

量价齐升，业绩向好

报告要点

● 国内客运市场：同比增长依旧，增速环比略降

4 月份国内的航空旅客运输量为 1997 万人，同比增长 13.46%。三大航空公司的国内客运周转量增速都较 3 月有所放缓，国航是客座率唯一上升的公司，国内综合票价指数环比上升 8.82%。

● 国际客运市场：复苏与自然灾害的博弈

4 月国际航线旅客运输量 160 万人，同比增长 29.4%，较 3 月 32.37% 的增速略有放缓，但相比金融危机之前 07 年 4 月的数据也有 15% 左右的增量。东航、南航国际客运周转量快速增长，国航客座率稳居第一。国际航线票价水平环比上升 22%。

● 货运市场：增速略有放缓

4 月国际航线货邮运输量继续快速增长 69.68%，带动整体货邮运输量同比上升 33.94%，航空公司货运周转量处于快速增长区间。自 09 年 10 月以来，PMI 指数 7 个月中 6 次高于 55，4 月 PMI 指数回升至 55.7，我们认为 5 月货运周转量将继续保持较高增速。

● 国际油价快速下跌，升值时间存在不确定性

4 月底 WTI 轻质原油价格在 86 美元/桶左右，但目前随着美元的走强，油价已经迅速跌至 70 美元/桶附近。国内航油出厂价维持在 5690 元/吨。由于欧洲债务危机后美元走强，人民币也随美元相对于欧元升值，同时债务危机可能影响中国的出口，因此升值的时机存在较大不确定性。

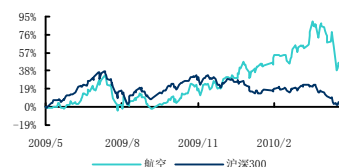
● 重点推荐公司

在行业需求向好，成本压力略现的阶段，我们认为国际客运和货运占比较高、对油价敏感性较低的航空公司更具有投资价值，因此我们推荐中国国航；而 ST 东航一方面受益于“世博会”的客流带动最为明显，同时合并上航后成本方面的协同效应以及 1 年后正式加入天合联盟给公司带来多重利好，维持“推荐”评级。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600115	ST 东航	推荐
601111	中国国航	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

ST 东航	09A	10E	11E
PE	126.93	41.12	33.67
PB	18.96	16.05	10.87
EV/EBITDA	16.24	16.57	13.84
中国国航	09A	10E	11E
PE	25.55	26.62	27.74
PB	5.36	5.89	4.99
EV/EBITDA	14.07	12.69	10.97

相关研究

《民航外顺内和，高铁冲击有限》2010-4-22

《客货齐带动，淡季不淡》2010-4-21

分析师：

吴云英

(8621)68751160

wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208120194

联系人：

沈晓峰

(8621) 68751772

shenxf@cjsc.com.cn

正文目录

国内客运市场——同比增长依旧，增速环比略降.....	4
4 月国内旅客运输量同比增长 13%	4
国内航线旅客周转量增速放缓，客座率仅国航上升	4
4 月国内航线票价上升明显	5
国际客运市场——复苏与自然灾害的博弈	6
国际航线旅客运输量增长 29%，预计增速还将上升	6
东航、南航国际客运周转量快速增长，国航客座率稳居第一	6
国际航线票价水平大幅提升	7
货运市场——增速略有放缓.....	8
低基数继续带来高增速，但增速略有放缓.....	8
航空公司货运周转量仍在快速增长区间	8
未来趋势：继续保持高增速	9
油价、燃油附加费与汇率	10
国际油价快速下降，国内航油出厂价上调至 5690 元/吨.....	10
人民币汇率暂时稳定，升值时间存在不确定性	11
主要机场旅客周转量增速略降，货邮吞吐量增速上升	11
重点关注及投资建议.....	13
航空：中国国航——客运供需向好，外延式扩张加快网络建设	13
ST 东航——长短期利好提升公司投资价值.....	13
风险提示	14

图表目录

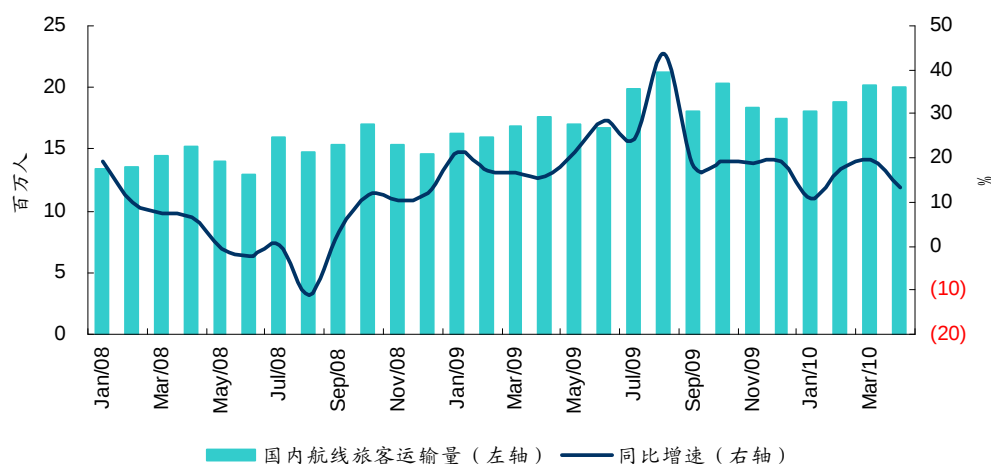
图 1: 国内航线旅客运输量	4
图 2: 航空公司国内客运周转量同比增速	4
图 3: 航空公司国内客运航线可用座公里同比增速	4
图 4: 航空公司国内客运航线客座率	5
图 5: 国内航线票价指数	5
图 6: 国际航线旅客运输量	6
图 7: 航空公司国际客运周转量同比增速	6
图 8: 航空公司国际客运航线可用座公里同比增速	6
图 9: 航空公司国际客运航线客座率	7
图 10: 中国民航亚洲及港澳地区航线、国际航线（不含亚洲地区）票价指数	7
图 11: 中国民航邮货运输量同比增速	8
图 12: 国航货运周转量	8
图 13: 国航货运载运率	8
图 14: 南航货运周转量	9
图 15: 南航货运载运率	9
图 16: 东航货运周转量	9
图 17: 东航货运载运率	9
图 18: 美国货运周转量与 PMI 指数	10
图 19: 中国货运周转量与 PMI 指数	10
图 20: 国内外油价走势	10
图 21: 人民币—美元汇率走势	11
图 23: 虹桥机场运营数据	12
图 24: 浦东机场运营数据	12
图 25: 白云机场运营数据	12
图 26: 深圳机场运营数据	12
图 27: 厦门机场运营数据	13
图 28: 首都机场运营数据	13
图 29: 世博会检票入园人数	14
 表 1: 2010 年第 2 季度燃油附加费收取标准	 11
表 2: 2010 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性	11
表 3: 主要公司估值水平	14

国内客运市场——同比增长依旧，增速环比略降

4月国内旅客运输量同比增长13%

4月份国内的航空旅客运输量为1997万人，同比增长13.46%。4月为航空传统旺季，即使不考虑运力逐月自然增长的影响，4月的旅客运输量为上半年最高。但今年3月淡季不但不淡，而且很旺，因此，虽然4月旅客运输量同比增长13%，但环比低于三月1个百分点。

图 1：国内航线旅客运输量

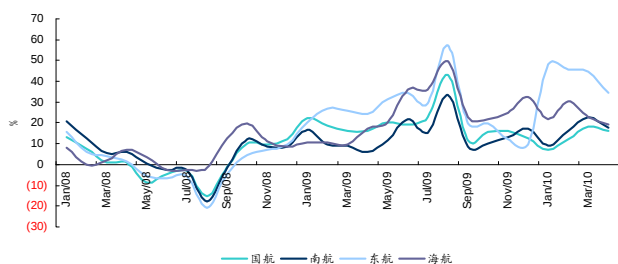


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

国内航线旅客周转量增速放缓，客座率仅国航上升

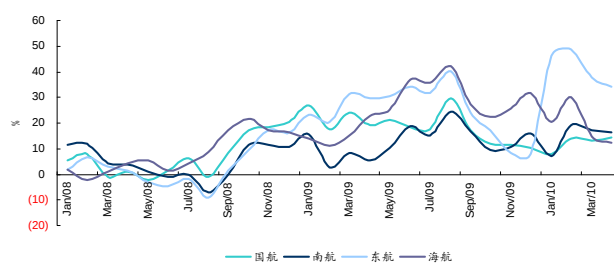
从各大航空公司4月的国内航线客运周转量来看，三大航空公司的国内客运周转量增速都较3月有所放缓。其中东航增速下降最快，由3月的44.54%下降至34.57%，主要原因是4月东航的可用座公里同比增长34.18%，低于上月的37.66%，同时客座率水平环比下降了2.43个百分点。国航和南航分别有16.43%和17.46%的客运周转量增速，较3月增速分别下降2个和5个百分点。

图 2：航空公司国内客运周转量同比增速



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

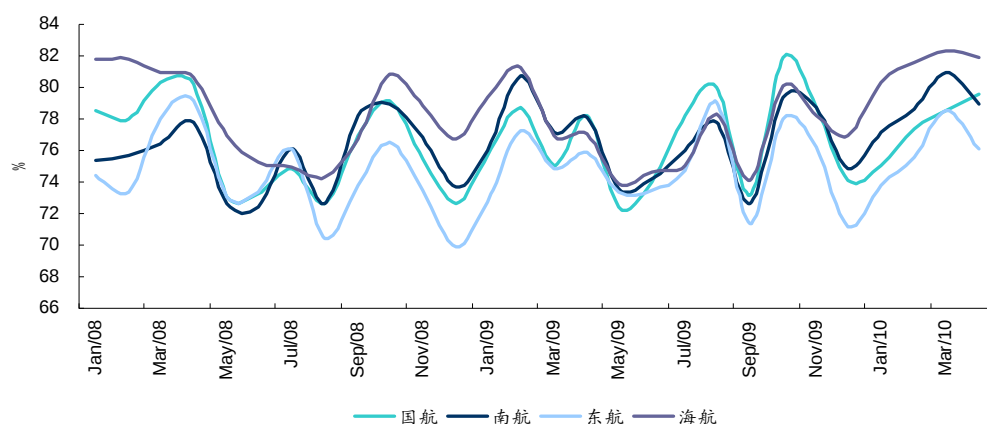
图 3：航空公司国内客运航线可用座公里同比增速



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

从4月国内客运航线客座率情况来看，海航81.9%最高，国航79.6%次之，南航为78.9%，东航76.14%。国航是唯一一家运力增速环比提升的公司，也是唯一客座率上升的公司。其他三家航空公司均有1-2个百分点的客座率环比下降。

