

交运行业2019年中期策略报告——航空涅槃重生、机场成长稳健

2019年6月28日



行业评级

交运 强于大市（维持）

证券分析师

严家源 投资咨询资格编号：S1060518110001
邮箱：YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

研究助理

张功 一般从业资格编号：S1060119010028
邮箱：ZHANGGONG687@PINGAN.COM.CN

投资要点

➤ 航空：供需仍然紧张，航空公司单位收入处于上升通道

- 民航局仍然维持总量控制管理原则，供需格局依然紧张，5月份市场需求回暖，运力增速和客座率数据明显提升，预期今年航空公司单位收益水平继续提升，盈利水平同比增长明显。

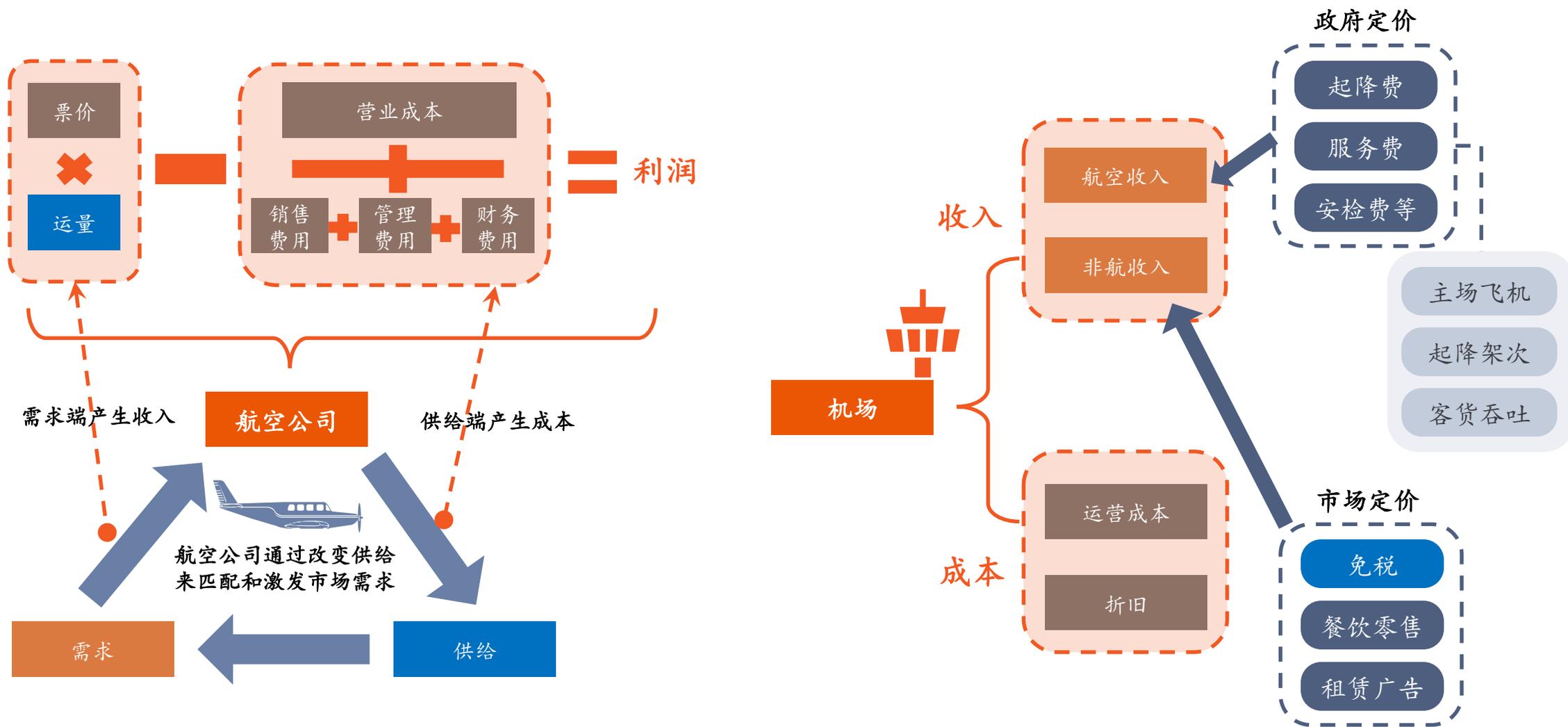
➤ 机场：营收增长稳健，关注非航收入带来业绩提升

- 航班量和吞吐量的增速回升能够确保机场航空收入稳定增长，非航收入将成为机场重要营收增长点，预计下半年机场板块业绩能够持续保持增长。

- **投资建议：**航空板块，国内航空市场的需求整体上仍然呈现上升趋势，航空公司持续扩大经营的基础仍然存在，当前油价水平较2018年全年下降8%，预计航空运输板块2019年的业绩水平将出现明显改善，推荐有望明显受益燃油成本降低和市场占有率较高的东方航空、中国国航、南方航空，以及成本控制比较出色的春秋航空。**机场板块**，营收增长普遍稳健，非航收入成为关注热点，建议关注非航收入占比较高且成长前景乐观的上海机场。

