

通航进入快速发展期，关注个股交易性机会

——航空行业 2011 年二季度投资策略

分析师：齐艳莉

SAC NO: S1150511010015

2011 年 3 月 31 日

联系人

齐艳莉

022-28451625

qyl_tj@126.com

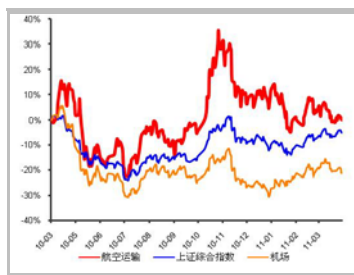
子行业评级

公共航空	中性
通用航空	看好
机场	中性

季度股票池

中国国航	持有
海南航空	持有
中信海直	推荐
海特高新	推荐
深圳机场	持有

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 公共航空：估值受制于高铁和业绩低增长

2011 年前 2 个月，在春节因素、10 年高基数等原因的影响下，三大航经营情况表现低迷，增速同比出现下滑，尤其是货运航线降幅更大。紧张的运力供给和三大航的谨慎控制使得运营效率不降反升，国航、南航、东航客座率分别同比增加 1.02、2.61 和 2.91 个百分点。

二季度来看，国内航线走势较为平淡，国际航线方面各航空公司都加大了投入力度，纷纷增开欧美长航线，但日本地震和核辐射将影响日本航线的增长，增加了业绩增长的不确定性。

同时由于国际政治形势不稳，国际油价一季度较去年增长近 15%，并维持在 100 美元以上的高位。虽然我国对油价和燃油附加实行了联动机制，但是随着高铁的陆续建成通车，航空公司提价的能力会受到压制。

目前航空股整体估值并不高，平均市盈率水平不到 12 倍，相对于大盘的估值溢价率也较低，但是由于 11 年业绩增速较低，且高油价加剧了业绩的不确定性，京沪高铁即将通车也使得市场对于高铁的冲击较为担心，观望情绪浓厚，因此我们整体仍然维持行业中性的投资评级。

● 通用航空：进入快速发展期

受空域资源限制，我国通用航空发展十分落后，远低于通航发达国家的水平。“十二五”期间，我国将加快低空空域改革，简化审批流程，缩短审批时间，根据通航运输协会的预测，“十二五”期间通航飞行时间复合增长率约为 13%-15%，其中增幅较大的是工业航空和执照培训。

我国通航运输主要集中在石油服务、农林和驾驶员培训三部分，其中石油服务占总飞行小时数的 24%，是最主要的应用领域。“十二五”期间国家要推进海洋经济发展，积极发展海洋油气，深海采油步伐将加快，这将助推通航业务的发展，预计海上石油业务复合增长率接近 16%。

2 季度我们仍然看好通航板块的走势，维持看好的投资评级，个股方面重点推荐中信海直。年内通航板块个股业绩方面难以有较大幅度的增长，股价走势受消息面刺激明显。

目 录

1. 公共航空	4
1.1. 行业增速回归常态	4
1.2. 二季度走势平淡	6
1.3. 高铁压制下转嫁油价能力减弱	7
1.4. 投资策略	7
2. 通用航空	9
2.1. 通航发展落后	9
2.2. “十二五”期间将加快发展	10
2.3. 深海采油助推通航业务发展	11
2.4. 投资策略	12
3. 机场行业	13
3.1. 前 2 月走势平淡	13
3.2. 投资策略	14

图 表 目 录

图表 1: 国航旅客周转量月度增速	4
图表 2: 南航旅客周转量月度增速	4
图表 3: 东航旅客周转量月度增速	4
图表 4: 三大航客座率情况	5
图表 5: 国航货邮周转量月度增速	5
图表 6: 南航货邮周转量月度增速	5
图表 7: 东航货邮周转量月度增速	5
图表 8: 历年客座率走势	6
图表 9: 历年国内票价走势	6
图表 10: 中日间人员交往数据	6
图表 11: WTI 油价走势	7
图表 12: 一季度航空股走势	8
图表 13: 行业整体估值水平	8
图表 14: 民用直升机数量严重落后于其他国家	9
图表 15: 典型国家通用航空实力对比	9
图表 16: 《意见》对低空领域的改进	10
图表 17: “十二五”期间通航飞行时间预测	11
图表 18: 通航飞行作业市场细分	11
图表 19: 石油业务是通航领域主要的增长点	12
图表 20: 一季度通航相关个股走势	12
图表 21: 浦东机场月度增速	13
图表 22: 上海两场月度增速	13

图表 23: 白云机场月度增速	14
图表 24: 深圳机场月度增速	14
图表 25: 厦门机场月度增速	14
图表 26: 一季度机场行业走势	15
图表 27: 一季度股票池走势	15
图表 28: 二季度股票池	15

