

分析师： 王晓艳

执业证书编号： S0050107051185

Tel: 010-59355907

Email: wangxiaoy@chinans.com.cn

地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

交通运输

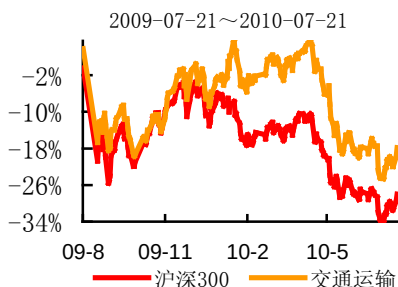
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持

市场数据

交通运输行业指数	2266.04
沪深 300 指数	2741.50
上证指数	2528.73
深证成指	10339.43
中小板指数	5586.83

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

航空旺季已显 人民币升值可期

投资要点

- **国内航空旺季已然显现。**2010 年上半年，行业继续保持快速的增长，并且增长趋势好于 2009 年，特别是国际航线和货运呈现出高速增长态势，上半年国际航线旅客运输量和货邮运输量分别同比增长 33.9% 和 80.1%。6 月份，行业主要指标增速明显高于近六年同期水平，已然呈现出旺季态势。
- **国内航线量价齐升。**行业在良好的供需环境中呈现出较好的经营状态，客座率和票价指数呈现量价齐升的态势。1-6 月份，行业客座率水平维持在 80%左右的水平，运力的有序投放在一定程度上维持了行业较高水平的客座率。国内国际航线票价指数同步走高，重要商务、旅游城市的机票折扣明显减少，为行业在 6 月份放开的“两舱”市场调价奠定了较好的基础。3 季度本是行业旺季，预计票价水平将会进一步提高，并且超越 2007 年达到最高水平
- **商务旅客推动两舱客运量增长。**国际主要航空市场的客运业务已经开始恢复，特别是亚太地区间的客运业务明显好于其他地区，增速位于前列。5 月份，两舱旅客运输量环比 4 月份增长了 18.7%，1-5 月份，两舱平均客运量同比增长了 10.5%，行业呈现出良好的恢复式增长，未来休闲出游旅客还有待进一步恢复。
- **人民币升值预期重来。**重启汇改之后，人民币兑美元快速升值，至 6 月底累计升幅达 0.65%。预计下半年人民币升值速度有望加快，实现全年累计升值 3%左右，而明年有望进一步加快，预计全年实现累计升值 4-5%。航空业将会获得大额的人民币汇兑损益，预计人民币对美元升值 1%，南方航空、东方航空、中国国航 EPS 将分别增加 0.05 元、0.02 元和 0.03 元。。
- **行业政策推动投资热点形成。**自金融危机以来，民航局等相关部分针对行业出台了若干行业扶持政策，其中包括继续返还机场建设费、补贴航线、减免国际航线营业税等等，这些都对行业的发展起到了促进作用。下半年，行业将继续优化增长结构，在原有政策的基础之上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，采取有效措施扶持通航企业提升服务能力，尽快建立支持我国航空货运业发展补贴政策体系。下半年民航局关于对国际航线、航空货运以及通用航空的相关政策有望逐步落实，行业政策一方面有利于行业的发展，另一方面也有望成为航空板块表现的催化剂。

正文目录

国内航空旺季已然显现	3
国内国际航线量价齐升	4
商务旅客推动两舱客运量增长	5
机场业务稳步回升	6
快递行业集中度提高	7
油价有望维持低水平区间	7
人民币升值预期重来	7
行业政策推动投资热点形成	8
重点公司分析	9

