

[2009.07.23]

航空业：旺季来临，量价齐升，油价回调

——7月月报

✍ 吴莉 孙丽萍
☎ 010-59312710 010-59312823
✉ wuli@gtjas.com sunliping@gtjas.com

本报告导读：

- 作为趋势性投资品种，7-9月份行业需求、票价水平及客座率环比、同比大幅提升将成为航空股股价的主要驱动力量，旺季行情值得期待，维持航空业“增持”评级。

投资要点：

- 在暑期旅游热潮集中释放和商务出行叠加背景下，暑运市场呈现旺季更旺的景象。6月民航旅客运输量同比增长25%，增速创年内新高，其中国内航线同比增速高达28%，国际航线同比减少12%，降幅较5月收窄5个百分点，显示出回暖迹象。7月前两个周民航旅客运输量增速再创新高，达到25%以上。
考虑到08年7-9月份奥运安保因素造成的低基数效应（08年7-9月旅客运输量增速分别为-2%、-12%和1%）以及08年受抑制的暑期旅游需求在今年集中释放，预计9月底旺季结束前民航旅客运输量增速都有望维持在20%以上的高位。
- 6月民航整体客座率水平达到73.8%，同比提升1.5个百分点，环比提升1.6个百分点。1-6月行业累计客座率水平达到75.0%，同比提升0.8个百分点。
- 6月国内航线裸票票价指数环比上涨13%，同比涨幅达到11%，7月前两周国内航线裸票票价同比涨幅超过15%，再创年内新高。正常情况下，7-9月是全年运量最大、票价最高的三个月，其中8月份运量和票价水平会达到全年峰值。但08年8月受北京奥运会挤出效应影响，国内航线票价水平接近年内最低水平，裸票票价同比降幅达24%。预期在08年同期低基数基础上，今年8月份不仅旅客运输量，国内航线裸票票价涨幅也有望再创新高。
- 国际油价回调，国内航油出厂价有望下调。受国际原油价格下跌影响，新加坡航煤到岸价从月初的5000元/吨降至4500元附近，比国内航煤出厂价低500元。从发改委成品油价格调整的时间窗口来看，预期本月底前后航油出厂价下调概率较大。
- 行业景气趋势决定航空股估值。景气上行阶段，航空股PB相对市场溢价，其中07年4Q—08年1Q，航空股最高PB达10倍、相对市场溢价100%；景气下行阶段，航空股PB相对市场会出现一定幅度折价。和历史估值比较，目前主要航空股PB相对市场溢价水平（国航溢价33%、南航溢价23%、海航折价30%）处于中等位置。
- 关注7-9月旺季行情，维持航空业增持评级。作为趋势性投资品种，7-9月份行业需求、票价及客座率环比、同比大幅提升将成为航空股股价的主要驱动力量，旺季行情值得期待，维持航空业“增持”评级。综合考虑业务结构、盈利能力、估值等因素，建议重点关注海航、国航，其次是南航、东航。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

航空运输业 增持

重点公司评级

公司	评级
海南航空	增持
中国国航	增持
南方航空	增持
东方航空	谨慎增持

近一个月航空运输板块市场表现

	近一个月涨幅
上证指数	10.94%
航空运输板块	14.78%
中国国航	20.86%
ST东航	14.45%
ST上航	13.68%
海南航空	9.72%
南方航空	8.05%

相关报告

《航空运输业：景气回升迹象明显，上调评级至增持》2009.03.26

《航空机场：盈利拐点出现，增持航空股》2009.04.14

《海南航空：藏在深闺待人识》09.04.27

《航空机场：复苏之路一波三折——09年中期投资策略》2009.06.20

目录

1. 旺季来临，量价齐升	3
1.1. 旅客运输量增速创新高.....	3
1.2. 客座率水平提升.....	4
1.3. 国内航线票价同比、环比均大幅提升	5
2. 国际油价下跌，国内航油价格本月底有望下调	7
3. 关注 7-9 月旺季行情，维持航空业增持评级	7
3.1. 行业景气趋势驱动航空股估值变动	7
3.2. 维持行业增持评级.....	8
4. 建议重点关注海航、国航	9

