

2010-09-28

行业研究 / 深度研究

航空

增持 / 维持评级

分析师

李军

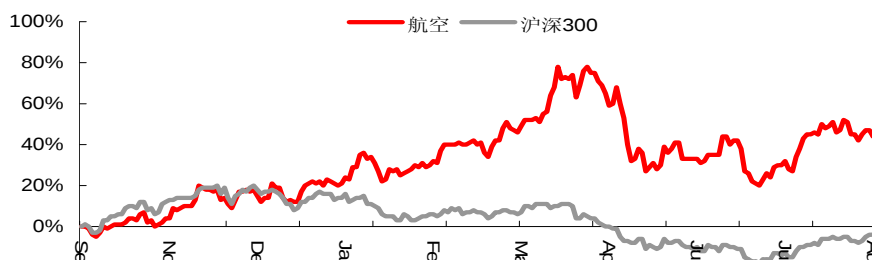
SAC 执业证书编号:S1000209090214

021-50106015 lijunyjs@lhq.com

2011 年业绩仍将快速增长

- 航空股业绩远未到顶，源于“季度顶”与“全年顶”的差异：航空的季节性明显，淡旺季之间的差异水平巨大，每一年的 3 季度为传统旺季，在 3 季度客座率水平与票价水平接近极限值的同时，1、2、4 季度距离极限值仍存在巨大空间；同时即使考虑 3 季度情况，在客座率水平与毛利率水平不再提升的情况下，RPK(收入客公里)的增长也能保证利润的同步提升，因此我们的结论是在需求端稳定增长的前提下，航空股业绩远未到顶，原因在于旺季产能利用率水平与全年产能利用率水平的概念相差甚远。
- 世博会带动作用有限，世博会与旺季叠加导致 7 月份以来交运系统产生瓶颈并导致航空票价飙升的结论并不成立：基于上海机场的实证数据，我们认为 7 月份以来上海世博会给国内航线航空需求增速的带动约为 3%，给国际航线航空需求的带动约为 2.5%，今年航空需求的高增长世博会带动作用有限，航空需求主要依然来自于依赖消费升级的内涵式增长，同时根据近年来旺季铁路旅客发送量环比当年春运月份铁路旅客发送量的增速数据，我们认为今年世博会与旺季叠加导致 7 月份以来交运系统产生瓶颈并导致航空票价飙升的结论并不成立。
- 2011 年上半年行业税前主营利润增速有望达到 100%：基于国内航线航空需求主要依赖于国内消费增速、国际航线航空需求主要依赖于进出口总额的逻辑，我们认为 2011 年上半年国内航线旅客吞吐量同比增速在 13%-15%之间，国际航线增速在 10%以上，合计旅客吞吐量增速在 13%-14%之间，客座率提升至 80%以上，行业毛利率提升至约 20%，行业税前主营利润增速有望达到 100%，至于 2011 年 3 季度，即使 2011 年 3Q 行业通过毛利率的提升实现的内涵式增长将有限，但在 10%的需求增长仍能带动行业利润在 3 季度同比增长 10%。
- 投资评级：增持，我们认为投资者对于 2011 年航空业盈利前景过份悲观，基于我们的分析框架，我们认为行业在 2011 年业绩仍能快速增长，尤其 2011 年上半年行业主营利润增速有望达到 100%，在 2011 年上半年行业极有可能出现真正的淡季不淡情形，基于此，我们维持行业“增持”的投资评级，建议投资者加仓航空股，推荐顺序依次为中国国航、南方航空、东方航空。

