

2010-07-22

行业研究 / 深度研究

航空

增持/ 维持评级

旺季反弹仍将持续

—航空业 1H2010 数据简评、中报前瞻、未来展望

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214

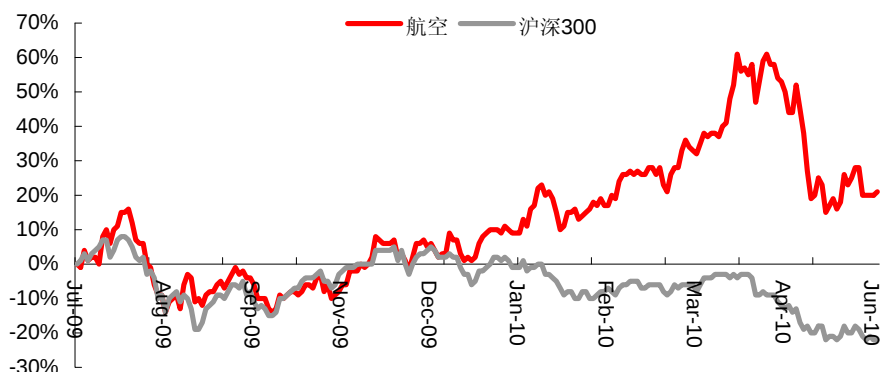
021-50106015 lijunyjs@lhq.com

研究报告:

- 1、《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》，2009.11.28；
- 2、《2008 不会重演》，2010.5.12；
- 3、《向好趋势依旧，旺季反弹可期》，2010.6.08。

- 1H2010 行业供需格局迅速改善：1H2010 在国内消费快速增长、进出口总额迅速反弹的带动下，国内航线旅客吞吐量同比增长 18.6%，国际航线旅客吞吐量同比增长 36%，旅客综合增速超过供给增速约 6 个点，带动客座率、利用小时指标 2010 年上半年全面超过 2007 年同期。
- 预计 1H2010 行业毛利率超过 15%，主营税前利润 50 亿元：考察 1H2010 年行业的总体客座率、综合利用率水平，我们预计全体航空公司在 1H2010 年的平均毛利率在 15%-16%之间，行业主营税前利润约 50 亿元。
- 3Q2010 必创历史新高，预计主营税前利润近 100 亿元：在内在增长、基数效应、世博带动三大因素的推动下，3Q 预计国内航线旅客吞吐量同比增速约为 20%，国际和地区航线旅客吞吐量同比增速约为 30%，对应的客座率提升至 83%-85%，飞机日利用小时提升至 9.8-10.0 小时，综合利用率（客座率*利用小时）在 800 至 850 之间，在不考虑利息收入、汇兑损益的情况下，3Q2010 年行业的主营业务利润约为 100 亿元。
- 市场普遍对于 2011 年不敢乐观，究其原因在于对经济增速下滑的假设下未来航空需求的悲观，我们坚持中期策略报告《向好趋势依旧、旺季反弹可期，2010.6.8.》中的观点，2011 年国内航线旅客吞吐量增速不大可能大幅下滑，同时 2011 年进出口总额保持正增长同样可以保证国际航线旅客吞吐量的增速为正，同时行业整体座位数增长不会超过 11%，2011 年行业供需格局在经济增速有所降低的背景下进一步改善依然为大概率事件。
- 旺季反弹可持续，维持“增持”评级：基于我们对于行业 3Q2010 年的盈利分析以及对于 2011 年行业运行趋势的判断，我们认为航空股在旺季的反弹仍将持续，维持行业“增持”的投资评级。

最近 52 周股价表现

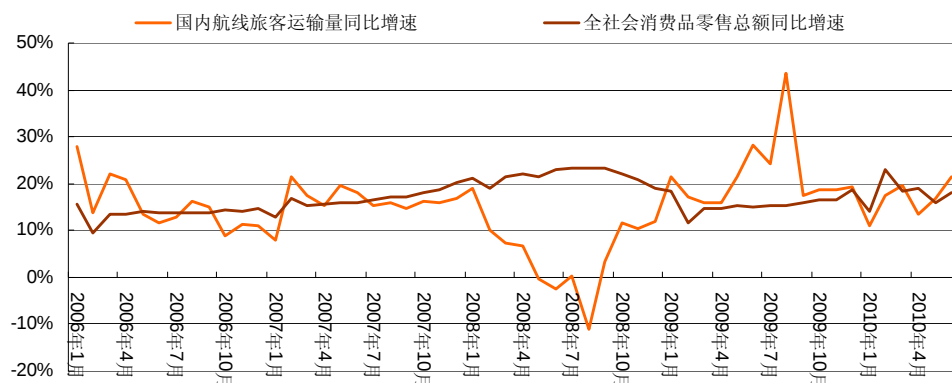


1H2010 数据：国内航线依消费快速增长、国际航线依进出口迅速反弹

国内航线依消费继续保持快速增长

在《航空业有望进入新一轮二元驱动周期，2009.11.26》报告中我们提出国内航线增速主要依赖于国内消费增速，2010 年以来的国内航线月度增速基本上延续了这一规律，在 1H2010 国内消费约 18% 的增速带动下，1H2010 国内航线增速达到 18.6%。

