



Research and
Development Center

机场预期改善 航空蓄势待发

交运行业 2019 年中期策略报告

2019 年 6 月 19 日

胡申 交通运输行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

交通运输行业



首次评级

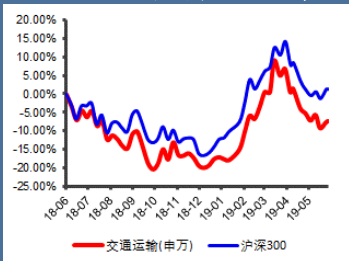
胡申 分析师

执业编号: S1500514070007

联系电话: +86 10 8332 6703

邮箱: hushen@cindasc.com

交通运输板块相对沪深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

机场预期改善 航空蓄势待发

交运行业 2019 年中期策略报告

2019 年 6 月 19 日

本期内容提要:

- ◆ **机场预期改善:** 机场的收入来源分为航空服务业务收费、非航业务收入两部分; 航空服务为政府定价, 收费标准是基于成本和用户承受能力双重考虑, 该业务能为机场贡献稳定业绩, 但是业绩弹性较差; 非航业务收入具有充分的自主性, 也是机场强大客流量变现的重要渠道, 可以类比商贸零售, 且又有商贸零售不具备的无获客成本、高净值人群、强制停留等优势, 使得机场具有一定的成长性; 而上海机场和白云机场免税提成的大幅提升事件又让市场看到了机场强大的议价能力和流量变现空间; 在中美贸易战升级的背景下, 目前市场风格开始趋于保守, 具有稳健经营能力板块的投资价值开始显现。而机场板块恰恰符合稳健投资风格。我们认为机场行业属于目前市场环境下为数不多可进可退板块。
- ◆ **航空蓄势待发: 收入端有望量价齐升,** 首先, 较强的经济发展韧性会带动航空需求持续稳定增长, 加上人均乘机次数潜在提升空间, 叠加高铁对航空业的冲击负面影响消除, 航空客运量预期能保持稳定增长; 其次, 航空供需逐渐优化, 国内主要航线市场化定价逐渐放开, 提价逻辑理顺, 叠加波音事件的影响, 助推提价预期。**成本端多点减负:** 首先, 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, 人民币汇率短期扰动因素不改长期逻辑, 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, 民航发展基金征收标准减半, 将大幅确定性增厚上市公司业绩。**估值中枢有抬升预期,** 航空公司的提价逻辑理顺, 成本转嫁能力将逐渐提升; 燃油附加费在油价高企时也是有效的成本转嫁手段; 我们判断, 未来航空板块消费属性变强, 估值中枢将逐渐提升。
- ◆ **行业评级:** 交通运输行业作为经济的晴雨表, 与宏观经济的发展具有高度相关性, 在当前经济转型从重量到重质的背景下, 我们认为目前板块很难出现系统性机会, 我们给予交通运输行业“中性”评级。建议积极关注机场、航空等板块结构性机会; 机场较深的护城河和稳定的业绩为板块提供了较强的抗风险能力, 以免税店为代表的非航业务又为其成长性打开了想象空间, 我们判断, 在市场偏谨慎的背景下, 机场板块的可攻可守价值将会凸显。航空板块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。建议关注上海机场、白云机场、深圳机场、中国国航、南方航空、东方航空、春秋航空、吉祥航空等。
- ◆ **风险因素:** 其他免税业态的负面影响, 油价、汇率波动风险、政策风险等。

目录

投资聚焦	1
机场板块：免税业务助推板块价值发现	3
航空服务业务覆盖成本 非航业务收入贡献业绩	3
航空服务业务相对稳定 流量决定体量	3
非航业务决定着机场真正的价值空间	5
免税红利带动机场价值重估	6
贸易战背景下机场板块的稳定性价值凸显	8
航空板块：多重利好 航空股蓄势待发	10
收入端有望量价齐升	10
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	12
成本端：2019 年有望油、汇、费多点减负	17
不惧短期扰动，人民币大幅贬值概率较小	21
民航发展基金减半征收 大幅增厚上市公司业绩	22
估值：板块估值中枢有抬升的趋势	23
行业评级与投资主线	25
风险因素	25

表目录

表 1：上海机场免税店面面积规划	8
表 2：上市机场财务状况具有较强的防御性特点	9
表 3：国内航空票价定价机制相关政策	12
表 4：国内运量靠前的优质航线定价市场化开启	13
表 5：国内几条优质航线目前全价票情况	14
表 6：燃油在航空公司的营业成本中具有较高的占比	17
表 7：油价变化时各个公司的业绩弹性（单位：亿元）	18
表 8：不同燃油附加费对应的航空燃油价格范围	19
表 9：当燃油价格在不同价位时对燃油成本上涨的覆盖率	20
表 10：人民币兑美元汇率变化时各个公司的业绩弹性（单位：亿元）	21
表 11：2019 年各个航空公司的估值水平相对较低	24

图目录

图 1：头部机场飞机起飞架次占比情况	4
图 2：近几年主要机场航班起降架次情况（单位：架次）	4
图 3：几家上市公司的旅客吞吐量国内占比都居于行业前列	4
图 4：货邮吞吐量占比中上海浦东机场遥遥领先	4
图 5：上海机场近几年非航收入占比逐年提升	5
图 6：上海机场非航收入中商业餐饮收入增速最快（单位：亿元）	5
图 7：全球免税市场保持稳定增长（单位：亿元）	7
图 8：2017 年亚太地区占据了免税市场的将近半壁江山	7
图 9：机场为免税产业发展的重要渠道	7
图 10：近几年机场营业收入整体维持低速增长（单位：%）	9
图 11：近几年机场归母净利润增速相对不高（单位：%）	9
图 12：近些年中国民航客运量整体保持稳定增长	10
图 13：国内居民人均乘机次数还有很大提升空间	11
图 14：航空业以及三大航空平均航距处于历史高位（单位：公里）	12
图 15：京沪航线 2014 年恢复正增长	12
图 16：2018 年三大航客公里收益指标改变了同比持续下滑趋势	14
图 17：客公里收益在经历多年下降之后 18 年开始有所抬升	14
图 18：中国民航客座率持续攀升	15
图 19：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）	15
图 20：前十大机场起落架次增速趋缓	16
图 21：航空煤油价格与布伦特原油价格走势具有较强的相关性	17
图 22：2018 年航油均价同比大幅上涨 28%	17
图 23：三家机构预测全球原油新增需求（百万桶/日）	19
图 24：2018 年年末人民币兑美元汇率处于 2010 年以来的高位	22
图 25：近期人民币汇率出现异常波动	22
图 26：民航发展基金整体收入规模逐年增长（单位：亿元）	23
图 27：各家上市公司 2018 年缴纳民航发展基金情况	23
图 28：近期消费相对于周期行业有估值溢价	24
图 29：2011 年以后三大航的估值中枢有整体提升的趋势（单位：倍）	24