- **风险提示：**政策风险；宏观经济风险；油价、汇率等风险；安全风险；突发事件风险。

行业盈利框架图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

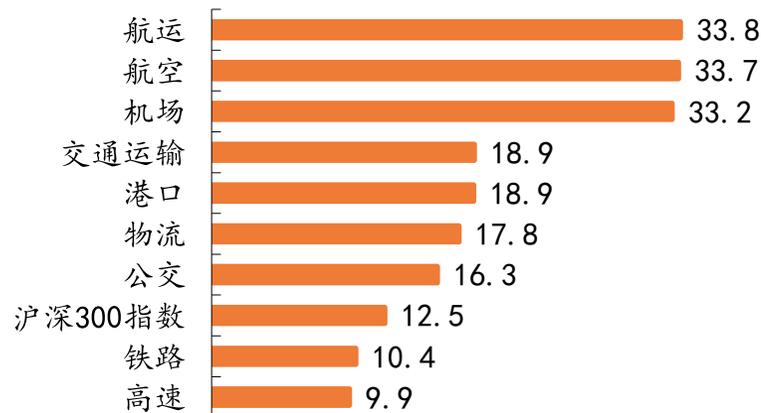
目录 CONTENTS

- 行情回顾：板块整体上升，机场板块领跑
- 航空：供需仍然紧张，航空公司单位收入处于上升通道
- 机场：营收增长稳健，关注非航收入带来业绩提升
- 投资建议和风险提示

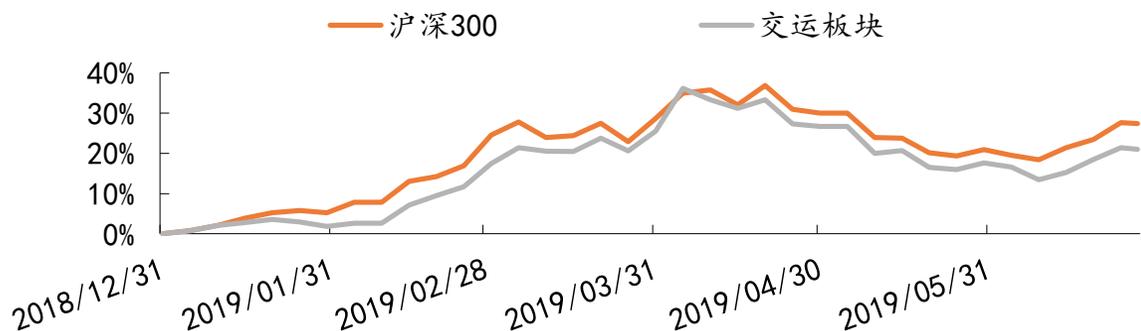
行情回顾：板块整体上升，机场板块领跑

- **交运板块跟随市场同步回升：**截至2019年6月27日，交运板块整体上涨21.0%，沪深300上涨27.4%，期间板块行情与市场行情变化趋势基本相同。
- **机场板块一马当先：**截至2019年6月24日，交运申万二级行业中，机场板块上涨56.76%，远超其他子版块。
- 机场板块上半年出现较大幅度上涨主要原因是市场对免税消费带来非航收入快速增长有一致的乐观预期，其中白云机场和上海机场分别上涨77.41%和60.1%，是板块上涨主力。
- 航空板块受3、4月份市场需求不及预期影响，出现小幅回调。

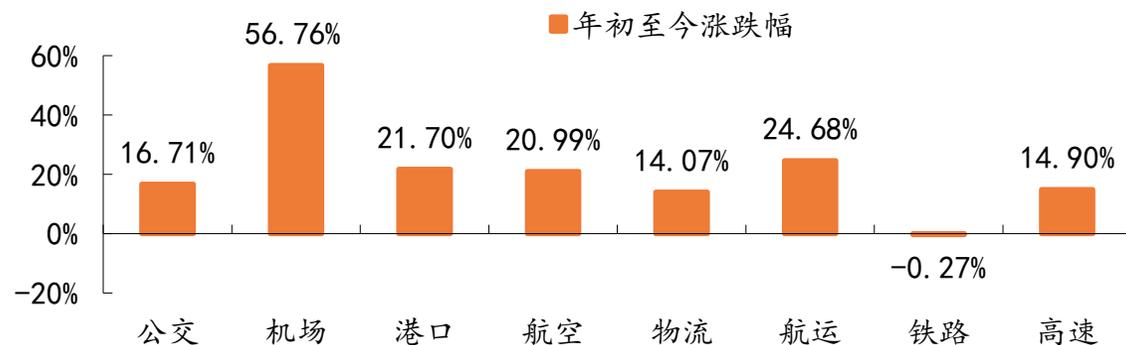
交运申万二级行业市盈率（ttm）一览



市场指数与行业指数走势



交运主要子行业股价涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

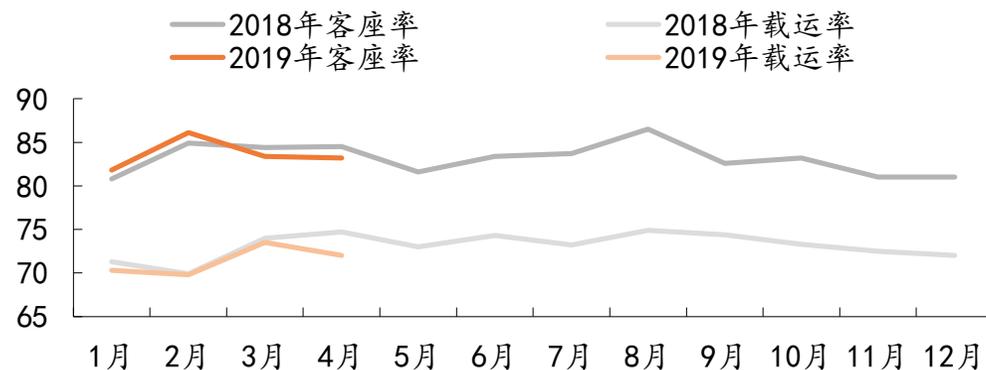
目录 CONTENTS

- 行情回顾：板块整体上升，机场板块领跑
- 航空：供需仍然紧张，航空公司单位收入处于上升通道
- 机场：营收增长稳健，关注非航收入带来业绩提升
- 投资建议和风险提示

