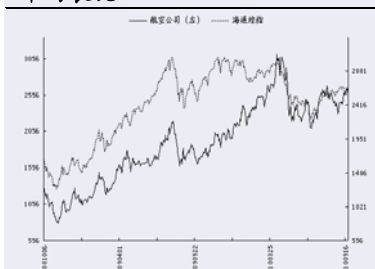


## 增持 维持

### 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 |

### 市场表现



资料来源：海通证券研究所

### 相关研究

航空运输业跟踪报告：客货增长快速稳定，运营效率持续提升，2010.9.10

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

## 航空运输业

2010 年 9 月 29 日

### 供需的增速回落不改行业的持续景气

国内航空业 8 月份的经营数据显示，单月客货周转量的同比增速继续回落。然而行业整体需求增长仍旧快速稳定。加之本月的运力投放增速也有所放缓，行业客座率水平再创历史单月新高。同时，国际线的旅客和货邮周转量增速依旧强劲，票价和货邮载运率继续维持在历史高位。

● **航空客运：**旅客周转量和可用客公里增速继续回落，客座率创历史新高。国际线票价指数新高再现，客公里收益将赶超历史高点。8 月航空业旅客周转量 RPK 同比增长 20.2%（7 月为 25.6%）。其中国内航线同比增速为 17.4%，国际和地区航线同比增速分别为 34.3% 和 31.2%。单月客运需求较 7 月相比增速继续放缓。同时，本月可用客公里（ASK）同比增速环比回落 1.2%，为 14.1%。行业整体运力投放的进一步调整显示出航空企业对于需求增速的回落判断较为充分，这使得行业正班客座率继 7 月后再创出历史新高，达到 84.2%。其次，国际票价指数刷新历史新高，国内票价指数继续维持在历史高位。我们预计国内航空企业的客公里收益水平将在今年下半年赶超历史高点。再次，行业整合效应继续显现。三大航市场占有率继续提升，国内外市场的运营效率也进一步提升。

● **航空货运：**PMI 触底反弹和进出口增速的进一步提升将继续推动货运市场高速发展。8 月份航空货邮周转量同比增长 29.6%（7 月为 35.3%）。其中国内航线同比增速为 8.9%，国际航线同比增速为 41.4%。虽然同客运一样，单月货运需求增速环比也有所回落，然而对航空货运业务具有领先意义的 PMI 指数在经历了 3 个月下滑后，在 8 月上升 0.5，至 51.7。同时，进出口同比增速比上月也提升了 3.9%，为 34.9%。我们对下半年经济的总体运行前景依然乐观。同时认为，PMI 的提升以及进出口的持续高增长将继续助推航空货运业务，尤其是国际货运业务的发展。

● **油价与汇率：**油价运行平稳，人民币升值明显。和上月相比，本月国际原油价格运行平稳，最新原油期货价格维持在 75 美元/桶附近。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一直窄幅波动。我们认为，航油价格的稳定将有利于航空公司对于油耗成本的有效控制。在汇率方面，随着人民币汇改话题的再度热议，人民币兑美元在经历了 8 月份的小幅贬值后，在 9 月份已大幅升值约 1.7%。12 个月 NDF 走势也表明，人民币长期对于美元的升值趋势未变。航空股近期相对大盘的整体走强也显示出市场对于人民币升值直接受益的航空公司的追捧。

● **投资建议：**我们维持对行业的“增持”评级。航空行业的发展已经进入传统旺季时期。8 月份客货周转量的同比增速虽然继续回落，但是行业整体的需求增长依旧快速。我们认为增速的回落更多的是对于前期需求高速增长的正常修复。伴随着今年中秋和国庆两节的较长假期，进出口增速的再度提升，以及人民币升值的叠加效应，我们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，南航的定向增发已经获批。预计国航的非公开发行也能在本年度顺利完成。预测定增的吸引了仍较为明显。同时，我们继续维持对于三大航以及海南航空的“增持”评级。