投资聚焦

关键假设点

看好航空和机场的结构性机会主要基于几点假设：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；5、上海等地市内免税店业务不会对机场店造成太大冲击。

推荐逻辑

受免税业务催化 机场业绩弹性预期改善

机场的收入来源分为航空服务业务收费、非航业务收入两部分；

航空服务为政府定价，收费标准是基于成本和用户承受能力双重考虑，该业务能为机场贡献稳定业绩，但是业绩弹性较差；

非航业务收入具有充分的自主性，也是机场强大客流量变现的重要渠道，可以类比商贸零售，且又有商贸零售不具备的无获客成本、高净值人群、强制停留等优势，使得机场具有一定的成长性；而上海机场和白云机场免税提成的大幅提升事件又让市场看到了机场强大的议价能力和流量变现空间；

在中美贸易战升级的背景下，目前市场风格开始趋于保守，具有稳健经营能力板块的投资价值开始显现。而机场板块恰恰符合稳健投资风格。我们认为机场行业属于目前市场环境下为数不多可进可退板块。

航空板块存在多方面利好 蓄势待发

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：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；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。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。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。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。

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39.7%的溢价。

市场表现催化剂

航空：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；机场：业绩稳定向好，免税后续利好催化。

行业评级

交通运输行业作为经济的晴雨表，与宏观经济的发展具有高度相关性，在当前经济转型从重量到重质的背景下，我们认为目前板块很难出现系统性机会，我们给予交通运输行业“中性”评级，建议积极关注机场、航空等板块结构性机会。机场较深的护城河和稳定的业绩为板块提供了较强的抗风险能力，以免税店为代表的非航业务又为其成长性打开了想象空间，我们判断，在市场偏谨慎的背景下，机场板块的可攻可守价值将会凸显。航空板块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。建议关注上海机场、白云机场、深圳机场、中国国航、南方航空、东方航空、春秋航空、吉祥航空等。

风险因素

其他免税业态的负面影响，油价、汇率波动风险、政策风险。

机场板块：免税业务助推板块价值发现

航空服务业务覆盖成本 非航业务收入贡献业绩

机场的收入来源主要有两部分：航空服务业务收费、非航业务收入。

- **航空服务业务**，指机场以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障服务。公司相应取得包括航班起降服务、旅客综合服务、安全检查服务、航空地面服务和机场建设费返还收入。

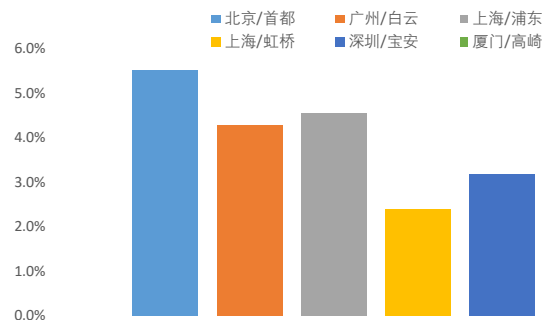
我国机场的航空服务业务收费定价由中国民航局和国家发改委共同制定相关规定，对收费标准进行管控和调整。根据《关于印发民用机场收费改革方案的通知》、《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》、《关于印发通用航空民用机场收费标准的通知》和《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》等规定，**民用机场的起降费、停场费、客桥费、旅客行李和货物邮件安检收费由民航局依据机场管理机构提供设施及服务的合理成本、用户的承受能力等因素核定基准价**；头等舱、公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台、值机柜台出租等实行市场调节价，由机场管理机构根据其提供设施和服务水平与用户协商确定，并通过航空价格信息系统备案。

- **非航收入**，主要是指除航空服务业务外，由机场依托航空服务业务提供的其他服务。服务收费主要依据市场情况和服务质量等因素，主要包括货邮代理业务、特许经营权业务、租赁业务、地面运输业务、广告业务等。机场在非航收入领域具有较强的自主权，也是机场盈利的主要来源；针对非航部分机场一般采取自主经营或者出租的模式进行。

航空服务业务相对稳定 流量决定体量

机场航空服务业务的收费对象主要有几类：航班收费（航班起落架次）、旅客收费（旅客吞吐量）和货邮收费（货邮吞吐量）；这三个指标的就决定了航空服务业务的整体收入体量。

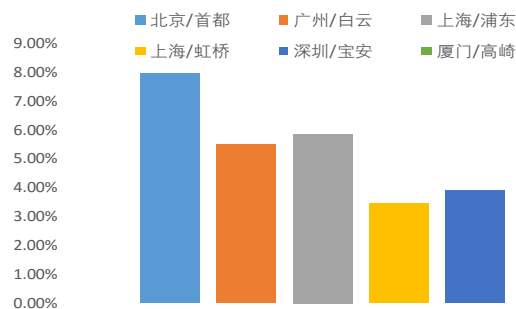
按照航班起落架次指标，首都机场、上海浦东机场、白云机场为国内机场飞机起落架次的三甲，A股上市公司中飞机起降架次国内占比由高到低分别为上海机场（4.6%）、白云机场（4.3%）、深圳机场（3.2%）和厦门港务（1.7%）。

图 1：头部机场飞机起飞架次占比情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

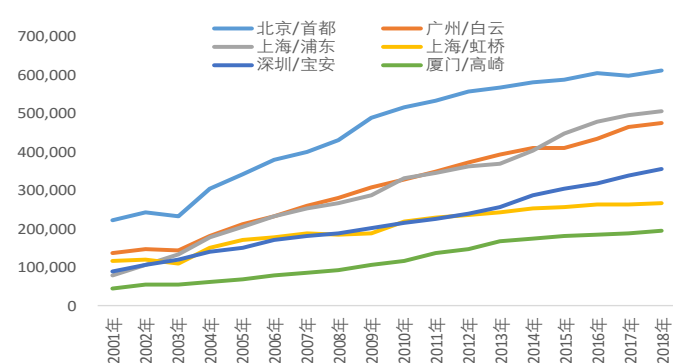
从旅客吞吐量的角度看，市占率最高的机场为首都机场，上市公司中上海机场的市占率最高（5.85%），白云机场（5.51%）紧随其后。

