

航空运输业 (010609)

行业评级

持有

前次评级

持有

多因素超预期，估值较低，把握波段机会

董丁 分析师

电话: 020-87555888-403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010014

年初至今航空股明显跑输指数

年初至 4 月 13 日，中国国航、南方航空、东方航空累计下跌 21.7%、16.9%、3%，而沪深 300 指数上涨 7.8%，目前航空股动态 PE 为 10-13 倍。

高铁大幅降速，潜在分流将低于预期

鉴于京沪高铁大幅降速，预期“四纵四横”高铁和城际动车组的运行速度都将围绕 300 和 250 公里两个速度等级，高铁的需求定位与航空差异化突出，潜在分流低于预期，降低了行业中长期的风险。

需求放缓，客座率高位上行

前三季度需求增速放缓是大概率事件。由于国内运力增长受限，需求增长大部分传导至客座率，从而在高燃油附加费下有力地支撑裸票价格。航空公司扩大国际投放，由于国际航线垄断性强，运价改革弥补客座率下滑。航空公司的收入依然将保持较快的增长趋势。

盈利弹性主要看油价

今年油价具有一定的不确定性。燃油附加费作为票价的一部分，温和通胀下给航空公司带来收入正效应，而高通胀下将牵制裸票价格。

人民币升值步伐加快

美元兑人民币 12 个月不可交割远期价格显示，年初以来市场预期未来一年人民币升值不断提速，3 月份价格预期未来一年人民币升值 3.5%。

投资建议

多因素超预期，目前油价出现调整，航空公司的动态 PE 处于 10-13 倍，行业存在交易性机会，若油价大幅下跌，将转化为趋势性投资机会。建议重点关注中国国航、南方航空、东方航空、海南航空。

风险提示 油价持续上涨、高铁网络开通、突发事件影响需求

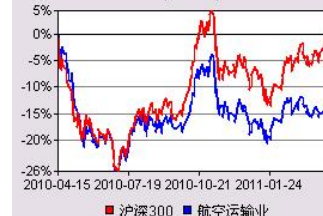
重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
中国国航	11.03	0.95	1.08	0.94	11.61	10.21	11.73	1.31	14.04	持有
南方航空	8.40	0.59	0.63	0.40	14.24	13.33	21.00	1.14	9.45	持有
东方航空	6.20	0.48	0.58	0.28	12.92	10.69	22.14	1.81	7.54	持有
海南航空	8.31	0.74	0.95	1.04	11.23	8.75	7.99	0.35	12.35	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业走势

航空运输业(010609)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.59%	5.26%	-12.77%
沪深 300	4.67%	8.46%	-1.21%

目录索引

行业观点	3
一、 年初至今航空股明显跑输指数.....	4
二、 高铁大幅降速，潜在分流将低于预期.....	5
三、 需求放缓，客座率高位上行.....	7
（一）前三季度，需求增速放缓是大概率事件	7
（二）国内运力增长受限，需求增长大部分传导至客座率	7
（三）国际航线垄断性强，运价改革弥补客座率下滑	8
四、 盈利弹性主要看油价.....	10
五、 人民币升值步伐加快.....	11

图表索引

图 1：航空指数与沪深 300 指数的变化	4
图 2：主要航空公司股价的年度累计超额收益率	4
图 3：主要航空公司 PE 的变化	4
图 4：主要航空公司 PB 的变化	4
图 5：航空公司 RPK 增速比较	7
图 6：航空公司 ASK 增速比较.....	7
图 7：航空公司客座率比较.....	8
图 8：国内航线综合票价指数.....	8
图 9：国际航线综合票价指数.....	8
图 10：2010 年三大航空集团客运市场份额	9
图 11：国际油价走势.....	10
图 12：2010 年三大航整体燃油附加费收入对油价上涨的覆盖率	10
图 13：南方航空扣除燃油附加费收入后的客公里收益变化.....	10
图 14：美元兑人民币汇率现货和远期价格.....	11
表 1：东京与不同城市间航空和新干线市场份额与票价比较	5
表 2：我国已运营高铁的平均运行时速与客公里价格比较.....	5
表 3：京沪航线受高铁分流预计修正.....	6
表 4：三大航一季度主要运营指标	7
表 5：民航各月飞机日利用率	8
表 6：人民币升值对主要航空公司的汇兑收益测算	11