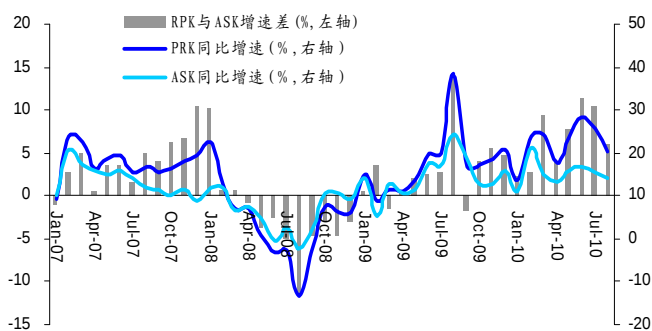
● **风险提示：**主要为航油价格和利率水平的波动对于公司营业成本增加的潜在影响，以及大盘系统性风险引发的个股投资风险。

## 1. 8 月份航空客运市场增速回落，运营效率进一步提升

### 1.1 运力调整匹配需求变化，行业客座率再创新高

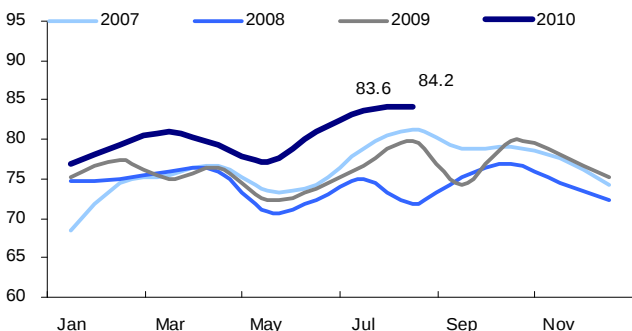
8 月航空业旅客周转量 RPK 同比增长 20.2%（7 月为 25.6%）。其中国内航线同比增速为 17.4%，国际和地区航线同比增速分别为 34.3% 和 31.2%。单月客运需求较 7 月相比增速继续放缓。同时，本月可用客公里（ASK）同比增速环比回落 1.2%，为 14.1%。行业整体运力投放的进一步调整显示出航空企业对于需求增速的回落判断较为充分，这使得行业正班客座率继 7 月后再创出历史新高，达到 84.2%。

图 1 月度 RPK 和 ASK 同比增速比较（2007.1- 2010.8）



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

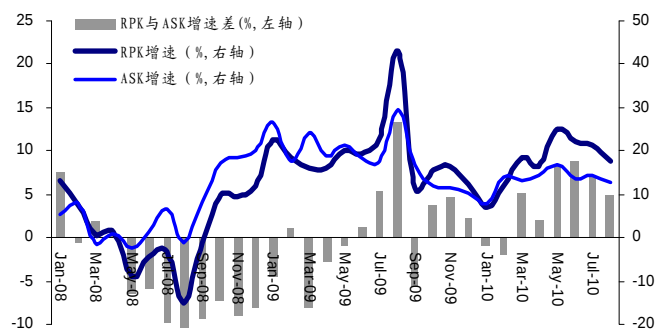


资料来源：CEIC，海通证券研究所

8 月份，三大航（国航，南航和东航）国内，国际和地区 RPK 增速分别为 27%，36.9% 和 42.5%。其中，国际和地区航线同比增速虽较 7 月份相比放缓较为明显，而国内同比增速则变化不大。但国际和地区航线的增速仍远高于国内航线的增速。同时，随着运力的适度调整，三大航在国内外航线的客座率水平仍然维持在 80% 以上。其中，国航和南航的国内外航线客座率还进一步提升。

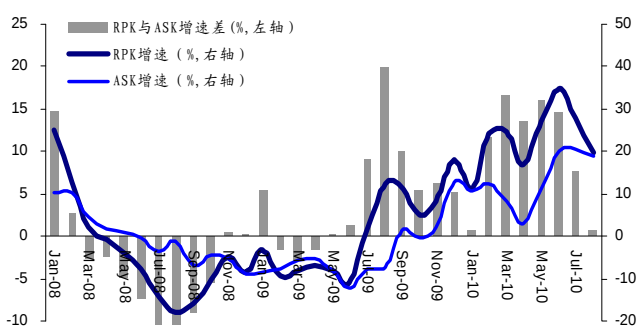
- 1) 国航在国内外航线的 RPK 增速环比分别下降 3.7% 和 8.4%。公司的运力增速调整则环比下降了 1.5% 和 1.6%（图 3，图 4）。国内外航线的客座率则环比分别提升 0.4% 和 1.6%。
- 2) 南航在应对国际航线需求增速放缓时同样积极调整了运力增速，国际及地区客座率水平创出新高，达到 80%。同时，作为国内航线网路覆盖最全的航空企业，南航的国内 PRK 增速相对国航和东航而言保持稳定，供求变化也较不明显（图 7）。
- 3) 尽管 8 月份国内外 RPK 增速环比回落较为明显（分别为 8%，14.5%）东航在运力投放方面依旧较上月分别上升 1.9% 和 0.2%（图 5，图 6）。虽然国际和地区客座率继续增长，但国内客座率较上月高点相比下降 0.9%，至 84.1%

