券研发中心整理

新开辟市场化航线含金量较高

17 年底国家发展和改革委员会发布《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》，开放了最新一批实行市场化调节的 306 个航段，叠加前几批开放航段数已经达到 1030 条。与之前不同的是，本期开放的 306 个航段基本上包含了国内最优质的航段，我们统计客运量前 25 航段显示，在本次开放数量就高达 19 个。

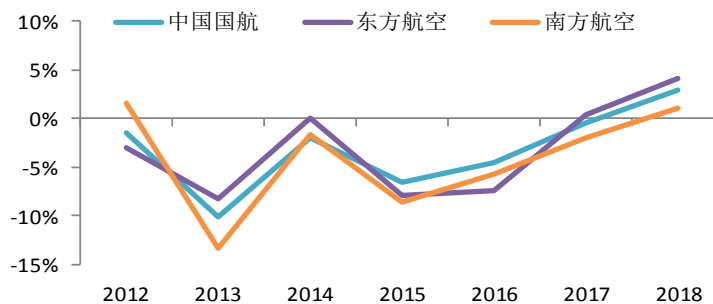
表 2: 国内运量靠前的优质航线定价市场化开启

航线	2016 年客运量 (人)	开放时间
北京-上海	7, 774, 448	2018
上海-深圳	5, 057, 874	2018
成都-北京	4, 968, 296	2018
广州-上海	4, 906, 852	2018
广州-北京	4, 679, 731	2018
北京-深圳	4, 070, 484	2018
成都-上海	3, 404, 317	2018
广州-成都	2, 860, 518	2018
重庆-上海	2, 631, 683	2018
上海-厦门	2, 610, 811	以前批次
上海-咸阳	2, 596, 727	尚未放开
北京-咸阳	2, 524, 612	尚未放开
杭州-北京	2, 481, 523	以前批次
重庆-北京	2, 462, 425	2018
广州-杭州	2, 379, 892	2018
广州-重庆	2, 310, 990	2018
昆明-北京	2, 292, 040	2018
成都-深圳	2, 218, 684	2018
上海-青岛	2, 183, 691	以前批次
重庆-深圳	2, 161, 983	2018
北京-三亚	2, 001, 770	2018
上海-沈阳	1, 979, 882	2018
昆明-上海	1, 942, 592	2018
哈尔滨-北京	1, 940, 696	2018
成都-昆明	1, 923, 357	尚未放开

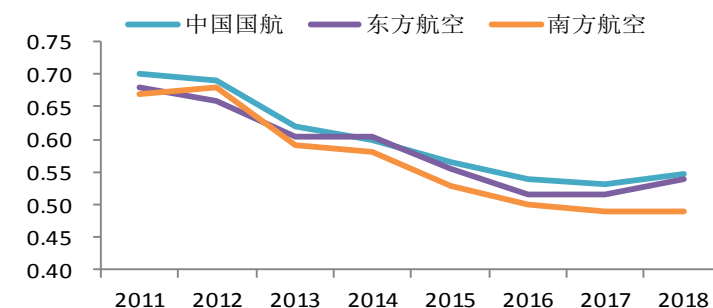
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

新增市场化航线提价逻辑理顺

2018 年 4 月底, 各个航空公司便进行了一轮提价, 客公里收益 2012 年以来首次出现正增长。2012 年以来三大航客公里收益指标持续下滑, 说明票价整体是趋降的, 但是在 18 年优质航段理顺提价逻辑以后, 客公里收益出现首次正增长, 说明优质航线提价能为航空公司贡献更大的业绩弹性。

图 6：2018 年三大航客公里收益指标改变了同比持续下滑趋势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：客公里收益在经历多年下降之后 18 年开始有所抬升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

热门航线具有较大的提价空间

杭州到北京航段市场化定价放开时间较早，对于新增的热门航线未来的提价空间具有很强的参考意义。

杭州到北京航段放开价格上限后出现了持续提价的动作，目前全价票价格已经远远高于京沪航线，甚至追平京深、京广，单公里价格更是遥遥领先。说明了国内优质航段具有较大的价格提升空间。而本次大量优质航段票价的市场化运营也必将为航空公司带来更大的业绩弹性。

表 3：国内几条优质航线目前全价票情况

	类型	航距 (公里)	全价价格	单公里价格 (元)
北京-杭州	经济舱	1200	2420	2.02
北京-上海	经济舱	1077	1490	1.38
北京-深圳	经济舱	2077	2500	1.20
北京-广州	经济舱	1967	2310	1.17