行业观点

年初至今航空板块在三大因素的压制下明显跑输指数：需求放缓低于预期、油价持续上涨、以及高铁提前通车。目前这三大因素都出现超预期的层面，且人民币升值加速。

鉴于京沪高铁大幅降速，预期“十二五”全国铁路改革的基调将围绕“保安全、重效益”，铁路投资将大幅削减，“四纵四横”高铁和城际动车组的运行速度都将围绕300和250公里两个速度等级，高铁的需求定位与航空差异化突出，潜在分流低于预期，降低了行业中长期的风险。

虽然需求放缓，但是客座率依然高位上行，国内运力增投受限，需求增长大部分传导至客座率，国际扩大投放下客座率下降，但是航空公司运价改革予以弥补，整体收入依然将呈现较快的增长趋势。

美元兑人民币12个月不可交割远期价格显示，年初以来市场预期未来一年人民币升值不断提速，3月份价格预期未来一年人民币升值3.5%。

行业的主要风险来自油价，今年油价存在不确定性。由于多因素超预期，加之目前油价出现调整，航空公司的动态PE处于10-13倍，行业存在交易性机会。若油价大幅下跌，将转化为趋势性投资机会。建议重点关注中国国航、南方航空、东方航空、海南航空。

一、年初至今航空股明显跑输指数

年初至4月13日，航空板块明显跑输指数：中国国航累计下跌21.7%、南方航空跌幅为16.9%、东方航空跌幅为3%，而沪深300指数上涨7.8%。目前航空股动态估值处于历史低区间，主要受三方面因素压制：需求放缓低于预期，油价持续上涨，以及高铁提前通车。

图1：航空指数与沪深300指数的变化

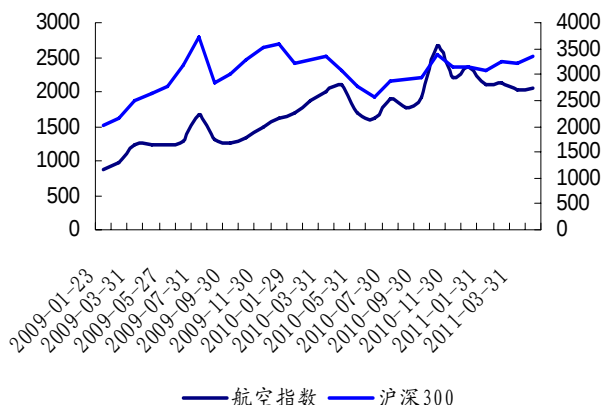
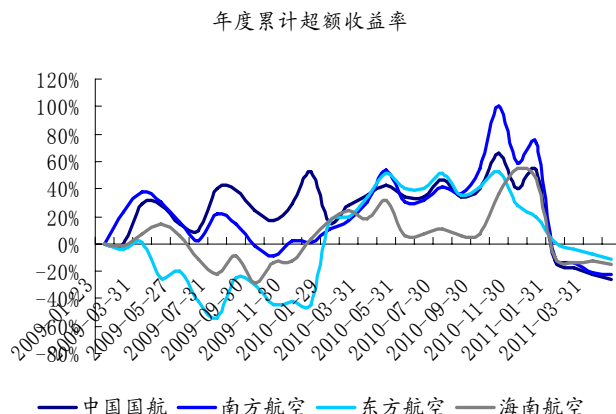


图2：主要航空公司股价的年度累计超额收益率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：主要航空公司PE的变化

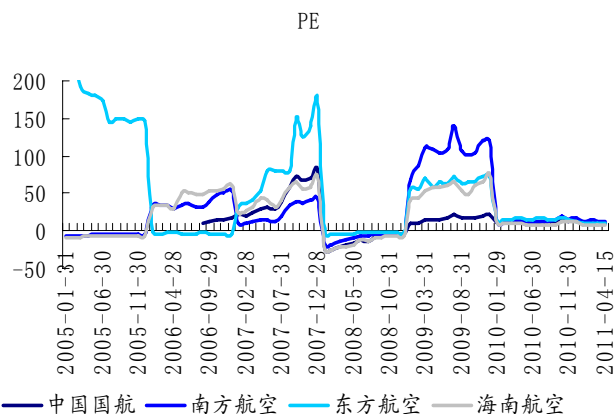
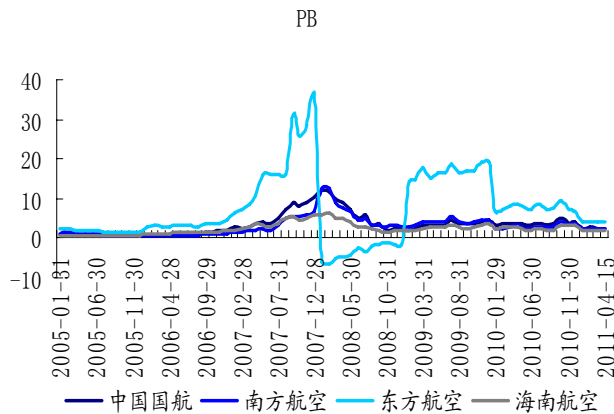


