

喜忧参半，上市航司 19 年上半年业绩分析

——交通运输行业周报 20190901

行业周报

◆核心观点

19 年上半年航司收入增速下降。三大航、春秋航空 RPK 增速均低于去年同期，仅吉祥航空 RPK 增速高于去年同期，其中国航 RPK 增速最低 (6.6%)，吉祥航空 RPK 增速最高 (15.52%)。拆分 ASK 增速和客座率看，三大航中仅东航 ASK 增速高于去年同期，除了 737MAX 停飞影响外，国航、南航上半年退出飞机较多是重要原因。

运价方面，三大航客公里收益都出现同比下降，受此影响，三大航客运收入增速都出现同比下滑。整体来看，全球经济增长动力明显减弱、贸易摩擦明显加剧等因素是上半年收入增速回落的主要原因。

油汇边际利好，成本边际改善。虽然三大航经营租赁进表导致汇兑弹性增加，但受益于人民币中间价 19 年上半年贬值幅度 (约 0.39%) 低于 18 年同期贬值幅度 (约 1.67%)，三大航汇兑损失金额均较去年同期下降。在负债结构上，东航 19 年上半年美元负债占比仅为 28.67%，大幅低于国航 (44.19%)、南航 (42.66%)，所以东航净利润对于人民币兑美元汇率的波动敏感度较国航、南航更低。

油价方面，上半年布油均价为 66.17 美元/桶，同比下跌 7.01%，而 18 年上半年布油均价较 17 年同期同比上涨 35.08%。受益于油价下跌，三大航 19 年上半年航油成本增速较 18 年同期增速大幅下跌。

◆投资建议

19 年上半年航司经营虽然承压，但需求端依然展现出足够的韧性。我们认为航司运营数据未来有望保持平稳增长，维持行业“增持”评级，推荐收入成本弹性较大的中国国航、东方航空、南方航空。

◆数据回顾

2019 年第三十五周，交通运输行业指数上涨 3.90%。沪深 300 指数上涨 2.97%，跑输交通运输行业指数低 0.93 个百分点。分子行业看，全部子行业都实现上涨；航运、物流、港口行业涨幅居前，涨幅分别为 7.13%、5.38%、5.23%。

航运周度数据梳理：(1)波罗的海干散货指数报收于 2378，周涨幅 9.69%；(2)波罗的海原油油轮运价指数报收于 656，周跌幅 0.91%；(3)中国沿海干散货运价指数报收于 1071.59，周涨幅 0.16%；(4)中国沿海集装箱运价指数报收于 833.29，周跌幅 0.03%。(数据截止 2019/08/30)

◆风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降；中美贸易摩擦持续发酵，人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601111	中国国航	7.89	0.51	0.58	0.70	15	14	11	增持
600029	南方航空	6.57	0.24	0.45	0.57	27	15	12	增持
600115	东方航空	5.07	0.19	0.32	0.42	25	16	12	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 30 日

增持 (维持)

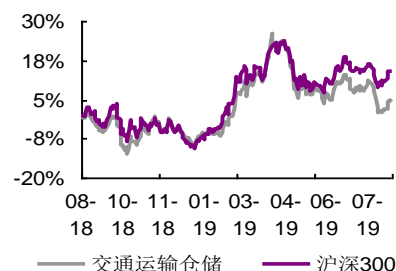
分析师

程新星 (执业证书编号：S0930518120002)