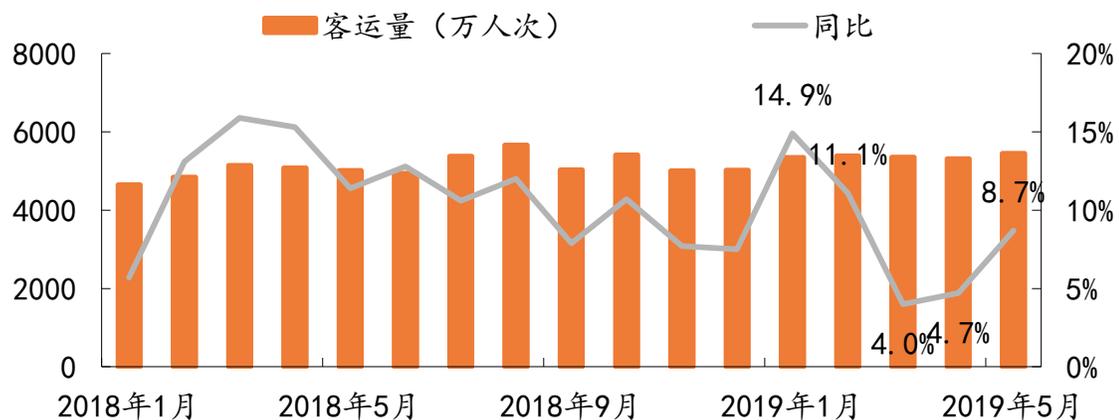
航空：需求触底反弹，客运增速有望回归10%以上

➤ **航空需求出现短时触底：**2019年3至4月市场整体需求偏弱，旅客运输量同比增速连续2个月未能突破5%，达到近5年来的最低值。但5月份即实现明显反弹，客运量和旅客周转量均出现明显回升，同比分别增长8.7%和10.6%，随着暑运旺季到来，客运增速有望回归10%以上，全年预计平均客运量增速在10%左右。

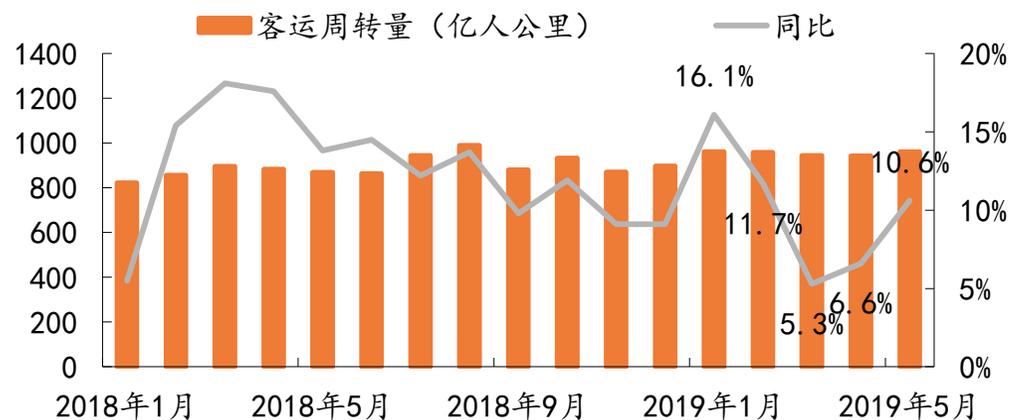
民航月度客座率情况 (%)



每月全国民航旅客运输量



每月全国民航旅客周转量 (RPK)



资料来源：Wind，平安证券研究所

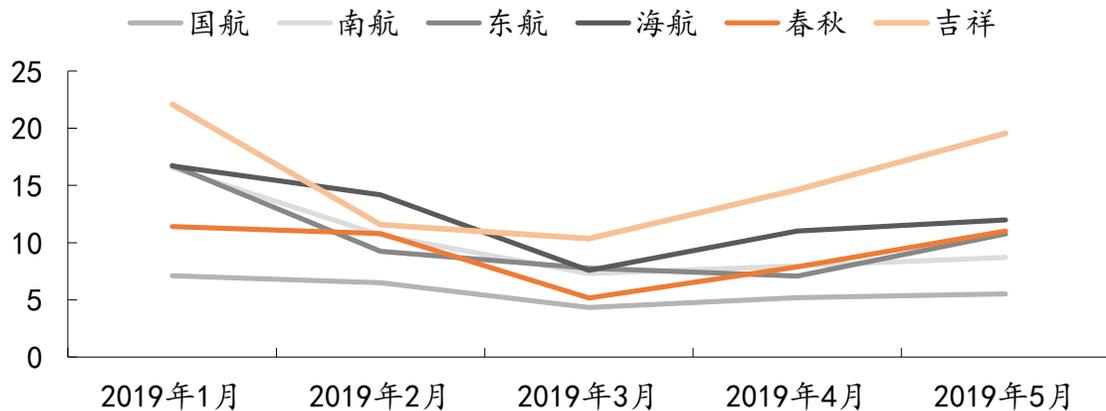
航空：航空公司客座率回升，5月表现好于去年同期

- **航空公司运力投入重新加速：**受春运提前和B737MAX机型停飞影响，航空公司3月、4月的运力增速低于市场预期，但进入5月之后主要上市航企运力投入重新加速，根据亚太中心数据，6月前三周平均全国ASK同比增长7.3%高于5月份的7.0%和4月份的6.1%。
- **客座率出现回升：**除海航外，其他5家上市航空公司5月份的客座率水平均好于去年，考虑到即将进入暑运，客座率有望持续上升。

