

# 航空运输

证券研究报告  
2020年05月02日

## 国内疫情接近尾声，季报利空落地或迎反弹窗口期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

姜明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

曾凡喆 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518110001  
zengfanzhe@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《航空运输-行业点评:民航需求有所反弹,复苏之路逐步开启》2020-04-20
- 2 《航空运输-行业深度研究:拆解海航及旗下公司的航线网络及竞争格局》2020-03-07
- 3 《航空运输-行业深度研究:精细盘点,详尽梳理海航旗下航空行业资产》2020-03-01

### 各航空公司披露一季报

各航空集中披露一季报,行业因新冠疫情冲击全面亏损,但亏损幅度并未超市场预期。

### 收入端分析:运投营收显著下降,但运价有所提升

因受疫情影响,1月23日武汉封城,后续全国暂停旅行社旅游,严控省际人员流动,各公司运力运量均大幅下跌。客运运投方面,三大航ASK同比均下滑40-45%之间,春秋下降22.2%,吉祥下降34.3%,而因需求阶段性下滑,各航司客运运量降幅大于运力降幅,三大航RPK同比均下滑50-55%之间,春秋下滑38.8%,吉祥下滑48.5%。各航司客座率均明显下降,三大航同比降幅接近15pct,春秋吉祥接近20pct。运价方面,由于各航司二月份大幅削减运力,纵使需求下滑,但疫情发生后实际运价水平并没有出现显著波动,反而是一月份春运半段运量运价同比高企,高权重拉动一季度客运运价水平显著上涨,我们根据航指数数据加权推算,一季度全民航单位运价水平上升9.2%,叠加客机大幅减班,腹舱运力下降后货运景气,各航司单位运量收入水平显著提升,三大航单位RPK营业收入升幅均在10%以上,春秋为7%,吉祥为11.7%。

### 成本端费用端及杂项分析:成本刚性拉低毛利水平,费用水平有所提高

一季度航空煤油出厂价三个月均价同比去年基本持平,各航司单位航油成本和去年相比变化不大。非油成本方面,部分变动成本跟随业务量而有所降低,民航局出台的一系列政策也为航空公司带来一定成本节约,但由于折旧人工等成本的相对刚性,各航司单位非油成本均出现明显上升,其中国航、南航、东航、春秋、吉祥同比升幅分别为34.9%、45.9%、40.1%、23.6%、22.8%。因此受收入下降和部分成本刚性的共同作用,各公司毛利润均为负值,阵痛难免。费用方面,各航司销售费用率、管理费用率均有所提高,而财务费用率方面,因一季度人民币兑美元中间价贬值1.6%,三大航汇兑损失明显,我们测算国航、南航、东航分别为10.5亿、9.3亿、5.9亿,财务费用水平明显上升,扣汇财务费用绝对金额环比四季度也略有提升。补贴收入方面,各公司其他收益方面各公司表现不一,国航、南航、东航、春秋、吉祥分别为10.0亿、6.8亿、11.3亿、1.4亿、0.8亿,同比分别+41.9%、+20.7%、-1.8%、-28.1%、+66.6%。投资收益方面,三大航投资收益均为负值,其中国航投资损失12.38亿,南航为损失5.98亿、东航损失较小,为损失0.06亿。其余杂项均相对平稳,各航司利润基本符合预期。

### 投资建议

4月29日北京市宣布解除低风险地区进境隔离禁令,全国两会也将于5月下旬召开,这或是全国疫情步入尾声的重要信号,我们相信民航国内需求会逐步复苏。不同于国内,国际疫情新增病例数仍维持高位,因此民航局限制国际线航班量的政策或仍将延续一段时间,因此国际及地区航线旅客量复苏仍尚需时日,但无论如何,目前一季报落地,后续民航客流总量或显著恢复,油价低迷节约成本,阶段性利空已经落地,航空或迎反弹窗口期。推荐三大航,同步推荐春秋、吉祥。

