

航空运输Ⅲ

王鹏（研究主管）

执业证书编号：S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

谢红

执业证书编号：S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

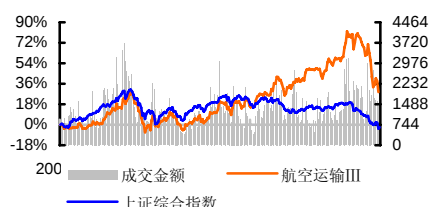
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	7
总市值(亿元)	2955
占 A 股比例(%)	1.41%
平均市盈率(倍)	61.14

行业表现

(%)	1M	3M	6M
航空运输Ⅲ	-28.33	-7.16	7.25
上证综合指数	-18.22	0.00	-22.02



相关报告

《航空行业-量价齐升推动主业绩大幅增
长——3 月行业数据点评及行业跟踪》

《航空行业 2010 年 2 季度投资策略-行业景
气、人民币升值双轮驱动，世博锦上添花》

《2010 年投资策略-区域消费升级驱动行
业增长》2010-1-05

航空运输Ⅲ行业

看好

行业景气持续，淡季逢低布局

——4 月行业数据点评及行业跟踪

投资要点：

- 4 月行业周转量维持高增速，但受换季及火山灰事件影响同比增速略有下滑。4 月行业总周转量 43.2 亿吨公里，同比上涨 27.1%。其中，旅客周转量同比增速 17.2%。货邮周转量 14.4 亿吨公里，同比增速 48.8%。4 月增速略有下滑的因素有：1) 三月底换季后，新的航权、时刻管理制度下航班计划及运力投放略受影响。2) 欧洲火山灰事件对国际航线的短期影响。
 - 4 月运营效率维持高位，行业供需维持高景气：客座率 79.2%，同比提升 2.6%；日利用率 9.5 小时，同比提升 0.2 小时，4 月总载运率 72%，同比提升 5.5%。在高运营效率下，估计票价指数仍维持高位运行。
 - 主业盈利能力继续攀升：一季度三大航毛利率均已超过近几年的一、二、四季度。今年 1 到 4 月，国内航空公司利润总额为 69.2 亿元，估计三大航 4 月利润总额约为 15-20 亿，主业盈利能力已超过一季度。
 - 维持世博会利好行业的观点：1) 虽然世博初期客流低于预测，但上升趋势明显。预计暑运七八月客源将有明显增长。2) 上海市场行业景气程度仍较高，预计票价水平提升仍较明显，对盈利预测影响较小。3) 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。
 - 国内航油价格滞后上调 500 元/吨：1) 假设二季度国内燃油附加费未同步上调，则航油上涨的成本增支将由航空公司负担，影响南航、东航、国航二季度净利润约 1.4、1.16、0.72 亿。2) 2010 年 5 月 17 日 WTI 国际原油收于 70.08 美元/桶，相对前期超过 86 美元/桶的价位有明显下调，有利于国际航线航油成本的降低，且若油价维持此低位，则国内航油出厂价有望下调。
- **行业评级和投资策略：**航空行业一季度大幅跑赢大盘，但近期调整较大，我们认为主要是由于基于大盘系统性风险的调整以及受人民币近期升值预期减弱影响。但人民币升值预期仍存在，行业基本面仍维持高景气，预计旺季与世博叠加将使主业绩加速上行。维持对行业看好的评级，建议淡季逢低布局，重点推荐 ST 东航和中国国航。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600115	ST 东航	0.08	0.48	0.54	0.44	84.4	14.1	12.5	15.3	强烈推荐
601111	中国国航	0.41	0.86	0.87	0.63	25.7	12.3	12.1	16.8	强烈推荐
600029	南方航空	0.05	0.38	0.28	0.17	129.0	17.1	22.9	37.6	推荐
600221	海南航空	0.09	0.32	0.35	0.23	59.1	17.7	16.2	24.7	推荐

一、行业 4 月数据点评

1.1 4 月行业周转量增速略有下滑

4 月行业实现总周转量 43.2 亿吨公里，同比上涨 27.1%，环比下降 3.3%，主要是 4 月总天数少一天。其中，旅客周转量同比增速 17.2%。货邮周转量 14.4 亿吨公里，同比增速 48.8%。

4 月增速略有下滑的主要原因为：

1) 三月底换季后，新的航权、时刻管理制度下航班计划及运力投放略受影响。其中，停止审批繁忙机场“一月一批”的非定期航班计划，对近年运力增长较快、非定期航班较多的航空公司影响较大。