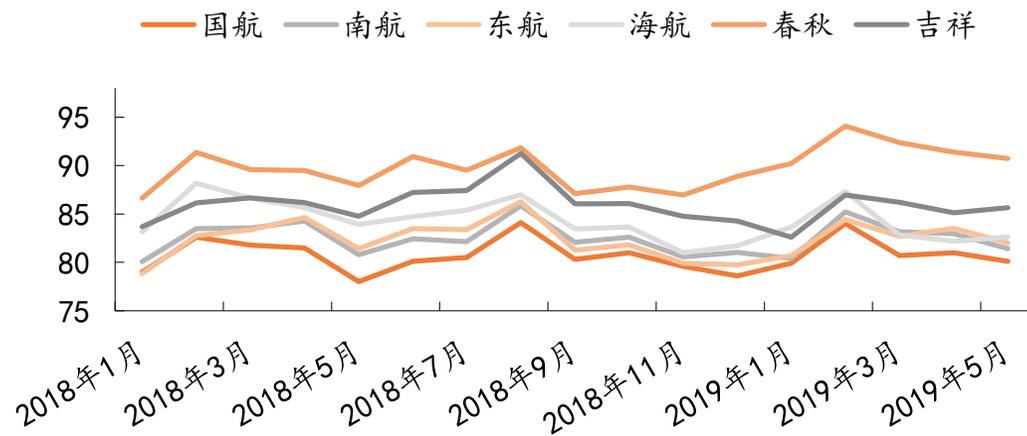
主要航企客座率同比变化情况 (pp)

	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥
2019年1月	0.90	0.34	1.84	0.49	3.57	-1.10
2019年2月	1.40	1.72	1.65	-0.84	2.70	0.84
2019年3月	-1.10	-0.42	-0.66	-3.81	2.77	-0.47
2019年4月	-0.50	-1.31	-1.13	-3.47	1.88	-1.05
2019年5月	2.10	0.62	0.61	-1.29	2.81	0.87

主要航企ASK同比情况 (%)



主要航企客座率 (%)



资料来源：Wind，平安证券研究所

航空：暑运航班供应仍然趋紧，票价水平有望进一步提高

- 2019年暑运（7月1日至10月10日）共102天，是全年航空出行旺季，暑运业绩表现直接决定了航空公司全年业绩。民航局于6月初发布了暑运加班的有关规定，延续了控制总量的管理原则，但针对繁忙机场放开了夜航加班试点。
 - **加班不破容量上限，部分地区无新增航班：**1) 通知明确要求协调机场不得突破机场容量标准；2) 全国仅东北、西北、新疆、西藏、内蒙地区可以新增时刻，其他地区只能进行调整；3) 国际航线直航航班可以适当增加。
 - **夜航试点：**开放十个繁忙机场凌晨2点至6点的夜航航班，按照小时容量标准X10%X4个小时安排时刻，经过测算理论可增加时刻200个/天。
- 放开夜航对航空公司提高飞机利用率，降低飞机小时成本有重大帮助，同时放开夜航也能够明显降低机票价格门槛，刺激消费，进一步激发个人出行需求。

夜航试点机场情况测算

民航明传电报

签批盖章 许浩

等级 平急

局发明电〔2019〕1512号

关于2019年暑运期间航班时刻安排有关问题的通知

民航各地区管理局，各运输航空公司，各机场公司：

为努力满足暑运期间旅客出行的市场需求，减轻波音737-8型飞机暂停商业运行带来的影响，在坚持控总量调结构和精准调控的原则下，正确处理好安全与正常、发展、效益、服务之间的关系，坚持稳中求进工作总基调，努力推动民航高质量发展，现就2019年暑运期间（2019年7月1日至10月10日）航班时刻配置事宜通知如下：

	排名	2018年旅客吞吐量 (万人次)	同比增速 (%)	局方控制时刻量 (每小时)	夜航加班上限 (每日)	份额第一 (按航班量)	份额第二 (按航班量)
上海浦东	2	7405	5.8	76	30.4	东航	南航
广州白云	3	6979	6.1	70	28	南航	东航
成都双流	4	5288	6.2	52	20.8	国航	川航
深圳宝安	5	4935	8.2	52	20.8	深航(国航)	南航
昆明长水	6	4709	5.3	56	22.4	东航	祥鹏(海航)
西安咸阳	7	4465	6.7	53	21.2	东航	海航
重庆江北	9	4160	7.4	47	18.8	南航	国航
杭州萧山	10	3824	7.5	44	17.6	南航	国航
乌鲁木齐	19	2303	7.1	30	12	南航	海航
三亚凤凰	22	2004	3.3	20	8	海航	南航

航空：民航基金减半征收，行业盈利改善明显

- ▶ 4月3日，在国务院召开的常务会议上做出决定，从2019年7月1日起，将民航发展基金征收标准降低一半。根据《民航发展基金征收使用管理暂行办法》，现行的民航发展基金标准是自2012年4月1日开始施行的，按照航空公司飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准制定了不同的标准。
- ▶ 2018年国航、南航、东航、春秋和吉祥共计缴纳民航发展基金超过80亿元，根据测算，以2018年为基础，2019年五家公司共计至少可增加20亿元税前利润，业绩提升明显。