图 1：国内航线旅客吞吐量增速与国内消费增速对应关系发展趋势（2010-）

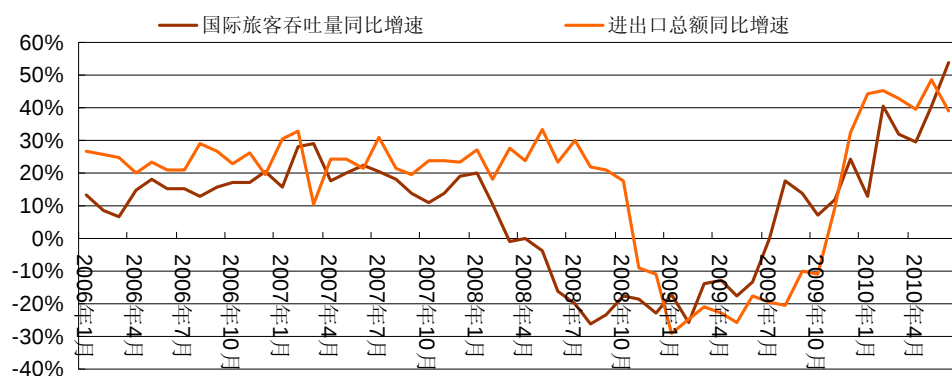


资料来源：华泰联合证券研究所

国际航线依进出口总额迅速反弹

在《航空业有望进入新一轮二元驱动周期，2009.11.26》报告中我们同时提出国际航线增速主要依赖于“进口+出口总额”增速，2010 年以来的国际航线月度增速也基本上延续了这一规律，在 1H2010 进出口总额 43% 的增速带动下，1H2010 国际航线增速达到 36%。

