

增持 维持

重点公司评级

中国国航	601111	增持
海南航空	600221	增持
南方航空	600029	增持
东方航空	600115	增持

航空运输业

2010 年 9 月 10 日

客货增长快速稳定，运营效率持续提升

自国内上市航空公司纷纷报出亮丽中报业绩以来，国内航空企业在传统行业旺季的三季度的表现更值得期待。7 月数据显示，航空客货依旧保持着今年以来的快速稳定增长，其中国际线的旅客和货邮周转量增速尤为强劲。客座率和票价指数均创出历史新高，载运率也维持在历史高位，航空公司的运营效率持续提升。

- **航空客运：**2010 年 7 月航空业旅客周转量 RPK 同比增长 25.6%。其中，国内航线增速稳健，同比增加 21.8%。相比之下，运力投放虽然同比增加了 15.3%，但运力投放依然偏紧。加之国际和地区 RPK 迅猛增长（分别为 46% 和 52.7%），行业正班客座率创出历史新高，达到 83.6%。此外，国内外票价指数的新高再现，国内航空企业的客公里收益水平也有望在今年下半年赶超历史高点。随着东航上航合并，国航整合深航，三大航的国内市场占有率提升至近 80%，行业集中度的提高将进一步提升航空公司的运营效率。

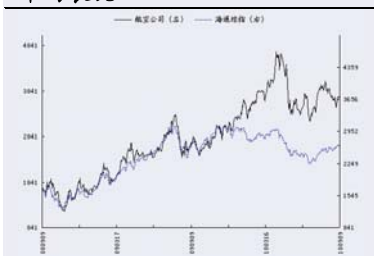
- **航空货运：**7 月份航空货邮周转量同比增长 35.3%，其中国内航线同比增速为 11.4%，国际航线同比增速为 48.4%。虽然对航空货运业务具有领先意义的 PMI 指数在 7 月份下滑 0.9 至 51.2，但从目前经济运行的情况看，我们对下半年经济的总体运行前景依然乐观。此外，进出口总额增速继续快速增长（同比上升 31%），继续推动航空货运业务，尤其国际货运业务的高速增长。

- **油价与汇率：**最新国际原油价格近 75 美元/桶。总体来看，原油油价经过前期的暴涨暴跌之后，目前的运行较为平稳。5 月以来的原油期货均价在 73 美元至 77 美元间小幅波动。国内航油价格自 4 月中旬以来也一直保持稳定，同新加坡航油之间的价差也变化不大，因此我们判断近期国内航油价格以及燃油附加费调整压力不大。在汇率方面，人民币虽然经历了近期的小幅贬值，但长期对于美元的升值趋势未变，走势仍将保持稳定。对于增加航空公司的汇兑收益仍将维持积极作用。

- **投资建议：**我们维持对行业的“增持”评级。继国内上市航空公司纷纷报出亮丽中报以来，行业发展已经进入传统旺季时期。从 7 月数据的分析我们有理由相信航空企业在旺季时节的客货表现将继续强劲，同时运营效率也将进一步提升。另外，若国航和南航都能在本年度顺利完成 3 月份宣布的非公开发行，这将有效降低两家公司在目前价格下的估值水平，提升交易区间。我们继续维持对于中国国航（601111），南方航空（600029），东方航空（600115）以及海南航空（600221）的“增持”评级。

- **风险提示：**主要为航油价格和利率水平的波动对于公司营业成本增加的潜在影响，以及大盘系统性风险引发的各股投资风险。

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

交通运输行业核心分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：
S0850203100053
电话：021-23219420
Email: ymniu@htsec.com

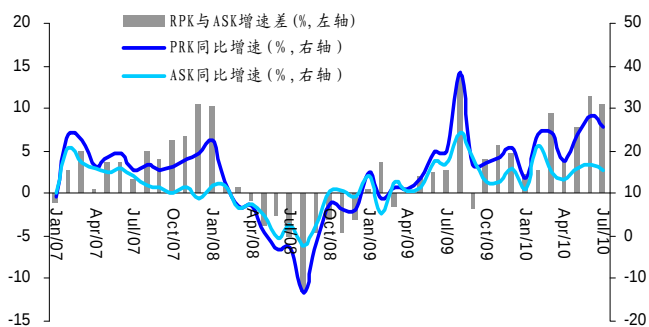
联系人：虞楠
电话：021-23219382
Email: yun@htsec.com