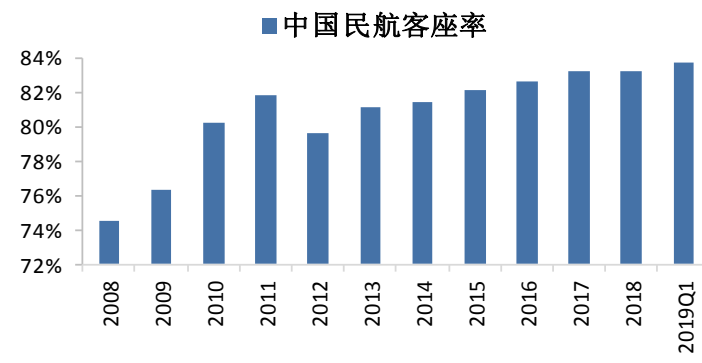
资料来源：携程，信达证券研发中心 注：票价格不含民航发展基金/燃油附加费

催化二：供需格局改善，助力提价

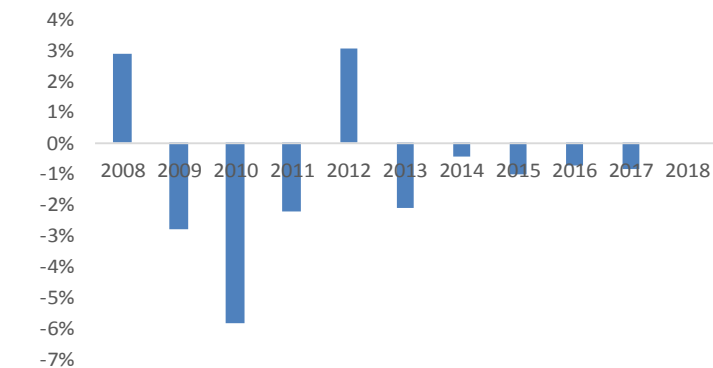
2012 年后民航客座率逐年攀升，印证供需改善逻辑

客座率是反应航空供需格局的核心指标。在 2012 年出现下降以后，近年来该指标逐年攀升，说明供需结构得到了持续改善。

从历年数据可以看出 2008 到 2011 年航空客座率维持持续攀升的局面，结合期间供给 (ASK) 和需求 (RPK) 的增速差额可以看出 2008 年是供给增速大于需求增速，而后面几年需求增速更快，推动客座率逐年提升。

图 8：中国民航客座率持续攀升


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：供给和需求增速差额（08 年以后整体需求增速快于供给增速）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

波音事件将造成 2019 年供给端的硬性缺口

波音 737 MAX 是波音 737 装配新发动机的衍生机型，这一新的飞机家族建立在新一代 737 优势基础之上，包括波音 737MAX 7、波音 737MAX 8、737MAX 9、737 MAX 10 和波音 737MAX200，是目前波音窄体机的主力机型。

波音事件进展

2017 年 5 月 16 日，波音公司交付了其首架波音 737MAX 飞机，马印航空成为全球首家运营商。波音于 2017 年 11 月 3 日向中国国际航空股份有限公司交付了其首架 737MAX8 单通道飞机。

2018 年 10 月 29 日，一架载有 189 名乘客和机组人员的印尼狮子航空公司波音 737MAX8 客机从雅加达苏加诺·哈达国际机场飞往邦加勿里洞省槟港。飞机起飞 13 分钟后失联，随后被确认坠毁，机上人员全部遇难。2019 年 3 月 10 日，埃塞俄比亚航空公司一架由亚的斯亚贝巴飞往内罗毕的波音 737 MAX 8 客机在起飞后不久坠毁，机上 149 名乘客与 8 名机组人员全部遇难。

2019 年 3 月 11 日，为确保中国民航飞行安全，中国民用航空局发出通知，要求国内运输航空公司于 2019 年 3 月 11 日 18 时前暂停波音 737-8 飞机的商业运行。

2019 年 3 月 26 日，民航局已派员参与事故调查，并将对波音 737-8 飞机有关设计更改进行适航性进行认可审定，在确定飞机设计符合试航要求后，民航局再开始受理波音 737-8 适航证申请。

2019 年 4 月 5 日，美国波音公司发表声明，波音公司从 4 月中旬开始，暂时把每月生产 52 架 737MAX 系列飞机的速度降至

42架，以适应737MAX系列飞机暂停交付的情况，集中资源专注相关软件的更新认证等工作。

民航局4月例行新闻发布会透露B737MAX恢复运行的三个条件：1) 确认飞机的适航性得到重新核准；2) 需要的飞机改装和飞行员训练得到有效贯彻；3) 事故调查结论指出的安全问题得到相应解决。