021-52523841

chengxx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

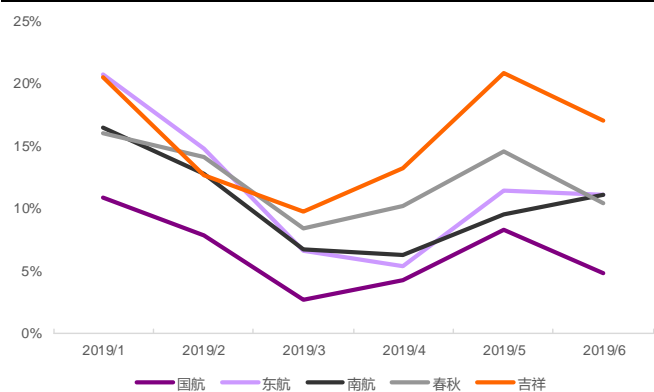
- 737MAX 停飞影响有限，ASK 增速提升——东方航空 (600115.SH) 2019 中报点评2019-09-01
- 洲际航线起航，积极争取海外航权——吉祥航空 (603885.SH) 2019 中报点评2019-08-31
- 客公里收益提升展现公司竞争优势——春秋航空 (601021.SH) 2019 半年报点评2019-08-29
- 首都机场跑道维修拖累公司供给增长——中国国航 (601111.SH) 2019 中报点评2019-08-29
- 油汇边际利好，成本边际改善——南方航空 (600029.SH) 2019 年中报点评2019-08-28
- 香港机场危机暂时平息，广深机场短期影响有限——交通运输行业周报 201908182019-08-19
- 7 月航空市场增速回升明显，暑运出行需求稳定——航空运输业 2019 年 7 月经营数据点评2019-08-18
- 航空板块谨慎乐观，大宗供应链板块明显低估——交通运输行业 2019 年下半年策略报告2019-06-05

1、周报观点及新闻回顾

1.1、19 年上半年航司收入增速下降

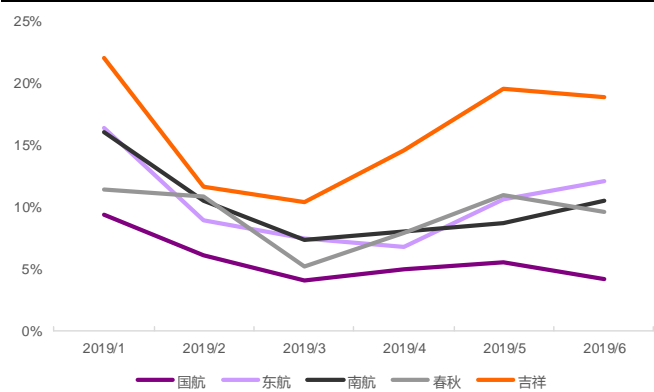
从上市航司公布的数据来看，三大航、春秋航空 RPK 增速均低于去年同期，仅吉祥航空 RPK 增速高于去年同期，其中国航 RPK 增速最低(6.6%)，吉祥航空 RPK 增速最高(15.52%)。

图 1：上市航司单月 RPK 增速比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 2：上市航司单月 ASK 增速比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

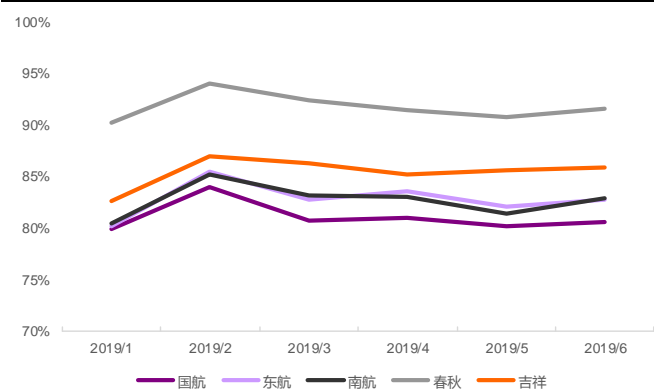
拆分 ASK 增速和客座率看，三大航中仅东航 ASK 增速高于去年同期，除了 737MAX 停飞影响外，国航、南航上半年退出飞机较多是重要原因。在 ASK 投放结构上，国航、南航更加偏重于海外航线，东航更偏重国内航线。在 ASK 增速较低的情况下，三大航客座率同比均实现上涨，结构上都出现海外航线客座率提升，国内航线客座率下降的情况。

表 1：三大航 2019 年上半年机队比较

	2019 年 6 月底机队规模	2019 上半年引进飞机	2019 上半年退出飞机	2019 上半年净增飞机	737MAX 机队数量	737MAX 机队数量占比(客机)
中国国航	676	19	12	7	22	3.25%
东方航空	719	25	1	24	14	1.99%
南方航空	849	28	19	9	34	4.07%