最近 52 周股价表现

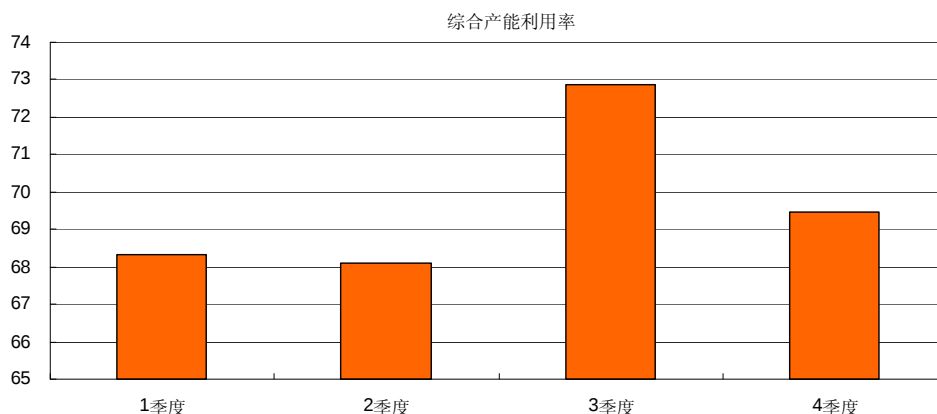


航空股业绩到顶了吗？

航空股业绩远未到顶，源于“季度顶”与“全年顶”的差异

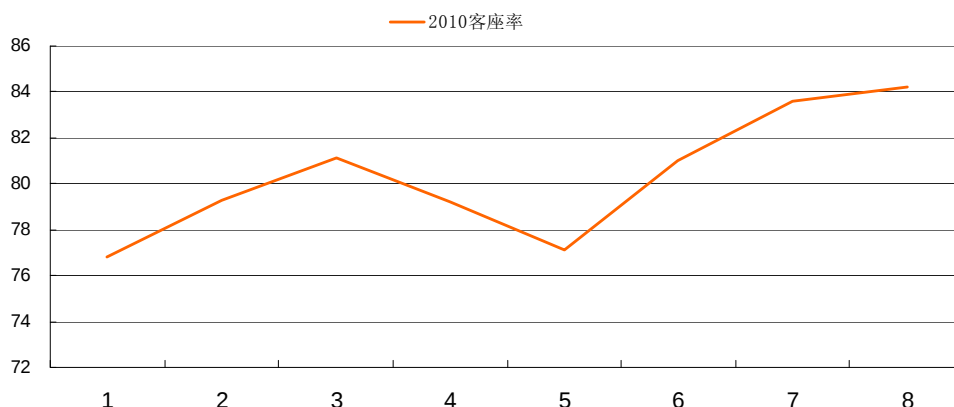
2009 年以来，每一次航空公司客座率与票价水平的超预期，均带来市场对于“未来空间还有多大”的疑问，在航空公司固定航班制的运输组织方式和国内航线政府指定基准票价的运价制定方式下，确实存在着客座率与票价折扣水平的极端位置，但航空的季节性明显，淡旺季之间的差异水平巨大，每一年的 3 季度为传统旺季，在 3 季度客座率水平与票价水平接近极限值的同时，1、2、4 季度距离极限值仍存在巨大空间；同时即使考虑 3 季度情况，在客座率水平与毛利率水平不再提升的情况下，RPK(运输周转量)的增长同时也能保证利润的同步提升，因此我们的结论是在需求端稳定增长的前提下，航空股业绩远未到顶，原因在于旺季产能利用率水平与全年产能利用率水平的概念相差甚远。

图 1：不同季节之间航空业产能利用率水平差异巨大



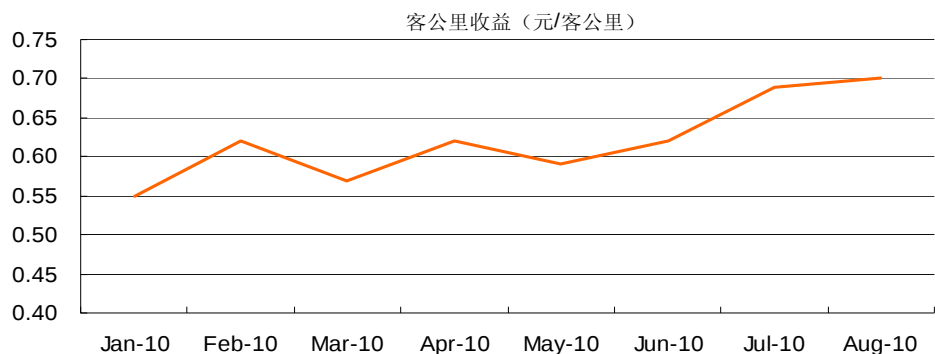
资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