◎ 航空公司民航发展基金缴纳情况（亿元）

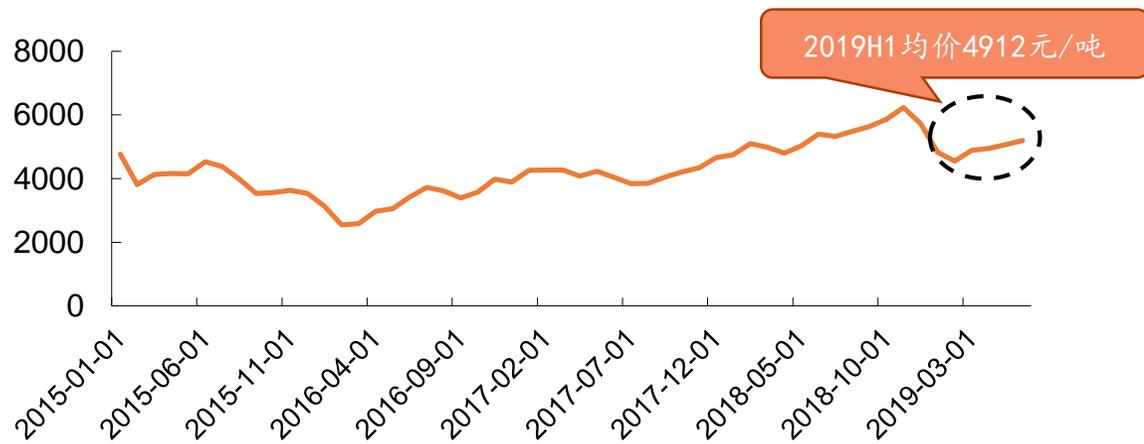
	2018年		2019年预计提高 税前利润
	民航发展基金	归母净利润	
国航	23	73.36	5.75
南航	29.4	29.83	7.35
东航	22.4	27.09	5.60
春秋	3.3	15.03	0.83
吉祥	3.4	12.33	0.85

资料来源：政府公告，公司公告，平安证券研究所

航空：航油价格低于2018年平均水平，但汇兑损失风险仍然存在

- **航企燃油成本改善可期**：2019年上半年，国内航空煤油平均出厂价格为4912元，较2018年全年下降8%；根据国内航油定价机制，暑运期间的国内航油价格有望进一步下降，航空公司燃油成本将明显降低，业绩表现可期。
- **汇率仍然处于高位，关注汇兑损失**：受中美贸易战影响，近期人民币汇率持续处于高位，明显高于2018年同期水平，因此需要警惕航空公司汇兑损失。

国内航空煤油出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

三大航汇率敏感性（美元兑人民币）

	敏感度	对2018年净利润影响（亿元）	2018年底美元债务（亿元）	美债占比（%）
国航	1%	2.28	288	30.10
南航	1%	1.95	337	26.60
东航	1%	1.78	285	21.51

上市航企航油成本敏感性

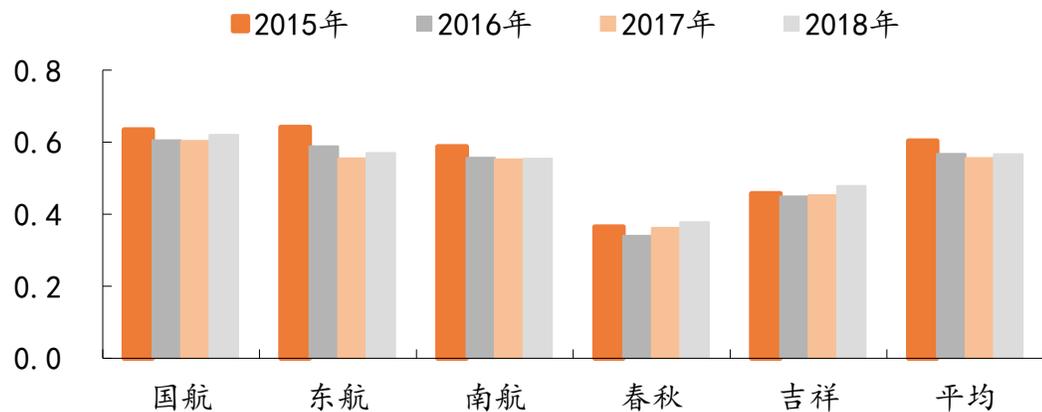
	敏感度	预计对2019年利润影响（亿元）	2018年航油成本（亿元）	运力增长假设（%）
国航	5%	20.5	384.8	6.5
南航	5%	23.4	429.2	9.0
东航	5%	18.5	336.8	9.7
春秋	5%	2.3	40.1	16.0
吉祥	5%	2.3	39.5	16.0