1. 7 月份航空客运市场量价齐升，运营效率新高再现

1.1 国际航线需求强劲助推客座率创新高

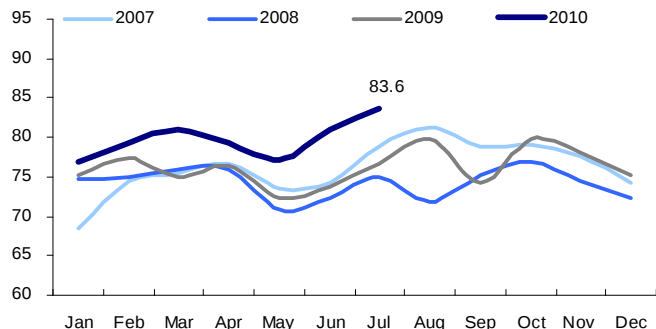
2010 年 7 月航空业旅客周转量 RPK 同比增长 25.6%。其中，国内航线增速稳健，同比增加 21.8%。相比之下，运力投放 ASK 虽然同比增加了 15.3%，但运力投放依然偏紧。RPK-ASK 增速差继 6 月的 11.4% 之后，再次超过 10%，达到 10.5%。与此同时，国际和地区 RPK 依旧迅猛增长（增速分别为 46% 和 52.7%），行业正班客座率创出历史新高，达到 83.6%。

图 1 月度 RPK 和 ASK 同比增速比较（2007.1- 2010.7）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

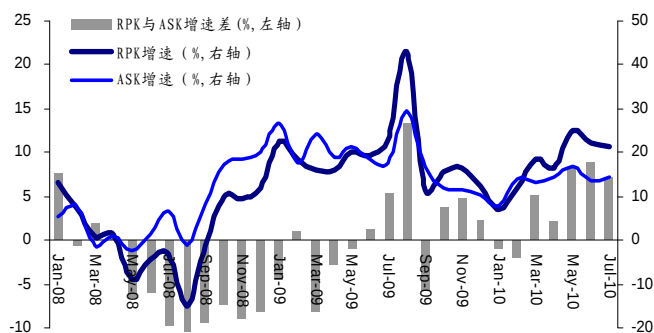
图 2 07 年至今行业正班客座率水平各年比较



资料来源：CEIC，海通证券研究所

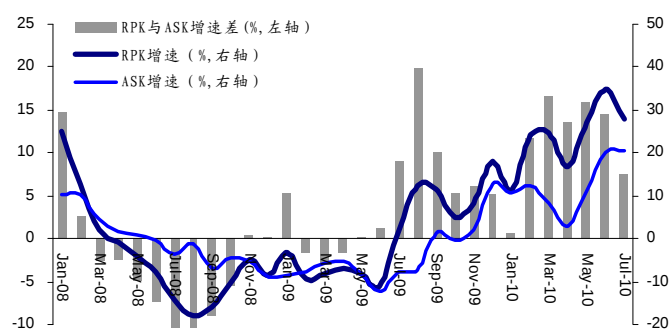
作为行业龙头的三大航（国航，南航和东航），7 月份国内，国际和地区 RPK 增速分别为 30.1%，47.8% 和 68.5%。同比增速虽较 6 月有所放缓，但国际和地区航线的增速仍远高于国内航线的增速。伴随着国际经济环境的改善，国际客运需求的持续高增长，助推客座率创出新高。具体来看，7 月国航在国内及国际和地区航线的 RPK 和 ASK 增速差分别为 7.2% 和 7.5%。东航为 18.8% 和 30.6%，南航为 8.7% 和 18.5%。如图 3 至图 8 所示，较之国航而言，东航和南航延续其自 10 年以来在国际航线上需求持续高增长以及运力供不应求之势。

图 3 国航国内航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



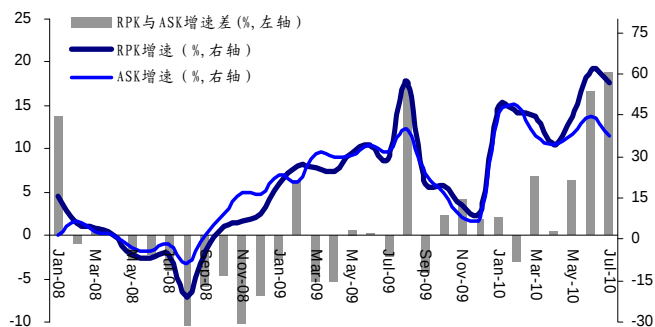
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 国航国际航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



