

## 航空行业 2019 年中报总结

## 民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖

推荐（维持）

- **航空行业 2019 年中报回顾：收入增长 6.4%、利润下滑 11%。** 1) 收入端：6 家上市公司合计收入 2472.8 亿元，同比增长 6.4%，客运收入同比增 7.8%。2) 利润端：**整体下降 11%，春秋实现唯一正增长。** 上市公司实现净利 87.1 亿元，同比下降 11%。其中春秋 8.5 亿，同比增长 17.5%，吉祥下滑 6.4%；三大航净利 68 亿，同比下滑 14%。3) **客座率表现：整体提升，春秋领先。** 合计 ASK 增速 9.6%，RPK 增速 9.7%，客座率 82.8%，同比提升 0.1 个百分点，三大航客座率 82.1%，同比提升 0.3 个百分点，春秋客座率 91.7%，同比提升 2.4 个百分点，吉祥客座率 85.4%，同比下降 0.4 个百分点。4) **客公里收益整体下降，唯春秋客座率与票价双升。综合看座收：三大航下降 1.1%，春秋增长 3.4%，吉祥提升 1.7%，海航下降 6.3%（旗下多个子公司转型低成本）。**
- **成本：租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显。** 1) 上市公司成本同比增长 6.6%，其中三大航增长 7.1%，春秋增长 11.3%，吉祥增长 19.9%。单位座公里成本 0.314 元，同比下降 2.1%。**航油成本：**上半年油价同比下降 2%，还原国货航后燃油成本同比增 8.1%，三大航增 7.4%，**扣油成本：**三大航同比下降 1.3%，春秋同比增长 2.7%，吉祥因运营 787 同比增长 4.4%。**起降费**是上半年增长较快的项目，单位起降费南航、国航、东航、春秋分别增长 2.6%、3.2%、0.1%及 13%。2) **租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显：**折旧+租赁+维修+租赁负债利息支出，四项单位成本费用南航同比增长 7.8%，国航增长 5.1%。观察上市公司扣汇财务费用率 4.6%，同比提升 1.2 个百分点。
- **半年报公司亮点：1) 春秋：低成本模式+优秀管控+竞争环境优秀=逆市双升。** 利润唯一增长，座公里同比 3.4%，公司显著优于行业的座收水平提升反映低成本航空市场的需求稳定性、竞争环境的优化以及公司运营能力的出众。2) **吉祥：787 利用率提升体现公司运营效率出色，单位成本拖累减弱，料业绩拐点将至。** 上半年 787 利用率达 11.4 小时，18Q4 为 8.7 小时，单位扣油成本 Q2 增长仅 1.6%，相较于 18 年 6.9%，19Q1 测算 7.2% 的单位涨幅明显收窄。
- **投资建议：民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖。1) 成本项仍是下半年关注点。** 预计下半年油价同比降幅在 12-15%，民航发展基金减半执行，两项可减少三大航各自约 25-30 亿成本，暂停起降相关费用的上浮也实质性利好各公司。2) **预计四季度行业旅客增速将出现回暖，18 年 11-12 月行业增速仅 7.5%。** 3) **民营航空买成长与管理，三大航底部待回暖。** 我们认为投资民营航空：**a) 看好行业发展潜力，b) 看好公司运营品质。** 15-18 年加权机队、客运量、收入复合增速，春秋与吉祥均超三大航，利润角度吉祥较 15 年增长 18%，春秋增长 13%，三大航中仅国航增长（受油汇大幅波动影响）。**c) 春秋航空：**低成本优势构筑护城河，而竞争环境较此前优化，预计公司将逐步证明自身业绩更能摆脱周期性扰动，维持目标价区间 50-52 元。**d) 吉祥航空：**看好公司业绩拐点将至。中报已体现随着利用率提升，787 成本的拖累出现收窄，随时间将进一步优化，料业绩拐点将至，维持目标价区间 16.4-18.4 元。**对于三大航：PB 水平 1.2-1.3 倍左右，处于历史底部区域，逐步具备配置价值。**
- **风险提示：**油价大幅上涨，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级（不考虑拟增发摊薄）

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
吉祥航空	12.32	0.84	0.96	1.15	14.67	12.83	10.71	2.35	强推
春秋航空	44.78	2.16	2.61	3.03	20.73	17.16	14.78	3.08	强推
东方航空	5.07	0.36	0.52	0.64	14.08	9.75	7.92	1.32	强推
中国国航	7.89	0.58	0.78	0.97	13.6	10.12	8.13	1.23	强推
南方航空	6.57	0.47	0.74	0.98	13.98	8.88	6.7	1.24	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 08 月 30 日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	8	0.22
总市值(亿元)	3,741.96	0.62
流通市值(亿元)	2,713.45	0.62

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		-7.04	-11.29	13.21
相对表现		-6.1	-14.84	-0.74



## 相关研究报告

《航空暑运旺季展望：油汇相对“蜜月期”，供需进入验证期，航空股有望展现旺季业绩弹性》

2019-06-30

《航空行业 6 月数据点评：南航策略调整已体现在客座率连续提升，近期尤其关注吉祥 787 运营效率》

2019-07-15

《航空行业 7 月数据点评：3 月以来行业旅客量增速重回两位数》

2019-08-16

# 目 录

一、航空行业 2019 年中报回顾：收入增长 6.4%，利润下滑 11% .....	4
（一）客座率持平略升，票价同比下降致上半年整体利润下滑 11% .....	4
（二）成本：租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显 .....	7
（三）春秋：低成本模式+优秀管控+竞争环境优秀=逆市双升 .....	11
（四）吉祥：787 利用率提升体现公司运营效率出色，单位成本拖累减弱，料业绩拐点将至 .....	12
二、投资建议：民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖.....	12
（一）成本项仍是下半年关注点 .....	12
（二）预计四季度行业旅客增速将出现回暖 .....	13
（三）民营航空买成长与管理，三大航底部待回暖 .....	14
三、风险提示.....	15

