

5 月增长强劲，旺季即将来临



行业评级

看好 中性 看淡（维持）

报告日期

2010 年 06 月 04 日 星期五

章琪

交通运输行业高级分析师

021-63325888-6066

执业证书编号：S0860108031036

事件： 我们最新观测到香港空货站数据与浦东机场国际货运站数据，显示 5 月国际货运吞吐量与总货运吞吐量都达到了历史最高水平，货运的强劲复苏持续。由于客货趋势的一致性 & 我们了解的航空公司最新运营情况，4、5 两月盈利均大幅增长，超出市场预期。同时随着旺季的临近，航空公司盈利在 4、5 月份的基础上，有望加速增长。在股市内忧外患的情绪逐步释放这后，航空公司盈利相对整体 A 股公司盈利的高增长性，将使其估值获得恢复性提升，而旺季盈利水平的加速将成为这一估值水平提升的催化剂。

- **5 月复苏势头继续强劲。**香港空货站数据显示，5 月共处理货量为 25315 吨，创历史峰值，同比增年增长 44.6%，环比 4 月份增长 4%。浦东国际机场货运站数据显示为进出港合计为 121254 吨，同比增长 105%，环比 4 月增长 5.5%。其中的国际货运量优于国内货运量，同比增长 103%，环比亦大增长 5.8%。由于客货运行趋势的一致性，5 月航空客运增长量也持续高增长，据我们了解，今年 5 月没有再现去年 5 月相对 4 月的疲弱。这两个货运站数据很好的显示了亚太地区航空货运，特别是中国航空货运的强势增长，结合我们了解的情况，我们判断航空公司 4、5 月盈利维持在高水平的基础上（约在 22 亿左右）。
- **世博效应在某些航线上表现明显。**世博效应目前在某些航线上显现，5 月东航上海始发航班客座率已从 76% 升至 85%，个别日客座率已达到 91%，南航上海航班客座率约 81%，国航上海出港航班客座率已从 85% 升至 90% 以上。同时最近一些重要商务航线两舱客座率也有了较大的提升，中国国航的两舱整体客座率达到了 50% 以上。世博的持续，将为航空公司带来一定的增量效益，特别是往来上海航班多的航空公司。
- **欧洲债务危机对中国航空公司影响有限。**中国国航目前的来往欧洲的航班约占其整体收入的 11%，东方航空约为 3%—4%，南方航空这一比例在 2%—3%，除中国国航外，一方面欧洲业务占比较低，另一方面，来往欧洲主要发达国家的航线占主导，且欧洲航空市场本身复苏较慢，欧洲债务危机对航空公司影响基本可以忽略不计，静态看，如果欧洲航线收入下滑 5%，那么中国国航 EPS 将下滑 0.02 元。动态看，欧元的贬值引致的中国的出境游的增长将使这一效果影响可能更加微弱。
- **淡季已旺，旺季更旺。**进入 4 月份以后，市场进入了一个相对淡季，但今年 4、5 月份的运营数据与盈利表现使得这种淡季呈现了往年旺季也难以企及的盈利能力，随着旺季的来临，航空公司盈利能力将进一步提升。最新的市场，使我们调整对票价水平与燃油成本原先的假设，我们上调原来预期的票价水平，同时下调原来预期的燃油成本。随着旺季的临近，航空公司盈利在 4、5 月份的基础上，有望加速增长。在股市内忧外患的情绪逐步释放这后，航空公司盈利相对整体 A 股公司盈利的高增长性，将使其估值获得恢复性提升，而旺季盈利水平的加速将成为这一估值水平提升的催化剂。
- **我们持续推荐中国国航（601111.SH），同时我们认为东方航空（600115.SH，未评级）盈利相比去年预计也有了大幅增长，且往来上海航班票价水平与客座率受世博影响提升明显，时间较长，值得关注。**