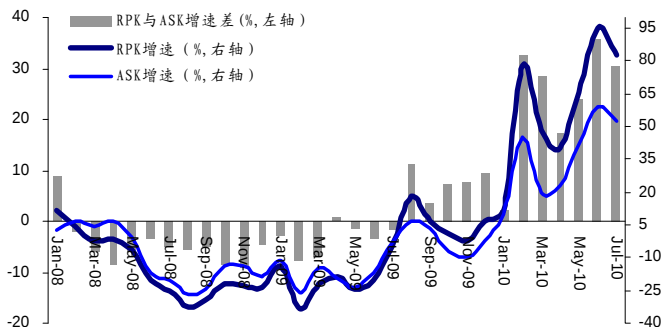
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 5 东航国内航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



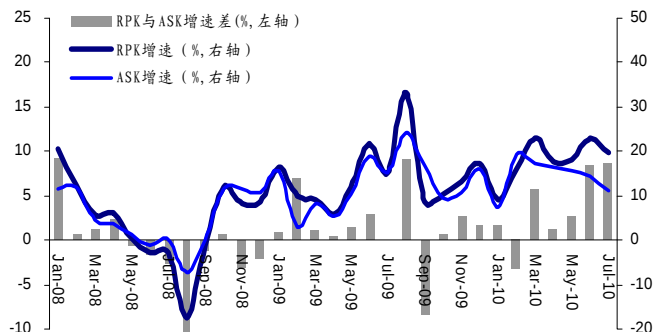
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 东航国际航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



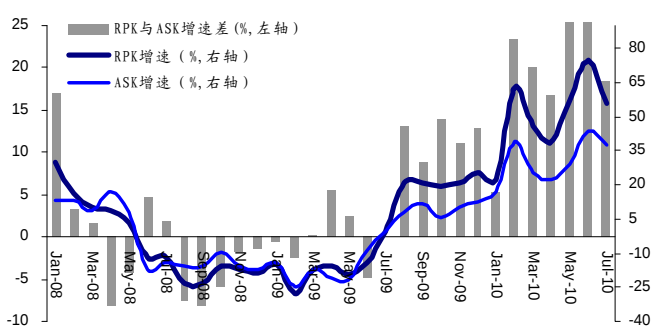
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 南航国内航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



资料来源：公司公告，海通证券研究所

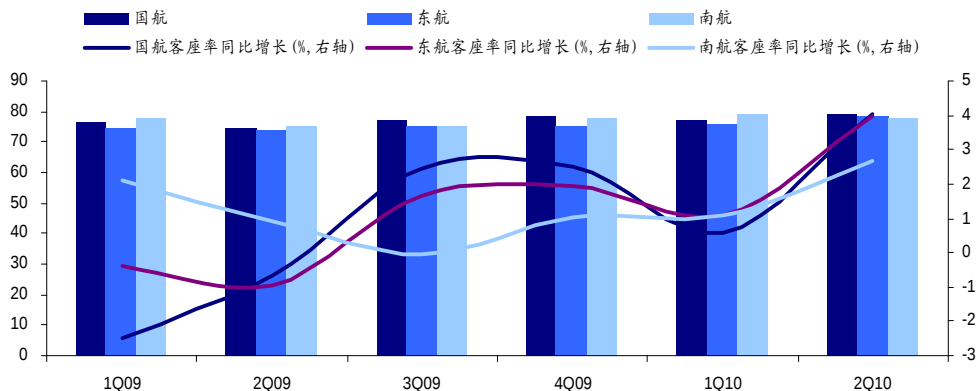
图 8 南航国际航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



