

航空运输 III

谢红

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

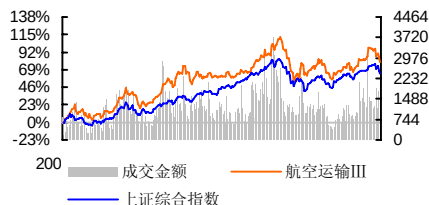
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	7
总市值 (亿元)	2473
占 A 股比例 (%)	1.34%
平均市盈率 (倍)	1.47

行业表现

(%)	1M	3M	6M
航空运输 III	-2.55	6.06	20.49
上证综合指数	-2.93	5.98	14.52



相关报告

《中国国航-对深航事件的影响分析》
2009-12-3

《中国国航-关注国航与深航的业务合作或重组预期》2009-12-1

航空行业

看好

国际航线客运逐步恢复、货运明显好转

从 11 月行业数据看, 客运呈现淡季不淡的局面。尤其值得关注的是, 在国内客运保持持续高增长的同时, 国际航线客运量、货运运输总量增速有明显提升, 同比增速分别达 11.7%、36.6%, 月环比增速-6.6%、7.6 大于 2007 年的-8.8%、4.5%和 2008 年的-10.4%、4.5%。行业客座率 78.3%、总载运率 71.2%均超过 2007 年的水平。

投资要点:

- **客运周转量延续高增长, 货运周转量增速大幅提升。**行业实现总周转量 3941.67 百万吨公里, 同比上涨 22%, 高于前十月累计增速 10.3%。其中, 旅客周转量同比增速 17.5%, 高于 1-10 月累计增速 16.4%。货邮周转量同比增速 31.4%, 高于 1-10 月累计增速-2.2%。
- **客运: 国际航线逐步恢复、国内航线延续高增长。**11 月旅客运输量 1958.3 万人, 同比增长 18.1%, 其中国内、国际、地区航线分别为 1831.1、127.2、41.6 万人, 同比增长 18.6%、11.8%、14.7%, 而 1-10 月累计增速分别为: 22.1%、-7%、0.4%。
- **客座率、载运率超 2007 年同期水平。**行业客座率 78.2%, 比上年同期 74.7%高 3.5%; 高于 2007 年 11 月的 77.7%。载运率连续两月超 70%, 在货运明显复苏的拉动下, 同比增幅达 6.8%, 达到 71.2%, 也高于 2007 年 11 月的 69.8%。
- **货运: 货运周转量、运输量均大幅增长。**11 月货邮运输量 45 万吨, 同比增长 35.5%, 远高于 1-10 月累计同比增速 2.9%。环比增幅为 7.6%, 高于 2007、2008 年的 4.5%、-5.1%。说明剔除去年低基数和季节波动后, 货运明显复苏。
- **航油进口关税上调影响有限。**由于进口航油仅占内地航班航空煤油实际销售量约 1/3, 航油进口关税上调 5%, 相当于 2010 年国内航线航油综合采购成本上涨约 1.7%, 约为 100 元, 影响南航、国航、东航 EPS3.4、1、1.5 分钱。在燃油附加费联动机制下, 航油综合采购成本的上涨将部分被覆盖, 综合来看, 基本不影响 2010 年盈利预测。
- **武广线开通预计对沿线盈利水平影响较大, 但不影响行业景气提升。**2007 年广州-武汉、广州-长沙两条航线旅客运输量 159 万人, 占国内航线行业旅客运输量 1%。假设按 60%的分流比例, 武广线对行业客源影响约为 0.6%, 不会改变行业景气向好的趋势。
- **2010 年行业景气进一步上升:** 预计 2010 年需求增速大于供给增速, 推动客座率、裸票票价指数超过 2007 年的高峰水平。供需向好格局下, 燃油附加费、套保转回有利于对冲油价上涨。主业盈利有望显著提升。
- **行业评级:** 行业景气向好, 预计 2010 年行业主业业绩有望超过 2007 年, 对航空业给予“看好”评级。国际航线客运及货运的复苏、春运旺季预期可能推动股价上涨。推荐次序为中国国航、海南航空、南方航空、ST 东航。