图4：主要航空公司PB的变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、高铁大幅降速，潜在分流将低于预期

4月12日，铁道部部长盛光祖表示，将于今年6月底开通运营的京沪高铁，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，并且6月1日起所有动车实行购票实名制。

根据静态分析，预计此次降速后京沪高铁将分流国内航空旅客1%左右，比之前的预计下降了1个百分点。京沪高铁大幅降速后，与日本第一条新干线东海道新干线的可比性更强。京沪高铁全长1318公里，北京-上海直达的运行时间也需约5小时，可比新干线东京-福岡。从票价来看，以已运营高铁的平均客公里价格，预计京沪直达高铁的二等座位价格为620元，相当于目前航空全价（经济舱全价+税费）的48%。可见，在1100公里以上的远程市场，航空优势突出，票价基本不受高铁压抑。

鉴于京沪高铁的大幅降速，预期“十二五”全国铁路改革的基调将围绕“保安全、重效益”，铁路投资将大幅削减，“四纵四横”高铁和城际动车组的运行速度都将围绕300和250公里两个速度等级。根据静态分析，预计于明年基本贯通的高速铁路网对国内航空RPK的分流将降低至个位数水平，在国内运力不增投的情况下，基本可对冲分流的潜在风险。

表1：东京与不同城市间航空和新干线市场份额与票价比较

东京——	名古屋	大阪	岡山	广岛	福岡
里程（公里）	320	515	732	894	1175
新干线旅行时间（小时）	1.67	2.42	3.2	3.8	4.85
新干线运营时速（公里）	192	213	229	235	242
新干线市场份额（%）	100	86	82	56	12
航空市场份额（%）	0	14	18	44	88

东京——	名古屋	大阪	岡山	广岛	福岡
新干线 一等座	14270	18690	22650	25480	16380
指定座	10980	14250	17060	18750	12370
散座	10070	13240	15850	17540	11210
航空 经济舱全价	12625	15119	19787	20193	23793
新干线散座/航空经济舱	80%	88%	80%	87%	47%

数据来源：Interaction of Air and High-Speed Rail in Japan、广发证券发展研究中心

表2：我国已运营高铁的平均运行时速与客公里价格比较

	开通时间	里程 (公里)	设计时速 (公里)	运行时速 (公里)	客公里价格（元）	
					一等座	二等座
合宁高铁(D)	2008	156	250	159	0.00	0.43
沪宁高铁(D)	2010	300	250	151	0.78	0.49
京津城际铁路(D)	2008	120	250	240	0.58	0.48
北京西-石家庄-太原(D)	2009	508	250	148	0.37	0.31
其中：石家庄-太原(D)	2009	225	250	173	0.37	0.31
合武高铁(D)	2009	364	250	163	0.37	0.31
甬台温铁路(D)	2009	270	250	164	0.37	0.31
温福铁路(D)	2009	302	250	169	0.37	0.31

福厦铁路 (D)	2010	245	250	156	0.37	0.31
成都-青城山铁路 (D)	2010	65	250	89	0.23	0.00
南昌-九江铁路 (D)	2010	135	250	147	0.37	0.31
济南-青岛铁路 (D)	2008	393	250	165	0.37	0.31
广州-深圳 (D)	2010	139	250	126	0.72	0.58
广州-珠海 (D)	2010	76	250	93	0.58	0.47
长春-吉林 (D)	2010	111	250	171	0.37	0.31
沪杭高铁 (G)	2010	169	350	169	0.78	0.49
武广高铁 (G)	2009	1069	350	280	0.73	0.46
郑西高铁 (G)	2010	505	350	209	0.77	0.48
平均					0.76	0.47