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1：5 月浦东国际货运站数据继续创新高

货量 吨	国内航空货运量			国际航空货运量			合 计		
	进 港	出 港	小 计	进 港	出 港	小 计	进 港	出 港	小 计
Jan-09	885	382	1,266	9,402	30,876	40,278	10,287	31,258	41,545
Feb-09	826	413	1,239	15,466	26,141	41,607	16,292	26,554	42,846
Mar-09	911	532	1,443	18,456	40,746	59,202	19,367	41,278	60,645
Apr-09	1,068	965	2,033	19,936	40,582	60,518	21,004	41,547	62,551
May-09	1,070	985	2,055	19,653	37,188	56,841	20,723	38,173	58,896
Jun-09	1,074	1,080	2,154	22,714	39,821	62,535	23,788	40,901	64,689
Jul-09	970	1,117	2,087	25,510	47,351	72,861	26,480	48,468	74,948
Aug-09	1,440	1,383	2,823	24,238	48,406	72,644	25,678	49,789	75,467
Sep-09	2,172	2,183	4,355	35,424	60,688	96,112	37,596	62,871	100,467
Oct-09	1,790	2,069	3,859	37,007	68,168	105,175	38,797	70,237	109,034
Nov-09	1,951	2,371	4,322	35,734	75,995	111,729	37,685	78,366	116,051
Dec-09	2,314	2,385	4,699	36,605	62,812	99,417	38,919	65,197	104,116
Jan-10	2,308	2,349	4,657	32,998	53,587	86,585	35,306	55,936	91,242
Feb-10	1,732	1,735	3,467	28,506	47,240	75,746	30,238	48,975	79,213
Mar-10	2,254	2,542	4,796	44,582	65,540	110,122	46,836	68,082	114,918
Apr-10	2,457	3,121	5,578	41,320	68,016	109,336	43,777	71,137	114,914
May-10	2,331	3,202	5,533	43,395	72,326	115,721	45,726	75,528	121,254

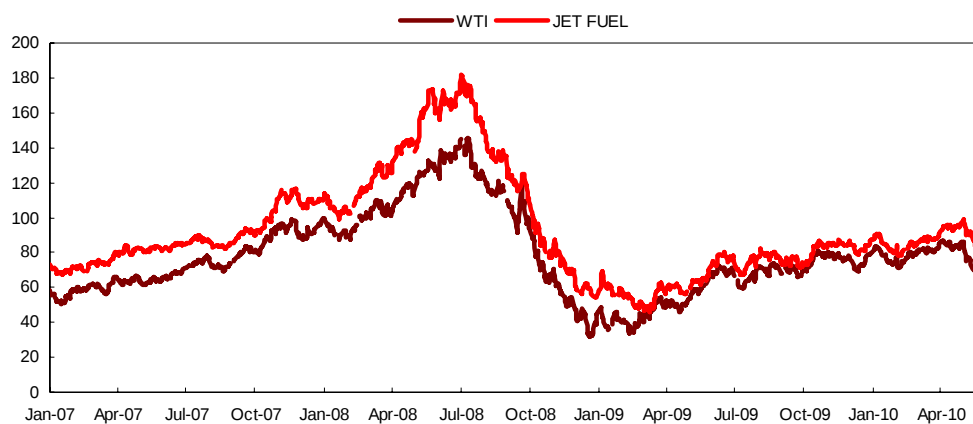
资料来源：东方证券研究所整理

图 2：5 月香港空货站数据达到历史最高

	Import	Export	Transshipment
May-08	59,303,368	118,174,566	40,749,738
Jun-08	57,638,919	118,208,755	43,275,636
Jul-08	56,934,546	120,009,524	42,207,333
Aug-08	53,908,965	120,020,747	46,037,562
Sep-08	53,413,302	125,886,344	42,346,175
Oct-08	51,445,588	127,333,706	42,909,431
Nov-08	46,905,897	118,604,020	37,117,579
Dec-08	44,796,659	88,222,647	34,375,479
Jan-09	36,653,743	75,694,355	30,194,453
Feb-09	38,849,971	64,546,285	29,940,674
Mar-09	48,201,148	96,513,900	41,666,171
Apr-09	46,949,233	89,977,279	37,547,365
May-09	49,617,392	90,618,525	37,292,636

Jun-09	51,239,996	96,764,739	39,164,608
Jul-09	55,589,735	103,278,077	41,439,579
Aug-09	56,004,251	107,934,124	42,129,231
Sep-09	57,661,496	117,037,845	37,003,130
Oct-09	59,335,388	123,769,688	42,050,848
Nov-09	60,560,073	139,995,961	39,746,305
Dec-09	65,392,648	126,759,400	39,591,588
Jan-10	60,318,663	115,297,966	36,408,523
Feb-10	50,683,542	91,804,472	37,303,601
Mar-10	63,790,467	131,356,740	48,142,580
Apr-10	61,770,877	138,202,988	48,167,940
May-10	65,059,000	142,052,000	50,194,000