图 2：2010 年以来月度客座率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

图 3：2010 年以来月度客公里收益发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

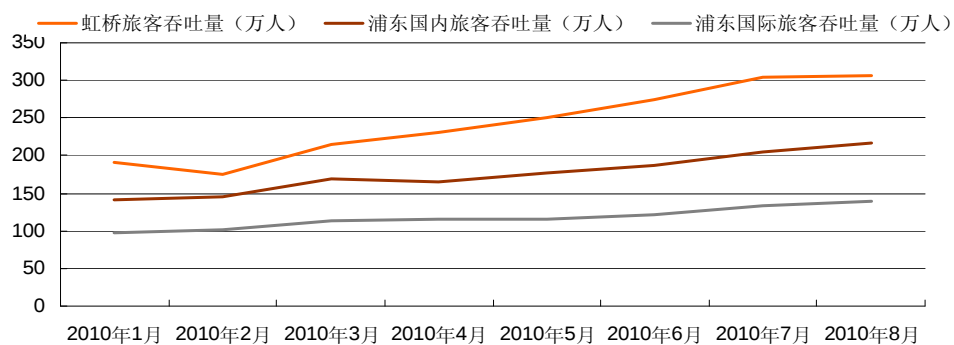
世博会对航空需求带来的增量到底有多大？另一个角度的思考！

在 2009 年 11 月 23 日我们的 2010 年度航空业年度投资策略报告《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》¹中，我们通过利用“航空出行系数”测算出，在世博会 7000 万游客的假设下，世博会可带来国内航线航空需求增量约 1600 万，可带来国际航线航空需求增量约 700 万，合计平均每月约为 40 万，按照目前全行业每月 2500 万至 2600 万的旅客吞吐量总量，由于世博会带来的航空需求增量约为 1.5%。

考虑到目前已经有了大量实证数据，此处我们再从另一个角度来测算世博会给航空需求带来的增量，逻辑为测算上海虹桥与上海浦东机场由于世博会带来的旅客吞吐量增量并以此作为由于世博会给整个航空需求带来的增量，根据历史上的数据来看，上海两场国内航线旅客吞吐量 3 季度环比 1 季度增速平均约为 25%，今年约为 45%；上海两场国际航线旅客吞吐量 3 季度环比 1 季度增速平均约为 20%，今年约为 25%，由此我们可以大概推断出由于世博会的因素今年上海两场国内航线旅客吞吐量 3 季度以来环比 1 月份增速高出 20%，国际航线旅客吞吐量 3 季度以来环比 1 月份增速高出 5%，即世博会给上海两场带来的国内航线旅客吞吐量增量约为每月 70 万；给上海两场带来的国际航线旅客吞吐量增量约为每月 5 万，相当于提高国内航线旅客吞吐量增速约 2.8%，提高国际航线旅客吞吐量增速约为 2.5%。

综合上述两个角度的分析，我们认为上海世博会给国内航线航空需求增速的带动约为 3%，给国际航线航空需求的带动约为 2.5%。

图 4：2010 年以来上海浦东与上海虹桥机场旅客吞吐量发展趋势



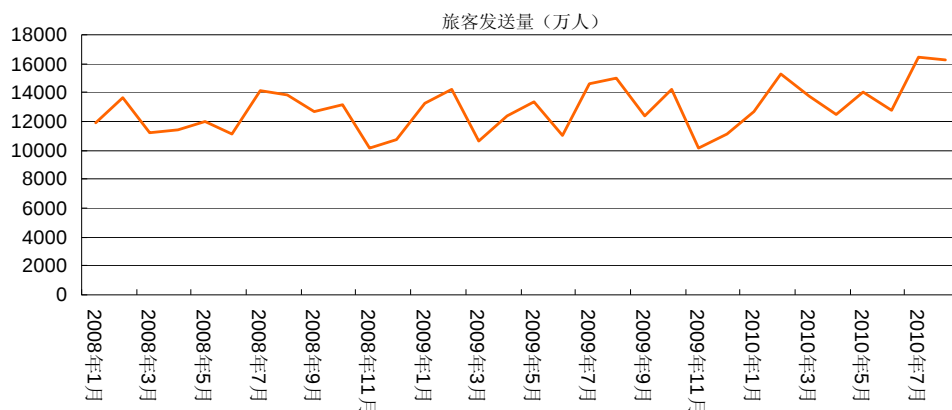
资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