图 3 国航国内航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



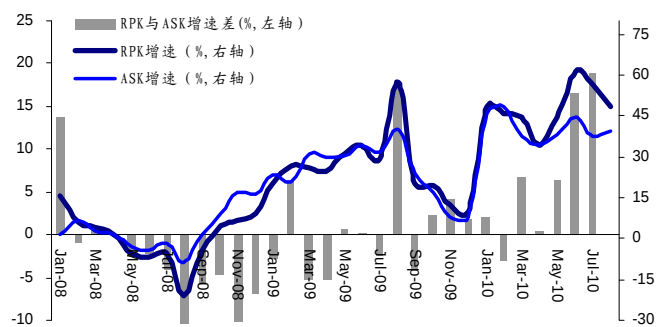
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 国航国际航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



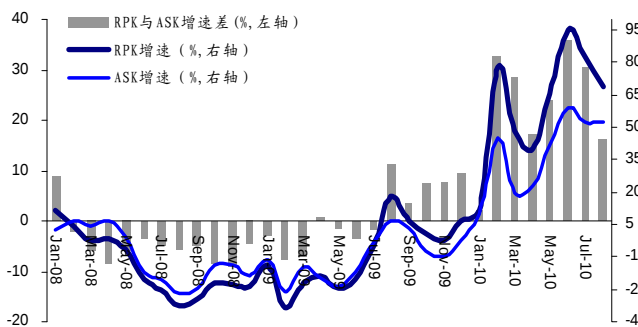
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 5 东航国内航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



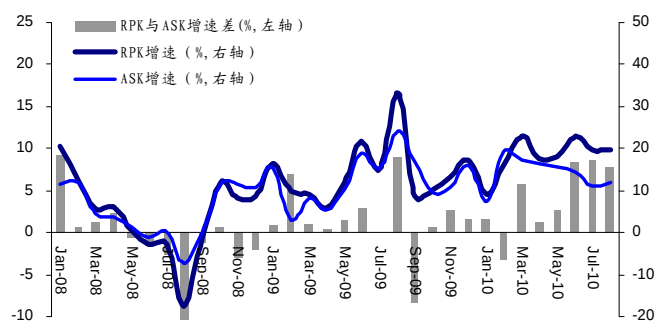
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 东航国际航线月度 RPK 和 ASK 同比增速比较



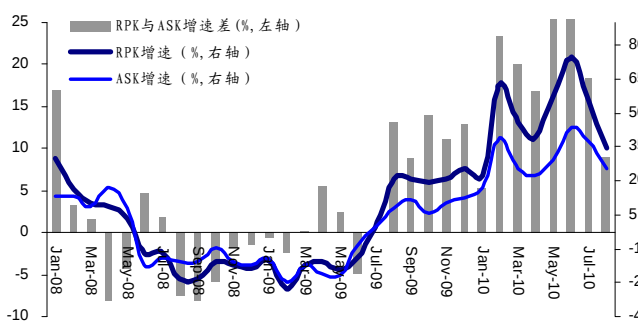
资料来源：公司公告，海通证券研究所

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



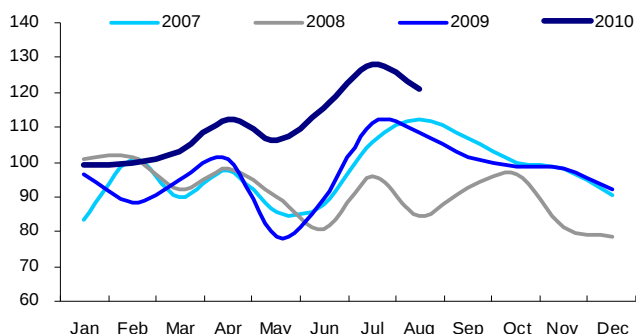
资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 1.2 国际航线票价指数创新高，客公里收益将赶超历史高点

