

2011年05月航空运输行业研究月报

评级：增持 维持评级

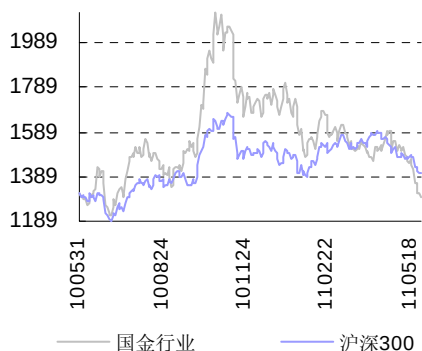
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

需求回升带来景气上涨

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	31.39
市场优化平均市盈率	23.28
国金航空运输指数	1295.07
沪深300指数	2963.31
上证指数	2709.95
深证成指	11492.71
中小板指数	6156.19



相关报告

1. 《国内燃油价格超预期上调》，2011.5.26
2. 《关注需求、油价和高铁对航空的综合影响》，2011.5.9
3. 《国内和国际航线景气出现明显分化》，2011.4.29

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

投资建议

- 由于行业需求增速有所回升，而且今年航空公司普遍加大了飞机退出力度，飞机运力增速不高，行业的供需关系有望保持良好，再加上竞争结构优化带来的行业周期性明显下降，国内航线整体景气程度有望超过去年，仍将表现出很强的业绩弹性，而国际航线预计景气程度将出现一定下降，盈利能力很难达到去年的水平，但仍有望实现较好的盈利，整体上我们对航空公司的盈利不悲观，这将给股价提供一定的安全边际。
- 在行业基本面转好的情况下，航空股价仍跌跌不休，我们认为主要是受到两因素的制约：一是担心紧缩导致宏观经济硬着陆，而这将削弱航空需求；二是四横四纵高铁将陆续投入使用，最近的也是影响最大的京沪高铁将于6月开通，初期影响可能仍会很大，之后也可能对票价水平产生持续压抑。近期这两个压抑估值的因素都没有得到明显改变，因此短期内我们对航空股仍持相对谨慎的态度，但我们还是认为左侧交易者可以适当建仓今年业绩弹性仍将明显体现的南方航空。对于机场行业，我们建议关注具有资产注入预期、提价预期以及商业收入大幅增长预期的上海机场。

数据点评

- 4月份随着国内物价有所稳定带来的消费者信心提升，国内旅客增速达到14%，国航，东航，南航 RPK 增速分别为 13.9%，17.4%，7.3%，而相应的 ASK 增速分别为 7%，8.6%，0.3%，供小于求的竞争局面继续维系，客座率创下新高。
- 国际航线增速受日本地震后续影响，行业整体旅客运输量同比增速持续下滑，但欧美市场增长仍很明显，这使得在旅客运输量同比增长仅 0.9% 的情况下，国航，东航，南航国际航线 RPK 增速分别为 10.9%，17.27%，26.9%，需求回升带来客座率同比下降幅度缩窄，同比仅下降 1.1 个百分点，达到 76.7%。

行业展望

- **国内航线：**需求预计将保持平稳，增速可能会低于 2005 年但将明显高于 2008 年，通胀预期和紧缩持续力度是后续影响航空需求的关键因素，近期航空需求增速的回升在一定程度上就是因为高通胀短期有所缓解，预计紧缩力度将趋于稳定，我们认为航空需求将趋于稳定，而运力供给仍较缓慢，景气程度有望维持高位，而高铁影响主要是沿线的微观层面。
- **国际航线：**我们对国际航线的需求不悲观，随着近来通胀压力释放和日本震后负面影响的减弱，需求增速有望实现回升。尽管需求增速将有所回升，但运力的过快投放以及高油价预计将侵蚀部分国际航线的盈利能力。
- **人民币汇率和油价：**全球贸易的失衡和我国经济结构的转型为人民币升值提供了现实基础，再加上汇率具备抑制输入型通胀的功能，从中长期看，人民币正处于并将在较长的一段时间内处于上升通道。随着国际炒家石油期货获利套现和全球经济的持续低迷，油价近期维稳是大概率事件。
- **高铁对航空的影响：**虽然以京沪高铁为代表的高铁减速将减小对航空需求的分流，但是我们认为高铁对航空需求影响的核心是航空票价，而非航空需求流量。从已经开通的武广，宁波厦门等高铁来看：尽管高铁开通半年后航空需求流量能回归常态，但高铁对票价的抑制却是持续的。所以高铁的陆续开通可能使航空业 2011、2012 年的盈利持续增长具有不确定性，相对而言，高铁对南航的影响要明显小一些（对公司影响最大的东南沿海高铁的主要时速为 250 公里）。

内容目录

行业整体状况	4
国内客运市场分析	5
数据分析: 消费者信心提升拉动国内需求的反弹	5
展望: 对国内航线盈利不悲观, 但长期仍受紧缩和高铁影响	6
国际客运市场分析	8
数据分析: 高通胀和日本地震使得航空需求持续下滑	8
展望: 未来国际航线将在日本地震影响减弱下有所反弹	11
航空货运市场分析	11
数据分析与展望: 货运需求增速大幅回落 期待下期报复式增长	11
航空煤油价格及人民币汇率跟踪	12
航空油价理性回归后震荡	12
人民币处于并将较长期处于升值通道	13
机场行业数据跟踪	14
上海机场——国际航线增长有所下滑	14
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	15
白云机场——流量增速继续低于预期	16
深圳机场——跑道资源瓶颈限制致使增速较慢	17
航空行业投资策略	18
航空行业投资策略	18
机场行业投资策略	19

图表目录

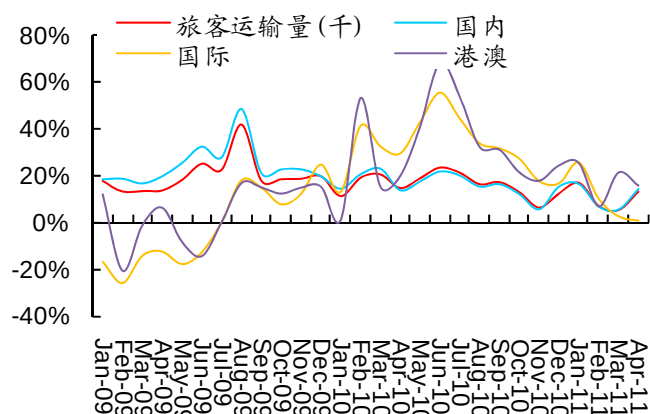
图表 1: 09 年以来国内、国际、地区航线旅客量增速	4
图表 2: 09 年以来的可用座公里和收入客公里增长率	4
图表 3: 09 年以来行业整体客座率变化	4
图表 4: 09 年以来行业飞机利用小时数对比	4
图表 5: 09 年以来三大航国内航线收入客公里增长率	5
图表 6: 09 年以来三大航国内航线可利用客公里增长率	5
图表 7: 09 年以来三大航国内航线客座率情况	6
图表 8: 07 年以来国内航线票价指数	6
图表 9: 10 年 1 月以来航空需求与消费者信心指数	7
图表 10: 行业近几年窄体机增速	7
图表 11: 高铁分流影响在各年度上的分布	8
图表 12: 降速后预计对航空旅客量和收入的分流影响	8

图表 13: 高铁开通后票价水平的下降幅度	8
图表 14: 高铁沿线航空 4 月份的机票折扣率	8
图表 15: 三大航国际航线 RPK 增长率比较	9
图表 16: 国航国际航线旅客周转量及增长率	9
图表 17: 东航国际航线旅客周转量及增长率	9
图表 18: 南航国际航线旅客周转量及增长率	9
图表 19: 三大航国际航线 ASK 增长率比较	9
图表 20: 国航国际航线 ASK 及 RPK	9
图表 21: 东航国际航线 ASK 及 RPK	10
图表 22: 南航国际航线 ASK 及 RPK	10
图表 23: 行业整体和三大航国际航线客座率	10
图表 24: 09 年以来国际航线旅客增速和 RPK 增速	10
图表 25: 07 年以来内航亚洲及地区航线票价指数	11
图表 26: 07 年以来亚洲外国际航线票价指数	11
图表 27: 货邮运输量及增长率	12
图表 28: 三大航国内货邮运输量比较	12
图表 29: 三大航国内货邮运输量比较	12
图表 30: 三大航货邮综合载运率比较	12
图表 31: 国内航油、新加坡航油和布伦特原油价格走势	13
图表 32: 人民币继续处于升值轨道	14
图表 33: 上海浦东机场起降架次的增长率情况	15
图表 34: 上海浦东机场旅客吞吐的增长率情况	15
图表 35: 上海浦东机场货邮吞吐的增长率情况	15
图表 36: 上海浦东机场国际航空旅客量及增长率	15
图表 37: 上海机场国内航线旅客量及增长率	15
图表 38: 上海浦东机场国际飞机起降架次及增长率	15
图表 39: 厦门机场旅客增速与国内整体旅客增速	16
图表 40: 厦门空港起降架次及同比增速	16
图表 41: 厦门空港旅客吞吐量及同比增速	16
图表 42: 厦门空港货邮吞吐量及同比增速	16
图表 43: 白云机场旅客增速与国内整体旅客增速	17
图表 44: 白云机场起降架次及同比增速	17
图表 45: 白云机场旅客吞吐量及同比增速	17
图表 46: 白云机场货邮吞吐量及同比增速	17
图表 47: 深圳机场旅客增速与国内整体旅客增速	18
图表 48: 深圳机场起降架次及同比增速	18
图表 49: 深圳机场旅客吞吐量及同比增速	18
图表 50: 深圳机场货邮吞吐量及同比增速	18