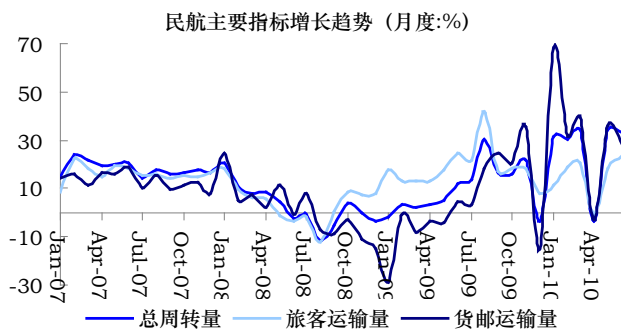
图表目录

图表 1: 航空运输业主要指标增长速度.....	3
图表 2: 近六年同期航空运输业主要指标增长速度.....	3
图表 3: 主要航空公司运营数据对比.....	3
图表 4: 中国国航客运运力投入变化趋势.....	3
图表 5: 南方航空客运运力投入变化趋势.....	4
图表 6: 东方航空客运运力投入变化趋势.....	4
图表 7: 客座率变化趋势	4
图表 8: 主要航空公司 2010 年 6 月客座率.....	4
图表 9: 民航飞机日利用率	4
图表 10: 国内航线综合票价指数.....	4
图表 13: 国内远程航线综合票价指数.....	5
图表 14: 国际航线综合票价指数.....	5
图表 13: 分航线旅客运输量增速.....	5
图表 14: 国际航线旅客运输量占比.....	5
图表 15: 国际航空市场的 RPK 增速.....	6
图表 16: 国际航空市场的 FTK 增速.....	6
图表 17: 主要机场 2010 年 6 月经营状况.....	6
图表 18: 邮政业务增速	6
图表 19: 快递业务收入结构图	6
图表 20: 国际原油价格走势	6
图表 21: 航空煤油价格走势	7
图表 22: 美元兑人民币汇率走势.....	7
图表 23: 人民币升值敏感性分析.....	8
附录: 估值评级表	10

国内航空旺季已然显现

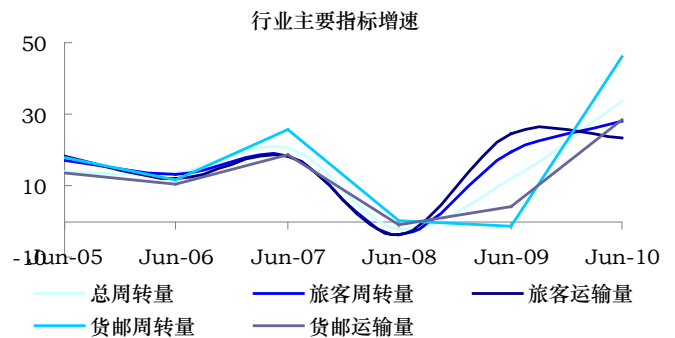
根据民航局统计数据, 2010 年 6 月份, 民航共完成运输总周转量 43.36 亿吨公里, 旅客运输量 2184.9 万人, 货邮运输量 43.63 万吨, 分别比去年同期增长 33.4%、23.2%和 28.5%。2010 年上半年, 民航共完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为 253.8 亿吨公里、1.26 亿人和 264.1 万吨, 同比增长 31.7%、17.6%和 38.6%。2009 年, 行业呈现恢复式增长, 运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别同比增长 13.4%、19.7%和 9.3%。2010 年上半年, 行业继续保持快速的增长, 并且增长趋势好于 2009 年, 特别是国际航线和货运呈现出高速的增长态势, 上半年国际航线旅客运输量和货邮运输量分别同比增长 33.9%和 80.1%。6 月份, 行业主要指标增速明显高于近六年同期水平, 已然呈现出旺季态势。从三大航空公司的运营数据来看, 各项业务指标都在 20%的增速以上, 随着行业传统旺季的到来, 3 季度将会有更加突出的表现。

