

证券研究报告

航空运输Ⅲ



分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S1010210030008

推荐 (维持)

联系人: 朱峰
021-38565939
zhufeng@xyzq.com.cn

高铁降速，航空有望估值修复

2011年4月14日

投资要点

事件:

近日，铁道部新闻发言人王勇平接受中央台记者采访，就我国铁路“十二五”规划作出如下表示：

(1) 铁路建设规模 - “保在建、上必需、重配套”，规模不能过度超前

“十二五”期间，铁路新线投产总规模控制在3万公里，“十二五”末全国铁路运营里程将由现在的9.1万公里增加到12万公里左右。其中，快速铁路4.5万公里左右，西部地区铁路5万公里左右，复线率和电化率分别达到50%和60%以上。按照这个规模，“十二五”期间将安排基建投资2.8万亿元。

铁路建设规模要适度超前，而不能过度超前。今后在具体项目安排上，要“保在建、上必需、重配套”。保在建，就是对已开工的项目必须确保；上必需，就是根据经济社会发展的需要，急需的项目要先上；重配套，就是对已经建成的项目要配套，对需要形成路网能力的项目要配套。

(2) 铁路建设标准 - 降速和混跑，满足不同群体需求

铁路建设的标准要与经济社会发展的需求和所在地区的经济社会发展水平相匹配，充分考虑人民群众多种层次的客货运输需求和对票价的承受能力。以高速铁路为主骨架的快速铁路网按三个速度等级来建设：“四纵四横”主通道的高速铁路，按时速300公里建设；高速铁路延伸线、连接线及城际铁路按时速200-250公里建设；客货并重的铁路以及中西部大部分铁路按时速200公里以下建设。

具体按三个模式来安排：

一是在时速300公里的高速铁路上，同时开行时速300公里和时速200-250公里两种动车组列车。既开直达车，又有区段停车，增设更多的乘车点，提供两种票价选择，充分兼顾高铁沿线的广大人民群众乘车需求。

二是在时速200-250公里的线路上，同时开行时速200-250公里动车组列车和时速120-160公里所谓普通客车，执行动车组和普通客车两种票价。

三是在时速200公里及以下线路上，开行普通客车和货物列车，既适应山区和中西部地区人民群众需求，又兼顾货运，提高货运能力。

比如，将于今年6月底开通运营的京沪高铁，为了适应旅客的不同需求，安排开行时速300和250公里两个速度等级的列车，实行两种票价，初期每天开行90对左右，包括京沪一站直达、省城之间直达和沿线车站

交错停车三种模式。同时，在京沪高铁通车运营后，既有的京沪线仍然保留至少 58 对普速客车。

（3）铁路售票体制 - 推广和实行购票实名制和网络售票

在铁路客运方面，今年将积极推广电话订票、互联网售票、电子客票、银行卡购票、自动售检票，最大限度方便旅客。

今年 6 月 1 日起，全国所有动车组列车将实行购票实名制。6 月底，京沪高铁率先实行网络售票。

点评：

● 铁路建设规模将得到适当控制，发展速度有所降低

按照上述铁道部表示“十二五”建设规划，与“十一五”相比，铁路投产新线增长 87.5%，完成建设投资增长 41.4%。我们认为，这仍然是一个发展速度比较快的规划，体现了铁路建设的连续性，但与之前市场普遍预期的在“十二五”期间能大幅提前实现 12 万公里的通车里程相比，发展速度有所降低。

而“保在建、上必需、重配套，规模要适度超前而不能过度超前”的提法，意味着以“四纵四横”为代表的国家主干高速铁路网依然会如期建设和启用，但尚未获批或开工的高铁和城铁项目可能暂缓。

● 降速和混跑将大幅减轻高铁给航空带来的竞争压力

高铁时速由 350 公里降至 300 公里，使得两地间的高铁运营时间延长，航空的速度和时间优势依然能够体现，在长途航线上航空还是具有极大的竞争优势。以京沪高铁为例，按 350 公里平均时速，京沪高铁直达需 4 小时，若降速为 300 公里，则直达也需 4.5~5 小时。

在不同等级的铁路线上实行快速和慢速车的混跑，增开区间车、降低直达车比例，可以使高铁有更大的安全冗余，同时有利于票价下浮满足广大群众需求。但这也意味着高铁对高端旅客的吸引力降低：

