

航空货运景气坚定2010年乐观判断



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

报告日期

2009 年 1 月 6 日 星期三

章琪 交通运输行业高级分析师 (航空、航运、机场)

8621-63325888 × 6066

徐捷 交通运输行业资深分析师 (铁路、公路、港口、物流)

8621-63325888 × 6065

近期航空货运表现非常好,出现了租不到舱位的情况,航空货运价格水平也较年初也上涨了一倍以上,达到甚至超过了 2007 年的水平。上周我们对三大航作了一次简单航空货运调研。结合最近的货运情况及最新一些数据信息,我们对航空货运作一次更深入的解读。

- 1、**四季度航空货运表现非常景气。**我们与三大航交流了相关货运情况。中国国航方面第四季度中 10 月、11 月货运收益较好,12 月环比有所下滑,大致与 2007 年持平;南方航空货运收益略超 2007 年水平,东方航空的货运收益为 2009 年初的一倍以上,应该超过了 2007 年水平。货运水平上升主要为国际货运这一块,主要受经济复苏与欧美圣诞假日需求影响,但前者占主要因素。
- 2、**全球看航空货运表现也主要集中在亚太。**根据 IATA,11 月份的数据,全球客运周转量同比增长 2.1%,但环比下滑 0.7%,而货运周转量同比增长 9.9%,环比 10 月份增长 4.7%。11 月份的客运环比下滑,货运环比上升,主要得益于亚太地区货运量的上涨,亚太地区的货运量占到国际航空货运量的 44.6%。
- 3、**航空货运的表现坚定我们对中国航空业 2010 年需求的乐观看法。**目前货运行业的景气可能有季节性因素成份,但主要来自于经济复苏。中国作为亚太地区最重要的市场,航空货运的反弹说明了以电子产品为主要代表的航空出口货物受发达国家需求影响率先恢复。同时更重要的是这一货运需求的恢复不仅仅是反映货运的问题,航空客运,高端商务接触都将随之增加,因为货运它不单单是“低票价刺激旅客增加”的机制,它在微观上更反映了经济复苏的问题。
- 4、**被提出来的两个问题:**1、货运业务占航空公司的比例很低,影响有多大? 2、航空货运上来主要是国际货运这一块,是发达国家需求这一块,这一需求可以持续吗,难道发达国家的经济能迅速恢复?

对于第一个问题,货运占比,中国国航 2009 上半年货运收入占比为 9.35%,南方航空 2009 年上半年为 4.8%,东方航空为 5.26%,预计中国国航 2010 年将增加货运收入 30 个亿左右,南方航空增加货运收入 12 个亿。中国国航 2010 年利润增量贡献中 28%将来自货运收益,南方航空货运业务将贡献 12%的利润增量。同时更重要的我们认为货运的景气并不仅仅反映静态货运分部的问题,它也在微观上表明经济复苏的势头,及随之而来的客运业务,高端商务出行的上升。对于第二个问题,我们这样看,中国航空国际货这一块主要代表了发达国家对以电子产品为代表的中国主要航空出口货物的需求。发达国家复苏这个整体宏观问题我们不作判断,但至少在微观上发达国家对以电子产品为主要代表的一系列中国航空出口货物的需求在迅速的恢复过程中。也就是说我们要关注发达国家的需求的产品的结构性问题,因此我们认为这一恢复趋势可以持续。同时国际航协也对 2010 年国际货运业务增长上调了原有的预期。在 2009 年国际航空货运下降 13%的基础上,国际航协预计 2010 年货运量同比上升 7%,主要驱动力来自于亚太。