图 4：航空公司国内客运航线客座率

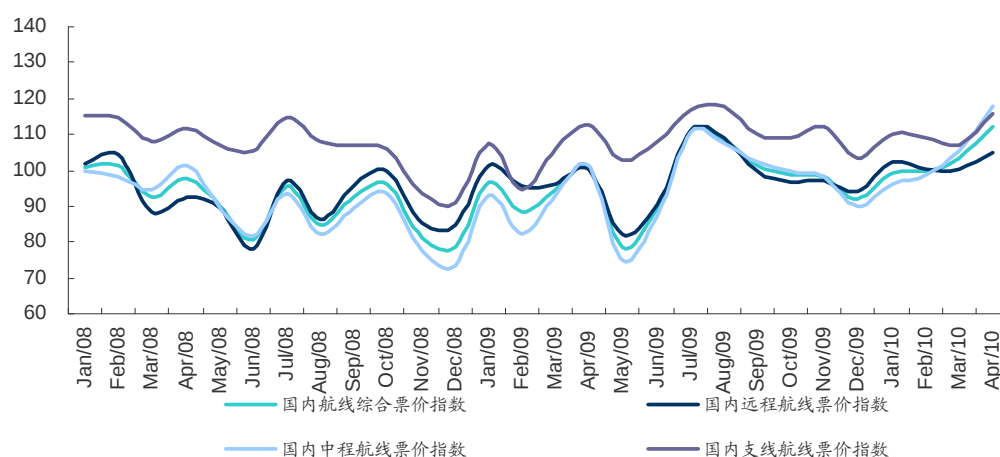


资料来源：公司公告，长江证券研究部

4月国内航线票价上升明显

4月国内航线票价环比有明显提升，国内航线综合票价指数环比上升8.82%，国内远程、中程和支线票价指数环比分别上升4.79%、11.78%和8.32%。

图 5：国内航线票价指数



资料来源：CEIC，长江证券研究部

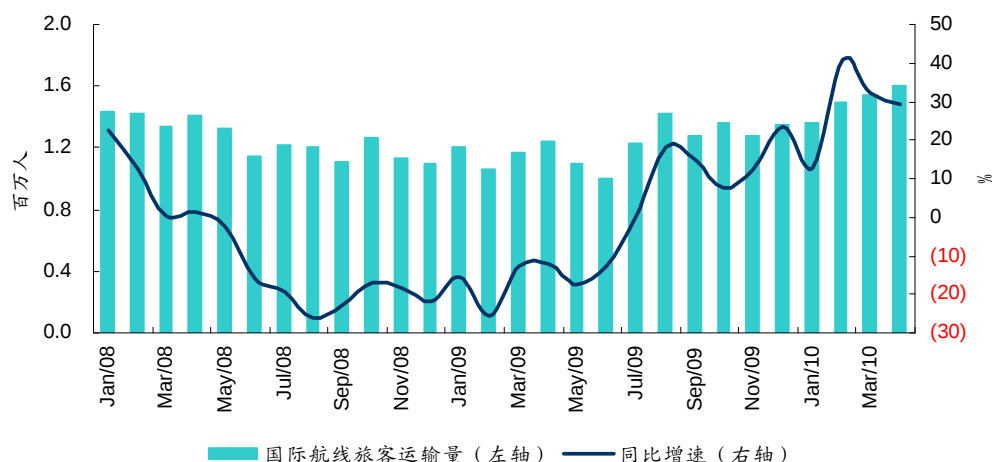
注：“中国民航国内航线价格指数”以BSP系统提供的样本航线票价数据为基础编制。

国际客运市场——复苏与自然灾害的博弈

国际航线旅客运输量增长 29%，预计增速还将上升

根据民航总局公布的数据，4 月国际航线旅客运输量 160 万人，同比增长 29.4%，较 3 月 32.37% 的增速略有放缓，但相比金融危机之前 07 年 3 月的数据也有 15% 左右的增量。国际客运航线的复苏态势在延续，尽管“世博会”开幕至今的参观人数低于预期，但由于去年 5 月受到 H1N1 流感的影响，基数很低，预计 5 月的同比增速超过 40% 为大概率事件。

图 6：国际航线旅客运输量

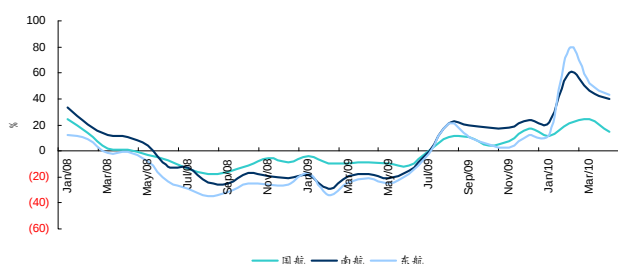


资料来源：CEIC，长江证券研究部

东航、南航国际客运周转量快速增长，国航客座率稳居第一

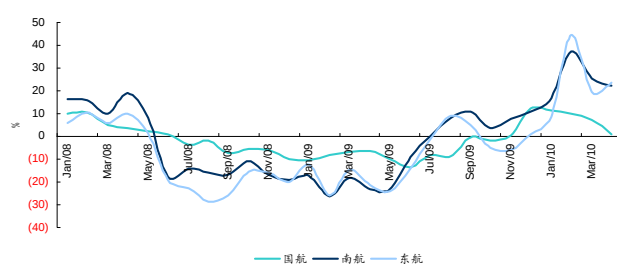
南航由于今年国际航线运力投放较大、东航由于合并了上航的经营数据，因此国际客运航线的运力投放增速都超过了 20%，因此南航和东航的国际客运周转量同比分别增长 40% 和 43.05%，而国航因为运力投放同比仅增加 1.03%，因此周转量提升仅 14.87%。欧洲火山灰对国内航空公司的影响目前看来不大，但 5 月再次喷发后，需要看此次持续时间的长短来判断其真实影响。

图 7：航空公司国际客运周转量同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

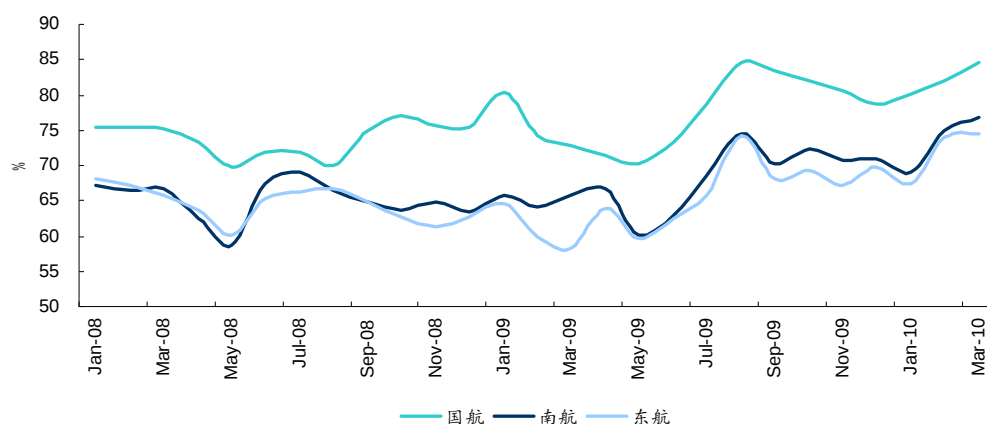
图 8：航空公司国际客运航线可用座公里同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