资料来源：公司公告，海通证券研究所

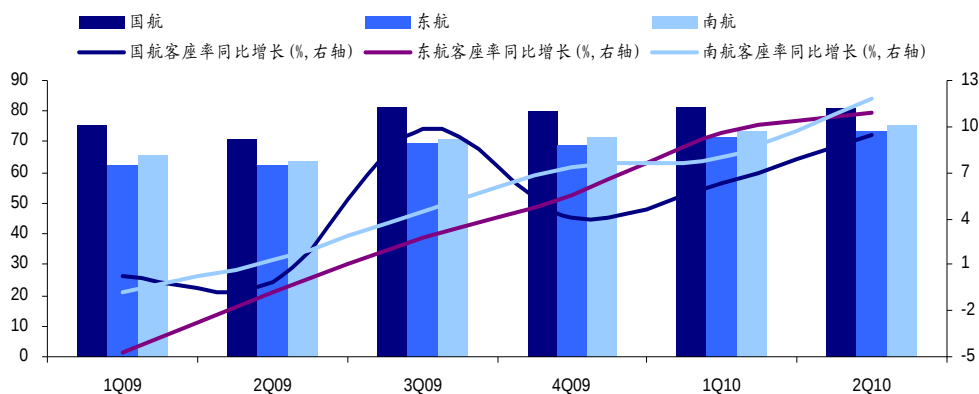
在客座率方面，由于三大航在国内市场的旅客需求和运力投放变化相对比较平稳，国内客座率的同比变化也比较稳定，而且国航和东航的国内航线客座率还体现出较明显的传统周期性趋势。在国际航线上，自 09 年 4 季度以来，东航和南航在国际航线上 RPK 和 ASK 同比增长差的迅速扩大，使其客座率实现了同比的快速增长，国际线的客座率水平也在 7 月分别达到 73.3% 和 75.6%，同国航的差距正迅速缩小。而国航的客座率变化则显示出其在应对国际市场需求变化的稳健作风，周期性调整仍然非常明显。

图 9 三大航在国内市场的季度客座率水平和同比变化



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 10 三大航在国际市场的季度客座率水平和同比变化

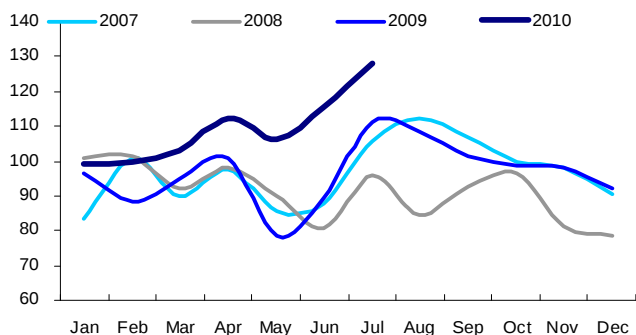


资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.2 国内外航线票价指数创新高，客公里收益有望赶超历史高点

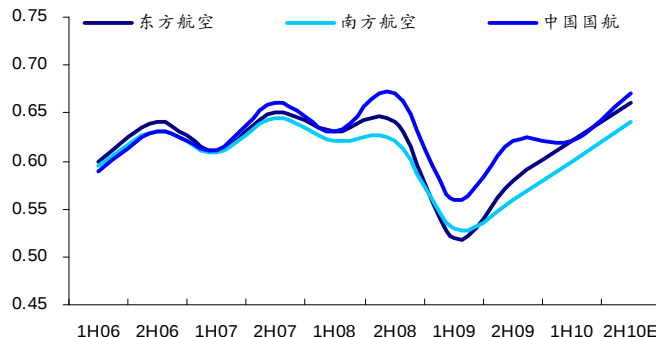
今年 7 月，国内外航线票价指数分别到达 128.1 和 164.4。同比分别增加 15.5% 和 45.4%；环比增加值分别为 11% 和 9.5%，票价指数自 6 月后再次创出历史新高。同时，伴随着国内外航线旅客周转量的继续提升，三大航的客公里收益水平逼近历史高点，并有望在今年下半年挑战前高。