投资建议: 买入中国国航、南方航空

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

航空

货运量

图 1：中国国航 2009 年货运量变动（百万）

	收费货运吨公里		国内航线		国际航线		地区航线	
2009 年 1 月	204.5	-31.2	56.5	-22.4	144.3	-34.2	3.7	-26.4
2009 年 2 月	196.4	-15	53	7.5	140.1	-21.3	3.3	-6
2009 年 3 月	276.4	-15.9	69.6	2.6	201.7	-21	5.1	-7.8
2009 年 4 月	275.1	-13.9	69.5	8.5	200.4	-19.8	5.2	-4.9
2009 年 5 月	274.7	-13.5	64.3	-1.7	205.4	-16.8	5	-8.2
2009 年 6 月	276.3	-8.6	61	3.6	209.9	-11.8	5.5	-0.1
2009 年 7 月	292.8	-9.9	64.6	-2.9	222.3	-11.9	5.9	1
2009 年 8 月	313.5	5.6	70.5	14.9	236.4	2.7	6.7	25.8
2009 年 9 月	338.9	22.74	86.3	27.43	244.1	20.21	8.5	59.41
2009 年 10 月	342.76	13.96	71.11	16.63	262.76	12.05	8.88	67.56
2009 年 11 月	353.1	30.7	75.3	25.5	268.4	30.6	9.4	96.6

资料来源：公司数据

图 2：南方航空 2009 年货运量变动（百万）

	收费货运吨公里		国内航线		国际航线		地区航线	
2009 年 1 月	106.77	-43.80%	81.12	-28.50%	0.39	-52.70%	25.26	-66.70%
2009 年 2 月	96.78	-15.90%	73.95	5.10%	0.52	-9.10%	22.31	-49.40%
2009 年 3 月	122.63	-24.70%	89.01	-8.80%	0.59	-31.20%	33.03	-48.80%
2009 年 4 月	128.78	-28.21%	91.73	-6.55%	0.58	-36.37%	36.47	-54.58%
2009 年 5 月	134.40	-17.10%	88.96	-5.40%	0.61	-28.00%	44.83	-33.40%
2009 年 6 月	129.89	-3.40%	88.82	-0.40%	0.51	-24.50%	46.56	-8%
2009 年 7 月	146.48	5.40%	87.01	-2.60%	0.59	-16.90%	58.87	20.10%
2009 年 8 月	169.11	22.80%	100.39	15.90%	0.65	-19.80%	68.07	35.30%
2009 年 9 月	192.97	17.00%	128.40	26.70%	0.73	2.60%	63.84	1.60%
2009 年 10 月	165.00	15.50%	99.56	11.00%	0.72	4.30%	64.73	23.30%
2009 年 11 月	187.72	43.30%	112.38	33.30%	0.92	41.40%	74.42	61.70%

资料来源：公司数据

图 3：东方航空 2009 年货运量变动（百万）

	收费货运吨公里		国内航线		国际航线		地区航线	
2009 年 1 月	135.40	-36.77%	45.77	-20%	85.38	-42.27%	4.26	-52.88%
2009 年 2 月	145.00	-16.70%	47.13	18.90%	93.05	-26.25%	4.82	-41.59%
2009 年 3 月	190.42	-17.60%	60.37	14.31%	123.29	-26.71%	6.77	-32.76%
2009 年 4 月	203.38	-5.25%	62.26	17.46%	134.18%	-11.76%	6.94	-27.53%
2009 年 5 月	202.40	-3.03%	58.62	13.38%	137.13	-7.05%	6.65	-29.94%
2009 年 6 月	211.30	6.75%	55.47	20.11%	149.14	4.67%	6.69	-27.86%
2009 年 7 月	200.32	-5.85%	56.41	5.97%	136.93	-8.46%	6.97	-29.83%
2009 年 8 月	212.72	5.48%	63.36	25.92%	141.16	0.23%	8.20	-21.92%
2009 年 9 月	246.32	22.96%	80.13	36.91%	157.19	19.64%	9.00	-13.60%
2009 年 10 月	236.67	14.72%	64.57	21.53%	164.01	14.64%	8.09	-19.99%
2009 年 11 月	247.71	28.49%	70.17	32.97%	169.63	28.18%	7.91	2.90%

