

航空运输业 (010609)

行业评级

持有

前次评级

持有

关注航空传统旺季

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010014

一、5月份航空股价表现不佳

4月份在国内需求恢复的带动下,行业客运量同比增长13%,客座率达83.2%,同比提升2个百分点。5月份行业客运需求和客座率也基本延续了4月份的趋势。尽管数据较好,但是航空股依然明显跑输大盘,超额收益为-8.8%。目前航空股平均动态估值为PE10倍、PB2倍左右。

二、6月份相对平淡

6月份,京沪高铁拟于月底开通运营,行业将主要受世博高基数的影响,预计增速滑落至个位数水平是大概率事件。

三、传统旺季值得期待

主业弹性支撑估值水平。前4月行业保持了需求大于供给的局面,需求(RPK):运力(ASK)增速12%:9%。对即将到来的传统旺季,经过压力测试,基于WTI油价处于100-110美元/桶,按现有的运力投放速度,即使旺季需求增速下滑致客座率和裸票价格不变,综合票价上涨完全由燃油附加费带来,航空公司主业盈利也可实现10%以上的同比增长。

人民币升值,也是提振航空公司盈利的重要因素。1-5月,人民币兑美元升值2.3%,远期价格显示预期未来一年人民币升值4.4%。

从历史经验来看,3季度板块获得超额收益的概率也较大。

四、投资建议

相对于目前估值,我们看好行业传统旺季的业绩弹性和股价表现,首推南方航空。

五、主要风险

油价、高铁。

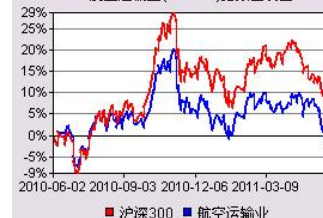
重点公司业绩预测与估值

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	-7.00%	-7.63%	-0.22%
沪深300	-5.91%	-7.37%	8.94%

目录索引

行业观点与投资建议	3
一、5 月份航空股价表现不佳	4
二、6 月份相对平淡	6
三、传统旺季值得期待	7
(一) 主业弹性支撑估值水平	7
(二) 人民币升值提振盈利	8
(三) 历史经验: 3 季度获得超额收益机会较大	8

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: 国内航线月度平均票价水平预测	7
图 6: 美元兑人民币汇率现货和远期价格	8
图 7: 航空板块历史各季度取得超额收益的概率	9
表 1: 行业 1-4 月份主要运营指标	5
表 2: 2006-10 年民航旅客 5、6 月份的变化情况	6
表 3: 行业月度客座率	6
表 4: 国内航线月度综合票价指数	6
表 5: 航空公司的主营收入、成本、利润对需求增长的敏感度分析	8
表 6: 航空指数历史各季度超额收益统计	9

行业观点与投资建议

5月份航空股明显跑输指数，目前航空股平均动态估值为PE10倍、PB2倍左右。我们认为，目前的股价已经基本反映了市场的担忧：6月份进入淡季，世博高基数效应开始显现，且京沪高铁即将正式开通，给航空公司的盈利带来不确定性，加之系统性风险的叠加。

相对于目前估值水平，我们看好行业进入7月传统旺季的业绩弹性和股价表现。

前4月行业保持了需求大于供给的局面，需求（RPK）：运力（ASK）增速12%：9%。对即将到来的传统旺季，经过敏感性分析，基于WTI油价处于100-110美元/桶，按现有的运力投放速度，即使旺季需求增速下滑致客座率和裸票价格无变化，航空公司主业盈利也可实现10%以上的同比增长。加之人民币升值的提振，目前航空股价估值具有吸引力。且从历史经验来看，3季度板块获得超额收益的概率也较大。

我们首推业绩弹性最大的南方航空。

一、5月份航空股价表现不佳

4月份在国内需求恢复的带动下，行业客运量同比增长13%，客座率达83.2%，同比提升2个百分点。5月份行业客运需求和客座率也基本延续了4月份的趋势。尽管数据较好，但是航空股依然明显跑输大盘。按WIND申万行业3级分类显示，5月份航空指数对沪深300的超额收益为-8.8%。目前航空股平均动态估值为PE10倍、PB2倍左右。

图1：航空指数与沪深300指数的变化

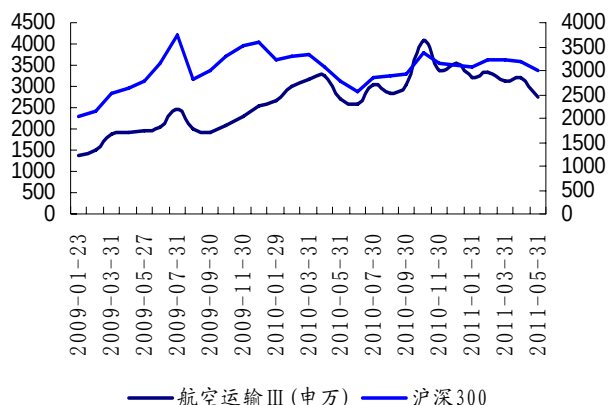
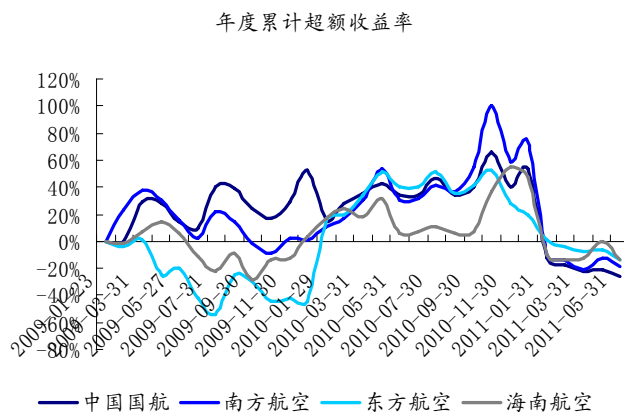


图2：主要航空公司股价的年度累计超额收益率



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

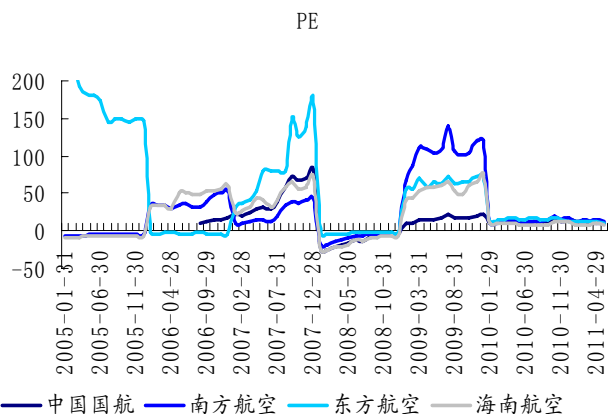
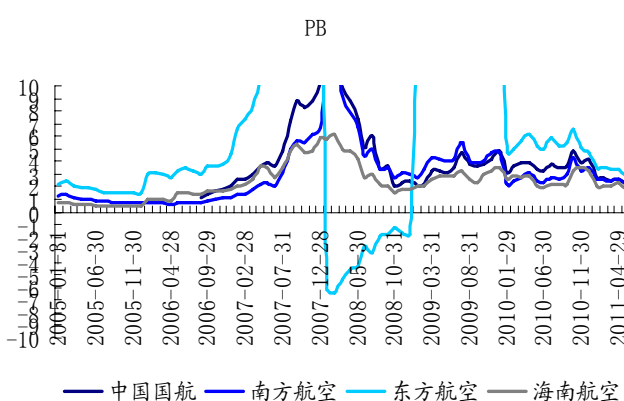


图4：主要航空公司PB的变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表1：行业1-4月份主要运营指标

	客运量(千)	同比(%)	RPK(百万)	同比(%)	客座率	同比(pt)
中国国航	15,603	7.7	29,700	8.9	80.3%	1.1
南方航空	25,474	5.9	38,339	8.8	80.6%	2.4
东方航空	21,881	12.2	32,311	16.1	77.7%	2.7
海南航空	6,342	2.8	11,059	3.4	83.5%	2.5
行业	91,484	10.3	141,687	11.9	81.1%	2.0
	货邮运输量(千吨)	同比(%)	RTK(百万)	同比(%)	载运率	同比(pt)
中国国航	378	5.7	4,077	7.0	69.9%	0.3
南方航空	359	6.6	4,570	13.3	69.0%	1.0
东方航空	437	-8.5	4,099	6.1	70.4%	1.9
海南航空	86	-2.3	1,187	3.3	69.9%	0.8
行业	1,765	1.5	18,106	8.8	71.5%	0.6

数据来源：民航局、上市公司、广发证券发展研究中心

二、6月份相对平淡

6月份，京沪高铁拟于月底开通运营，行业将主要受世博高基数的影响。去年同期，世博会刺激行业客运量环比提升近2%，而往年6月为相对淡季，运量明显较低于前两月。6月份客运量增速滑落至个位数水平是大概率事件。

由于去年同期客座率和票价水平较高，6月份客座率和票价维系同期水平存在一定压力。

表2：2006-10年民航旅客5、6月份的变化情况

旅客运输量（百万）		2006	2007	2008	2009	2010
总体	5月	13.00	15.00	15.00	18.81	21.53
	6月	12.00	15.00	14.00	17.71	21.85
	环比	-7.7%	0.0%	-6.7%	-5.8%	1.5%
其中：国内航线	5月	11.80	14.10	14.03	17.04	19.44
	6月	11.30	13.35	13.02	16.71	19.77
	环比	-4.3%	-5.3%	-7.2%	-1.9%	1.7%

数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

表3：行业月度客座率

	客座率（%）				
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
1月	68.5	74.8	75.2	76.8	79.3
2月	74.4	74.9	77.5	79.3	81.1
3月	75.5	76.0	75.0	81.1	81.0
4月	76.6	76.0	76.4	79.2	83.2
5月	73.5	70.9	72.2	77.1	
6月	74.3	72.3	73.8	81.0	
7月	78.8	74.9	76.6	83.6	
8月	81.3	71.8	79.9	84.2	
9月	78.9	75.3	74.2	80.9	
10月	79.0	76.9	79.7	83.0	
11月	77.7	74.5	78.2	77.6	
12月	74.2	72.2	75.1	79.5	
合计	76.4	74.47	76.2	80.4	

表4：国内航线月度综合票价指数

	国内航线综合票价指数				
	2009A	2010A	2011A	2010	2011
1月	96.7	99.1	111.5	2%	13%
2月	88.2	99.7	99.8	13%	0%
3月	94.7	103.2	107.1	9%	4%
4月	101.0	112.3	114.2	11%	2%
5月	78.7	106.0		35%	
6月	89.2	107.3		20%	
7月	110.9	128.1		16%	
8月	108.4	120.9		12%	
9月	101.5	114.3		13%	
10月	98.7	115.5		17%	
11月	98.1	101.3		3%	
12月	92.1	98.5		7%	

数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

三、传统旺季值得期待

（一）主业弹性支撑估值水平

影响航空公司收入的终端因素主要来自三方面：运力、客座率和票价，其中票价和客座率联动明显。

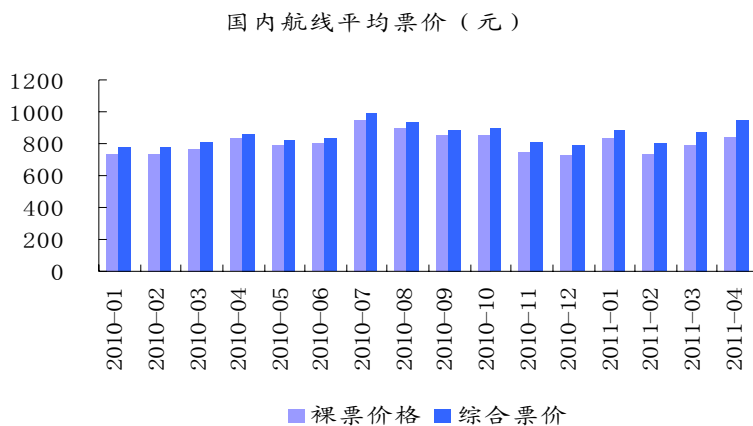
前4月行业保持了需求大于供给的局面，需求（RPK）同比增长12%，运力（ASK）同比增长9%。对即将到来的传统旺季，预计在去世博因素和京沪高铁的分流影响下，需求增速将出现回落。在前期报告分析中，我们预计京沪高铁对行业国内客运量的分流影响约为1%-2%。

按现有的运力投放速度，即使旺季需求增速滑落致客座率不增长，高油价对裸票价格的侵蚀力也很小。主要基于：

- 1、供给增长有限和市场集中度较高，平滑了航空业的周期性，非常有益于票价维稳。
- 2、7、8月份为航空业传统旺季，相比淡季，出行需求大大增加，远端票价上涨显著。

经过压力测试，基于WTI油价处于100-110美元/桶波动，旺季需求增长率达到9%，即以行业目前的运力投放速度，客座率保持不变，裸票价格保持不变，综合票价上涨完全由燃油附加费带来，不计汇兑收益，航空公司主业盈利也可实现10%以上的同比增长。

图5：国内航线月度平均票价水平预测



数据来源：广发证券发展研究中心

表5: 航空公司的主营收入、成本、利润对需求增长的敏感度分析

基于国际准则

假设条件:

- | | |
|------------|-------|
| 1、运力同比增长 | 9% |
| 2、平均航距同比增长 | 1.50% |

情形 1: WIT 原油均价 100 美元/桶, 同比增长 30%

	RPK 同比增长				
	7%	8%	9%	10%	11%
收入同比增长	9.5%	12.6%	15.7%	18.9%	22.1%
成本同比增长	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
毛利率同比变化	-9.4%	-6.4%	-3.5%	-0.7%	1.9%
营业利润同比增长	-0.74%	5.44%	11.70%	18.04%	24.45%

情形 2: WIT 原油均价 110 美元/桶, 同比增长 44%

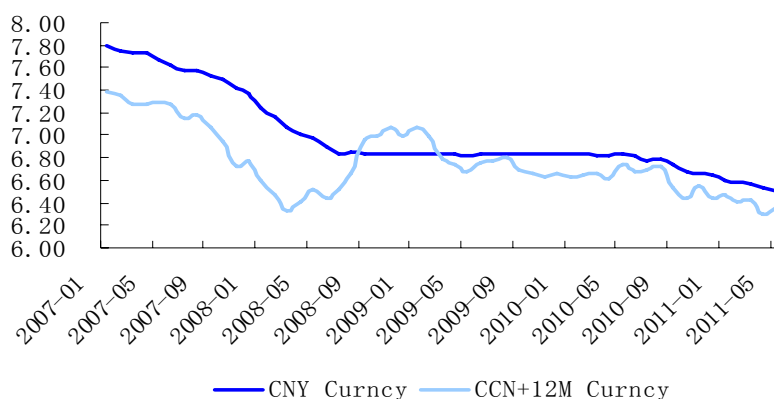
	RPK 同比增长				
	7%	8%	9%	10%	11%
收入同比增长	11.5%	14.6%	17.8%	20.9%	24.2%
成本同比增长	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
毛利率同比变化	-11.9%	-8.9%	-6.0%	-3.2%	-0.5%
营业利润同比增长	-1.81%	4.40%	10.70%	17.07%	23.52%

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 人民币升值提振盈利

人民币升值, 也是提振航空公司盈利的重要因素。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。1-5月, 人民币兑美元实际升值2.3%, 远期价格预期未来一年人民币升值4.4%。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。

图6: 美元兑人民币汇率现货和远期价格



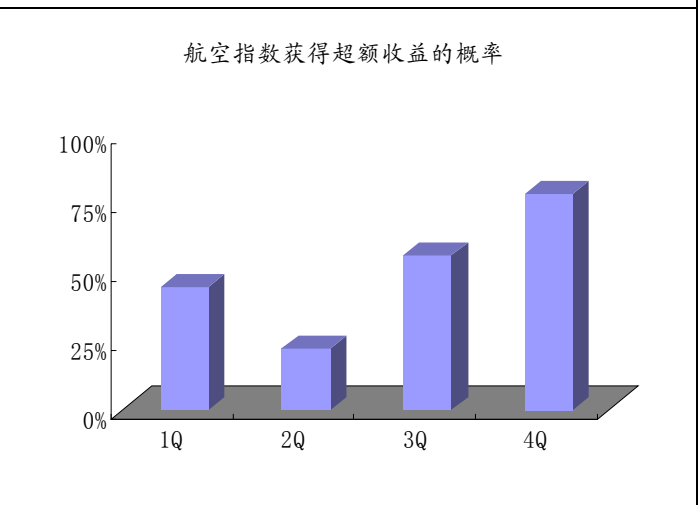
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(三) 历史经验: 3季度获得超额收益机会较大

表6: 航空指数历史各季度超额收益统计

	航空指数超额收益			
	1Q	2Q	3Q	4Q
2002		10.0%	0.2%	-4.7%
2003	7.7%	-11.3%	0.8%	12.6%
2004	2.3%	-2.2%	1.1%	16.6%
2005	-18.2%	-9.2%	-8.3%	2.5%
2006	-16.3%	-2.9%	-1.2%	-21.8%
2007	25.6%	-15.8%	86.2%	14.8%
2008	-11.0%	-20.7%	-5.8%	1.2%
2009	11.9%	-18.3%	-0.1%	13.1%
2010	30.9%	4.1%	3.7%	10.7%
2011	-15.1%			

图7: 航空板块历史各季度取得超额收益的概率



数据来源: Wind、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

广发证券航空机场行业数据库_行业跟踪分析报告	董丁	2011-06-01
广发证券航空机场行业数据库_行业跟踪分析报告	董丁	2011-05-18

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。