➤ **风险:** 国际油价大幅上涨; 甲型 H1N1 流感产生较大影响。

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
601111	中国国航	-0.75	0.36	0.38	0.39	--	24.8	23.1	22.7	强烈推荐
600029	南方航空	-0.74	0.12	0.21	0.22	--	48.6	28.3	26.7	推荐
600115	ST 东航	-2.86	0.14	0.12	0.21	--	42.0	48.0	28.2	推荐
600221	海南航空	-0.40	0.16	0.23	0.27	--	37.1	26.2	21.9	推荐

一、行业数据：国内客运持续高增长、国际客运逐步恢复、行业货运复苏明显

行业实现总周转量 3941.67 百万吨公里，同比上涨 22%，高于前十月累计增速 10.3%。其中，旅客周转量同比增速 17.5%，高于 1-10 月累计增速 16.4%。货邮周转量同比增速 31.4%，高于 1-10 月累计增速 -2.2%。考虑 2008 年的行业波动，与 2007 年同期数据比较，行业总周转量增速下半年基本呈上涨趋势，11 月增速达 25%。

图 1：行业周转量同比增速

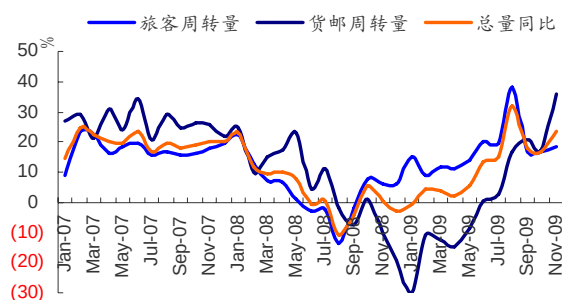
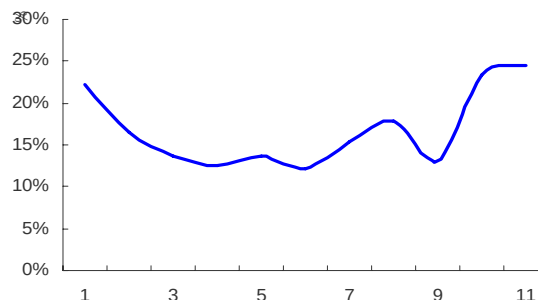


图 2：行业总周转量相对 2007 年同期增速



资料来源：民航总局、中投证券研究所

1.1 客运：国内持续高增长、国际复苏明显

11 月旅客运输量 1958.3 万人，同比增长 18.1%，其中国内、国际、地区航线分别为 1831.1、127.2、41.6 万人，同比增长 18.6%、11.8%、14.7%，而 1-10 月累计增速分别为：22.1%、-7%、0.4%。从环比看，国内、国际航线旅客运输量 11 月环比增速为 -10%、-6.6%，2007 年为 -9.1%、-7.4%，2008 年为 -9.9%、-10.4%，国际航线环比降幅小于前两年。说明剔除低基数因素，国际航线逐步恢复明显。

客座率、载运率已超 2007 年同期水平：行业客座率 78.2%，比上年同期 74.7% 高 3.5%；高于 2007 年 11 月的 77.7%。载运率连续两月超 70%，在货运明显复苏的拉动下，同比增幅达 6.8%，达到 71.2%，也高于 2007 年 11 月的 69.8%。

图 3：旅客运输量同比增速

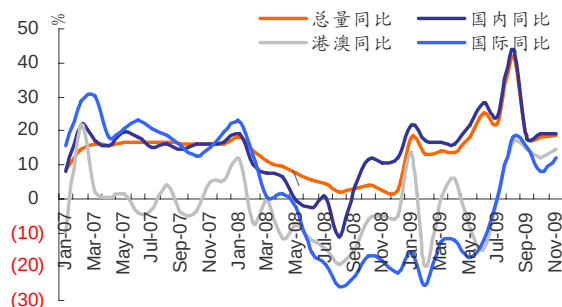
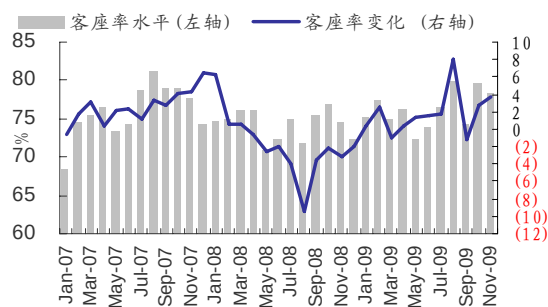


