

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

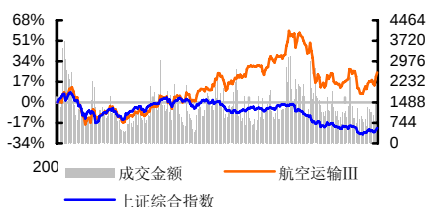
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	6
总市值（亿元）	3228
占 A 股比例（%）	1.23%
平均市盈率（倍）	65.52

行业表现

（%）	1M	3M	6M
航空运输Ⅲ	4.63	-17.20	2.72
上证综合指数	0.62	-15.13	-19.77



相关报告

《航空运输-多重利好，建议淡季布局迎接旺季——5 月行业数据点评及行业跟踪》

《航空行业 2010 年下半年投资策略-淡季布局，期待旺季量价齐升》2010-6-8

《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

旺季盛宴如期来临，政策利好持续释放

——6 月行业数据点评及行业跟踪

民航局公布 6 月航空行业数据。

投资要点：

- 6 月行业总周转量保持 33.4% 的高增速，客运尤其国际航线客运表现突出：①6 月旅客周转量同比增速 27.8%，国内、国际航线实现周转量分别为 264.2、62.17 万人公里，同比增速分别为 22.7%、55.4%，国内、国际均保持高于前五月的增速，尤其国际航线增幅较大；②货邮周转量 14.1 亿吨公里，同比增速达 46.0%；③上半年行业共完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为 253.8 亿吨公里、1.26 亿人次和 264.1 万吨，同比增长 31.7%、17.6%和 38.6%。
- 6 月淡季很旺，运营效率维持高位，其中客座率同比提升 7%达 81%：①6 月日利用率 9.2 小时，同比提升 0.4 小时；②总载运率 72.4%，同比提升 6.3%；③客座率 81%，同比提升 7%。历史同期行业客座率均在 75%以下，我们认为，6 月高客座率是行业景气持续以及世博会、旺季提前等多因素的结果。④在运营效率攀升的情况下，二季度票价如预期已呈现加速提升态势。
- 主业大幅超历史同期，预计三季度票价水平提升有望使主业业绩超预期：上半年行业景气如我们预期向好，在客运增速、客座率提升幅度甚至略超过我们的预期。预计国航、南航、东航上半年净利润约为 42 亿、21 亿、20 亿，EPS 分别约为 0.34、0.26、0.18 元。预计三季度旺季与世博叠加，客座率将进一步攀升，预计票价相对客座率变化上升更加明显，三大航毛利率有望超过 30%。
- 行业经营环境持续改善，期待政策利好进一步释放：①自 2010 年 1 月 1 日起，国际航线营业税获得减免；2010 年 6 月 1 日起，国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，国航、东航于 7 月初宣布两舱价格上调方案。②预计下半年民航局方面将通过落实更多支持政策，重点促进国际航线和航空货运的发展。关注特殊远程国际航线补贴政策、国际航线税费减免的种类和范围及货运相关补贴政策。
- 行业评级及投资策略：预计在人民币升值、政策利好预期及旺季效应下，航空业三季度跑赢上证指数的概率较大，维持行业“看好”评级，关注中国国航控股深航后整合协同效应、国际航线和货运复苏带来主业和投资收益的增长，东方航空的合并协同效应、旺季与世博叠加效应、引进战略投资者进展，推荐次序为中国国航、东方航空、南方航空、海南航空。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601111	中国国航	0.41	0.86	0.87	0.63	28.62	13.68	13.49	18.75	强烈推荐
600115	东方航空	0.08	0.48	0.54	0.44	89.63	14.94	13.28	16.30	强烈推荐
600029	南方航空	0.05	0.38	0.28	0.17	134.60	17.81	23.88	39.26	推荐
600221	海南航空	0.09	0.32	0.35	0.23	60.02	17.96	16.42	25.09	推荐

一、行业 6 月数据点评

1.1 6 月行业周转量同比增速 33.4%，客运尤其国际航线客运表现突出

6 月行业实现总周转量 44.08 亿吨公里，同比上涨 34.1%，其中，旅客周转量同比增速 27.8%。货邮周转量 14.1 亿吨公里，同比增速达 46.0%。

客运表现突出：从旅客周转量看，国内、国际实现周转量分别为 264.2、62.17 万人公里，同比增速分别为 22.7%、55.4%，国内、国际均保持高于前五月的增速，尤其国际航线增幅较大。