资料来源：公司数据

上周我们对航空公司关注在货运方面，我们与三大航交流了相关货运情况。中国国航方面第四季度中 10 月、11 月货运收益较好，12 月环比有所下滑，大致与 2007 年持平；南方航空货运收益略超 2007 年水平，东方航空的货运收益为 2009 年初的一倍以上，应该超过了 2007 年水平。货运水平上升主要为国际货运这一块，主要受经济复苏与欧美圣诞假日需求影响，但前者占主要因素。

关于近期航空公司货运收益的调研

中国国航

10 月份、11 月份的货运收益很好，12 月份环比稍微有所下滑，与 2007 年水平相比，大致持平。

8 架 747 全货机

国货航国际及地区货运周转量占 76.93%，

全货机周转量占 43.1%，腹仓占 56.9%；全货机运输周转量中国际及地区占 95.5%，腹仓周转量中国际及地区占 62.88%。

南方航空

11、12 月份货运收益都很好，应该超过了 2007 年水平，主要是国际货运这一块，欧美圣诞节日的因素拉动。

目前公司 4 架全货机。

东方航空

9 月底到货运的票价水平超过年初的一倍，比 2007 年好，主要是国际欧美这一块，目前舱位不足。主要原因在于经济的恢复与欧美节日因素，经济复苏的因素应该占主导。

东航目前 6 架 MD11，3 架 A300，2 架 7474

中国国航货运吨公里收入

2006A	2007A	2008A	2007H	2008H	2009H
2.06	1.69		1.87	1.88	1.26

南方航空货运吨公里收入

2008H			2009H
1.99			1.62

上周国际航协公布 11 月份运营数据，客运需求同比上升 2.1%，货运需求同比上升 9.5%，客座率水平与危机前持平为 75.4%，货载率为 56.6%。需求的提升被去年的低基数有所放大。客运需求环比下滑 0.7%。客运与 2009 年一季度最低点相比，11 月份高于最低点 6.4%，但与 2008 年最高低相比，依然低 6%。货运方面，相对低点已大幅提高 20%，但是与 2008 年最高点比较后，依然低于当时水平 10%。货运环比方面与客运不同，较 10 月环比上升 4.7%。全球客运的疲弱缘于欧美市场的弱势，货运的强劲则主要来自亚太市场的需求。

图 4：IATA 公布 11 月数据

Nov 09 vs. Nov 08	RPK Growth	ASK Growth	PLF	FTK Growth	AFTK Growth
Africa	-2.10%	1.20%	67.6	8.10%	-2.30%
Asia/Pacific	5.10%	-2.30%	76	14.50%	-1.40%
Europe	-3.00%	-3.90%	74.7	-5.60%	-10.90%
Latin America	8.20%	2.10%	75.8	17.50%	15.00%
Middle East	16.50%	15.40%	73.9	21.40%	11.30%
North America	-3.00%	-6.70%	78.1	13.60%	-7.60%
Industry	2.10%	-1.40%	75.4	9.50%	-3.50%
YTD 2009 vs. YTD 2008	RPK Growth	ASK Growth	PLF	FTK Growth	AFTK Growth
Africa	-7.80%	-3.60%	69.7	-14.90%	-4.20%
Asia/Pacific	-6.80%	-6.70%	73.5	-12.40%	-12.60%
Europe	-5.3v	-4.40%	76.5	-17.70%	-10.80%
Latin America	-0.30%	1.70%	72.8	-7.80%	-0.30%
Middle East	10.40%	13.50%	73.1	1.60%	6.10%
North America	-6.10%	-5.40%	79.4	-13.00%	-9.80%
Industry	-4.20%	-3.20%	75.4	-12.70%	-9.20%

资料来源：东方证券研究所整理

分析师承诺

章琪 徐捷：交通运输行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn