

航空运输III

谢红

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	7
总市值(亿元)	3241
占A股比例(%)	1.44%
平均市盈率(倍)	-0.66

行业表现

(%)	1M	3M	6M
航空运输III	6.32	26.03	33.67
上证综合指数	0.00	-4.05	-0.32



相关报告

《ST东航-关注世博、合并作用下业绩超预期带来的机会》2010-1-16

《航空运输-国际客运、货运强劲反弹,行业趋势向好-12月行业数据点评及行业跟踪》2010-1-20

《2010年投资策略-区域消费升级驱动行业增长》2010-1-05

《中国国航-对深航事件的影响分析》2009-12-4

航空行业

看好

人民币升值预期利好、期待世博会盛宴——2月行业数据点评及行业跟踪

民航局公布2月行业数据: 2月行业客运周转量、货邮周转量同比上涨23.7%、56%。行业客座率、载运率为79.3%、68.1%, 均达近年同期最高值。日利用率9.9小时, 同比提升0.6小时。

投资要点:

- **1-2月行业客运数据:** 1-2月旅客周转量615.9亿人公里, 同比增长18.5%, 其中国内、国际、地区航线分别为504.6、111.3、14.8亿人公里, 同比增长16.8%、23.6%、27.1%。国际航线旅客运输量已超过历史同期最高水平。地区航线2月客源也创历史单月最高值。
 - **1-2月行业货运数据:** 1-2月货邮运输量79.35万吨, 在复苏和低基数影响下, 同比增速达51.3%。国内、国际、地区航线货邮运输量同比增速分别为37.6%、95.1%、95.5%。由于09年上半年货运缓慢复苏的基数影响, 我们预计货邮运输量的增速在二季度仍保持较高水平。
 - **运营效率持续提升, 为历史同期最高水平:** (1) 1-2月日利用率提升0.4小时, 同比提升明显。(2) 行业2月客座率79.3%, 比上年同期77.6%上涨1.7%, 再创历史同期最高值。(3) 总载运率持续保持历史同期最高水平, 1-2月同比提高5.4个百分点。
 - **行业跟踪:** (1) 人民币升值预期3-5%: 以非公开发行后股本测算, 人民币升值1%, 南航、东航、国航、净利润分别增加3.5、2.8、3.7亿元, ESP分别增加0.035、0.033、0.022元。(2) 预计国内油价近期可能小幅上调, 同时国内综合采购成本已接近燃油附加费从20/50向30/60调整的水平, 若油价和燃油附加费同时上调基本不影响航空公司盈利。
 - **关注世博盛宴:** (1) 世博会期间上海两场客源增速近40%, 航线盈利水平有望提升10%以上; (2) 占有上海市场份额约一半的东航, 将是世博会盛宴的最大受益者, 其实是国际航线占比较大的国航。
 - **投资策略:** 行业趋势向上, 人民币升值预期加强, 维持航空业“看好”评级。行业马上进入4月小旺季, 5月开始的世博会将推动行业客源及收益水平进一步攀升。同时, 行业不乏事件性驱动, 建议关注东航(世博会、入盟、引进战略投资者、人民币升值)、国航(重组预期)、南航(人民币升值), 推荐次序为ST东航、中国国航、南方航空、海南航空。
- **风险:** 突发性事件、国际油价大幅上涨。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600115	ST东航	-2.86	0.07	0.31	0.37	--	104.6	23.6	19.3	强烈推荐
601111	中国国航	-0.75	0.37	0.48	0.50	--	31.3	24.2	22.8	强烈推荐
600029	南方航空	-0.74	0.11	0.19	0.20	--	62.9	36.4	34.5	推荐
600221	海南航空	-0.40	0.16	0.23	0.27	--	45.6	32.2	26.9	推荐