（1）降速致使高铁旅行时间延长。降速后高铁旅行时间延长，难以充分满足商务旅客对时间的需求。高铁对航空有效竞争的距离范围缩小。

（2）直达车比例或有降低。快速与慢速列车混跑，直达、省际和沿线停车混合模式，有可能降低重点城市之间直达车的比例，如京沪之间，高铁运营难以达到航空快线的频密程度，不利于高端旅客的时间安排。

（3）票价下浮可能导致高铁服务质量难以提高。票价下浮后，将吸引更多的普通大众乘坐，使得高铁的乘坐感受和服务质量下降，进一步拉大航空与高铁的服务差距，有利于高端旅客回流航空市场。

● 铁路购票实名制的实施和高铁车站远离市区，使得航空对高铁竞争再扳回一局。

铁路出行之所以吸引人就在于其价格便宜、购票方便、安检简单、乘坐方便。但动车组购票实名制的施行和各地高铁车站远离市区，而降低了铁路出行的便利程度，使其较航空而言的相对便利程度远没有想象的那么大，从而使得航空在面对高铁的竞争竞争中又扳回一局。

● 兴业核心观点：估值修复

去年底以来，航空股的估值倍受压力，但近期施压航空股的“三座大山”均有缓解，航空股存在反弹机会，维持行业推荐评级。

(1) 高铁冲击降低。高铁建设速度放缓，降速、混跑、票价下浮和实名制的实施降低了高铁对高端旅客的吸引力，使得高铁对航空的冲击大为减弱。

(2) 油价短期持续上涨空间有限。受北非动乱影响，国际油价持续上扬。飙升的油价伤害了发达国家的经济，不利于全球经济复苏，也无法得到实体经济基本面的支持，油价投机的泡沫成分明显。4月11日，IMF发布《世界经济展望》报告，将今年美国的经济增速的预测值由3%下调至2.8%。同日高盛也向客户发出“看空”的警报，建议客户“在原油和其他市场走势逆转前锁定获利”。

我们认为未来油价短期持续大幅上升的空间有限，并有可能小幅回调，减轻航空公司的燃油成本压力，并改变市场对于油价持续上涨的预期，给航空股带来估值修复的喘息机会。

(3) 需求增速虽然趋缓，但行业盈利水平维持强劲。2月份全民航旅客同比增速6.8%，3月份为5.5%，增速趋缓。客座率同比小幅提升环比持平。货邮运输在经过了2月份的低谷后大幅反弹，货邮运价和载运率环比提升。

航空公司通过改变经营策略，从“量变”到“质变”，使得票价水平维持坚挺。除国际航线占比较高的航空公司外，全行业3月份盈利水平超越历史同期。

(4) 4月份行业同比增速有望回到双位数。我们预计4月份第一周全民航旅客同比增速回升至8.5%左右，部分航空公司旅客增速甚至超过10%。4月份开始航空市场逐渐进入旺季，行业增速有可能回升至两位数之上。需求前景依然向好。

(5) 人民币持续升值。近期以来人民币持续升值，2月升值0.48%、3月升值0.35%、4月升值0.26%。正如前期月报中所述，我们认为近期的升值主要不是由于外界的压力，更像是政府为了抑制通胀而采取的主动升值。我们预计今年人民币会有5%左右的升值空间，有利于提升航空公司汇兑损益，并加速国民出境游的需求。

(5) 航空估值有望修复。在高铁降速、油价回落和需求增速回升的局势下，压抑航空板块估值的因素将出现一定程度的缓解，因而我们判断航空板块的估值水平短期有望修复。我们首推国内航线为主的南航，密切关注国际航线有望改善的国航。

● 估值压力缓解的不确定性

(1) 高铁：京沪高铁的票价水平、车次和运行频次尚未完全公布，仍存在一定的不确定性，对航空的实质影响仍需观察。

(2) 油价：北非局势仍未得到有效缓解，日本核电站事故后对化石能源存在一定的新增替代需求，不排除油价依然出现震荡上扬的风险。

(3) 需求增速：受去年世博会的影响，5月份开始上海及周边地区航空旅客增速较高。受同比基数影响，未来数月，以上海为重要基地的航空公司增速可能出现放缓。但全行业需求增长依然强劲，航空公司通过运力调配能有效化解单个市场或单条航线上的风险。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。