图 2：国际航线旅客吞吐量增速与进出口总额对应关系发展趋势（2006-）

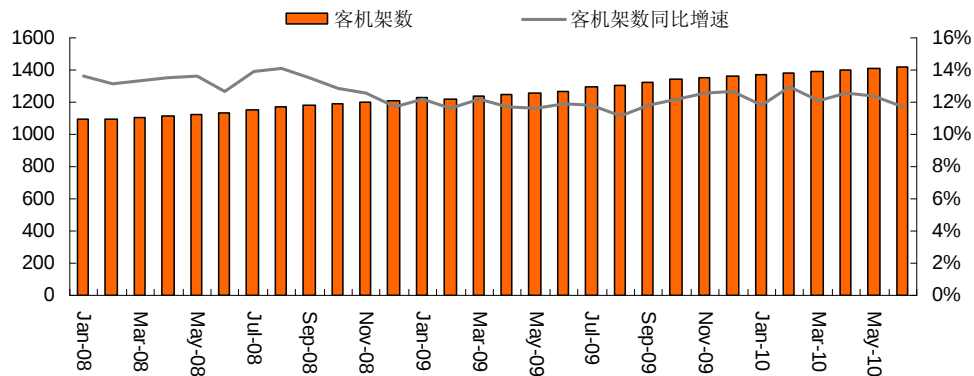


资料来源：华泰联合证券研究所

座位数增速约为 11.5%，供需增速缺口约为 6%

截止 2010 年 6 月底，全行业飞机架数同比增长约 11.7%，而 2010 年上半年合计旅客吞吐量同比增长 17.6%，需求增速超过供给增速约 6 个点。

图 3: 行业客机架数发展趋势

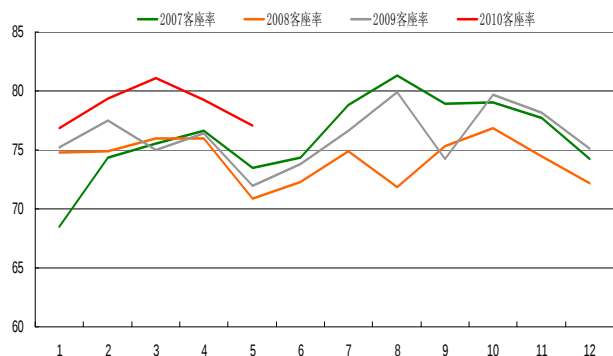


资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

在 6 个点供需增速缺口带动下，综合利用率水平创出历史新高

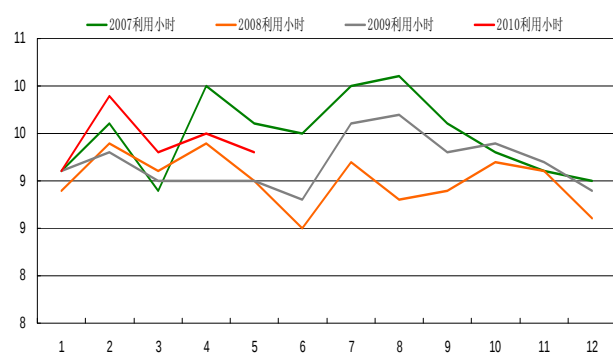
综合考虑客座率、利用小时指标 2010 年上半年全面超过 2007 年同期（2010 年上半年飞机日利用小时、客座率分别达到 9.4 小时、79%）。

图 4、客座率发展趋势（2007-2010）



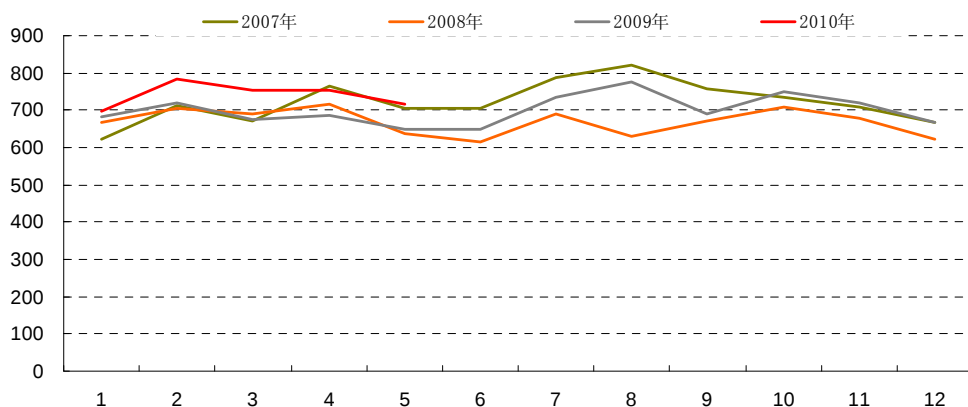
资料来源：民航总局、华泰联合证券研究

图 5、利用小时发展趋势（2007-2010）



资料来源：民航总局、华泰联合证券研究

图 6: 客座率*利用小时指标发展趋势（2007-2010）



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

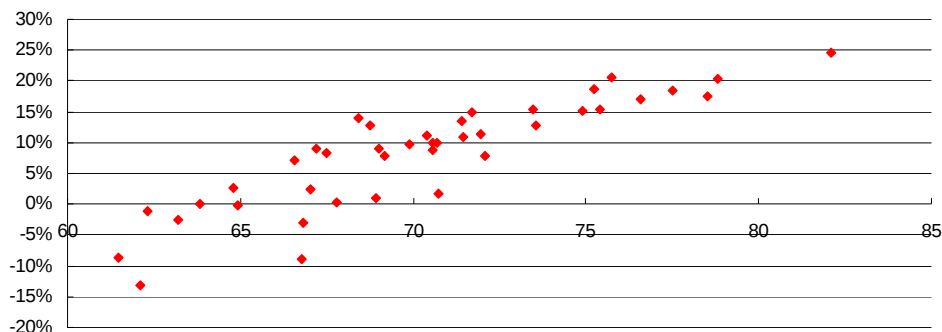
1H2010 中报前瞻：主营利润翻倍增长

行业毛利率提升至 15%-16%，主营税前利润 50 亿

行业毛利率与综合利用率呈现比较明显的类线性相关关系

根据 2007 年以来的月度毛利率与月度综合利用率数据所做的散点图，我们可以比较清晰的发现：“行业毛利率与综合利用率之间存在比较明显的类线性相关关系”