图 4：客座率月度波动



资料来源：CEIC、民航总局、中投证券研究所

图 5: 历年行业客座率

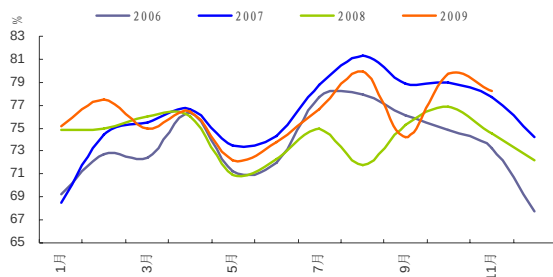
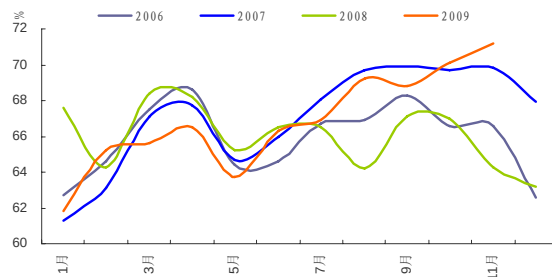


图 6: 历年行业载运率

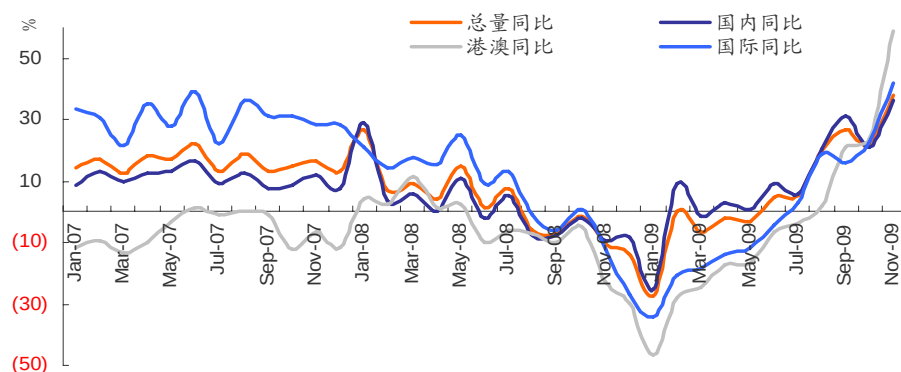


资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

1.2 货运: 明显复苏

11月货邮运输量45万吨,同比增长35.5%,远高于1-10月累计同比增速2.9%。国内、国际、地区航线货邮运输量同比增速分别为33.7%、39.5%、60.1%,均高于1-10月累计增速5.6%、-3.7%、-9.2%。从环比数据看,11月货邮运输量环比上涨7.6%,高于2007、2008年的4.5%、-5.1%。说明剔除去年低基数和季节波动后,货邮运输量明显复苏。

图 7: 行业货邮运输量同比增速



资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

图 8: 国航货运载运率

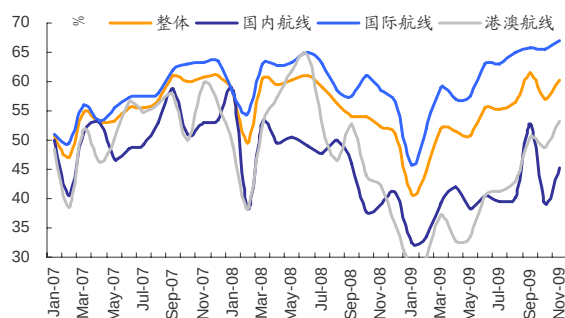
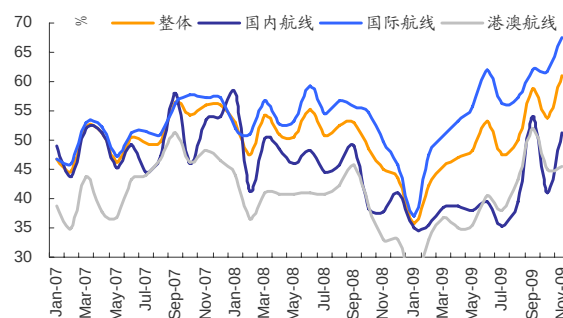


