

## 2011年04月航空运输行业研究月报

评级：增持 维持评级

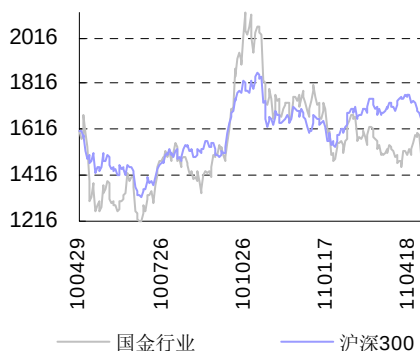
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

## 国内和国际航线景气出现明显分化

## 市场数据(人民币)

|           |          |
|-----------|----------|
| 行业优化平均市盈率 | 28.71    |
| 市场优化平均市盈率 | 29.70    |
| 国金航空运输指数  | 1504.14  |
| 沪深300指数   | 3161.78  |
| 上证指数      | 2887.04  |
| 深证成指      | 12149.25 |
| 中小板指数     | 6642.67  |



## 相关报告

- 1.《燃油价格上涨将侵蚀航空利润》，2011.4.6
- 2.《通胀抑制航空需求》，2011.4.6
- 3.《本次调整燃油附加费预计将可覆盖成本上升》，2011.2.20

黄金香 分析师 SAC 执业编号：S1130511030022  
(8621)61038325  
huangjx@gjzq.com.cn

## 投资建议

- 我们认为在前期航空股的上涨主要是由于近期人民币升值加速以及高铁降速带来的估值修复，我们也指出航空可能存在一定交易性机会。但由于通胀和谨慎仍在持续，我们预计短期内航线增速仍将较为缓慢，运力控制虽然使得淡季不淡，但我们认为如果需求仍然疲软，旺季的运力控制效果可能会降低，从而降低旺季的景气程度，而且国际航线的景气可能仍会延续之前下滑的态势。
- 我们建议从航空供需改善的大周期角度去做航空股投资，在目前需求增速不振的情况下，行业的供需关系可能会出现逐步逆转，尽管短期可能存在交易性机会，但从中期的角度我们对航空股仍持相对谨慎的态度，我们仍建议持续关注行业需求同比增速的环比变化。

## 数据点评

- 3月份国内航线、国际航线、地区航线的旅客运输量同比增速分别为5.2%、2.7%和18.6%，整体增速远低于历史增长水平（约14%），国内航线需求受通胀抑制明显，而国际航线因为日本地震也出现了明显下降。
- 虽然需求增速出现了明显下滑，但由于行业对运力控制能力进一步提升，使得运力投放增速也同步明显放缓，行业整体客座率没有出现明显下滑，达到81%，同比下降0.1个百分点。国内航线的客座率同比提升明显，但国际航线的客座率大幅下降，而票价水平的波动方向与客座率基本一致。
- 飞机利用小时数为9.4小时，同比下降了0.3个小时，环比也下降了0.4小时，这进一步体现了集中度提升导致的行业周期性下降。面对需求的疲软，航空公司宁可选择削减航班或减少运力投放来保证客座率和票价水平保持在较高水平，而不是像以前一样，更加着力于提升或者保住市场份额。

## 行业展望

- **国内航线：**由于通胀和紧缩仍在延续，我们预计短期内需求增速难以实现大幅回升，而4月预计的明显回升更主要是去年基数的原因，如果需求持续不振，淡季的时候航空公司能够主动地调减运力，到旺季的时候航空公司可能会加大运力投放，这将可能导致今年航空出现旺季不旺的现象。
- **国际航线：**由于欧美经济的复苏，我们对国际航线的需求不悲观，但是由于集中度相对较低，运力的过快投放将使国际航线的景气同比仍可能持续出现下降。
- **高铁影响：**近期高铁较原来设计的增速将有望出现下降，这将使高铁分流影响程度低于原来的预期，但分流预计仍将存在，仍需要航空需求保持较快增长，使之能够消化行业新增运力和高铁分流出来的运力，整体上，高铁对航空估值仍将存在一定压抑。
- **汇率和油价：**由于输入性通胀明显，汇率在一定程度上也赋予了抑制输入性通胀的功能，因此我们认为人民币升值和油价上涨在静态影响上将相互对冲，因此可能两者在一定程度上对股价的影响可能也将形成中和。

## 内容目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 行业整体状况 .....                           | 4  |
| 国内客运市场分析 .....                         | 4  |
| 数据分析: 需求疲软, 但运力控制更得力 .....             | 5  |
| 展望: 需求仍难有大提升, 预计旺季的运力控制效果将不如淡季明显 ..... | 7  |
| 国际客运市场分析 .....                         | 9  |
| 数据分析: 需求不振叠加运力的过快投放, 导致景气下行明显 .....    | 9  |
| 展望: 运力过快增长将继续压抑国际航线景气 .....            | 11 |
| 航空货运市场分析 .....                         | 12 |
| 数据分析与展望: 国际国内航线货运需求增速出现明显回落 .....      | 12 |
| 航空煤油价格及人民币汇率跟踪 .....                   | 13 |
| 航空油价高涨可能侵蚀航空公司利润 .....                 | 13 |
| 人民币汇率预计将加快升值 .....                     | 14 |
| 机场行业数据跟踪 .....                         | 15 |
| 上海机场——国际航线高速增长 .....                   | 15 |
| 厦门空港——国内航线驱动高增长, 影响关键因素是其资本开支 .....    | 16 |
| 白云机场——流量增速继续低于预期 .....                 | 17 |
| 深圳机场——跑道资源瓶颈限制致使增速较慢 .....             | 18 |
| 航空机场行业投资策略 .....                       | 19 |
| 航空行业投资策略 .....                         | 19 |
| 机场行业投资策略 .....                         | 20 |

## 图表目录

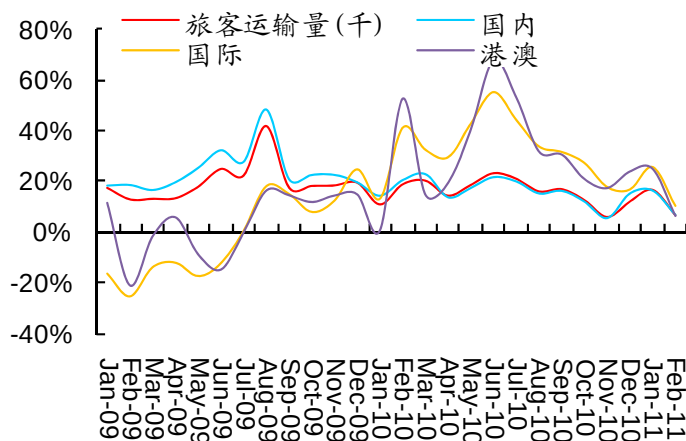
|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图表 1: 09 年以来国内、国际、地区航线旅客量增速 .....  | 4 |
| 图表 2: 09 年以来的可用座公里和收入客公里增长率 .....  | 4 |
| 图表 3: 09 年以来行业整体客座率变化 .....        | 4 |
| 图表 4: 07 年以来行业飞机利用小时数对比 .....      | 4 |
| 图表 5: 08 年以来三大航国内航线收入客公里增长率 .....  | 5 |
| 图表 6: 08 年以来三大航国内航线可利用客公里增长率 ..... | 5 |
| 图表 7: 09 年以来三大航国内航线客座率情况 .....     | 6 |
| 图表 8: 07 年以来中国国航国内航线客座率情况 .....    | 6 |
| 图表 9: 07 年以来东方航空国内航线客座率情况 .....    | 6 |
| 图表 10: 07 年以来南方航空国内航线客座率情况 .....   | 6 |
| 图表 11: 07 年以来国内航线综合票价指数 .....      | 6 |
| 图表 12: 2010 年以来国内航线的同比增速 .....     | 7 |

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图表 13: 过去几年 4 月旅客量环比 3 月增长率 .....         | 8  |
| 图表 14: 过去几年航空旅客量的环比增速 .....               | 8  |
| 图表 15: 过去二十年 CPI、GDP 和国内航线旅客增速 .....      | 8  |
| 图表 16: 我国 CPI 走势和国内航线月度增速 .....           | 8  |
| 图表 17: 三大航国际航线 RPK 增长率比较 .....            | 9  |
| 图表 18: 三大航国际航线 ASK 增长率比较 .....            | 9  |
| 图表 19: 三大航国际航线客座率比较 .....                 | 10 |
| 图表 20: 国航国际航线客座率的年度比较 .....               | 10 |
| 图表 21: 东航国际航线客座率的年度比较 .....               | 10 |
| 图表 22: 南航国际航线客座率的年度比较 .....               | 10 |
| 图表 23: 07 年以来内航亚洲及地区航线票价指数 .....          | 11 |
| 图表 24: 07 年以来亚洲外国际航线票价指数 .....            | 11 |
| 图表 25: 08 年国内和国际航线旅客量的同比增速比较 .....        | 11 |
| 图表 26: 2010 年四季度以来国内和国际航线旅客量的同比增速比较 ..... | 11 |
| 图表 27: 货邮运输量及增长率 .....                    | 12 |
| 图表 28: 可用货运吨公里及增长率 .....                  | 12 |
| 图表 29: 三大航国内航线货运运输增长率比较 .....             | 13 |
| 图表 30: 三大航国际航线货运运输增长率比较 .....             | 13 |
| 图表 31: 三大航国内航线货邮载运率 .....                 | 13 |
| 图表 32: 三大航国际航线货邮载运率 .....                 | 13 |
| 图表 33: 国内和新加坡航空煤油及布伦特原油价格对比 .....         | 14 |
| 图表 34: 人民币汇率走势 .....                      | 15 |
| 图表 35: 浦东机场起降架次增长率 .....                  | 16 |
| 图表 36: 浦东机场旅客吞吐量增长率 .....                 | 16 |
| 图表 37: 浦东机场货邮吞吐增长率 .....                  | 16 |
| 图表 38: 虹桥机场旅客吞吐量及增长率 .....                | 16 |
| 图表 39: 厦门空港旅客增速与行业整体增速对比 .....            | 17 |
| 图表 40: 厦门空港旅客吞吐量及同比增速 .....               | 17 |
| 图表 41: 厦门空港起降架次及同比增速 .....                | 17 |
| 图表 42: 厦门空港货邮吞吐量及同比增速 .....               | 17 |
| 图表 43: 白云机场旅客增速与行业整体增速对比 .....            | 18 |
| 图表 44: 白云机场起降架次及同比增速 .....                | 18 |
| 图表 45: 白云机场旅客吞吐量及同比增速 .....               | 18 |
| 图表 46: 白云机场货邮吞吐量及同比增速 .....               | 18 |
| 图表 47: 深圳机场旅客增速与行业整体增速对比 .....            | 19 |
| 图表 48: 深圳机场起降架次及同比增速 .....                | 19 |
| 图表 49: 深圳机场旅客吞吐量及同比增速 .....               | 19 |
| 图表 50: 深圳机场货邮吞吐量及同比增速 .....               | 19 |