货运维持高增长：由于基数因素，增速略有下降，但增速仍达 46%。国内、国际航线实现周转量 4.05、10.08 万吨公里，同比增速分别为 15%、63.7%。考虑 2009 年下半年货运开始复苏，预计下半年货运同比增速将有所下降。

上半年累计完成运输总周转量、旅客周转量、货邮周转量分别为 253.8 亿吨公里、1912.6 亿人公里、83 亿吨公里，同比增速分别为 31.7%、21.5%、58.5%。

图 1：行业运输周转量增速

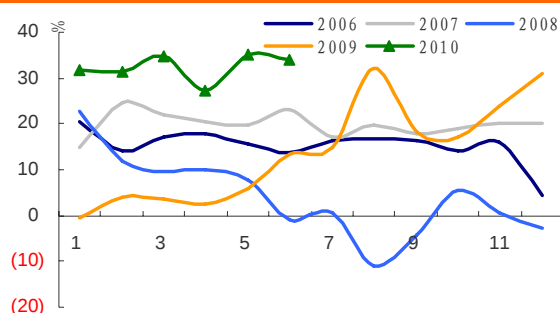
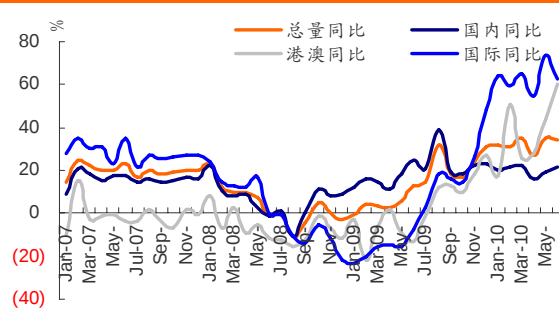


图 2：行业运输周转量增速（分航线）



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

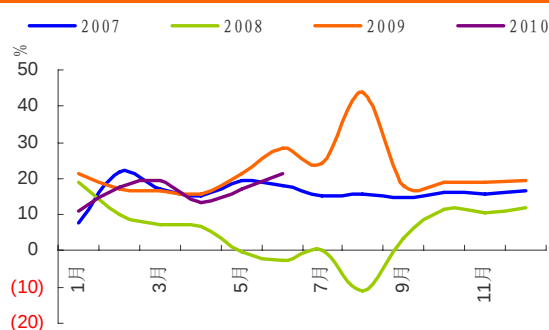
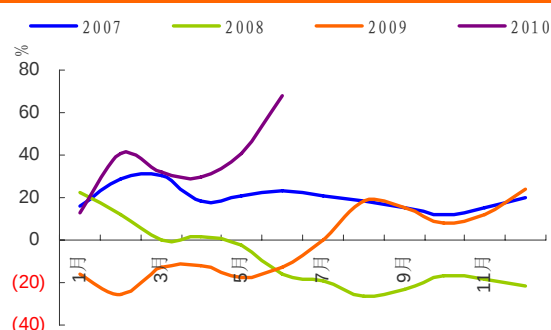


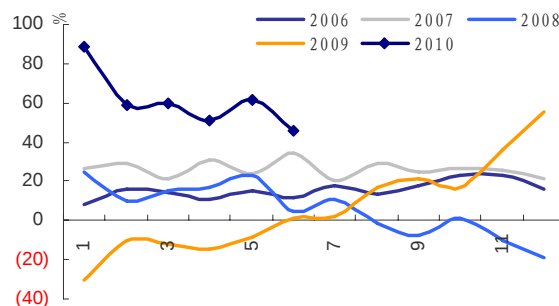
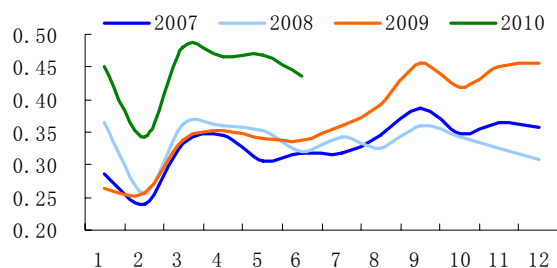
图 4：旅客运输量增速-国际航线



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 运营效率保持高增长：客座率同比提升达 7%，达 81%