机场货邮吞吐量与旅客吞吐量结果的存在一定的差异，最高的为浦东机场（23%），远高于首都机场（12%），主要受益于上海机场辐射腹地（长三角）较高的经济水平。

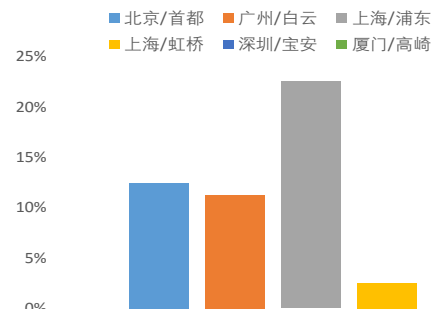
图 3：几家上市公司的旅客吞吐量国内占比都居于行业前列


资料来源：Wind，信达证券研发中心

从上市公司的角度看，2018 年数据可以看出目前机场的格局，首都机场、虹桥机场、白云机场为第一梯队，深圳机场、厦门港务紧随其后；而且从历史数据也能看出机场的成长空间都是渐进式的，除非产能扩张，很难带来快速的扩张拉开与其他机场的差距，也就意味着对应的航空服务收入很难拉开较大的差距。

图 2：近几年主要机场航班起降架次情况（单位：架次）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：货邮吞吐量占比中上海浦东机场遥遥领先


资料来源：Wind，信达证券研发中心

非航业务决定着机场真正的价值空间

机场航空服务业务由相关监管机构定价，而定价又是以覆盖成本为基本准则，所以机场的利润端则需要通过非航业务体现，非航业务的提升以及预期是机场投资价值的关键。

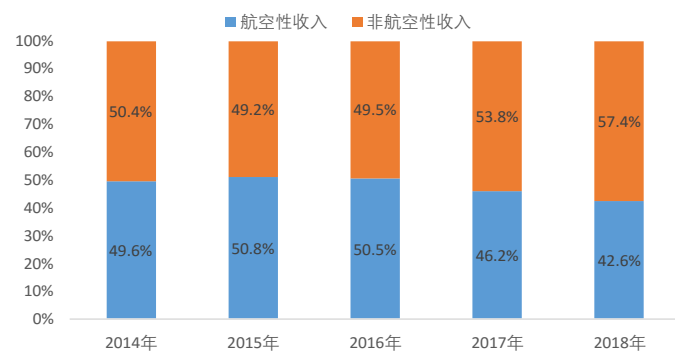
由于航空服务特殊性，成长受限明显；而机场巨大的客流量为发展零售、餐饮、广告等业务提供了先天条件；且机场的客流相对于商超又具备自身优势：

- **无获客成本**，因为机场属于人流密集区域，所以机场商业基本不需要营销来获客；
- **高净值人群**，目前国内乘机需求尚未发展成大众消费，所以乘机人群具有相对高净值特点，具有较强的消费能力；
- **强制停留属性**，候机过程属于强制停留时间，增加消费概率；
- **截留国外消费的关键节点**，免税店的目的就是为了截留一部分国外消费，使得消费停留在国内，而机场扮演这种角色具有天然优势，也正是免税店业务的超预期为机场非航业务带来巨大的想象空间。

非航业务占比提升是趋势

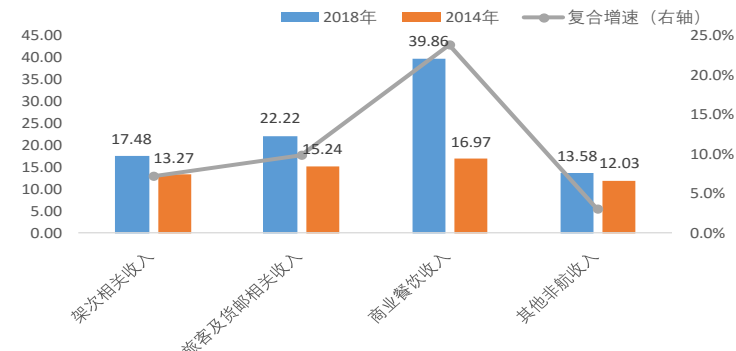
随着非航业务业态逐渐拓展，非航业务的收入占比逐渐提升是未来机场板块的趋势。以上海机场为例，2014年以来（2014年以前因为统计口径调整造成不可比），公司的非航空收入占比整体逐年增加（从2014年50.4%增加到2018年的57.4%）；从细分项可以看出，航空服务业务的两个细分项近几年的复合增速都低于10%，而非航收入的最大占比的商业餐饮收入复合增长率高达39.86%。

图 5：上海机场近几年非航收入占比逐年提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：上海机场非航收入中商业餐饮收入增速最快（单位：亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

免税红利带动机场价值重估

免税行业是指部分国家和地区授权一家或几家企业，允许其在运输工具、口岸或市内设立门店，向出入境旅客销售免税商品的零售行业。全球常见的免税店业态包括出入境免税店、离岛免税店及市内免税店。根据销售场所不同，免税店又可划分为机场免税店、市内免税店、邮轮免税店等。

免税店在购买进口商品具有渠道优势

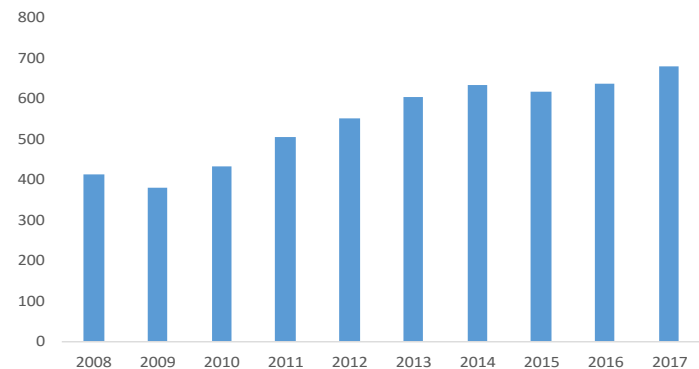
目前购买海外商品的渠道有：国内专柜、跨境电商、免税店、代购和海外专柜等。在传统的进口商品购买渠道中，免税店具有明显的优势，优势主要体现在：相对于海外专柜和代购的低税率渠道，免税店具备产品渠道、售后服务更可靠的优势；相比国内专柜、跨境电商又具备成本优势。