图 7：综合利用率与行业毛利率之间的相关关系图

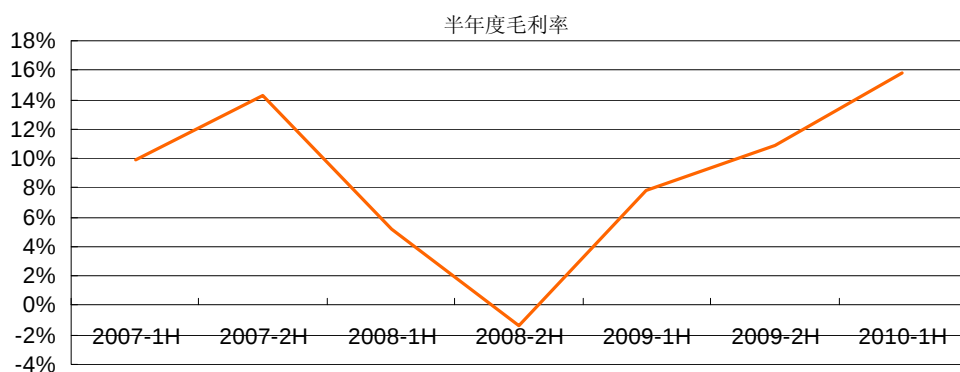


资料来源：华泰联合证券研究所

根据 1H2010 年综合利用率，1H2010 年毛利率为 15%-16%之间

考察 1H2010 年的月度客座率、综合利用率以及 1H2010 的总体客座率、综合利用率水平，我们基本上可以判断全体航空公司在 1H2010 年的平均毛利率在 15%-16%之间。

图 8：行业半年度毛利率发展趋势（2007-2010）

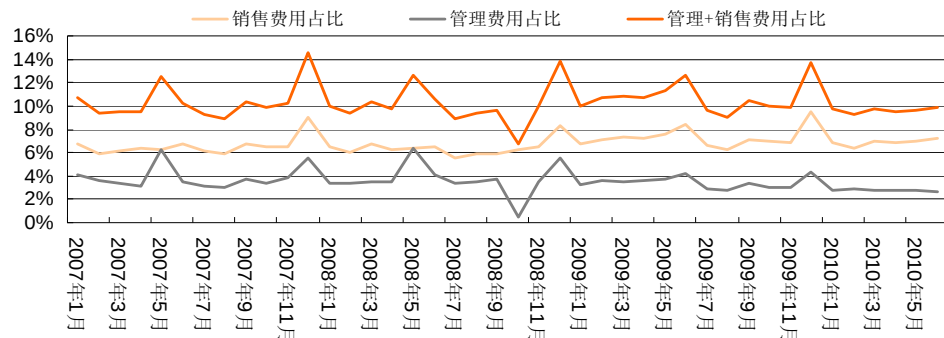


资料来源：华泰联合证券研究所

预计 1H2010 管理费用+销售费用占主营业务收入比约为 10%

目前航空公司的管理费用+销售费用占主营收入比重基本稳定在 10%左右，我们预计在 1H2010 年行业的管理费用+销售费用占主营收入比重为 10%。

图 9：中国航空业月度销售费用、管理费用占主营收入比发展趋势（2007-2010）

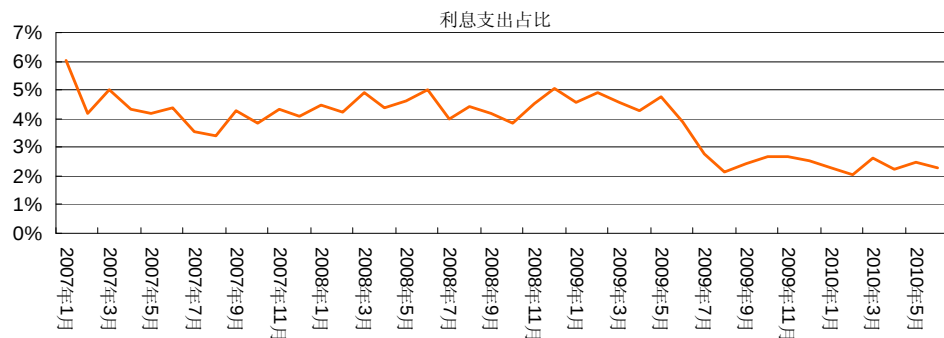


资料来源：华泰联合证券研究所

预计 1H2010 年利息支出占主营业务收入比约为 10%

考虑到汇兑损益计入财务费用对财务费用的扰动，我们考察了利息支出水平，由于四大航分别于 2008、2009 年进行了注资，因此我们预计 2009 年中期以来，利息支出占主营业务收入占比迅速从 5%左右的水平降低至 2.5%左右的水平。