图表 1: 航空运输业主要指标增长速度



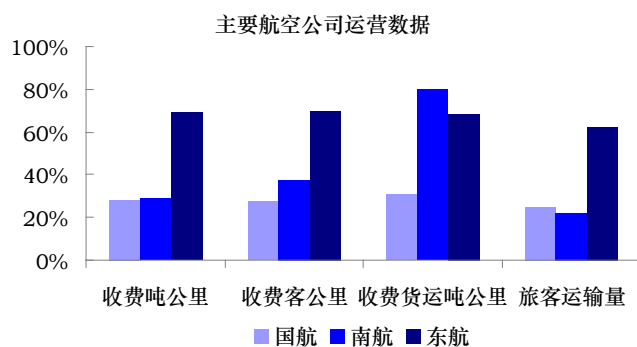
资料来源: 民航局, 民族证券

图表 2: 近六年同期航空运输业主要指标增长速度



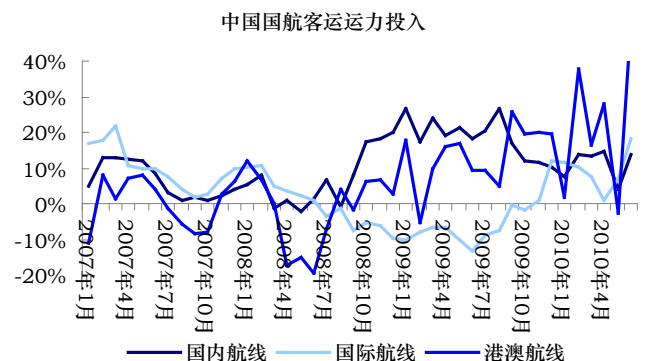
资料来源: 民航局, 民族证券

图表 3: 主要航空公司运营数据对比



资料来源: 公司, 民族证券

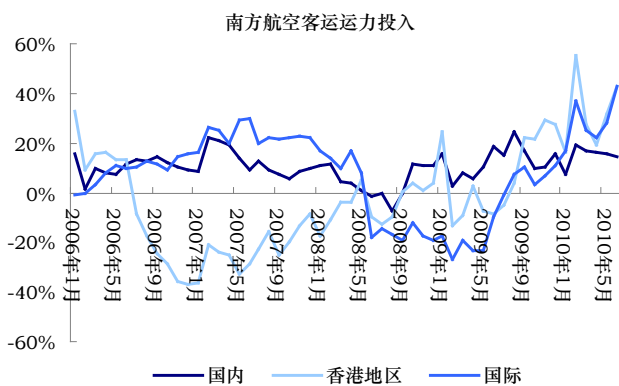
图表 4: 中国国航客运运力投入变化趋势



资料来源: 公司, 民族证券

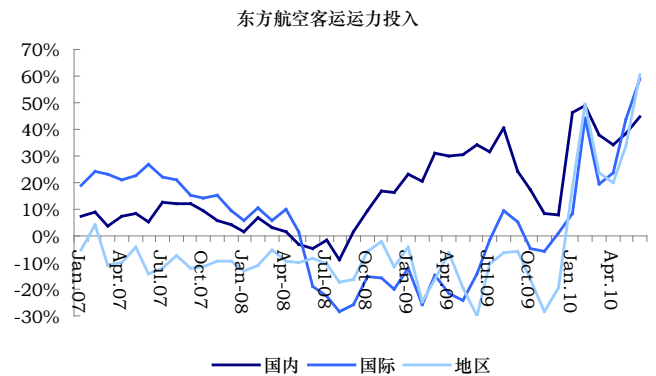
从行业的运力增长来看, 今年上半年全行业净增飞机 90 架, 净增座位数 1.47 万个, 同比增长 30.7%, 从机型来看, 以窄体飞机为主, 新增运力基本与市场需求相匹配。从各航空公司的运力投放来看, 上半年国航、南航和东航可用座位公里分别同比增长 12.3%、16.8%和 48.69%, 其中国内航线可用座位公里数分别同比增长 13.3%、14.8%和 44.74%。随着国际航线的回暖, 各航空公司在国际航线上加大运力投放, 可用座位公里数分别同比增长 9.5%、28.4%和 59%, 虽然明显高于 2009 年的投放力度, 不过还是显现出审慎态度, 投放运力增速低于业务增长速度。

图表 5：南方航空客运运力投入变化趋势



资料来源：公司，民族证券

图表 6：东方航空客运运力投入变化趋势

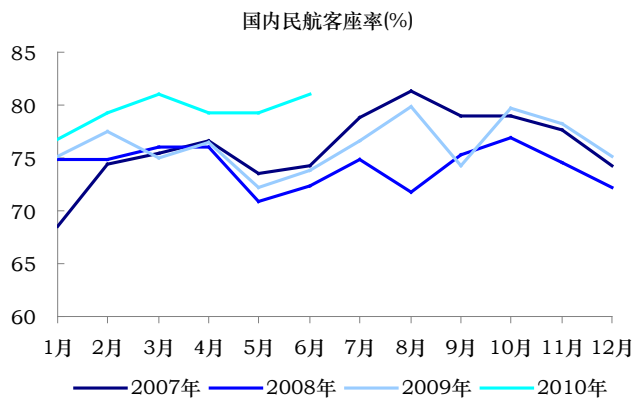


资料来源：公司，民族证券

国内国际航线量价齐升

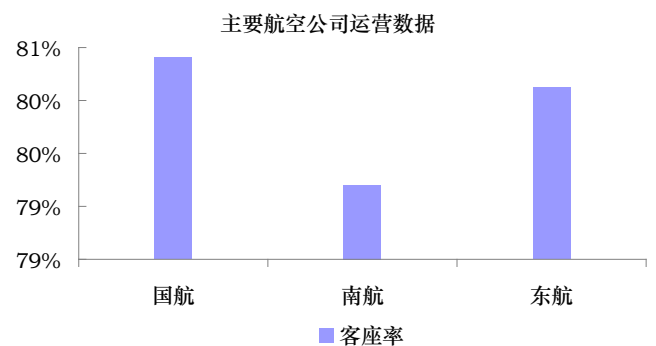
进入 2010 年，行业在良好的供需环境中呈现出较好的经营状态，客座率和票价指数呈现量价齐升的态势。从客座率来看，1-6 月份，行业客座率水平位于近五年的最高水平，维持在 80%左右的水平，其中 3 月份和 6 月份正班客座率达到 81%以上，三大航空公司 6 月份客座率均在 80%左右，在相对淡季中接近过去几年中行业景气度最高的 2007 年旺季达到的 81.3%的水平。而从飞机利用率来看，2010 年上半年也达到近三年的最高水平，应该说，运力的有序投放在一定程度上维持了行业较高水平的客座率。