波音事件对国内供给的影响。

从存量角度看，我国目前存量的B737MAX8的飞机数量为96架，占总体客机数量的2.8%。所以从静态角度在该机型复飞之前出现了供给缺口。

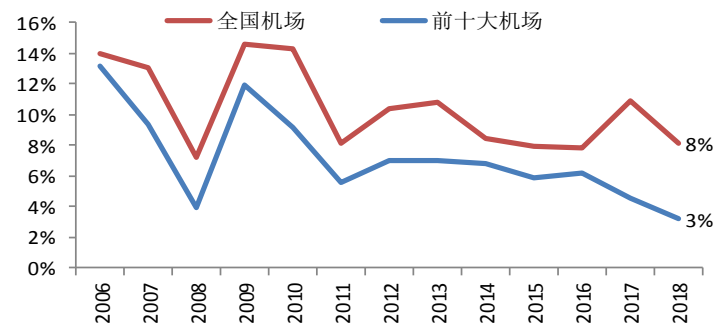
从增量角度看，由于涉事机型为波音主力窄体机机型，在国内后续引进机型中也有非常高的占比；以三大航为例，2019年国航、南航和东航的2019年引进计划分别为22、11、45架，占B737系列引进计划的68.8%、100%、和45.8%；根据三大航机队规模占比简单测算可以得出年内的引进计划为上百架。所以从动态的角度看，预计对供给的影响会超过存量市场。

民航总局在波音事件出现后迅速做出停飞决定，体现了国内对于航空安全的重视程度，叠加今年建国70周年大事件（安全要求级别更高），我们认为，短期内停飞飞机复飞的概率较小。

核心航路航空时刻增量有限，助推相关航线涨价预期

国内的航线时刻近几年整体上处于收紧状态。2009年以后全国机场起落架次的增速整体趋缓，而前十大机场的时刻增速放缓更为明显，2018年仅为3%，目前没有看到抬升的迹象。在目前一线航路票价市场化大幅放开的背景下，大型机场航空时刻的严格管制有望助推一线航线的提价能力。

图 10：前十大机场起落架次增速趋缓



资料来源：Wind，信达证券研发中心

成本端：2019 年有望油、汇、费多点减负

2019 年油价中枢有望下移

燃油成本是航空公司成本端占有较高比重

燃油成本在航空公司的成本端占有较高比例，三大航 2018 年燃油成本占比分别是：中国国航 33.42%、南方航空 33.37%、东方航空 32.89%；受油价上涨的影响，2018 年燃油成本占比大幅提升。

表 4：燃油在航空公司的营业成本中具有较高的占比

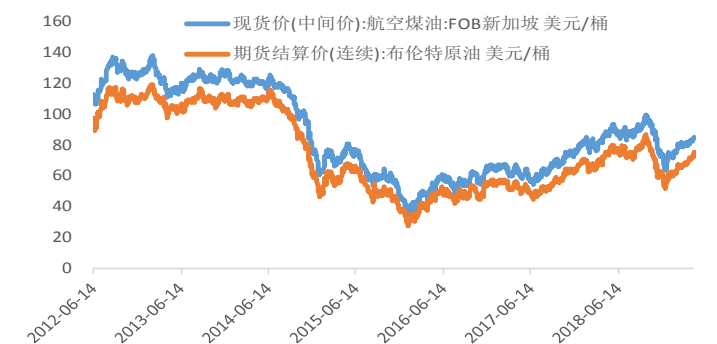
年份	中国国航		南方航空		东方航空	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
营业成本 (亿元)	1,003	1,151	1,117	1,286	903	1,024
航油成本 (亿元)	284	385	319	429	251	337
占比 (%)	28.33	33.42	28.56	33.37	27.83	32.89