行业整体状况

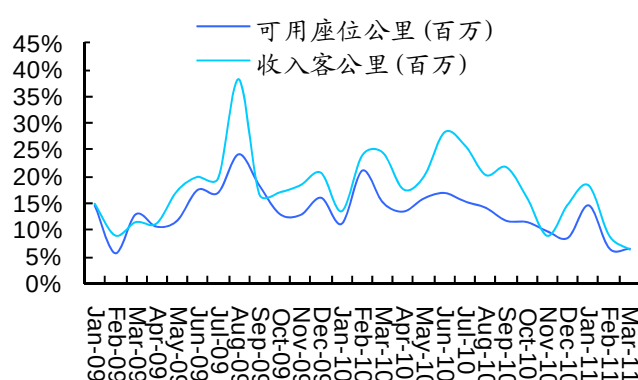
- 行业整体同比增速表现为国内航线反弹而国际航线显著下降，航空公司也适当缩减了运力供给，这使得行业客座率同步实现大幅增长，行业整体呈现高景气状态。
- 通胀水平在 3-4 月份趋于稳定，导致高通胀对消费抑制作用趋弱，同时也由于去年 4 月旅客因世博会推迟消费而导致基数较低，双重因素导致 4 月份国内航线需求同比增速有较大反弹，同比增长接近 14%。而国际航线在国内通胀高企影响出境游和欧债危机影响商务流的背景下，再叠加日本地震的后续不利影响，增速继续下滑的态势，旅客增速仅 0.9%。
- 运力供给方面，国内 ASK 继续低于 RPK 增速，客座率再创新高，达到 84.8%，同比增长 4 个百分点，其中国内航线客座率上升 5.2 个百分点，而国际航线虽然运力投放也有所减速，但 ASK 增速仍高于 RPK 增速，并导致客座率同比下降 1.1 个百分点。
- 飞机利用小时数为 9.7 小时，同比下滑 0.2 个小时，并且低于 2007 年的水平。飞机利用小时的下降，尽管有空域资源紧张和飞行员短缺的原因，但更重要的是航空公司对运力的主动调整，使得客座率和票价能保持高位，我们可以进一步看到国内航线行业周期性的明显下降。

图表1：09 年以来国内、国际、地区航线旅客量增速

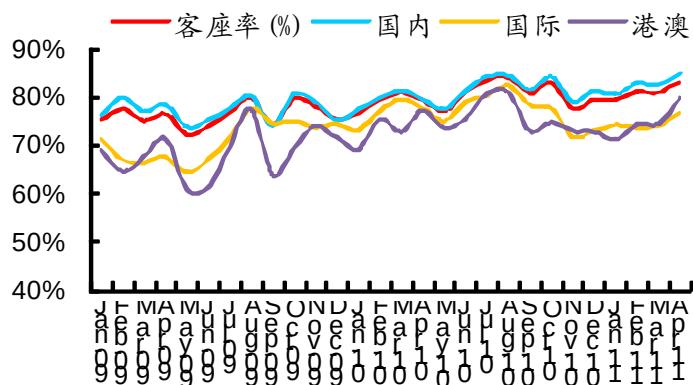


来源：CAAC 国金证券研究所

图表2：09 年以来的可用座公里和收入客公里增长率

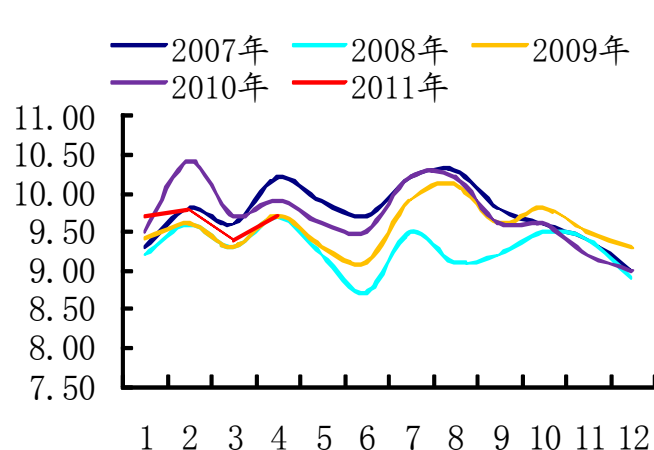


图表3：09 年以来行业整体客座率变化



来源：CAAC 国金证券研究所

图表4：09 年以来行业飞机利用小时数对比

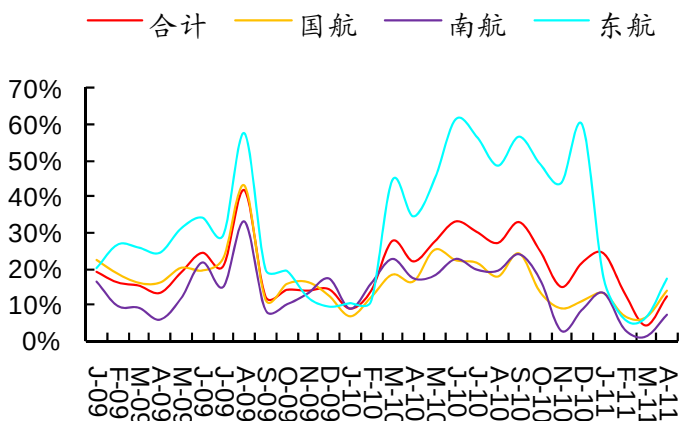


国内客运市场分析

数据分析：消费者信心提升拉动国内需求的反弹

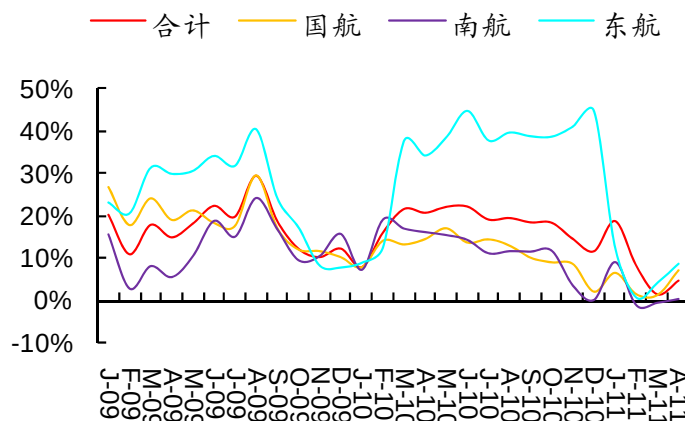
- 国内航线需求增速在 2 月和 3 月份大幅下滑后，本月明显反弹，实现同比增长 14%，大幅高于 2 月的同比增速 6.6%和 3 月的同比增速 5.2%。
 - 由于去年 5 月世博会导致很多旅客在 4 月推迟了行程，因此去年 4 月增速较低，仅为 13.4%（去年 3 月、5 月的同比增速分别为 22.6%和 17.2%），我认为剔除到基数原因，4 月实际需求增速约为 8-9%，但仍比 3 月份还是回升明显，显示航空需求出现了明显企稳回升的状态。但剔除掉基数影响，整体增速仍较大的低于历史平均增速（15%左右）。
 - 国航、东航和南航的国内 RPK 分别同比增长 13.9%、17.4%和 7.3%，同比增速比 3 月都出现较大反弹。
 - 国内 ASK 同比增速国航，东航，南航依次为 7%，8.6%，0.3%。运力增速远低于需求增速，显然 4 月份行业的需求回升还是超过了航空公司的预期（航空公司出于更加注重效益的原则，主动减少运力增速），需求增速远高于运力增速，导致行业供需改善非常明显。

图表5：09 年以来三大航国内航线收入客公里增长率



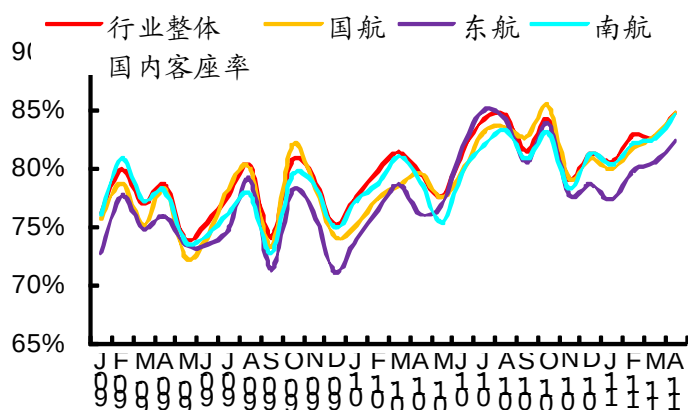
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：09 年以来三大航国内航线可利用客公里增长率



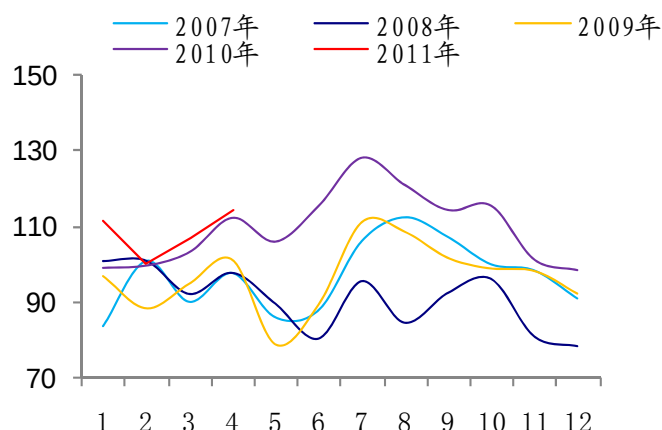
- 整体上行业国内航线运力增速低于需求增速，带动行业客座率同比环比均大幅上升，达到历史同期最高水平 84.8%，4 月，国航、东航、南航的国内航线客座率分别达到了 84.7%、82.3%和 84.7%，分别同比上升了 5.1、6.2 和 5.8 个百分点，环比分别上升了 2，1.8 和 2.2 个百分点。
- 由于行业客座率的明显回升使带动航空票价提升，国内航线综合票价指数继续反弹到 114.2，略高于去年 4 月的水平