¹ 2009 年 11 月 23 日，《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》；

2010 年 7 月、8 月的航空票价飙升是整个交运系统产生瓶颈了吗？

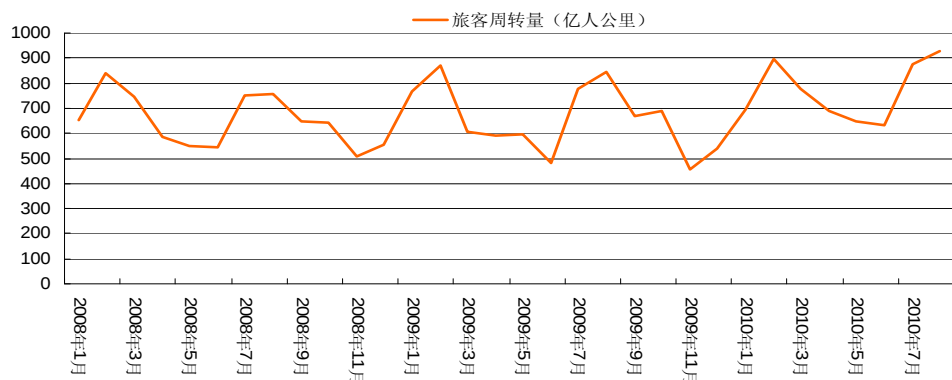
对于 2010 年 7 月份以来的航空双高（高客座率、高票价），市场部分观点认为是世博会导致整个交运客运系统产生了瓶颈，即铁路系统的满负荷导致“航空票价的隐形顶”被击穿²，考虑到对于此问题建立完备的分析框架需要完整的数据系统，我们在此可以通过比较近三年春运和今年世博期间的全国铁路的运量情况来阐述今年 7 月份以来的航空双高是行业自身产能利用率的演变结果还是世博会的偶然冲击。

图 5：2008 年以来全国铁路旅客发送量月度数据



资料来源：华泰联合证券研究所、铁道部

图 6：2008 年以来全国铁路旅客周转量月度数据

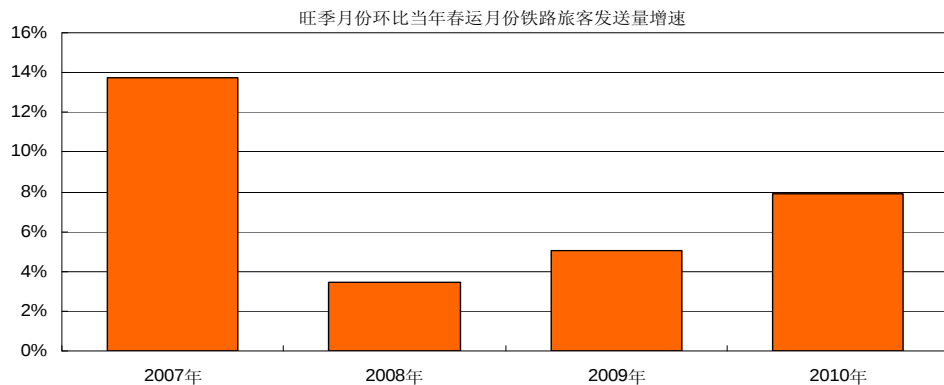


资料来源：华泰联合证券研究所、铁道部

基于图 5 所示的全国铁路发送量月度数据，今年 7 月份的全国铁路旅客发送量超过春运 2 月份 7.9%，从历史上每年的最旺季月份铁路旅客发送量和当年的春运月份的旅客发送量的比较来看，今年的 7 月份铁路旅客发送量环比今年春运月份铁路旅客发送量的增速并没有显著提升；同时基于图 6 所示的全国铁路旅客周转量月度数据，今年 7 月份的全国铁路旅客周转量与春运 2 月份基本相当，从上述的分析可以看出，铁路系统在今年 7 月份以来并未产生明显的需求大幅增加，因此我们基本可以认为“由于铁路系统的满负荷导致航空的票价飙升”的观点并不成立。

² 此看法的理论依据为在铁路系统运能存在空余的情况下，一旦航空票价超过与之存在竞争关系的铁路票价一定比例，旅客就会选择铁路作为出行方式，而一旦铁路运能紧张，则部分本来选择铁路出行的旅客会被迫选择航空作为出行方式。

图 7：2007 年以来旺季月份环比当年春运月份铁路旅客发送量增速比较



资料来源：华泰联合证券研究所、铁道部

2011 年上半年业绩快速增长的逻辑

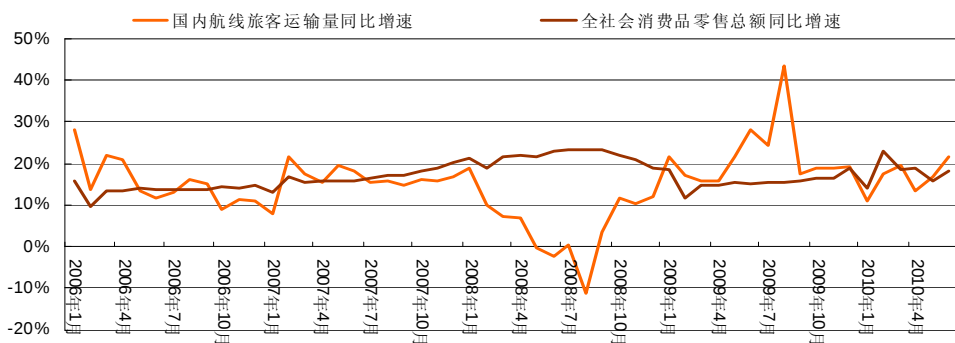
我们有别于市场的提出 2011 年上半年航空公司税前主营利润可能增长超过 100%的判断，首先依赖于我们对于 2011 年需求增速的不悲观，依据我们一贯的逻辑，我们认为 2011 年上半年国内航线旅客吞吐量同比增速在 13%-15%之间，国际航线增速在 10%以上，合计旅客吞吐量增速在 13%-14%之间。

其次，在需求 13%-14%增长，供给 11%增长的前提下，2011 年上半年客座率有望提升至 81%左右，客座率由 79.08%提升至 81%将带来票价水平与毛利率水平的跃升，这是我们对于 2011 年上半年业绩能够快速增长的首要逻辑。

国内航线旅客吞吐量增速主要依赖于消费增速

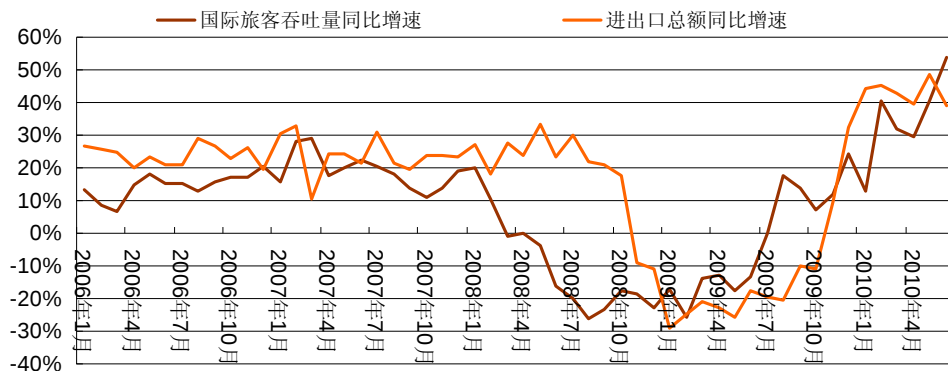
依据我们一贯的逻辑，国内航线航空需求主要依赖于国内消费增速，国际航线航空需求主要依赖于进出口总额，历史数据也较好的印证了这一点，在 1H2010 国内消费约 18%的增速带动下，1H2010 国内航线增速达到 18.6%，在 1H2010 进出口总额 43%的增速带动下，1H2010 国际航线增速达到 36%，因此在 2011 年消费增速保持稳定，进出口总额增长 10%的假设下，我们认为 2011 年国内航线旅客吞吐量潜在同比增速在 13%-15%之间，国际航线潜在增速在 10%以上，合计旅客吞吐量增速在 13%-14%之间（考虑到今年 3 季度世博会的基数效应，2011 年 3 季度的表现增速会低于潜在增速 2%-3%）。