资料来源：各公司年报，信达证券研发中心

2018 年航油价格暴涨严重拖累航空公司业绩

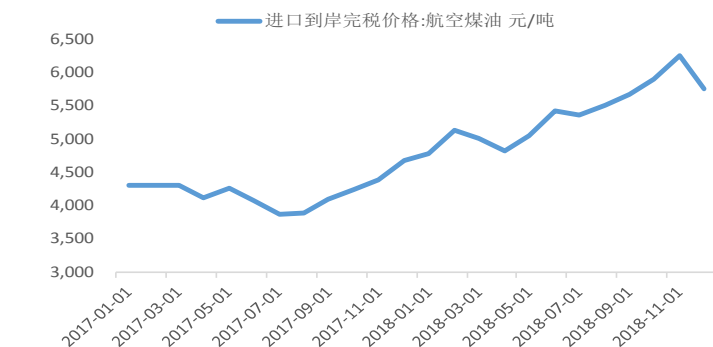
2018 年相对 2017 年航空燃油价格大幅上涨，按照航空煤油进口到岸完税价格计算，2018 年平均价格为 5389 元/吨，而 2017 年均值为 4204 元/吨，整体上涨 28%。

图 11：航空煤油价格与布伦特原油价格走势具有较强的相关性



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：2018 年航油均价同比大幅上涨 28%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

受用油量及航油价格上涨的影响:

中国国航航空油料成本同比增加 100.72 亿元, 增幅 35.56% (其中飞行公里增长 7.71%)。

南方航空航空油料成本同比增加 110 亿元, 增幅 34.57% (飞行小时同比增加 8.03%)。

中国国航航空油料成本同比增加 85 亿元, 增幅 34.02% (加油量同比增长 7.28%, 增加航油成本人民币 18.29 亿元; 平均油价同比提高 24.93%, 增加航油成本 67.20 亿元)。

业绩对油价的敏感性分析

在不考虑燃油附加费等因素调整的情况下, 如平均航油价格上升或下降 10%, 中国国航、南方航空、东方航空公司航油成本将上升或下降约人民币 38.48/42.92/33.68 亿元, 燃油成本每变动 10% 的业绩弹性为 39.34%、107.91%、93.24%。

表 5: 油价变化时各个公司的业绩弹性 (单位: 亿元)

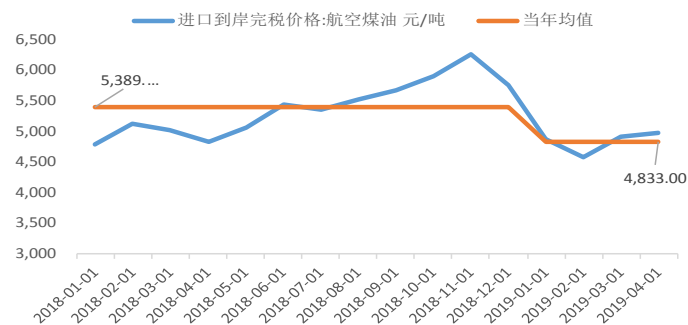
	中国国航	南方航空	东方航空
2018 年燃油成本	385	429	337
2018 年归母净利润	73.36	29.83	27.09
油价变动 10% 成本变动	38.48	42.92	33.68
油价变动 10% 业绩变动	28.86	32.19	25.26
油价变动 10% 业绩弹性	39.34%	107.91%	93.24%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