图表7：09年以来三大航国内航线客座率情况



来源：CEIC 国金证券研究所

图表8：07年以来国内航线票价指数

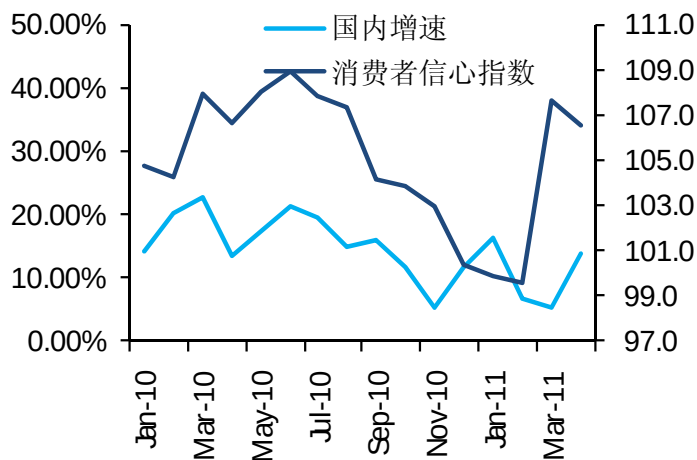


展望：对国内航线盈利不悲观，但长期仍受紧缩和高铁影响

- 由于我们判断 4 月的增速有一部分是去年的基数原因，因此我们预计后面航空需求增速将比 4 月出现回落，但通胀抑制作用的趋缓，行业增速仍将有望继续保持 10%左右的增速，但由于紧缩对经济将产生持续影响，因此我们认为行业增速很难出现大幅回升。
 - 我们预计 5 月增速将略低于 4 月实际增速，但如果剔除基数影响，航空增长仍将有所回升，预计 5 月份增速将回升到 12%左右（5 月上旬基数也比较低），而 6 月份增速可能会下滑至 9-10%的水平。
 - 航空需求回升的基础我们认为仍不牢靠，一方面，资金的持续紧缩不排除会对实体经济产生影响，从而影响经济活动进而影响商务旅客的需求；另一方面，消费者信心的回升是否还会受到经济下滑的影响也具有一定不确定性。
- 整体上，我们对国内航线盈利能力不悲观，我认为尽管需求增速难以实现高速增长，但是一方面行业运力增速较慢，另一方面集中度的提升以及航空公司经营目标导向的变化（由追求规模转向追求效益），使得国内航线的周期性有明显下降，行业的供需关系和盈利能力仍有望保持高位。
 - 由于今年行业运力增长缓慢，一方面航空公司退出了很多老旧飞机，另一方面，航空公司今年新增运力的增速也不高，预计行业运力增速仅为 8%-9%，而窄体机的增速更低。运力增长的缓慢导致只要经济不是出现类似 2008 年硬着陆，行业的供需关系不会显著逆转。
 - 在供需关系没有明显恶化的情况下，行业竞争格局的优化将使航空公司有望根据需求来有效调整运力，行业整体的客座率和票价水平有望维持良好的水平。
 - 我们认为除东方航空因为世博会基数的原因，裸票票价水平同比难有明显提升之外，我们预计南方航空和中国国航的裸票价格水平仍将同比明显回升，这将使这两个公司国内航线的业绩弹性仍将比较明显，而南航因为国际航线占比最高而最具有业绩弹性。
- 影响国内航线的另一个关键要素的四横四纵高铁的陆续开通。虽然京沪高铁使得行业运力增长更为谨慎，而且降速后的高铁对于航空需求流量的分流有所减弱，但是我们强调高铁对航空需求影响的核心是航空票价，而非航空需求流量。（具体分析详见我们 5 月 9 日的高铁跟踪报告《关注需求、油价和高铁对航空的综合影响》）。

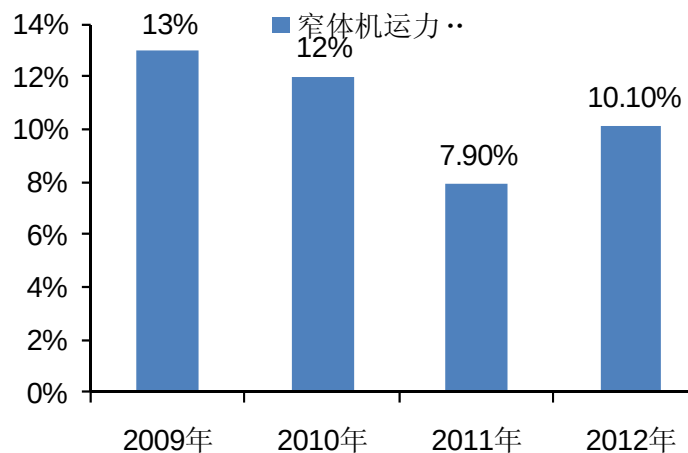
- 2011年京沪高铁开通，年底沪杭甬厦深高铁以及京广高铁将全线贯通，因此高铁影响主要集中在2011和2012年，尤其是2012年。整体上2011年受高铁影响较小，因此2011年高铁并不会导致行业供需逆转。
- 2012年行业窄体机运力增速将达到10%左右，如果经济能保持相对良好的状态，潜在需求增速能在14%左右的话，行业供需关系也不会明显逆转。但如果明年经济出现大幅放缓，导致行业潜在需求增速低于12%的话，叠加高铁的影响，行业的供需关系可能也会出现一定逆转。
- 整体上，高铁对行业微观航线的影响大于宏观供需层面的影响，尽管有效削减了的航班，但我们可以看到高铁对航空票价的压抑仍非常明显。
 - 在绝大多数航线上，仅依靠商务旅客航空公司难以保证某个航班时刻上的客座率水平，因此航空公司只能选择吸引休闲旅客，直面高铁竞争，而这种竞争必然导致面对休闲旅客航空票价向高铁靠齐，由于这种旅客占比的高企，高铁沿线、尤其是休闲旅客占比高的航线受到的影响将非常大。
 - 高铁对票价的影响将累计影响航空公司税前利润约40亿元，加上流量分流和短期客座率产生的影响，整体对行业利润的影响将达到50亿以上，其中80%左右的影响分布在2011-2012年。
 - 我们对航空保持较高的盈利水平仍持有相当信心，但是高铁以及可能叠加的经济放缓可能使航空盈利难以实现增长，在目前的估值水平下，这也是我们对航空股不是特别乐观的原因。