图 11 07 年至今国内航线综合票价指数各年比较



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 12 三大航客公里收益水平变化比较

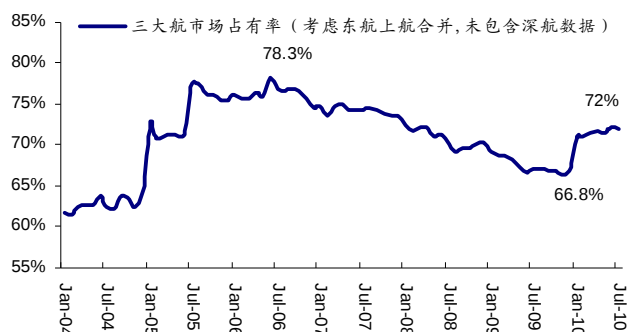


资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.3 整合提高行业集中度，运营效率将进一步提升

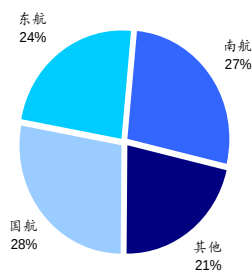
7 月份在考虑东航上航合并后的三大航国内市场占有率约为 72%。而如果全面考虑国航整合深航的因素，三大航的实际市场占有率已近 80%。行业集中度自年初以来的逐步提升将更有利于大型航空公司发挥规模优势，巩固和扩大市场占有率，以及进一步提升运营效率。

图 13 三大航国内市场占有率变化（未考虑深航数据）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 14 三大航最近国内市场占有率情况（考虑深航数据）

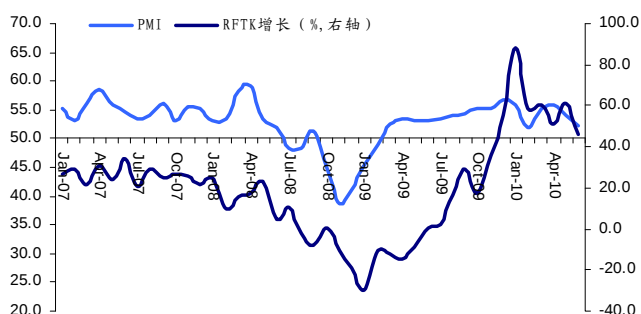


资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 航空货运市场增速回落，未来增速仍将维持高位

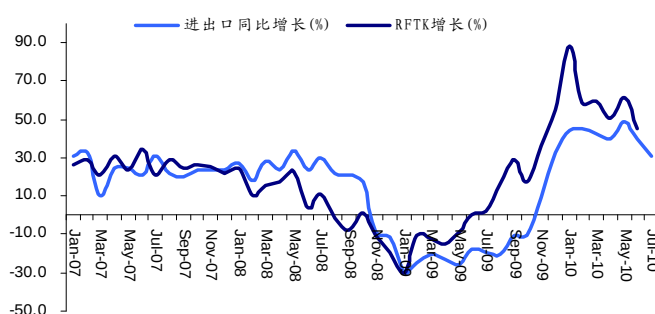
7 月份航空货邮周转量 RFTK 同比增长 35.3%，其中国内航线同比增速为 11.4%，国际航线同比增速为 48.4%。虽然对航空货运业务具有领先意义的 PMI 指数在 7 月份下滑 0.9 至 51.2，但从目前经济运行的情况看，我们对下半年经济的总体运行前景依然乐观。此外，进出口总额增速继续快速增长（同比上升 31%），继续推动航空货运业务，尤其国际货运业务的高速增长。因此我们认为，RFTK 的同比增速回落更多的只是对于年初大幅反弹的修复。