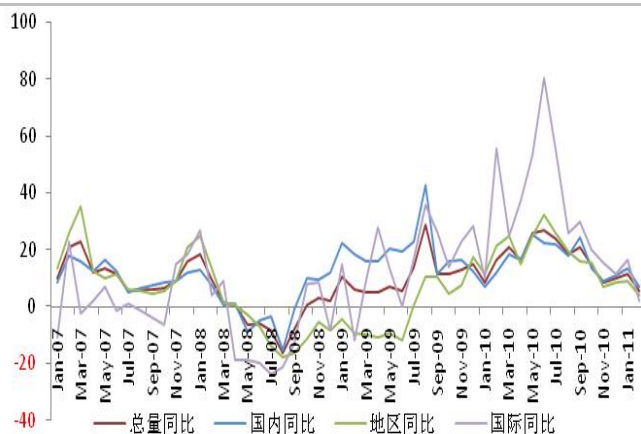
1. 公共航空

1.1. 行业增速回归常态

2011 年前 2 个月，在春节因素、10 年高基数等原因的影响下，航空业走势较为低迷。国航、南航、东航前两个月收费客公里分别同比增长 8.7%、10.39% 和 33.34%，除东航合并上航导致增速仍然略有增长外，国航和南航增速分别比 10 年下降 3.74 和 5.62 个百分点。分航线来看，国际航线由于 10 年基数较高，因此今年下降幅度最大，国航国际和港澳航线分别同比下降 9.40 和 21.88 个百分点，南航国际和港澳航线分别同比下降 15.32 和 37.71 个百分点。

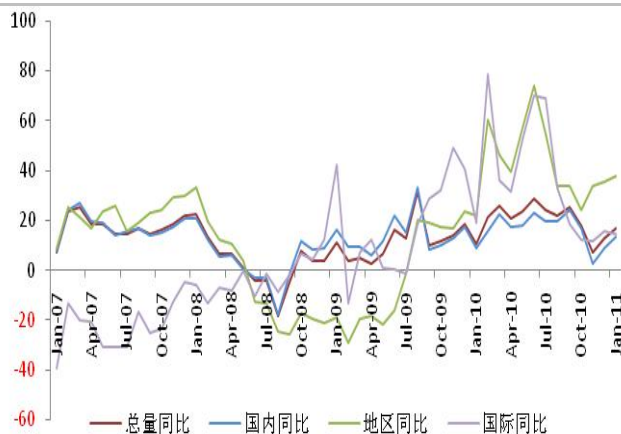
由于供给的紧张以及三大航较好的运力控制能力，客座率不降反升，国航、南航、东航前两个月客座率分别同比增加 1.02、2.61 和 2.91 个百分点。