一、行业 1-2 月数据点评

1、2 月数据同比受春节时间影响，因此我们把 1、2 月份数据综合起来。
行业 1-2 月实现总周转量 7847.42 百万吨公里，同比上涨 30.9%。其中，旅客
周转量同比增速 18.5%。货邮周转量同比增速 71.5%。

图 1：周转量分航线同比增速

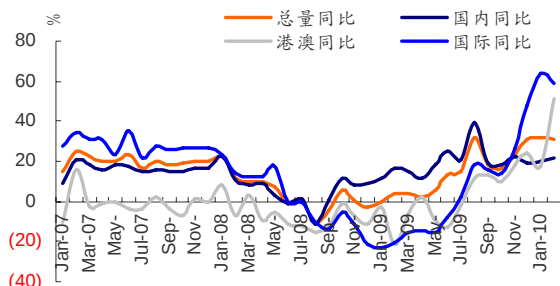
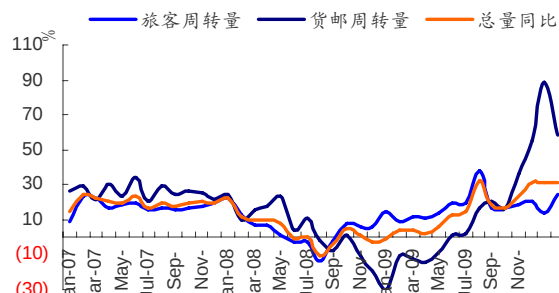


图 2：周转量分业务同比增速



资料来源：民航总局、中投证券研究所

1.1 客运：1-2 月客座率均创历史同期最高值，同比提高 1.6%

我们在 1 月数据点评中指出，1 月客运量增速有所回落主要原因是去年春运较早的高基数影响。1-2 月累计数据符合我们的观点，行业趋势仍持续向好。

1-2 月旅客周转量 615.9 亿人公里，同比增长 18.5%，其中国内、国际、地区航线分别为 504.6、111.3、14.8 亿人公里，同比增长 16.8%、23.6%、27.1%。国际航线旅客运输量已超过历史同期最高水平。地区航线 2 月客源也创历史单月最高值。

从客座率看，行业 2 月客座率 79.3%，比上年同期 77.6% 高 1.7%，再创历史同期最高值。符合我们在年度策略报告中的判断：2010 年行业客座率及票价指数均有望超过 2007 年，创历史新高。

图 3：行业旅客运输量同比增速

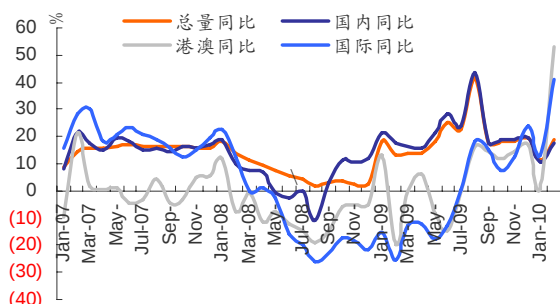
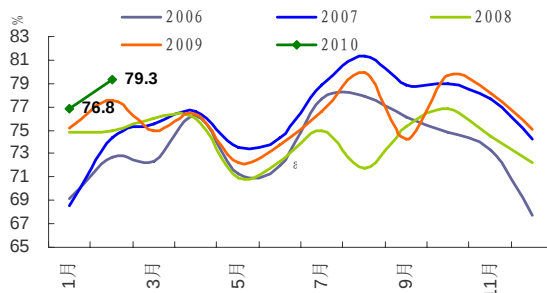