数据来源：广发证券发展研究中心

表3: 京沪航线受高铁分流预计修正

航空里程 (公里)	航段	客运量占		航班量份额				预计高铁
		国内的比重	国航	南航	东航	海航	其他	分流比例
	北京—济南	0.15%	0	0	0	0	100%	90%
	上海—合肥	0.05%	0	0	100%	0	0	90%
	上海—连云							
400-500	港	0.03%	0	0	100%	0	0	90%
500—600	上海—徐州	0.03%	0	0	100%	0	0	80%
600-700	北京—徐州	0.04%	100%	0	0	0	0	70%
700—800								60%
800—900	上海—济南	0.29%	0	0	0	0	100%	50%
	天津—南京	0.02%	0	0	32%	0	68%	30%
	北京—合肥	0.33%	56%	0	33%	11%	0	30%
900-1000	北京—南京	0.75%	44%	6%	44%	6%	0	30%
1000—1100	北京—南通	0.04%	100%	0	0	0	0	20%
	北京—无锡	0.19%	37%	0	0	0	63%	10%
	上海—天津	0.52%	20%	0	58%	8%	13%	10%
1100-1200	北京—上海	3.08%	36%	2%	54%	7%	2%	10%
		5.52%						
以 2010 年为基数								合计
预计分流旅客量(万人)			76	5	104	12	74	271
占国内运量比			2.0%	0.1%	1.9%	0.6%		1.12%

数据来源：广发证券发展研究中心

三、需求放缓，客座率高位上行

(一) 前三季度，需求增速放缓是大概率事件

表4：三大航一季度主要运营指标

	客运量（千）	同比（%）	RPK（百万）	同比（%）	客座率	同比（pt）
中国国航	11,439.00	7.10	21,911.00	7.60	79.40%	0.60
南方航空	18,715.98	5.53	28,387.03	8.30	79.91%	1.80
东方航空	15,998.46	11.02	24,006.15	15.95	76.94%	2.16
合计	46,153.44	7.76	74,304.18	10.41	78.78%	1.52

	货邮运输量(千吨)	同比（%）	RTK（百万）	同比（%）	载运率	同比（pt）
中国国航	272,159.40	3.00	2,984.80	5.00	69.00%	-0.20
南方航空	262,690.00	6.40	3,359.39	12.40	68.30%	0.60
东方航空	321,940.00	-6.66	3,031.30	7.33	69.63%	1.84
合计	856,789.40	0.03	9,375.49	8.27	68.94%	0.76

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

2011年第一季度，三大航累计客运量同比增长8%，旅客周转量同比增长10%。紧缩政策下经济增速放缓，加之去世博因素，航空需求增速放缓于情理之中，从同比来看，预计需求放缓在今年前三季度都将体现。

一季度需求低于预期，尤其是3月份，我们认为主要原因在于商务活动启动较晚，国际突发事件较多，预计4月份航空需求将回归双位数增长。

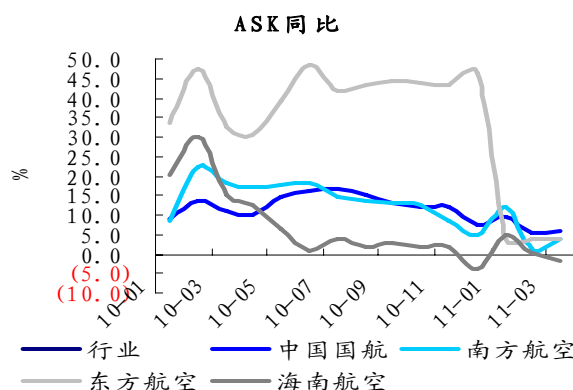
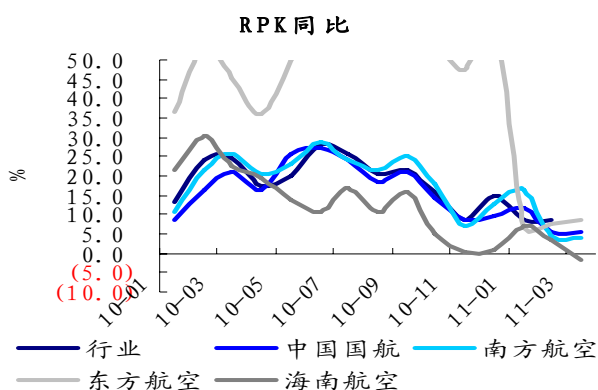
(二) 国内运力增长受限，需求增长大部分传导至客座率