图表 1: 国航旅客周转量月度增速



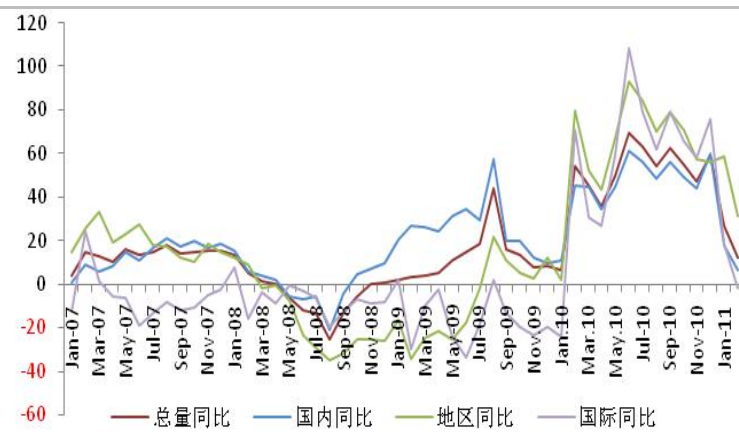
资料来源：公司数据

图表 2: 南航旅客周转量月度增速



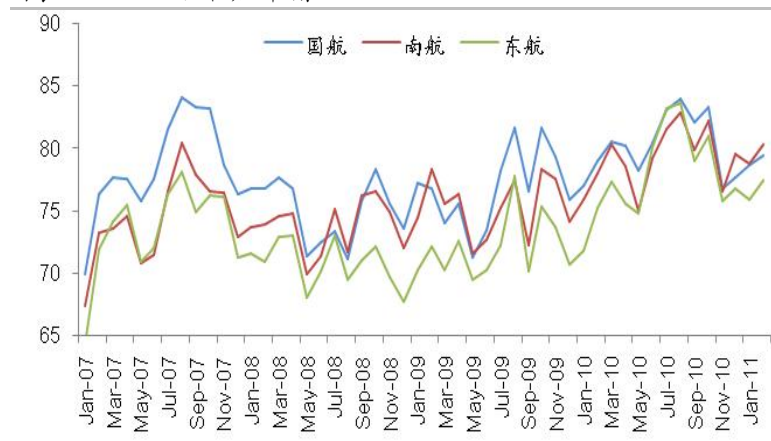
资料来源：公司数据

图表 3: 东航旅客周转量月度增速



资料来源：公司数据

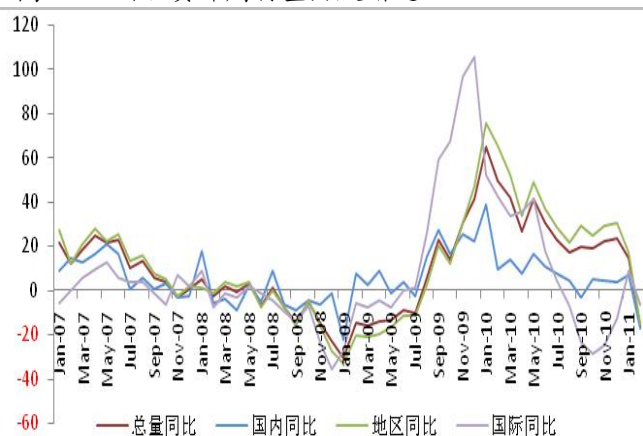
图表 4：三大航客座率情况



资料来源：公司数据

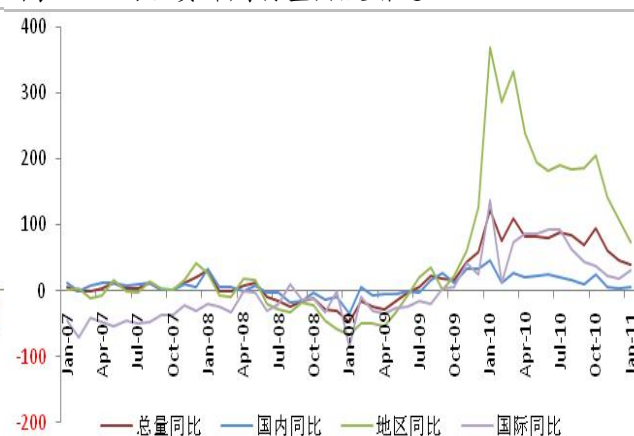
货运航线下降幅度较大，主要是由于 10 年前两个月正值国外市场大幅增加库存，基数较高。国航、南航和东航货运周转量前两个月分别增长 0.16%、30.91%和 4.4%，增速分别同比下降 58.01%、82.95%和 26.51%。

图表 5：国航货邮周转量月度增速



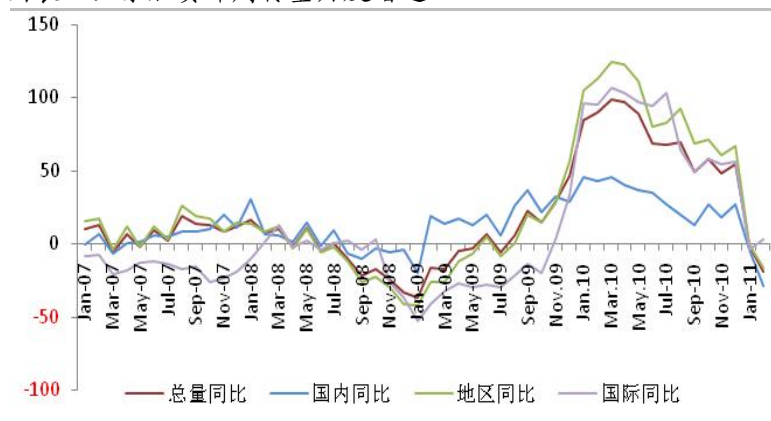
资料来源：公司数据

图表 6：南航货邮周转量月度增速



资料来源：公司数据

图表 7：东航货邮周转量月度增速

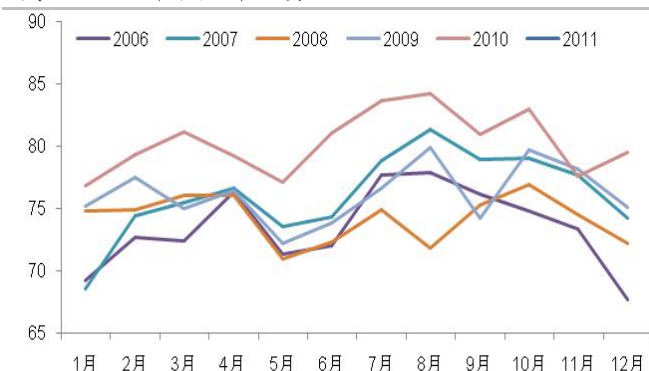


资料来源：公司数据

1.2. 二季度走势平淡

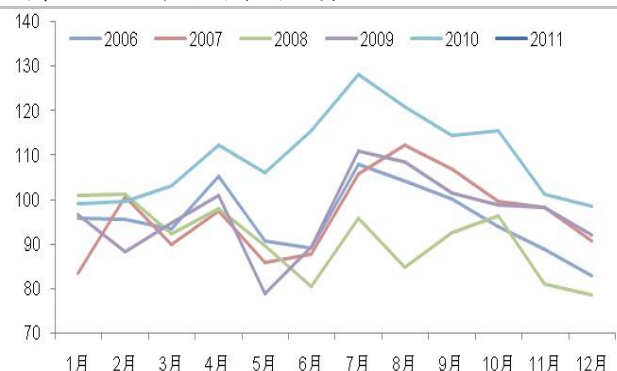
从历年二季度的情况来看，无论是客座率还是票价水平都低于一季度，清明和五一两个小长假时间较短，而且暑期马上来临，所以整体来看国内航线在二季度将相对较为平淡。