## 行业整体状况

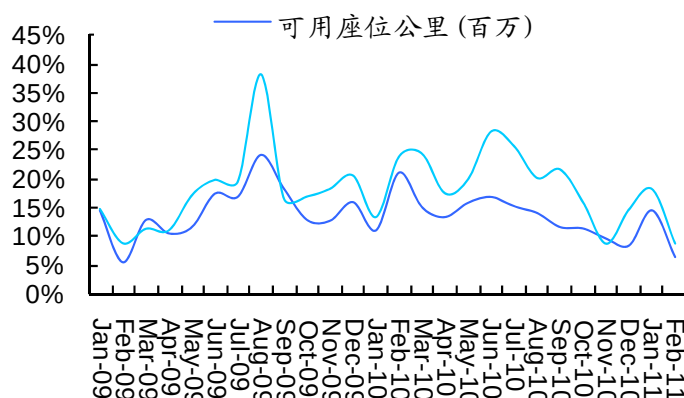
- 3月行业增速继续下滑，行业旅客运输量仅同比增长5%左右，内忧外患导致国内航线和国际航线的增速都出现了明显下降，行业客座率和票价水平同比仍有改善，但改善的幅度仍进一步缩窄。
- 3月份国内航线、国际航线、地区航线的旅客运输量同比增速分别为5.2%、2.7%和18.6%，整体增速远低于历史增长水平（约14%）。
- 虽然需求增速出现了明显下滑，但由于行业对运力控制能力进一步提升，使得运力投放增速也同步明显放缓，行业整体客座率没有出现明显下滑，达到81%，同比下降0.1个百分点。
- 飞机利用小时数为9.4小时，同比下降了0.3个小时，环比也下降了0.4小时，这进一步体现了集中度提升导致的行业周期性下降。面对需求的疲软，航空公司宁可选择削减航班或减少运力投放来保证客座率和票价水平保持在较高水平，而不是像以前一样，更加着力于提升或者保住市场份额。

图表1：09年以来国内、国际、地区航线旅客量增速

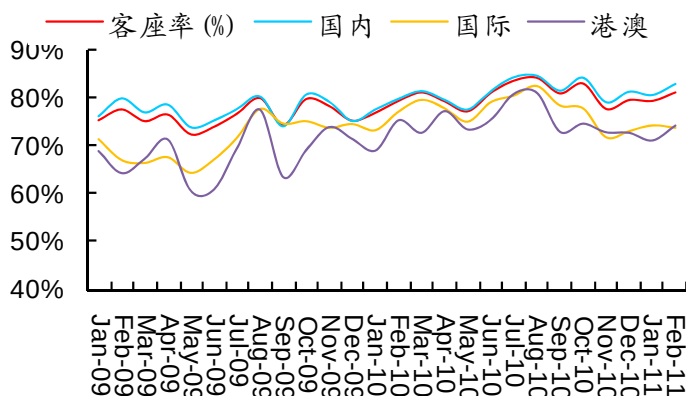


来源：国金证券研究所

图表2：09年以来的可用座公里和收入客公里增长率

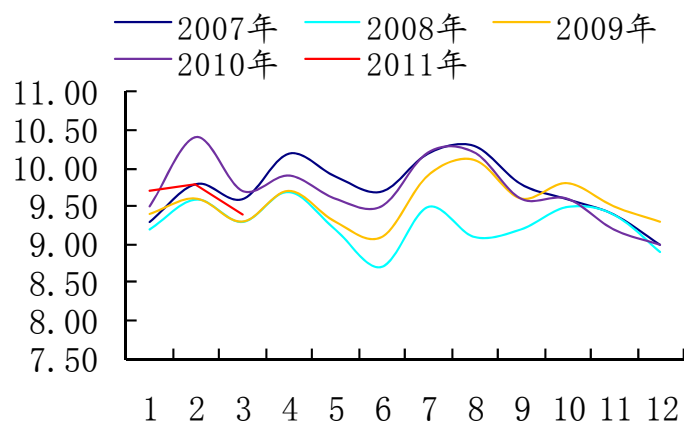


图表3：09年以来行业整体客座率变化



来源：国金证券研究所

图表4：07年以来行业飞机利用小时数对比

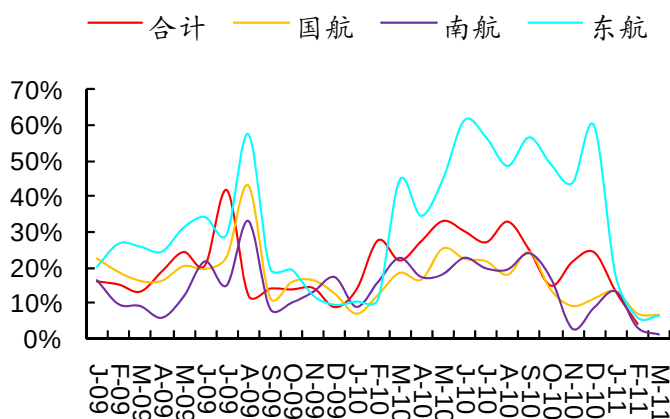


## 国内客运市场分析

### 数据分析：需求疲软，但运力控制更得力

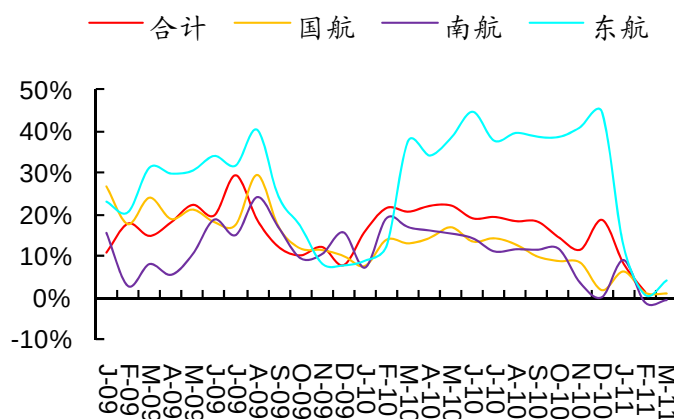
- 3月国内航线需求同比增速进一步下降，3月旅客运输量同比增长仅为5.2%，需求疲弱的态势并没有发生改变。
- 国航、东航和南航的 RPK 分别同比增长 6.5%、6.6%和 1.2%，增速进一步回落。需求增速保持快速增长也说明我国经济状况、甚至未来一段时间的经济状况会比较不错。
- 国内航线国航、东航、南航的 ASK 同比增速分别为 1.1%、4.1%和-0.6%，运力增长幅度远低于 RPK 的增长幅度。
- 国内航线运力投放出现如此低在增速，一方面与一线机场的空域紧张有关，导致航空公司无法将运力投放到盈利能力良好的航线，另一方面我们可以非常明显地看到国内航线航空业集中度提升带来的良性竞争格局的形成，航空公司宁可减少运力投放也要确保客座率维持在相对的高位，这在南航身上体现得尤其明显。而在行业运力仍在持续交付的情况下，实际上航空公司的运力出现了一定的闲置，或者利用率不足，这从飞机利用小时同比出现明显下降可见一斑。

图表5：08年以来三大航国内航线收入客公里增长率



来源：国金证券研究所

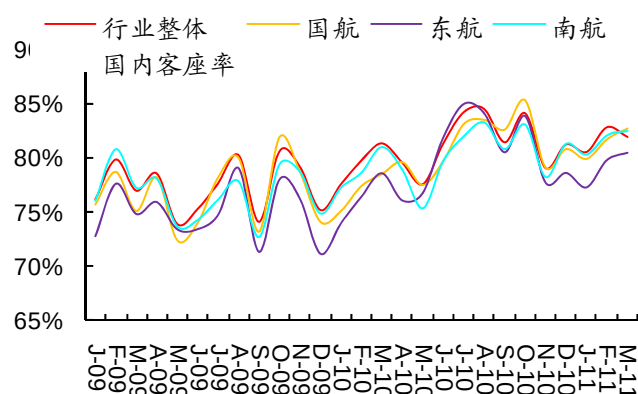
图表6：08年以来三大航国内航线可利用客公里增长率



- 得益于航空公司在国内航线上的运力控制，虽然需求疲软，但航空公司的客座率仍继续走高，其中国航、东航和南航的客座率同比提升 4.2、1.9 和 1.5 个百分点，分别达到 82.7%、80.5%和 82.5%。
- 由于客座率的高企减缓了航空公司之间的竞争，使得票价指数同比仍有明显改善，国内航线综合票价指数达到了 107.1，高于去年同期数据（103.2）。