2019 年燃油价格预期相对友好

从目前数据来看, 2019 年以来航油价格中枢整体低于去年 10.3%。

图 13: 2019 年前四个月油价中枢整体低于去年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

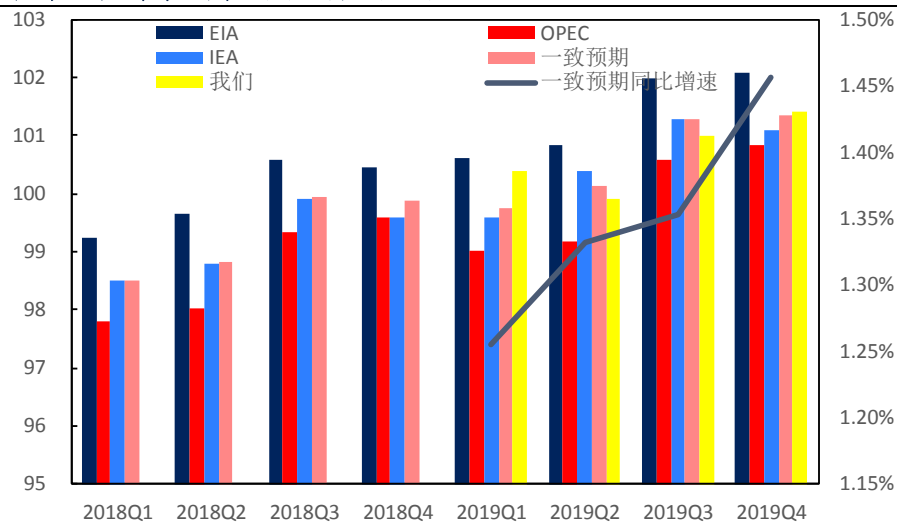
供需基本面不支持原油价格大幅上涨。

EIA 预计 2019 年全年平均全球原油供应为 101.52 百万桶/日, 全年平均全球原油需求为 101.39 百万桶/日,

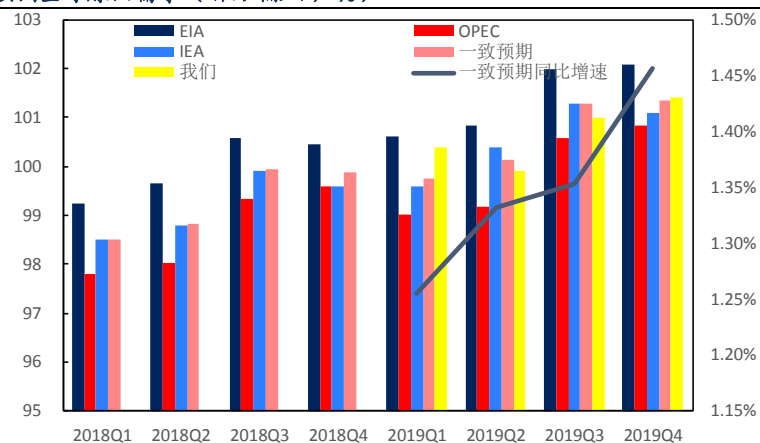
OPEC 在假设 OPEC 产量保持 2019 年 1 季度不变的情况下预计 2019 年全球原油供应为 100.03 百万桶/日, 预计 2019 年全球原油需求为 99.91 百万桶/日,

IEA 在假设 OPEC 产量保持 2018 年 4 季度不变的情况下预计 2019 年全球原油供应为 102.23 百万桶/日, 全球原油需求为 100.6 百万桶/日

根据信达石化团队《20190429 信达原油月报: 1 季度库存油价同步上涨, 2 季度或继续累库存!》报告中预测, 在不考虑 OPEC 增产的情况下, 2019 年全球原油供应为 100.81 百万桶/日, 2019 年全球原油总需求为 100.68 百万桶/日。

图 14: 信达石化团队和三家机构预测全球原油供应 (百万桶/日, %)


资料来源: OPEC, IEA, EIA, 信达证券研发中心

图 15: 信达石化团队和三家机构预测全球原油需求 (百万桶/日, %)


资料来源: EIA, OPEC, IEA, 信达证券研发中心

中短期受地缘政治影响较大

4月22日，美国正式确认5月2日起将不再延长前期8个国家的伊朗原油进口豁免，并致力于将伊朗原油出口降至0，油价大幅冲高。

4月26日晚间，特朗普称与沙特达成一致，OPEC很快将增加供应，虽然沙特表示并未与特朗普接触，但油价大幅下挫。

油价高企时燃油附加费对于燃油成本具有明显的对冲作用

燃油附加费的政策现状

燃油附加费征收政策的出台背景是为了应对航空公司对航油价格的风险敞口。相关政策也经历了多次调整，目前执行的政策如下：

2015年3月，发改委和民航局发布《关于调整民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制基础油价的通知》，通知将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格，由每吨4140元提高到每吨5000元；燃油附加最高标计算公式调整为：

- 800公里（含）以下航线燃油附加最高标准=燃油附加单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本-5000）×800
- 800公里以上航线燃油附加最高标准=燃油附加单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本-5000）×1500

注：国际航线一直处于征收范围，不在此政策考虑范围。

表6：不同燃油附加费对应的航空燃油价格范围

收取燃油附加费（元）	航空煤油采购价格范围	航空煤油采购价格范围
	（800公里以下）	（800公里以上）
0	<5246	<5131
10	5246-5738	5131-5394
20	5738-6230	5394-5656
30	6230-6722	5656-5918
40	6722-7214	5918-6181
50	7214-7706	6181-6443

资料来源：民航总局，信达证券研发中心

情景假设：油价继续上涨燃油附加费征收对成本压力的明显的对冲能力

本测算的基本条件和假设：

- 去年国内航油平均采购成本为 5389 元/吨；
- 国内旅客 800 公里以下和以上的比例为 2: 8
- 简单假设国内燃油消耗量在总消耗量的占比为国内 ASK/总 ASK 数