6月日利用率 9.2 小时，同比提升 0.4 小时，增幅在今年以来仅低于春运 2 月份。

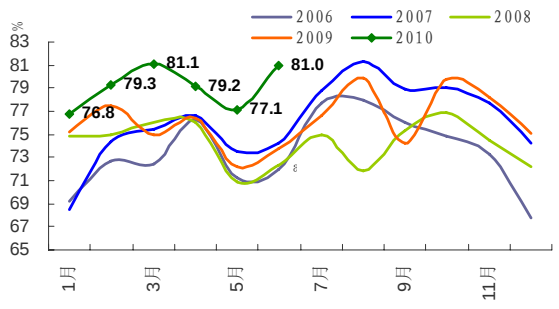
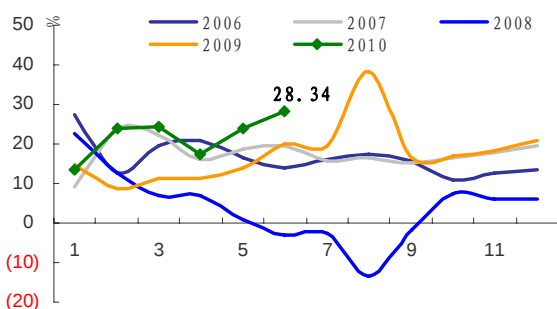
6月客运需求的高增长，拉动客座率同比大幅提升 7%，达 81.0%。历史同期行业客座率均在 75%以下，我们认为，6月高客座率是行业景气持续以及世博会、旺季提前等多因素的结果。

6月总载运率 72.4%，同比提升 6.3%。

在运营效率攀升的情况下，二季度票价如预期已呈现加速提升态势。

图 7：行业旅客周销量同比增速

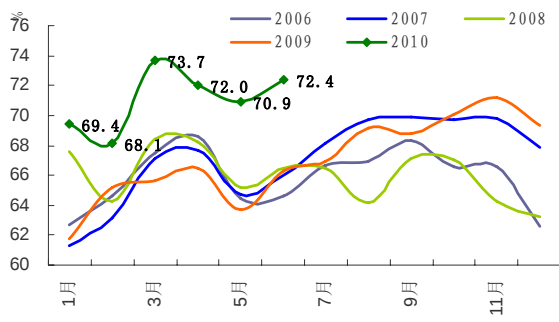
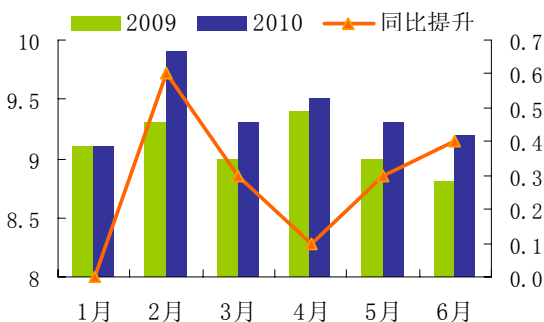
图 8：行业客座率



资料来源：CEIC、民航总局、中投证券研究所

图 9：行业日利用率

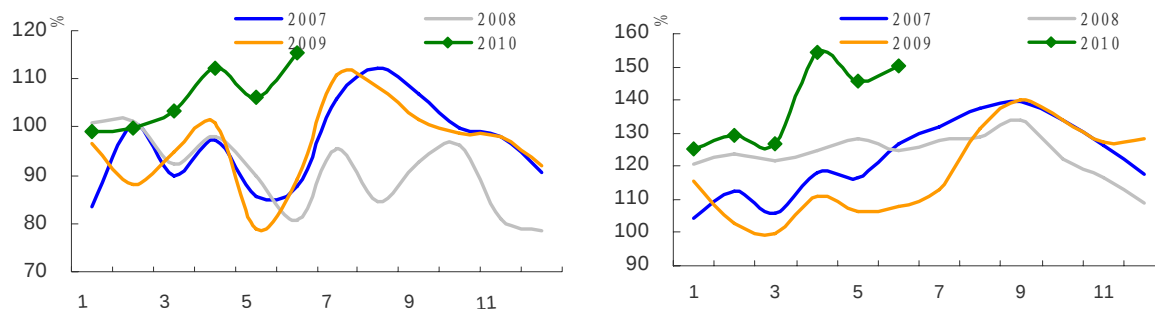
图 10：行业总载运率



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 主业大幅超历史同期，预计三季度票价水平提升有望使主业绩超预期