4 月份三大航空公司的国际客运航线客座率整体出现了环比下降，国航和南航均下降了 3 个百分点以上，只有东航下降了 1 个百分点以内。一方面是因为欧洲火山灰带来的负面影响，另一方面东航可能受益于“世博会”的先期客流诱导作用，抵消了部分的客座率影响。

图 9：航空公司国际客运航线客座率

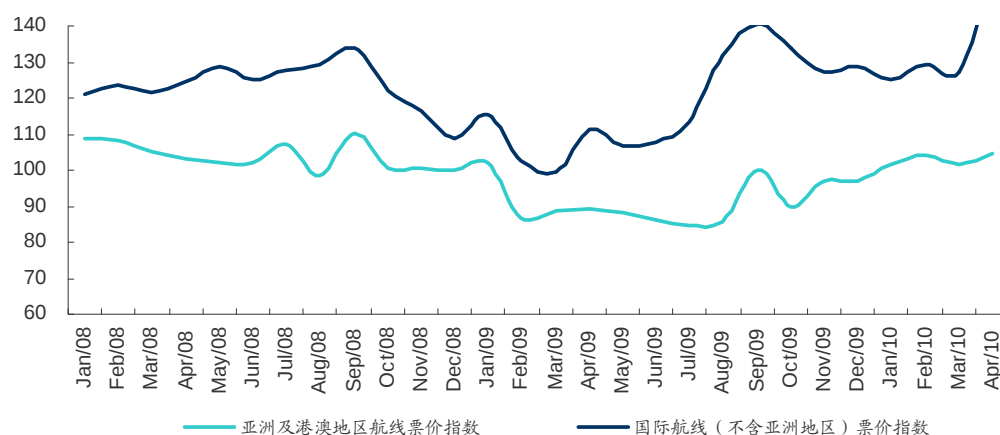


资料来源：公司公告，长江证券研究部

国际航线票价水平大幅提升

国际航线（不含亚洲地区）票价指数在 4 月出现了大幅上升，从 127 上升至 155，环比上升 22%，亚洲及港澳地区航线的票价指数略有上升，从 102 回升至 104。

图 10：中国民航亚洲及港澳地区航线、国际航线（不含亚洲地区）票价指数



资料来源：中国民用航空，长江证券研究部

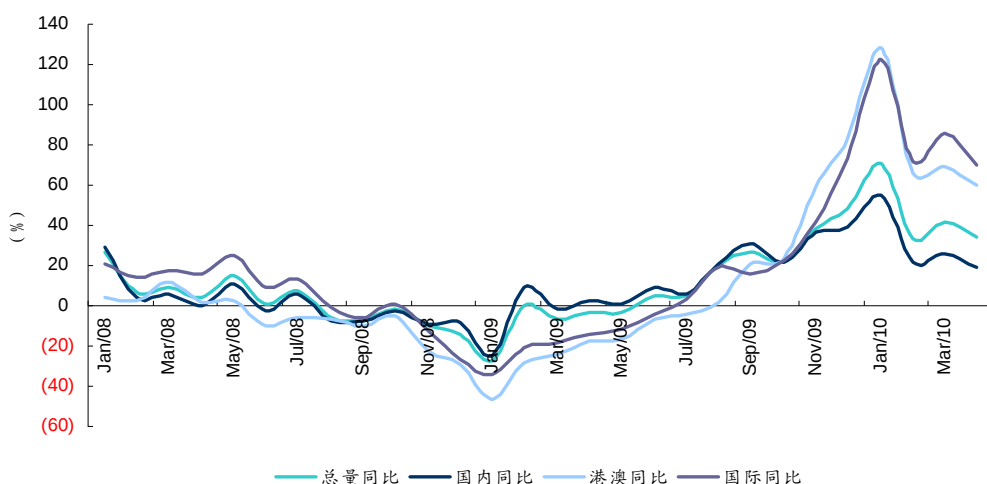
注：“中国民航亚洲及港澳地区航线票价指数”、“中国民航国际航线（不含亚洲地区）票价指数”以 BSP 系统提供的样本航线票价数据为基础编制。

货运市场——增速略有放缓

低基数继续带来高增速，但增速略有放缓

从中国民航总局统计的数据来看，4月国际航线货邮运输量继续快速增长 69.68%，虽然增速较上月下降约 15 个百分点，但仍然带动整体货邮运输量同比上升 33.94%。我们认为欧美经济复苏态势良好，补库存需求的带动是国际货运需求快速复苏的主要因素。