图表目录

表 1: 四家航空公司月度旅客周转量增速	4
表 2: 主要航空股 PB 比较.....	8
表 3: 业绩预测与评级.....	9
表 4: 业务结构比较.....	9
表 5: 票价、油价、客座率敏感性分析.....	10
图 1: 月度民航旅客运输量增速	3
图 2: 民航月度客座率水平.....	4
图 3: 民航月度客座率同比提升幅度.....	4
图 4: 主要航空公司月度客座率水平.....	5
图 5: 主要航空公司月度客座率同比提升幅度.....	5
图 6: 国内航线裸票票价指数.....	6
图 7: 6 月国内航线裸票票价同比提升 11%.....	6
图 8: 亚洲及港澳航线裸票票价指数.....	6
图 9: 6 月亚洲及港澳航线裸票票价同比下跌 16%.....	6
图 10: 国际航线(不含亚洲)裸票票价指数.....	6
图 11: 6 月国际航线裸票票价同比下跌 14%.....	6
图 12: 目前国内航油出厂价比新加坡航煤到岸价每吨高 500 块左右	7
图 13: 航空股 PB 与市场整体 PB 比较（剔除 ST 东航及 ST 上航）	8
图 14: 四家航空公司各季度毛利率比较.....	10

1. 旺季来临，量价齐升

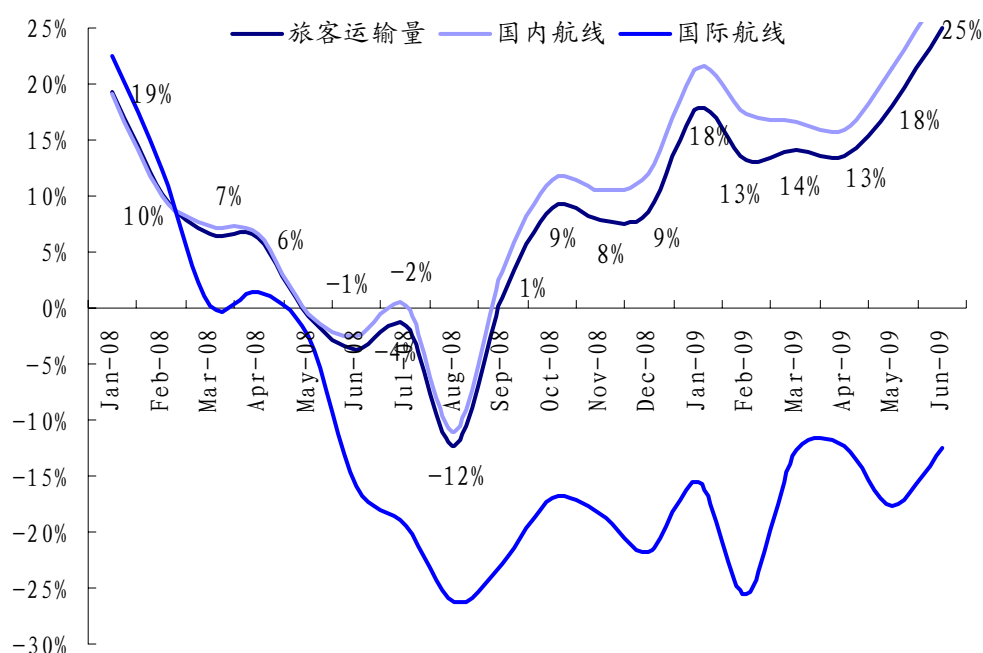
1.1. 旅客运输量增速创新高

在暑期旅游热潮集中释放和商务出行叠加背景下，09 年民航暑运市场呈现旺季更旺的繁荣景象。6 月份，民航旅客运输量达到 1770 万人次，同比增长 25%，增速创年内新高。其中，国内航线旅客运输量达到 1670 万人次，同比增速高达 28%；国际航线旅客运输量达到 100 万人次，同比减少 12%，降幅较 5 月份收窄 5 个百分点，显示出回暖迹象。

6 月份，国航、南航、东航、海航旅客周转量增速分别达到 5%、16%、15%和 36%。其中，海航由于 92%左右的旅客来自国内航线，受益于国内市场需求旺盛和公司积极的运力投放政策，RPK 增速在四家航空公司中最高；南航、东航 RPK 增速则较 5 月份有所加快。

进入 7 月份以来，在暑期学生出游、家庭亲子游、避暑游等持续升温背景下，前两周民航旅客运输量增速再创新高，达到 25%以上。考虑到 08 年 7-9 月份奥运安保因素造成的低基数效应（08 年 7-9 月民航旅客运输量增速分别为-2%、-12%和 1%）以及 08 年受抑制的暑期旅游需求在今年集中释放，预计 9 月底之前民航旅客运输量增速都有望维持在 20%以上的高位。