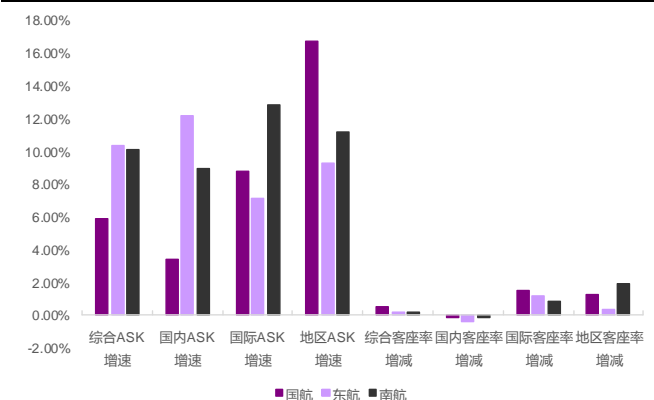
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 3：上市航司单月客座率比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

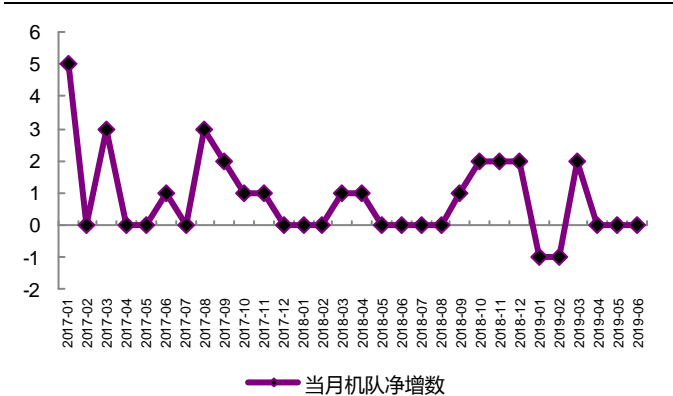
图 4：三大航 ASK 增速、客座率分部比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

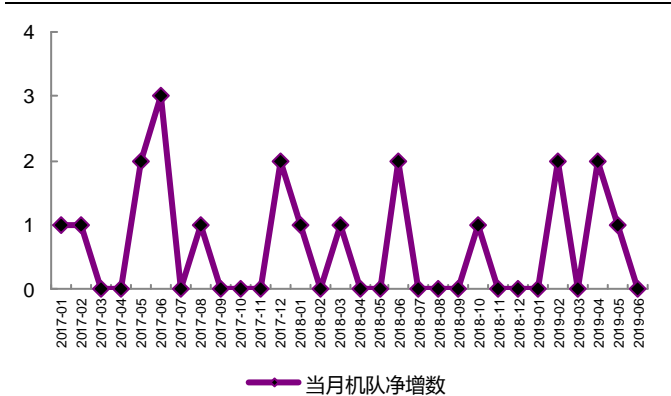
春秋航空、吉祥航空由于各自机队扩张节奏不同，运营数据出现分化。吉祥航空在引进 787 飞机后，ASK 继续保持高增长。春秋航空由于机队扩张受限，ASK 增速低于去年同期，不过客座率提升显著，上半年公司综合客座率为 91.70%，大幅领先其他航司，而且公司国内、地区、国际航线客座率均实现同比增长。

图 5：吉祥航空单月机队变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

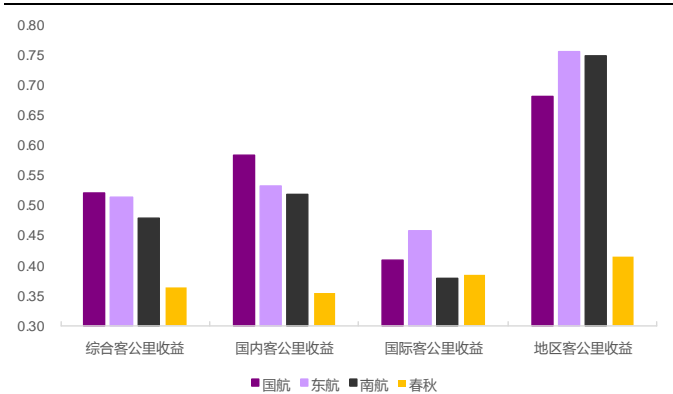
图 6：春秋航空单月机队变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