图 11：中国民航邮货运输量同比增速

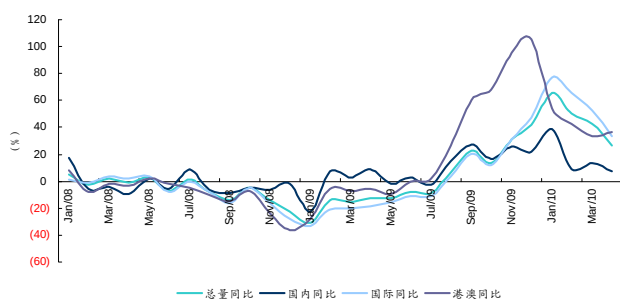


资料来源：CEIC, 长江证券研究部

航空公司货运周转量仍在快速增长区间

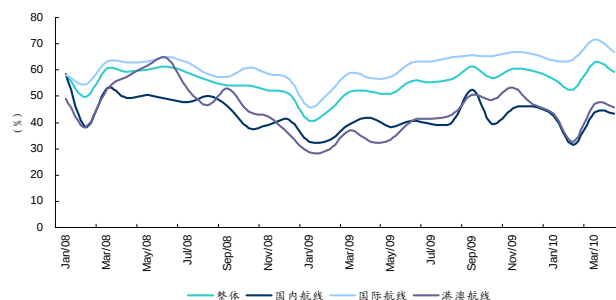
4月，南航货运周转量同比增长 81.98%，主要是由于自 09 年底至今公司引进了 2 架 B777F 和 1 架 A300F 货机，机队数量由原先的 2 架增至 5 架，在需求向好的背景下运营数据提升较快。东航则是由于将上航的数据纳入统计口径，因此货运周转量增速上升至 96.94%。国航货运业务较为平稳，货运周转量同比增长 26.83%。货运载运率方面，国航由于运力投放平稳，保持在 59.5% 左右，东航可能是受到“世博会”的带动，上升至 64.69%，南航则因前期运力投放剧增，货运载运率尚处于恢复过程中，目前为 49.24%。

图 12：国航货运周转量



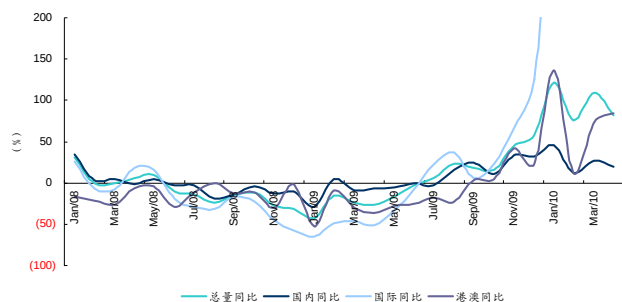
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：国航货运载运率



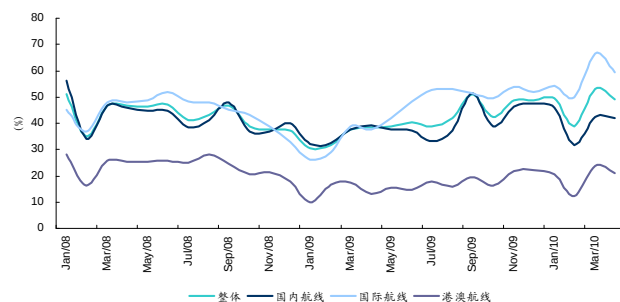
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 24：南航货运周转量



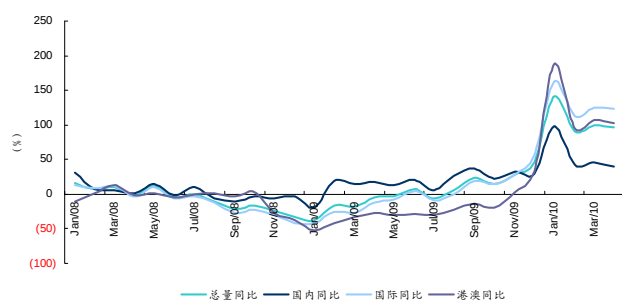
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15：南航货运载运率



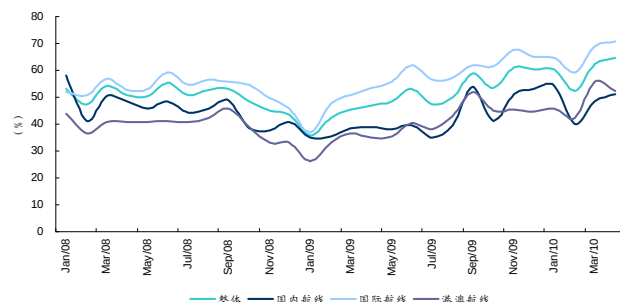
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 36：东航货运周转量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 17：东航货运载运率

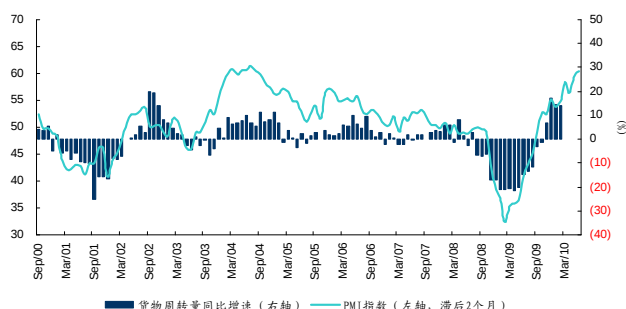


资料来源：公司公告，长江证券研究部

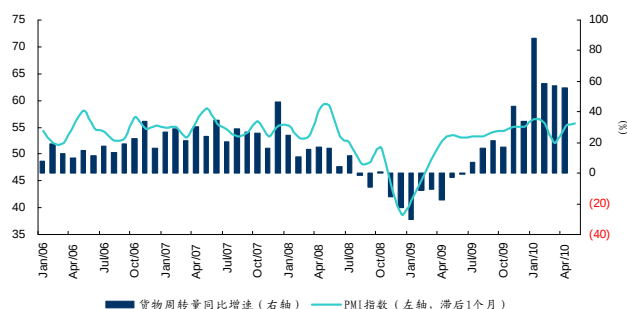
未来趋势：继续保持高增速

我们发现，PMI 指数（采购经理指数）可以作为一国航空货运周转量增速的先导指标，即当月的 PMI 指数上升，那么 1-2 个月之后的航空货运周转量增速也很有可能上升，反之亦然。以美国为例，2000 年 9 月以来，美国的 PMI 指数（滞后 2 个月）与国内航空货运周转量增速呈现出较高的正相关性。产生这种现象的原因在于，PMI 指数上升意味着采购经理的购买需求扩大，那么未来（可能有 2 个月左右的时滞）采购量释放时航空货运周转量增速也会随之上升。