图 1：月度民航旅客运输量增速



资料来源：民航总局

表 1：四家航空公司月度旅客周转量增速

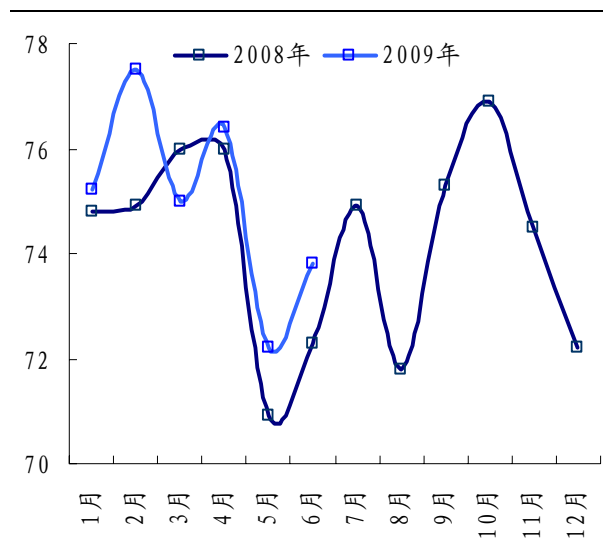
	09 年 1 月	09 年 2 月	09 年 3 月	09 年 4 月	09 年 5 月	09 年 6 月	1-6 月累计
中国国航	10.4%	6.2%	4.9%	4.8%	7.0%	5.3%	6.4%
其中：国内航线	22.4%	18.5%	16.0%	16.0%	20.1%	19.4%	18.7%
国际航线	-4.5%	-9.4%	-9.8%	-11.1%	-9.5%	-12.0%	-9.4%
港澳航线	14.9%	-11.8%	9.4%	27.8%	13.4%	0.2%	8.6%
南方航空	11.0%	3.3%	4.8%	2.2%	6.5%	16.2%	7.0%
其中：国内航线	16.6%	9.7%	9.3%	5.9%	11.8%	21.9%	12.2%
国际航线	-18.8%	-29.5%	-20.3%	-18.5%	-21.3%	-16.0%	-20.9%
香港航线	40.3%	-13.2%	7.1%	12.3%	0.7%	0.0%	5.5%
东方航空	6.5%	3.0%	8.6%	8.8%	10.8%	15.1%	8.7%
其中：国内航线	20.3%	26.8%	25.9%	24.5%	31.2%	34.2%	27.1%
国际航线	-16.6%	-34.0%	-24.3%	-21.3%	-25.0%	-18.0%	-23.3%
港澳航线	2.4%	-29.6%	-10.2%	-2.6%	-24.1%	-33.6%	-16.2%
海南航空	10.6%	10.4%	9.8%	17.3%	20.3%	35.9%	16.3%

资料来源：公司资料

1.2. 客座率水平提升

6 月份民航整体客座率水平达到 73.8%，同比提升 1.5 个百分点，环比提升 1.6 个百分点。1-6 月行业累计客座率水平达到 75.0%，同比提升 0.8 个百分点。

其中，国航、南航、东航、海航 6 月份客座率水平分别为 73.4%、72.7%、70.3% 和 74.6%，同比分别提升 0.8、1.3、0.2 个百分点和下降 0.7 个百分点（海航由于运力投放速度较快，当月 ASK 增速达到 37.2%，比 RPK 增速高 1.3 个百分点，使得客座率同比略有下降）。