一季度，中国国航、南方航空、东方航空国内航线ASK同比增长分别为2.9%、2.3%、5.6%，在需求放缓的形势下，依然供小于求，客座率分别为81.4%、81.6%、79.1%，分别同比提升4.4、2.6、3.1个百分点。

由于国内航线的中心网络是以北京、上海、广州、深圳、成都、西安等为中心城市辐射全国的，一类机场时刻基本饱和，航空公司国内运力增投遇到瓶颈。虽然国内需求放缓，但是运力增长更为趋缓，这样，需求增长大部分传导至客座率。在目前燃油附加费较高的情况下，客座率高位上行将有力地支撑裸票价格。

图5：航空公司RPK增速比较

图6：航空公司ASK增速比较



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

图7：航空公司客座率比较

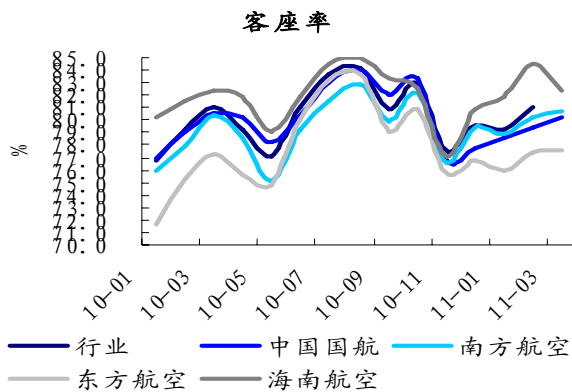


表5：民航各月飞机日利用率

	飞机日利用率（小时）			
	2008	2009	2010	2011
1月	8.9	9.1	9.1	9.3
2月	9.4	9.3	9.9	9.4
3月	9.1	9.0	9.3	
4月	9.1	9.4	9.5	
5月	8.8	9.0	9.3	
6月	8.5	8.8	9.2	
7月	9.2	9.6	9.8	
8月	8.8	9.8	9.9	
9月	9.0	9.3	9.1	
10月	9.2	9.4	9.2	
11月	9.1	9.2	8.9	
12月	8.6	8.9	8.6	

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

（三）国际航线垄断性强，运价改革弥补客座率下滑

一季度，中国国航、南方航空、东方航空国际航线ASK同比增长分别为13.2%、25.3%、34.3%，客座率分别为76.6%、72.7%、73.1%，分别同比提升-5.6、-1.0、1.2个百分点。基于不同的运力投放策略：南航和东航过去减投多、现在增投多，而国航运力相对稳定，因此南航和东航国际客座率同比情况较好。

国内三大航空公司致力于扩大国际投放的战略转型。由于国际航线垄断性强，定价机制不同于国内航线，航空公司对价格的主导能力较强。国航的运价改革可以弥补客座率下滑，保证收入正向增长。