图表 8: 历年客座率走势



资料来源: CAAC

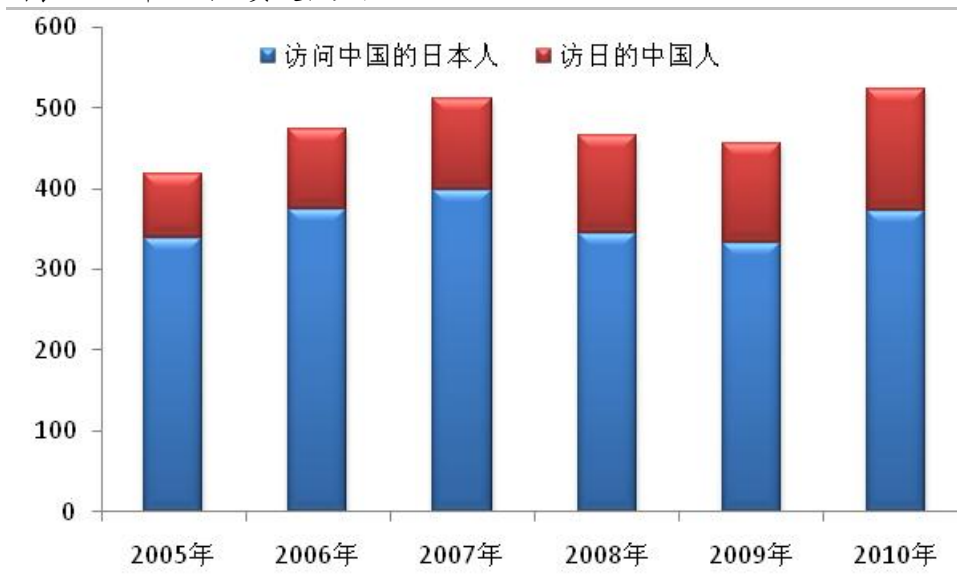
图表 9: 历年国内票价走势



资料来源: CAAC

国际航线方面，各家航空公司加大了国际航线的投入，尤其是欧美长航线。从刚开始的厦秋航季的情况是来看，国内航空公司计划新辟国际航线 33 条，其中客运航线 27 条，每周航班数量由去年的 3527 班增加到今年的 4002 班，新开航点涉及杜塞尔多夫、汉堡、苏黎世、奥克兰、伊斯坦布尔、孟买、夏威夷和日本的旭川、香川等。

图表 10: 中日间人员交往数据



资料来源: 中国旅游局, 日本国土交通省

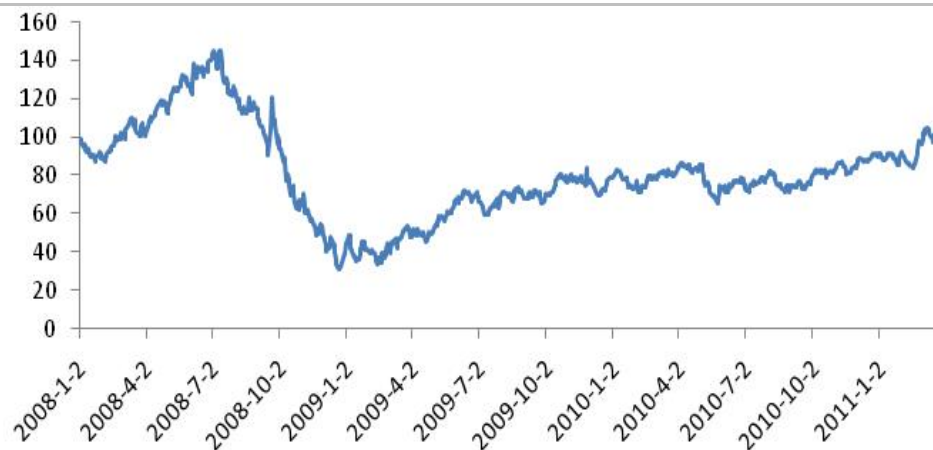
由于受日本地震和核辐射的影响，估计短期赴日旅游人数将大大减少，日本航线短期将受到一定的冲击，长期的影响要看核辐射的处理情况。货运方面，电力短缺和交通基础设施的破坏导致关键电子原料和零部件短期缺货，若短期内不能恢复将影响到国际供应链体系，从而对航空货运产生影响，但短期影响较小。三大航空公司中中日航线占国航和东航的比重较大，分别占收入的 5%和 6%左右。

1.3. 高铁压制下转嫁油价能力减弱

由于国际政治形势不稳，国际油价一季度较去年底增长近 15%，并维持在 100 美元以上的高位。虽然我国对油价和燃油附加实行了联动机制，但是随着高铁的陆续建成通车，航空公司提价的能力会受到压制，铁道部长表示即将开通的京沪高铁区段停车票价要远低于现在的航空票价。

不过唯一的利好在于航空公司目前仍然有部分燃油套保，两会期间东航透露将重启航油套保，随着油价的提升，套保的浮盈将会增加公司的业绩，对冲油价成本的增加。国航日前是公布的年报显示，公司油料衍生合同公允价值变动收益为 19.54 亿元，占税前利润的 13%。