图表9：10年1月以来航空需求与消费者信心指数

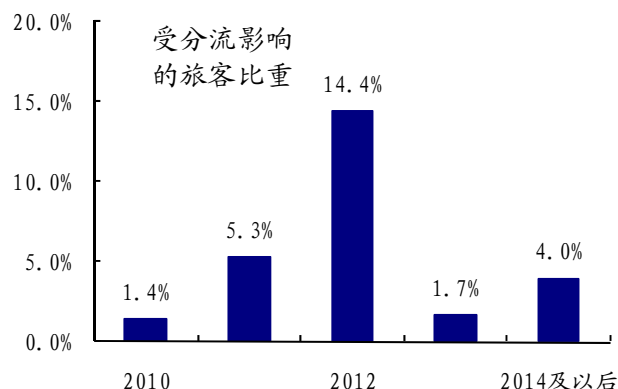


来源：国金证券研究所

图表10：行业近几年窄体机增速

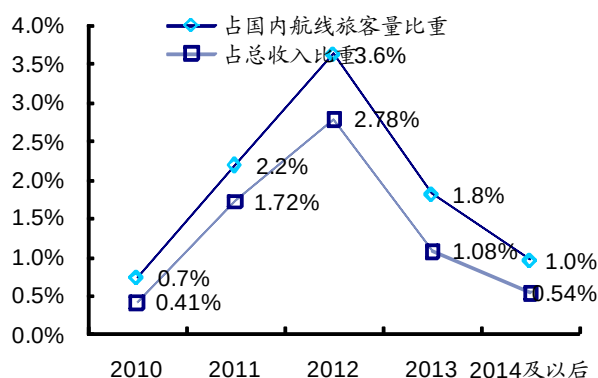


图表11: 高铁分流影响在各年度上的分布

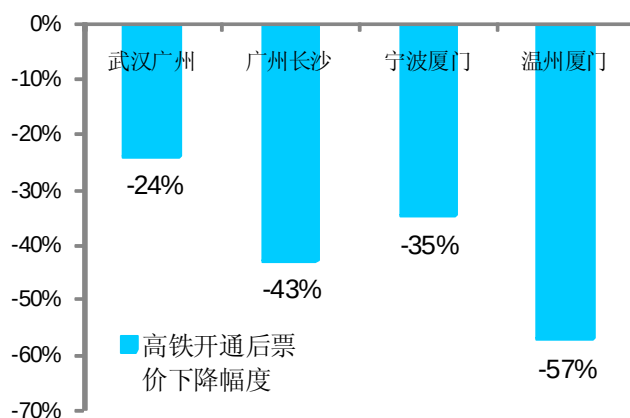


来源: 国金证券研究所

图表12: 降速后预计对航空旅客量和收入的分流影响

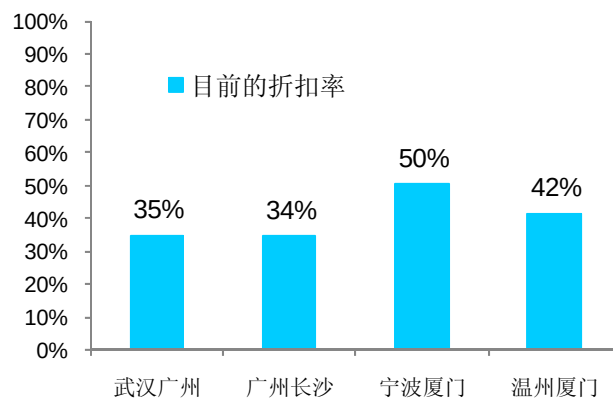


图表13: 高铁开通后票价水平的下降幅度



来源: 国金证券研究所

图表14: 高铁沿线航空4月份的机票折扣率

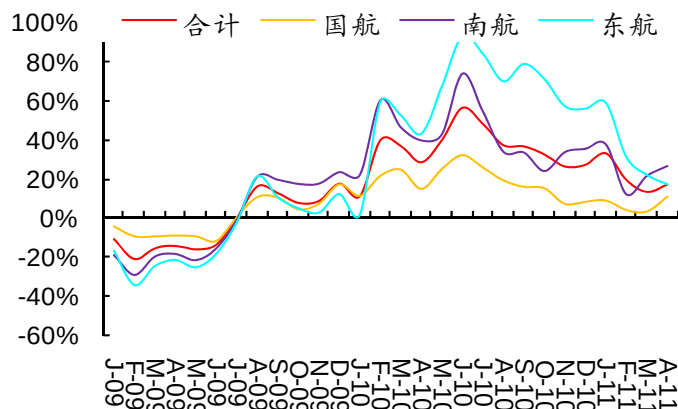


国际客运市场分析

数据分析: 高通胀和日本地震使得航空需求持续下滑

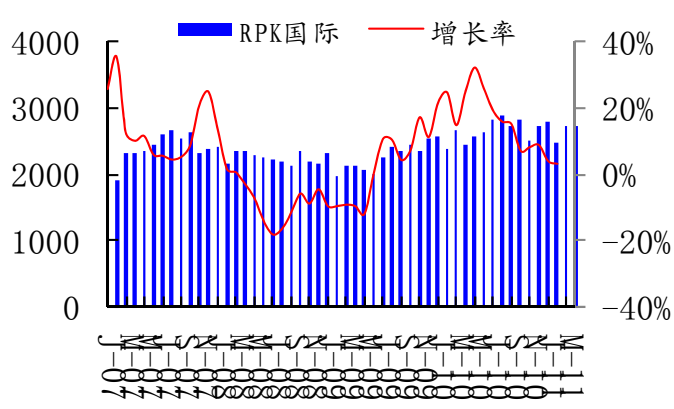
- 国际航线整体需求仍较旺盛, 但手日本地震后续影响仍非常明显, 行业整体旅客运输量同比增速持续下滑, 同比增长仅 0.9%, 在需求增速低迷的情况下, 航空公司也主动减少了运力投放, 4 月行业 ASK 同比增速继续放缓, 使得供过于求的现象有明显缓解, 国际航线客座率同比仍下降 1.1 个百分点, 但幅度比上月同比下降 5.5 个百分点有明显缩窄。4 月国航、东航和南航国际航线的旅客运输量同比增速分别为-4.7%、4.26%及 11.7%, 而 RPK 增速依次为 10.9%、17.3%、26.9%, 我们可以看到 RPK 增速明显高于旅客运输量增速, 我们认为主要还是航距较短的日韩航线受日本地震影响明显, 但国际长航线仍保持较快增长。
- 与国内航线增速回升类似, 剔除日本地震的影响, 国际航线的增速也出现回升的现象, 我们认为在通胀或通胀预期有所缓解的情况下, 国际航线受抑制的需求也有所释放。
- 航空公司仍然将主要新增运力投放于国际航线, 但东方航空 ASK 的同比增速环比出现了明显下降, 我们预计公司在国际航线竞争加剧的情况下, 还是缩减了部分运力投放, 国航, 东航, 南航 4 月 ASK 同比增速依次为 12.7%、15.8%、29.4%, 而三月同比增速分别为 13.6%、27.2%和 28.7%。