表 7：当燃油价格在不同价位时对燃油成本上涨的覆盖率

	中国国航	南方航空	东方航空
5389 元/吨	55%	56%	66%
5500 元/吨	154%	157%	186%
5600 元/吨	81%	83%	98%
5700 元/吨	110%	112%	132%
5800 元/吨	93%	96%	113%
5900 元/吨	75%	77%	91%
6000 元/吨	91%	93%	109%
6100 元/吨	78%	80%	94%
6200 元/吨	89%	92%	108%
6300 元/吨	84%	86%	102%
6400 元/吨	76%	78%	92%

资料来源：民航总局，信达证券研发中心，注：本测算只考虑国内航线

由测算可以看出，在去年国内航油采购成本均价为 5389 元/吨的基础上，航油价格如果持续上涨，国内航线燃油附加费在理想的征收环境下能大幅覆盖燃油成本（因为燃油附加费的征收是阶梯型的，所以阶梯临界点附近会出现征收额度大于成本增加的情况）。燃油附加费是一种有效的成本对冲手段。

不惧短期扰动，人民币大幅贬值概率较小

汇率变化时三大航具有较大的业绩弹性

航空公司具有大量的融资性租赁负债、银行贷款及其他贷款及经营租赁构成的外币负债（主要是美元），因此人民币兑美元的贬值或升值都会对航空公司的业绩构成重大影响。

表 8: 人民币兑美元汇率变化时各个公司的业绩弹性 (单位: 亿元)

	中国国航	南方航空	东方航空
2018 年年底美元负债 (人民币计价)	288.1	343.0	285.2
归母净利润	73.36	29.83	27.09
变动 1% 业绩贡献额度	2.28	1.95	1.78
变动 1% 业绩弹性	3.1%	6.5%	6.6%

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

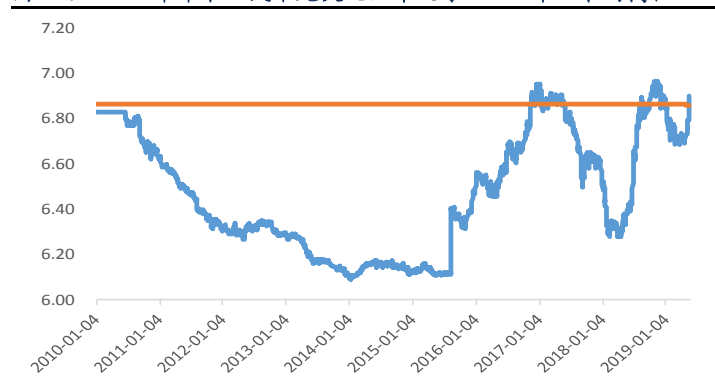
截至 2018 年年底, 国航、南航和东航美元负债分别为 288、343 和 285 亿元。美元兑人民币汇率的变动对相关公司财务费用的影响较大, 假定除汇率以外的其他风险变量不变, 于 2018 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值 (或贬值) 1%, 将导致相关公司净利润增加 (或减少) 人民币 2.28、1.95 和 1.78 亿元。

短期人民币汇率波动较大, 2019 年人民币汇率大幅贬值概率较小

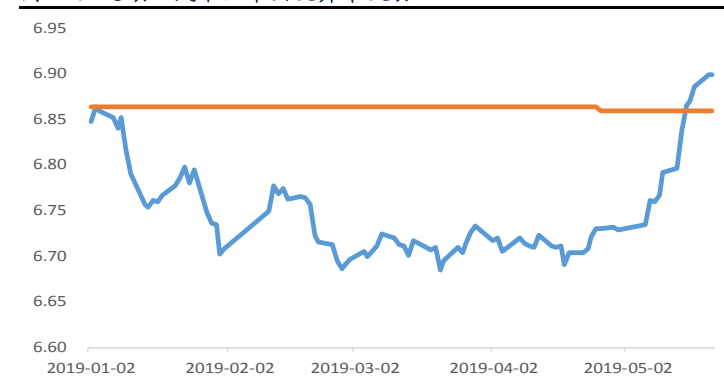
从历史数据可以看出,

首先, 2018 年年底人民币比汇率为 6.86, 同比贬值 6.86%, 对航空公司业绩造成巨大影响;

其次, 2018 年年底的人民币兑美元汇率处于 2010 年以来的高位 (统计区间的 87.5% 分位), 是对航空公司影响较大的一年。

图 16: 2018 年年末人民币兑美元汇率处于 2010 年以来的高位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 近期人民币汇率出现异常波动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为, 从今年年初以来, 人民币强势升值, 一方面是由于美联储提前结束缩表的预期压制美元指数, 另一方面则是国内政策托底经济修复了市场预期。我们认为随着政策的进一步落地, 基本面对汇率的支撑力度有所增强。