图表 11: WTI 油价走势



资料来源: Wind

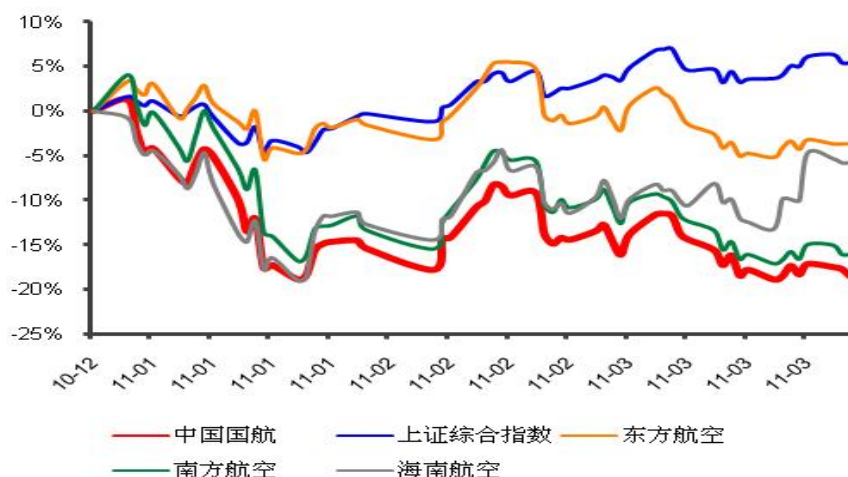
1.4. 投资策略

虽然有较强的业绩支撑，但 1 季度航空股整体走输大盘，未出现预期中的年报行情，我们认为一方面是由于 12 年京沪高铁开通以及国家十二五期间加大高铁投入，加大了市场对于高铁分流的担心；另一方面，虽然在旺盛需求的带动下，航空公司 10 年报出了骄人的业绩，但由于高基数效应 11 年的增速将放缓，不断走

高的油价也增加了业绩的不确定性。

个股来看，由东方航空 10 年底遭遇解禁抛售，导致估值水平较低，因此 1 季度表现较好，累计下跌 4.1%；中国国航的表现最差，下跌 18.6%。

图表 12：一季度航空股走势



资料来源：Wind

目前航空股整体估值并不高，平均市盈率水平不到 12 倍，相对于大盘的估值溢价率也较低，但是由于 11 年业绩增速较低，且高油价加剧了业绩的不确定性，京沪高铁即将通车也使得市场对于高铁的冲击较为担心，观望情绪浓厚，因此我们整体仍然维持行业中性的投资评级。

图表 13：行业整体估值水平

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE		市净率 PB	市现率 PCF	市销率 PS
			10E	11E	10E	11E			
行业均值			0.67	0.75	13.17	11.47	3.63	21.46	1.37
行业中值			0.53	0.72	13.24	11.67	3.18	19.42	1.27
东方航空	714.93	168.77	0.50	0.55	12.79	11.62	4.71	-41.67	1.79
中国国航	1,450.34	882.64	0.91	1.01	12.34	11.10	4.37	-524.52	2.84
海南航空	348.60	282.67	0.53	0.72	15.90	11.72	2.80	14.74	1.61
南方航空	802.10	392.16	0.60	0.66	13.69	12.33	3.00	13.23	1.03

资料来源：Wind

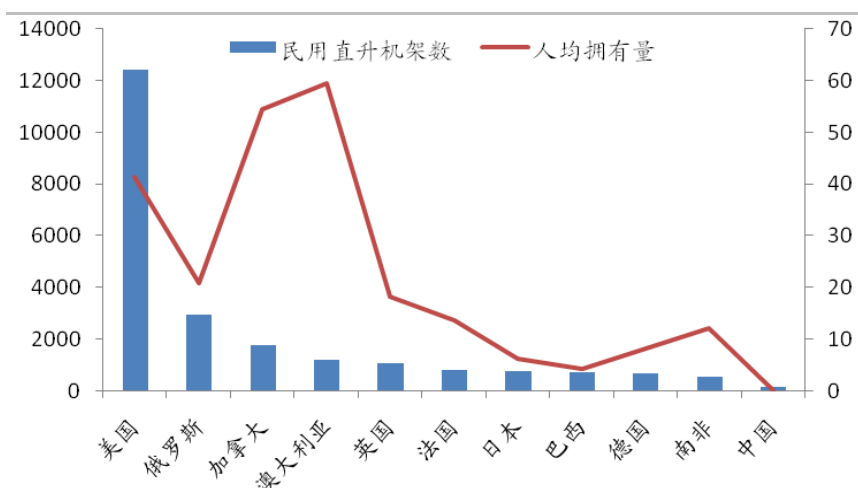
2. 通用航空

2.1. 通航发展落后

通用航空是指使用民用航空器从事公共航空运输以外的民用航空活动。通用航空器是目前世界上种类最多、用途最广泛的一类航空器，其数量占民用飞机总数的90%以上，而我国通用航空受空域管制的影响，一直发展极为缓慢。