图 15 PMI 指数与航空货邮周转量同比增速



资料来源：CEIC，海通证券研究所

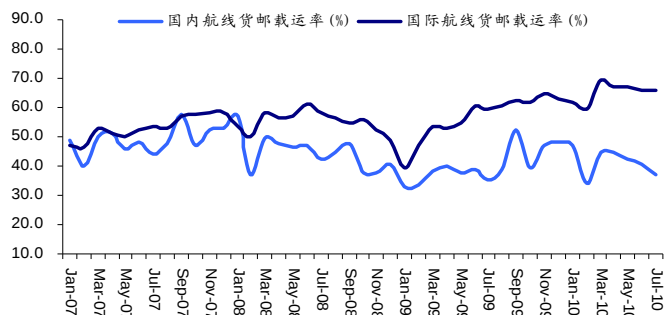
图 16 进出口同比增长与 RFTK 同比增长的比较



资料来源：CEIC，海通证券研究所

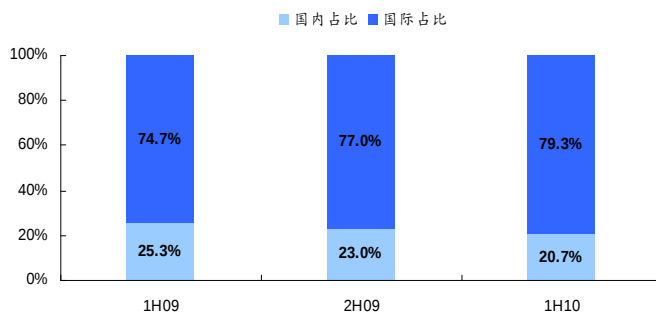
具体来看，国内三大航空公司货邮周转量维持快速增长，7 月份国内外 RFTK 同比增长分别达到 18.1% 和 69.8%。国内航线货邮载运率为 37%，国际航线货邮载运率为 65.7%。同时，从货邮周转量的国内外占比变化来看，三大航纷纷加大国际业务占比，尤其以今年上半年最为突出。我们判断，伴随着进出口总额的持续快速增长，国际货邮业务的增长和占比仍将继续维持在高位。

图 17 三大航国内外货邮载运率的月度变化



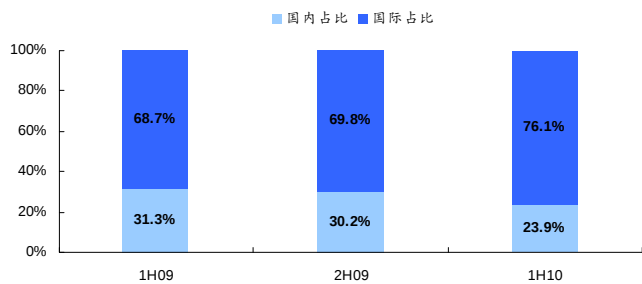
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 18 国航货邮周转量国内外占比变化



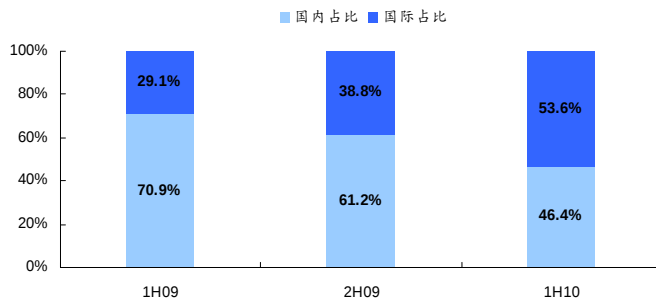
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 19 东航货邮周转量国内外占比变化



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 20 南航货邮周转量国内外占比变化

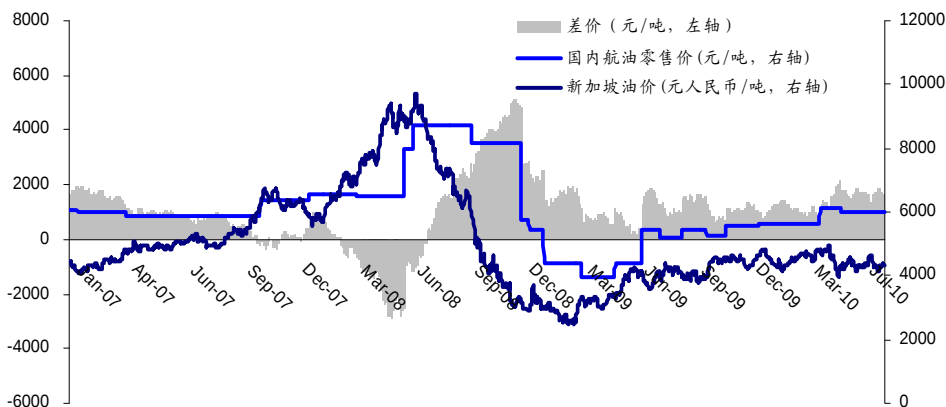


资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 国内航油零售价格保持稳定，人民币长期升值趋势不改

国际原油价格目前的运行较为平稳。5 月以来的原油期货均价在 73 美元至 77 美元区间小幅波动。国内航油价格自 4 月中旬以来也一直保持稳定，同新加坡航油之间的价差也变化不大。因此我们判断近期国内航油价格以及燃油附加费调整压力不大。这将有助于航空公司控制占主营业务成本最大份额的油耗成本支出。