图表15: 三大航国际航线 RPK 增长率比较

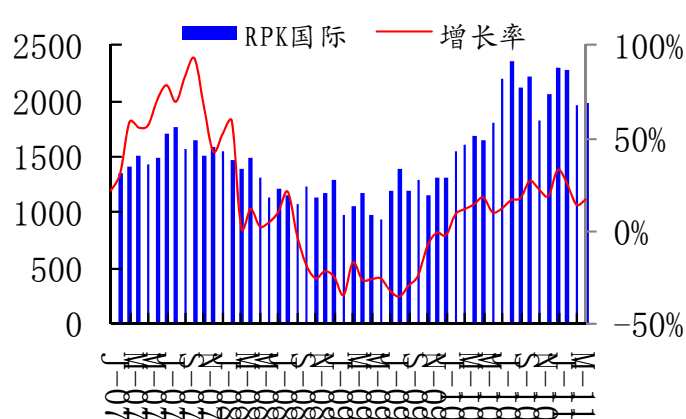


来源: 国金证券研究所

图表16: 国航国际航线旅客周转量及增长率

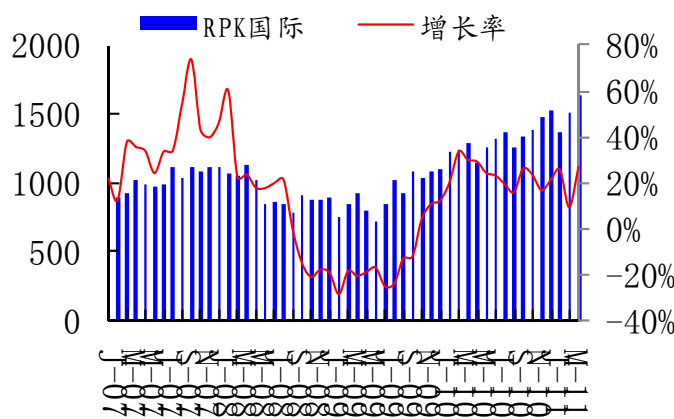


图表17: 东航国际航线旅客周转量及增长率

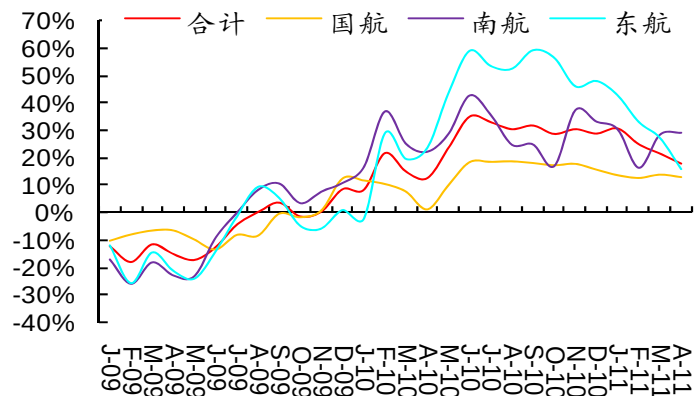


来源: 国金证券研究所

图表18: 南航国际航线旅客周转量及增长率

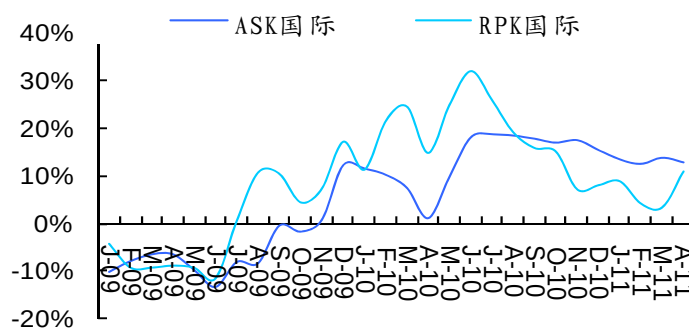


图表19: 三大航国际航线 ASK 增长率比较

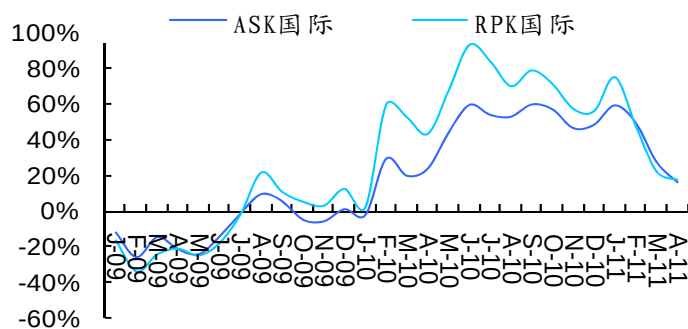


来源: 国金证券研究所

图表20: 国航国际航线 ASK 及 RPK

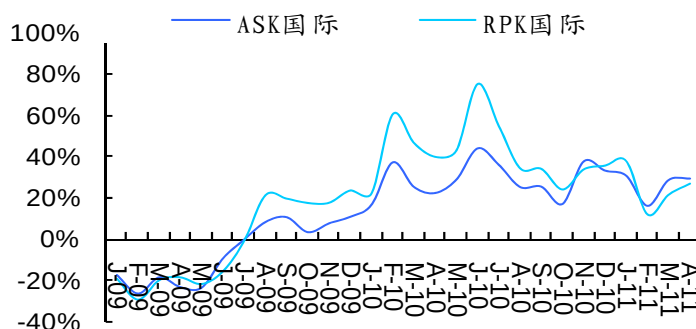


图表21: 东航国际航线 ASK 及 RPK



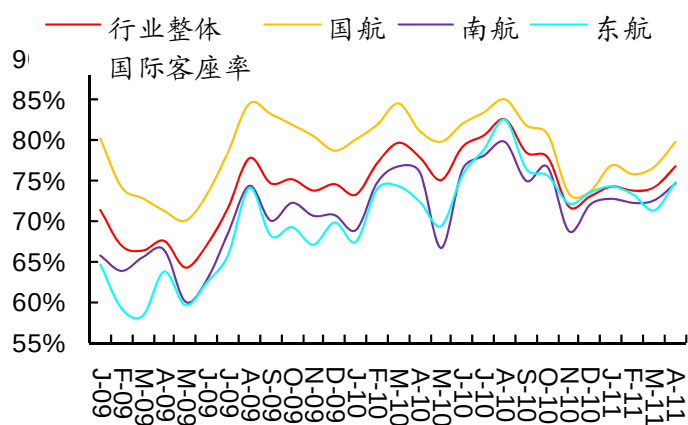
来源: 国金证券研究所

图表22: 南航国际航线 ASK 及 RPK



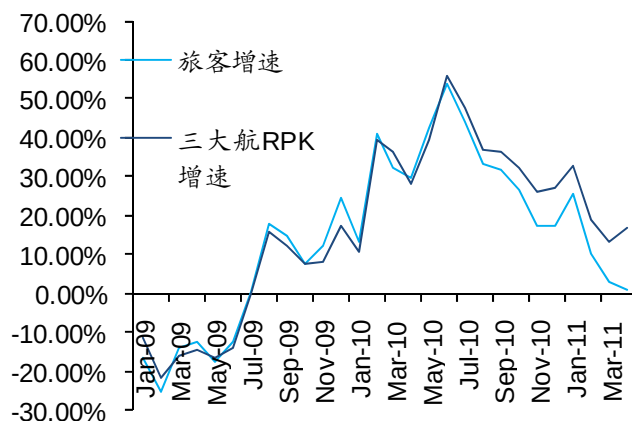
- 整体上国际航线的客座率同比仍有所下降, 三大航 4 月国际航线的客座率分别为 79.9%、74.9%和 74.8%, 同比提升-1.3、2.5 和-1.4 个百分点。

图表23: 行业整体和三大航国际航线客座率



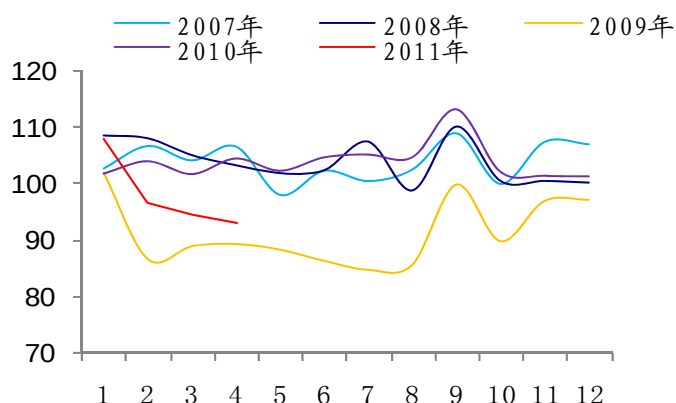
来源: 国金证券研究所

图表24: 09 年以来国际航线旅客增速和 RPK 增速



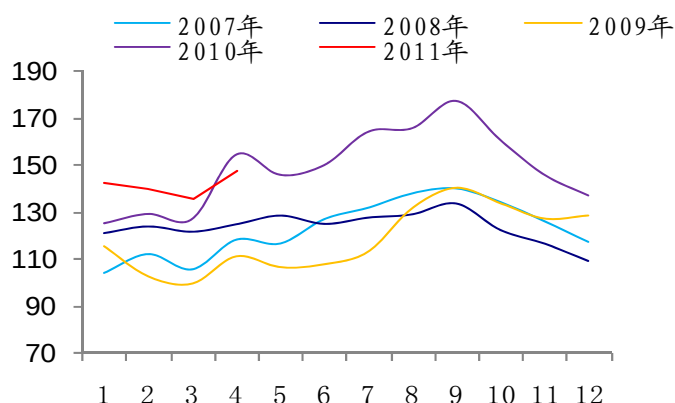
- 由于运力的较快投放以及日本地震的影响, 亚洲内票价指数同比继续下滑, 票价指数为 101.2, 并且较大幅度的低于 2007、2010 年水平, 仅好于 2009 年。而亚洲外国际票价指数也略低于 2010 年水平, 至 137。整体上国际航线的景气程度低于去年。

图表25：07 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26：07 年以来亚洲外国际航线票价指数



展望：未来国际航线将在日本地震影响减弱下有所反弹

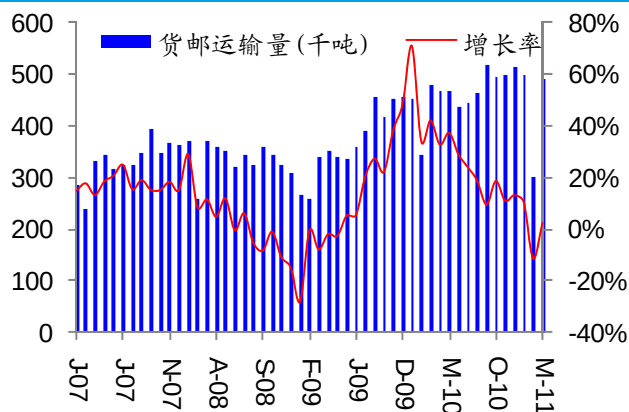
- 随着近期国内通胀压力有所释放带来出境游的回升和日本震后负面影响放缓，预计 5 月份国际航线需求增速应该有所反弹，预计旅客运输同比增长应该能恢复到 10% 左右。
 - 由于自 2010 年以来宽体机保持较快增速导致行业运力过剩，再叠加最近需求的持续下滑，行业客座率和票价同比都有所下降，行业景气仍有所下滑。但随着近来通胀压力释放和日本震后负面影响的减弱，需求增速有望实现回升。
- 尽管需求增速将有所回升，但运力的过快投放以及高油价预计将侵蚀部分国际航线的盈利能力。
 - 我们预计 2011 年全年整体客座率同比去年将下降 2 个百分点左右，而票价水平也将低于去年的水平。
 - 客座率和票价水平的下降叠加油价的高涨，我们预计国际航线的盈利能力将低于 2010 年，我们认为国际航线的盈利水平可能将同比下降 20% 左右。

航空货运市场分析

数据分析与展望：货运需求增速大幅回落 期待下期报复式增长

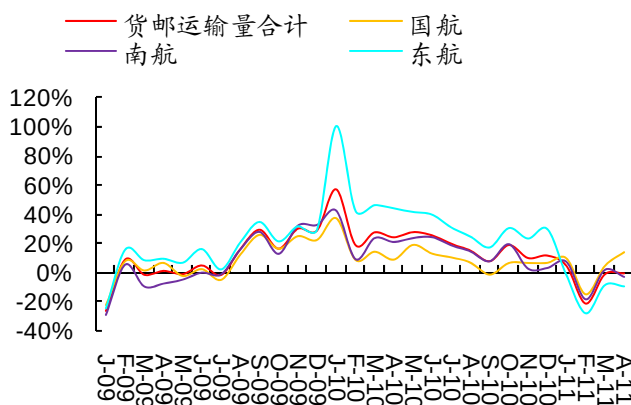
- 随着通胀的高企和宏观政策的收紧导致经济增速的下滑，航空货运也持续低迷的态势。4 月份 3 大航货运量同比增速仅为 0.5%，而去年同期的数据是 43.5%，国航，东航，南航的货邮运输量分别同比增长 13.4%，-13.1%，7.1%。
 - 08-09 年美国次信贷危机的全球蔓延使得全球经济遭受重创，货运增速也大幅下滑，10 年开始欧美经济的加快复苏带动了货运量的报复式增长。11 年由于欧洲经济复苏步伐趋缓，再叠加 10 年的高基数，短期内货运增速很难有起色。
 - 南航在货运整体低迷的情况下国际货运量能保持较高的增长，其国际货量增速到达 51.5%，主要得益于其始于 2010 年初“从腹舱经营向货机经营转变，从国内经营向国际经营转变”的思路转变，以远高于行业平均水平的增长率持续增加国际航线的货运运力。
- 长期来看，随着未来我国人工成本的大幅上升以及产业结构调整推进，传统制造业逐步向高附加值产业转移是必然的，产业升级也将驱动我国航空货运尤其是国际航空货运未来持续高速增长。