短期内人民币汇率受中美贸易等不确定性事件的影响短期出现了较大波动, 但是我们认为目前基本面尚不支撑人民币大幅贬

值，如果不确定性影响减弱或者消除，后期人民币升值概率大。

民航发展基金减半征收 大幅增厚上市公司业绩

航空减费政策落地

2019年4月3日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定今年降低政府性收费和经营服务性收费的措施，进一步为企业和群众减负。会议决定民航发展基金征收标准降低一半，7月1日开始执行。

民航发展基金的征收背景

2012年3月17日，财政部发布《民航发展基金征收使用管理暂行办法》，对旅客和航空公司征收民航发展基金。

民航发展基金由原民航机场管理建设费和原民航基础设施建设基金合并而成。其中，对旅客征收的标准为，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)。而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，与原来的民航基础设施建设基金保持一致。

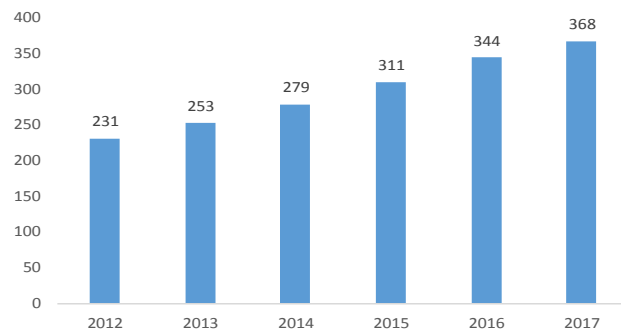
民航发展基金减半征收对上市公司业绩增厚明显

民航发展基金征收对象分为旅客和航空公司两部分，本次减半征收对象为航空公司。

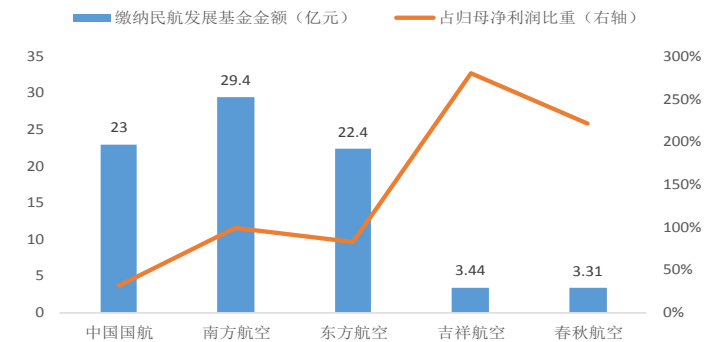
从行业数据来看，民航发展基金总额（包含个人征收部分）每年保持在10%左右的增幅（最高11%，最低7%）。

从已经公告2018年业绩的几家上市公司看，民航发展基金缴纳金额最多的是南方航空29.4亿元，占同期归母净利润的99%；占比最高的是吉祥航空，民航发展基金缴纳额度（3.31亿元）是同期归母净利润的2.8倍。所以民航发展基金减半征收从业绩弹性上对航空上市公司具有较大的影响。

因为减费政策从本年度7月1日起执行，所以19年为半年受益，2020年将全年受益。

图 18: 民航发展基金整体收入规模逐年增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 各家上市公司 2018 年缴纳民航发展基金情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

估值：板块估值中枢有抬升的趋势

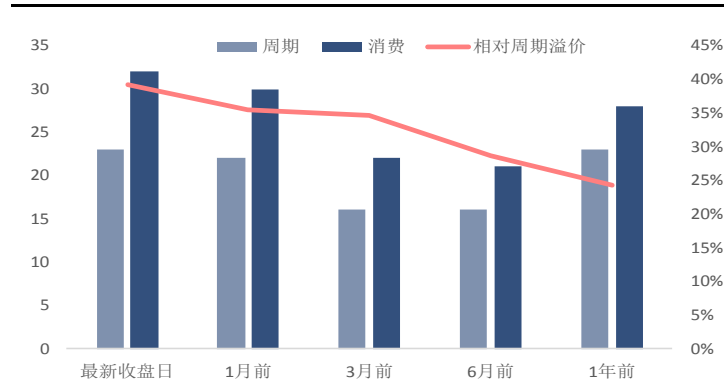
航空公司是同时具有周期属性和消费属性的板块。

周期属性主要体现在板块业绩对油价具有较强的敏感性，而目前又缺乏比较好的风险对冲工具，使得其业绩随油价周期性波动较为明显；消费属性主要体现在，航空公司下游消费群体主要是个人用户，随着人们消费水平的提高，大家对航空消费的意愿会逐渐增强，消费需求具有较大的提升空间。