# 图表目录

图表 1	上市公司收入增速	4
图表 2	上市公司财务数据	5
图表 3	航空公司上半年利润增速	5
图表 4	航空公司 Q2 归属净利金额 (亿元)	5
图表 5	上市公司座收、客收水平同比	6
图表 6	航空公司上半年客收水平	6
图表 7	航空公司上半年座收水平	6
图表 8	航空公司单位成本比较	8
图表 9	航空公司扣油座公里成本	8
图表 10	航空公司扣油座公里成本变化	8
图表 11	航空公司单位成本细项变化 (国航还原国货航口径)	9
图表 12	南航单位成本细项变化	9
图表 13	春秋单位成本细项变化	9
图表 14	汇率敏感性	10
图表 15	航空公司中报汇总表	11
图表 16	行业旅客增速	13
图表 17	三大航实际运营机队及 ASK\RPK 增速	13
图表 18	2019 年航空公司客座率表现	14

## 一、航空行业 2019 年中报回顾：收入增长 6.4%，利润下滑 11%

### （一）客座率持平略升，票价同比下降致上半年整体利润下滑 11%

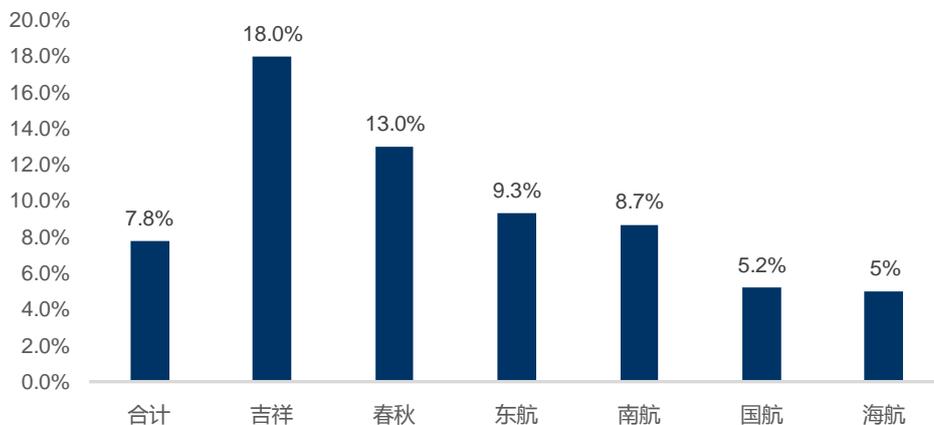
#### 收入端：吉祥、春秋实现两位数增长

2019 年上半年，6 家上市公司国航、东航、南航、海航、春秋及吉祥合计实现收入 2472.8 亿元，同比增长 6.4%（国航 18 年底转让国货航），其中客运收入 2258 亿元，同比增长 7.8%，

三大航收入增长 5.8%，其中客运增速 7.7%，春秋与吉祥分别实现客运收入增长 13%及 18%，海航增速 5%。

分季度看：三大航 Q2 增速低于 Q1，春秋与吉祥则反之。

图表 1 上市公司收入增速



资料来源：Wind，华创证券

#### 利润：整体下降 11%，春秋实现唯一正增长

上半年，上市公司实现归属净利 87.1 亿元，同比下降 11%。

其中春秋 8.5 亿，同比增长 17.5%，为唯一实现正增长的公司。

三大航合计净利 67.7 亿，同比下滑 14.1%，其中南航下滑 21%，国航下滑 9.5%，东航下滑 15%。

吉祥则下滑 6.4%，海航下滑 8.2%。

扣非角度整体下滑 13.5%，三大航下滑 15%，海航下滑 62%，吉祥下滑 13%，春秋增长 15%。

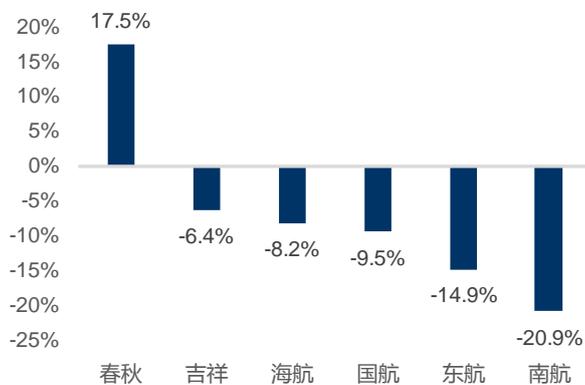
#### 分季度看扣非归属净利：

南航亏损 10.3 亿，同比扩大 4.8 亿亏损，下降 87%，国航 3.7 亿，同比下降 30%，东航亏损 3.7 亿，同比减少 6 亿元利润，春秋 2.6 亿利润，同比增长 10.8%，吉祥 1.7 亿利润，实现 4.5% 增长。

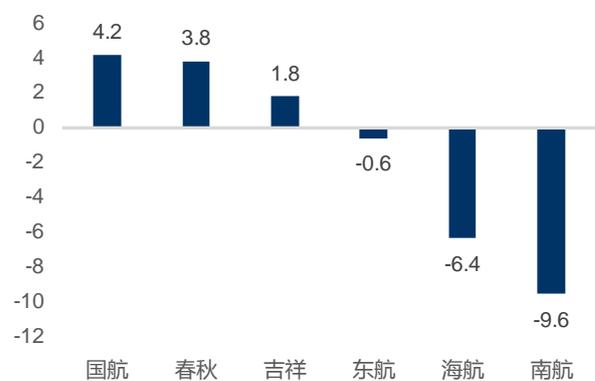
**图表 2 上市公司财务数据**

H1	合计		南航		国航		东航		春秋		吉祥		海航	
	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比	2019	同比
收入(亿元)	2,472.8	6.4%	729.4	8.0%	653.1	1.7%	587.8	8.0%	71.5	12.9%	80.6	16.3%	350.4	6.4%
客运收入	2,258.4	7.8%	656.2	8.7%	598.5	5.2%	535.1	9.3%	69.5	13.0%	80.2	18.0%	319.1	5.0%
利润总额	122.9	-11.1%	24.0	-22.6%	45.0	-10.0%	27.1	-14.5%	11.4	18.6%	7.8	-6.5%	7.6	0.3%
归属净利	87.1	-11.0%	16.9	-20.9%	31.4	-9.5%	19.4	-14.9%	8.5	17.5%	5.8	-6.4%	5.0	-8.2%
扣非归属净利	73.0	-13.5%	14.3	-21.9%	30.3	-3.5%	15.6	-26.3%	7.2	15.3%	5.0	-13.0%	0.6	-62.7%
汇兑	-6.1		-3.1		-1.2		-2.0		-0.1		0.0		0.3	
其他收益(补贴)	82.3	8.0%	18.4	0.2%	17.5	4.1%	29.8	5.7%	4.2	-12.6%	2.0	29.9%	10.4	59.5%
其他收益占利润总额比	67%		77%		39%		110%		37%		25%		137%	
扣汇利润总额	129.0	-14.3%	27.1	-23.0%	46.2	-16.3%	29.1	-21.8%	11.5	18.9%	7.8	-4.3%	7.3	42.7%