截至 2009 年底，我国通用航空年飞行小时为 12 万小时，航空器总数仅为 907 架，其中民用直升机 154 架，通用航空机场 70 个，远低于与我国国土面积相当的国家。就通航与民航发展水平相比，目前我国通航飞机与民航客货机比例仅为 0.74，远小于通航发达国家 20 倍以上的水平。

图表 14：民用直升机数量严重落后于其他国家



资料来源：渤海证券研究所

图表 15：典型国家通用航空实力对比

	中国	美国	加拿大	澳大利亚	巴西
面积（万平方公里）	960	963	1000	770	851
人口（10 亿）	13	2.99	0.326	0.2	1.89
航空器数量	900	224000	31018	111117	10310
每年飞行小时数（百万）	0.12	27	4.5	1.7	1.5
计划航班：通用航班	-	1: 32	1: 61	1: 34	1: 24

资料来源：《2010 中国通用航空发展报告》

2.2. “十二五”期间将加快发展

对空域的严格管制是限制通航产业发展的关键因素，近期中央军委《关于深化我国低空空域管理改革的意见》获批，显示低空空域改革破冰。

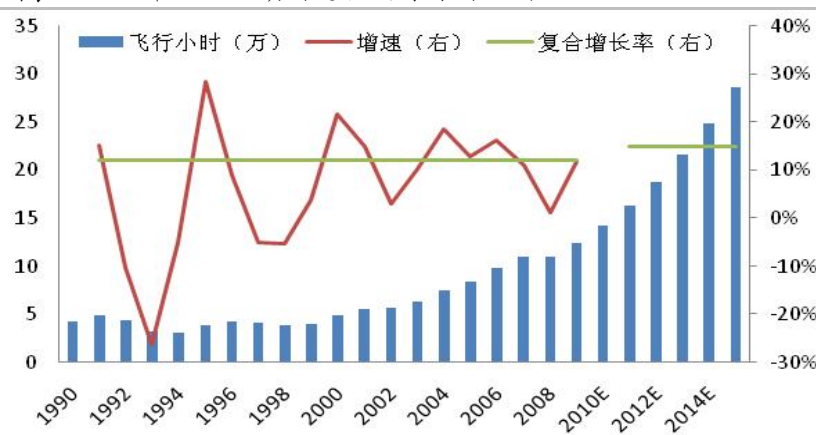
图表 16:《意见》对低空领域的改进

	《通用航空飞行管制条例》(2003 年)	《关于深化我国低空空域管理改革的意见》
空域划分	除已划定的公共航空使用空域外,全部为管制区域,通航飞行需提前申请临时空域,严格按照批准的飞行计划组织实施,并按照要求报告飞行动态	按照管制空域、监视空域和报告空域划设低空空域,在监视、报告空域实行空管部门监督管理,通用航空用户自主运行、自负责任的运行管理模式;
垂直范围	无	各类低空空域垂直范围原则为真高 1000 米以下,在现行航路内、高度 4000 米(含)以下,按监视空域管理办法为通用航空飞行提供空中交通服务。
审批流程	在机场区域内的,由负责该机场飞行管制的部门批准;超出机场区域在飞行管制分区内的,由负责该分区飞行管制的部门批准;超出飞行管制分区在飞行管制区内的,由负责该区域飞行管制的部门批准;超出飞行管制区的,由中国人民解放军空军批准。	《意见》提出,要改进通用航空起降点审批办法,简化审批程序,缩短审批时间。采用多种通联手段,方便航空用户申报飞行计划、报备相关事宜。研究。
申请时间	提前 7-15 天	管制空域提前申请,监视和报告空域只需报备计划;《意见》同时要求缩短审批时间

资料来源：渤海证券研究所

《意见》的总体思路是释放空域资源，简化审批程序，缩短审批时间，提高通航的灵活性，虽然《意见》并没有给出具体的实施细则，但指出“十二五”末，试点区域将由现在的长春、广州逐步扩大到全国。根据通航运输协会的预测，“十二五”期间通航飞行时间复合增长率约为 13%-15%，其中增幅较大的是工业航空和执照培训。