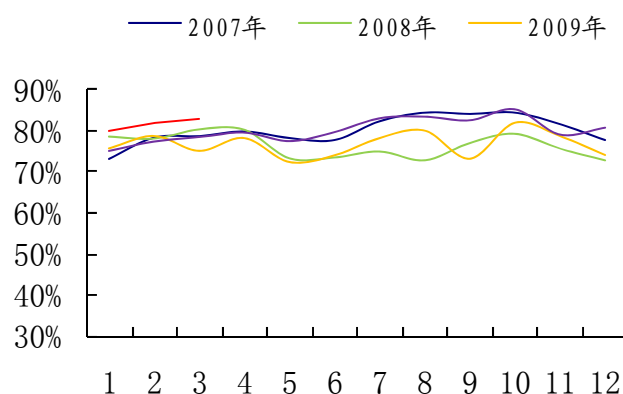


图表7: 09 年以来三大航国内航线客座率情况

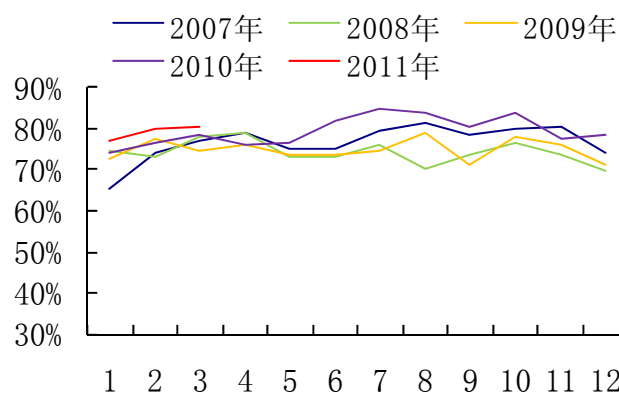


来源：国金证券研究所

图表8: 07 年以来中国国航国内航线客座率情况

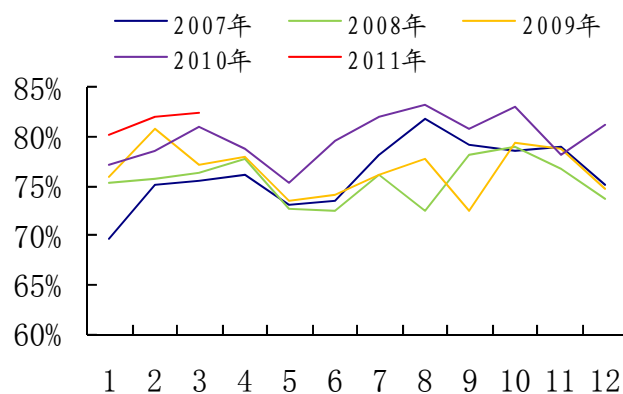


图表9: 07 年以来东方航空国内航线客座率情况

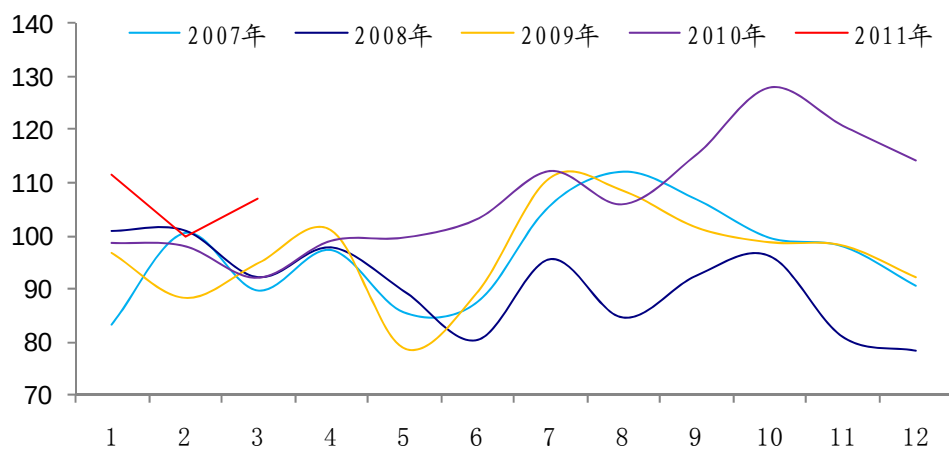


来源：国金证券研究所

图表10: 07 年以来南方航空国内航线客座率情况



图表11: 07 年以来国内航线综合票价指数

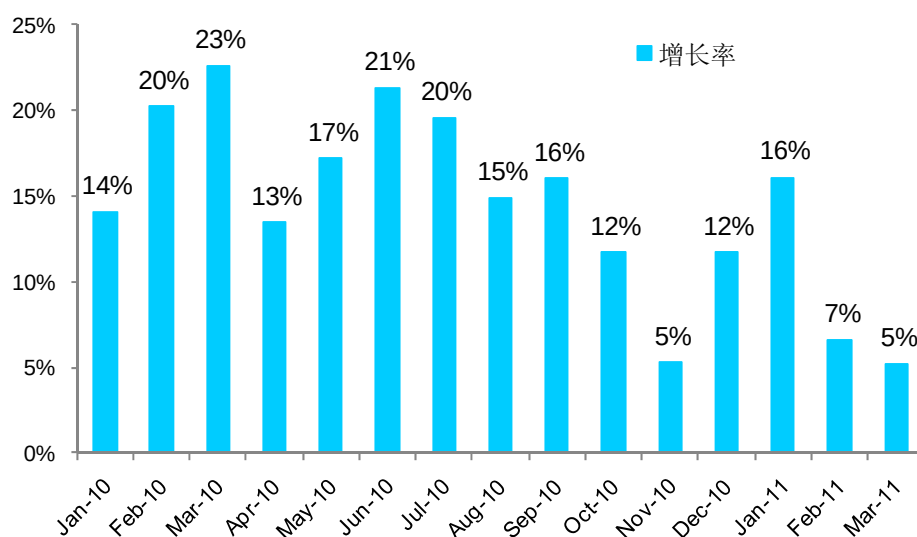


来源：国金证券研究所

### 展望：需求仍难有大提升，预计旺季的运力控制效果将不如淡季明显

- 从去年 10 月开始，航空需求的同比增速开始出现明显下降，而且整体上同比呈现逐月下降的趋势。
  - 从 2010 年 10 月以来，国内航线旅客量的同比增速整体上呈现逐步走低趋势，从 2010 年 1 月到 9 月的平均增速为 18%，10 月增速下滑至 11.7%，根据我们的调研，下滑主要是从 10 月下旬开始的。
  - 2010 年 11 月因为亚运会的因素导致增速出现过度下滑，但是从 12 月起同比增速还是不断下滑（12 月为 11.7%，1 月增速出现回升的主要原因是春节月份错位的结果，2 月下滑至 7%，而 3 月进一步大幅下滑至 5%）。

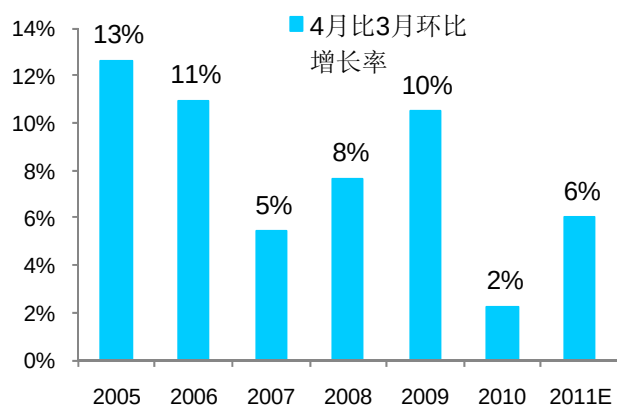
图表12：2010 年以来国内航线的同比增速



来源：国金证券研究所

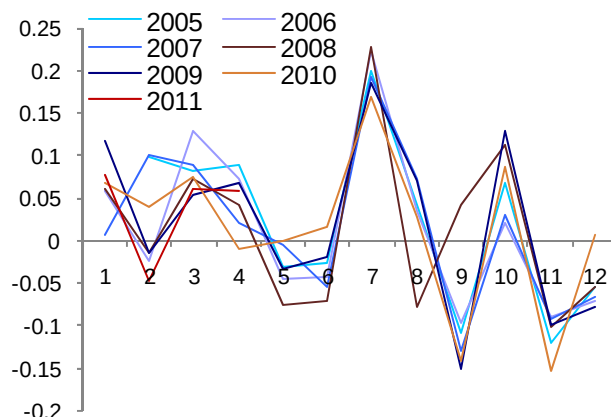
- 由于去年基数很低，我们预计 4 月份国内航线旅客量的同比增速将比 3 月份出现明显回升，增速将回到 12-13%的水平，但这种回升我们认为主要是由于去年 4 月临近 5 月开始的世博会，很多旅客推迟了行程，导致去年 4 月的基数比较低
  - 以国内航线日均旅客量来测算，我们可以看到去年 4 月环比 3 月仅增长 2%，远低于过去几年 8-9%的环比增幅。
  - 如果我们假设去年 4 月环比增长 6%作为基数，那么 4 月份预计 12-13%的同比增幅将下降至理论增长的 6-7%左右，与 3 月中下旬基本相当（3 月增速低主要是上旬春节因素导致同比增速低）。

图表13：过去几年4月旅客量环比3月增长率



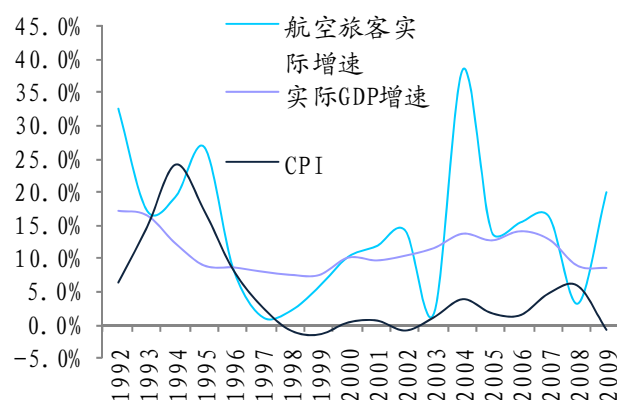
来源：国金证券研究所

图表14：过去几年航空旅客量的环比增速



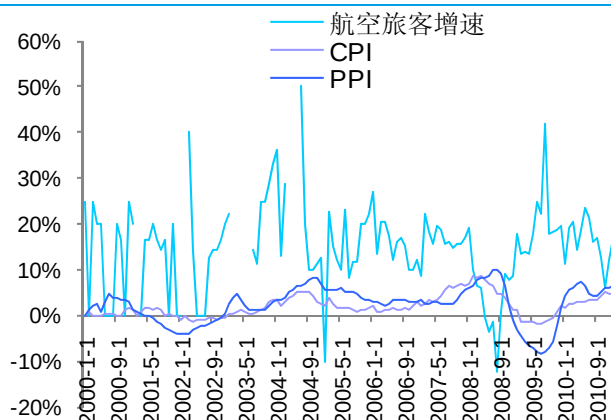
- 航空需求增速的下降虽然有航空公司主动减少运力投放的结果，但是我们认为主要还是受到通胀影响而受抑制，