2) 欧洲火山灰事件对国际航线的影响。冰岛埃亚菲亚德拉火山从 4 月 14 日开始喷发。这次喷发将大量火山灰抛至几千米的高空，并被吹向欧洲大陆。随后，考虑到对航空安全的影响，欧洲大部分国家终止了部分甚至所有航班。对中国航空公司欧洲航班运行也造成短期影响。

图 1: 行业运输周转量增速

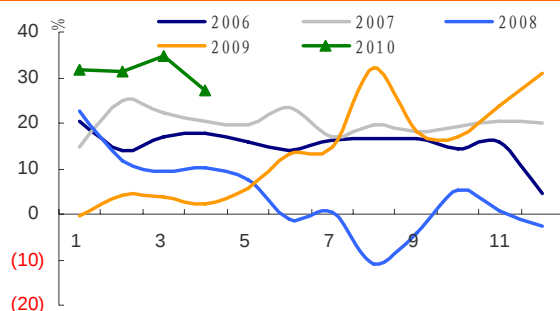
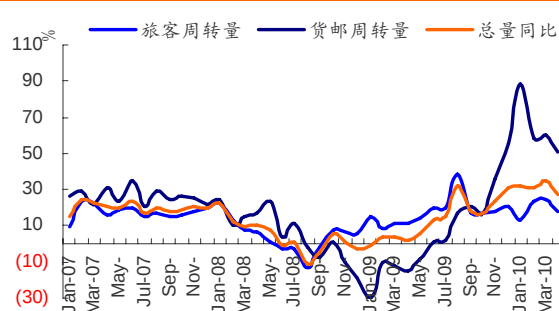


图 2: 行业运输周转量增速（分航线）



资料来源：民航总局、中投证券研究所

图 3: 旅客运输量增速-国内航线

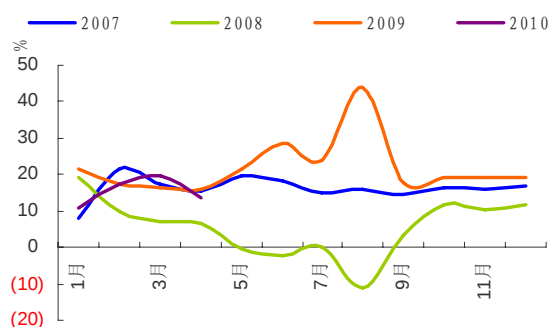
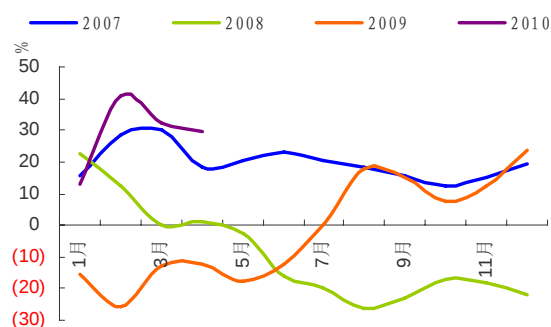


图 4: 旅客运输量增速-国际航线



资料来源：民航总局、中投证券研究所

图 5: 行业货邮运输量

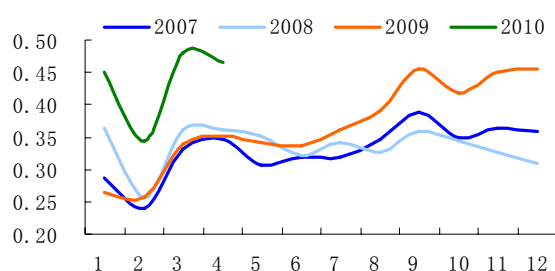
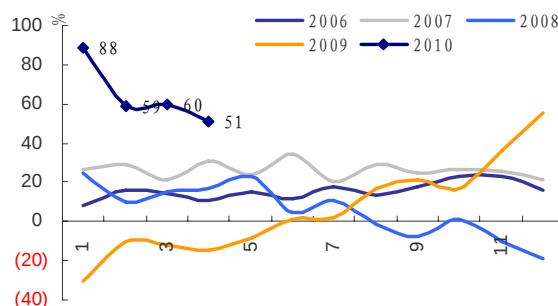