8 月份国内外航线票价指数分别为 120.9 和 165.9。同比分别增加 11.5% 和 26.1%；环比增加值分别为 -5.6% 和 0.9%，国际票价指数再次创出历史新高，国内票价指数也继续维持在历史高位。同时，伴随着国内外航线旅客周转量的继续提升，我们预计国内航

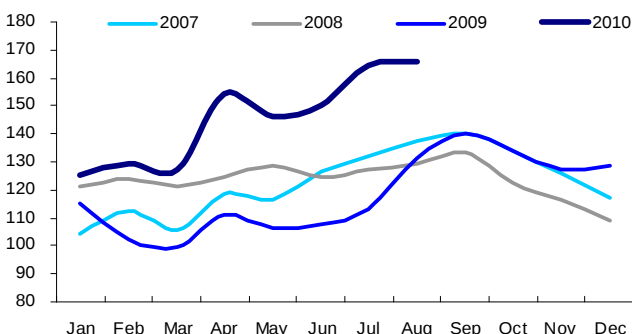
空企业的客公里收益水平将在今年下半年赶超历史高点。

图 9 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 10 07 年至今国际航线综合票价指数各年比较

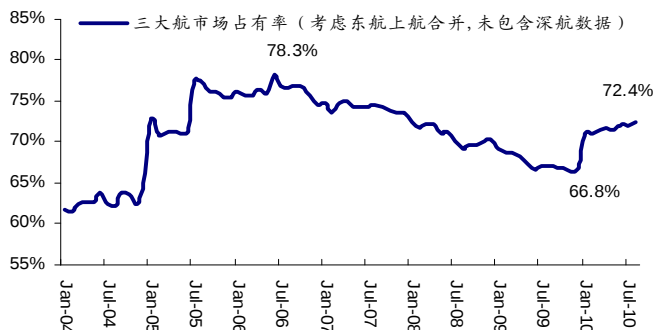


资料来源：公司公告，海通证券研究所

### 1.3 行业整合继续提升三大航市场占有率

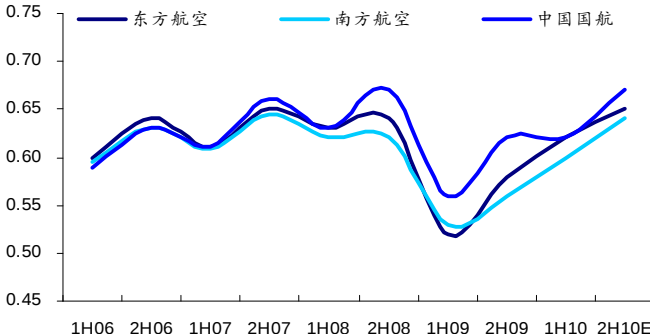
8 月份在只考虑东航上航合并因素的前提下，三大航国内市场占有率较上月相比提升约 0.4%，达到 72.4%。在全面考虑国航整合深航的因素后，我们预计三大航的实际市场占有率已超过 80%。行业整合继续提升集中度和扩大三大航的市场占用率。我们预计国航，南航和东航的客公里收益水平将在下半年分别达到 0.67 元，0.64 元和 0.65 元。

图 11 三大航国内市场占有率变化（不考虑深航数据）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 12 三大航客公里收益水平提升显著