图 10：中国航空业月度利息支出占主营收入比发展趋势（2007-2010）

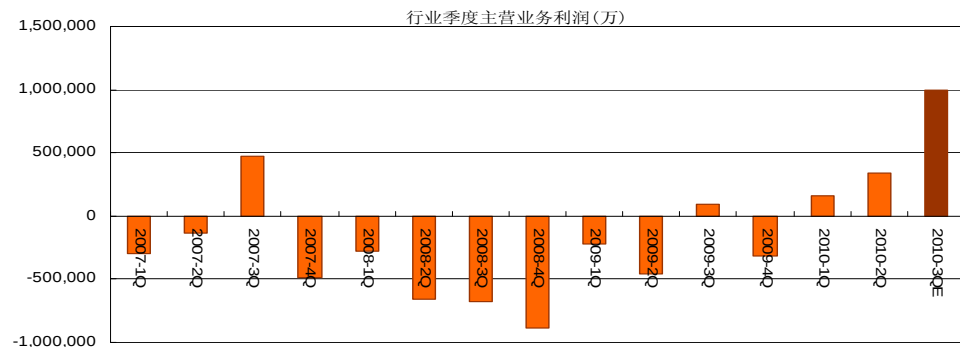


资料来源：华泰联合证券研究所

预计 1H2010 全体航空公司主营税前利润为 50 亿

预计 1H2010 年行业主营业务收入约为 1300 亿，在 15%左右的毛利率，10%左右的管理费用、销售费用，2.5%左右的利息支出情形下，在不考虑汇兑损益和利息收入的情况下，预计 1H2010 全体航空公司的主营业务税前利润约为 50 亿元。

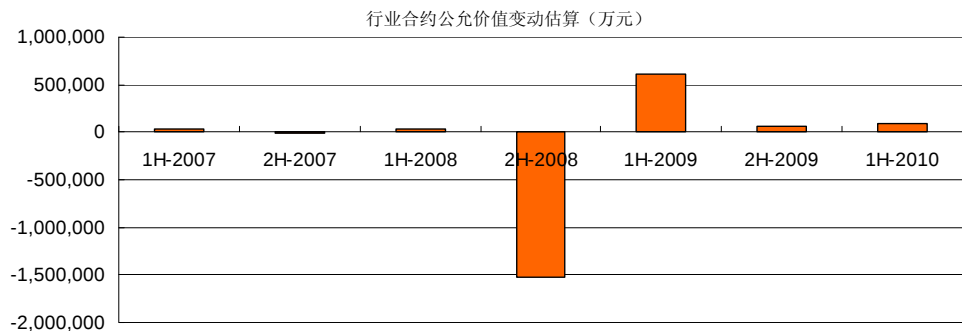
图 11：行业主营业务税前利润发展趋势（2007-2010）



资料来源：华泰联合证券研究所

1H2010 合约公允价值转回较 1H2009 显著降低

图 12: 行业合约公允价值变动发展趋势 (2007-2010)

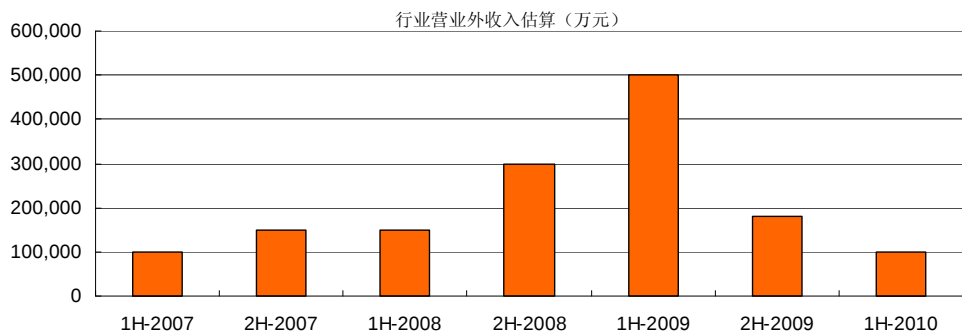


资料来源: 华泰联合证券研究所

营业外收入同比大幅减少——源自民航建设基金返还终止

考虑到 2009 年下半年开始民航建设基金返还终止, 因此 1H2010 年行业的营业外收入较 1H2009 大幅减少。我们预计 1H2010 年行业的营业外收入约为 10 亿, 较 1H2009H 的 50 亿大幅减少约 40 亿元。

图 13: 行业半年度营业外收入发展趋势 (2007-2010)



资料来源: 华泰联合证券研究所

预计国航、东航、南航 1H2010EPS 分别为 0.36、0.17、0.28 元/股

表 1: 行业主要公司 1H2010 年 EPS 预测

代码	公司	1H2009	2H2009	1H2010E	2010E
601111	中国国航	0.25	0.17	0.36	0.80
600115	东方航空	0.24	-0.16	0.17	0.42
600029	南方航空	0.006	0.044	0.28	0.48
600009	上海机场	0.134	0.236	0.28	0.58
600004	白云机场	0.221	0.249	0.25	0.52