图 2：民航月度客座率水平


资料来源：民航总局

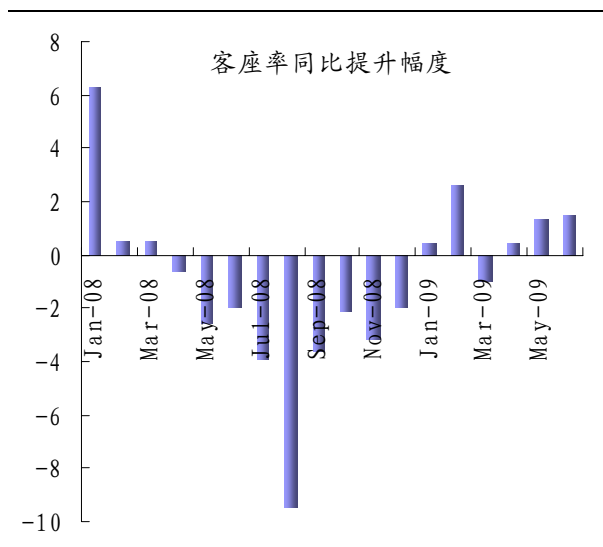
图 3：民航月度客座率同比提升幅度


图 4：主要航空公司月度客座率水平

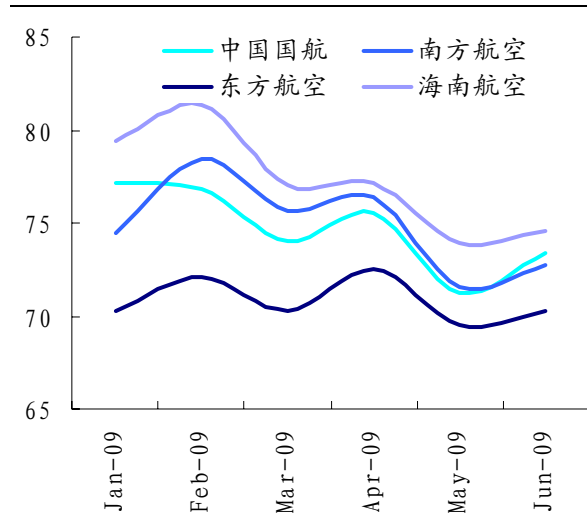
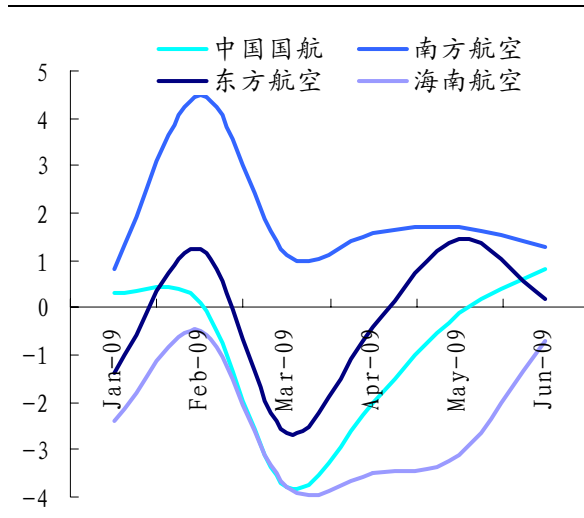


图 5：主要航空公司月度客座率同比提升幅度



资料来源：公司资料

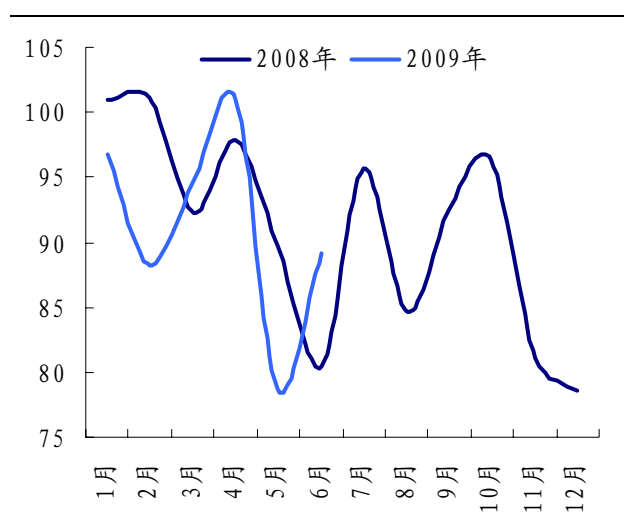
1.3. 国内航线票价同比、环比均大幅提升

6 月份，甲流对国内航线的影响逐步淡去，在暑期游开始预热、旅游客流与商务客流叠加的推动下，国内航线裸票票价指数环比上涨 13%，同比涨幅达到 11%、涨幅创年内新高。7 月份暑期游正式启动后，国内主要旅游和商务航线机票价格普遍在七八折左右，与淡季相比涨幅在 2~3 成。7 月份前两周国内航线裸票票价同比涨幅超过 15%，再创年内新高。

国际航线方面，甲流对旅客出行的影响有所减弱，6 月份国际航线（不含亚洲）裸票票价同比下跌 14%，跌幅较 5 月份收窄 3 个百分点，并且环比有所回升；亚洲及港澳航线裸票票价同比下跌 16%，跌幅较 5 月份放大 3 个百分点。