图表 7：客座率变化趋势



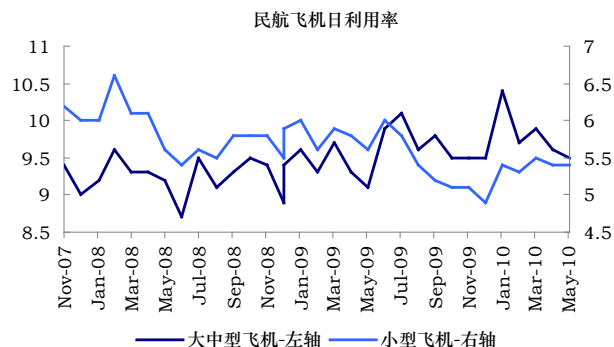
资料来源：民航局，民族证券

图表 8：主要航空公司 2010 年 6 月客座率



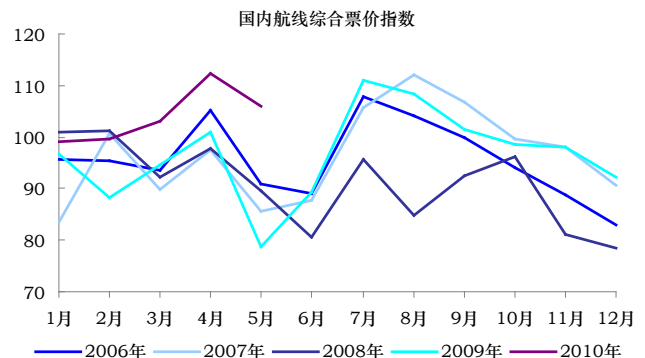
资料来源：民航局，民族证券

图表 9：民航飞机日利用率



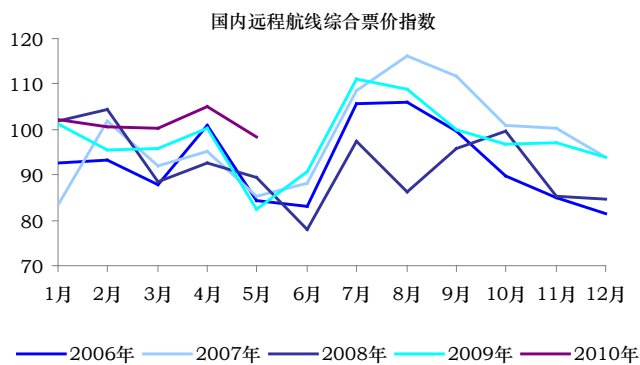
资料来源：民航局，民族证券

图表 10：国内航线综合票价指数



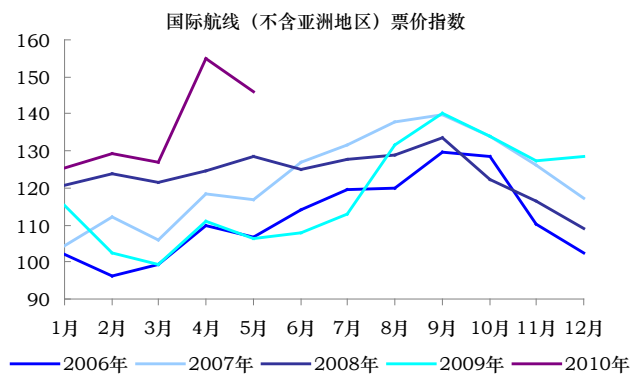
资料来源：民航局，民族证券

图表 11: 国内远程航线综合票价指数



资料来源: 民航局, 民族证券

图表 12: 国际航线综合票价指数



资料来源: 民航局, 民族证券

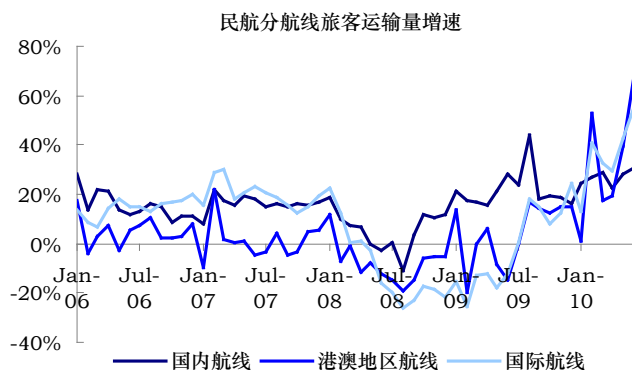
从票价水平来看, 2010 年上半年国内国际航线票价指数同步走高。进入 2 季度, 票价较往年水平进一步提高, 其中国内远程航线基本维持在与 1 季度相当的水平上, 国际航线则是显著超出 1 季度的水平, 已经达到近五年最高的水平, 在经济增长带来的商务活动的活跃以及世博会等带来的旅游出行增加等推动下, 重要商务、旅游城市的机票折扣明显减少, 北京、上海、深圳等黄金干线的相当一部分时刻多次出现无折扣的现象。而这一局面也为行业在 6 月份放开的“两舱”市场调价奠定了较好的基础。从 7 月份开始, 主要航空公司都先后开始实施新的定价策略, 其中京、沪、穗、深等相关航线两舱提价水平最高。3 季度本是行业旺季, 预计票价水平将会进一步提高, 并且超越 2007 年达到最高水平。