图 6: 货运用周转量增速



资料来源: 民航总局、中投证券研究所

1.2 运营效率维持高位

4 月客座率 79.2%，同比提升 2.6%。4 月日利用率 9.5 小时，同比提升 0.2 小时。4 月总载运率 72%，同比提升 5.5%。

日利用率、客座率、载运率几项指标的同时提升并维持高位，说明行业供需格局维持高景气。

图 7: 行业旅客周转量同比增速

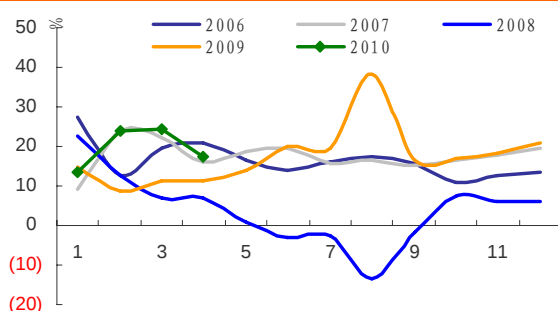
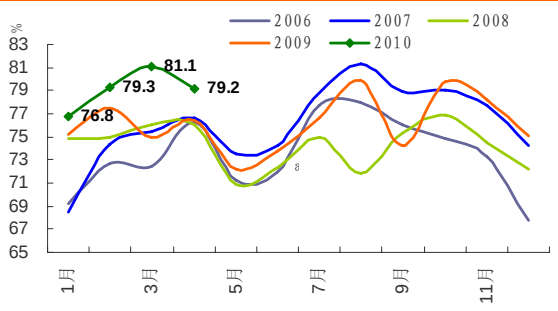


图 8: 行业客座率



资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

图 9: 行业日利用率

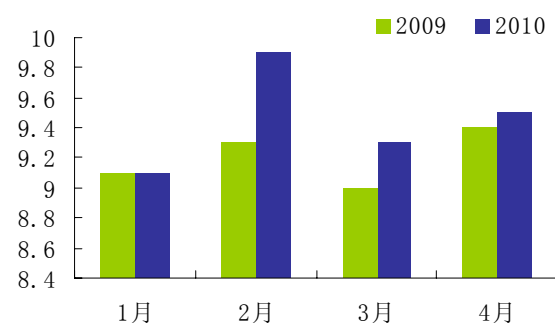
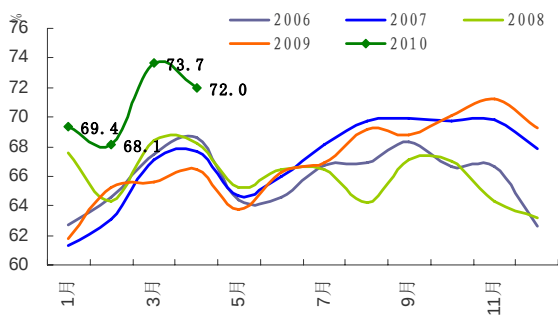


图 10: 行业总载运率



资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

图 11: 行业票价指数-国内航线

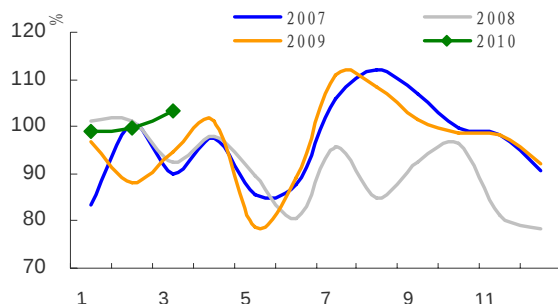
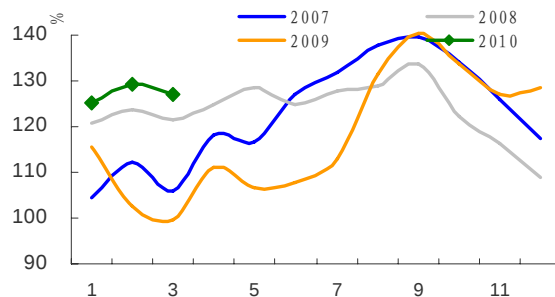