正常情况下，7-9 月份是全年民航客运量最大、票价最高的三月份，其中 8 月份运量和票价水平会达到全年峰值。但 08 年 8 月受北京奥运会挤出效应的影响，国内航线票价水平接近年内最低水平，裸票票价同比下降 24%，成为降幅最大的月份。我们判断，在 08 年同期低基数的基础上，8 月份不仅旅客运输量，国内航线裸票票价涨幅也有望再创新高。而随着美欧经济衰退接近尾声、甲流疫情逐步缓解，预期三、四季度国际航线也有望复苏。

图 6：国内航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 7：6月国内航线裸票票价同比提升 11%

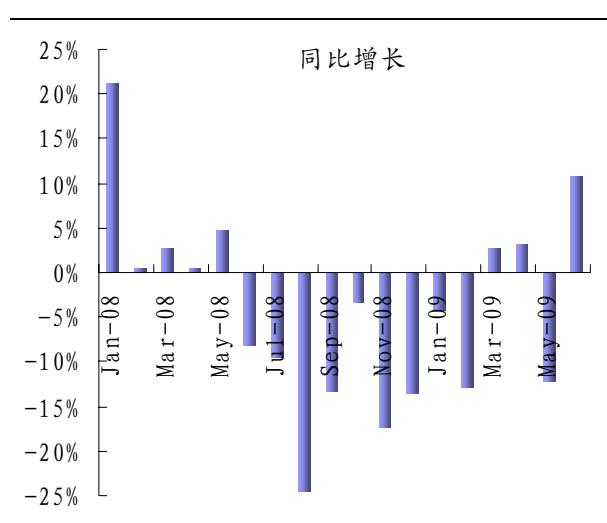
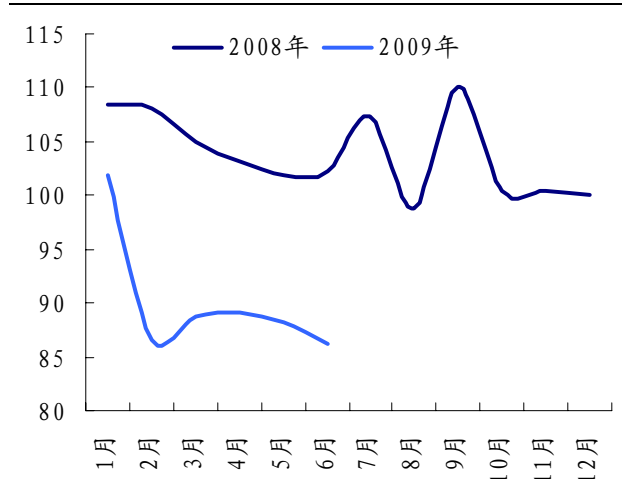


图 8：亚洲及港澳航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 9：6月亚洲及港澳航线裸票票价同比下跌 16%