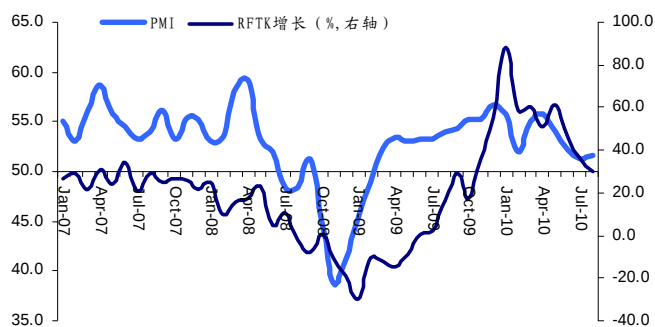


资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 2. 经济基本面将继续推动航空货运市场的高速发展

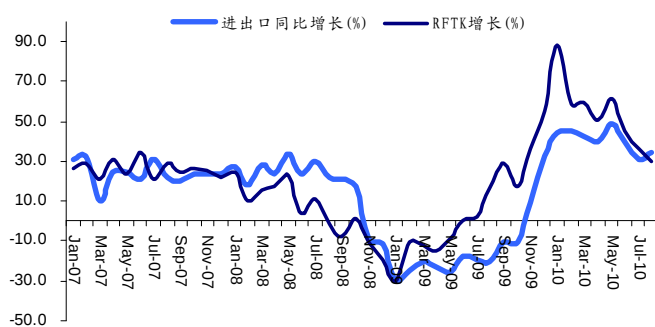
8 月份航空货邮周转量（RFTK）同比增长 29.6%（7 月为 35.3%）。其中国内航线同比增速为 8.9%，国际航线同比增速为 41.4%。虽然同客运一样，单月货运需求增速同比也有所回落，然而对航空货运业务具有领先意义的 PMI 指数在经历了 3 个月下滑后，在 8 月上升 0.5，至 51.7。同时进出口同比增速比上月也提升了 3.9%，为 34.9%。我们对下半年经济的总体运行前景依然乐观。同时认为，PMI 的提升以及进出口的持续高速增长将继续助推航空货运业务，尤其是国际货运业务的发展。

图 13 PMI 指数与 RFTK 同比增速的比较



资料来源：CEIC，海通证券研究所

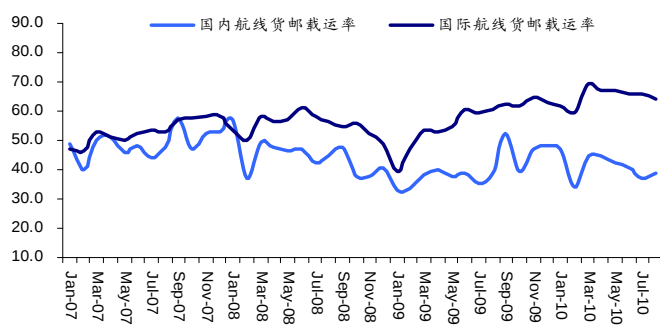
图 14 进出口同比增长与 RFTK 同比增长的比较



资料来源：CEIC，海通证券研究所

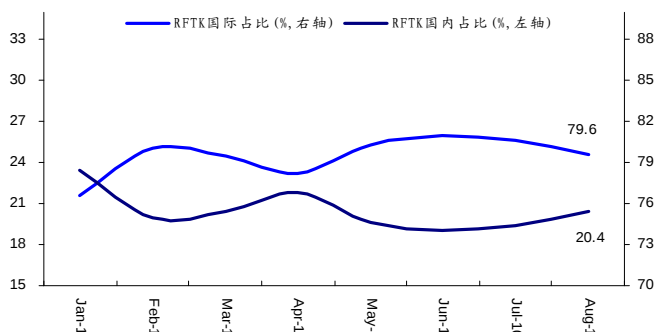
其中，三大航空公司虽然在 8 月的国内货邮周转量增速环比回落 5%，然而占比最大的国际业务部分同比增速仍然十分迅猛。国际 RFTK 同比增速达到 68.9%，环比仅微降 0.9%，国际货邮载运率达到 64%。我们在上次行业跟踪报告中指出，从 RFTK 的国内外占比变化来看，三大航纷纷加大国际业务占比，尤其以今年上半年最为突出。我们以今年以来的月度数据为例，截至 8 月底，国航，南航和东航的国内外 RFTK 占比分别为 20.4% 和 79.6%，37.3% 和 62.7%，21.8% 和 78.2%。月度数据显示国际货邮业务在整个航空货邮业务的比重仍在继续提升(图 16-18)。我们认为，随着进出口总额的快速增长，国际货邮业务的增长和占比仍有进一步上升的空间。