资料来源: wind, 华创证券

**图表 3 航空公司上半年利润增速**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 4 航空公司 Q2 归属净利金额 (亿元)**


资料来源: wind, 华创证券

### 客座率表现: 整体提升, 春秋领先

上半年六家公司 ASK 增速 9.6%, RPK 增速 9.7%, 整体客座率 82.8%, 同比提升 0.1 个百分点, 其中中国内地、中国港澳台地区、国际航线客座率分别为 84.2%、81.3%、80.1%, 同比分别下降 0.2、提升 1.1 及提升 0.7 个百分点,

三大航 ASK 增速 8.8%、RPK 增速 9.2%, 客座率 82.1%, 同比提升 0.3 个百分点,

春秋 ASK 增速 9.3%、RPK 增速 12.2%, 客座率 91.7%, 同比提升 2.4 个百分点, 明显领先,

吉祥 ASK 增速 16.1%, RPK 增速 15.5%, 客座率 85.4%, 同比下降 0.4 个百分点, ASK 增速较快系因公司 787 投入所致。

### 客公里收益水平: 整体下降, 唯春秋客座率与票价双升

上半年整体客公里收益 0.479 元, 同比下降 1.7%, 三大航下降 1.4%, 春秋提升 0.7%, 吉祥提升 2.2% (有 787 投放因素)

从三大航与春秋披露分航线客收水平看, 三大航中国港澳台地区以及国际航线明显优于中国内地航线, 而春秋则内地航线客收提升, 其他下降。

**综合看座收水平:**

上半年 6 家公司合计下降 1.6%，其中三大航下降 1.1%，春秋提升 3.4%，吉祥提升 1.7%，海航下降 6.3%（上半年海航旗下多个子公司转型低成本带来一定影响）

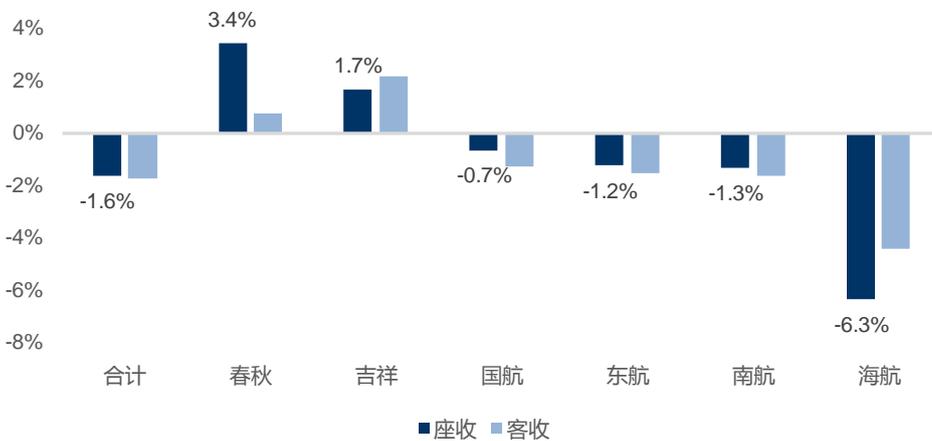
**分航线看座收水平:**

中国内地航线：三大航整体下降 2.2%，其中南航、国航、东航分别为下降 1.7%、1.4%及 3.2%，春秋为增长 2.3%

中国港澳台航线：三大航整体提升 2.4%，其中南航、国航、东航分别为增长 3.9%、持平及增长 5.3%，春秋为增长 6.5%

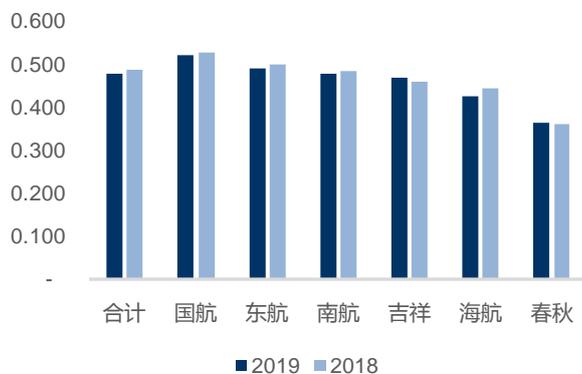
国际航线：大航整体提升 1.6%，其中南航、国航、东航分别为增长 0.2%、2%及增长 2.7%，春秋为增长 5.5%

**图表 5 上市公司座收、客收水平同比**



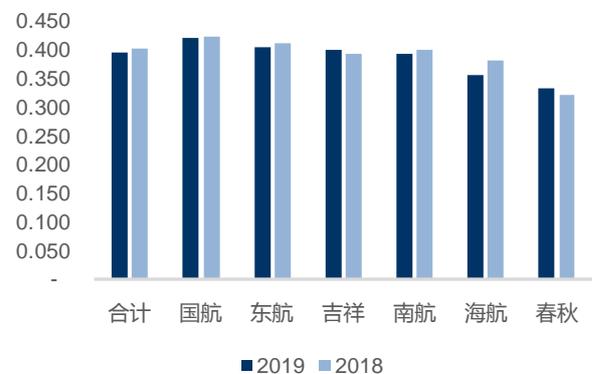
资料来源: wind, 华创证券

**图表 6 航空公司上半年客收水平**



资料来源: wind, 华创证券

**图表 7 航空公司上半年座收水平**



资料来源: wind, 华创证券

其他收益同比增长 8%，低于 ASK 增速。

上半年合计收到其他收益（补贴）82 亿元，同比增长 8%，其中三大航 66 亿元，同比增长仅 3.7%，春秋 4.2 亿元，同比下降 12.6%，吉祥 2 亿元，同比增长 30%。

三大航中：南航 18.4 亿，同比增长 0.2%，Q2 减少 21%（3.5 亿），国航 17.5 亿，同比增长 4%，Q2 减少 11%（1 亿），东航 29.8 亿，同比增长 5.7%，Q2 增长 9.7%（1.5 亿）