图表15：过去二十年CPI、GDP和国内航线旅客增速



来源：国金证券研究所

图表16：我国CPI走势和国内航线月度增速



- 从历史上来看，航空需求增速在历史上下降幅度最明显的三次分别是1996-1998年、2003年和2008年，除2003年由于非典引起外，其他年份都是由于通胀和之后的紧缩导致。
- 2005年航空需求增速也曾出现明显下滑，整体增速约为12%左右，也是经历了通胀以及之后的紧缩。
- 本次增速出现明显下降也是在10月左右，正是CPI开始出现明显上升的月份，我们认为CPI的高企首先影响的是休闲旅客——大概对于月收入5000元左右的人群基本上可以认为是航空消费的边缘群体，在CPI高企的情况下，生活成本的大幅上升必然导致这部分人群压缩相对高端的、可选的航空消费，并且可能以动车等更便宜的交通工具进行替代。
- 但是，紧缩对经济进而对航空商务旅客的影响尚没有完全体现，因此，我们认为航空需求的同比增速是否已经企稳回升具有很大的不确定性。
- 我们之前的数据分析也明显看到虽然需求不振，但航空公司通过运力调控使客座率和票价水平保持高位，现在问题的核心是如果需求增速继续低迷，航空公司是否能够将这种运力控制一直持续下去？



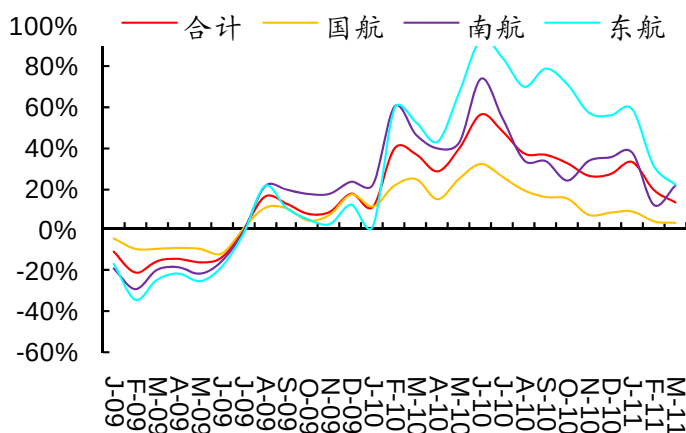
- 首先我们特别强调需求的同比增速变化，如果需求增速持续低迷，而运力供给将逐月增加，这可能会导致行业的供需逆转。
- 在淡季的时候由于很多航线需求更加不足，因此航空公司即使投放也会产生即时亏损，在航空公司更加注重效益的今天，航空公司没有动力去过多地增加运力，因此行业的竞争也处于非常良性的状态，从经营效益上来说，淡季不淡的现象非常明显。
- 但是到旺季的时候，面对需求的季节性回升，运力的投放将能够带来即时利润，我们认为航空公司会纷纷加大运力的投放，如果行业需求没有明显回升，那么很可能到旺季不会出现类似于 2010 年一票难求的现象（当然一线机场相关航线例外），但由于供需缺口不如 2010 年明显，因此尽管航空公司的客座率和票价水平仍将出现季节性环比回升，但同比预计将出现负增长，可能出现旺季不够旺的现象。

## 国际客运市场分析

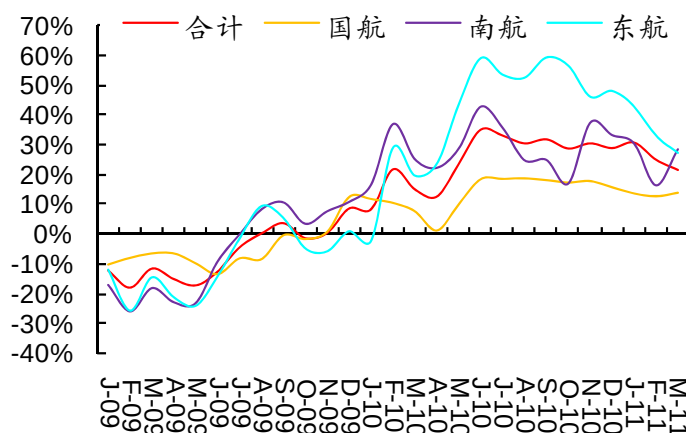
### 数据分析：需求不振叠加运力的过快投放，导致景气下行明显

- 受我国通胀高企对需求的抑制以及日本地震对日本航线的影响，国际航线的需求增速也出现明显下降，行业整体旅客量同比仅增长 2.7%，由于日本地震影响的主要是到日本的相对短途航线，因此 RPK 增速将高于旅客量增速。
- 国航、东航和南航国际航线 RPK 的同比增速分别为 3.3%、22.5%和 21.8%，东航和南航增速远高于国航的主要原因是东航南航高速运力投放导致旅客被分流。

图表17：三大航国际航线 RPK 增长率比较



图表18：三大航国际航线 ASK 增长率比较

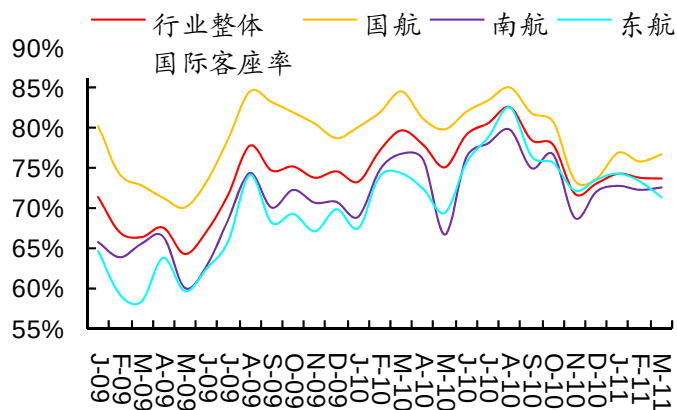


来源：国金证券研究所

- 国航、东航和南航国际航线 ASK 的增速分别为 13.6%、27.2%和 28.7%。
- 我们可以清晰地看到航空公司将主要的新增运力全部投向了国际航线，尤其是东航和南航更加明显，而国航为了确保市场份额，同样也加大了国际航线的运力投放。
- 航空公司加大国际航线运力投放的原因一方面主要是航空公司经营的战略重点转向了国际航线，另一方面可能也因为盈利的一线机场国内航线没有时刻资源，而二三线盈利能力又不足。
- 运力增速远高于需求增速，导致国际航线客座率出现了明显下滑。

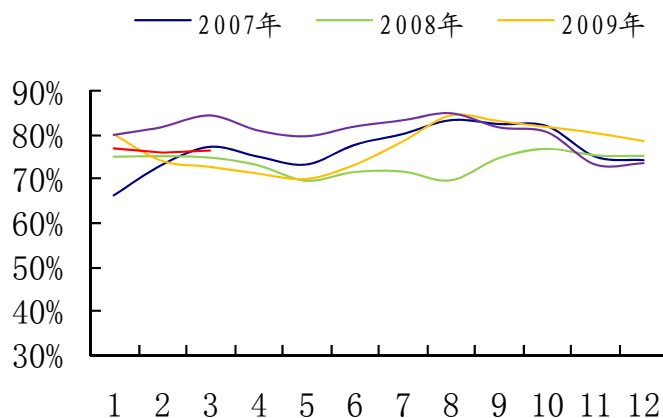
- 国航、东航和南航国际航线的客座率分别为 76.8%、71.4% 和 72.7%，同步分别下降了 7.8、3.0 和 4.2 个百分点，国航下降幅度远高于东航和南航。
- 国航旅客量同比增速和客座率的下降幅度均明显高于东航和南航，其主要原因是金融危机期间其他航空公司均削减了运力，而国航基本没有削减，导致很多旅客流向国航，但去年四季度以来其他航空公司均加大了运力投放，导致旅客回流到这些航空公司，使得国航旅客增速和客座率同比出现大幅下降。