商务旅客推动两舱客运量增长

分航线来看, 进入 2010 年, 国内航线增速趋于平稳增长, 但是国际航线和港澳地区航线呈现快速增长的态势, 进入 2 季度, 这一趋势更加明显, 民航国际航线旅客运输量占比也不断提高, 由于航空公司运力投放谨慎, 在需求的推动下, 国际航线的客座率和票价水平不断走高。

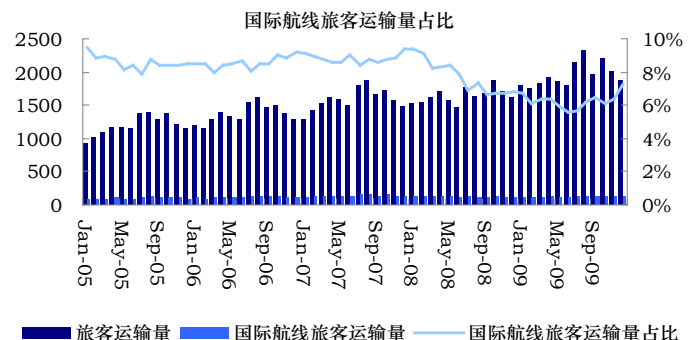
根据 IATA 公布的数据来看, 国际主要航空市场的客运业务已经开始恢复, 特别是亚太地区的客运业务明显好于其他地区, 增速位于前列。与此同时, 根据最近发布的两舱数据显示, 5 月份, 两舱旅客运输量环比 4 月份增长了 18.7%, 1-5 月份, 两舱平均客运量同比增长了 10.5%, 行业呈现出良好的恢复式增长。目前, 商务旅客是推动两舱客运量增长的主要原因, 休闲出游旅客还有待进一步恢复。