同样的现象也存在于中国。以 2006 年 1 月为时间起点，中国的 PMI 指数（滞后 1 个月）与国内航空货运周转量增速呈现出了较高的正相关性，并且我们发现自 09 年 10 月以来，PMI 指数 7 个月内 6 次高于 55，4 月 PMI 指数继续上升至 55.7，4 月航空货运周转量同比增长 55.35%，而基于历史上 PMI 指数相对货运周转量增速的先导性特征，我们认为 5 月货运周转量将继续保持较高增速。

图 48: 美国货运周转量与 PMI 指数


资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

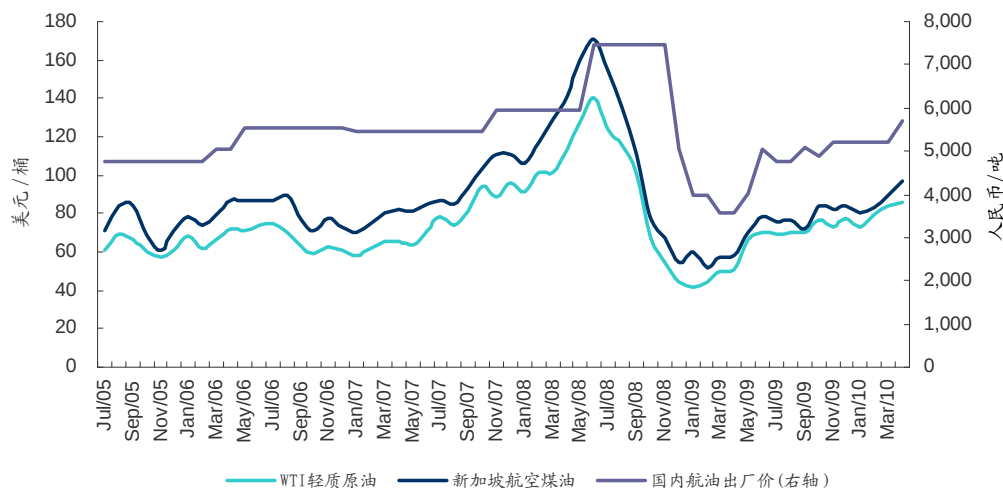
图 19: 中国货运周转量与 PMI 指数


资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

油价、燃油附加费与汇率

国际油价快速下降，国内航油出厂价上调至 5690 元/吨

4 月底 WTI 轻质原油价格在 86 美元/桶左右，但目前随着美元的走强，油价已经迅速跌至 70 美元/桶附近。国家发改委已宣布自 4 月 14 日起将航油出厂价从 5190 元/吨上调至 5690 元/吨，上涨 9.63%，这是自去年 11 月以来首次调整航油价格。

图 20: 国内外油价走势


资料来源: Bloomberg, 国家发改委, 长江证券研究部

由于新的燃油附加费率定价办法是每季度调整一次费率收取上限，而 2010 年第二季度的附加费收取上限确定为 20 元/人和 40 元/人后，因此在航油出厂价上调后，各大航空公司最快将在 7 月可以调整燃油附加费。

表 1: 2010 年第 2 季度燃油附加费收取标准

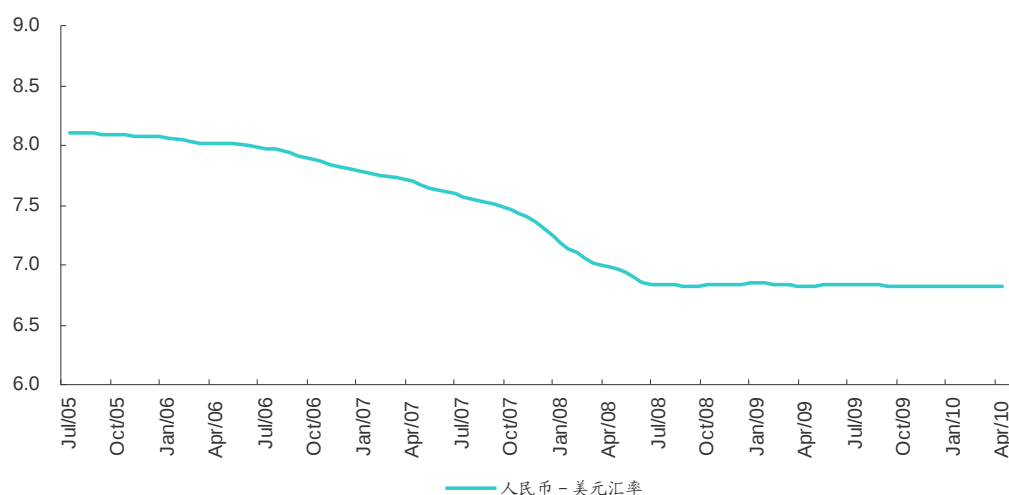
航线	单位收取率	航空煤油综合采购成本	收取标准	四舍五入后收取标准
800 公里(含)以下航线	0.00002818	5200	23.90	20
800 公里以上航线	0.00002818	5200	44.81	40

资料来源：发改委，长江证券研究部

人民币汇率暂时稳定，升值时间存在不确定性

目前人民币汇率已经成为市场的关注重点，4 月人民币汇率一度创下“汇改”以来的新高，参考 9 个月期 NDF 的 6.7560 水平，我们预计年内人民币升值将是大概率事件，但由于欧洲债务危机后美元走强，人民币也随美元相对于欧元升值，同时债务危机可能影响中国的出口，因此升值的时机存在较大不确定性。

图 21: 人民币—美元汇率走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 2: 2010 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性

EPS 对人民币升值敏感性			
人民币升值幅度	南航	国航	东航
-1%	-0.03	-0.02	-0.02
0%	0.00	0.00	0.00
1%	0.03	0.02	0.02
2%	0.06	0.05	0.05
3%	0.08	0.07	0.07
4%	0.11	0.09	0.09