图表19：三大航国际航线客座率比较

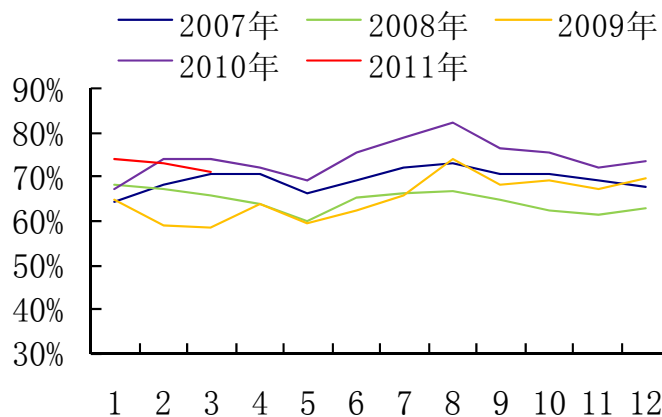


来源：国金证券研究所

图表20：国航国际航线客座率的年度比较

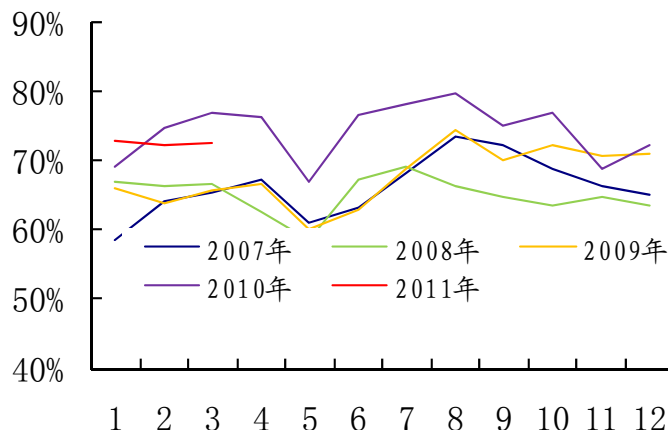


图表21：东航国际航线客座率的年度比较



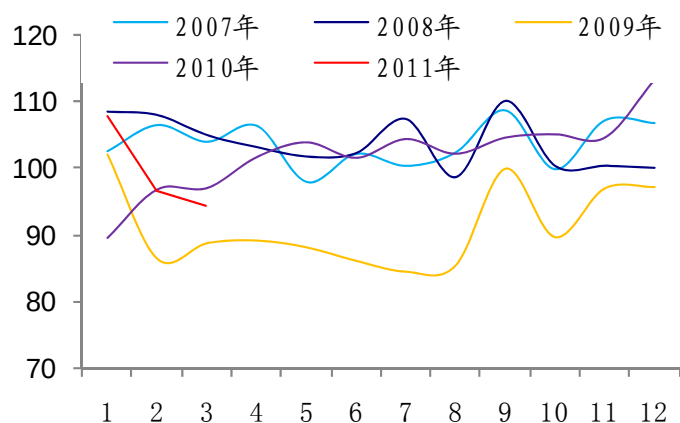
来源：国金证券研究所

图表22：南航国际航线客座率的年度比较



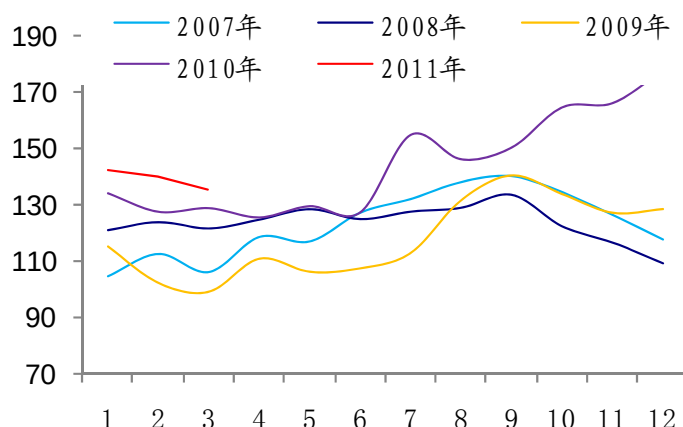
- 国际航线的票价指数也开始受到影响，尤其是亚洲内国际航线的票价指数出现了明显下降。
- 亚洲外国际航线的票价指数为 135.2，高于去年同期 127 的水平，但同比增长幅度在不断降低，我们认为二季度将开始出现同比负增长。
- 亚洲内国际航线的运价更是下滑明显，3 月的票价指数为 94.3，同比下降了 7.3，而且其同比增长幅度也是不断降低。

图表23: 07年以来内航亚洲及地区航线票价指数



来源: 国金证券研究所

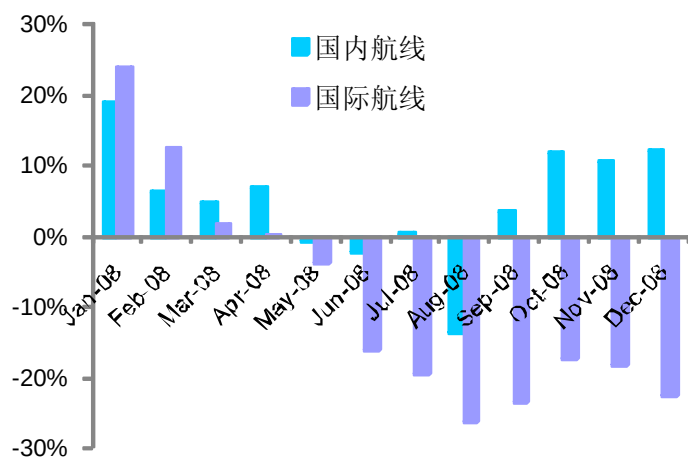
图表24: 07年以来亚洲外国际航线票价指数



### 展望: 运力过快增长将继续压抑国际航线景气

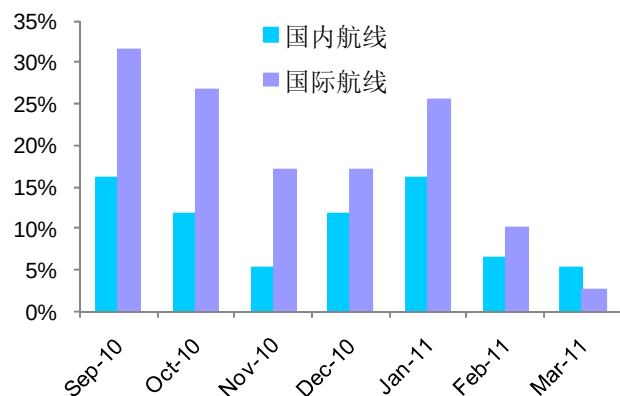
- 我们认为国际航线的增长主要靠国内旅客出境游的普及来驱动, 而通胀很可能也会对出境游消费产生抑制。
- 我们可以看到 2008 年国际航线的增速与国内航线基本上是同步开始下滑的。08 年 2 月、3 月开始国内航线和国际航线的增速均开始出现明显下滑, 但由于国外经济危机重于国内, 导致增速下滑程度远高于国内。
- 而 2010 年下半年以来, 国际航线增速也同国内航线以前出现一定下滑, 但下滑程度低于国内航线, 而且我们认为 3 月份的下滑也有日本地震影响的因素。
- 由于欧美经济情况远好于 2008 年的水平, 因此我们对国际航线的需求相对不悲观, 我们认为 2010 年全年国际航线 RPK 还是有望实现 10% 以上的增长。

图表25: 08 年国内和国际航线旅客量的同比增速比较



来源: 国金证券研究所

图表26: 2010 年四季度以来国内和国际航线旅客量的同比增速比较



- 但我们对国际航线的景气仍不乐观。
- 一方面国际航线市场集中度要低于国内航线, 在很多航线上, 国内多个航空公司和外国航空公司同台竞争, 竞争集中度相对不高导致竞争

者会更加注重市场份额，而不是盈利能力，这也是国航在国内国际冰火两重天的情况下仍将运力投放重点放在国际航线上的主要原因。

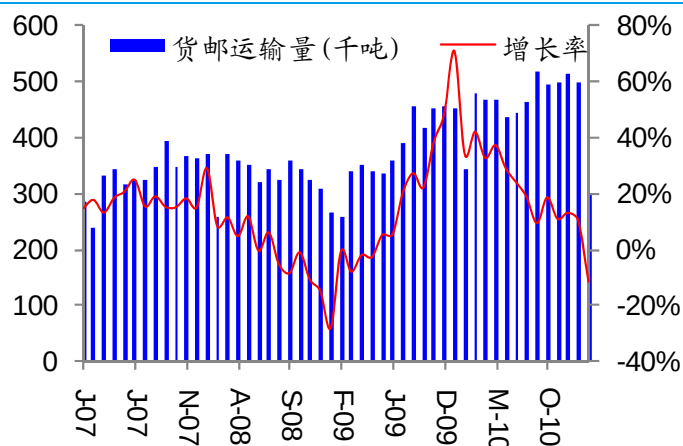
- 另一方面，国际航线空域紧张问题不是很严重，国际航线不像一线机场的国内航线那样有明显的供给瓶颈，这就使得如果国际航线盈利能力仍然很好的情况下，航空公司有空间也有动力增加运力投放，竞争加剧的结果必然导致国际航线客座率和票价水平的大幅下滑，因此**相对于国内航线，国际航线的周期性会更加明显。**
- 我们认为在竞争对手竞争市场份额的情况下，除非需求能够出现明显回升，否则只有在国际航线的盈利能力大幅下降导致竞争力偏弱的竞争对手退出的情况下，行业的供需才会有明显改善。
- 如果国际航线的景气大幅下降，航空公司将可能将更多运力投回国内，那将可能导致国内航线的供需失衡。

## 航空货运市场分析

### 数据分析与展望：国际国内航线货运需求增速出现明显回落

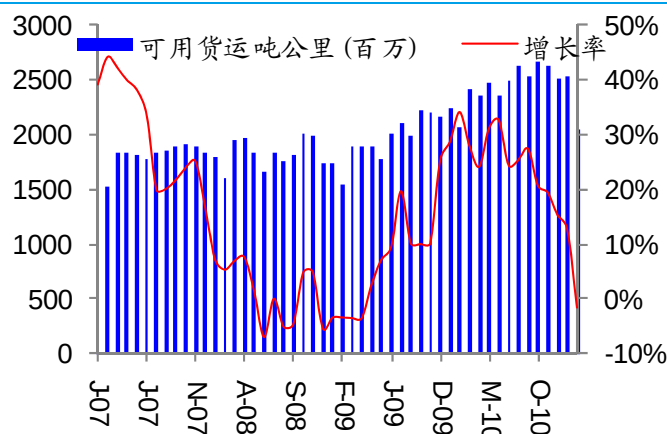
- 航空货运国内航线延续了增速下滑的趋势，而国际航线也开始出现了明显的下滑。
- 3 月货邮运输量仅同比增长 2%，虽然比 2 月的-11%的同比增速有明显回升，但 2 月主要是由于春节因素的影响。
- 国内、国际和地区航线货邮运输量分别同比增长 2.7%、0.6%和 2.2%，国内国际航线增速出现了明显下滑。
- 国航、东航和南航国内航线的货运量同比增长-0.9%、4.4%和-8.1%，整体上，货邮增速国内航线增速延续了之前明显的逐月下滑的态势。国际航线同比增速分别为 6.4%、-2.7%和 28.1%，同比增速较去年四季度也有明显下滑，而我们认为国际航线增速下滑可能有部分春节后劳工荒的影响。
- 国内经济调控的进一步深入，我们预计将给国内航线的航空货邮带来进一步影响，国内航线航空货邮很可能在二季度出现负增长。而由于欧美经济复苏尚没有出现明显的逆转现象，我们认为随着中国劳工荒的缓解，国际航线航空货邮的增速有望得到一定回升，但是增速将明显低于 2010 年。。