图 12: 行业票价指数-国际航线



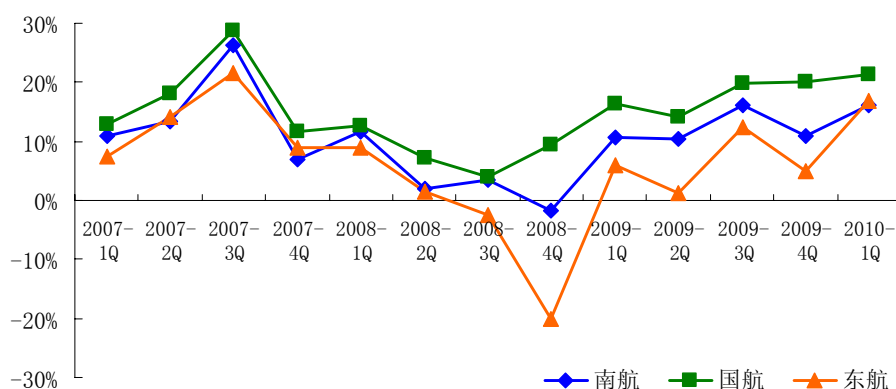
资料来源: CEIC、民航总局、中投证券研究所

1.3 主业盈利能力继续攀升

运营效率的提升,以及受益油价的平稳增长、燃油附加费征收,一季度三大航毛利率均已超过近几年的一、二、四季度。

今年1到4月,国内航空公司利润总额为69.2亿元(民航资源网)。估计三大航4月利润总额约为15-20亿,三大航主业盈利能力已超过一季度。

图 13: 三大航毛利率



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

二、行业跟踪

2.1 世博会初期客流低于预期,但入园人数呈上升趋势

世博第一周(5月1日至5月7日),日均入园约15万人次,根据官方原预测7000万人次计算,日均应为38万。世博客流明显低于预期。

但第二周,日均入园约19万人次,环比上周增长26%。第三周前四天,日均客流达26.8万人次,环比增速超40%,5月15日达33.5万人次。

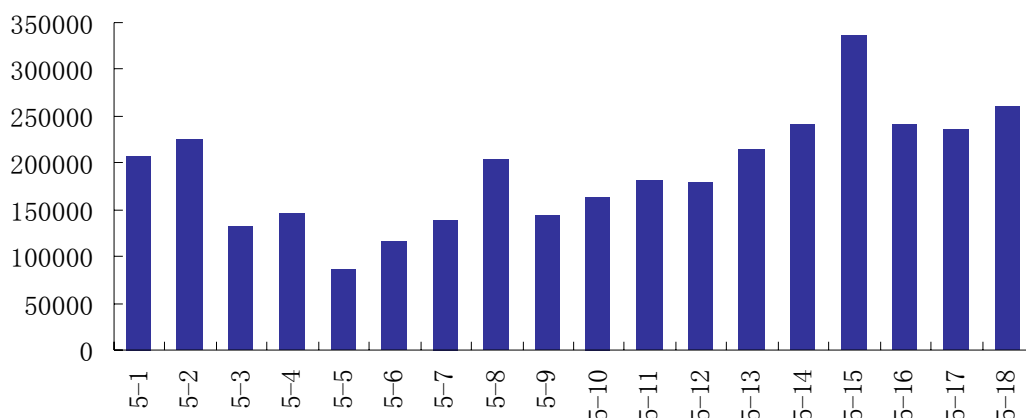
关于世博会,我们观点如下:

1. 虽然世博初期客流低于预测,但上升趋势明显。预计暑运七八月客源将有明显增长。

2. 上海市场景气程度仍较高，预计票价水平提升仍较明显，对盈利预测影响较小。

3. 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 14: 世博每日票检入园人数



资料来源：世博会官网、中投证券研究所

2.2 国内航油价格滞后上调 500 元/吨

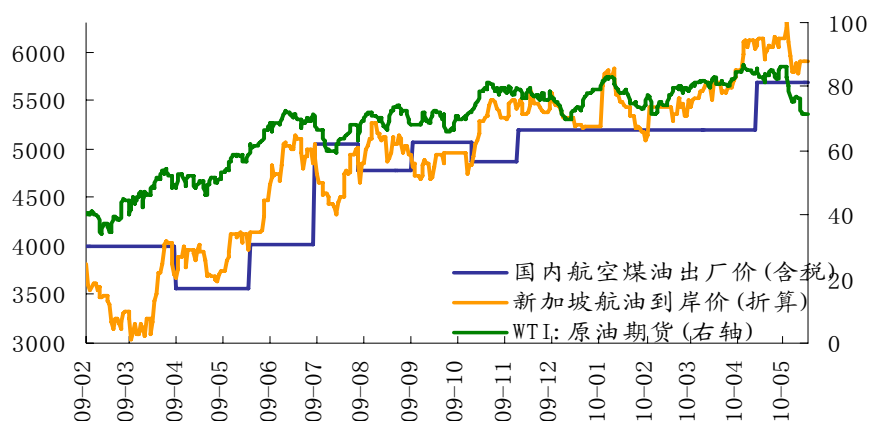
航油出厂价自 4 月 14 日上调 500 元后为 5690 元/吨。内航内线自 5 月 18 日起执行，但燃油附加费仍为 20/40 元，暂未按照燃油附加费联动机制上调至 40/70。