我们在过去的报告中多次预测和强调 2010 年航空业的高景气：

2010 年度策略报告（2010-1-5）：2010 年行业景气进一步提升，预计区域升级推动下，供需向好将推动客座率、裸票票价指数超过 2007 年的高峰水平。

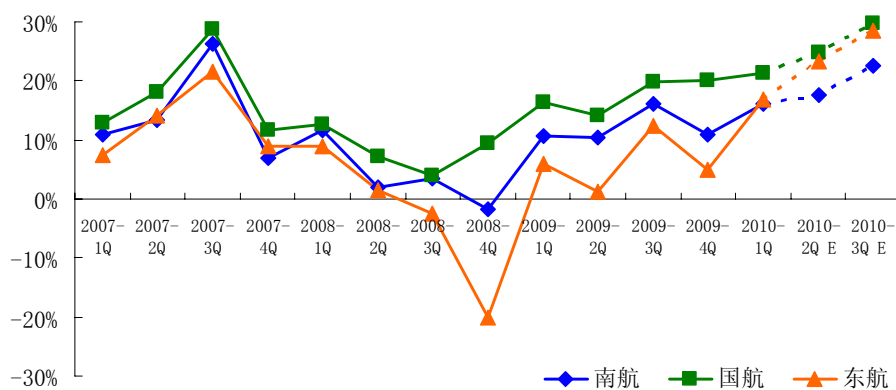
2010 年 3 月数据跟踪报告（2010-4-26）：二季度行业将呈现量价齐升推动主业绩进一步攀升。预计世博会华东市场量价齐升受益明显，上海航线收益水平预计再提升 10-20%。

2010 年航空业下半年投资策略（2010-6-8）：预计下半年行业主业绩将加速上升，最主要的动力为票价的加速提升：①高客座率下，票价指数变化弹性大②行业市场集中度提升有利于减少航线票价竞争，稳定和提升票价。

上半年行业景气如我们预期向好，客运增速、客座率提升幅度甚至略超过我们的预期。预计国航、南航、东航上半年净利润约为 42 亿、21 亿、20 亿，EPS 分别约为 0.34、0.26、0.18 元。

我们预计三季度旺季与世博叠加，客座率将进一步攀升，预计票价相对客座率变化上升更加明显，三大航毛利率有望超过 30%。

图 13：三大航毛利率（二、三季度为预测值）



资料来源：公司数据、中投证券研究所

二、行业跟踪：期待政策进一步利好释放

2.1 人民币升值利好航空股

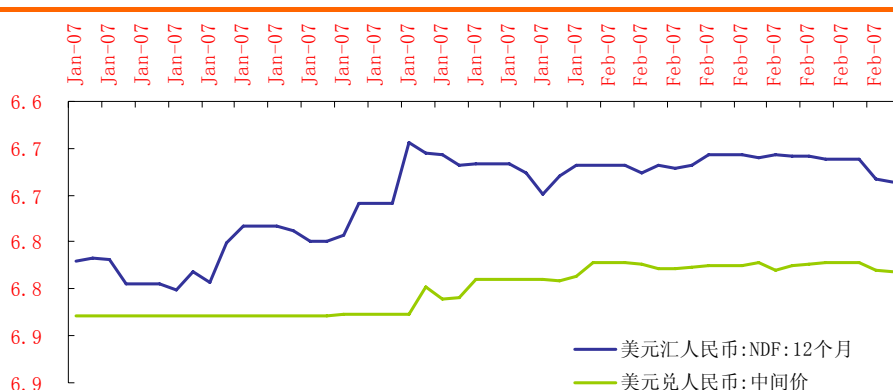
人民币升值，对收入成本端各有影响，但对净利润影响最直接和确定的是人民币升值带来的汇兑收益。

6月19日，中国人民银行宣布“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。7月19日，人民币兑美元汇率中间价报6.78，较6月19日央行重申汇改前一个交易日小幅升值逾0.8%。

7月19日一年期人民币海外无本金交割远期外汇（NDF）报于6.6825左右，未来12月人民币升值幅度1.5%。

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 14：美元兑人民币中间价及 12 个月 NDF



资料来源：公司数据、中投证券研究所

表 1 2010 年人民币升值对航空公司盈利影响测算

	人民币升值 1%			股本/亿
	汇兑收益/亿	净利润/亿	EPS/元	
南航	4.5	3.5	0.035	100.83
国航	4.0	3.0	0.023	129.93
国航（考虑深航并表后）			0.027	
东航	4.9	3.7	0.033	112.77

资料来源：公司数据、中投证券研究所

2.2 国内航线两舱票价放开利好

民航局与发改委5月21日联合下发《民航局、国家发展改革委关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》，提出自6月1日起“民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价”。长期以下，民航局对国内航线