图表27：货邮运输量及增长率

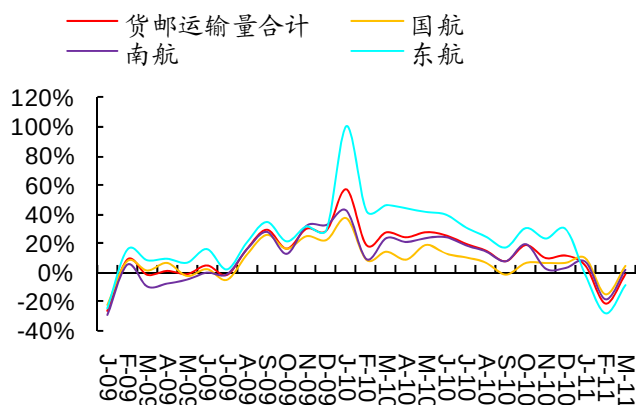


来源：国金证券研究所

图表28：可用货运吨公里及增长率

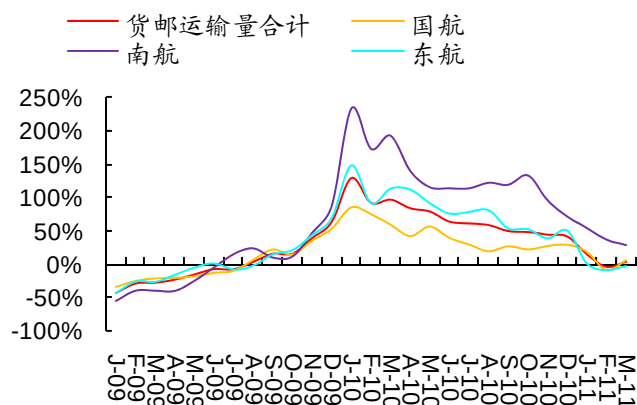


图表29：三大航国内航线货运运输增长率比较

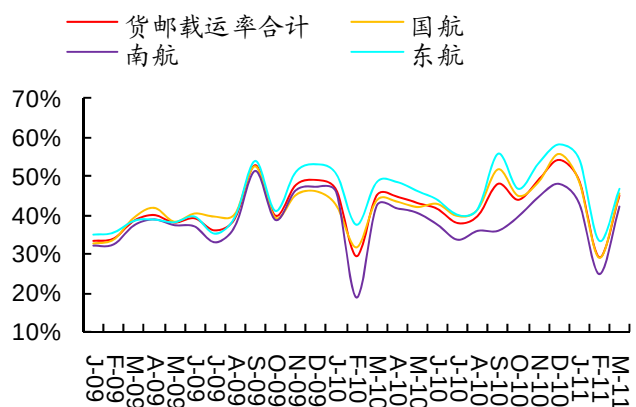


来源：国金证券研究所

图表30：三大航国际航线货运运输增长率比较

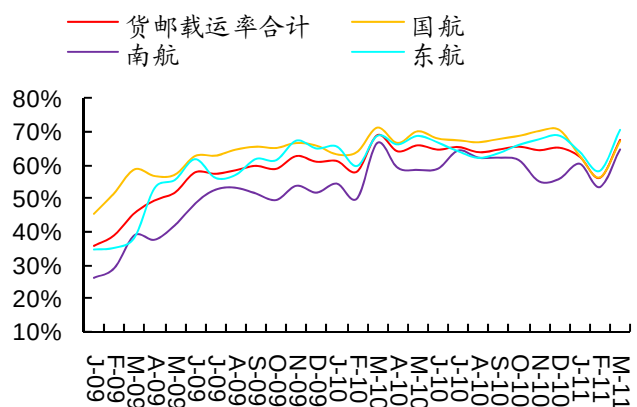


图表31：三大航国内航线货邮载运率



来源：国金证券研究所

图表32：三大航国际航线货邮载运率



## 航空煤油价格及人民币汇率跟踪

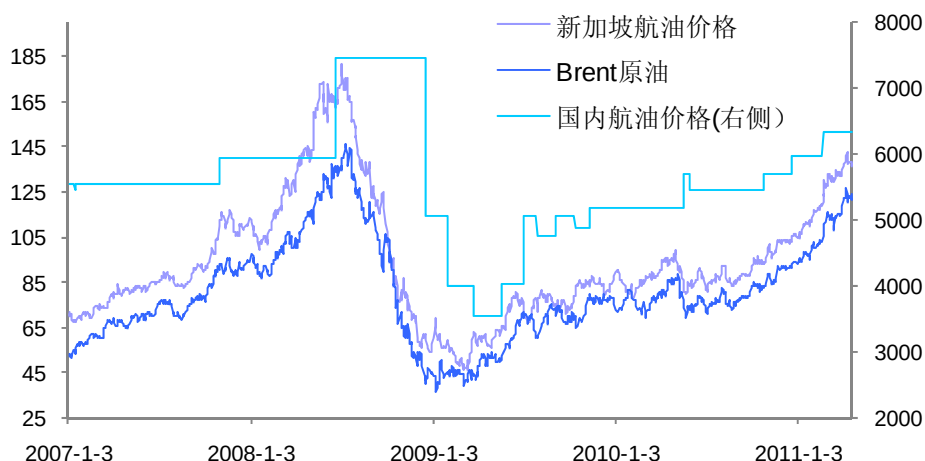
### 航空油价高涨可能侵蚀航空公司利润

#### ■ 航空油价可能高位震荡，甚至进一步走高：

- 中东局势和欧美经济的复苏共同驱使国际油价大幅上涨，布伦特原油期货价格由年初的 93 美元/桶上升到 124 元每桶。由于利比亚的危机短期难解，而且如果全球经济没有降温，那么油价很可能在高位震荡。油价的上涨将大幅增加航空公司的燃油成本，从而侵蚀航空公司的利润



图表33：国内和新加坡航空煤油及布伦特原油价格对比



来源：国金证券研究所

■ 燃油附加费随油价上调，静态测算可覆盖航空油料成本的 70-80%。

- 燃油附加费的调整将跟随油价进行调整，以 4 月的一次油价上调为例，根据最新调整后的 0.002691 的系数测算，此次燃油价格调整后，800 公里以下的燃油附加费为 58.1 元，四舍五入为 60 元，而 800 公里以上的为 109.0 元，四舍五入为 110 元，比现在执行的 50、90 元的标准分别增加 10 元和 20 元。
- 根据我们的静态测算（即假设燃油附加费的征收不会影响裸票价格），将分别增加国航、南航和东航的 2011 年收入 5.6 亿、9.1 亿和 7.3 亿元，税后折合 EPS0.03、0.07 和 0.05 元。

仍以剩余月份计算，综合此次燃油价格和燃油附加费的调整，将使航空公司减少利润（税前）约 1.7、3.3 和 3.2 亿元，此次燃油附加费的调整将大约可以覆盖燃油成本的 70%左右，国航由于长航线占比高预计大概为 75%左右。

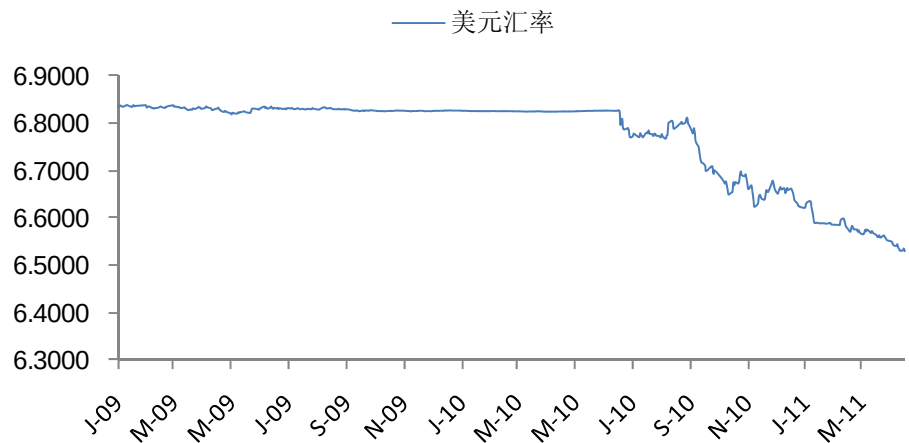
■ 燃油附加费对裸票价格的影响取决于行业的供需关系：我们认为油价对航空的影响取决于两个方面：

- 一是行业的供需关系，由于有燃油附加费的存在，在行业供需关系良好的情况下，燃油附加费不会影响裸票价格，因此油价的上涨大概 70%-80%能够通过燃油附加费的方式进行传导，但如果供需关系逆转，那么燃油附加费会对航空公司的裸票价格形成负面影响；
- 二是油价上涨幅度，在航油价格大幅上涨的情况下，其累积效应也可以对航空盈利产生重大影响。如果目前行业需求疲软的状况延续下去，那么行业供需状况可能会出现逆转，燃油附加费将可能影响裸票价格，尤其是一线机场无关的二三线机场之间的供需关系可能会出现明显逆转，这部分航线可能会出现裸票价格的下降从而对冲燃油附加费的上涨，所以如果后面航空需求增速未见起色，燃油附加费对油价成本上升的实际传导作用我们预计将可能下降至 50%-60%水平。
- 因此，如果油价继续大幅上涨，对航空盈利的影响预计会大于静态测算的结果。

人民币汇率预计将加快升值

- 由于输入性通胀明显，汇率在一定程度上也赋予了抑制输入性通胀的功能，因此我们认为人民币升值和油价上涨在静态影响上将相互对冲，因此可能两者在一定程度上对股价的影响可能也将形成中和。
- 人民币升值是否能够成为航空股股价上涨的催化剂，取决于航空股的基本面，如果基本面良好，行业的供需关系在持续改善，那么人民币升值将成为良好的催化剂，但如果基本面出现逆转，人民币升值对股价将可能不会有明显影响。

图表34：人民币汇率走势



来源：国金证券研究所

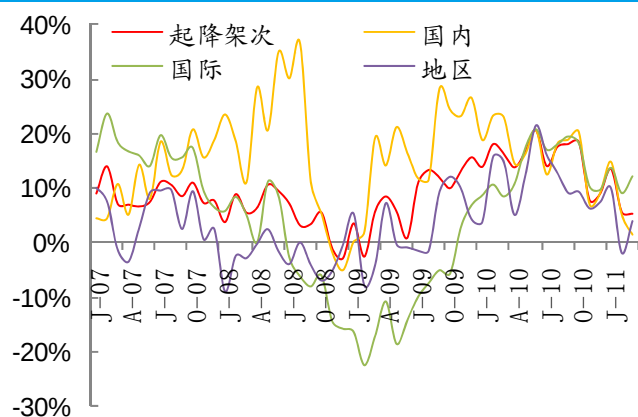
## 机场行业数据跟踪

- 机场数据更多地受到了上述行业趋势的体现，整体看来货邮吞吐量出现回升，国内航线、国际航线虽有所回落，但仍保持快速增长，四个 A 股上市机场的旅客增速上海机场>厦门空港>深圳机场>白云机场。