图8：国内航线综合票价指数

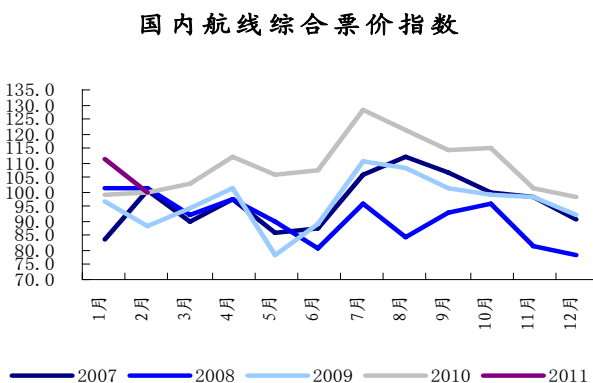
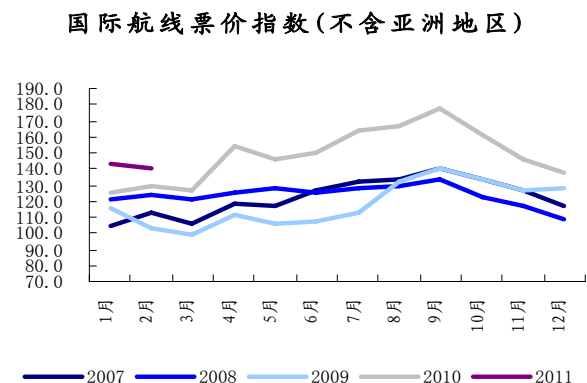
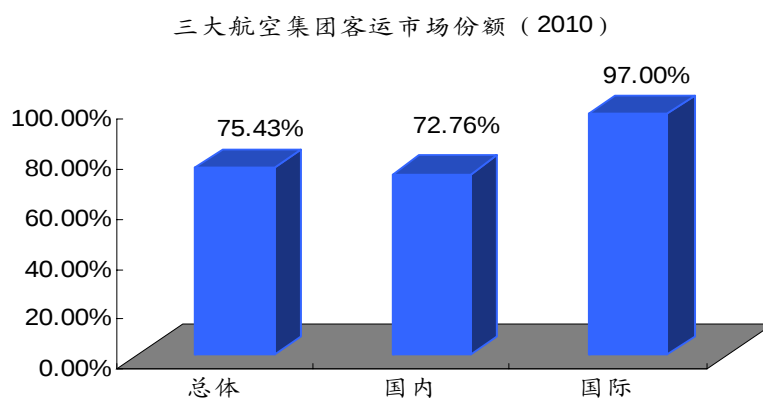


图9：国际航线综合票价指数



数据来源：中贸物流、广发证券发展研究中心

图10：2010年三大航空集团客运市场份额

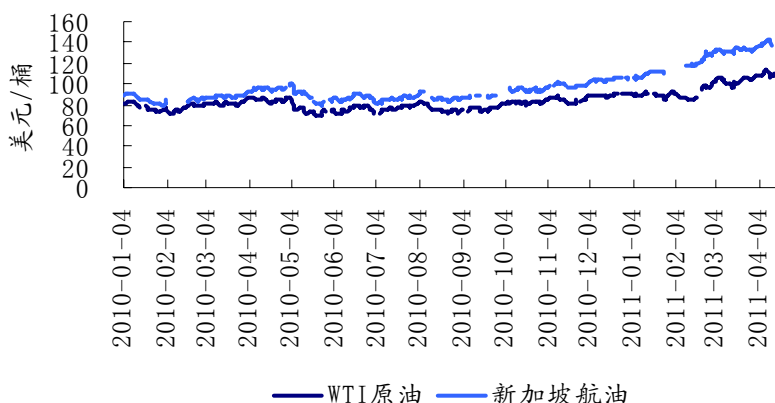


数据来源：中贸物流、广发证券发展研究中心

四、盈利弹性主要看油价

由于航空公司的网络和运价改革，航空公司的收入依然保持增长势头，那么盈利将主要取决于油价。3月份国际WTI价格22个工作日平均价为102.98美元/桶，4月份以来日均油价为108.7美元/桶，近期油价出现调整。我们认为，油价大幅调整的催化剂主要来自利比亚休战以及美国退出量化宽松政策开始加息。

图11：国际油价走势



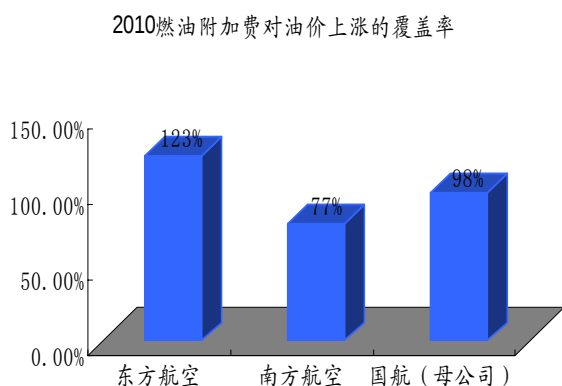
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2009年11月国内开始启动燃油附加费与油价的联动机制，以4140元/吨为基准价，原则上国内燃油附加费收入可覆盖油价上涨的80%。我们认为，燃油附加费具有双面性。

燃油附加费作为票价的一部分，温和通胀下，燃油附加费给航空公司带来收入正效应。2010年国航、南航、东航整体燃油附加费收入对油价上涨的覆盖率分别为77%、98%、123%。