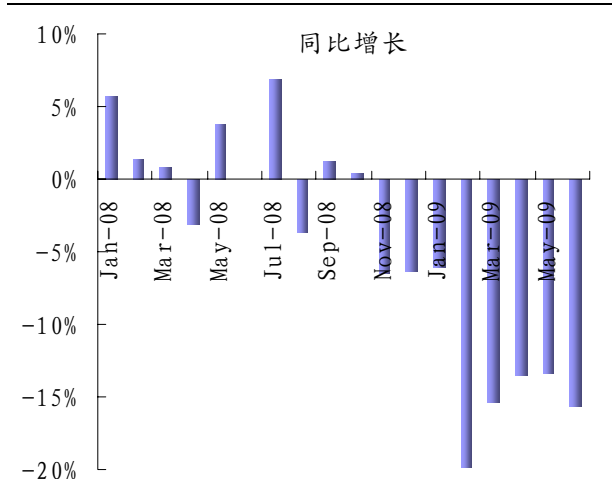


图 10：国际航线(不含亚洲)裸票票价指数

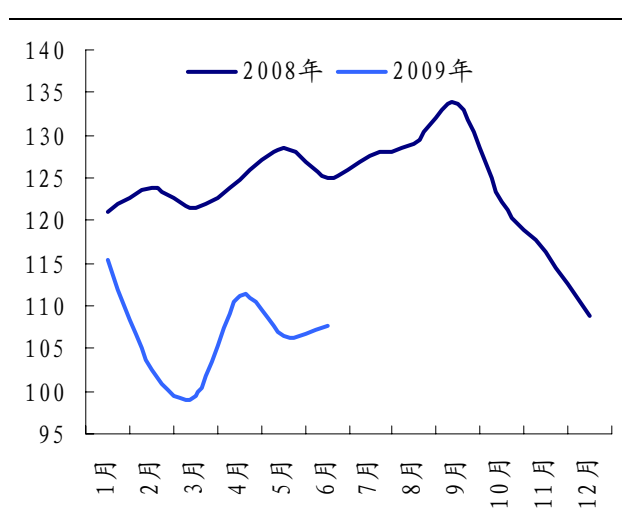
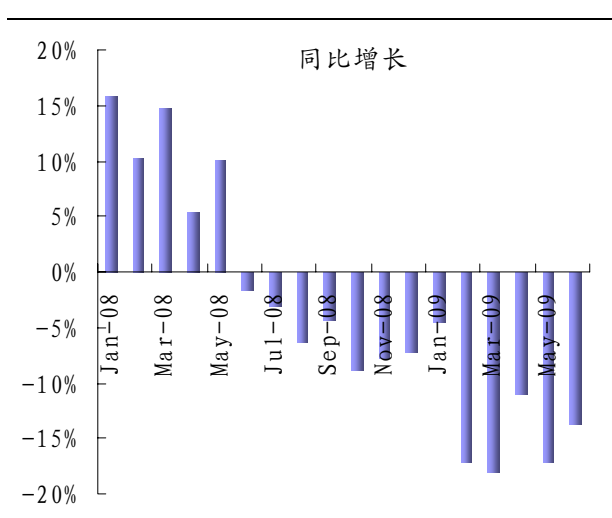


图 11：6月国际航线裸票票价同比下跌 14%



资料来源：民航总局

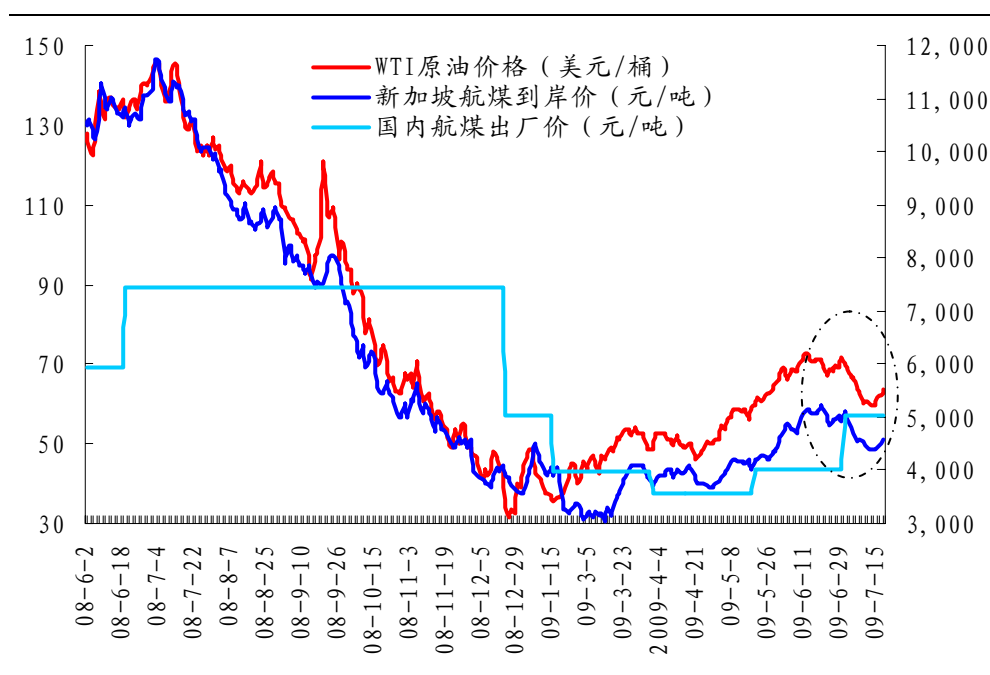
2. 国际油价下跌，国内航油价格本月底有望下调

美国劳工部 7 月 2 日晚公布：6 月非农业就业人口减少 46.7 万人，远多于预期的 36.3 万人，失业率上升至 9.5%，为 1983 年 8 月来最高水平，就业市场仍陷于严重衰退之中。由于投资者对美国经济复苏前景担忧，7 月初以来 WTI 原油价格从 70 美元回落至 60 美元附近。IMF 经济学家认为，在全球经济基本面好转、真实需求复苏之前，国际油价都将在低位徘徊。

受国际原油价格下跌影响，目前新加坡航空煤油到岸价已经从月初的 5000 元 RMB/吨降至 4500 元附近，比国内航煤出厂价低 500 元左右。从发改委成品油价格调整的时间窗口来看，预期本月月底前航油出厂价下调的概率较大。