### 上海机场——国际航线高速增长

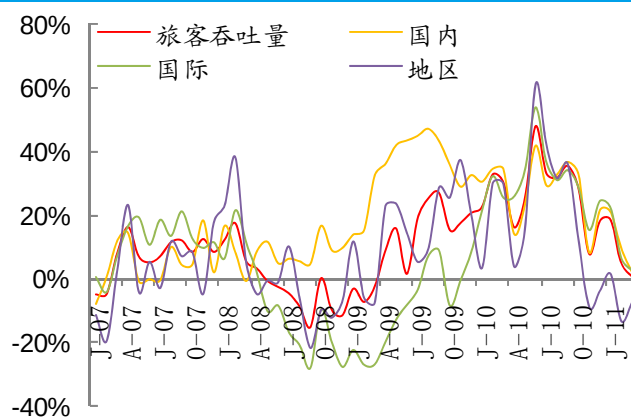
- 国内航线——同样受到航空消费不振的影响
  - 3 月份国内航线的起降架次达到约 1.44 万次，同比增长 1.7%，旅客吞吐量达到 171.67 万人次，同比增长 2.1%，无论是起降架次还是旅客吞吐量增速出现了明显下降，我们预计到后世博期间（5 月-10 月），国内航线将出现明显负增长。
- 国际和地区航线——受到日本地震的明显影响。
  - 国际航线的起降架次达到约 10449 次，同比增长 12.2%，旅客吞吐量达到 117 万人次，同比增长 2.8%，起降架次和旅客吞吐量增速均大幅下降。
  - 我们认为增速下降主要原因还是日本地震的影响，我们预计日本航线将占到公司国际航线的 20-30%，就日本航线旅客量而言，下降幅度预计将超过 50%。
  - 国际航线增速的大幅回落预计将影响公司非航收入的增长，因此今年主营业务可能会低于预期。
- 航空货运——航空货运增速继续回落明显
  - 公司航空货运吞吐量为 29.68 万吨，同比上升 3.9%，国内 3.26 万吨，同比下降 11%，国际 22.39 万吨，同比上升 6.3%，而地区航线货运吞吐量 4 万吨，同比增长 4.7%。
  - 国内外航空货运增速的明显回落基本上延续了近期的走势，可能还是和经济降温有关。

图表35：浦东机场起降架次增长率

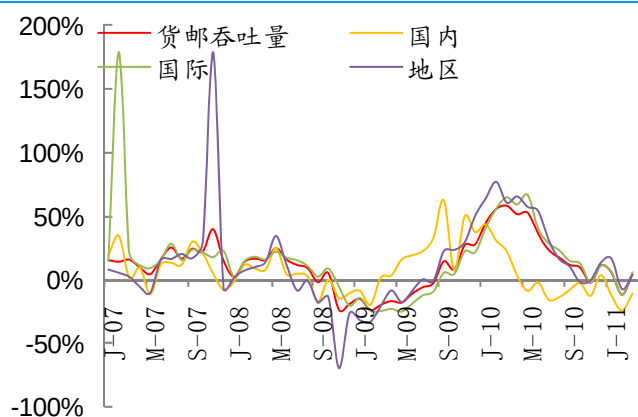


来源：国金证券研究所

图表36：浦东机场旅客吞吐量增长率

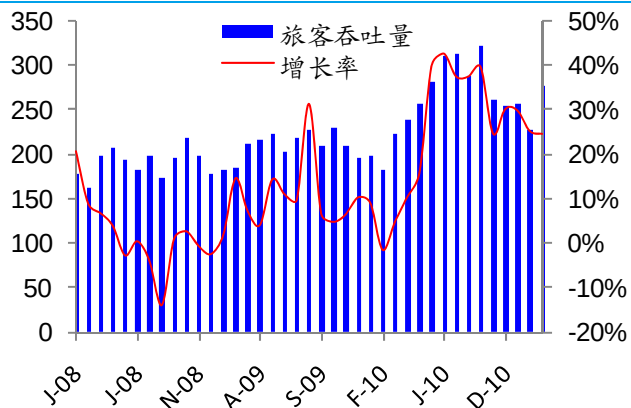


图表37：浦东机场货邮吞吐增长率



来源：国金证券研究所

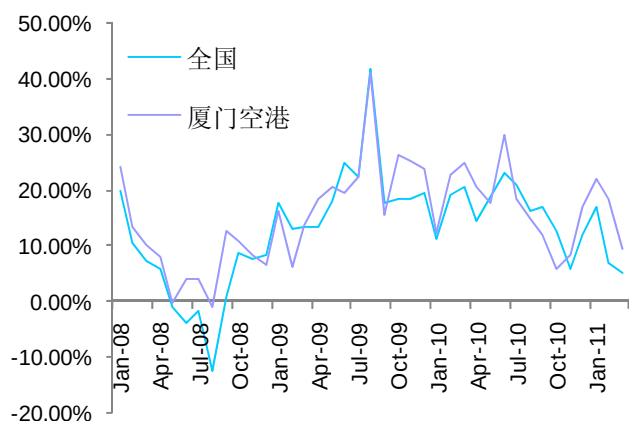
图表38：虹桥机场旅客吞吐量及增长率



### 厦门空港——国内航线驱动高增长，影响关键因素是其资本开支

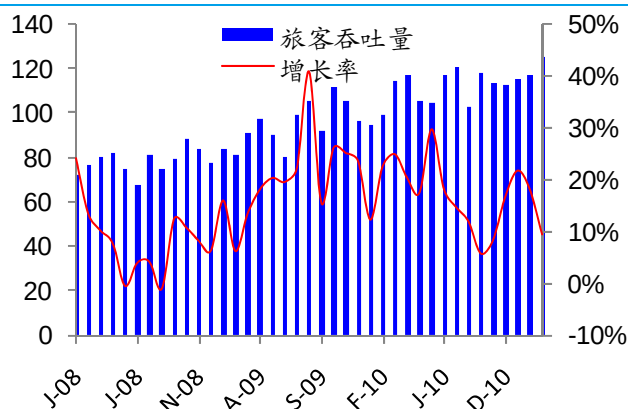
- 厦门空港腹地经济发展水平相对于其他几个 A 股上市机场的腹地经济低，而且也没有空域的问题，因此其流量增速整体上持续高于行业平均水平。
- 3 月份其起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别同比增长 7.5%、9.5%和 12.7%。
- 我们可以看到尽管前期有部分高铁开通，但其增速仍高于行业平均水平。
- 这家公司最大的风险来自于资本开支，由于我们预计其新机场将在 8-10 年后投入使用，我们认为在寸土寸金的厦门岛上的旧机场将很可能转为他用，比如商业用地等。而公司目前可能将在原机场上建设新的航站楼，其资本开支的大小对公司的价值具有非常大的影响。

图表39：厦门空港旅客增速与行业整体增速对比

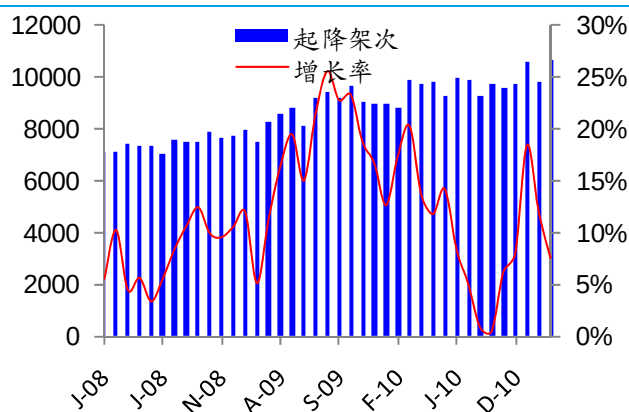


来源：国金证券研究所

图表40：厦门空港旅客吞吐量及同比增速

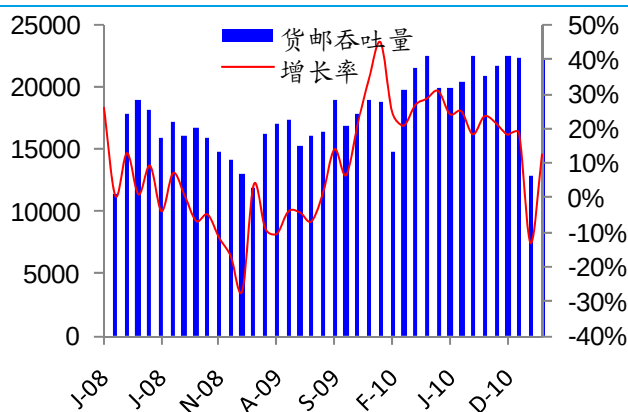


图表41：厦门空港起降架次及同比增速



来源：国金证券研究所

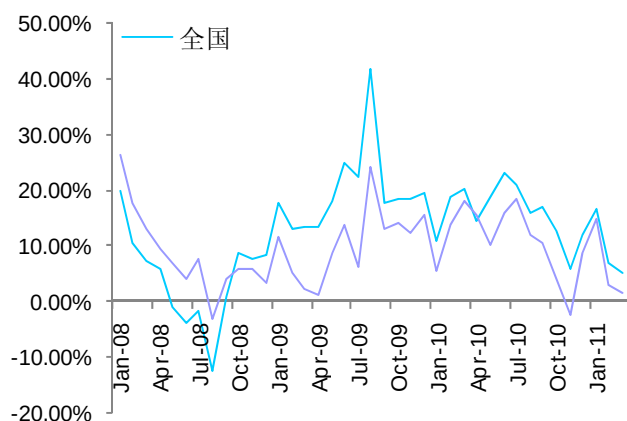
图表42：厦门空港货邮吞吐量及同比增速



### 白云机场——流量增速继续低于预期

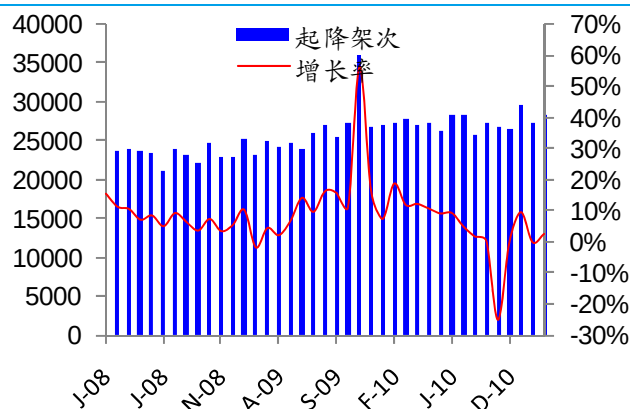
- 整体上白云机场的起降架次以及旅客吞吐增速均低于行业平均水平，其主要原因可能是广东经济转型以及劳工荒问题带来的经济增长压力。
- 3 月份白云机场的起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别同比增长 2.3%、1.5%和 5.1%，其增速继续低于行业平均水平。
- 公司预计在今明两年内需要进行扩建，可能先期扩建跑道，然后再扩建航站楼，预计总投资额将超过 100 亿。
- 在面临空域紧张、增长乏力的同时，还处于机场扩建周期的后期，未来几年业绩将增长缓慢，在扩建后还可能出现业绩下降。