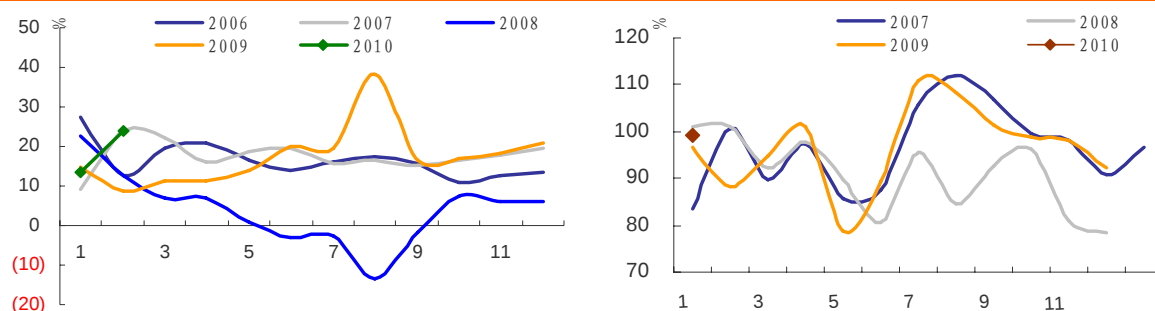
图 4：行业客座率



资料来源：CEIC、民航总局、中投证券研究所

图 5：行业旅客周转量同比增速

图 6：行业票价指数



资料来源：CEIC、民航总局、中投证券研究所

1.2 货运：高增速预计将持续到 2 季度

1-2 月货邮运输量 79.35 万吨，在复苏和低基数影响下，同比增速达 51.3%。国内、国际、地区航线货邮运输量同比增速分别为 37.6%、95.1%、95.5%。

由于 09 年货运的缓慢复苏的基数影响，我们预计货邮运输量的增速在上半年仍保持较高水平。

图 7：行业货邮运输量同比增速

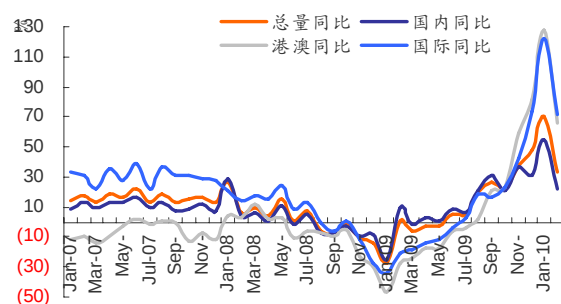
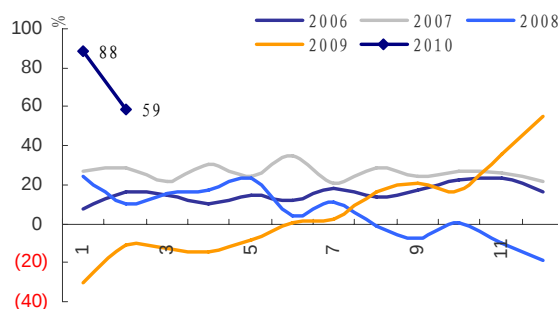


图 8：行业货邮周转量同比增速



资料来源：CEIC、民航总局、中投证券研究所

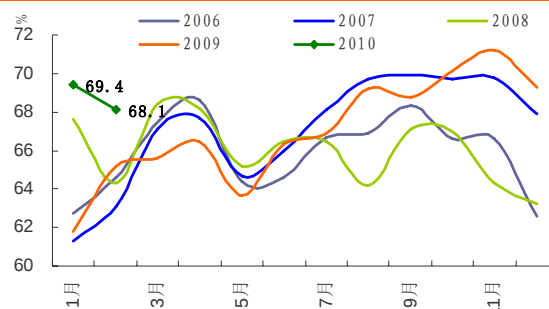
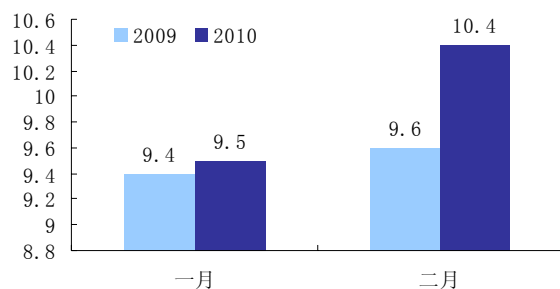
1.3 运营效率：日利用率同比提升明显，总载运率持续保持历史同期最高水平