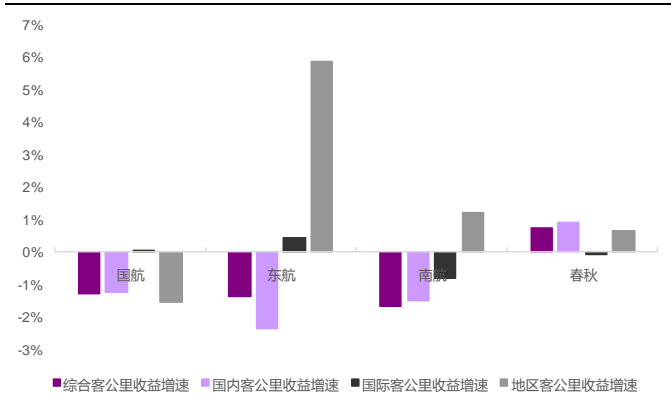
运价方面，三大航客公里收益都出现同比下降，受此影响，三大航客运收入增速都出现同比下滑。整体来看，全球经济增长动力明显减弱、贸易摩擦明显加剧等因素是上半年收入增速回落的主要原因。春秋航空、吉祥航空客公里收益同比实现上涨，春秋航空客公里收益上涨的原因是低成本航空模式的市场竞争力，而吉祥航空可能是受益于公司与东方航空官网直连及国内航线全线代码共享合作。

图 7：主要航司客公里收益比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 8：主要航司客公里收益增速比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

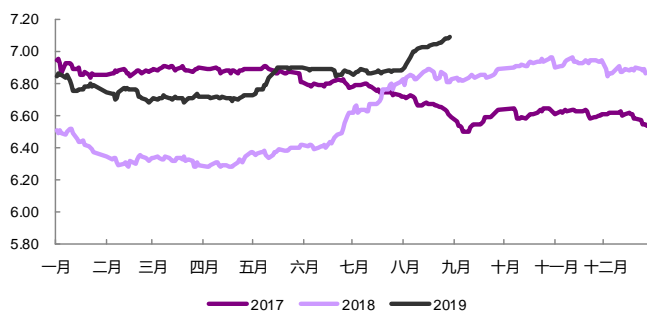
1.2、油汇边际利好，成本边际改善

虽然三大航经营租赁进表导致汇兑弹性增加，但受益于人民币中间价 19 年上半年贬值幅度（约 0.39%）低于 18 年同期贬值幅度（约 1.67%），三大航汇兑损失金额均较去年同期下降。在负债结构上，东航 19 年上半年美

元负债占比仅为 28.67%，大幅低于国航（44.19%）、南航（42.66%），所以东航净利润对于人民币兑美元汇率的波动敏感度较国航、南航更低。

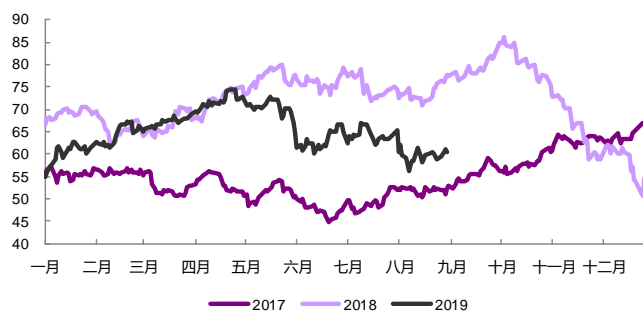
油价方面，上半年布油均价为 66.17 美元/桶，同比下跌 7.01%，而 18 年上半年布油均价较 17 年同期同比上涨 35.08%。受益于油价下跌，三大航 19 年上半年航油成本增速较 18 年同期增速大幅下跌。

图 9：2019 上半年人民币中间价贬值幅度较低（单位：人民币/美元）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 10：2019 上半年布油均价同比下跌（单位：美元/桶）



资料来源：wind，光大证券研究所

1.3、重点行业新闻回顾

737MAX 可能在第四季度初期恢复运营

波音民用飞机集团产品研发与未来飞机研发副总裁迈克·辛尼特表示，波音目前最乐观的预期是，737MAX 在 2019 年第四季度初期恢复运营，但是实际恢复运营的时间可能与此有异。目前使用新软件进行了超过 530 架次、1000 多小时的试飞，在全球召开十几次客户会议，以及与客户进行 200 多次模拟机练习，以确保他们对解决方案有信心。