图表 17: “十二五”期间通航飞行时间预测

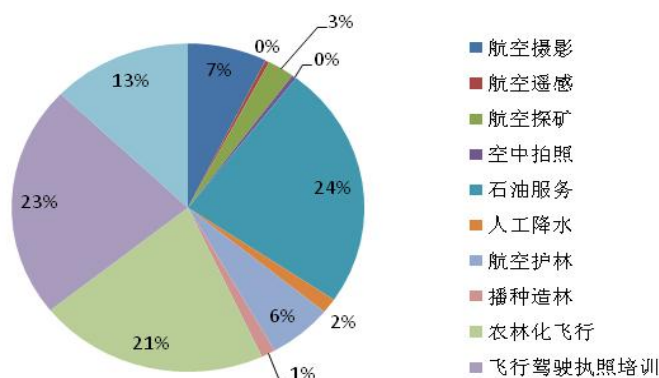


资料来源:《2010 中国通用航空发展报告》

2.3. 深海采油助推通航业务发展

我国通航运输主要集中在石油服务、农林和驾驶员培训三部分，其中石油服务占总飞行小时数的 24%，是最主要的应用领域。

图表 18: 通航飞行作业市场细分



资料来源:《2010 中国通用航空发展报告》

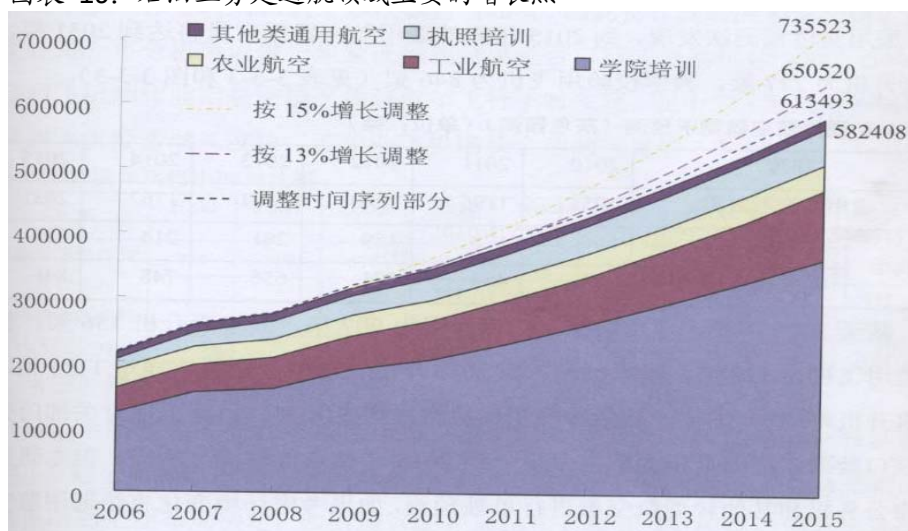
我国从 60 年代开始海上采油，但目前仍然局限于浅海区域，国家在“十二五”规划纲要中提出要推进海洋经济发展，科学规划海洋经济发展，合理开发利用海洋资源，积极发展海洋油气、海洋运输、海洋渔业、滨海旅游等产业，培育壮大海洋生物医药、海水综合利用、海洋工程装备制造等新兴产业。国家深海采油步伐的加快，将助推通航业务的发展，预计海上石油业务复合增长率接近 16%。

国内海上石油的勘探开发权由中国海洋石油公司独家所有，根据中海油的规划，“十二五”期间，中海油总投资规模将达 8,000 亿至 1 万亿元人民币，在保持国内 6,500 万吨油当量的同时，力争在海外建设一个新的“海外大庆油田”，而在此

基础上到 2020 年还将再建一个深水为主的“海上大庆油田”。

海上石油服务主要是直升机运送海上石油平台或采油轮船倒班的钻井勘探和采油技术人员和工人，运送海上石油作业平台上所需的物资供应。因此深海采油对于直升机的需求量要远在于浅海区域，并且很少受到轮船的替代。

图表 19: 石油业务是通航领域主要的增长点



资料来源:《2010 中国通用航空发展报告》

2.4. 投资策略

1 季度，通航相关的中信海直和海特高新走势较好，其中中信海直上涨 19.6%，跑赢沪深 300 指数 17 个百分点，主要是受到两会期间低空开放受到热议以及国家将大力发展深海采油的刺激。可见在该版块相关个股没有业绩支撑的情况下，消息面的刺激成为刺激版块上涨的重要力量。

图表 20: 一季度通航相关个股走势



资料来源: Wind

2 季度我们仍然看好通航板块的走势, 维持看好的投资评级, 个股方面重点推荐中信海直。年内通航板块个股业绩方面难以有较大幅度的增长, 股价走势受消息面刺激明显。

3. 机场行业

3.1. 前 2 月走势平淡

2011 年前两个月, 上海机场 (包括浦东和虹桥)、白云机场、深圳机场和厦门机场飞机起降架次分别累计增长 13.91%、3.51%、1.97%和 15.24%, 分别同比增加 5.37、减少 9.94、减少 7.31 和增加 0.30 个百分点。仅浦东机场来看, 前两个个飞机起降架次累计增长 7.84%, 同比减少 8.11 个百分点。可以看出, 受累于航空增速的回落, 机场行业增速也出现了明显的回落。

货邮方面的表现更加明显, 浦东机场、白云机场、深圳机场和厦门机场货邮吞吐量累计同比增长 10.53、下降 5.56%、14.62%和 4.88%, 除深圳机场受益于 UPS 外, 各大机场增速回落幅度均超过 30 个百分点。