航空：收入水平回升，利好全年行业整体业绩

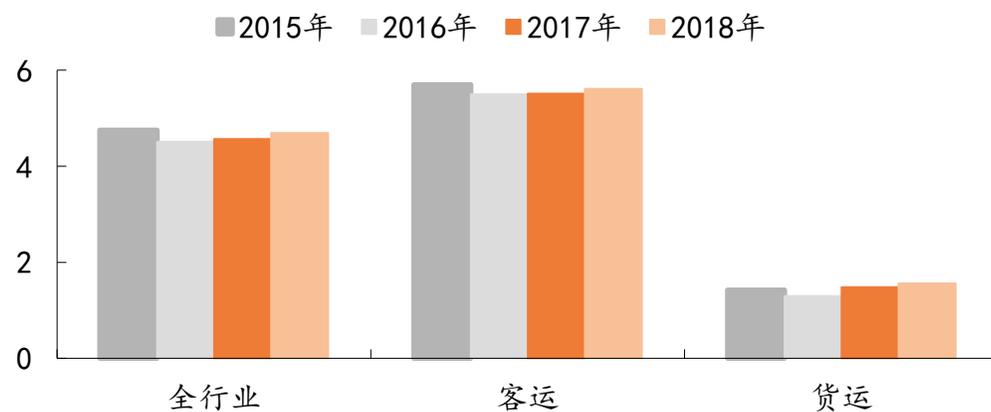
➤ 票价水平提升促使行业单位收入水平进入上涨通道

- **市场化定价机制为票价提升提供政策保障：**自2013年《国务院关于促进民航业发展的若干意见》出台，航空票价市场化定价政策逐步放开，已有累计超过1000条航线纳入调价范围，其中包括许多一二线城市之间的热门航线，航空公司票价成长空间明显打开。
- **供需矛盾带来票价提升基础：**严控总量政策和繁忙机场饱和两个因素叠加导致最近3年热门航线航班量增长缓慢，在需求持续增长情况下，航线票价水平提升，行业单位收入水平连续两年实现上涨，预计2019年同比上涨1%至2%。

主要航企客公里营收（元/客公里）



行业单位收入（元/吨公里）



资料来源：公司公告，政府公告，平安证券研究所

重点推荐：春秋航空、东方航空

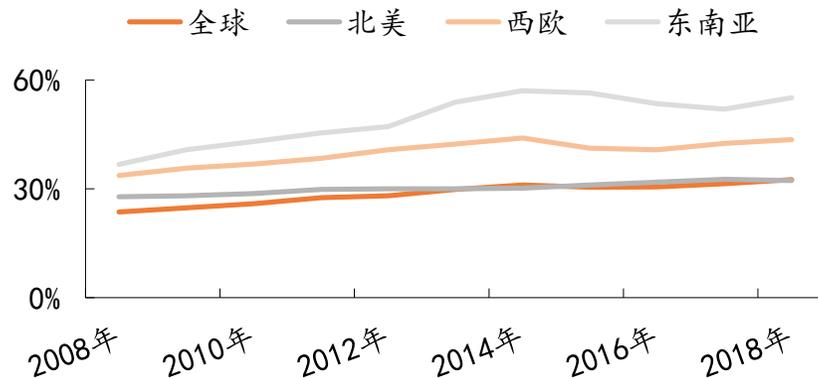
➤ 春秋航空：国内低成本航空龙头

- **目标客群增长可期：**客群定位自费出行旅客的低成本航空模式在当下的成长能力已经在全中国多个地区得到验证，目前我国低成本航空市场份额不足10%，远低于全球平均的30%，成长空间巨大。
- **成本控制行业领先：**公司营业成本控制出色，2018年座公里营业成本仅0.3元，显著低于行业平均，此外管理费用和销售费用也明显低于可比国内上市公司。

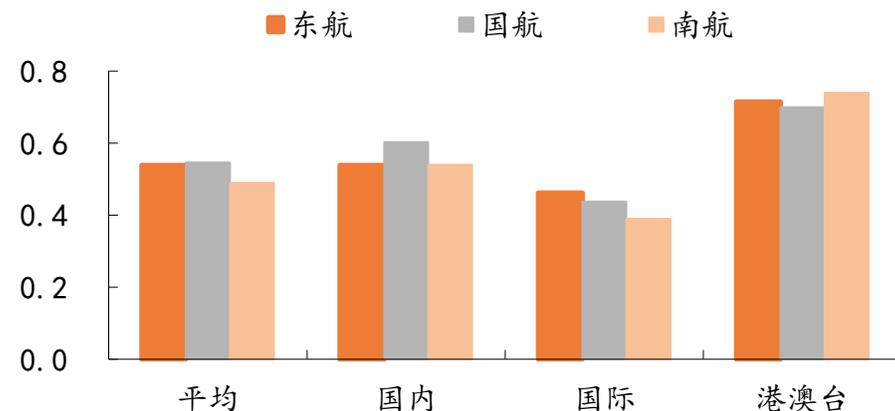
➤ 东方航空：华东地区航空龙头，坐拥第一国际空港

- **行业地位稳固：**2018年公司旅客运输量1.2亿人次，在我国航空运输市场的市场占有率为19.8%，仅次于南航，连续多年稳居行业第二名，行业地位比较稳定。
- **国际航线收益领先：**公司国际化发展出色，在中日航线市场份额占比第一，在中韩航线市场份额占比国内航空公司第一，国际航线收益行业领先。

低成本航空市场份额



三大航客公里收益情况 (元)



资料来源：公司公告，CAPA，平安证券研究所

目录 CONTENTS

- 行情回顾：板块整体上升，机场板块领跑
- 航空：供需仍然紧张，航空公司单位收入处于上升通道
- 机场：营收增长稳健，关注非航收入带来业绩提升
- 投资建议和风险提示

机场：客运吞吐量增速回升，夜航试点带来新增长

● A股上市机场月航班量同比情况

➤ **长期供给管控导致航班量和旅客吞吐量增速放缓明显：**

自2018年起，A股上市的4家机场（上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港）航班量增速明显下降，其主要原因是民航局严控增量以及机场自身时刻资源饱和所致，受此影响机场旅客吞吐量增速同步放缓。

➤ **市场需求仍然增长，夜航试点前景可期：**

2018年下半年至2019年上半年，旅客量增速明显高于航班量增速，表明虽然市场需求尚未得到充分满足。上海浦东、广州白云和深圳宝安三个机场纳入暑运夜航加班试点，为客流增长打开一定空间。