图表27：货邮运输量及增长率

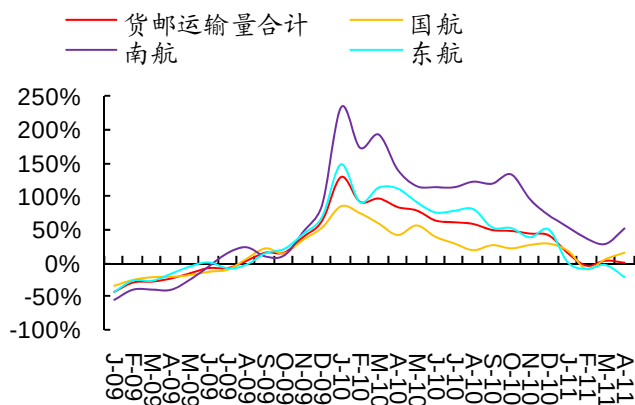


来源：国金证券研究所

图表28：三大航国内货邮运输量比较

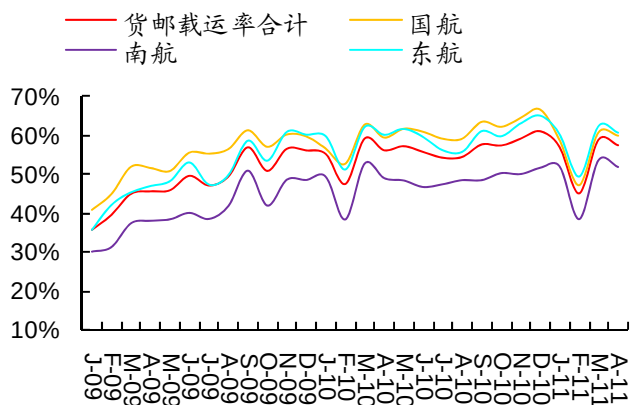


图表29：三大航国内货邮运输量比较



来源：国金证券研究所

图表30：三大航货邮综合载运率比较



航空煤油价格及人民币汇率跟踪

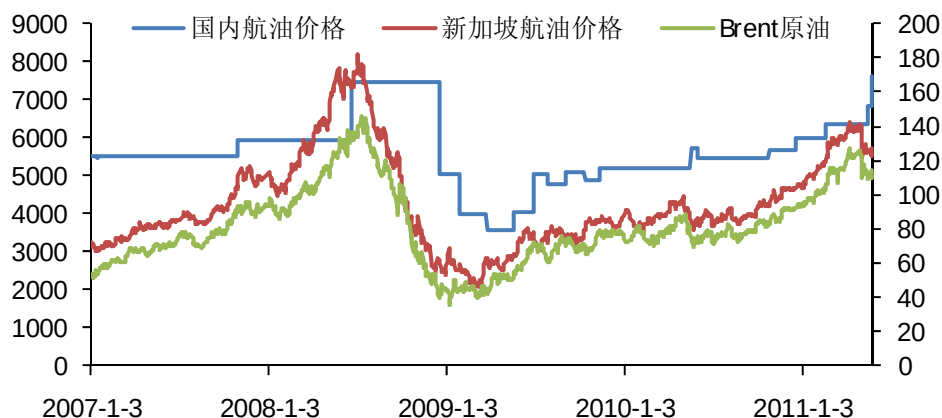
航空油价理性回归后震荡

- 5 月下旬国家发改委上调航空煤油价格，民用航空使用的 3 号航空煤油由原来的 6840 元上调至 7640 元/吨，上调 800 元，国内各航空公司也随后上调燃油附加费，800 公里以下的旅客由原来的 60 元上调至 80 元，1500 公里的旅客由 110 元上调至 140 元。
 - 航空煤油上调超出市场预期。前期国际油价出现了明显回落，布伦特原油期货价格由上次调价时的 123 美元/桶下降到近日的 113 元每桶，新加坡航油价格也由此出现下降，因此此次调整航空煤油价格超出了市场预期，其主要原因是由于国内油价调整滞后于国际油价调整，导致国内航油价格低于国际航油价格。我们认为此次航油价格的调整可能意味着未来航油价格的进一步市场化，其波动将进一步与国际航油价格波动同步。航空煤油上涨将增加航空公司的成本，根据我们的测算，以国航、南航和东航 2011 年剩余月份计算，分别增加成本约 8.2 亿、14 亿和 12 亿元，税后相当于 EPS 0.05、0.10 和 0.08 元。
 - 燃油附加费上调静态将可以覆盖燃油成本上升的 80%以上：多家航空公司根据政策对燃油附加费进行调整，800 公里以下的燃油附加费由原来的 60 元上调至 80 元，而 800 公里以上的由原来的 110 元上调至 140 元，分别上调了 20 元和 30 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），将在剩余月份分别增加国航、南航

和东航的 2011 年收入 6.7 亿、9 亿和 7 亿元，税后折合 EPS0.04、0.09 和 0.06 元，燃油附加费可以静态覆盖航空公司成本约 80%左右。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 1.5、2.3 和 2.3 亿元，航油价格上涨对盈利的影响并不大。

- **燃油价格不是影响航空股的最关键因素：**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。在目前行业供需情况尚好的情况下，航空公司可以通过燃油附加费对大部分的油价上涨成本进行传导，因此除非油价上涨幅度过快、或者油价上涨对经济进而对航空需求产生影响，油价不是影响航空股的最关键因素（关键因素还是行业的供需关系，当然油价仍然会对航空股产生较大影响）。

图表31：国内航油、新加坡航油和布伦特原油价格走势

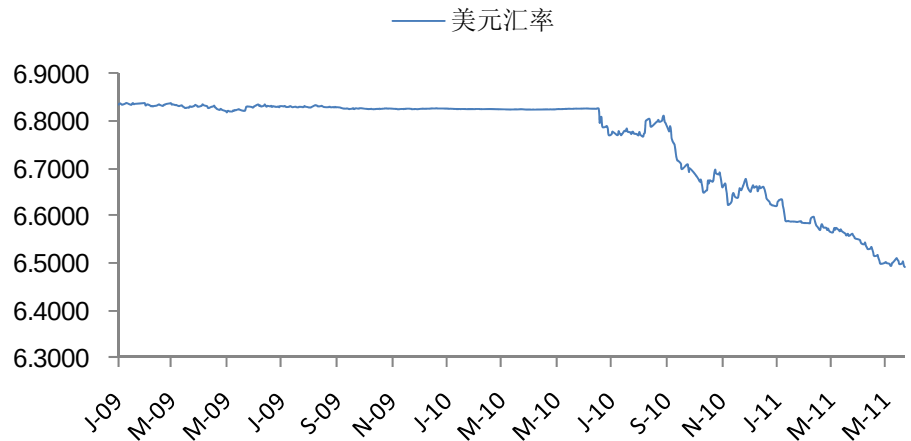


来源：国金证券研究所

人民币处于并将较长期处于升值通道

- 全球贸易的失衡和我国经济结构的转型为人民币升值提供了现实基础，再加上汇率具备抑制如石油飙升带来的输入型通胀的功能，从中长期看，人民币正处于并将较长的一段时间内处于上升通道。
 - 由于美国近来经济数据差于预期，市场对美联储缩减量化宽松政策预期也随之降温，美元承压回调。人民币对美元中间价创汇改来的新高，为 6.4921。
 - 虽然人民币升值给国际航线外币收入带来的汇兑损失，但其也将减轻航空公司进口航油和航材时的负担，再叠加航空公司负债都比较高，尤其是有较大量的美元债务，因此人民币升值将对航空公司构成持续利好。另外人民币升值也将加大国民收入的国外购买力和出境游航空机票的支付能力，进一步刺激出境游，有望加速国际航线的进一步反弹。
 - 对于航空股，人民币升值是锦上添花的催化剂，而不是雪中送炭的救命稻草，从中长期趋势来看，航空股股价走势还是取决于航空公司的基本面。

图表32：人民币继续处于升值轨道



来源：国金证券研究所

机场行业数据跟踪

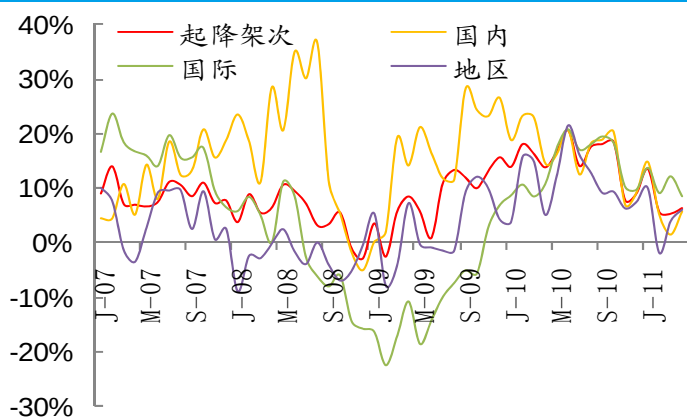
航空需求和空域是影响机场流量的核心因素

- 机场数据更多地受到了上述行业趋势的体现，整体看来无论是飞机起降架次还是旅客吞吐，货邮吞吐量都持续低迷，其中国际航线下滑较明显，国内航线增速有所反弹。四个 A 股上市机场的旅客增速厦门空港>白云机场>深圳机场>上海机场，但同比增速均出现大幅下降。

上海机场——国际航线增长有所下滑

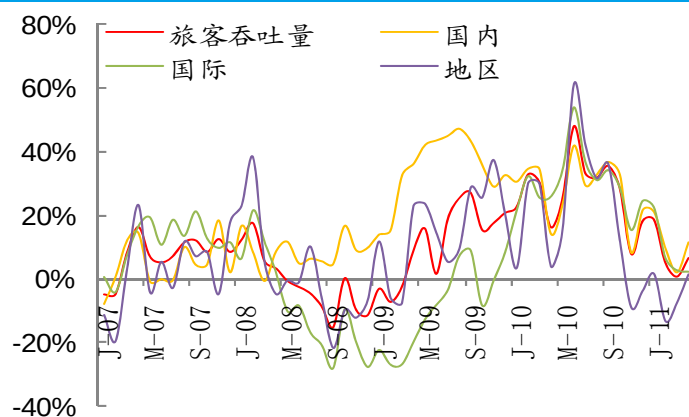
- 国内航线——随着物价有所稳定带来消费者信心的提升，国内航线也有所反弹，尽管增速依旧下降，但环比有较大反弹。
- 国际和地区航线——上海机场整体上国际国内航线均增长有所下滑，起降架次和旅客吞吐量同比分别增长 6.4%和 6.9%，同比增幅大幅下滑，主要是国际航线增速的大幅下滑导致的。
 - 国际航线的起降架次和旅客吞吐量同比分别仅增长 8.6%和 2.3%，而去年同期增长率分别为 10.8%和 26.1%，旅客增速相对于飞机起降架次下降的更加明显，既说明了航空客座率的同比大幅下滑，也说明了国际航线过度投放运力的现状（即使需求不济）。从另一个角度看，航空需求的变化对飞机起降架次影响相对较小，进而对机场影响较小。
 - 日本地震的后续影响是机场国际航线的大幅下滑的最大原因，我们预计日本航线占到公司国际航线 20-30%，日本航线的下降是导致公司国际航线低速增长的主要原因。
 - 考虑到机场国际航线的收费占比较高，而且国际旅客消费能力更强，对非航收入贡献更大，所以国际航线增速的下滑可能使得今年的主营业务低于预期。
- 航空货运——航空货运增速继续回落。
 - 公司航空货运吞吐量为 27.9 万吨，同比下降 2.7%，国内 3.14 万吨，同比下降 4%，而地区航线货运吞吐量 3.5 万吨，同比大幅下滑 16.2%，国际 21.2 万吨，同比增速仅 0.2%，去年同期增速是 59.6%。
 - 由于航空货运主要是高附加值商品，对经济的波动非常敏感，因此航空货运的持续下滑，可能主要还是因为国内外经济的复苏有明显放缓导致。