在国际油价低位徘徊，国内市场量价齐升的背景下，预计三季度国内航空公司业绩同比、环比都将大幅提升。

图 12：目前国内航油出厂价比新加坡航煤到岸价每吨高 500 块左右



资料来源：BLOOMBERG、国泰君安证券

3. 关注 7-9 月旺季行情，维持航空业增持评级

3.1. 行业景气趋势驱动航空股估值变动

从估值角度看，剔除 ST 东航及 ST 上航，目前中国国航、南方航空、海南航空平均 PB 4 倍，较市场整体 3.7 倍的 PB 溢价 10% 左右。从航空股的投资历史看，行业景气趋势是决定航空股估值和股价变动的核心因素：在行业景气上行阶段，航空股 PB 相对市场估值溢价，其中 07 年 4 季度—08 年 1 季度航空股最高 PB 达到 10 倍、相对市场整体溢价幅度高达 100%；在行业景气下行阶段，航空股 PB 相

对市场整体估值则会出现一定幅度的折价。

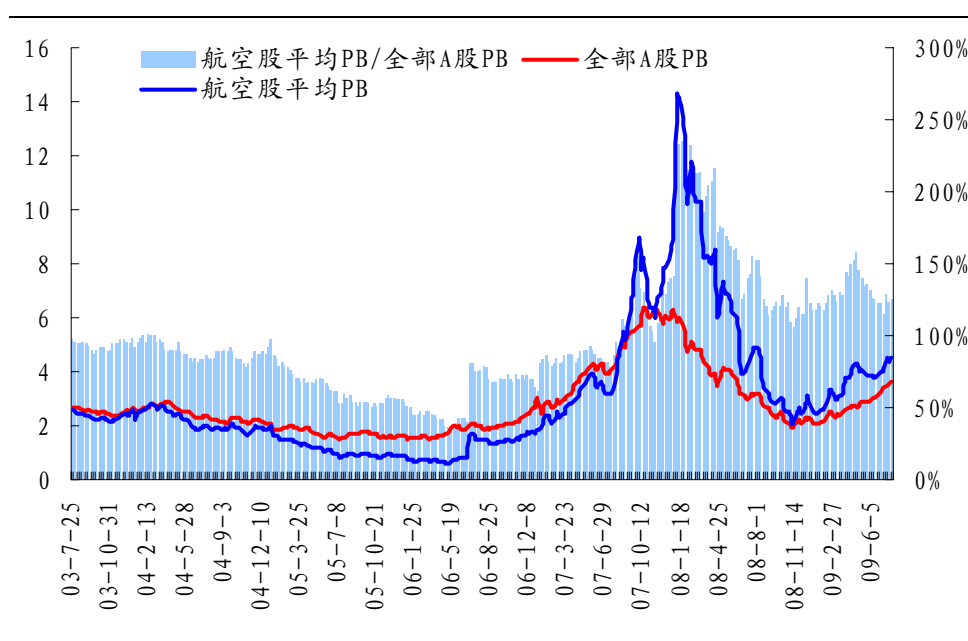
行业景气上行，经营数据持续改善是目前驱动航空股相对市场溢价的主要因素。并且和历史估值水平比较，目前主要航空股 PB 相对市场整体的溢价水平（国航溢价 33%、南航溢价 23%、海航折价 30%）处于中等位置。

表 2：主要航空股 PB 比较

	股价	每股净资产	PB
中国国航	8.55	1.75	4.9
南方航空	5.81	1.28	4.5
海南航空	5.86	2.22	2.6
航空股平均			4.0
市场整体			3.7
航空股平均 PB/市场整体 PB=1.1 倍			

资料来源：国泰君安证券（注：南航、海航每股净资产按照增发注资后的计算）

图 13：航空股 PB 与市场整体 PB 比较（剔除 ST 东航及 ST 上航）



资料来源：WIND

3.2. 维持行业增持评级

7-9 月份，在行业旺季来临和 08 年同期低基数基础上，预期全行业旅客周转量增速将维持在 20%以上的高位，国内航线裸票票价同比涨幅将达到 15%左右。

作为趋势性投资品种，7-9 月份行业需求、票价水平及客座率环比、同比大幅提升将成为航空股股价的重要驱动力量，旺季行情值得期待，维持航空业“增持”评级。

表 3：业绩预测与评级

公司	股价	EPS			每股净资产	PB	评级
		2009E	2010E	2011E			
海南航空	5.86	0.23	0.27	0.33	2.22	2.6	增持
中国国航	8.55	0.16	0.20	0.33	1.75	4.9	增持
南方航空	5.81	0.20	0.20	0.36	1.28	4.5	增持
东方航空	6.12	-0.18	0.05	0.24	-0.59		谨慎增持