（新闻来源：路透社）

民航局发布《关于 2019 年 7 月份航班正常考核指标和相关调控措施的通报》

8 月 30 日，民航局发布《关于 2019 年 7 月份航班正常考核指标和相关调控措施的通报》。暂停受理部分国内客运航空公司在时刻主、辅协调机场新增预先飞行计划申请。自通报下发之日起至 11 月 30 日，停止受理美国阿特拉斯航空、阿尔及利亚航空、澳大利亚捷星航空的客运加班、包机和新增航线航班申请。巴基斯坦航空、阿富汗航空因 6 月数据不达标，自通报下发之日起至 10 月 31 日，停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请。澳大利亚澳洲航空、土库曼斯坦土库曼航空因 5 月数据不达标，自通报下发之日起至 9 月 30 日，停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请。给予中联航、大新华航空、龙江航空、河北航空、波兰航空、美国阿特拉斯航空通报批评。国际航空因 5-7 月连续 3 个月、塔吉克斯坦索蒙航空因 3-7 月连续 5 个月到港航班正常率数据不达标，自通报下发之日起至 11 月 30 日，

停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请。深圳航空、伊拉克航空因4-6月连续3个月到港航班正常率数据不达标，自通报下发之日起至10月31日，停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请。

给予首都机场、厦门机场通报批评。天津机场因5-6月连续2个月放行正常率数据不达标，自通报下发之日起至10月31日，停止受理其客运加班、包机和新增航线航班申请。同时，因其5-7月连续3个月放行正常率数据不达标，请华北管理局于9月底前提出该机场高峰容量或总量调减方案，并向民航局专文呈报。自9月1日起，恢复受理毛里求斯航空的客运加班、包机和新增航线航班申请。

(新闻来源：民航总局)

民航局正在修订《中国民用航空旅客、行李国内运输规则》，拟删除关于空中餐食的相关条款

民航局正在修订《中国民用航空旅客、行李国内运输规则》，拟删除关于空中餐食的相关条款。航空公司可根据市场需求自行决定是否在航班上提供餐食服务。早在2012年，民航局就曾发布《关于加强客舱安全管理工作的意见》，要求在飞机起飞后20分钟和落地前30分钟客舱乘务员不得从事与客舱安全无关的工作，只能履行安全职责。换句话说，也就是在这个时间段内乘务员是不能提供餐食的。

近期因下降颠伤事件增多，民航局就加大监督检查力度，在这样的背景下，多家航空公司对餐食进行调整。此外国航近期调整部分航线客舱服务，取消金卡会员一对一问候。

(新闻来源：民航资源网)

巴基斯坦考虑向印度关闭领空

据路透社报道，巴基斯坦科技部部长Fawad Chaudhry表示，总理Imran Khan正在考虑向印度关闭领空。领空关闭意味着航空公司需绕道飞行，将额外增加航司成本。

(新闻来源：路透社)

日本廉价航空公司乐桃航空将暂时停飞往来日韩的3条航线

受日韩关系恶化、韩国访日游客减少影响，日本廉价航空公司乐桃航空将暂时停飞往来日韩的3条航线。据报道，这是第一家日系航空决定停飞韩国航线。

(新闻来源：民航资源网)

惠州机场新建T2航站楼启用

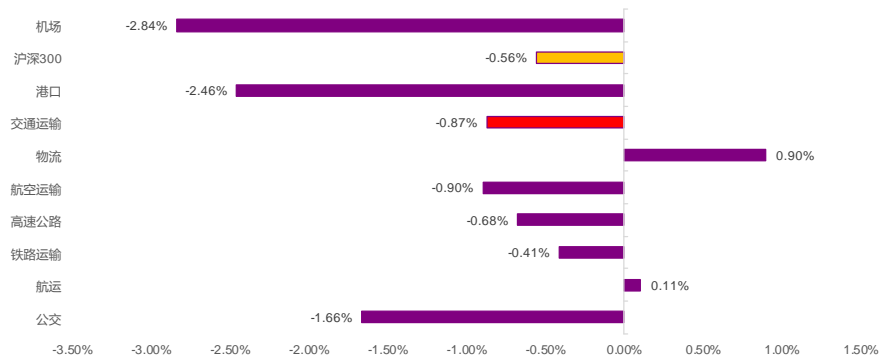
8月28日，惠州机场新建的T2航站楼启用。T2航站楼是惠州机场扩容扩建项目航站楼及配套工程的一个重要项目。惠州机场是广东“5+4”骨干机场布局中5个机场之一（广州白云机场、深圳宝安机场、珠三角枢纽（广州新）机场、珠海金湾机场、惠州平潭机场）。

(新闻来源：新浪网)