**风险提示:** 宏观经济下滑,疫情反复,油价汇率波动,安全事故

## 1. 各航空公司披露一季度报表

各家航空公司集中披露一季报，我们汇总季报关键信息，结合我们的测算，各航司业绩概况如下表所示：

表 1：各航司一季度关键数据汇总

2020 年一季度	国航	南航	东航	春秋	吉祥
ASK (亿)	406.7	477.2	366.5	79.1	65.5
YOY	-42.2%	-42.9%	-44.3%	-22.2%	-34.3%
RPK (亿)	275.9	324.2	248.4	57.3	43.8
YOY	-51.8%	-53.2%	-54.3%	-38.8%	-48.5%
客座率	67.8%	67.9%	67.8%	72.5%	66.8%
YOY	-13.6%	-14.9%	-14.8%	-19.7%	-18.4%
营业收入 (亿)	172.6	211.4	154.5	23.8	23.8
YOY	-47.0%	-43.8%	-48.6%	-34.5%	-42.4%
营业成本 (亿)	193.7	239.4	185.5	26.9	25.8
YOY	-28.1%	-25.4%	-28.2%	-10.6%	-23.8%
航油成本 (亿)	49.0	57.6	46.2	7.0	6.6
YOY	-41.7%	-43.9%	-42.0%	-25.5%	-34.5%
非油成本 (亿)	144.7	181.8	139.3	19.9	19.2
YOY	-22.0%	-16.6%	-22.0%	-3.8%	-19.3%
毛利润率	-12.2%	-13.2%	-20.0%	-13.0%	-8.3%
YOY	-29.5%	-28.0%	-34.1%	-30.2%	-26.4%
其他收益 (亿)	10.0	6.8	11.3	1.4	0.8
YOY	41.9%	20.7%	-1.8%	-28.1%	66.6%
投资收益 (亿)	-12.4	-6.0	-0.1	0.0	0.0
YOY	-499.5%	-466.9%	-110.3%	-49.9%	-1609.1%
销售费用 (亿)	10.6	13.9	9.1	0.5	1.1
销售费用率	6.2%	6.6%	5.9%	2.2%	4.5%
YOY	1.1%	2.1%	0.8%	0.7%	0.6%
管理费用 (含研发, 亿)	10.2	8.3	7.9	0.6	1.3
管理费用率 (含研发)	5.9%	3.9%	5.1%	2.6%	5.5%
YOY	2.6%	1.5%	2.4%	0.4%	2.8%
财务费用 (亿)	23.30	26.33	19.48	0.17	1.89
财务费用率	13.5%	12.5%	12.6%	0.7%	7.9%
YOY	13.8%	12.6%	11.9%	-0.3%	6.1%
汇兑损益 (亿)	-10.5	-9.3	-5.85		
去年同期 (亿)	13.36	15.10	10.54		
扣汇财务费用 (亿)	12.80	17.03	13.63		
扣汇财务费用率	7.4%	8.1%	8.8%		
YOY	3.7%	4.2%	4.6%		
利润总额 (亿)	-67.89	-76.03	-56.28	-3.00	-4.95
YOY	-267.2%	-301.5%	-295.8%	-147.3%	-191.6%
扣汇利润总额 (亿)	-57.39	-66.73	-50.43		

YOY	-310.7%	-394.7%	-376.9%		
归母净利润 (亿)	-48.05	-52.62	-39.33	-2.27	-4.91
YOY	-278.2%	-298.6%	-296.1%	-147.9%	-222.7%
单位 RPK 营业收入 (元)	0.6254	0.6521	0.6222	0.4160	0.5432
YOY	10.0%	19.9%	12.5%	7.0%	11.7%
单位 ASK 营业成本 (元)	0.4762	0.5016	0.5061	0.3407	0.3932
YOY	24.3%	30.6%	29.0%	14.9%	16.0%
单位 ASK 非油成本 (元)	0.3557	0.3809	0.3801	0.2521	0.2925
YOY	34.9%	45.9%	40.1%	23.6%	22.8%
单位 ASK 航油成本 (元)	0.1205	0.1207	0.1260	0.0885	0.1007
YOY	0.9%	-1.9%	4.2%	-4.3%	-0.3%