● A股上市机场月旅客吞吐量同比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

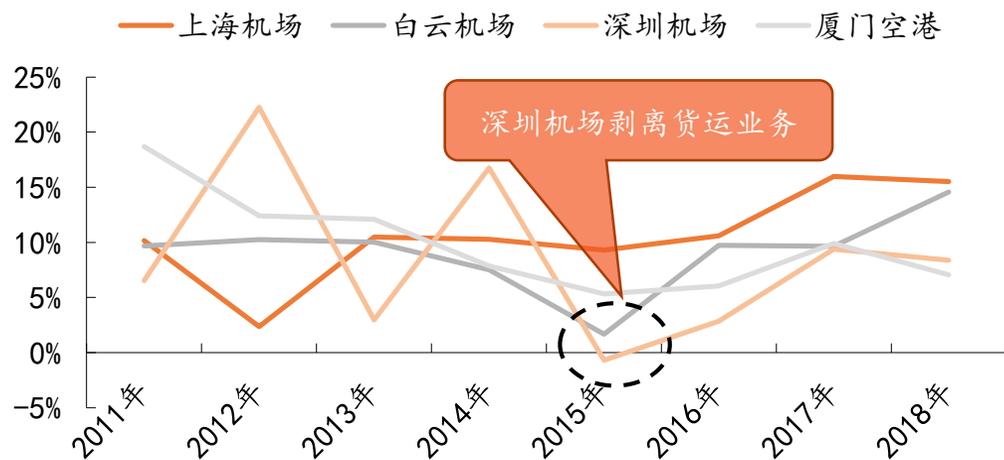
机场：营收成长稳健，净利润受固定资产投产时期影响较大

- ▶ 航空业务是机场主要营收贡献来源之一，与机场航班架次和吞吐量直接相关，在主要上市机场航班量与吞吐量持续上涨背景下，预计全年板块航空业务收入同比增长6%至7%，支撑板块营收稳健增长。
- ▶ **重大项目启用影响短期业绩表现：**重大项目启用伊始折旧和运营成本就已经产生，但为营收贡献主力的航班量和吞吐量需要2至3年的成长周期，因此会导致前期成本增速高于收入增速，影响机场短期业绩。

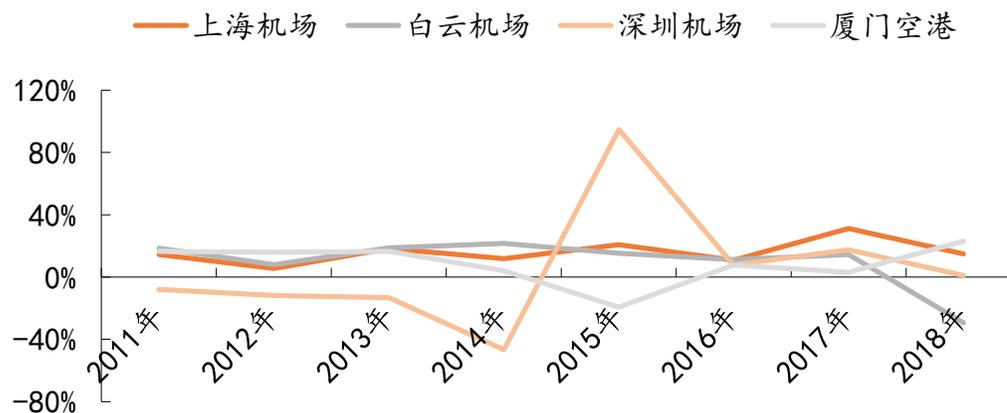
主要机场重大项目启用时间

	重大项目启用
白云机场	2015年2月第三跑道启用 2018年5月T2航站楼启用
深圳机场	2011年7月第二跑道启用 2013年11月T3航站楼启用
厦门空港	2014年12月T4航站楼启用
上海机场	2015年3月第四跑道启用 *2019年9月卫星厅预计启用

主要机场营业收入同比增速 (%)



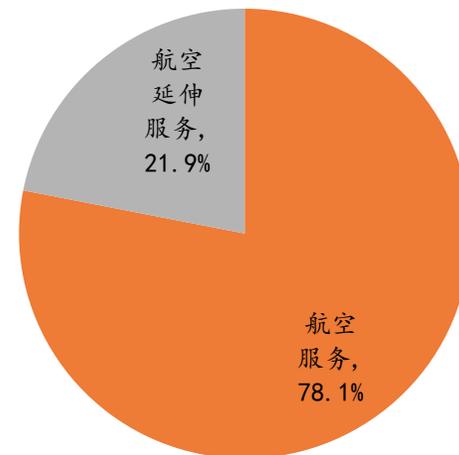
主要机场归母净利润同比增速 (%)



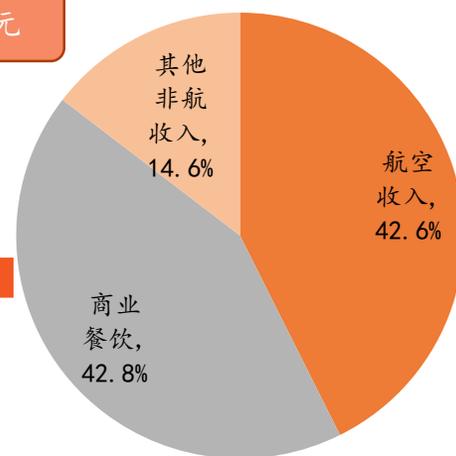
机场：关注非航业务，上海机场一枝独秀

- **非航收入是机场获取超额业绩的关键：**由于机场具有一定公共事业属性，航空业务收入项目基本采取行政定价模式，对快速提升业绩作用有限，因此市场定价为主的非航收入项目是机场利润快速增长的关键，目前上海机场在此领域一枝独秀，是大陆地区唯一非航业务营收占比超过50%的机场。
- **免税业务前景乐观，建议关注上海机场：**2018年上海机场与日上免税行签订免税项目合同，自2019年起至2025年，上海机场可获得至少410亿元免税收入，对未来业绩产生积极影响，建议关注上海机场。