图表 13: 分航线旅客运输量增速



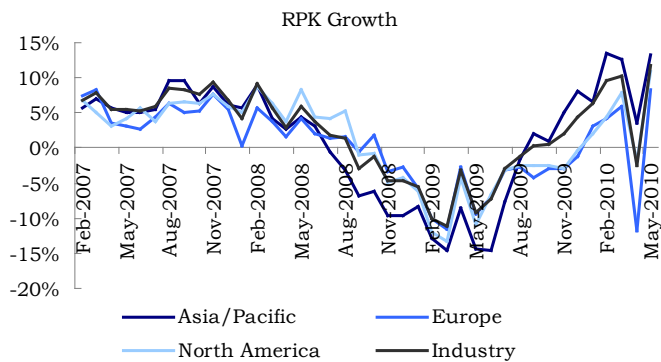
资料来源: 民航局, 民族证券

图表 14: 国际航线旅客运输量占比



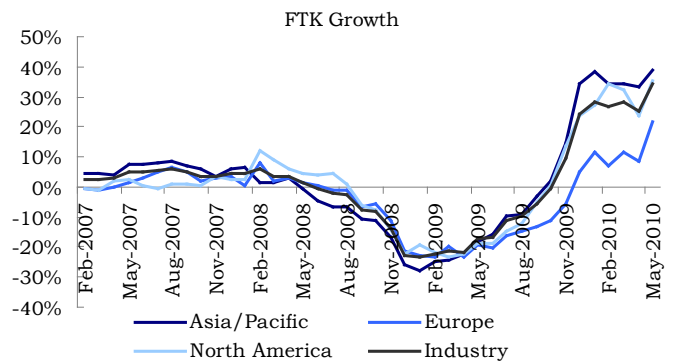
资料来源: 民航局, 民族证券

图表 15: 国际航空市场的 RPK 增速



资料来源: IATA, 民族证券

图表 16: 国际航空市场的 FTK 增速

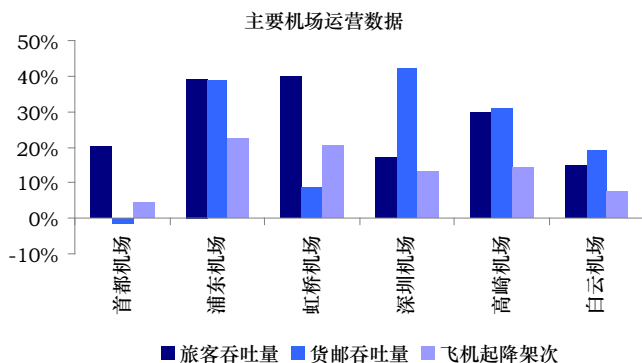


资料来源: IATA, 民族证券

机场业务稳步回升

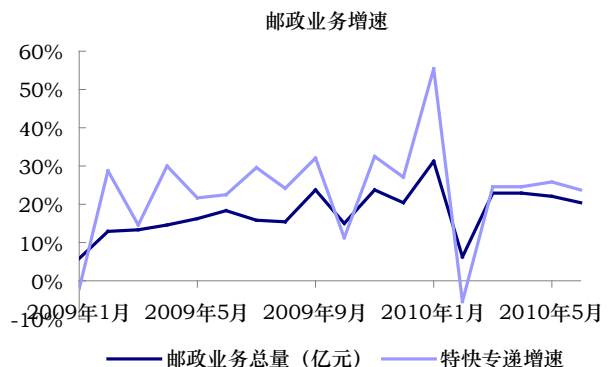
在民航业务的带动下, 机场的飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量这三个指标也呈现快速增长的态势, 特别是 09 年同期受负面因素较多地上海浦东机场业务量全面回升。上半年, 受益于货运业务的快速增长以及转运中心业务量的增长, 浦东机场、深圳机场、白云机场等枢纽机场的货邮吞吐量增长较快。由于货运业务是从 09 年下半年开始迅猛增长, 我们预计下半年行业增速将会有所放慢, 但是在货运业务的推动下, 主要枢纽机场仍然有望维持在 15% 以上的增速。

图表 17: 主要机场 2010 年 6 月经营状况



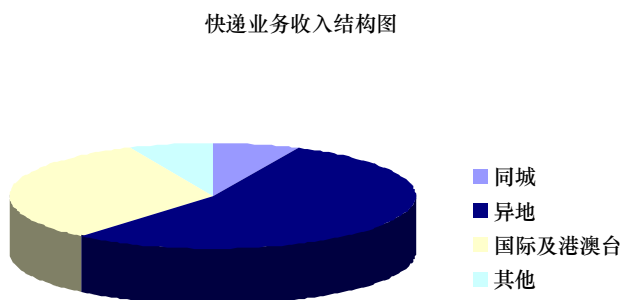
资料来源: 民航局, 民族证券

图表 18: 邮政业务增速



资料来源: IATA, 民族证券

图表 19: 快递业务收入结构图



资料来源: IATA, 民族证券

图表 20: 国际原油价格走势

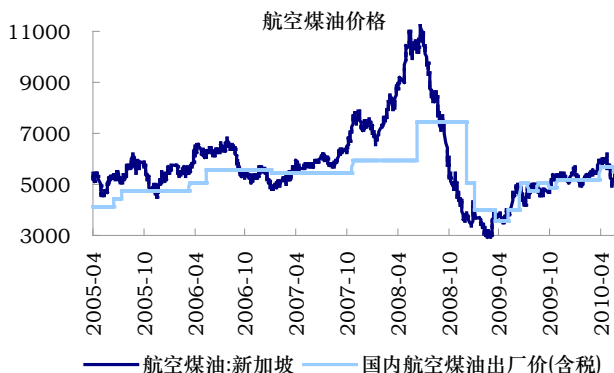


资料来源: IATA, 民族证券

快递行业集中度提高

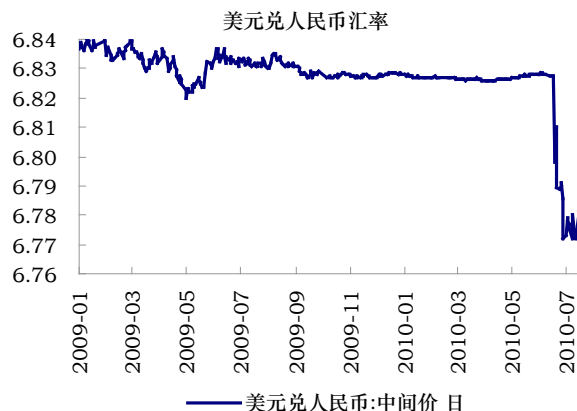
在经济增长的大环境下，今年上半年国内快递业务保持良好的增速，上半年邮政企业和全国规模以上快递企业业务收入和业务总量同比增长均超过 20%，其中国际业务保持 26% 的增速，高于行业平均水平，占收入比重进一步加大。2010 年下半年，在新邮政法的推动下，行业集中度将进一步提高，而国内规模以上的快递企业业务也将获得大幅增长，企业所占的市场份额将有所提升。