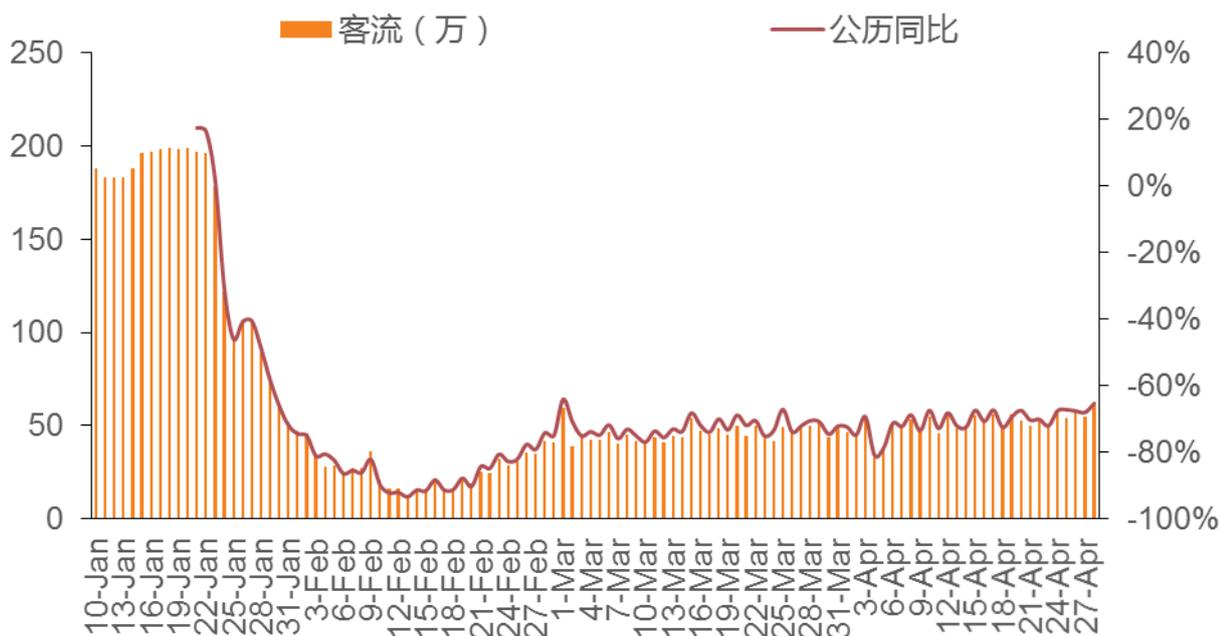
资料来源: Wind, 天风证券研究所测算

## 2. 点评

### 2.1. 收入端，一月春运高权重拉动季度运价明显上涨

因受疫情影响，1月23日武汉封城，后续全国暂停旅行社旅游，严控省际人员流动，民航运输量大幅下降，至今低位徘徊，因此各公司运力运量均大幅下跌。客运运投方面，三大航ASK同比均下滑40-45%之间，春秋下降22.2%，吉祥下降34.3%，而因需求阶段性下滑，各航司客运运量降幅大于运力降幅，三大航RPK同比均下滑50-55%之间，春秋下滑38.8%，吉祥下滑48.5%。各航司客座率均明显下降，三大航同比降幅接近15pct，春秋吉祥接近20pct。

图 1: 民航逐日客流量及同比增速

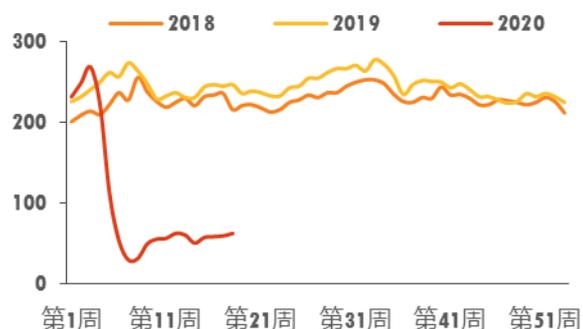


资料来源: 交通部, 天风证券研究所

运价方面，由于各航司二三月份大幅削减运力，纵使需求下滑，但疫情发生后实际运价水平并没有出现显著波动，反而是一月份春运前半段运量运价同比高企，高权重拉动一季度客运运价水平显著上涨，我们根据航指数数据加权推算，一季度全民航单位运价水平上升