图表33：上海浦东机场起降架次的增长率情况

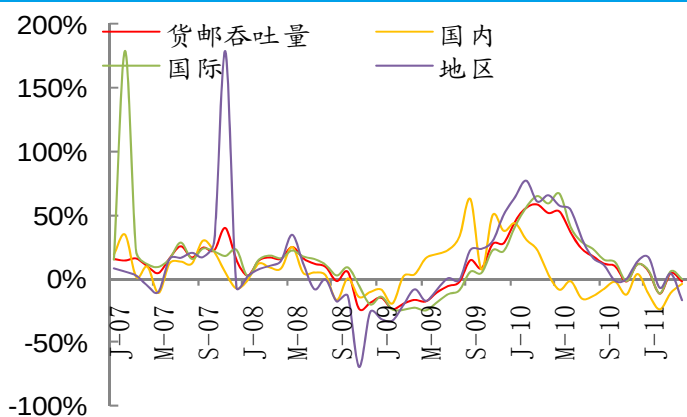


来源：国金证券研究所

图表34：上海浦东机场旅客吞吐的增长率情况

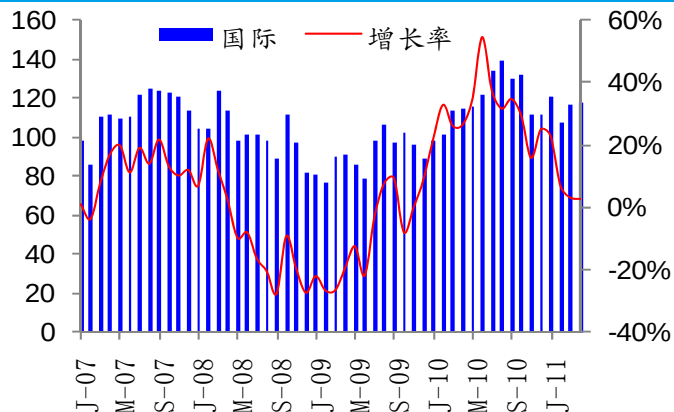


图表35：上海浦东机场货邮吞吐的增长率情况

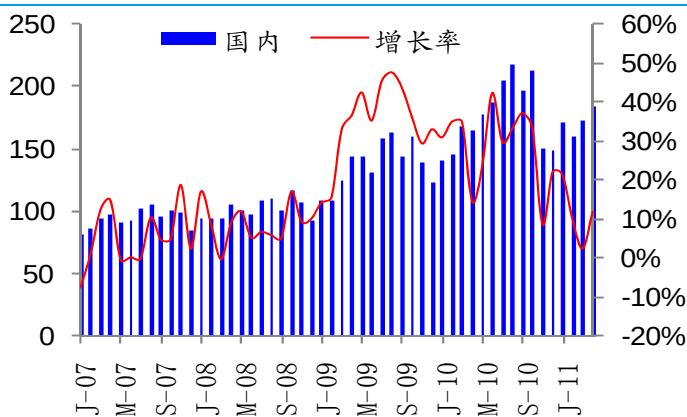


来源：国金证券研究所

图表36：上海浦东机场国际航空旅客量及增长率

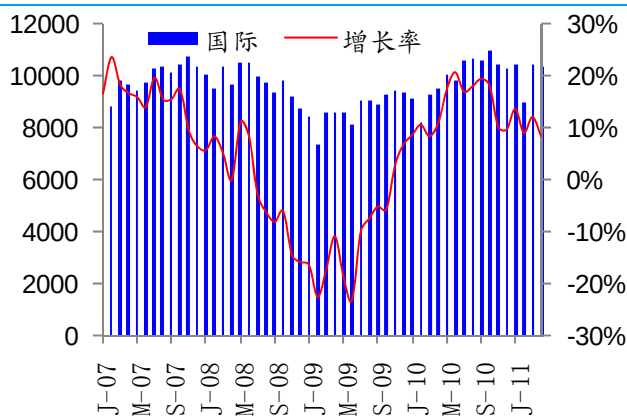


图表37：上海机场国内航线旅客量及增长率



来源：国金证券研究所

图表38：上海浦东机场国际飞机起降架次及增长率

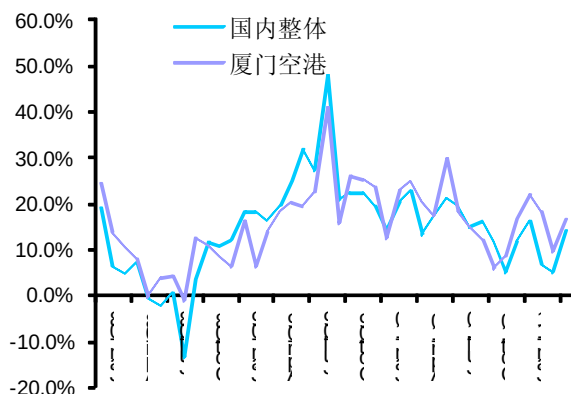


厦门空港——国内航线驱动高增长，影响关键因素是其资本开支

- 由于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，作为二线机场的厦门空港也不存在空域和时刻紧张的问题，所以其流量增速将持续高于行业平均水平。

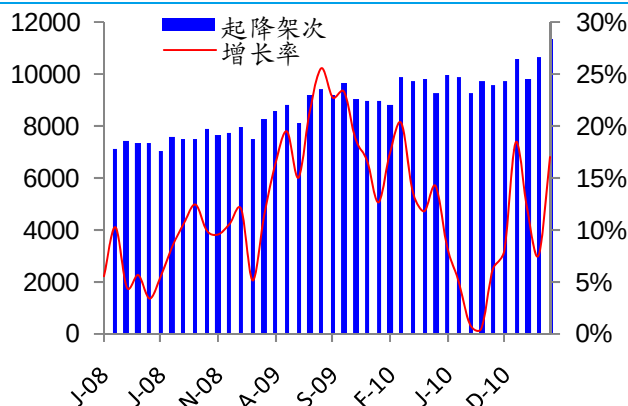
- 4 月份其起降架次、旅客吞吐量分别同比增长 17%、16.5%，货邮增速则在国内外经济持续低迷的情况下，大幅下滑至 9%。不过整体来看其 4 月旅客吞吐增速依旧高于行业平均水平。
- 这家公司最大的风险来自于资本开支，由于我们预计其新机场将在 8-10 年后投入使用，我们认为在寸土寸金的厦门岛上的旧机场将很可能转为他用，比如商业用地等。而公司目前将在原机场上建设新的航站楼，其资本开支的大小对公司的价值具有非常大的影响。