资料来源: 华泰联合证券研究所

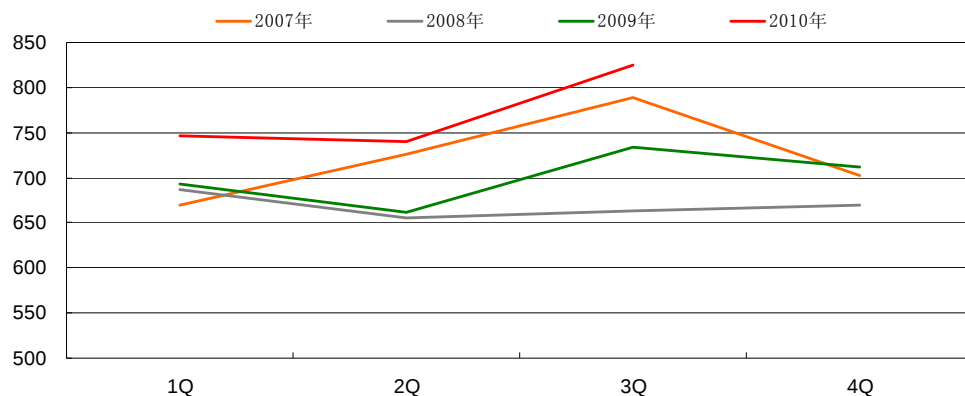
3Q2010 及 2011 展望：3Q2010 必创历史新高，2011 不必过担忧

3Q2010 必创历史新高

3Q 行业客座率提升至 83%-85%

在内在增长、基数效应、世博带动三大因素的推动下，3Q 预计国内航线旅客吞吐量同比增速约为 20%，国际和地区航线旅客吞吐量同比增速约为 30%，对应的客座率提升至 83%-85%，飞机日利用小时提升至 9.8-10.0 小时，综合利用率（客座率*利用小时）在 800 至 850 之间。

图 14：季度综合利用率发展趋势（2007-2010）

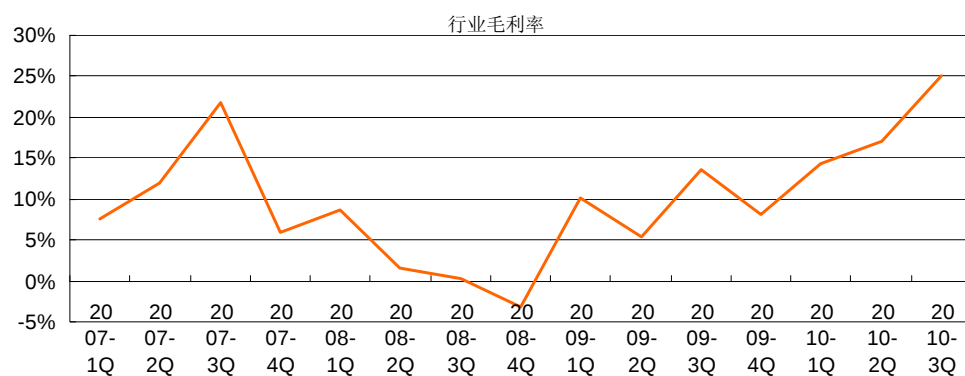


资料来源：华泰联合证券研究所

3Q 行业毛利率提升至 25%以上

根据图 8 所示的综合利用率与毛利率之间的相关关系，我们可以认为 3Q2010 年行业的毛利率有望达到 25%以上。

图 15：季度毛利率发展趋势（2007-2010）

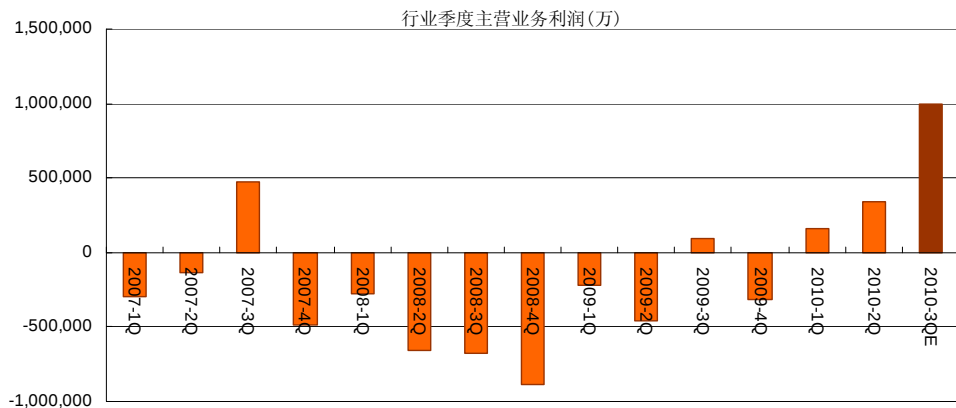


资料来源：华泰联合证券研究所

3Q2010 年行业主营利润约为 100 亿

我们估计 3Q2010 年行业的收入在 850 亿左右，按照 25%的毛利率，10%的管理费用+销售费用，2.5%的利息支出，在不考虑利息收入、汇兑损益的情况下，3Q2010 年行业的主营业务利润约为 100 亿元。