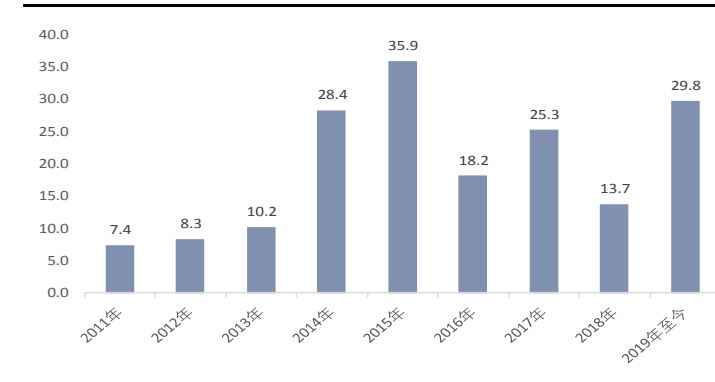
我们认为，航空股对油价的敏感性会逐渐减弱，会推动航空股周期属性减弱，消费属性增强：

- 燃油附加费是相对有效的成本转嫁手段。根据目前政策，在国内航油综合采购成本超过 5000 元/吨的背景下航空燃油附加费恢复征收，这对燃油价格上涨起到明显的对冲作用（成本覆盖比例上文有测算）。
- 航空公司成本传递能力将会逐渐增强。因为长期以来票价的定价权不在航空公司手里，航空公司在优质航线的提价能力被限制，所以油价上涨时成本传递能力受限，而随着优质航线价格市场化的放开，航空公司的提价逻辑理顺，成本转嫁能力将逐渐提升。

2011 年以后三大航年度 PE（均值）整体上有逐年抬升的趋势。我们认为，未来航空板块估值中枢会有一个逐渐提升的过程。

图 20: 近期消费相对于周期行业有估值溢价


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 2011 年以后三大航的估值中枢有整体提升的趋势 (单位: 倍)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2010 年以来中国国航、南方航空和东方航空 PE 均值分别为 18.5、36.7 和 32 倍，吉祥航空和春秋航空上市以来的均值分别为 32.4 和 31.8 倍。而 2019 年几家航空公司的动态市盈率均值为 13 倍，所以板块整体估值目前处于一个相对较低的位置。

表 9: 2019 年各个航空公司的估值水平相对较低

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	PE				PS (TTM)	PB (LF)
				2017A	2018A	2019E	2020E	2018/12/31	2018/12/31
601111.SH	中国国航	8.44	1226	17	17	11	10	0.85	1.18
600029.SH	南方航空	7.18	881	12	30	11	9	0.58	1.23
600115.SH	东方航空	5.92	856	13	32	11	8	0.61	1.19
601021.SH	春秋航空	42.02	385	27	26	20	16	2.29	2.20
603885.SH	吉祥航空	11.87	213	16	17	14	11	1.63	2.33
	行业平均			17	24	13	11	1.19	1.63

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 公司盈利预测均来自 Wind 一致预期 数据 截止日期: 2019 年 5 月 21 日

行业评级与投资主线

行业相关公司业绩预计会受到收入端增收、成本端减负的共同驱动，同时加上估值中枢有望抬升预期，我们认为目前航空业上市公司已经进入了一个相对较好的投资窗口期，存在板块性的投资机会，给予行业“看好”评级，建议关注中国国航、南方航空、东方航空三大航，以及关注春秋航空、吉祥航空等中小型航空公司。

风险因素

油价出现大幅上涨：航油是航空公司的重要成本支出，如果出现大幅上涨会对航空公司业绩造成较大影响。

人民币大幅贬值：基于航空公司大量的美元等外币负债，人民币大幅贬值会造成汇兑损益影响当期业绩。

政策风险：航空运输行业是受政策影响较大的行业，政策的变动会对行业造成不确定性影响。

研究团队简介

胡申，分析师，经济硕士，七年行业研究经验，先后从事农林牧渔、中小企业研究，2019年开始从事交通运输行业研究。擅长通过行业比较以及自上而下梳理挖掘投资机会。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。