图表39：厦门机场旅客增速与国内整体旅客增速

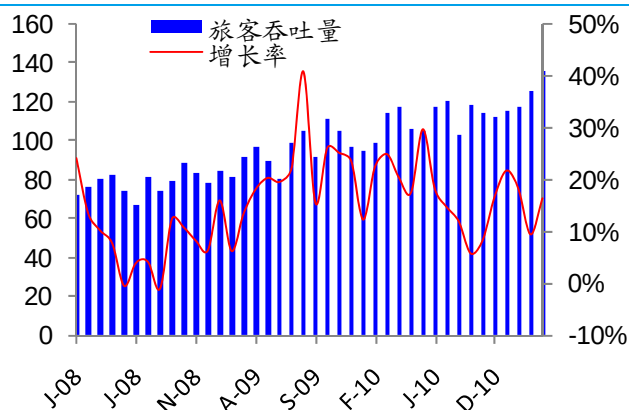


来源：国金证券研究所

图表40：厦门空港起降架次及同比增速

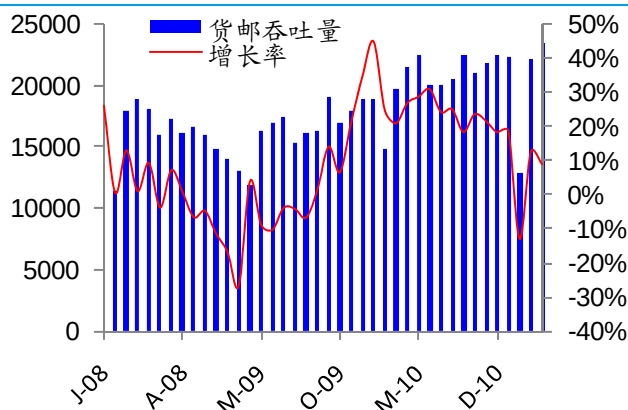


图表41：厦门空港旅客吞吐量及同比增速



来源：国金证券研究所

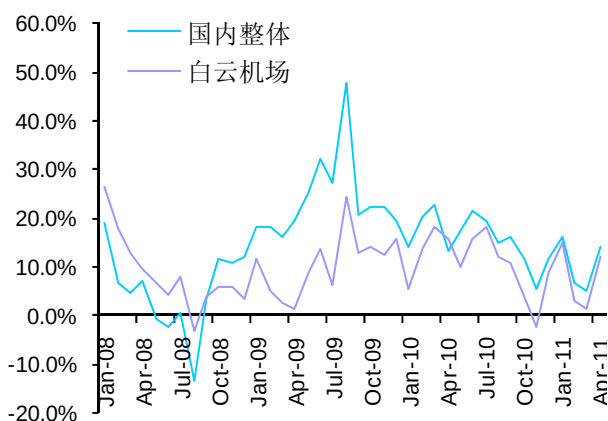
图表42：厦门空港货邮吞吐量及同比增速



白云机场——流量增速继续低于预期

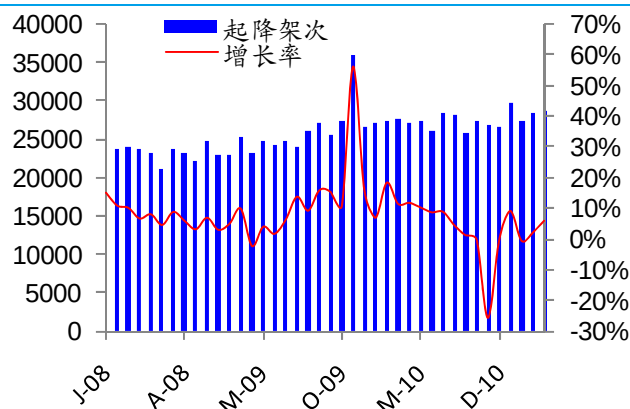
- 整体上白云机场的起降架次以及旅客吞吐增速均长期低于行业平均水平，其主要原因可能是广东经济转型以及劳工荒导致的经济增长压力。
- 4 月份白云机场的旅客吞吐量同比增长 12.2%，而飞机起降架次和货邮货邮吞吐量分别同比增长 6.1%和 11.2%，旅客增速接近国内行业整体旅客增速。
- 公司预计在今明两年内需要扩建，可能先扩建跑道，然后再是航站楼，总投资额预计将超过 100 亿。
- 在面临空域紧张，需求增长乏力的同时，还处于机场扩建周期的后期，未来几年业绩增长缓慢，扩建后还可能出现业绩下滑。

图表43：白云机场旅客增速与国内整体旅客增速

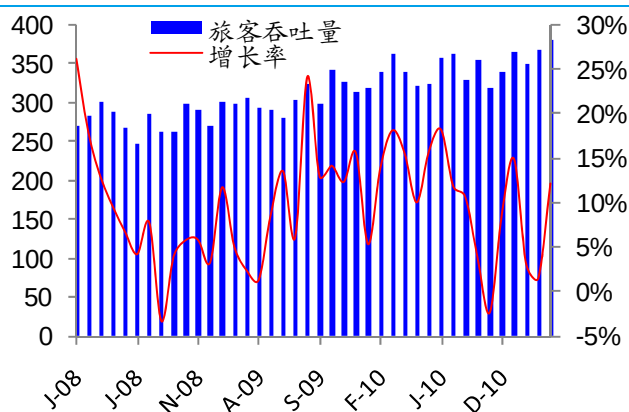


来源：国金证券研究所

图表44：白云机场起降架次及同比增速

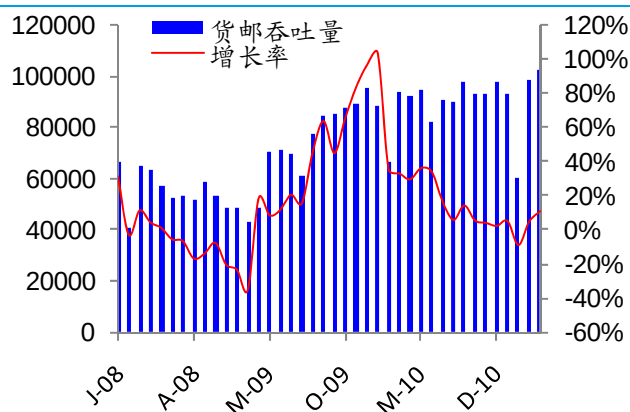


图表45：白云机场旅客吞吐量及同比增速



来源：国金证券研究所

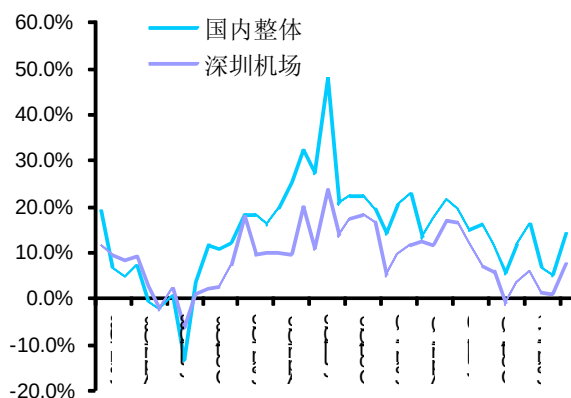
图表46：白云机场货邮吞吐量及同比增速



深圳机场——跑道资源瓶颈限制致使增速较慢

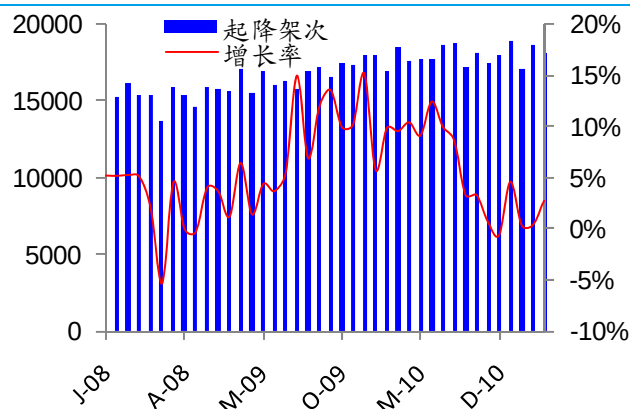
- 深圳机场的跑道和航站楼资源瓶颈一直是其整体流量增速低于行业平均水平的根本原因，随着六月底机场二跑道投入运营，长期困扰其增速的跑道问题将不复存在，流量增速有望得到持续提高。
 - 4 月份深圳机场的起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别同比增长 2.8%、7.3%和 1.4%，资源限制使其增速持续受到压抑，我们可以看到 09 年直至目前，其旅客吞吐增速持续低于行业平均水平。由于起降架次及旅客吞吐增长缓慢，公司未来两年的业绩增长将比较缓慢。
 - 随着机场二跑道六月底投入运营，在与白云机场的空域分配问题得到有效协调后，流量增速应该有大的提高
 - 公司二期资本开支很大，预计在二期投产后，公司盈利很可能出现明显下降。

图表47：深圳机场旅客增速与国内整体旅客增速

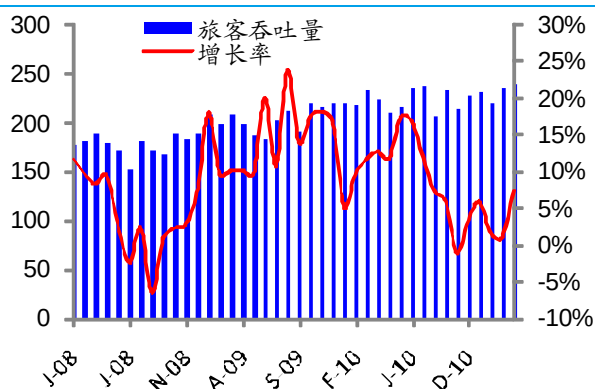


来源：国金证券研究所

图表48：深圳机场起降架次及同比增速

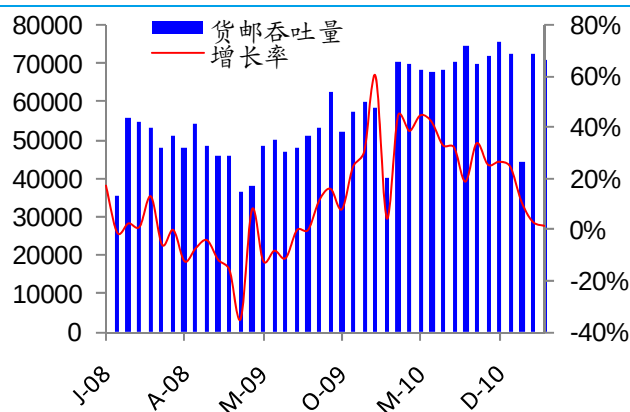


图表49：深圳机场旅客吞吐量及同比增速



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



航空行业投资策略

航空行业投资策略

- 由于行业需求增速有所回升，而且今年航空公司普遍加大了飞机退出力度，飞机运力增速不高，行业的供需关系有望保持良好，再加上竞争结构优化带来的行业周期性明显下降，国内航线整体景气程度有望超过去年，仍将表现出很强的业绩弹性，而国际航线预计景气程度将出现一定下降，盈利能力很难达到去年的水平，但仍有望实现较好的盈利，整体上我们对航空公司的盈利不悲观，这将给股价提供一定的安全边际。
- 在行业基本面转好的情况下，航空股价仍跌跌不休，我们认为主要是受到两个因素的制约：一是担心紧缩会对宏观经济产生硬着陆风险，而这将削弱航空需求；二是四横四纵高铁将陆续投入使用，最近的也是影响最大的京沪高铁将于 6 月开通，初期影响可能仍会很大，之后也可能对票价水平产生持续压抑。近期这两个压抑估值的因素都没有得到明显改变，因此短期内我们对航空股仍持相对谨慎的态度，但我们还是认为左侧交易者可以适当建仓今年业绩弹性仍将明显体现的南方航空。

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短期业绩由于受日本地震的影响也存在低于预期的可能，但资产注入和内航外线的预期将能使其具有一定主题性投资机会，更关键是公司商业面积增加以及流程改造可能使其商业零售收入存在大幅增长的可能，在股价回调之后具备投资价值。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