的“两舱”执行限价，规定头等舱为经济舱全价票的 150%，公务舱为 130%，只有经济舱可以打折。《通知》发布后，航空公司先后开始调整两舱价格政策。

- ✓ 从 7 月 1 日起，国航开始调整 7 月 15 日之后出发的 43 条国内航线“两舱”价格。其中，北京至上海、深圳及广州的航班调整后的头等舱票价最高可为经济舱全价的 230%，公务舱最高可为 180%；其他航线调整后的头等舱最高可为经济舱全价的 200%，公务舱最高可为 150%。
- ✓ 7 月 2 日，东航与子公司上海航空有限公司（简称“上航”）联合发布了“两舱”票价的调整通知：上海至北京头等舱调整为经济舱全价的 250%，公务舱为 200%；其他上海始发的国内航线头等舱为经济舱全价的 200%，公务舱为 180%；其余国内航线头等舱为经济舱全价的 180%，公务舱为 150%。
- ✓ 另外，深航、海航、山航等也宣布调整国内航线两舱运价幅度。

在提升两舱票价的同时，也新增了两舱折扣票。但从国内的情况看，两舱价格长期偏低，涨价会成为大趋势。根据国际航空运输协会的统计，对于大多数网络型航空公司来说，虽然“两舱”客运量仅占总客运量的 10%，但收益却占总收入的约 30%。以国航为例，2009 年，两舱收入占比仅约为 10%，与国际网络型航空公司相兹，两舱收入中长期有较大上升空间。

图 15：东航国内航线两舱全价票调整

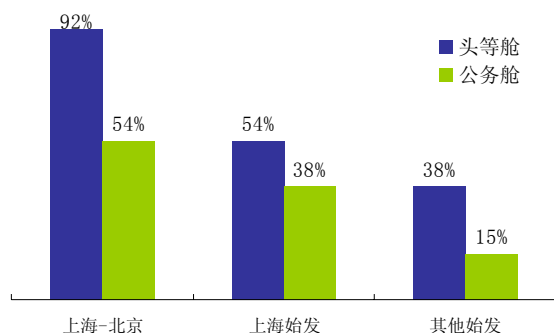
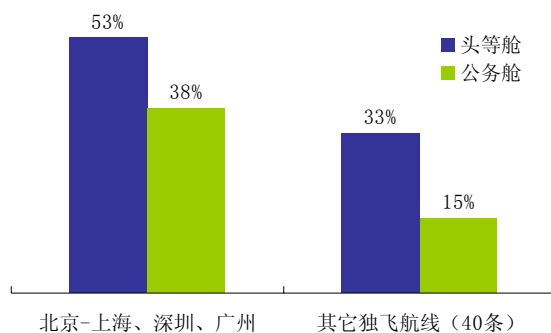


图 16：国航国内航线两舱全价票调整



资料来源：中投证券研究所

2.3 期待行业政策利好进一步推出

我们在下半年投资策略报告中指出：**全球航空业加速变革，民航局全面推进建设民航强国战略，行业有望进一步获得政策支持。**①欧美迅速地进行跨国、超规模的资本并购重组，未来世界的主要国际干线市场将由几个全球超级承运人瓜分，对中国航空公司也形成压力，中国航空公司迫切需要提高自身竞争力。②民航局明确行业发展方向，全面推进建设民航强国战略，“要全力支持我国航空公司做强做优做大，培育具有国际竞争力的大型网络型航空公司；要构建布局合理的机场网络体系，培育具有国际竞争力的大型航空枢纽。”预计未来在行业格局变化、行业管理、政策支持等方面有望持续出现利好。

继国际航线营业税获得减免和国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价后，在 7 月民航局召开的行业年中工作电视电话会提出：

“要抓住国际市场需求大幅增长的有利时机，落实东北等地区开通国际航线的要求，与相关部门加强沟通，**进一步落实特殊远程国际航线补贴政策，扩大国际航线税费减免的种类和范围**，形成促进国际航空发展的整体联动机制。”

“要抓住经济向好的有利时机，加紧与有关部门沟通，尽快建立支持我国航空货运业发展补贴政策体系。加强对国外航空货运公司的市场监管。”

“进一步推进节能减排。大力支持民航节能减排基础性、战略性研究，重点支持优化空域和航路结构，鼓励航空公司淘汰老旧飞机、使用低耗能发动机、加紧改装新技术新设备、使用节能减排地面设备，支持研发航空节油和减排的核心技术等，逐步形成促进民航节能减排的资金保障、补贴、税费减免等政策体系，抓紧出台行业节能减排奖励政策。”

三、行业评级和投资策略

预计在人民币升值、政策利好预期及旺季效应下，航空业三季度跑赢上证指数的概率较大，维持行业“看好”评级，关注中国国航控股深航后整合协同效应、国际航线和货运复苏带来主业和投资收益的增长，东方航空的合并协同效应、旺季与世博叠加效应、引进战略投资者进展，推荐次序为中国国航、东方航空、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, 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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434