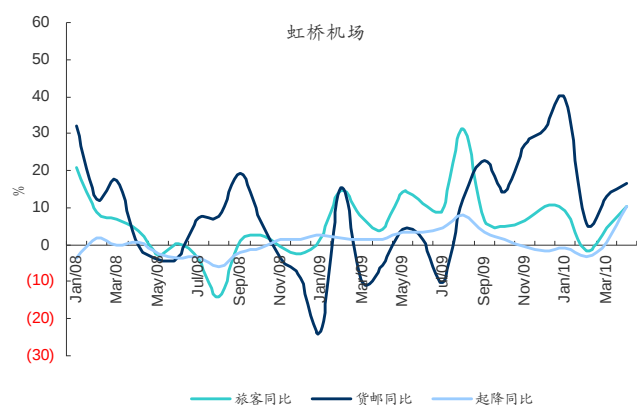
资料来源：长江证券研究部

主要机场旅客周转量增速略降，货邮吞吐量增速上升

上海的 2 家机场方面，货邮吞吐量复苏都要好于旅客吞吐量，虹桥、浦东机场的旅客吞吐量

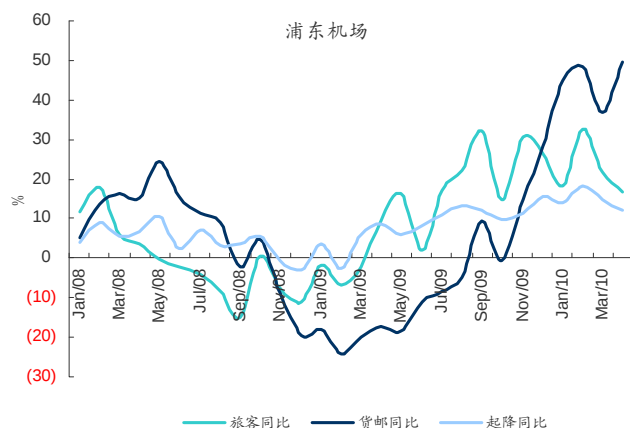
分别同比增长 10.32%和 16.56%，货邮吞吐量则为 16.71%和 49.39%。分地区来看，浦东机场 4 月国内起降架次增速高于国际，但旅客和货邮吞吐量增速则是国际高于国内，表明国际航班的客座率水平提升较快，高于国内航线。

图 23: 虹桥机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 24: 浦东机场运营数据

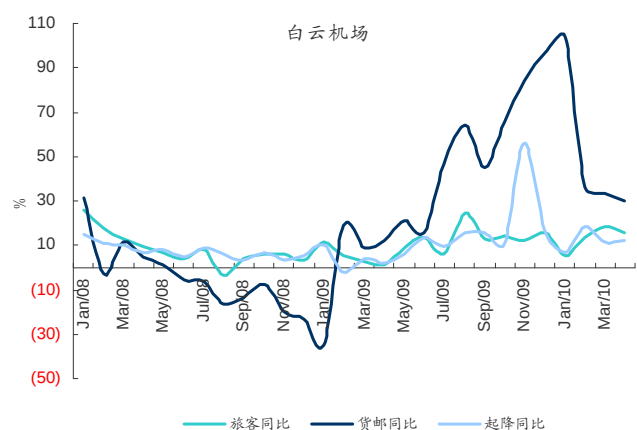


资料来源：CEIC，长江证券研究部

白云机场 4 月旅客吞吐量同比增长 15.64%，货运吞吐量增速 29.93%。

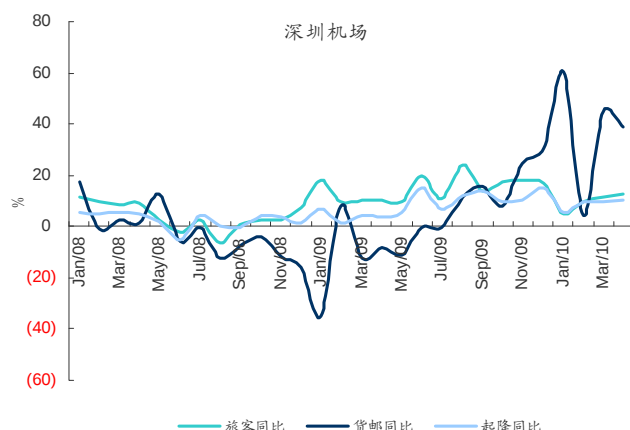
深圳机场 4 月的旅客吞吐量增速为 12.58%，货运吞吐量同比增长 38.64%，2 月后维持高增速，主要原因是 2 月 UPS 落户深圳机场，在度过农历新年的低运量期和调试期后，增速将持续维持在高位。