9.2%，叠加客机大幅减班，腹舱运力下降后货运景气，各航司单位运量收入水平显著提升，三大航单位 RPK 营业收入升幅均在 10% 以上，春秋为 7%，吉祥为 11.7%。

图 2：航空运量指数



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

图 3：航空运价指数

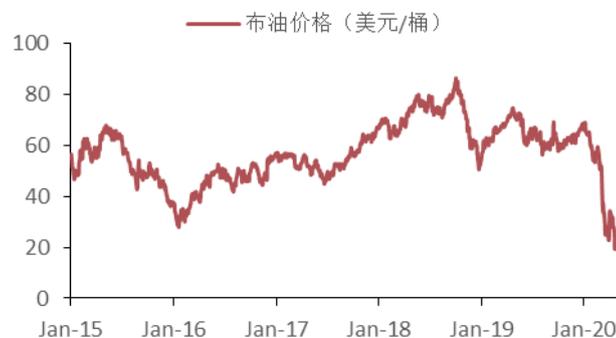


资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

## 2.2. 变动成本节约，但折旧人工成本的刚性导致单位成本显著上升

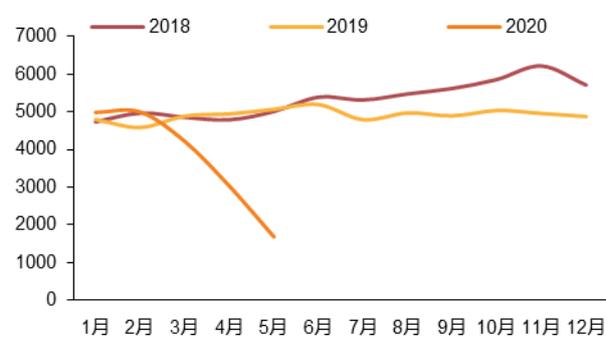
一季度航空煤油出厂价三个月均价同比去年基本持平，各航司单位航油成本和去年相比变化不大。非油成本方面，部分变动成本跟随业务量而有所降低，民航局出台的一系列政策也为航空公司带来一定成本节约，但由于折旧人工等成本的相对刚性，各航司单位非油成本均出现明显上升，其中中国航、南航、东航、春秋、吉祥同比升幅分别为 34.9%、45.9%、40.1%、23.6%、22.8%。因此受收入下降和部分成本刚性的共同作用，各公司毛利润均为负值，阵痛难免。

图 4：国际油价走势（布油：美元/桶）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：航空煤油出厂价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

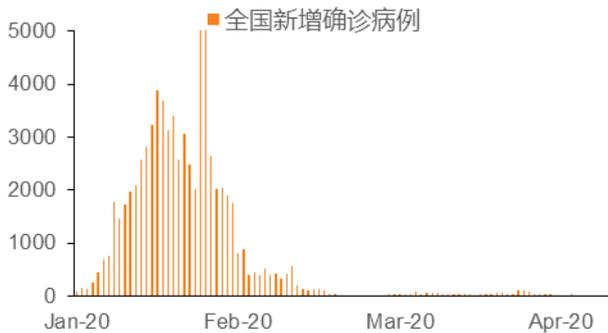
## 2.3. 费用水平有所提升，投资损失整体明显，但业绩基本符合预期

费用方面，各航司销售费用率、管理费用率均有所提高，而财务费用率方面，因一季度人民币兑美元中间价贬值 1.6%，三大航汇兑损失明显，我们测算国航、南航、东航分别为 10.5 亿、9.3 亿、5.9 亿，财务费用水平明显上升，扣汇财务费用绝对金额环比四季度也略有提升。补贴收入方面，各公司其他收益方面各公司表现不一，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别为 10.0 亿、6.8 亿、11.3 亿、1.4 亿、0.8 亿，同比分别+41.9%、+20.7%、-1.8%、-28.1%、+66.6%。投资收益方面，三大航投资收益均为负值，其中中国航投资损失 12.38 亿，南航为损失 5.98 亿、东航损失较小，为损失 0.06 亿。其余杂项均相对平稳，各航司利润基本符合预期。