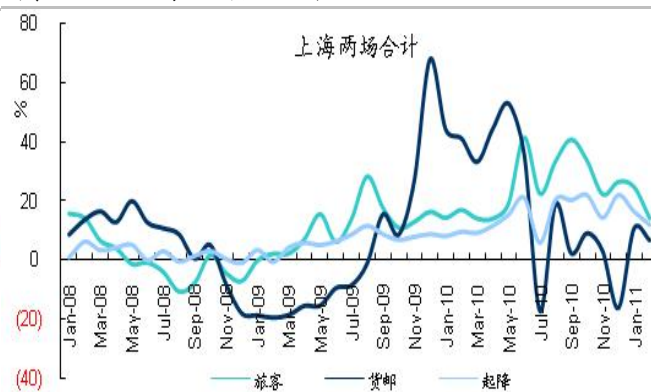
货运的回落主要是由于 10 年基数过高, 同时由于日本是全球电子原材料和零部件方面主要的供应商, 日本地震和核辐射影响了全球的供应链体系, 如果短期内危机不能解决, 我们认为回落的幅度将更大。

图表 21: 浦东机场月度增速



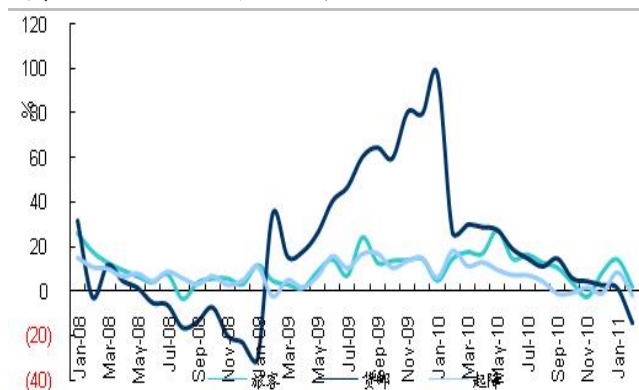
资料来源: 公司数据

图表 22: 上海两场月度增速



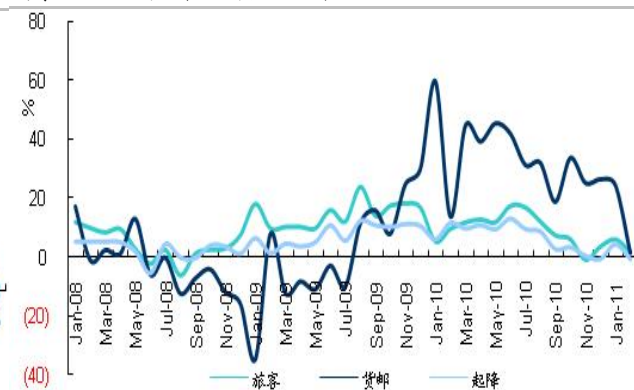
资料来源: 公司数据, 中贸物流

图表 23: 白云机场月度增速



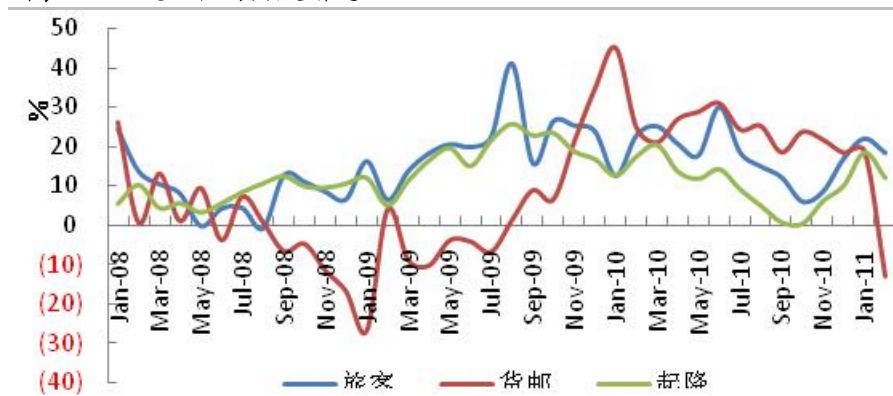
资料来源: 公司数据

图表 24: 深圳机场月度增速



资料来源: 公司数据

图表 25: 厦门机场月度增速



资料来源: 中贸物流

3.2. 投资策略

一季度, 机场行业基本与大盘走平, 个股方面上海机场表现最好, 跑赢沪深 300 指数 7.3 个百分点, 白云机场表现最差, 跑输沪深 300 指数 4.7 个百分点。与我们的预期一致。

我们认为二季度, 机场行业仍将保持与指数同步的走势, 个股方面建议关注有重组题材的上海机场和即将有跑道投产的深圳机场。

图表 26: 一季度机场行业走势



资料来源: Wind

图表 27: 一季度股票池走势

代码	证券简称	区间涨跌幅
601111	中国国航	-19.52%
600221	海南航空	-9.03%
600270	外运发展	12.75%
	行业整体	-11.27%

资料来源: 渤海证券研究所

图表 28: 二季度股票池

股票代码	证券简称	投资建议	EPS			PE		
			10	11E	12E	10	11E	12E
601111	中国国航	持有	1.05	1.15	1.2	10.49	9.57	9.18
600221	海南航空	持有	0.74	0.78	0.81	11.03	10.46	10.07
000099	中信海直	推荐	0.27	0.28	0.32	45.48	43.86	38.38
002023	海特高新	推荐	0.20	0.25	0.34	79.65	63.72	46.85
000089	深圳机场	持有	0.42	0.44	0.46	13.89	13.34	12.76

资料来源: 渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分