从其他收益占利润总额比重看，行业整体达到 67%，较去年同期提升 12 个百分点

三大航比重 68%，春秋下降了 13 个百分点至 37%，吉祥提升 7 个百分点至 25%，为上市公司中补贴收入占比最低的公司。

## （二）成本：租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显

### 成本端：

上半年 6 家公司合计成本 2163 亿，同比增长 6.6%，还原国货航影响后成本增长 7.7%，其中三大航增长 7.1%，春秋增长 11.3%，吉祥增长 19.9%。合计单位座公里成本 0.314 元，同比下降 2.1%。

### 航油成本：

上半年国内综合成本同比下降 2% 左右，还原国货航后航空公司燃油成本同比增长 8.1%，三大航增长 7.4%，

### 扣油成本：

6 家公司同比下降 1.3%，三大航下降 1.3%，春秋同比增长 2.7%，吉祥因运营 787 同比增长 4.4%。

### 租赁准则变化对三大航当期成本费用影响较为明显：

从原理上，准则变化在资产端增加使用权资产，负债端增加租赁负债，在成本端使得折旧增加，经营租赁费用以及大修费用减少，在费用端会增加租赁负债导致的利息支出。

我们观察，折旧+租赁+维修+租赁负债利息支出，四项单位成本费用南航同比增长 7.8%，国航增长 5.1%。

### 起降费是上半年增长较快的项目

单位起降费南航、国航、东航、春秋分别增长 2.6%、3.2%、0.1% 及 13%，下半年民航组降成本组合拳中将暂停起降相关费用上浮，将使得该成本有所改善。

### 人工成本各不相同

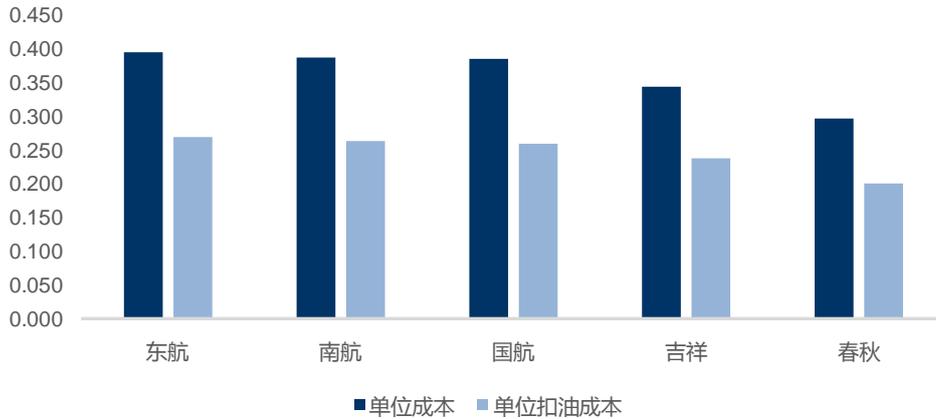
南航单位人工下降 6.5%，或与其改造自身仓位后使得 ASK 上升，而并不需要同等比例人员增加

国航下降 1.9%，春秋下降 0.6%，东航增长 3.2%。

### 特别观察其他成本项均大幅下降

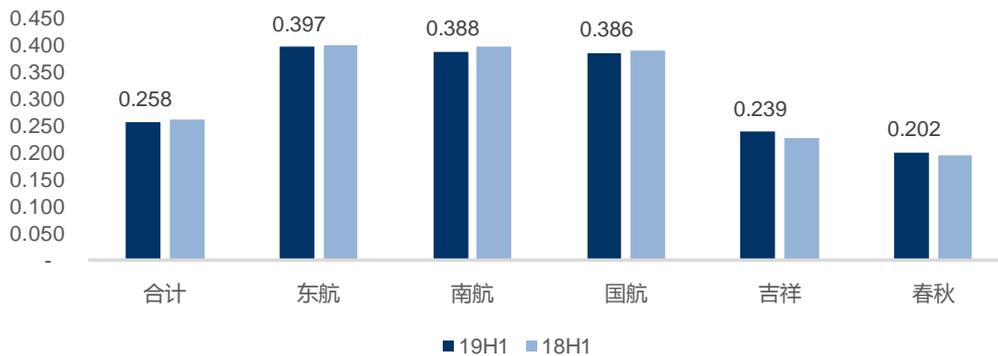
南航、国航、东航、春秋分别下降 6.8%、15.1%、12.9% 及 12.5%。该项目占成本比重，三大航从平均 10% 降至 8%。