按照燃油附加费与航油联动机制，若燃油附加费同步上调，则航空公司仅需负担约 20% 的成本增支。假设二季度国内燃油附加费未同步上调，则航油上涨的成本增支将由航空公司负担。

若燃油附加费保持 20/40 元，考虑至二季度末，内航内线油价上调 500 元/吨，则南航、东航、国航二季度净利润分别减少约 1.4 亿、1.16 亿、0.72 亿。

但近期国际油价下调明显，2010 年 5 月 17 日 WTI 国际原油收于 70.08 美元/桶。油价相对前期超过 86 美元/桶的价位有明显下调，有利于国际航线航油成本的降低，若维持此低位，则国内油价将有望下调。

图 15 国际油价、国内航油出厂价与理论价



资料来源：WIND、中投证券

表 1: 5.18 日国内航油价格上涨对航空公司二季度盈利影响估计(5.18-6 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	19	-72	-0.006
南航	36	-140	-0.014
东航	30	-116	-0.010

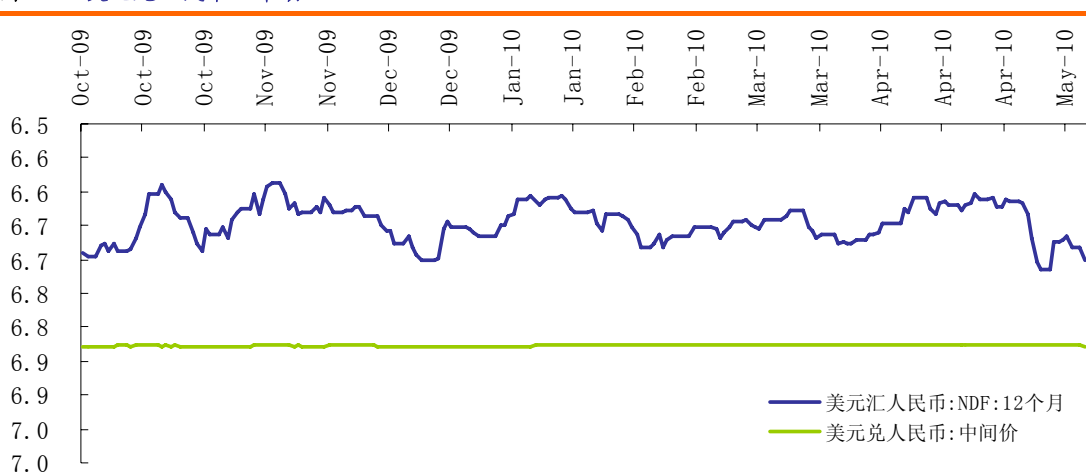
资料来源：中投证券研究所

2.3 人民币升值 1%，南航、东航、国航 EPS 增加 0.035、0.033、0.027 元

受欧洲主权债务危机、美元升值等影响，美元兑人民币一年期 NDF 报价由 2010-4-30 的 6.6146 升至 2010-5-17 的 6.7018，人民币兑美元一年升值预期由 3.2%降为 1.9%。

根据 2009 年报披露数据，南航、东航、国航各约有 450、308、400 亿元人民币的美元负债，上航 2008 年半年报披露美元外债为 184.1 亿以人民币。以此测算，人民币升值 1%，南航、东航、国航（考虑合并深航）净利润分别增加 3.5、3、3.7 亿元，ESP 分别增加 0.035、0.033、0.027 元。

图 16 美元兑人民币一年期 NDF



资料来源：WIND、中投证券

表 2: 2010 年人民币升值对航空公司盈利影响测算

	人民币升值 1%			人民币升值 3%			股本/亿
	汇兑收益/亿	净利润/亿	EPS/元	汇兑收益/亿	净利润/亿	EPS/元	
南航	4.5	3.5	0.035	13.5	10.5	0.105	100.83
国航	4.0	3.0	0.023	12.0	9.0	0.069	129.93
国航（考虑深航并表后）			0.027		10.5	0.081	
东航	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

三、行业评级和投资策略

航空行业一季度大幅跑赢大盘，但近期调整较大，我们认为主要是由于基于大盘系统性风险的调整以及受人民币近期升值预期减弱影响。但人民币升值预期仍存在，行业基本面维持高景气，预计旺季与世博叠加将使主业业绩加速上行。维持对行业看好的评级，建议淡季逢低布局，重点推荐 ST 东航和中国国航。

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, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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