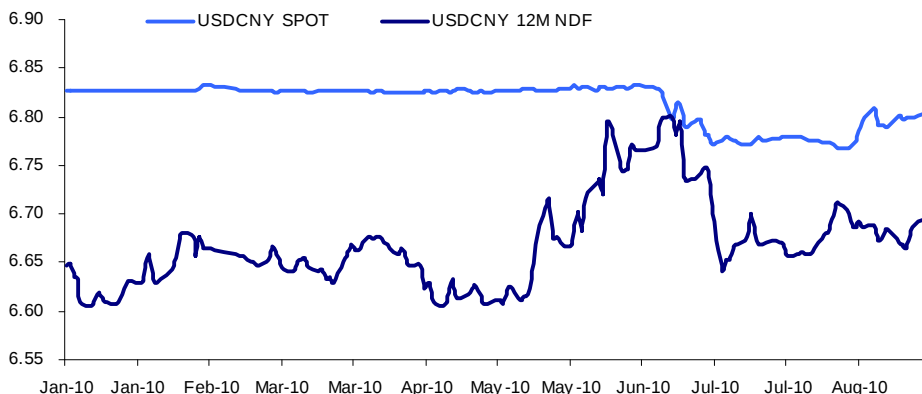
图 21 国内航油零售价，新加坡航油零售价及价差



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

在汇率方面，人民币虽然经历了近期的小幅贬值，但从跟 1 年期人民币对美元的远期汇率变化来看，人民币长期升值趋势未变，走势仍保持稳定。这对于增加航空公司的汇兑收益仍将维持积极作用。假定所得税率为 25% 且不考虑增发因素，人民币对美元每升值 1%，对于国航，南航和东航的美元净负债影响为：分别增厚 EPS 0.021 元，0.05 元和 0.02 元。

图 22 美元对人民币即期和 12 个月远期汇率对比



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

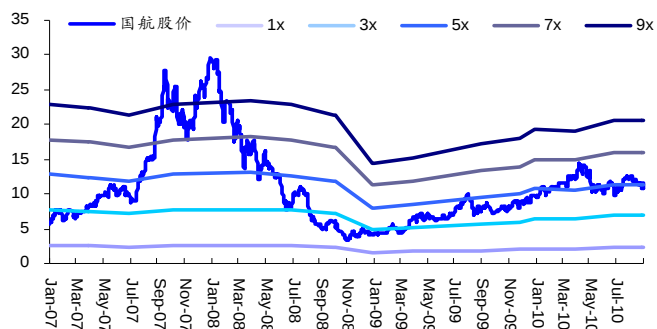
4. 投资建议：维持行业“增持”评级

继国内上市航空公司纷纷报出亮丽中报以来，行业发展已经进入传统旺季时期。从 7 月数据的分析我们有理由相信航空企业在旺季时节的客货表现将继续强劲，同时运营效率也将进一步提升。

国航和南航在 3 月份宣布了各自的非公开发行方案，分别意向融资约 65 亿和 107 亿元人民币。若增发顺利在本年度完成，将有效降低国航和南航目前价格下的估值水平。按增发价格模拟计算，国航对应 10 年的 P/B 约为 3 倍，南航对应的 P/B 为 2.1 倍。按 8 月 31 日收盘价计算，国航和南航目前 P/B 分别为 4.9 倍和 3.79 倍，因此增发价格具有一定的吸引力，将有效降低两家公司在目前价格下的估值水平，提升交易区间。

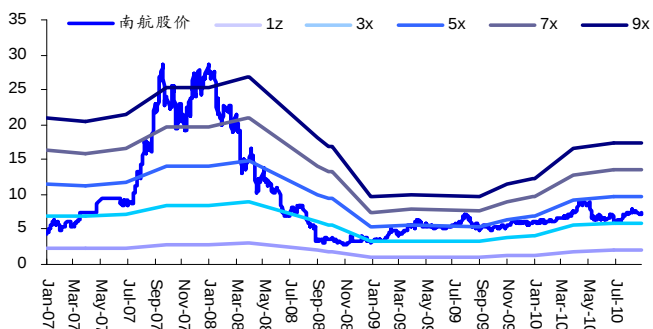
综上所述，我们维持对行业的“增持”评级。同时继续维持对于中国国航（601111），南方航空（600029），东方航空（600115）以及海南航空（600221）的“增持”评级。

图 23 国航股价对应 PB BAND



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 24 南航股价对应 PB BAND



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 风险提示:

主要为航油价格和利率水平的波动对于公司营业成本增加的潜在影响，以及大盘系统性风险引发的各股投资风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。