资料来源：东方证券研究所整理

图 3：航空煤油价格变动


资料来源：BLOOMBERG

表 1：国际航空股估值比较

Security	TICKER	P/E	P/B	P/S	本年预测 P/E	P/EBITDA	下年预测 P/E	市值/收入	本年 EPS 预测
欧洲航空公司									
AF	法荷航	N.A.	0.55	0.11	N.A.	1.08	13.53	0.17	-1.12
LHA	汉莎航空	N.A.	0.74	0.17	10855.00	1.47	13.24	0.24	0.00
BAY	英国航空	N.A.	1.23	0.17	156.92	1.26	10.57	0.35	0.01
SAS	北欧航空	N.A.	0.48	0.09	N.A.	6.33	5.12	0.22	-0.04
RYA	瑞安航空	22.01	1.71	1.51	15.33	N.A.	13.49	1.45	0.21
EZJ	简易喷气	17.51	1.31	0.45	15.77	7.76	9.60	0.60	0.26

美国航空公司									
AMR	美国航空	N.A.	N.A.	0.08	N.A.	2.58	13.79	0.13	-1.10
DAL	达美航空	N.A.	152.56	0.21	8.42	N.A.	6.75	0.32	1.66
CAL	大陆航空	N.A.	5.34	0.08	7.84	3.22	6.26	0.20	2.74
UAUA	联合航空	N.A.	N.A.	0.05	5.33	N.A.	4.46	0.13	3.82
ALK	阿拉斯加航空	13.84	1.97	0.19	8.95	3.20	8.06	0.36	5.44
LCC		N.A.	N.A.	0.04	5.08	N.A.	4.04	0.07	1.72
JBLU	蓝色喷气	42.20	1.21	0.32	20.22	2.90	11.97	0.48	0.31
亚洲航空公司									
SIA	新加坡航空	78.45	1.26	0.74	13.75	3.93	10.30	1.43	N.A.
9202	全日空	N.A.	1.42	0.45	268.00	3.43	27.07	0.54	N.A.
9205	日本航空	N.A.	N.A.	0.27	N.A.	3.26	N.A.	0.28	N.A.
THAI	泰国航空	3.87	0.62	0.06	5.29	0.79	4.64	0.20	N.A.
20560	韩亚航空	N.A.	1.70	0.15	N.A.	1.27	143.48	0.16	N.A.
293	国泰航空	12.37	1.37	0.39	15.44	2.60	11.21	0.85	N.A.

资料来源：BLOOMBERG

表 2：国际航空股股价变动

Security	TICKER	前一天收盘价	五天	一月	三月	六月	一年
欧洲航空公司							
AF	法荷航	9.282	-1.30%	-22.65%	-5.35%	-12.56%	-16.53%
LHA	汉莎航空	10.6	-3.37%	-14.38%	-3.28%	-0.14%	7.51%
BAY	英国航空	191.7	2.79%	-17.01%	-9.23%	-1.08%	20.34%
SAS	北欧航空	0.84	6.33%	-36.36%	-20.08%	-57.03%	-53.10%
RYA	瑞安航空	3.259	1.84%	-13.78%	-6.89%	14.96%	-8.30%
EZJ	简易喷气	396.6	1.54%	-18.46%	-4.23%	6.99%	23.84%
美国航空公司							
AMR	美国航空	7.48	14.55%	1.49%	-18.61%	28.74%	72.35%
DAL	达美航空	13.85	7.28%	13.34%	7.20%	75.09%	149.10%
CAL	大陆航空	20.92	11.93%	-3.24%	1.26%	53.94%	132.70%
UAUA	联合航空	19.75	11.53%	-3.71%	15.16%	172.41%	335.98%
ALK	阿拉斯加航空	46.72	10.34%	11.00%	33.49%	58.70%	208.79%
LCC		8.45	23.54%	33.49%	15.28%	143.52%	226.25%
JBLU	蓝色喷气	6.06	11.14%	-7.06%	14.77%	12.22%	38.04%
亚洲航空公司							
SIA	新加坡航空	14.14	-1.81%	-6.61%	-4.97%	4.28%	28.75%
9202	全日空	273	-0.36%	-6.51%	1.49%	24.66%	-22.66%
9205	日本航空	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
THAI	泰国航空	22	-10.93%	-10.20%	-3.51%	30.95%	46.67%
20560	韩亚航空	6680	-12.68%	17.81%	76.72%	84.02%	67.63%
293	国泰航空	14.42	-4.63%	-11.32%	0.00%	11.78%	33.52%

资料来源：BLOOMBERG

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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