图 15 三大航国内外货邮载运率的月度变化



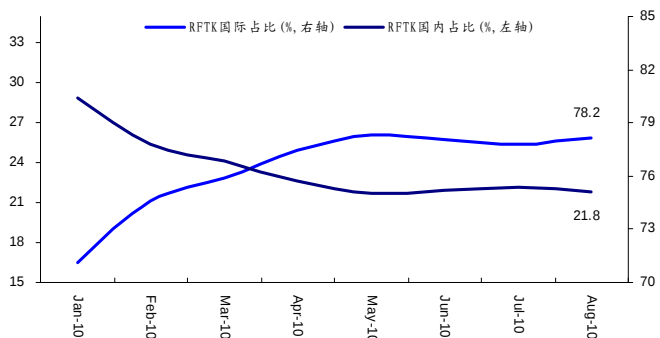
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 16 国航货邮周转量国内外占比变化



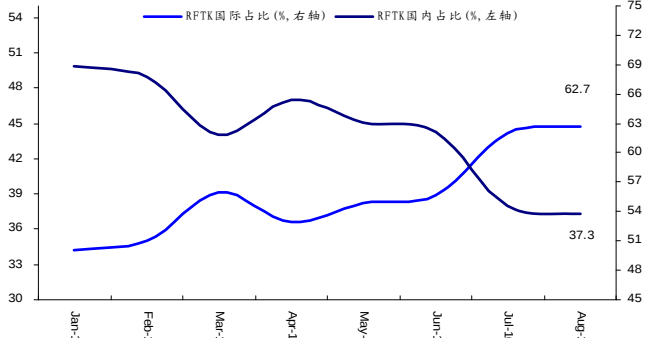
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 17 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 18 南航货邮周转量国内外占比变化

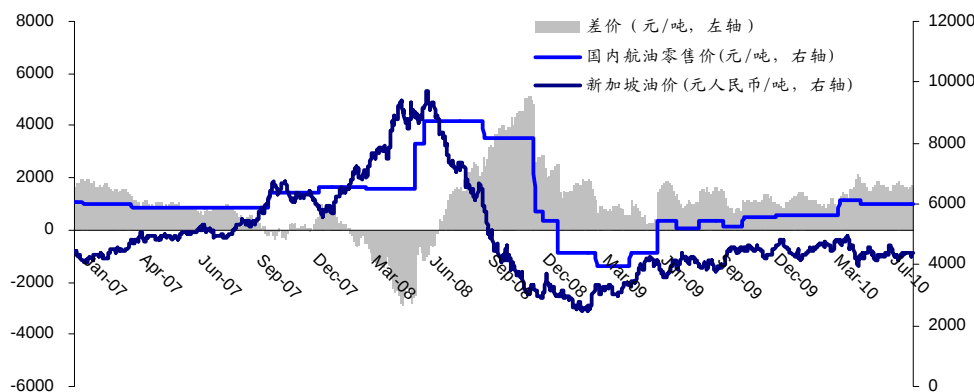


资料来源：公司公告，海通证券研究所

### 3. 国内航油零售价格保持稳定，人民币近期升值加速

和上月相比，本月国际原油价格运行平稳，最新原油期货价格维持在 75 美元/桶附近。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一直窄幅波动。我们认为，航油价格的稳定将有利于航空公司对于油耗成本的有效控制。