行业日利用率有所提升。受春运影响，二月行业大中型飞机日利用率提升幅度较大，达到 0.8 小时，1-2 月日利用率提升 0.4 小时。总载运率持续保持历史同期最高水平，1-2 月同比提高 5.4 个百分点。

我们认为，日利用率、客座率、载运率几项指标的同时提升，说明行业运营效率提升明显，2010 年行业主业业绩有望创历史新高。

图 9：行业大中型飞机日利用率

图 10：行业总载运率



资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

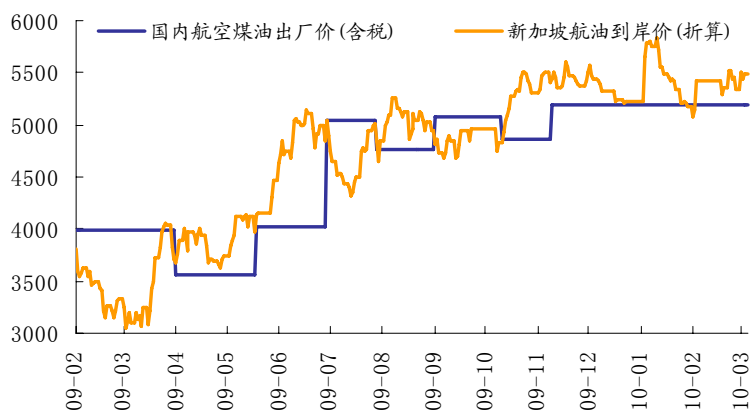
二、行业跟踪:

2.1 油价: 可能面临微调, 综合燃油附加费变动, 基本不影响盈利

2月下旬开始, 国际原油价格在 78-82 美元/桶间振荡, 若国际油价继续维持在此区间, 国内航油价格可能面临微幅上调。

目前航油综合采购成本价为 5210 元/吨。燃油附加费为 20/50 元。根据燃油附加费联动机制, 预计国内航油综合采购成本上涨到 5220 元/吨时, 800 公里以下航班燃油附加费可从 20 元调整为 30 元, 国内航油综合采购成本上涨到 5410 元/吨时, 800 公里以上航班燃油附加费可从 50 元调整为 60 元。从二者对航空公司盈利影响分析, 燃油附加费基本可覆盖油价上涨的成本增支。

图 11 国内航油出厂价与理论价



资料来源: WIND、中投证券

表 1: 国内航油价格上涨 200 元/吨, 对航空公司 2010 年盈利影响估计(4-12 月)

	国内加油量/万吨	对净利润的影响/百万	对 EPS 的影响/元
国航	115	-172	-0.013
南航	212	-331	-0.033
东航	163	-254	-0.021
海航	63	-101	-0.025

资料来源: 中投证券研究所

表 2: 燃油附加费各上涨 10 元, 对航空公司 2010 年盈利影响估计(4-12 月)

	对收入影响	对净利润的影响/百万	对 EPS 的影响/元
国航	270	202	0.016
南航	517	403	0.040
东航	398	310	0.025
海航	141	113	0.027

资料来源：中投证券研究所

2.2 人民币升值预期：人民币升值 1%，南航、东航、国航 EPS 增加 0.035、0.033、0.022 元

根据 2009 年各公司半年报披露数据，南航、东航、国航、上航各有 450 亿、309 亿、379 亿、184.1 亿人民币的美元负债。以此测算，人民币升值 3%，南航、新东航国航、净利润分别增加 10.1、11.1、8.5 亿元，ESP 分别增加 0.105、0.098、0.066 元。

表 3：2010 年人民币升值对航空公司盈利影响测算

	美元负债/亿 人民币	人民币升值 1%			人民币升值 3%			股本/亿
		汇兑收益/ 亿元	净利润/亿 元	EPS/元	汇兑收益/ 亿元	净利润/亿 元	EPS/元	
南航	450	4.5	3.4	0.035	13.5	10.5	0.105	100.83
国航	379	3.8	2.8	0.022	11.4	8.5	0.066	129.93
新东航	493	4.9	3.7	0.033	14.8	11.1	0.098	112.77