图表 8 航空公司单位成本比较



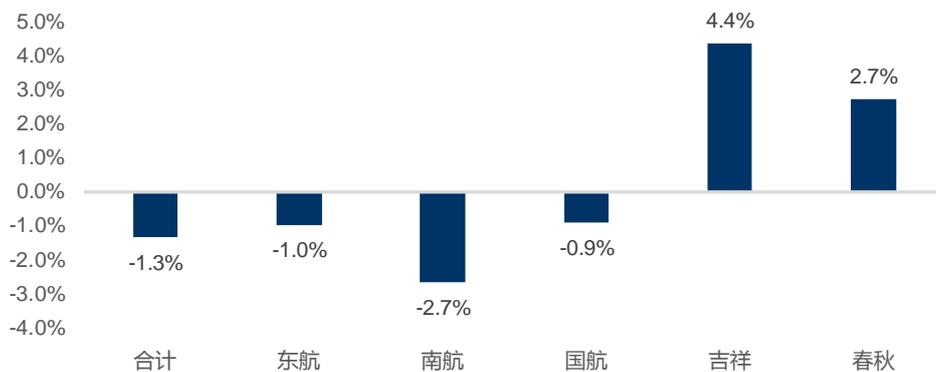
资料来源: wind, 华创证券

图表 9 航空公司扣油座公里成本



资料来源: wind, 华创证券

图表 10 航空公司扣油座公里成本变化

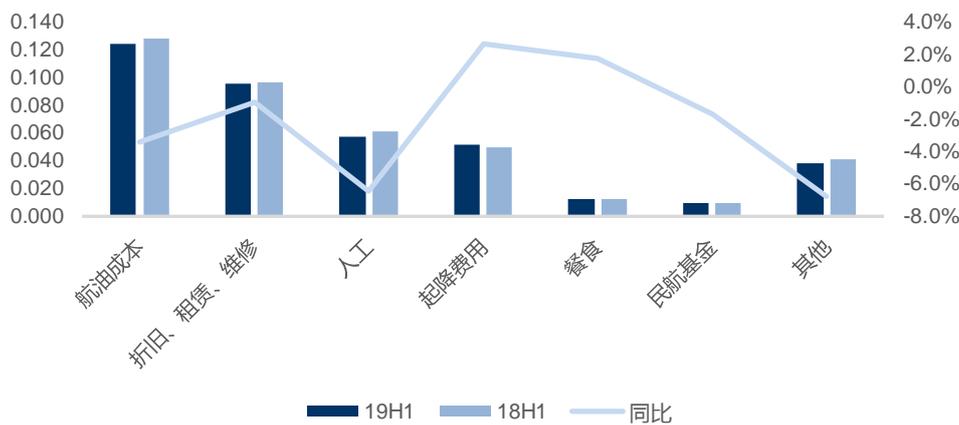


资料来源: wind, 华创证券

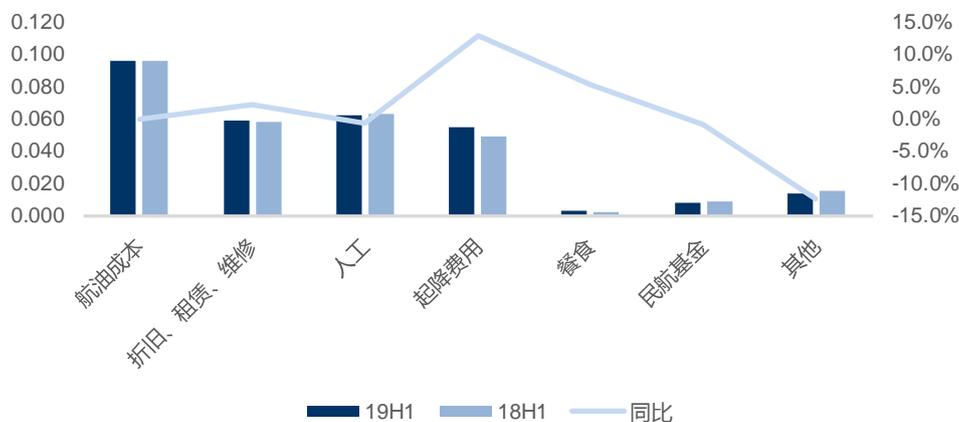
**图表 11 航空公司单位成本细项变化（国航还原国货航口径）**

	南航			国航			东航			春秋		
	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比	19H1	18H1	同比
<b>单位成本</b>	<b>0.388</b>	<b>0.399</b>	<b>-2.7%</b>	<b>0.386</b>	<b>0.390</b>	<b>-0.9%</b>	<b>0.397</b>	<b>0.401</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.297</b>	<b>0.292</b>	<b>1.8%</b>
航油成本	0.124	0.129	-3.4%	0.129	0.131	-1.2%	0.126	0.128	-1.2%	0.096	0.096	0.0%
<b>单位扣油成本</b>	<b>0.264</b>	<b>0.270</b>	<b>-2.3%</b>	<b>0.260</b>	<b>0.262</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.271</b>	<b>0.273</b>	<b>-0.9%</b>	<b>0.202</b>	<b>0.196</b>	<b>2.7%</b>
折旧、租赁、维修	0.096	0.097	-0.9%	0.094	0.102	-7.6%	0.088	0.087	1.7%	0.059	0.058	2.2%
人工	0.057	0.061	-6.5%	0.064	0.065	-1.9%	0.069	0.067	3.2%	0.063	0.063	-0.6%
起降费用	0.051	0.050	2.6%	0.057	0.055	3.2%	0.060	0.060	0.1%	0.055	0.049	13.0%
餐食	0.012	0.012	1.8%	0.014	0.014	0.8%	0.014	0.014	-0.8%	0.003	0.003	5.4%
民航基金	0.009	0.009	-1.7%	0.008	0.009	-3.5%				0.008	0.008	-0.8%
其他	0.038	0.041	-6.8%	0.025	0.030	-15.1%	0.040	0.046	-12.9%	0.013	0.015	-12.5%

资料来源: wind, 华创证券

**图表 12 南航单位成本细项变化**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 13 春秋单位成本细项变化**


资料来源: wind, 华创证券

准则变化使得扣汇财务费用率上升。

上半年 6 家公司合计销售费用率 4.5%，同比下降 0.1 个百分点

管理费用率 2.5%，同比下降 0.2 个百分点

**扣汇财务费用率 4.6%，同比提升 1.2 个百分点**，三大航提升 1.4 个百分点。南航、国航、东航分别替身 1.6、1.8 及 0.8 个百分点。

因此整体扣汇三费率 11.6%，同比提升 0.9 个百分点。

**汇兑：**上半年汇率贬值 0.2%，其中 Q1 升值 1.9%，Q2 贬值 2.1%，去年同期为贬值 1.3%，但因经租并表放大汇率敏感性，

上半年上市公司合计汇兑损失 6.6 亿，较 18H1 亏损 17.1 亿明显减少，其中三大航合计损失 6.3 亿，

**敏感性：**

南航公司美元负债 777 亿人民币，同比翻倍，人民币对美元波动 1%，影响净利 5.17 亿，去年同期为 3.26 亿元。

国航：公司美元有息负债 604 亿人民币，占比 44%，人民币对美元波动 1%，影响净利 4.92 亿，去年同期为 2.45 亿元。

东航：公司美元负债 489 亿人民币，人民币对美元波动 1%，影响净利 3.13 亿，去年同期为 2.32 亿，为三大航中最低。

**图表 14 汇率敏感性**

	美元负债（亿人民币）	汇兑敏感性	
		19H1	18H1
国航	604	4.92	2.45
东航	489	3.13	2.32
南航	777	5.17	3.26

资料来源：wind，华创证券

图表 15 航空公司中报汇总表

合计	H1			三大航			春秋			吉祥		
	2019	2018	同比	2019	2018	同比	2019	2018	同比	2019	2018	同比
收入 (亿元)	2,472.8	2,324.2	6.4%	1,970.4	1,862.2	5.8%	71.5	63.3	12.9%	80.6	69.3	16.3%
客运收入	2,258.4	2,095.5	7.8%	1,789.7	1,662.3	7.7%	69.5	61.5	13.0%	80.2	67.9	18.0%
利润总额	122.9	138.2	-11.1%	96.1	112.7	-14.7%	11.4	9.6	18.6%	7.8	8.3	-6.5%
归属净利	87.1	97.8	-11.0%	67.7	78.9	-14.1%	8.5	7.3	17.5%	5.8	6.2	-6.4%
非经常损益	14.07	13.39	5.1%	7.51	7.99	-6.0%	1.29	0.98	31.7%	0.81	0.46	75.4%
扣非归属净利	73.0	84.4	-13.5%	60.2	70.9	-15.1%	7.2	6.3	15.3%	5.0	5.7	-13.0%
汇兑	-6.6	-17.1		-6.3	-14.8		-0.1	0.0		0.0	0.2	
其他收益(补贴)	82.3	76.2	8.0%	65.7	63.3	3.7%	4.2	4.8	-12.6%	2.0	1.5	29.9%
其他收益占利润总额比重	67%	55%		68%	56%		37%	50%		25%	18%	
扣汇利润总额	129.5	155.4	-16.6%	102.4	127.5	-19.7%	11.5	9.7	18.9%	7.8	8.1	-4.3%
扣非扣汇归属净利	24.6	-34.1	172.1%	11.5	-49.4	123.4%	7.3	6.3	15.7%	5.0	5.6	-10.8%
ASK (亿公里)	5,692	5,195	9.6%	4,392	4,037	8.8%	208	190	9.3%	200	172	16.1%
中国内地	3,745	3,445	8.7%	2,784	2,573	8.2%	136	125	8.9%	166	144	15.5%
中国香港、澳门及台湾	155	136	14.4%	114	101	13.3%	7	6	21.8%	30	25	18.0%
国际	1,792	1,615	11.0%	1,494	1,362	9.6%	65	59	8.8%	3	3	26.2%
RPK (亿公里)	4,715	4,299	9.7%	3,607	3,302	9.2%	191	170	12.2%	171	148	15.5%
中国内地	3,153	2,908	8.4%	2,304	2,134	8.0%	126	114	10.1%	143	124	15.0%
中国香港、澳门及台湾	126	109	16.0%	92	80	14.9%	7	5	29.1%	25	21	17.2%
国际	1,436	1,282	12.0%	1,211	1,088	11.3%	58	51	15.1%	3	2	26.1%
客座率	82.8%	82.8%	0.1%	82.1%	81.8%	0.3%	91.7%	89.3%	2.4%	85.4%	85.8%	-0.4%
中国内地	84.2%	84.4%	-0.2%	82.7%	82.9%	-0.2%	92.5%	91.4%	1.1%	85.9%	86.3%	-0.4%
中国香港、澳门及台湾	81.3%	80.2%	1.1%	80.4%	79.3%	1.1%	91.7%	86.5%	5.2%	82.7%	83.3%	-0.6%
国际	80.1%	79.4%	0.7%	81.1%	79.9%	1.2%	90.1%	85.2%	4.9%	83.5%	83.5%	0.0%
客公里收益 (元)	0.479	0.487	-1.7%	0.496	0.503	-1.4%	0.364	0.362	0.7%	0.470	0.460	2.2%
中国内地				0.533	0.543	-1.9%	0.353	0.349	1.1%			
中国香港、澳门及台湾				0.714	0.708	0.9%	0.414	0.412	0.5%			
国际				0.410	0.410	0.1%	0.383	0.384	-0.3%			
座公里收益 (元)	0.397	0.403	-1.6%	0.407	0.412	-1.1%	0.334	0.323	3.4%	0.401	0.395	1.7%
中国内地				0.441	0.451	-2.2%	0.326	0.319	2.3%			
中国香港、澳门及台湾				0.574	0.561	2.4%	0.380	0.356	6.5%			
国际				0.333	0.327	1.6%	0.345	0.327	5.5%			
成本	2,162.6	2,028.8	6.6%	1,714.5	1,621.6	5.7%	61.8	55.6	11.3%	69.0	57.5	19.9%
单位座公里成本	0.380	0.391	-2.7%	0.390	0.402	-2.8%	0.297	0.292	1.8%	0.345	0.334	3.3%
航油成本	693.3	655.6	5.7%	548.6	522.2	5.1%	19.9	18.2	9.3%	21.3	18.1	17.3%
扣油成本	1,469.3	1,373.2	7.0%	1,165.9	1,099.4	6.1%	41.9	37.3	12.3%	47.7	39.4	21.1%
单位座公里扣油成本	0.258	0.264	-2.4%	0.265	0.272	-2.5%	0.202	0.196	2.7%	0.239	0.229	4.4%
剔除国货航后的成本	2,162.6	2,008.1	7.7%	1,714.5	1,600.8	7.1%						
剔除国货航后的扣油成本	1,469.3	1,359.0	8.1%	1,165.9	1,085.2	7.4%						
剔除国货航后的单位扣油成本	0.258	0.262	-1.3%	0.265	0.269	-1.3%						
三费合计 (扣汇)	287.6	248.8	15.6%	229.5	193.1	18.9%	2.6	2.7	-2.6%	6.6	5.5	19.4%
销售费用率	4.5%	4.7%	-0.1%	4.9%	5.0%	-0.1%	1.8%	2.3%	-0.6%	3.8%	4.2%	-0.3%
管理费用率	2.5%	2.7%	-0.2%	2.7%	2.8%	-0.1%	1.1%	1.2%	-0.1%	2.6%	2.6%	-0.1%
扣汇财务费用率	4.6%	3.3%	1.2%	4.1%	2.6%	1.4%	0.8%	0.7%	0.0%	2.8%	1.8%	0.9%
三费合计	11.6%	10.7%	0.9%	11.6%	10.4%	1.3%	3.6%	4.2%	-0.6%	9.2%	8.6%	0.5%
单位座公里扣油成本及扣汇费用	0.309	0.312	-1.2%	0.318	0.320	-0.8%	0.214	0.210	1.8%	0.272	0.261	4.2%
汇率变化	-0.2%	-1.3%		-0.2%	-1.3%		-0.2%	-1.3%		-0.2%	-1.3%	
国内综合成本	4,912	5,008	-1.9%	4,912	5,008	-1.9%	4,912	5,008	-1.9%	4,912	5,008	-1.9%

资料来源: wind, 华创证券

### (三) 春秋: 低成本模式+优秀管控+竞争环境优秀=逆市双升

报告期内实现营业收入 71.49 亿元, 同比增长 12.9%; 归母净利 8.54 亿元, 同比增长 17.5%, 为航空公司中表现最佳。扣非归属净利 7.25 亿元, 同比增长 15%。

分季度看: Q2 实现收入 35 亿, 同比增长 13.4%, 归属净利 3.8 亿, 同比增长 11.2%。

补贴收入减少影响 Q2 单季利润, 上半年补贴收入 4.2 亿元, 同比减少 0.6 亿, 主要发生在 Q2, 假设补贴收入无变

化，则 Q2 增速 25%。

**客座率与票价双升，座公里收益同比增长 3.4%。**其中 Q2 公司客座率同比提升 1.8%，测算客收同比提升 1.5%。

公司显著优于行业的座收水平提升反映低成本航空市场的需求稳定性、竞争环境的优化以及公司运营能力的出众，公司上半年实现了除新设的兰州基地以外的其他七大基地国内航线客公里收益的全面提升。

**国际航线看：**尽管客公里收益较微降 0.1%，但客座率大幅提升 4.9 个百分点达到 90.1%，重回 90% 以上。日韩航线由于运力增投较大且过往票价基数较高而出现回调，客座率水平则有较大幅度上升，整体收益正向贡献明显。实现利润同比两位数增长

#### **（四）吉祥：787 利用率提升体现公司运营效率出色，单位成本拖累减弱，料业绩拐点将至**

**中报业绩：**利润同比下滑 6.4%，扣非下降 13%，Q2 扣非实现增长 4.5%。注：合并范围有变化，同口径下航空主业利润上半年为下滑 1%。（注：公司中报披露净利下降的另一重要因素为合并范围发生变化，去年同期包括已转让的华瑞租赁净利润，查阅利润为 0.32 亿元，扣除该影响，则上半年利润为下滑 1%，Q2 为实现增长。）

**787 利用率明显提升，成本端拖累减弱。**

##### **1) 787 利用率明显提升**

18 年 10 月引入波音 787 梦想飞机，该机型 324 座（普通窄体机为 160-190 座），因政策限制，半年内只可飞国内线，18 年利用率仅 8.7 小时，而半年报披露利用率达到 11.4 小时，与三大航运营水平相近（6 月底刚执飞上海-赫尔辛基洲际长航线，预计下半年会进一步提升），同时 320 与 737 也有不同程度提升，整体机队飞机利用率 11.2 小时，较 18 年同期提升 0.4 小时。

##### **2) 单位座公里拖累减弱**

上半年公司单位成本 0.345 元，同比提升 3.3%，扣油成本同比提升 4.4%，系因 787 在折旧与起降均显著高于窄体机，但相较于 18 年 6.9%，19Q1 测算 7.2% 的单位涨幅已经明显收窄，Q2 座公里扣油成本增长仅 1.6%。

**看好公司业绩拐点将至。**随着 787 正式执飞洲际线，单位成本预计将进一步优化，同期 Q3 开始民航发展基金减半，起降相关费用上浮暂停，均利好公司，料业绩拐点将至。

## **二、投资建议：民营航空买成长与管理，三大航底部待需求回暖**

### **（一）成本项仍是下半年关注点**

#### **1. 燃油成本：油价下半年降幅高于上半年利于公司成本下降**

上半年综采成本同比微降约 2%，但 Q3 测算同比降幅达 12%。维持当前油价水平，则四季度国内综采成本降幅或达 15%。按照上半年燃油成本测算，假设下半年降幅 12%，则三大航分别减少 24.7、21.1 及 20 亿。

**2、民航发展基金减半执行：**7 月 1 日起，民航发展基金减半征收，今年上半年披露民航基金成本的公司中，南航缴纳 15.38 亿，国航 11.9 亿，春秋 1.75 亿，假设下半年同样水平下减半，则分别减少成本为南航 7.2 亿，国航 5.9 亿，春秋 0.82 亿。

这两项相加对于三大航而言，可节省成本 25-30 亿，增加利润 19-22 亿。对于春秋吉祥亦是可观的增厚。

**3、民航局降成本综合措施**还包括暂停起降相关费用的上浮，开展空管收费和航空煤油进销差价定价成本监审等。

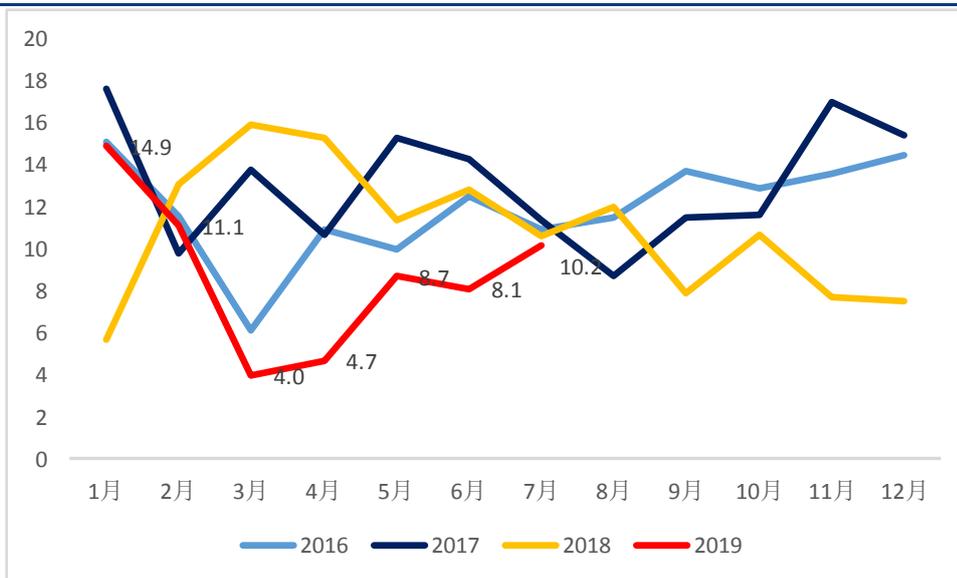
**(二) 预计四季度行业旅客增速将出现回暖**

1-7 月行业旅客增速 8.7%，其中国内 7.8%，国际 16.5%，上半年行业增速低于年初预期，但亦有特殊因素，包括首都机场的跑道维护，重大活动保障，台风天气因素等，7 月是行业自 3 月以来增速重回两位数。

我们实际观察 2018 年 11-12 月行业旅客增速仅为 7.5% 左右，依据航空自身的行业韧性特征，今年四季度行业旅客增速有概率出现回暖，保持两位数增长。

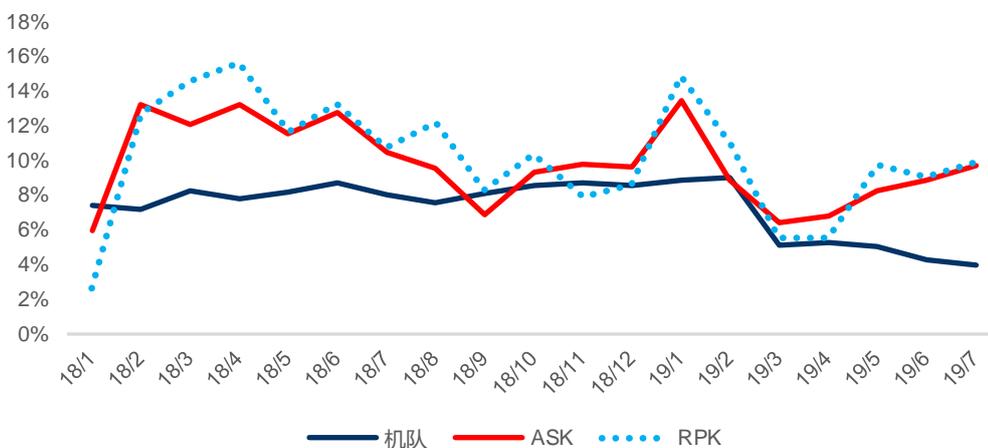
而相对应的，我们认为供给增速不存在基数效应。

**图表 16 行业旅客增速**



资料来源：公司公告、华创证券

**图表 17 三大航实际运营机队及 ASK\RPK 增速**



资料来源：公司公告、华创证券

**图表 18 2019 年航空公司客座率表现**

时间	公司	RPK (收入客公里)				ASK (可利用客公里)			
		整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
7月	南航	12.2	11.1	14.6	12.9	10.9	10.7	11.4	10.7
	国航	6.4	8.1	3.2	12.9	5.6	7.4	2.1	16.1
	东航	10.4	12.2	7.5	6.3	12.4	15.1	7.7	11.7
	海航	13.4	13.6	12.8	10.0	14.0	14.1	13.7	12.8
	春秋	16.7	17.9	13.8	20.7	14.4	16.7	9.0	20.0
	吉祥	19.2	9.8	90.9	26.8	21.1	10.2	99.6	34.2
2019.1-7	南航	10.7	9.1	14.1	14.0	10.3	9.2	12.6	11.2
	国航	6.4	3.8	9.7	17.0	5.7	3.8	7.7	15.8
	东航	10.6	11.8	8.5	9.2	10.7	12.7	7.2	9.7
	海航	10.4	9.0	15.5	13.4	12.4	10.0	19.9	8.5
	春秋	12.9	11.3	14.9	27.7	10.0	10.1	8.9	21.5
	吉祥	16.1	14.2	26.4	26.2	16.8	14.7	28.3	27.2
时间	公司	客座率				同比 (百分点)			
	%	整体	国内	国际	地区	整体	国内	国际	地区
7月	南航	83.1	83.0	83.5	78.6	0.94	0.32	2.32	1.52
	国航	81.1	83.1	78.3	80.0	0.60	0.50	0.90	-2.30
	东航	82.0	82.8	80.4	81.0	-1.49	-2.19	-0.14	-4.12
	海航	85.0	88.3	76.2	77.4	-0.45	-0.40	-0.60	-1.98
	春秋	91.4	92.6	88.8	90.0	1.85	0.91	3.72	0.56
	吉祥	86.0	87.7	79.7	83.5	-1.41	-0.33	-3.64	-4.88
2019.1-7	南航	82.7	82.6	83.2	76.9	0.2	-0.1	0.8	2.0
	国航	81.0	82.4	79.0	80.7	0.5	-0.1	1.5	1.3
	东航	82.6	84.0	80.2	82.5	-0.1	-0.7	1.0	-0.3
	海航	83.9	88.2	71.8	78.2	-1.7	-0.8	-3.1	4.3
	春秋	91.7	92.5	89.9	91.5	2.3	1.0	4.7	4.5
	吉祥	85.5	86.2	82.1	83.5	-0.6	-0.4	-1.2	-0.7

资料来源：公司公告、华创证券

### (三) 民营航空买成长与管理，三大航底部待回暖

今年 5 月我们发布春秋航空深度《春秋航空：成本优势+竞争环境优化，料将助力低成本龙头“标签”化为业绩，上调评级至“强推”》

7 月发布吉祥航空深度《吉祥航空：跨出舒适圈，拥抱大未来》

我们认为投资民营航空：

1) 我们看好行业发展潜力，人均 0.44 次的出行空间依旧巨大。

2) 我们看好公司运营品质。增速角度 15-18 年公司加权机队、客运量、收入复合增速，春秋与吉祥均超过三大航，利润角度，吉祥较 15 年增长 18%，春秋增长 13%，三大航中仅国航增长（受油汇大幅波动影响）。

3) 公司受外部因素影响相对较弱。汇率敏感性弱，油价因更高的燃油附加费覆盖比例以及不断降低的单位油耗削弱敏感性。

**春秋航空：**公司低成本优势构筑护城河，而竞争环境较此前优化，预计公司将逐步证明自身业绩更能摆脱周期性扰动，其低成本龙头标签将转化为业绩的稳定性。维持目标价区间 50-52 元，对应 2019 年 23 倍 PE 或 2020 年 20 倍 PE，维持“强推”评级。

**吉祥航空：**看好公司业绩拐点将至。我们认为中报已体现随着利用率提升，787 成本的拖累出现收窄，后续随时间

将进一步优化，料业绩拐点将至，当年公司估值 15 倍，处于上市以来低位，维持目标价区间 16.4-18.4 元，对应 19 年 19-21 倍 PE，“强推”评级。

**对于三大航:**

各公司在扣油成本管控上依旧在加强，受租赁准则变化影响当期成本费用，但相较此前直线法，存在前高后低的特征，当前 PB 水平 1.2-1.3 倍左右，处于历史底部区域，逐步具备配置价值。维持“强推”评级。

**三、风险提示**

油价大幅上涨，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500