

推荐（维持）

景气逐步高涨，估值亟待修复

2011年4月13日

航空机场行业点评报告

上证指数 3021

### 行业规模

|          |      | 占比% |
|----------|------|-----|
| 股票家数（只）  | 10   | 0.5 |
| 总市值（亿元）  | 3030 | 1.1 |
| 流通市值（亿元） | 2170 | 1.0 |

### 行业指数

| %    | 1m   | 6m    | 12m   |
|------|------|-------|-------|
| 绝对表现 | -2.6 | -10.3 | -14.0 |
| 相对表现 | -5.0 | -15.1 | -13.3 |



### 相关报告

1、《航空机场行业 2011 年度投资策略-消费属性的增强与高铁的估值影响并存》2010/11/29

2、《航空机场行业 2011 年二季度投资策略-下行风险有限，等待估值突破时点》2011/4/5

姚俊

S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣 0755-82960274

luoyanyan@cmschina.com.cn

常涛

changt@cmschina.com.cn

4 月以来航空景气明显高涨，客座率和票价高位，业绩对此弹性大，全年汇兑收益有望超去年，油价失控从而影响需求的可能性不大，目前燃油附加成本增支覆盖率高于去年，成本的边际影响前高后低。目前板块 PE 不到 12 倍，去年市场已对高铁影响有所预期，高点时航空 PE 亦接近 20 倍，我们认为短期给予行业平均 15 倍 PE 较为合理，重点推荐业绩和人民币升值弹性大的南航。

□ 4 月以来航空景气明显上升，客座率和票价高位。从一季度的情况来看，量的增速确实有所放缓，但三大航客座率同比均有 1 至 3pts 的提升，票价基本持平，景气依然。3 月份的情况如我们所预计，作为传统淡季，在去年淡季不淡的情况下，同比增速差强人意，但景气依然不错。随着 4 月份商旅活动开始频繁，经营数据将环比改善。

□ 业绩对客座率和票价弹性大，预计航空公司今年经营性业绩仍将稳定增长。我们预计航空业全年增速将有所放缓，但由于供给谨慎，仍存在供需缺口，客座率和票价有望高位，景气持续。航空公司业绩对客座率和票价的弹性很高。我们测算：

（1）若国内航线客座率提升 1pts：三大航（国航、南航和东航，下同）全年利润总额将增加 7.7、9.6 和 9.2 亿元，对 EPS 将增厚约 0.05、0.08 和 0.08 元。

（2）若国内航线票价提升 1%：三大航全年利润总额将增加 5、6 和 5.2 亿元，EPS 将增厚约 0.034、0.049 和 0.045 元。

□ 人民币升值步伐稳健，加息助推升值预期，航空公司今年有望获得较去年更可观的汇兑收益。去年全年升值约 3%。今年一季度升值 1%，预计全年 5%。我们测算，每升值 1%，对三大航的 EPS 增厚约 0.04、0.04 和 0.03 元。

□ 油价失控可能性不大，对成本有一定压力，边际影响前高后底。目前最不确定的是油价，但我们认为由于油价失控而严重影响宏观经济，进而严重影响航空需求的情形发生的可能性不大。对成本的影响方面，预计边际影响将呈前高后低，总体在可控范围内。我们测算：

（1）目前三大航燃油附加费征收（60/110 元）对燃油成本增支的覆盖率方面，南航为 75%，国航、东航为 65%左右。（见表 1）

（2）今年一季度，三大航国内航线扣除燃油附加费征收后的燃油成本净增支（较油价和附加费维持去年 Q1 水平）约为 2.2 亿元、3 亿元和 3.3 亿元，对 EPS 的影响为-0.02 元、-0.03 元和-0.03 元。

（3）若目前的油价和附加费征收标准执行至年底，则三大航国内航线燃油成本的净增支（较油价和附加费维持去年水平）为 0.5、1.5 和 2.3 亿元。主要原因是去年三季度航空公司一度征收低于可征收的最高标准的附加费，成本增

支覆盖较低，因此同比成本净增支不大。

(4) 国航和东航仍有部分未交割套保合约，套保公允价值变动收益尽管将显著少于去年，但仍会有一些。我们预计今年一季度国航和东航仍将获得 0.85 亿元和 2.5 亿元左右的套保公允价值变动收益。

□ 预计三大航今年的 EPS 为 1 元、0.66 元和 0.52 元，估值亟待修复。航空板块目前 PE 不到 12 倍，估值低位徘徊。我们去年策略报告中就提出，今年航空的格局是“消费属性的增强和高铁的估值影响并存”。我们认为今年高铁对航空的业绩影响不大，也并不认同高铁将对航空有颠覆性影响的观点，但在高铁大规模建成后对航空的影响尚未有实证之前，对航空板块的估值将存在明显影响。

但我们应该看到，市场在去年已经对此有所预期，而去年高点时航空 PE 接近 20 倍。我们认为航空板块估值亟待修复，短期给予行业平均 15 倍 PE 较为合理。待高铁的影响得到实证或国际航线取得突破性进展，从而彻底消除投资者对航空未来市场萎缩的担忧时，航空板块的估值可以得到大幅修复。

□ 风险提示：航空景气低于预期、油价和通胀冲高、高铁的实质冲击大于预期、系统风险等。

表 1：燃油成本增支覆盖率历史情况

| 燃油成本增支覆盖率       | 2009-11-13 | 2010-4-1 | 2010-6-11 | 2010-10-1 | 2010-10-27 | 2011-11-29 | 2011-2-20 | 2011-4-7 |
|-----------------|------------|----------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|----------|
| 附加费 <800km      | 20         | 20       | 20        | 20        | 40         | 40         | 50        | 60       |
| >800km          | 50         | 40       | 40        | 40        | 70         | 70         | 90        | 110      |
| 国内燃油综合采购成本（元/吨） | 5210       | 5200     | 5610      | 5490      | 5700       | 6000       | 6350      | 6840     |
| 南方航空            | 80%        | 67%      | 48%       | 53%       | 82%        | 69%        | 74%       | 74%      |
| 中国国航            | 71%        | 59%      | 43%       | 47%       | 72%        | 61%        | 65%       | 65%      |
| 东方航空            | 70%        | 58%      | 42%       | 46%       | 71%        | 60%        | 64%       | 64%      |

资料来源：招商证券（注：综合采购成本无长效）

重点公司主要财务指标

|      | 股价    | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 10PE | 11PE | PB  | 评级     |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|--------|
| 南方航空 | 8.39  | 0.59  | 0.66  | 0.72  | 11.8 | 11.2 | 3.1 | 强烈推荐-A |
| 东方航空 | 6.41  | 0.48  | 0.52  | 0.54  | 14.2 | 12.7 | 4.6 | 强烈推荐-A |
| 中国国航 | 11.22 | 0.95  | 1.00  | 1.07  | 13.4 | 12.3 | 3.5 | 强烈推荐-A |
| 海南航空 | 7.95  | 0.73  | 0.74  | 0.65  | 10.9 | 10.7 | 2.6 | 审慎推荐-A |

资料来源：招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，从事航空机场、铁路和物流行业研究。

常涛，北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，长期从事干散货租船业务，对航运和港口业务有较为深刻的认识，对航运企业的运营有深入的研究，目前为招商证券交通行业研究员，负责航运、港口和公路板块的研究工作。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。