图 8：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



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

图 9：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

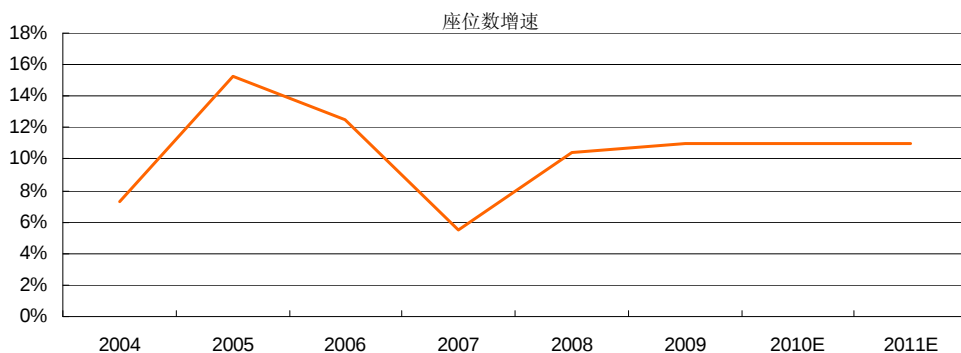


资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

2011 年全行业座位数增速预计约为 11%

考虑自购订单交付与租赁运力的占比 20% 的假设，我们估计 2011 年全行业座位数增速在 11% 左右。

图 10：中国民航客机座位数发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

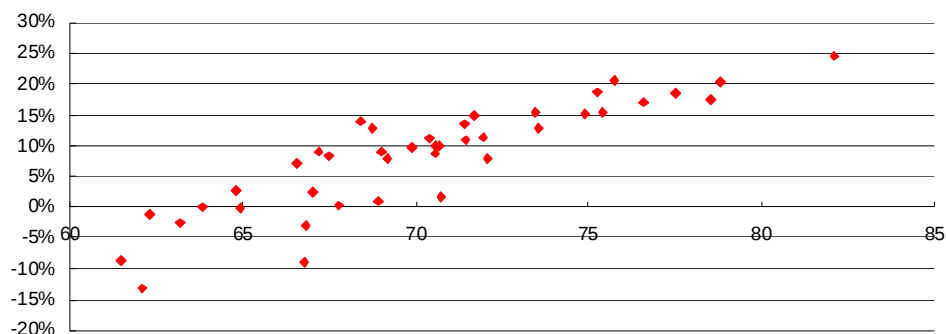
客座率跨过 80%，毛利率跃升

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相关关系”，并且这种相关关系呈现出如下特征：

- 1、综合差能利用率在 70%至 80%之间时；随着产能利用率的提升，行业毛利率缓慢提升；
- 2、综合差能利用率在 80%以上时；随着产能利用率的提升，行业毛利率急剧提升；