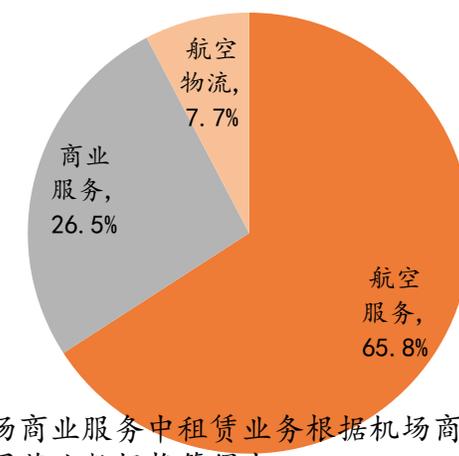
白云机场营收结构



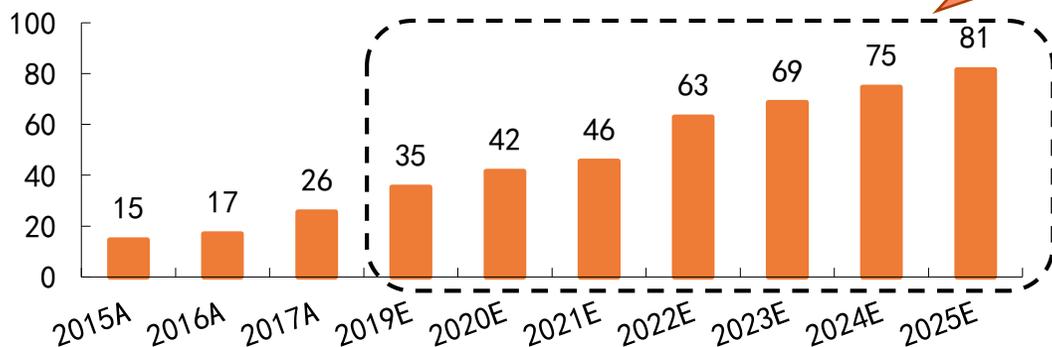
上海机场营收结构



深圳机场营收结构



上海机场免税相关收入 (亿元)



免税提成保底410亿元

注：深圳机场商业服务中租赁业务根据机场商业开发分公司营业数据推算得出。

目录 CONTENTS

- 行情回顾：板块整体上升，机场板块领跑
- 航空：供需仍然紧张，航空公司单位收入处于上升通道
- 机场：营收增长稳健，关注非航收入带来业绩提升
- 投资建议和风险提示

投资建议

- **行业评级：**国内航空市场的需求整体上仍然呈现上升趋势，预计下半年市场需求增速有望回升至10%以上，暑运夜航试点给航空公司和机场均带来额外增量空间，预计全年业绩表现良好，因此我们维持行业“强大于市”评级。
- **航空板块：**当前油价水平较2018年全年下降8%，预计航空运输板块2019年的业绩水平将出现明显改善，推荐有望明显受益燃油成本降低和市场占有率较高的东方航空、中国国航、南方航空，以及成本控制比较出色的春秋航空。
- **机场板块：**营收增长普遍稳健，非航收入成为关注热点，建议关注非航收入占比较高且成长前景乐观的上海机场。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS				P/E				评级
		2019/6/27	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
春秋航空	601021	45.00	1.64	1.89	2.37	2.89	27.4	23.8	19.0	15.6	推荐
东方航空	600115	6.29	0.19	0.54	0.65	0.79	33.1	11.6	9.7	8.0	推荐
中国国航	601111	9.52	0.51	0.70	0.81	0.96	18.7	13.6	11.8	9.9	推荐
南方航空	600029	7.74	0.24	0.72	0.75	0.92	32.3	10.8	10.3	8.4	推荐
上海机场	600009	81.27	2.20	2.73	2.96	3.49	36.9	29.8	27.5	23.3	未评级

注：未评级公司采用wind一致性预期。单位：元

风险提示

- **政策风险。**中国航空发展总体上还处于政府强管控时期，行业主管部门能够通过分公司设立，飞机采购，航权、航线、机场时刻获取等方面进行管理达到控制行业发展规模和发展方向的目的。因此政策调整的不确定性将带来政策风险。
- **宏观经济风险。**航空的发展主要是依托整体经济环境，航空繁荣需要经济繁荣来支撑，因此当前宏观经济环境可能导致航空需求增长出现变化，影响公司盈利水平。
- **油价、汇率等风险。**航空公司营业成本中燃油成本占比最高，此外飞机和航材的租赁及采购通常采用美元计价，因此油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。
- **安全风险。**安全是航空公司最重要的指标，而且对航空公司的考核具有一票否决权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面，并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关，影响航空公司发展规模。另外，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故，因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。
- **突发事件风险。**国际航线旅客需求容易受到地区局势和双边外交关系等因素的影响，若此类事件发生，或将导致受影响航线出现大幅度亏损，影响公司盈利状况。

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。