图 9: 东航货运载运率



资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

二、事件性分析

2.1 航油进口关税上调影响有限

财政部网站消息，自 2010 年 1 月 1 日起，航空煤油进口税率从目前的 1% 上调至 6%。

航油进口关税将影响进口航空煤油采购价格，进而影响国内航空煤油销售价格。目前，国内航空煤油销售价格按国产和进口航空煤油综合采购成本为基础加进销差价确定。

航空煤油综合采购成本根据以下公式确定：

航空煤油综合采购成本=现行国产航空煤油出厂价格+上季度一般贸易航空煤油进口量×(上季度一般贸易进口航空煤油实际采购价格—上季度国产航空煤油平均出厂价格)/上季度内地航班航空煤油实际销售量

关税上调 5 个百分点，即进口航油采购价格约上涨 5%。目前国内约三分之一的航油是从国外进口，即航空煤油综合采购成本将上涨约 1.7%。若按全年 6000 元/吨的均价，则相当于国内航油采购成本约上涨 100 元/吨。

再考虑燃油附加费收入对航油成本的覆盖，航油进口关税上调对各公司盈利影响将小于表 1 测算值，对行业的盈利水平非常小。

表 1 国内航油价格上涨 100 元/吨，各航空公司的敏感性分析

	国内加油量/万吨	对净利润的影响/百万	对 EPS 的影响/元
国航	156	-117	-0.010
南航	283	-221	-0.034
东航	151	-118	-0.015
海航	84	-67	-0.019

资料来源：中投证券研究所

2.2 武广线开通预计对沿线盈利水平影响较大，但不影响行业景气向好。

武广线将于 12 月底开通，预计乘动车组 3 小时内即可从武汉到广州，从长沙到广州不足 2 小时。

根据国内外经验，高铁 3 小时以下的距离，航空航线受冲击较大，欧洲经验是大概 60% 航空客源被分流。同时，竞争加剧也将影响航线收益水平。但从行业看，武广线直接受影响的国内航线有广州-武汉、广州-长沙航线，这两条航线 2007 年旅客运输量为 159.1 万人，占全年行业国内航线旅客运输量的 1%。若按被分流 60% 计算，预计行业旅客运输量将被分流 0.6% 左右，基本不会影响行业供需面的平衡。

表 2 2007 年武广沿线主要航线旅客运输量

武广线冲击的主要航线	旅客运输量(万)	2007 年运量在行业中占比
广州-武汉	95.8	0.6%

广州-长沙	63.3	0.4%
合计	159.1	1%

数据来源：《从统计看民航》、中投证券研究所

预计高铁对民航业的冲击要到 2011 年底以后开始显现。基于高铁受建设工期和资金限制，客运专线只能分线、分段建设。根据规划，2011 年底前建成通车的的主要是占比较小的短航线。从我国航线网络结构看，1000 公里以上的航线占了约 70%，800 公里以下仅约占 20%，600 公里以下占比更小，以 2008 年夏秋航季为例，600 公里以下航线的总乘机人次仅仅占乘机总人次的 1.6%。因此，高铁对行业的大冲击预计将在 2011 年底以后体现，2010 年受高铁影响的主要还是武广线沿途航线。

图 10 不同航线距离旅客量占比

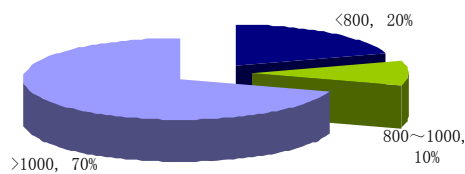
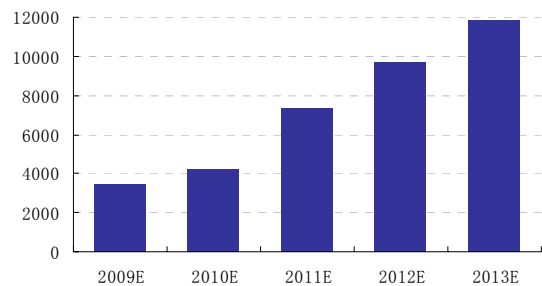


图 11 “四纵四横”计划建成里程（累计）



资料来源：中投证券研究所

三、行业评级

行业景气向好，预计 2010 年行业主业业绩有望超过 2007 年，考虑人民币升值预期，对航空业给予“看好”评级。近期，国际航线客运、货运复苏、春运旺季预期可能推动股价上涨。推荐次序为中国国航、海南航空、南方航空、ST 东航。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 2 年航空企业工作经验, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434