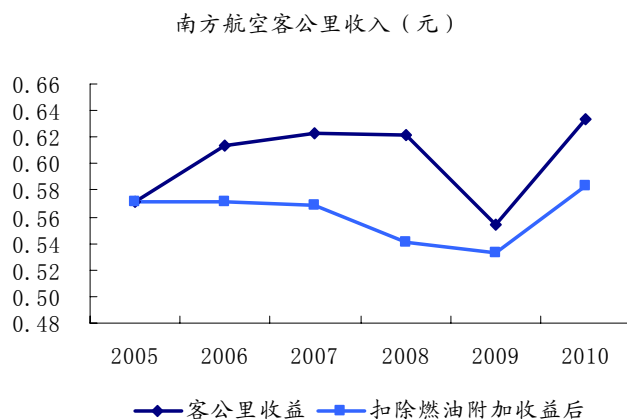
高通胀下高燃油附加费将抑制因私旅客的出行，从而抑制裸票价格。以南航为例，07年整体客公里收入同比增长，但是剔除燃油附加费收入之后的客公里收入同比略有下降。行业去年经历了新一轮并购，市场集中度进一步提高，高燃油附加费对裸票价格的抑制程度有所降低，目前国内裸票价格依然小幅上涨。若油价大幅下跌，我们相信，国内的票价弹性将更高。

图12：2010年三大航整体燃油附加费收入对油价上涨的覆盖率



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

图13：南方航空扣除燃油附加费收入后的客公里收益变化

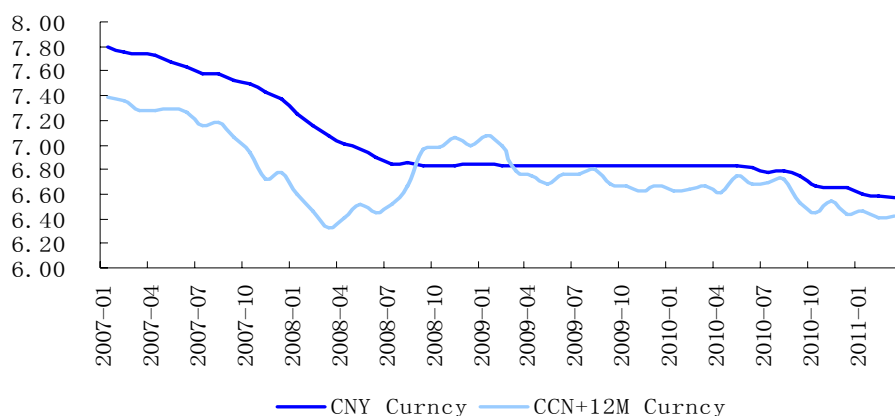


五、人民币升值步伐加快

2010年人民币兑美元汇率升值3%。美元兑人民币12个月不可交割远期价格显示，年初以来市场预期未来一年人民币升值不断提速，3月份价格预期未来一年人民币升值3.5%。我们认为，汇率同利率、准备金作为抗通胀的工具，汇率浮动区间可能逐步扩大，也不排除人民币一次性升值的可能，今年人民币将升值3-5%，超过去年的幅度。基于2010年年报数据，预计人民币每升值1%，汇兑收益折合EPS分别为国航0.035元、南航0.037元、东航0.026元、海航0.028元。

而且人民币大幅升值，将刺激国际旅游消费，提振国际航线需求。这也是我们长期看好国际航线发展趋势的一个重要理由。

图14：美元兑人民币汇率现货和远期价格



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

表6：人民币升值对主要航空公司的汇兑收益测算

	美元负债 (美元, 百万元)	美元负债 占负债总 额的比重	人民币兑美元升值 1% 汇兑收益 (百万元)	折合 EPS (元)	人民币兑美元升值 5% 汇兑收益 (百万元)	折合 EPS (元)
中国国航	9147	53.4%	606	0.035	3029	0.176
南方航空	7284	59.5%	482	0.037	2412	0.184
东方航空	5861	46.1%	388	0.026	1941	0.129
海南航空	2351	26.8%	156	0.028	779	0.142

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009 年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

相关研究报告

航空机场行业数据库_行业跟踪分析报告	董丁	2011-04-13
广发证券航空机场行业数据库_行业跟踪分析报告	董丁	2011-04-07

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。