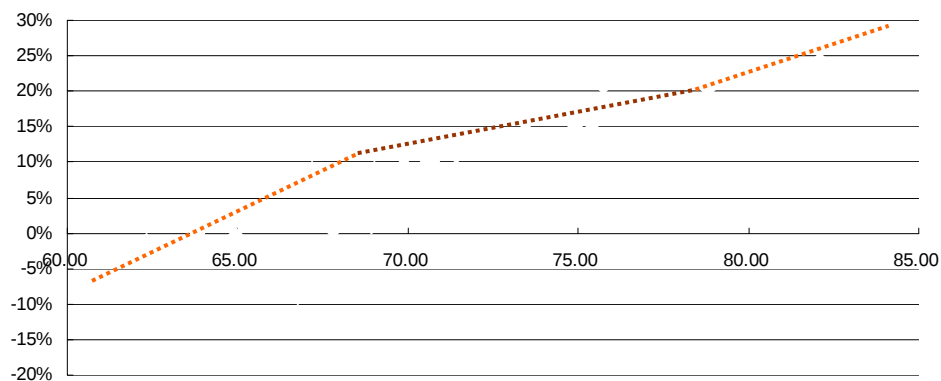
上述特征对应的经济含义为客座率 78%至 80%为航空业一个关键点，在此水平上行业基本处于供需平衡状态，一旦行业跨过此关键点，即进入供不应求状态，行业的票价水平和毛利率水平将跃升。