资料来源：公司数据、中投证券研究所

2.3 世博会：将进一步提升行业景气度，显著利好上海市场

从世博会门票销售进度估计，世博会参会人数 7000 万人次为大概率事件。预计世博会带来的航空旅客净增量超过 1050 万以上。考虑部分国际游客除了参观世博会外，中国游将给其它旅游航线也带来客源。

根据世博会召开时间，我们预计上海市场二三季度将出来爆发式的高增长，粗步计算，估计二、三季度增速将分别达到 30%、37%。量价齐升将有望大幅提高上海航线收益水平。

1) 世博会期间近 37% 的旅客运输量增速（正常增速为 10-12%）

2) 世博会期间航班量增长率约为 30%。（2 月 26 日上午，上海世博会航空运输保障暨安保工作会议上，民航华东空管局表示，世博会期间每天上海两大机场新增航班量超过 500 架次，整个航班量的增长率为 30%——民航资源网）。

3) 合并前上海航线双低指标：客座率 72-74%（参考东上航历史客座率，我们）；票价水平不高（合并前竞争激烈）。

4) 合并后上海市场竞争格局大大优化，东航控制能力加强。

由于世博期间航班量增速小于旅客运输量增速，参考以上数据，我们认为世博会期间，客座率上涨 5% 为较大概率事件，而航空业向来有客座率与票价指数正相关的关系，且弹性较大。经过敏感性分析，我们认为世博会期间，上海航线毛利率有望提升 10-20%。（详细测算过程见 2010-3-16 东航深度报告《ST 东航：关注世博、合并作用下业绩超预期带来的机会》）

占有上海市场份额约一半的东航，将是世博会盛宴的最大受益者，其次是国际航线占比较大的国航。

图 12: 二三季度上海市场将出现 30-40% 的高增长

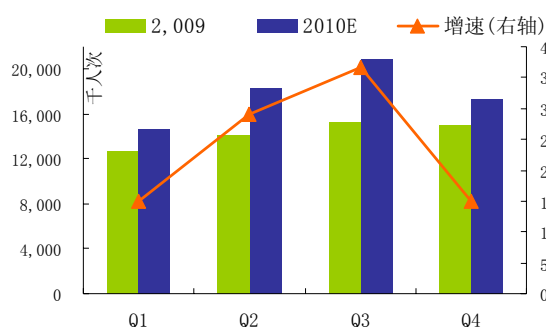
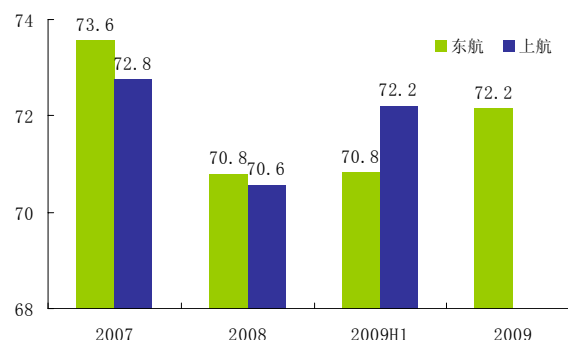


图 13: 2007-2009 东航客座率



资料来源：民航资源网，CEIC，中投证券研究所

三、行业评级

行业趋势向上，人民币升值预期加强，维持航空业“看好”评级。行业马上进入 4 月小旺季，5 月开始的世博会将推动行业客源及收益水平进一步攀升。同时，行业不乏事件性驱动，建议关注东航（世博会、入盟、引进战略投资者、人民币升值）、国航（重组预期）、南航（人民币升值），推荐次序为 ST 东航、中国国航、南方航空、海南航空。

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