- 国内专柜渠道成本最高，该渠道要承担进口环节的关税、消费税、增值税，主要综合税率在 25%-50%不等；
- 跨境电商成本相对较低，渠道的税收方式不同，通过海外 B2C 直邮方式发货的征收行邮税、通过保税仓途径发货的征收跨境电商综合税。行邮税征收对象是入境旅客行李物品和个人邮递物品，物品价值在 5000 元以下（20 种不予免税商品除外）可以免除行邮税，若物品总价值超过额度则需对超出部分征收行邮税（主要税率在 3%-50%不等）。跨境电商综合税免征关税，进口环节增值税和消费税按法定应纳税额的 70%征收。
- 海外专柜购买商品与代购渠道，如未被抽检则可以实现避税，但是被抽检的情况下对于超额部分按照判定税率缴纳行邮税（分为 3%、25%、50%三挡）。

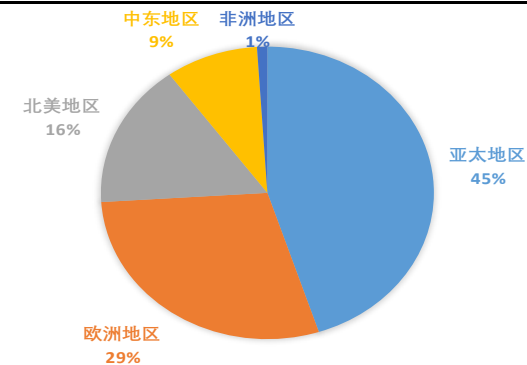
瞄准消费回流，国内免税产业具有较大空间

从全球角度看，2017 年全球免税销售额为 680 亿美元，2018 年免税消费预计将达到 5000 亿元人民币。

根据商务部数据，2018 年，中国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元，预计占全球免税市场销售额的 36%。而同时国内免税市场的规模仅为 395 亿元，我国 2018 年免税消费额占到全球的仅 8%左右。所以消费回流还有很大的空间，国内免税市场会保持快速增长。

图 7：全球免税市场保持稳定增长（单位：亿元）


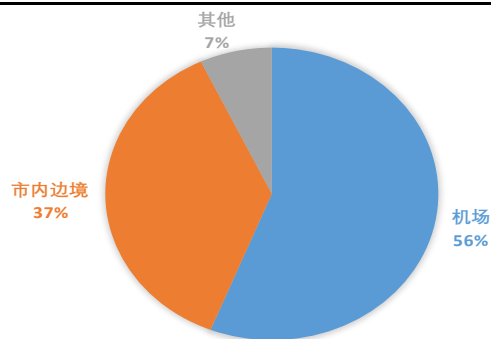
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2017 年亚太地区占据了免税市场的将近半壁江山


资料来源：Wind，信达证券研发中心

机场有望充分享受免税产业发展红利

2017 年全球免税渠道总机场渠道占销售额的 56%，说明机场为免税产业重要的发展平台。国内几家重要的上市机场均为头部机场，国际航线占比较高，且在免税业务上都有所布局。

图 9：机场为免税产业发展的重要渠道


资料来源：Wind，信达证券研发中心

免税业务将成为机场流量变现的最佳通道

- 2017年3月，白云机场进境免税店开标，免税提成比例大幅超预期；
- 2018年3月，浦东机场T2航站楼原免税协议到期，新协议签订后扣点率大幅提高。

上海机场免税新协议中规定，2019年1月1日始至2025年12月31日合同期内保底销售提成总额为410亿，其中T2航站楼2019年起采用42.5%提成率，T1航站楼2022年起采用42.5%提成率，卫星厅自启用日起采用42.5%提成。

从上海机场可用面积指标看现在已经投入使用的面积为4567平米，2022年T1投入使用将增加3286平米，而卫星厅建成以后面积将增加9062平米，产能瓶颈逐渐打开。

表 1：上海机场免税店面积规划

所属区域	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店	821	2022年1月1日~2025年12月31日
T1 航站楼	出境店	2465	2022年1月1日~2025年12月31日
T2 航站楼	进境店	1136	2019年1月1日~2025年12月31日
T2 航站楼	出境店	3431	2019年1月1日~2025年12月31日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用~2025年12月31日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用~2025年12月31日
合计面积		16915	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

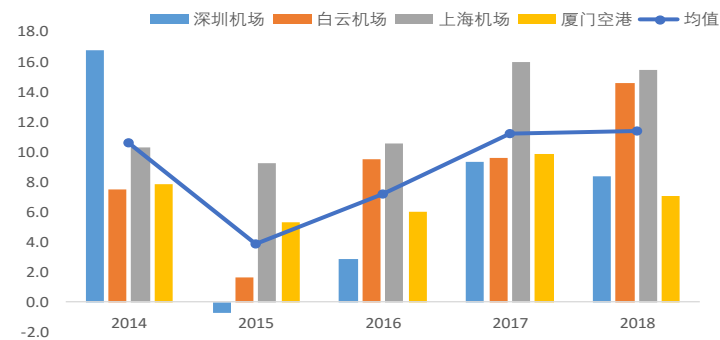
根据我们测算，2015年到2018年日上浦东的销售额复合增长率为35%，而按照保底收入2018到2022年复合增长率仅为7.2%就能完成，所以我们判断，上海机场未来实际分成高于保底收入概率较大。

目前机场免税店上海机场一枝独秀，我们认为上海机场为同样具有吞吐量和国际航线优势的白云机场和深圳机场等未来非航业务发展路径树立了方向和标杆，对整个板块的价值发现起到引领作用。

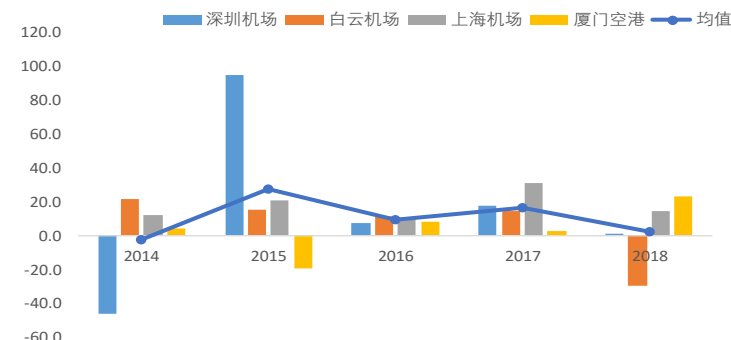
上海机场和白云机场免税业务扣点的大幅提升体现了头部机场的流量变现能力，有益于提升市场对机场价值的重塑。

贸易战背景下机场板块的稳定性价值凸显

长期以来，机场板块业绩都不能表现出很强的成长性，在积极的市场环境下，资金对机场板块的积极性整体不高。

图 10: 近几年机场营业收入整体维持低速增长 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 近几年机场归母净利润增速相对不高 (单位: %)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

但是, 在中美贸易战升级的背景下, 目前市场风格开始趋于保守, 具有稳健经营能力板块的投资价值开始显现。而机场板块恰恰符合稳健投资风格。我们认为机场行业属于目前市场环境下为数不多可进可退板块。主要基于几点:

- 机场独特的商业模式使得板块护城河效应明显, 区域范围内很难出现有效的竞争对手;
- 机场业务中的航空服务具有很强的公用事业特点, 收入是基于成本的倒推, 所以具有非常强的稳定性;
- 非航业务使得具有商贸零售的特点, 具有成长性, 且相比商贸零售行业具有天然的比较低的获客成本以及比较高质量的消费群体, 再加上免税业务带来的增长预期, 非航业务具有贡献业绩弹性的能力。
- 通过对比资产负债率、净资产收益率、销售净利率和经营性现金净流量/营业总收入等指标, 可以看出机场板块表现明显好于全部 A 股的均值。

表 2: 上市机场财务状况具有较强的防御性特点

代码	名称	资产负债率 (%)	净资产收益率 ROE(平均, %)	销售净利率 (%)	经营性现金净流量/营业总收入 (%)
000089.SZ	深圳机场	13.4	5.9	18.9	29.3
600004.SH	白云机场	41.8	7.4	15.0	40.3
600009.SH	上海机场	7.4	15.9	47.6	48.0
600897.SH	厦门空港	17.8	14.4	29.6	48.3
	均值	20.1	10.9	27.8	41.4
	全部 A 股 (整体法)	83.6	9.7	8.2	10.2

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注释: 各个公司为 2018 年年报数据

航空板块：多重利好 航空股蓄势待发

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：

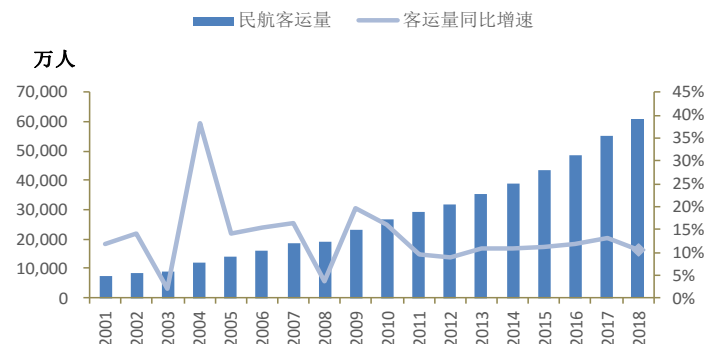
第一，我们判断航空客运量能保持稳定增长：首先，作为全球第二大经济体的经济韧性较强，预期会带动航空需求持续增长；其次，国内人均乘机次数相比国际发达国家还处于一个相对较低的水平，有较大的提升空间；另外，高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段，负面影响消除。

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保持稳定增长。

图 12：近些年中国民航客运量整体保持稳定增长

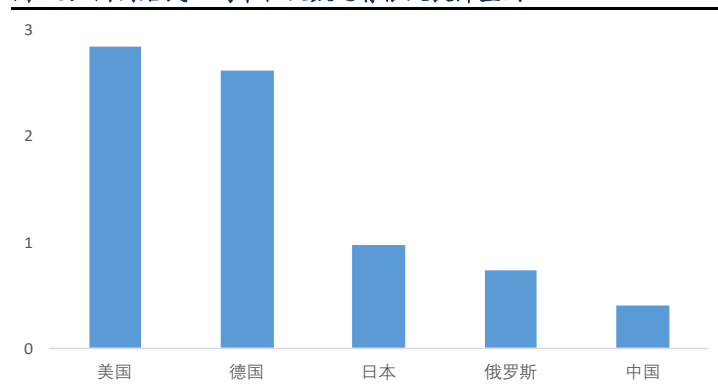


资料来源：Wind，信达证券研发中心

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 13: 国内居民人均乘机次数还有很大提升空间



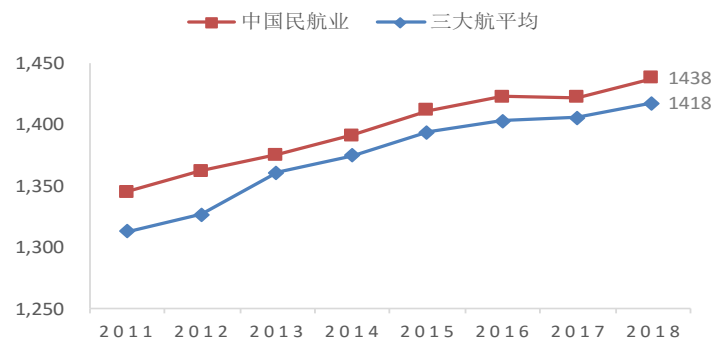
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

高铁对航空业的冲击已经过了最坏阶段

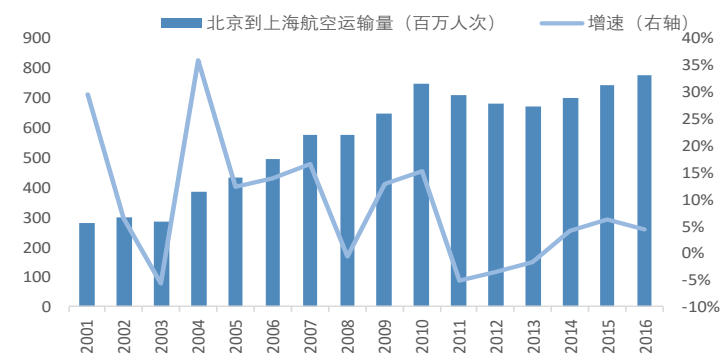
我们认为高铁对国内航线的影响最坏时刻已经过去，主要基于以下逻辑：

首先，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 14: 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 15: 京沪航线 2014 年恢复正增长


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 3: 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4：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

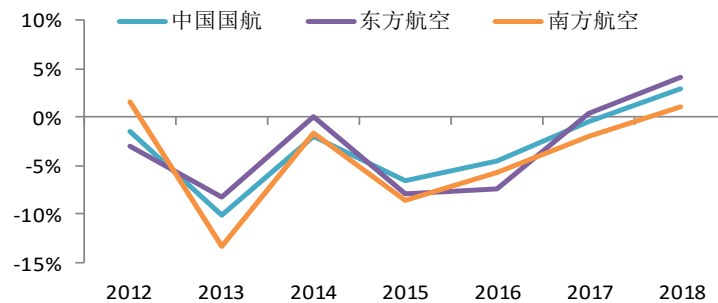
昆明-上海	1, 942, 592	2018
哈尔滨-北京	1, 940, 696	2018
成都-昆明	1, 923, 357	尚未放开

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 16: 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

热门航线具有较大的提价空间

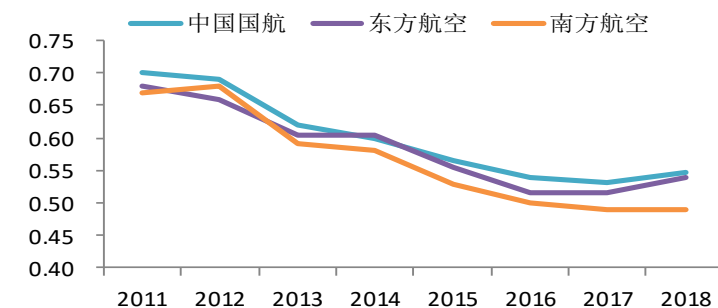
杭州到北京航段市场化定价放开时间较早,对于新增的热门航线未来的提价空间具有很强的参考意义。

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商业化运营也必将为航空公司带来更大的业绩弹性。

表 5: 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

图 17: 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

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

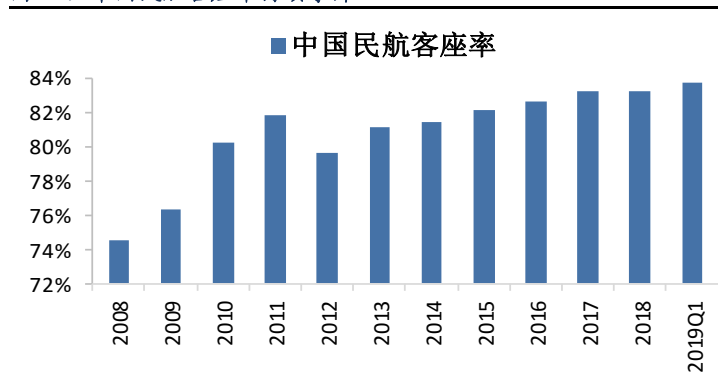
催化二：供需格局改善，助力提价

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。

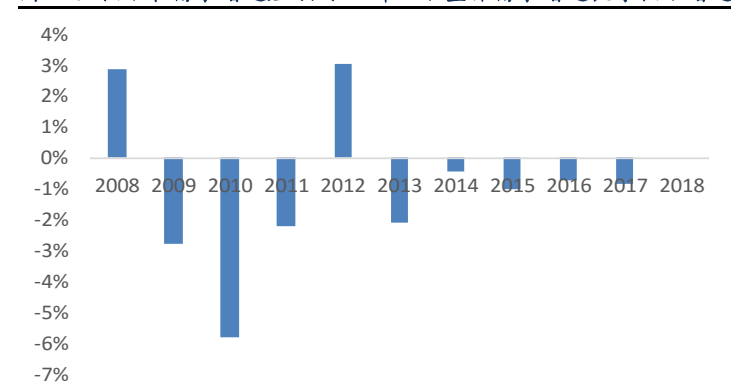
从历年数据可以看出2008到2011年航空客座率维持持续攀升的局面，结合期间供给（ASK）和需求（RPK）的增速差额可以看出2008年是供给增速大于需求增速，而后面几年需求增速更快，推动客座率逐年提升。

图 18：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 19：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737MAX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737MAX7、波音737MAX8、737MAX9、737MAX10和波音737MAX200，是目前波音窄体机的主力机型。

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

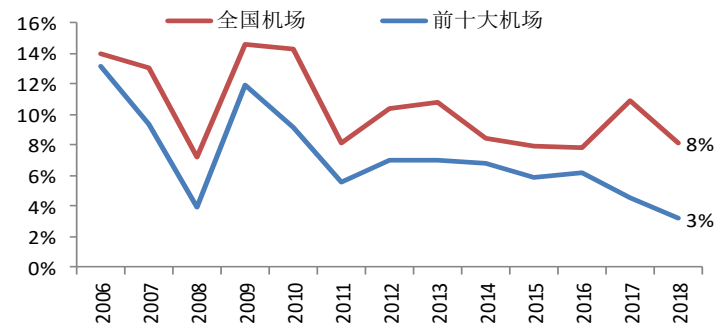
航机队规模占比简单测算可以得出年内的引进计划为上百架。所以从动态的角度看，预计对供给的影响会超过存量市场。

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 20：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。

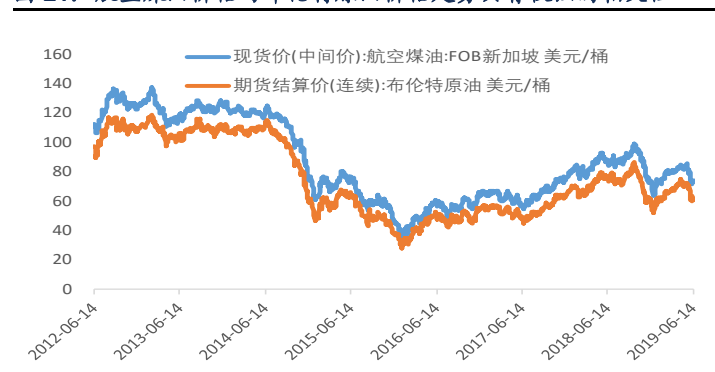
表 6：燃油在航空公司的营业成本中具有较高的占比

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

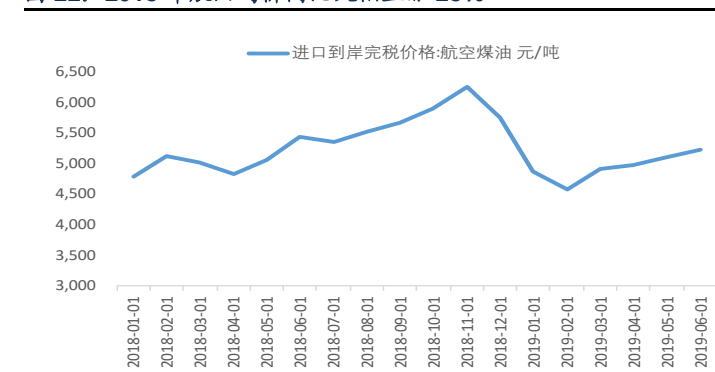
2018 年航油价格暴涨严重拖累航空公司业绩。2018 年相对 2017 年航空燃油价格大幅上涨，按照航空煤油进口到岸完税价格计算，2018 年平均价格为 5389 元/吨，而 2017 年均值为 4204 元/吨，整体上涨 28%。

图 21：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 22：2018 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 7：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：各公司年报，信达证券研发中心

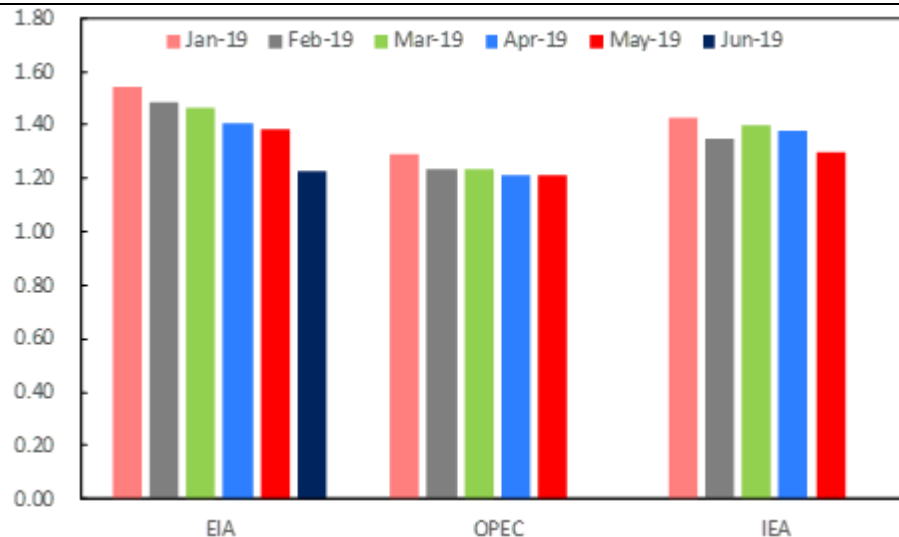
三大机构持续下调原油需求 2019 年燃油价格预期相对友好

根据美国能源署（EIA）2019 年 6 月 11 日发布的最新短期能源展望报告（Short-term Energy Outlook, STEO），EIA 预测 2019 年全年平均原油新增需求 123 万桶/日，较 2019 年 5 月的预测值下调 16 万桶/日，相较于 2019 年 1 月的预测，EIA 已经累计下调 2019 年全球原油新增需求 31 万桶/日，降幅达到 20%！

根据 OPEC 的 2019 年 5 月报，OPEC 预测 2019 年全年平均原油新增需求为 121 万桶，较 2019 年 4 月持平，但较 2019 年 1 月也下调了 8 万桶/日；

根据 IEA 最新的 2019 年 5 月报，IEA 预测 2019 年全年平均原油新增需求为 130 万桶，较 2019 年 4 月下降 8 万桶/日，相较于 2019 年 1 月下降 13 万桶/日。

根据三家机构（EIA, OPEC, IEA）最新预测值，三家机构较 2019 年 1 月平均下调全球原油新增需求 17 万桶/日，降幅达到 12%！

图 23: 三家机构预测全球原油新增需求 (百万桶/日)


资料来源: OPEC, IEA, EIA, 信达证券研发中心

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 8: 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 (800 公里以下)	航空煤油采购价格范围 (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 9：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 10：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

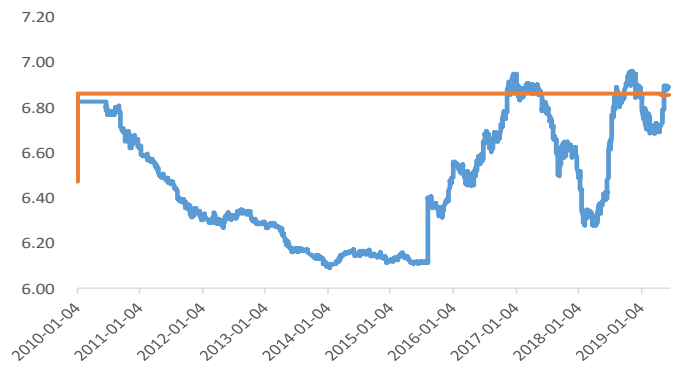
截至 2018 年年底，国航、南航和东航美元负债分别为 288、343 和 285 亿元。美元兑人民币汇率的变动对相关公司财务费用的影响较大，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2018 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致相关公司净利润增加（或减少）人民币 2.28、1.95 和 1.78 亿元。