资料来源：国泰君安证券（注：国航、东航业绩预测未考虑燃油套保合约损失转回，若考虑燃油套保合约的影响，则国航、东航 09 年 EPS 分别在 0.30 元和 0.10 元左右）

4. 建议重点关注海航、国航

从盈利能力看，四家航空公司中，国航毛利率水平最高，盈利能力最强，其次分别是海航、南航和东航。此外，由于国航还受益于巨额燃油套保公允价值损失的冲回，按照 09 年底 WTI 原油价格 60—70 美元测算，09 年底国航燃油套保损失将转回 40-50 亿元左右，同时考虑实际交割损失，套保合约 09 年将给国航带来 20 亿元左右的浮盈。

从业务量结构看，四家航空公司中，海航、南航客运收入占总收入的比重最大，分别为 91%和 93%；而客源结构方面，海航和南方国内航线旅客占比也最大，分别为 92%和 87%。在 09 年客运好于货运、国内航线好于国际航线这样一个结构性分化的市场中，海航和南航受益程度较大。

从对票价、油价、客座率变动的敏感性来看：南航的敏感性最大，其次分别是东航、国航和海航。

从估值角度看，海航 PB 最低、其次是南航和国航；从 PE 角度看，如果考虑套保损失转回，国航 PE 最低、其次是海航和南航。

综合以上因素，我们建议重点关注海航、国航，其次是南航、东航。

表 4：业务结构比较

	客运业务占营业收入比重	国内航线旅客周转量占比	1-6 月旅客周转量累计增速
海南航空	91%	92%	16.3%
中国国航	86%	61%	6.4%
南方航空	93%	87%	7.0%
东方航空	87%	73%	8.7%

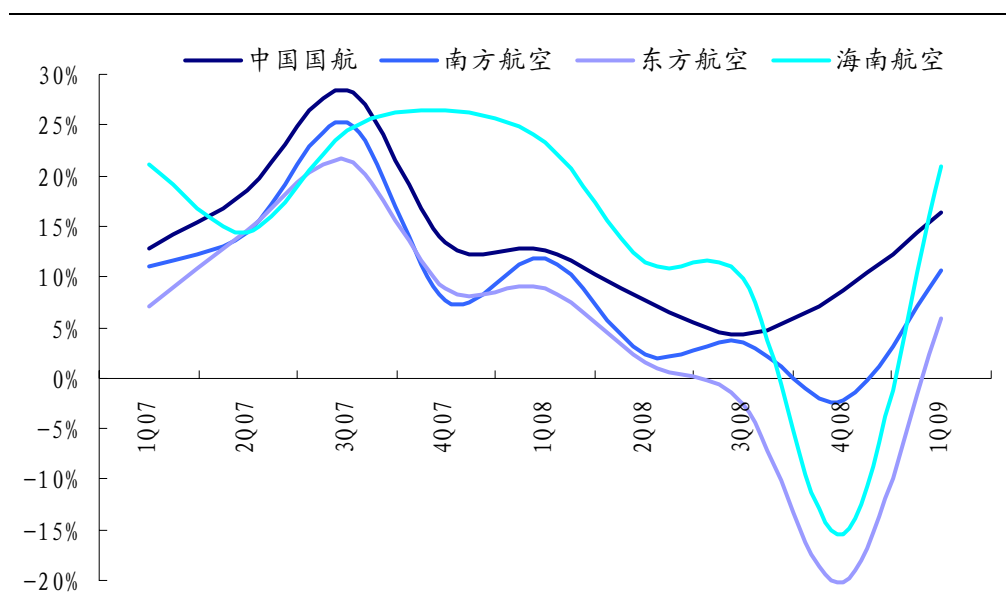
资料来源：公司资料

表 5: 票价、油价、客座率敏感性分析

	票价上涨 1%, EPS 增加	客座率上升 1 个 百分点, EPS 增加	油价每吨下降 100 元 RMB, EPS 增加
海南航空	0.032	0.041	0.023
中国国航	0.036	0.048	0.023
南方航空	0.079	0.107	0.046
东方航空	0.045	0.063	0.031

资料来源: 公司资料、国泰君安证券

图 14: 四家航空公司各季度毛利率比较



资料来源: 公司资料

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com