图 11: 综合利用率与行业毛利率之间的相关关系散点图



资料来源: 华泰联合证券研究所、民航总局

图 12: 综合利用率与行业毛利率之间的相关关系逻辑图

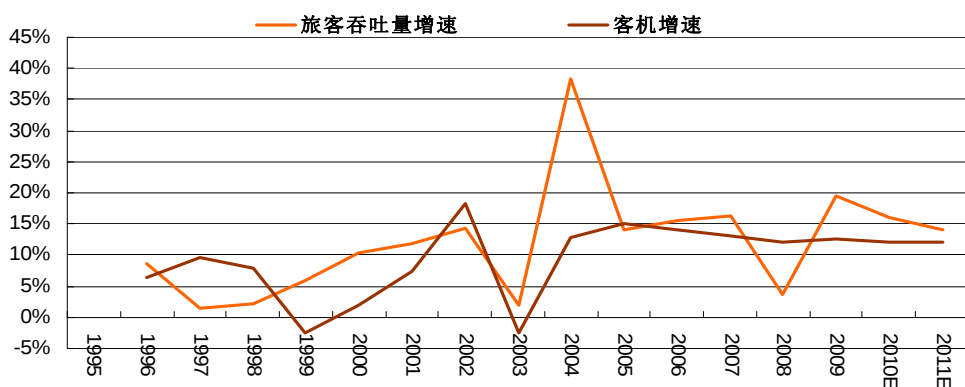


资料来源: 华泰联合证券研究所、民航总局

2011 年上半年供需缺口扩大 2 个点甚至以上, 客座率超过 81%

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 13: 行业供需发展趋势

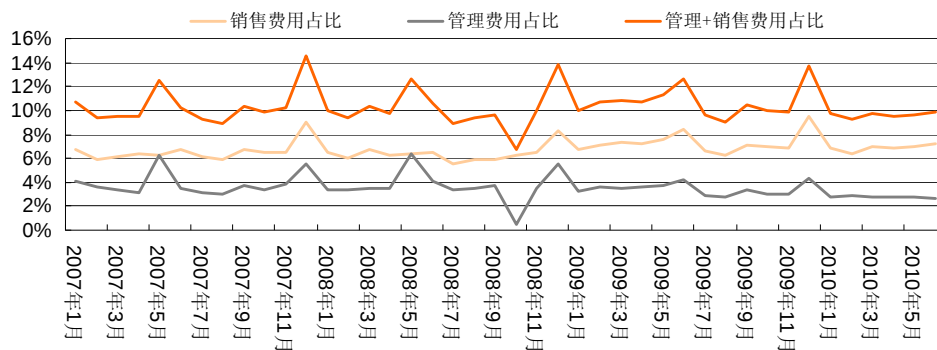


资料来源: 华泰联合证券研究所、民航总局

2011 年上半年毛利率提升至 20%，税前主营利润增长 100%以上

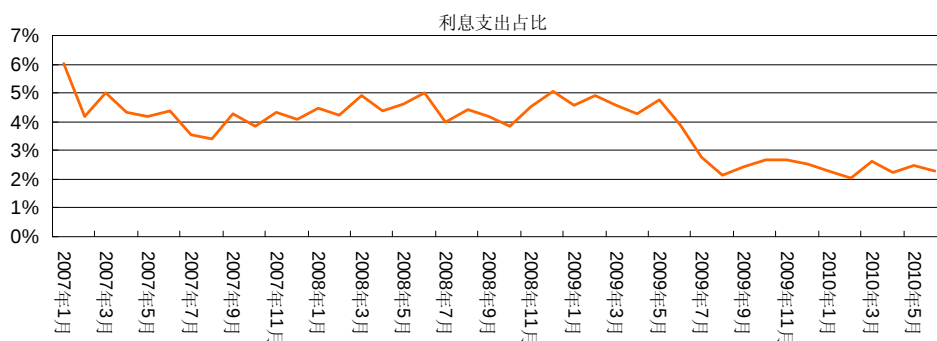
2010 年上半年全行业毛利率约为 15.5%，三费合计占主营业务收入占比接近 12%，行业税前主营利润约为主营收入的 3.5%，在 2011 年上半年行业毛利率提升至 19% 时，行业税前主营利润增速即可达到 100%（此处还未考虑考虑量的增长带来的税前主营利润增加）。

图 14：航空业管理费用+营业费用占营业收入比发展趋势图



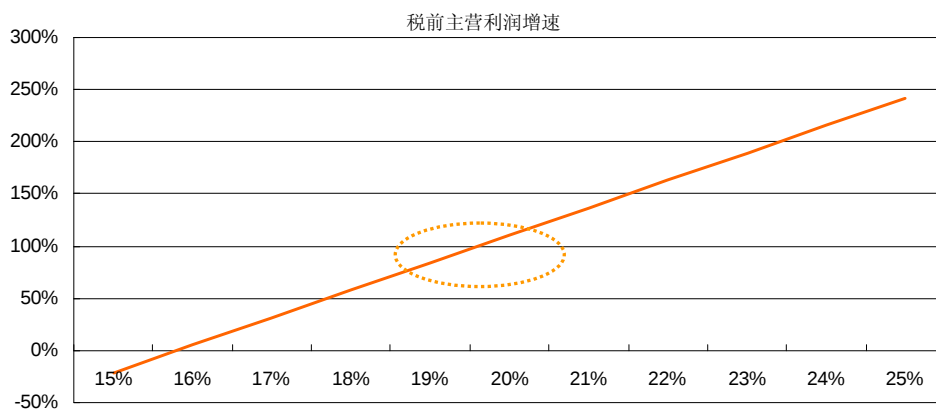
资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

图 15：航空业利息支出占营业收入比发展趋势图



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

图 16：2011 年上半年不同毛利率水平对应行业税前主营利润增速的敏感性分析



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

2011 年 3Q 内涵式增长有限，但 10%RPK 增长仍能带动利润增长 10%

由于世博会的脉冲效应，今年 3 季度行业客座率和票价水平预计在 83%左右和 0.69 元/客公里，行业毛利率水平预计在 26%至 28%之间，客座率、票价水平和毛利率水平已经达到了一个新的高度，预计 2011 年 3 季度由于今年基数的提高已经世博会效应的消失，需求增速会降到 10%左右，即 2011 年 3Q 行业通过毛利率的提升实现的内涵式增长将有限，但在 10%的需求增长仍能带动行业利润同比增长 10%。

投资评级：增持

我们认为投资者对于 2011 年航空业盈利前景过份悲观，基于我们的分析框架，我们认为行业在 2011 年业绩仍能快速增长，尤其 2011 年上半年行业主营利润增速有望达到 100%，在 2011 年上半年行业极有可能出现真正的淡季不淡情形，基于此，我们维持行业“增持”的投资评级，建议投资者加仓航空股，推荐顺序依次为中国国航、南方航空、东方航空。

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