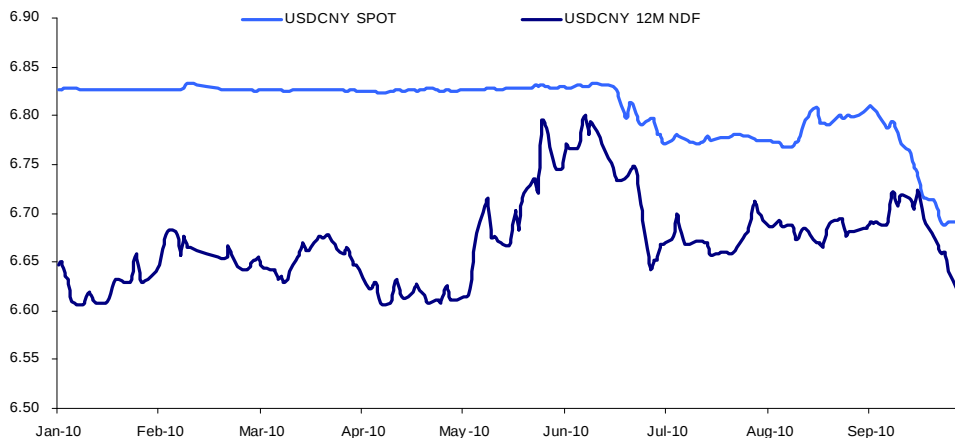
图 19 国内航油零售价，新加坡航油零售价及价差



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

在汇率方面，随着人民币汇改话题的再度热议，人民币兑美元在经历了 8 月份的小幅贬值后，在 9 月份已大幅升值约 1.7%。12 个月 NDF 走势也显示，人民币长期对于美元的升值趋势未变。航空股近期相对大盘的整体走强也表明了市场对于人民币升值对于航空公司收益的积极预期。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 20 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

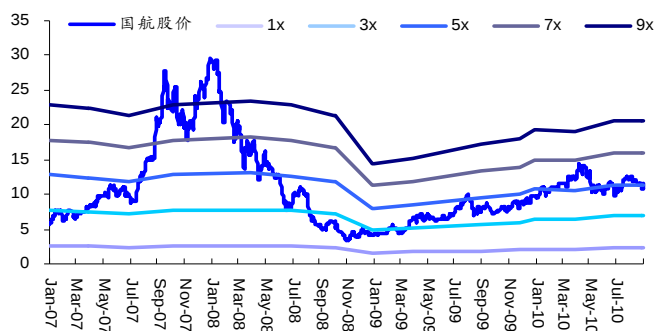
航空行业的发展已经进入传统旺季时期。8 月份客货周转量的同比增速虽然继续回落，但是行业整体的需求增长依旧快速。我们认为增速的回落更多的是对于前期需求高速增长的正常修复。伴随着今年中秋和国庆两节的较长假期，进出口增速的再度提升，以及人民币升值的叠加效应，我们相信航空企业在旺季时节的客货表现将继续强劲，同时运营效率也将进一步提升。

另外，南航的定向增发已经获批。预计国航的非公开发行也能在本年度顺利完成。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。按最新收盘价计算，国航和南航目前 P/B 分别为 5 倍和 4.35 倍，因此在目前的股价水平下，增发价格的吸引力仍较为明显。

目前东航和海航股价的 PE 水平在 20X 左右，而国航和东航股价的 PE 约为 16X，PE 估值属于合理范畴。同时，我们维持对于三大航以及海航在今明两年盈利的较乐观预测（表 1）。我们认为，今明两年的盈利水平将有助于进一步提升上述航空公司的估值吸引力。近期航空股的逆市走强也显示出市场对于航空行业后市的乐观预期。

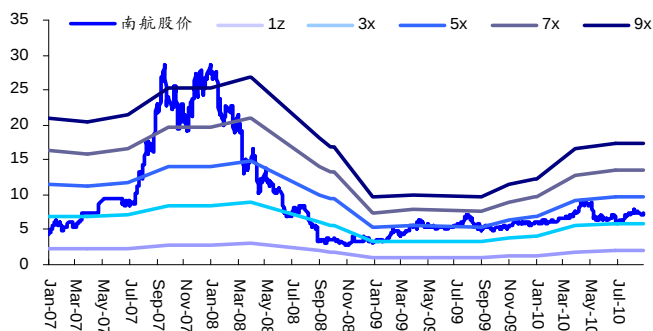
综上所述，我们维持对行业的“增持”评级。同时，也维持对于中国国航（601111），南方航空（600029），东方航空（600115）以及海南航空（600221）4 家公司的“增持”评级。

图 21 国航股价对应 PB BAND



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 22 南航股价对应 PB BAND



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 各航空公司盈利预测

| EPS 预测(元) | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|
| 中国国航      | 0.86  | 0.88  |
| 南方航空      | 0.72  | 0.80  |
| 东方航空      | 0.46  | 0.60  |
| 海南航空      | 0.36  | 0.37  |

资料来源：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个股投资风险。

## 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。