图 25: 白云机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 26: 深圳机场运营数据

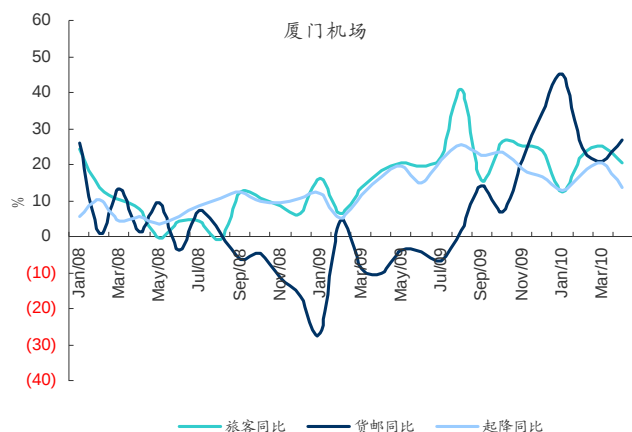


资料来源：CEIC，长江证券研究部

厦门机场 4 月旅客吞吐量增速小幅回落至 20.45%，货邮吞吐量增速则有所回升，从 3 月的 21.01% 上升至 26.96%。

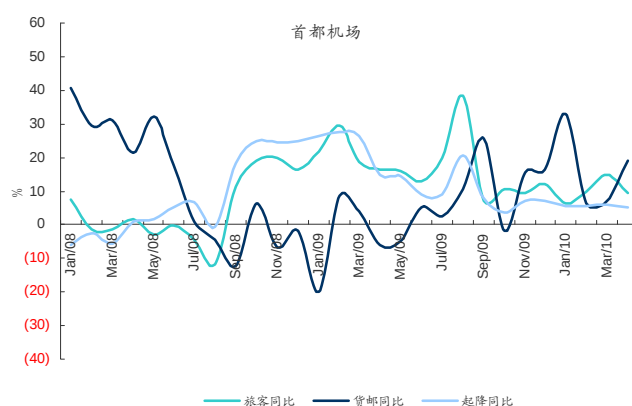
首都机场 4 月旅客吞吐量同比增速下降约 5 个百分点至 9.58%，货邮吞吐量同比增速上升约 10 个百分点至 18.90%。

图 27：厦门机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 28：首都机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

重点关注及投资建议

航空：中国国航——客运供需向好，外延式扩张加快网络建设

1) 2010 年公司整体可用座公里（ASK）增速将在 13% 左右，其中国际航线增长 8%-10%，国内航线增长 15% 以上，而客运需求增速将超过 15%，带来客座率提升 1 个百分点以上，有利于公司航空业务的增收。

2) 对深航注资之前，国航的主要运营基地是北京和成都，而在珠三角地区的控制力较弱，广州是南航的运营基地。注资之后，国航在深圳机场的份额将从原先的 13% 一跃提升至 43%，超过南航的 28% 成为深圳市场份额第一的航空公司；在广州，南航约有 50% 的市场份额，而国航加深航也已达 20% 左右的市场份额，稳居第二，对南航在广州的绝对控制地位带来挑战。因此，国航已拥有北京、成都和深圳 3 个市场份额占第一的运营基地，同时深圳航空在广州、无锡和南宁也具有较高的市场份额，这使得国航在国内的航线网络建设中处于领先地位。

3) 目前国内航油价格已经上调至 5690 元/吨，对各大航空公司都产生了一定压力，考虑到国际油价格略低于国内的因素，我们看好公司在航油价格较高情况下的相对运营优势。

我们预测国航 2010-2011 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.51 元，对应 PE 为 19.79 倍和 20.57 倍，维持“推荐”评级。

ST 东航——长短期利好提升公司投资价值

1) 2010 年公司计划交付 26 架飞机（包含上航），而目前运营的飞机数为 322 架，即使不考虑飞机退出，2010 年新东航飞机架数将由 322 架上升至 348 架，运力仅提升 8.07%。

2) “新东航”诞生后, 协同效应何时能在财务层面显现将是我们关注的重点。

3) 东航加入天合联盟长期来看对公司是利好, 旅客运输量、成本控制等各方面将长期受益, 但短期对公司的业绩影响较小。

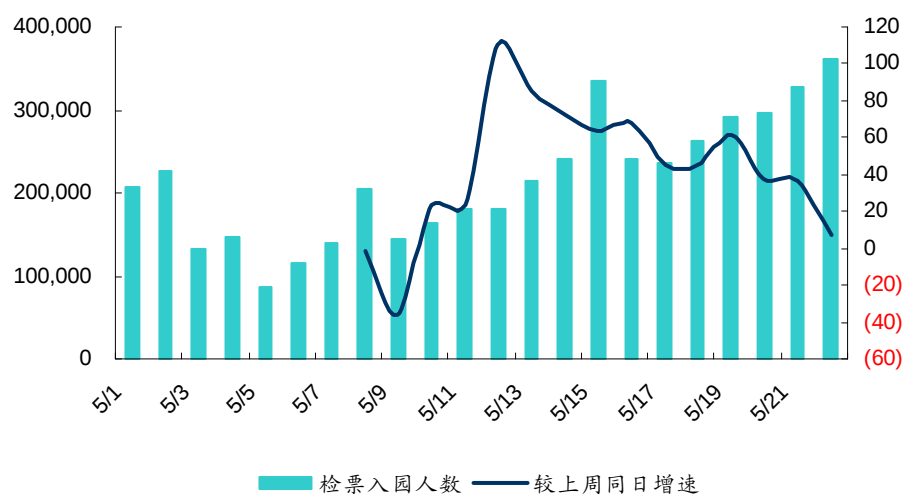
我们对公司 2010-2011 年的业绩预测分别为 0.21 元和 0.25 元, 对应 PE 为 34.05 倍和 28.60 倍, 维持“推荐”评级。

表 3: 主要公司估值水平

公司简称	本期投资评级	报表日股价	EPS (元) 本次预测			PE (倍)		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
上海机场	推荐	12.71	0.37	0.55	0.61	34.35	23.11	20.84
白云机场	推荐	9.42	0.47	0.54	0.55	20.04	17.44	17.13
深圳机场	谨慎推荐	5.90	0.34	0.37	0.39	17.35	15.95	15.13
厦门空港	谨慎推荐	17.18	0.91	0.95	1.02	18.88	18.08	16.84
南方航空	推荐	6.46	0.04	0.36	0.31	161.50	17.94	20.84
ST 东航	推荐	7.15	0.08	0.21	0.25	89.38	34.05	28.60
海南航空	推荐	5.38	0.09	0.20	0.21	59.78	26.90	25.62
中国国航	推荐	10.49	0.42	0.53	0.51	24.98	19.79	20.57

资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 29: 世博会检票入园人数



资料来源: 上海世博会官方网站, 长江证券研究部

风险提示

国际原油价格下降可能带来有原油套保业务的公司公允价值变动出现负值, 人民币升值幅度低于预期也将减少公司的汇兑收益, 另外近期的冰岛火山灰如果持续时间增加, 也将对各航空公司的正常运营带来负面影响。

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，浙江大学经贸英语学士，美国西雅图城市大学工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，航空行业研究员。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，航空行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。