图表 21：航空煤油价格走势



资料来源：IATA，民族证券

图表 22：美元兑人民币汇率走势



资料来源：IATA，民族证券

油价有望维持低水平区间

5 月份，国际原油和航空煤油价格大幅走低，纽约商品交易所 WTI 现货价格一度跌至 65.58 美元/桶的半年最低价格，当月平均价格较 4 月份下跌 7%，航空煤油的库存走高令其价格也不断回落，从而使得 6 月份中国进口到岸航空煤油成本有所降低，根据 6 月份中国进口航空煤油综合价格指数，6 月份中国进口航空煤油税后价格为人民币 6010 元/吨，比 5 月份的人民币 6450 元/吨下降 440 元，降幅接近 7%。

目前，国内航空煤油出厂价格高于国际航空煤油价格水平，随着进口价格的下降和原油价格的相对地位，国内航油价格有望下调，航空公司的燃油成本将进一步下降。目前，航空公司的燃油成本占比较 07、08 年已有了明显的下降，逐步接近 30% 的水平，航空公司主营业务盈利能力显著提高，毛利率回到两位数水平上。2010 年上半年，行业营业收入增长 42%，而利润却显著增长，是去年同期的 2.7 倍。预计 2010 年全年，在票价水平和客座率同步提升的状态下，行业的毛利率将会进一步提高 3 个百分点以上。

人民币升值预期重来

2008 年以来，人民币兑美元汇率一直保持小幅波动，基本呈现横向走势，而自从央行在 2010 年 6 月 19 日宣布重启汇改，增强人民币汇率弹性，并继续按照已公布的外汇市场汇率区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节之后，人民币兑美元快速升值，至 6 月底累计升幅达 0.65%。

根据中国海关公布的数据显示，6 月中国贸易顺差扩大到 200.2 亿美元，明显高于市场预期，从而再次引来自外来的人民币升值压力，政府也需要进行新一轮针对人民币升值的博弈。7 月 22 日，央行刊登的新闻稿中引用了副行长胡晓炼的话，称“未来可尝试定期公布名义有效汇率，引导公众改变主要关注人民币兑美元双边汇率的习惯，逐渐把有效汇率水平作

为人民币汇率水平的参照系和调控的参考”，这一举动在一定程度上可看作为央行为加快人民币兑美元的升值进行铺垫。我们预计人民币短期快速升值的可能性很小，但是长期升值预期依然很大。目前，国家开始着手产业结构调整、推动新兴产业发展等等，这些举措都有望增加相关行业的竞争力，降低未来经济增长对低附加值产品出口的依赖性，缓解人民币升值对出口的冲击。

预计今年下半年人民币升值速度有望加快，实现全年累计升值 3%左右，而明年有望进一步加快，预计全年实现累计升值 4-5%。在人民币升值的背景下，航空业将会获得大额的人民币汇兑损益，航空公司将在主营业务盈利大幅增加的基础上，获得更多的非经常性损益，业绩有望显著提高。根据测算，预计人民币对美元升值 1%，南方航空、东方航空、中国国航 EPS 将分别增加 0.05 元、0.02 元和 0.03 元。

图表 23：人民币升值敏感性分析

人民币升值 1%	美元净负债（亿美元）	总股本（亿）	利润增长(亿)	对 EPS 影响(元)
南方航空	72	80	4.91	0.05
东方航空	42.5	127	3.07	0.02
中国国航	58	122	3.95	0.03

资料来源：公司，民族证券

行业政策推动投资热点形成

航空运输在某种意义上就是国际性的业务，而长航线则是航空公司服务能力的综合体现。目前，我国航空公司在长航线上与全球先进的航空公司相比还具有较大的差距，民航局也明确提出，要尽快完善国际航权分配机制，整合已有的国际航权资源，增强我国航空公司在中国至北美、欧洲等国际航线上的抗衡实力，确立我国航空公司在中国至南美、非洲等国际航线上具有主导的优势地位。对开辟独家经营的特殊政策性远程国际航线，将根据经营情况形成支持政策。要支持有能力的航空公司通过并购等方式，设立海外分支机构，建立海外航空枢纽节点。

相比国际长航线，我国航空公司在货运方面的竞争力更加弱小，世界主要航空货运巨头的快递网络遍布各大城市，高附加值的快件、包裹、电子元器件等货品绝大部分由外航经营。未来民航将着力发展货运航空，鼓励货运航空公司进行并购、重组和业务合作，改变外航垄断的这一局面。