### 3. 国内疫情已至尾声，国际需求尚待回复，但阶段性利空落地

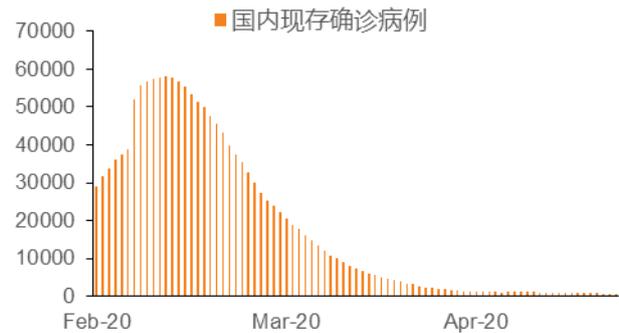
截至2020年4月28日，全国新冠肺炎现存病例647例，较高点下降超过98%，4月29日北京市宣布解除低风险地区进境隔离禁令，全国两会也将于5月下旬召开，这或是全国疫情步入尾声的重要信号，我们相信民航国内需求会逐步复苏。

图6：新冠肺炎全国新增病例



资料来源：Wind，天风证券研究所

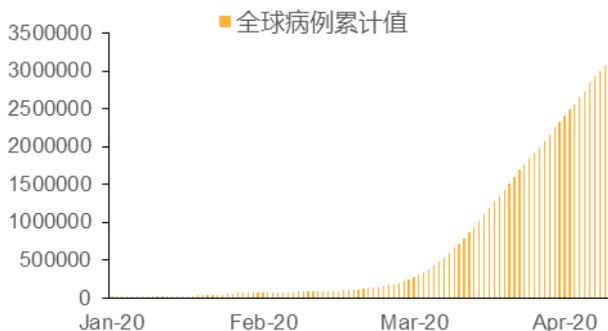
图7：新冠肺炎全国现存病例



资料来源：Wind，天风证券研究所

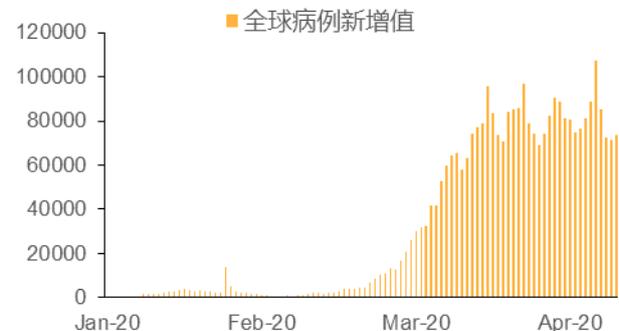
不同于国内，国际疫情新增病例数仍维持高位，因此民航局限制国际线航班量的政策或仍将延续一段时间，因此国际及地区航线旅客量复苏仍尚需时日，但不论如何，目前一季报落地，后续民航客流总量或显著恢复，油价低迷节约成本，阶段性利空已经落地，航空或迎反弹窗口期。

图8：新冠肺炎全球累计病例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图9：新冠肺炎全球新增病例



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4. 投资建议

近期多重信号显示国内疫情防控战役已取得重大阶段性胜利，预计国内需求将有序恢复，国际需求复苏尚需时日，但随着一季报的落地，利空已逐一落地，伴随着后续需求复苏和低油价刺激，航空或迎反弹窗口期，推荐三大航，同步推荐春秋、吉祥。

### 5. 风险提示

宏观经济下滑，疫情反复，油价汇率波动，安全事故

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com