图 16: 季度主营利润发展趋势 (2007-2010)



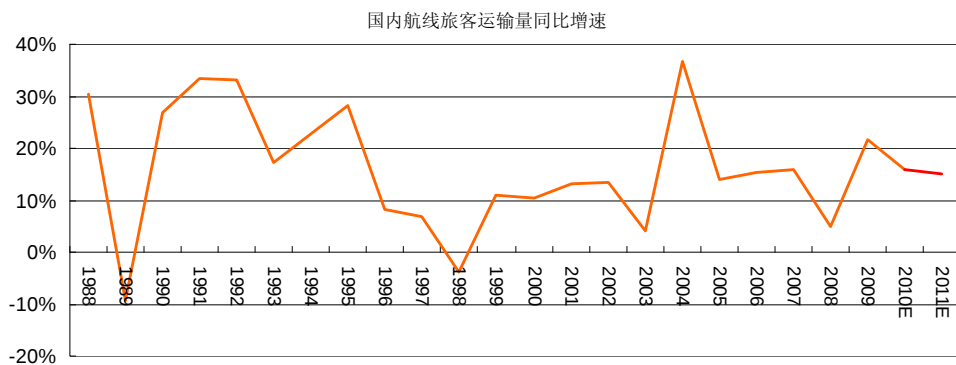
资料来源: 华泰联合证券研究所

2011 展望: 不必过担忧

供需缺口进一步扩大的可能性较大

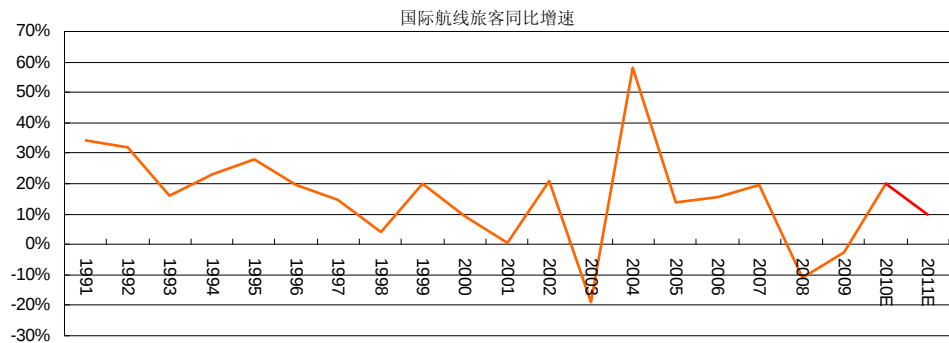
市场普遍对于 2011 年不敢乐观, 究其原因在于对经济增速下滑的假设下未来航空需求的悲观, 我们坚持中期策略报告《向好趋势依旧、旺季反弹可期, 2010.6.8.》中的观点, 在国内消费增速可以保持稳定甚至获得超预期的增长的情形下, 国内航线旅客吞吐量增速不大可能大幅下滑, 同时 2011 年进出口总额保持正增长同样可以保证国际航线旅客吞吐量的增速为正, 对于供给端, 行业自购订单提供的座位数增长在 9% 左右, 当期经营性性租赁运力的控制使得行业整体座位数增长不会超过 11%, 2011 年行业供需格局在经济增速有所降低的背景下进一步改善依然为大概率事件。

图 17: 国内航线旅客吞吐量发展趋势与增速预测



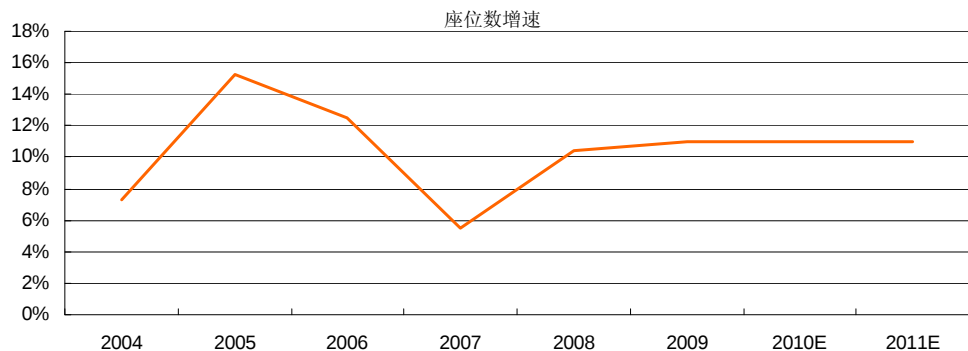
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 18: 中国国际航线旅客同比增速发展趋势与预测