2、行情回顾

2019年第三十五周，交通运输行业指数下跌0.87%。沪深300指数下跌0.56%，跑赢交通运输行业指数低0.32个百分点。分子行业看，仅物流行业都实现上涨；机场、港口、公交行业跌幅居前，跌幅分别为2.84%、2.46%、1.66%。

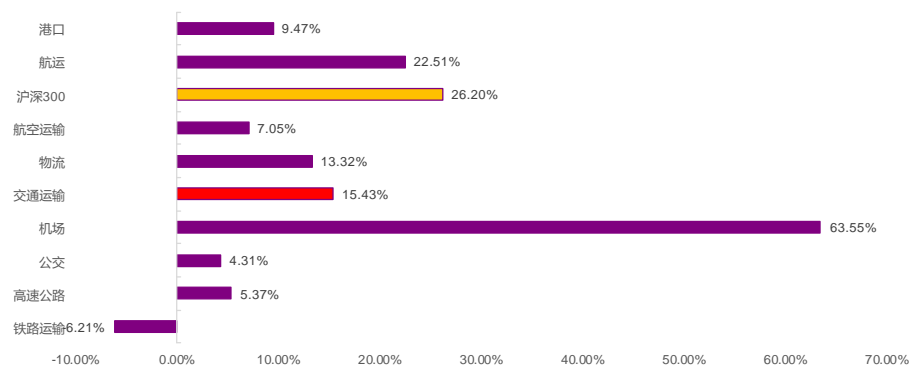
图 11：交运子行业周度涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019年前三十五周，交运板块上涨15.43%，涨幅低于沪深300指数10.87个百分点。除铁路运输外，其他子板块均继续保持正收益，其中机场、航运和物流三大板块表现最为优秀，年初至今分别上涨63.55%、22.51%和13.32%。

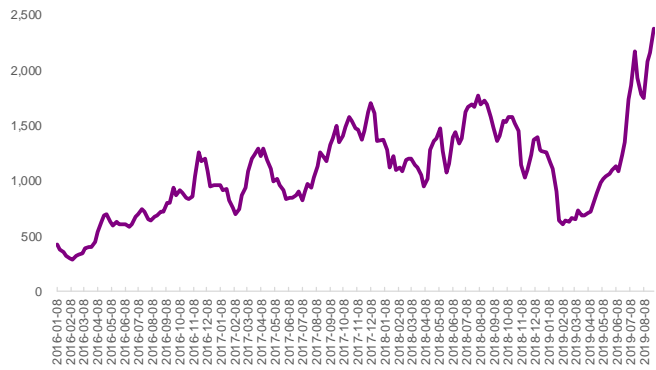
图 12：交运子行业 2019 年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、航运周度数据跟踪

图 13: 波罗的海干散货指数报收于 2378, 周涨幅 9.69% (数据截止 2019/8/30)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 波罗的海原油油轮运价指数报收于 656, 周跌幅 0.91% (数据截止 2019/8/30)



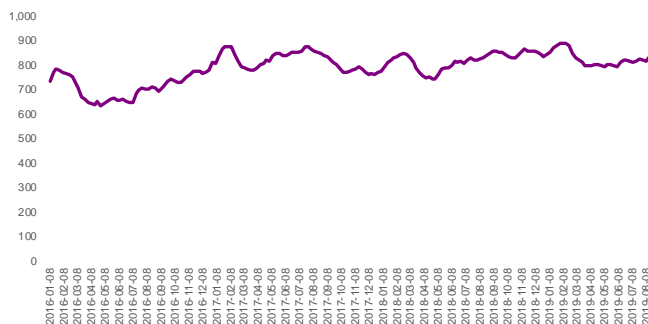
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 中国沿海干散货运价指数报收于 1071.59, 周涨幅 0.16% (数据截止 2019/8/30)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 中国沿海集装箱运价指数报收于 833.29, 周跌幅 0.03% (数据截止 2019/8/30)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

4、投资建议

19 年上半年航司经营虽然承压, 但需求端依然展现出足够的韧性。我们认为航司运营数据未来有望保持平稳增长, 维持行业“增持”评级, 推荐收入成本弹性较大的中国国航、东方航空、南方航空。

5、风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降; 中美贸易摩擦持续发酵, 人民币汇率出现巨幅波动; 原油价格大幅上涨。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