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

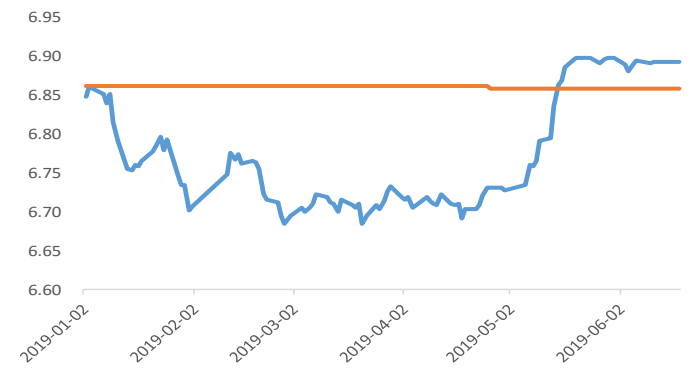
从历史数据可以看出，

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，是对航空公司影响较大的一年。

图 24: 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 25: 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 1 到 4 月份, 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

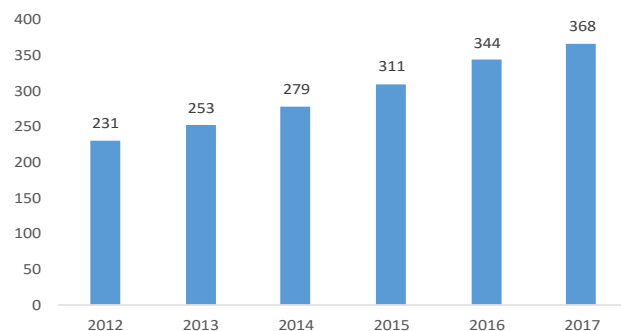
民航发展基金征收对象分为旅客和航空公司两部分, 本次减半征收对象为航空公司。

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%；占比最低的为春秋航空，占同期归母净利润的 22%。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。

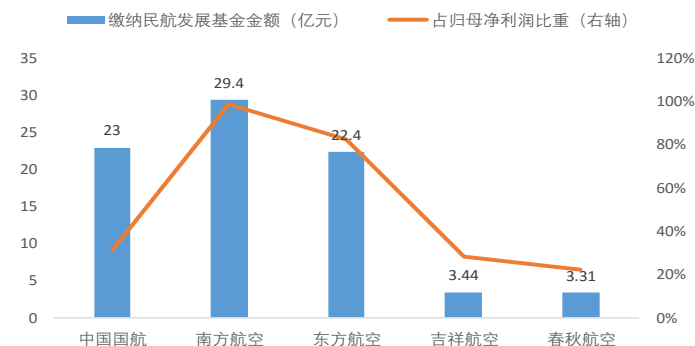
因为减费政策从本年度 7 月 1 日起执行，所以 19 年为半年受益，2020 年将全年受益。

图 26: 民航发展基金整体收入规模逐年增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27: 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。

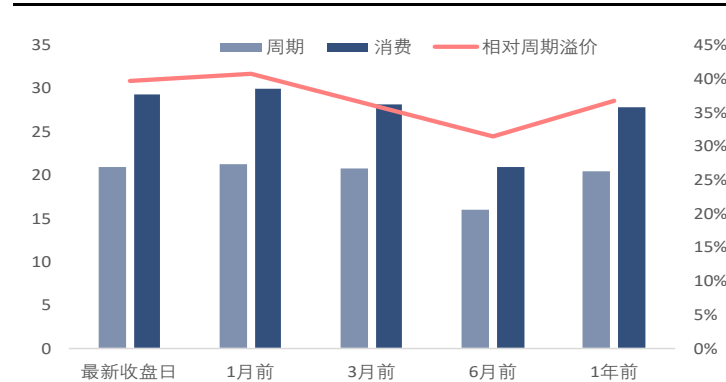
我们认为，航空股对油价的敏感性会逐渐减弱，会推动航空股周期属性减弱，消费属性增强：

- 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。

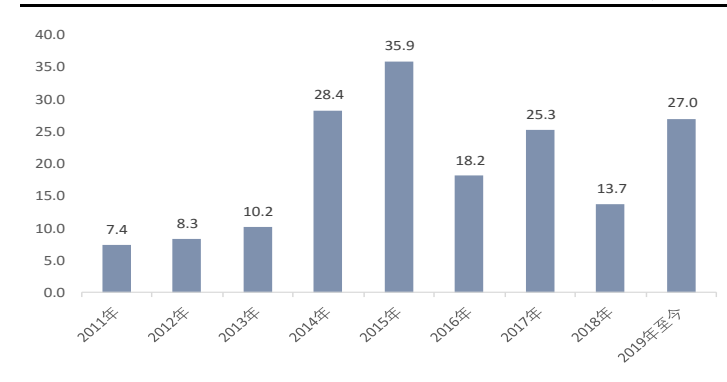
2011 年以后三大航年度 PE（均值）整体上有逐年抬升的趋势。我们认为，未来航空板块估值中枢会有一个逐渐提升的过程。

图 28：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 数据截止日期：2019 年 6 月 18 日

图 29：2011 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 数据截止日期：2019 年 6 月 18 日

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、36.6 和 32 倍，吉祥航空和春秋航空上市以来的均值分别为 32 和 31.6 倍。而 2019 年几家航空公司的动态市盈率均值为 14 倍，所以板块整体估值目前处于一个相对较低的位置。

表 11：2019 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	8.82	1281	18	17	12	10	0.85	1.18
600029.SH	南方航空	7.13	875	12	29	11	9	0.58	1.23
600115.SH	东方航空	5.82	842	13	31	10	8	0.61	1.19
601021.SH	春秋航空	45.15	414	29	28	21	18	2.29	2.20
603885.SH	吉祥航空	12.32	221	17	18	14	11	1.63	2.33
	行业平均			18	25	14	11	1.19	1.63

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：公司 PE 均来自 Wind 一致预期 数据截止日期：2019 年 6 月 18 日

行业评级与投资主线

交通运输行业作为经济的晴雨表，与宏观经济的发展具有高度相关性，在当前经济转型从重量到重质的大背景下，我们认为目前板块很难出现系统性机会，我们给予交通运输行业“中性”评级，建议积极关注机场、航空等板块结构性机会。机场较深的护城河和稳定的业绩为板块提供了较强的抗风险能力，以免税店为代表的非航业务又为其成长性打开了想象空间，我们判断，在市场偏谨慎的背景下，机场板块的可攻可守价值将会凸显。航空板块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。建议关注上海机场、白云机场、深圳机场、中国国航、南方航空、东方航空、春秋航空、吉祥航空等。

风险因素

其他免税业态的负面影响：目前包括上海在内的市内免税店业态也正在出现，会对机场店造成一定的冲击。

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。