资料来源: 华泰联合证券研究所、CEIC

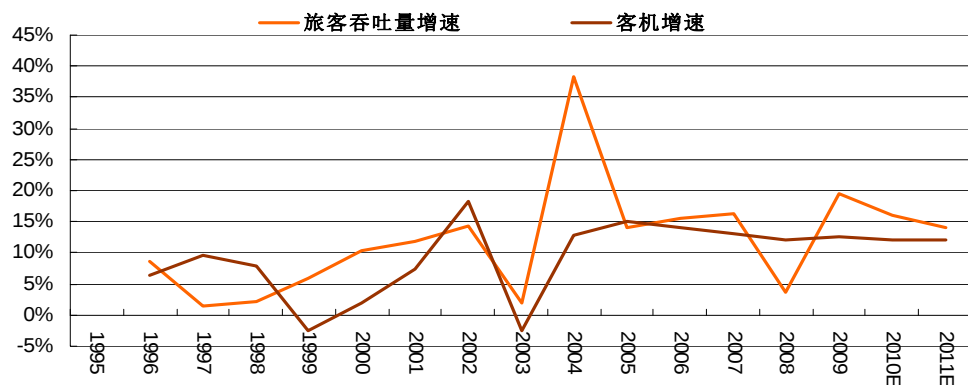
图 19: 行业座位数增速发展趋势与预测



资料来源: 华泰联合证券研究所、民航总局

基于 2011 年行业需求 13%+ 以及座位数 10%-11% 增速的预测, 2011 年行业供需水平有望进一步改善。

图 20: 年度旅客吞吐量与客机数量发展趋势与预测

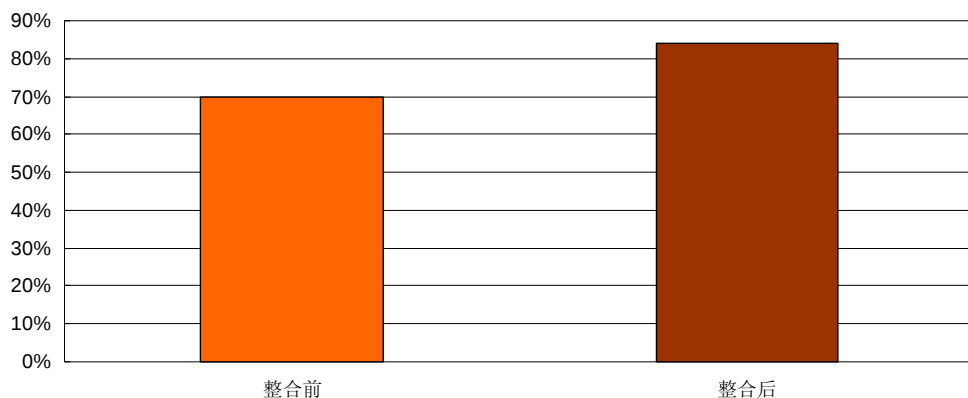


资料来源: 华泰联合证券研究所

行业集中度提升深远影响

东航上航的合并、国航控股深航的完成使得行业集中度进一步提升, 这将对行业未来几年的运行产生比较深远影响, 结果为个别航空公司市场份额的扩大与票价水平的提升, 而内在动因则清晰的反应了行业主管部门对于国内交通运输方式未来趋势变迁、2008 年全球经济金融危机后国际航空业竞争格局重新洗牌的深层次思考。

图 21：整合前后三大航空公司市场份额变化趋势（考虑了三大航对其他航空的控制）



资料来源：华泰联合证券研究所

高铁影响至 2012 年方可显著体现

根据高铁建设进度安排，2011 年投产的高铁主要有京沪高铁（2011 年 11 月份投产）和哈大高铁（2011 年），京沪高铁被称为航空业的黄金航线，但因为京沪高铁航距较长（近 1400 公里），预计可分流的航空旅客有限，即使分流较大，但京沪航线的目前年运量只为航空全部旅客吞吐量的约 4%，在京沪高铁被分流 30% 的情况下只相当于影响需求约 1%，在 2011 年还难以对行业的供需格局变化方向产生大的影响。

投资评级：旺季反弹可持续，维持“增持”评级

基于我们对于行业 3Q2010 年的盈利分析以及对于 2011 年行业运行趋势的判断，我们认为航空股在旺季的反弹仍将持续，维持行业“增持”的投资评级。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com