图表43：白云机场旅客增速与行业整体增速对比

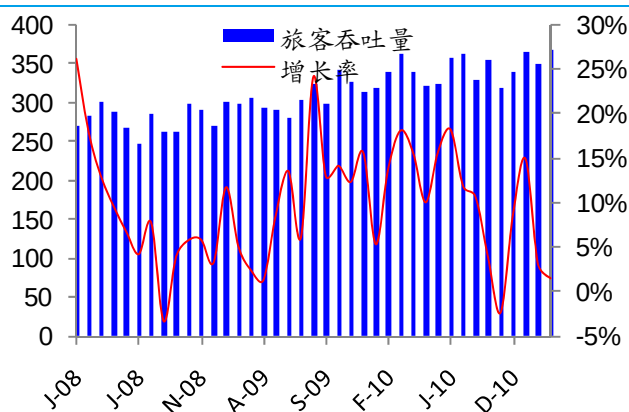


来源：国金证券研究所

图表44：白云机场起降架次及同比增速

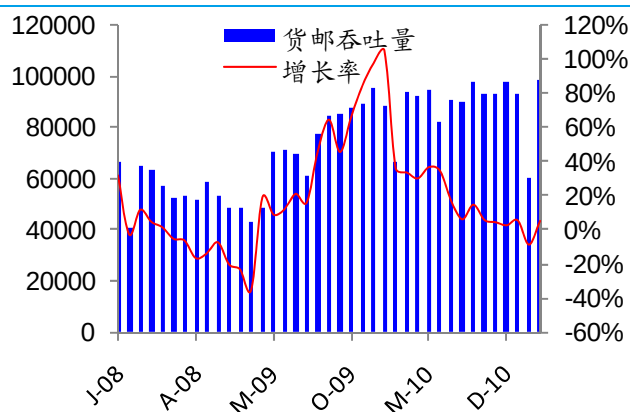


图表45：白云机场旅客吞吐量及同比增速



来源：国金证券研究所

图表46：白云机场货邮吞吐量及同比增速

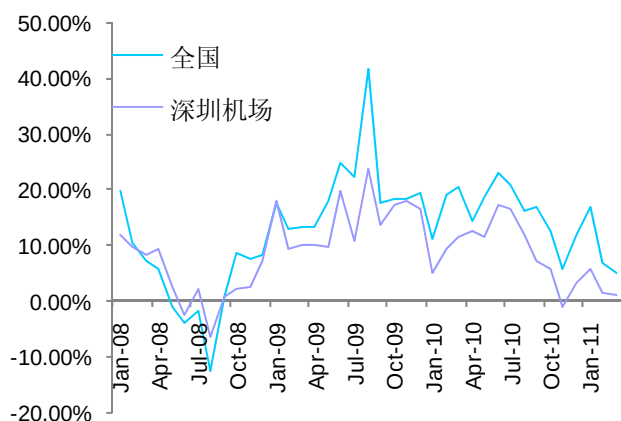


### 深圳机场——跑道资源瓶颈限制致使增速较慢

- 深圳机场跑道和航站楼的资源瓶颈限制使其整体流量增速还是低于行业平均水平，我们预计公司的增速将可能是上市机场中最慢的一个。
- 3 月份深圳机场的起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别同比仅增长 0.4%、1.0%和 3.0%。由于起降架次及旅客吞吐增长缓慢，公司未来两年的业绩增长将比较缓慢。
- 由于公司二期资本开支很大，我们预计在二期投产后，公司盈利将出现明显下降。

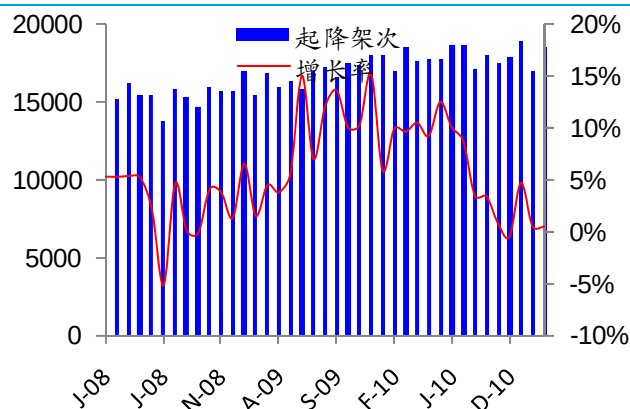


图表47：深圳机场旅客增速与行业整体增速对比

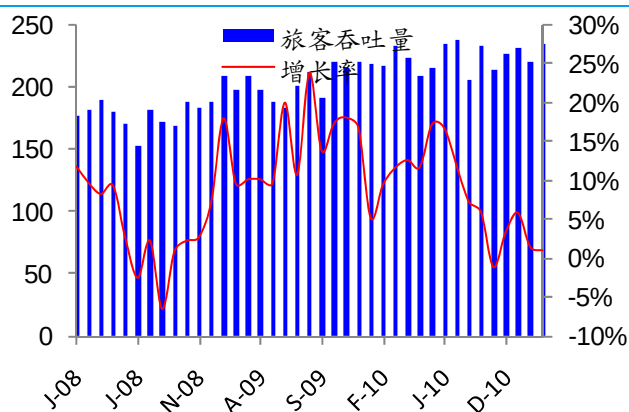


来源：国金证券研究所

图表48：深圳机场起降架次及同比增速

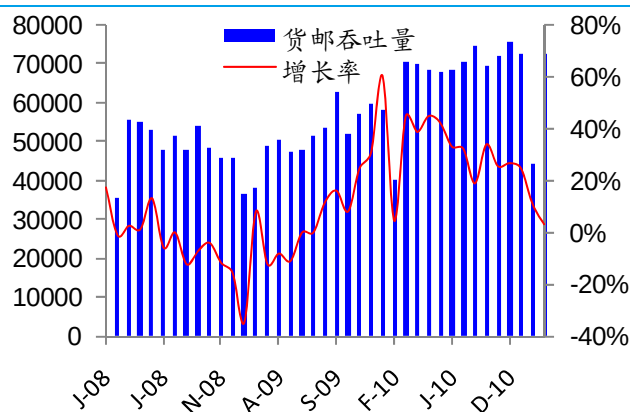


图表49：深圳机场旅客吞吐量及同比增速



来源：国金证券研究所

图表50：深圳机场货邮吞吐量及同比增速



## 航空机场行业投资策略

### 航空行业投资策略

- 我们坚持认为航空需求增速是影响航空股的最核心因素，前期航空增速下降主要是受通胀抑制需求影响，但随着近期国家对物价的控制，消费者信心指数也有明显回升，整体上通胀对航空需求的抑制可能会有所削弱，航空需求在近期可能会止住同步增速不断下滑的趋势，但是我们认为紧缩对经济进而对航空需求的影响尚没有怎么体现，在通胀走高的情况下，紧缩可能还会加码，在这种情况下，未来航空需求增速能否持续走高仍存在不确定。
- 对于汇率和油价：由于输入性通胀明显，汇率在一定程度上也赋予了抑制输入性通胀的功能，因此我们认为人民币升值和油价上涨在静态影响上将相互对冲，因此可能两者在一定程度上对股价的影响可能也将形成中和。
- 对于高铁影响：近期高铁较原来设计的增速将有望出现下降，这将使高铁分流影响程度低于原来的预期，如京沪高铁，降速 50 公里/小时可能将使高铁乘坐时间增加一个小时候左右，这可能使分流影响由原来预计的 30% 下降到 20%。尽管分流影响有所降低，但仍需要航空需求保持较快增长，使之能够消化行业新增运力和高铁分流出来的运力，需要的潜在同比增速可

能由原来的 14%下降到 12%左右，整体上，高铁对航空估值仍将存在一定压抑。

- 整体上，我们建议从航空的供需改善的大周期角度去做航空股投资，在目前需求增速不振的情况下，行业的供需关系可能会出现逐步逆转，这将导致航空客座率和票价水平的同比下降。
  - 对于国内航线而言，而且一季度航空经营效益尚可主要是由于航空公司主动调控运力的结果，我们认为集中度的提升导致在国内航线，航空公司的主要诉求不再是市场份额，而是经营效益的提升，这使得淡季的时候航空公司能够主动地调减运力，但是如果需求继续不振，我们认为到旺季的时候航空公司会加大运力投放，这将可能导致今年航空出现旺季不旺的现象。
  - 对于国际航线而言，由于欧美经济的复苏，我们对需求不悲观，但由于国际航线集中度较低，也基本不存在空域紧张的问题，因此国际航线的运力投放过快将可能使得国际航线的景气出现明显下行。
  - 因此从基本面的角度，我们对航空股仍持相对谨慎的态度，我们还是建议密切关注航空需求增速的变化情况。

#### 机场行业投资策略

- 机场行业更多的是从积极防御的角度看，整体上由于白云机场和深圳机场接近饱和且面临扩建，虽然在扩建投产之前业绩出现大幅下降的可能性也非常低，但是其增长速度可能会非常低，因此我们维持持有的投资评级。
- 我们仍相对看好上海机场和厦门空港，我们认为上海机场尽管业绩也存在低于预期的可能，但资产注入的预期将能使其具有一定主题性投资机会。而厦门空港由于流量预计将能够维持较快增长，从而使其业绩仍有可能能实现较快增长。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**公司投资评级的说明:**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**行业投资评级的说明:**

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室