根据民航局的规划，在未来 10-20 年当中，我国要培育具有国际竞争力的网路型航空公司，培育具有国际竞争力的大型航空枢纽。具体来说，到 2030 年，我国要拥有一个以上全球知名品牌的航空公司，综合实力进入世界前 5 名；形成 1 家有国际竞争力的航空货运公司，综合实力进入世界前 5 名；到 2020 年，将建成 2 个以上国际枢纽机场，到 2030 年，将建成 3 个以上国际枢纽机场，10 个以上全国性和区域性航空枢纽机场。到 2020 年，中国人均乘机次数达到 0.47 次，旅客运输量达到 7 亿人次；到 2030 年，人均乘机次数达到 1 次，旅客运输量达到 15 亿人次，民航将成为大众化的出行方式。

自金融危机以来，民航局等相关部分针对行业出台了若干行业扶持政策，其中包括继续返还机场建设费、补贴航线、减免国际航线营业税等等，这些都对行业的发展起到了促进作用。根据民航 2010 年中工作会议精神，行业将继续优化增长结构，在原有政策的基础之上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，采取有效措施扶持通航企业提升服务能力，尽快建立支持我国航空货运业发展补贴政策体系。

从中我们可以看到，下半年民航局关于对国际航线、航空货运以及通用航空的相关政策有望逐步落实，行业政策一方面有利于行业的发展，另一方面也有望成为航空板块表现的催化剂。

根据前面所述，国内航空公司这样的大环境中将获得长足的发展，现有的经营优势和区位优势将为打造具有国际竞争力的网路型航空公司和大型航空枢纽奠定良好的基础，也有望率先成为重点发展对象。

重点公司分析

根据以上对交通运输行业的运营现状和趋势以及行业估值水平和投资机会的分析，我们选择以下八家重点上市公司进行点评：

1、上海机场（600009）：作为国际航空枢纽，浦东机场定位明确，将会直接受益于此。随着世界经济的探底回升，浦东机场的国际业务、货运业务已经开始好转，浦东机场的旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次基本呈现逐步向好的趋势，影响公司业务的不利因素逐步消除。

2、白云机场（600004）：是华南地区枢纽机场，得益于深圳机场和香港机场流量趋于饱和、南方航空运力投放增长，机场起降架次和旅客吞吐量均显示出良好的增长势头。伴随着联邦快递亚太转运中心业务量的逐步增长，白云机场货运业务将进入快速增长阶段，公司的盈利能力逐步增加。

3、中国国航（601111）：公司以北京、成都为中心的航空网络业务量已经逐步回升，入主深圳航空则进一步增加公司在华南地区的竞争力。2010年，预计国内航空市场运力增速低于需求增速，国际航空市场逐步回暖，而两舱提价、费用水平下降、人民币升值、航油成本的企稳将令公司继续保持良好的业绩。

4、南方航空（600029）：是国内规模最大的航空公司，总部位于广州，地处华南交通枢纽，可以尽情分享珠三角地区的经济增长带来的成果。公司具有国内最大的机队规模和良好的航线资源，未来将更加侧重于建立国际与国内航线有机衔接、国内干线与支线互相补充的航线网络，以新白云机场为枢纽铺设枢纽辐射航线网络。人民币升值预期等因素将给公司带来投资机会。

5、东方航空（600115）：总部位于上海，以上海为核心枢纽，以西安、昆明为区域枢纽。上海正迅速向建设国际经济贸易中心、金融中心和航运中心发展，进出口贸易、商务活动、文化艺术交流将促进航空运输市场的繁荣。公司在部分高收益的国际航线客运和货运业务具有一定优势，而与上航的重组进一步提高其在上海市场的话语权，完善公司的网络布局。近三年是公司转型的重要时期，世博会将有效推动公司的发展。

附录：估值评级表

股票 代码	股票 简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2010-7-26 收盘价	目标 价位	投资 评级
		2009	2010E	2011E	2010E	2011E			
600009	上海机场	0.50	0.59	0.63	22.1	20.7	13.03	14.6	谨慎推荐
600004	白云机场	0.47	0.55	0.61	17.8	16	9.77	10.5	谨慎推荐
601111	中国国航	0.41	0.53	0.60	23.5	20.7	12.44	14.5	推荐
600029	南方航空	0.05	0.40	0.45	17.8	15.7	7.1	8	谨慎推荐
600115	东方航空	0.08	0.21	0.32	36.9	24.2	7.75	9.1	推荐
600270	外运发展	0.25	0.42	0.51	11.3	10.4	10.95	9.5	推荐

分析师简介

王晓艳，管理学硕士，管理科学与工程专业，物流研究方向。具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历，对交通运输行业具有全面、系统性的理解和独到的见解，并以此来判断行业和公司的发展趋势和成长性，注重从本质分析和挖掘行业的投资机会。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn