

航空运输 II 中期投资策略

# 沉寂，是为了更好的飞扬

## 投资要点

**客座率、票价维持高位，高铁分流旅客占总运输量比重极小。**截至4月，民航所有航空公司累计实现营业收入1055.3亿元，同比增20.9%，利润总额88.3亿元，同比增34.1%。客座率、票价高企是重要贡献力量，飞机日利用率下降亦起到积极作用。一方面保证了运行安全、降低了变动成本支出，另一方面有效控制了供给，保证了运营效率。预计下半年需求增速13%，仍高于供给增速，二线城市成增长的中坚力量。年内新增高铁分流影响仅限于京沪线，分流旅客占全民航空客运量的0.5%。

**高端市场开发、服务品质提升将带来超额收益。**年内四大航两舱客座率、收益均有明显提升，未来伴随着经济增长、居民收入提高、消费升级推进，两舱市场仍将快速扩大。预计2011年四大航国内两舱旅客增速超过20%，产生近34亿的新增收益，南航、国航、东航、海航EPS分别增厚0.094、0.082、0.083和0.078元。

**国际航线拓展属长期战略，下半年盈利难现，巨亏亦难现。**年初各航空公司纷纷加大国际航线运力投放，而受国际局势动荡、自然灾害、经济低迷等影响，今年以来国际市场需求同比增速一直呈放缓趋势。尤其是各大航空着力打造并不断增加航班密度的航线均不同程度遭遇了市场需求不足而运力过剩的问题。预计下半年随着国内外航线运力调配，日本灾后重建以及传统旺季到来，盈利水平将会略有好转。

**人民币升值成利润增长的重要贡献力量。**上半年油价暴涨，增加了航空公司成本端压力，但票价上涨、燃油附加费上涨起到很好的覆盖作用。我们认为，全年航空公司主营业务收入增幅与主营业务成本增幅大致趋同，人民币升值产生的汇兑收益成为利润增长的重要贡献力量。预计全年人民币升值4%，则南航、国航、东航和海航的EPS将分别增厚0.19元、0.14元、0.1元和0.095元。

**国航业绩新亮点：深航对国航业绩贡献同比增幅超3倍。**历史问题、空难等诸多因素影响去年深航业绩。今年将会明显改善，深航国际航线占比小，将全面受益于国内航线景气度。预测深圳航空下半年飞机日利用率同比增长15%，票价同比增长超10%，客座率增长1-2个百分点，全年利润总额将超过20亿。

**业绩预测与投资建议：**2011年航空业仍将维持较高行业景气度。预测今年国航、东航、南航和海航EPS分别为1.03、0.51、0.60和0.83元。对应2011年动态PE普遍低于10倍，估值处于历史地位，且明显低于其他行业。我们认为，目前股价已体现市场所有悲观预期。一旦大盘反转或油价、高铁等负面预期出现向好变化或人民币升值超预期，都将迎来航空股反弹机会。建议投资者密切关注航空业运营动态，把握投资机会。给予行业“推荐”评级。主要推荐公司：中国国航和海南航空。

**风险提示：**国际航线竞争加剧、经济疲软、需求低预期、高铁分流、油价上涨

| 公司名称 | EPS 预测 |      |      | 投资要点                   |
|------|--------|------|------|------------------------|
|      | 2011   | 2012 | 2013 |                        |
| 海南航空 | 0.83   | 0.91 | 1.03 | 利好集聚，全面受益于海南岛旅游开发      |
| 中国国航 | 1.03   | 1.08 | 1.20 | 航线网络、客座率、票价优势明显，抗风险能力强 |
| 南方航空 | 0.60   | 0.64 | 0.70 | 国际航线拓展偏快，拖累业绩，暂不推荐     |

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：陈娟

Tel: 0755-82828557

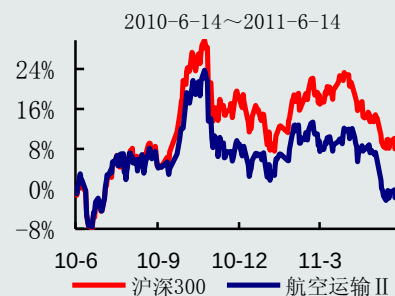
## 行业评级

行业评级：推荐  
评级变动：维持

## 推荐公司及评级

| 公司名称及代码      | 评级 |
|--------------|----|
| 海南航空（600221） | 推荐 |
| 中国国航（601111） | 推荐 |

## 行业表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

## 相关研究报告

- 《需求同比增速下降，客座率和票价仍强势》 2011-04-22
- 《航空收益略受地震影响，但不改整体盈利趋势》 2011-03-20
- 《经济面趋乐观，航空需求增速有保证》 2011-02-21
- 《等待利空出尽、利好兑现时的航空股投资机会》 2011-01-25
- 《长期看消费特性，短期看事件性影响》 2010-12-21

## 目 录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 一、五大因素压制上半年航空股估值 .....                          | 5  |
| 1.1 客、货运需求增速较上年明显回落，恐影响全年业绩提升 .....             | 5  |
| 1.2 国际市场竞争加剧，拉低整体收益水平 .....                     | 6  |
| 1.3 日本地震、核辐射影响日本航线需求，东航影响最大 .....               | 8  |
| 1.4 油价同比大幅上涨，增加航空公司成本压力 .....                   | 9  |
| 1.5 京沪高铁开通在即，高铁分流预期加剧 .....                     | 10 |
| 二、悲观预期下，航空业盈利能力的刚性没有被市场充分认识 .....               | 10 |
| 2.1 需求增速低预期，但客座率、票价保持高位，1-4 月行业利润总额同比增 34.1% .. | 11 |
| 2.2 燃油附加费大幅提升，缓解航空公司成本压力，油价企稳可期 .....           | 12 |
| 2.3 年内新增高铁分流影响仅限于京沪线，分流旅客量仅占全民航空客运量 0.5% .....  | 13 |
| 2.4 人民币升值成为利润增长的关键力量 .....                      | 14 |
| 三、市场等待行业基本面变化带来的估值修复 .....                      | 16 |
| 3.1 下半年需求增速 13%，仍高于供给增速，二线城市成增长的中坚力量 .....      | 16 |
| 3.2 高端市场开发、服务品质提升将带来超额收益 .....                  | 18 |
| 3.3 国际航线拓展属长期战略，下半年盈利难现，巨亏亦难现 .....             | 20 |
| 3.4 空域管制改革，提高航班正常率，释放更多黄金航线和时刻 .....            | 21 |
| 3.5 国航业绩新亮点：深航对国航业绩的贡献同比增幅超 3 倍 .....           | 23 |
| 四、业绩预测与投资建议 .....                               | 25 |
| 4.1 业绩预测： 利润同比呈低速增长态势 .....                     | 25 |
| 4.2 投资建议：关注大盘反转、估值修复带来的航空股投资机会 .....            | 26 |
| 五、 重点推荐公司：估值偏低、价值和优势尚未被市场充分认识的公司 .....          | 27 |
| 中国国航：稳健、抗风险能力强，国内航线网络、客座率、票价优势明显 .....          | 27 |
| 海南航空：利好集聚，全面受益于海南岛旅游开发 .....                    | 27 |
| 六、风险提示： .....                                   | 27 |

## 图表目录

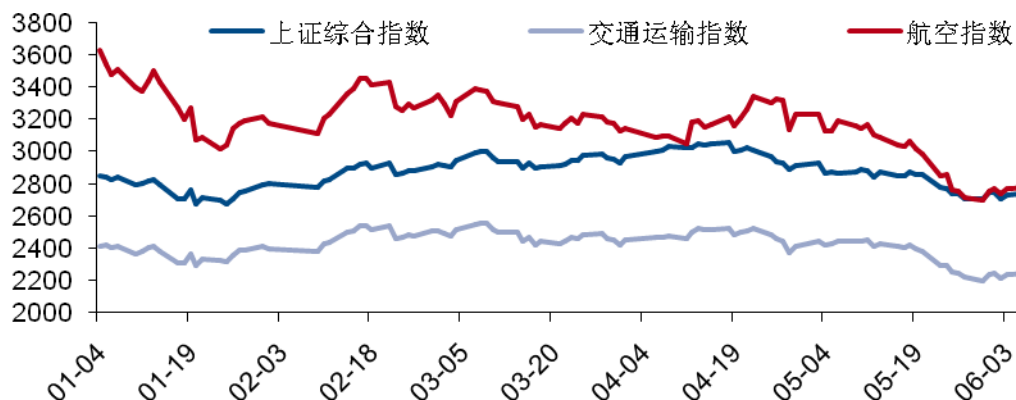
|       |                                                  |    |
|-------|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1  | 航空指数与上证综指及交通运输指数市场表现比较（年初至 6 月 14 日）..           | 5  |
| 图表 2  | 全民航运输总周转量同比增速.....                               | 5  |
| 图表 3  | 全民航旅客周转量 RPK 同比增速.....                           | 5  |
| 图表 4  | 全民航货邮周转量 RFTK 同比增速.....                          | 5  |
| 图表 5  | 民航客运量同比增速呈下降趋势.....                              | 7  |
| 图表 6  | 2011 年 2-4 月民航国际航线客座率同比呈现下降趋势 .....              | 7  |
| 图表 7  | 民航货运量同比增速逐渐呈下降趋势.....                            | 7  |
| 图表 8  | 中日航线是日本国际航线的第二大市场.....                           | 8  |
| 图表 9  | 中日航线客运量及货运量在总量中占比很小.....                         | 8  |
| 图表 10 | 中日航线客运量及货运量在国际航线中占比.....                         | 8  |
| 图表 11 | 国内国际主要油价走势.....                                  | 9  |
| 图表 12 | 2011 年和 2010 年 1-5 月 WTI 原油价格走势比较（单位：美元/桶） ..... | 9  |
| 图表 13 | 2011 年和 2010 年 1-5 月新加坡航空煤油价格走势比较（单位：美元/桶） ..... | 10 |
| 图表 14 | 北京-上海（虹桥）民航与高铁价格对比.....                          | 10 |
| 图表 15 | 2011 年 1-4 月客座率同比平稳增长 .....                      | 11 |
| 图表 16 | 2011 年 1-4 月载运率同比平稳增长 .....                      | 11 |
| 图表 17 | 2011 年 1-4 月国内线票价同比增速超过 10%.....                 | 11 |
| 图表 18 | 2011 年 1-4 月份全民航飞机平均日利用率同比减少 0.2 小时 .....        | 12 |
| 图表 19 | 2011 年 1-4 月份大中型飞机平均日利用率同比减少 0.2 小时 .....        | 12 |
| 图表 20 | 燃油附加费今年以来持续上涨.....                               | 13 |
| 图表 21 | 京沪线旅客运输总量及国航和东航京沪线旅客运输量.....                     | 14 |
| 图表 22 | 四大航京沪线旅客运输量占比情况.....                             | 14 |
| 图表 23 | 2011 年和 2010 年 1-5 月美元兑人民币汇率走势比较 .....           | 15 |
| 图表 24 | 2011 年 1-5 月人民币升值对四家航空公司业绩的影响 .....              | 15 |
| 图表 25 | 人民币升值 4%对四家航空公司业绩的影响 .....                       | 16 |
| 图表 26 | CPI 全年涨幅预计在 5%左右.....                            | 16 |
| 图表 27 | 消费者信心指处于历史较高水平.....                              | 17 |
| 图表 28 | 出口金额及同比增速维持在较高水平.....                            | 17 |
| 图表 29 | 国内机场前 4 个月累计吞吐量同比增速（中西部和二线城市增长迅猛）. .             | 17 |

|       |                                            |    |
|-------|--------------------------------------------|----|
| 图表 30 | 四大航空公司 2011 年供需增速预测.....                   | 18 |
| 图表 31 | 国航 1-5 月份两舱客座率比较.....                      | 18 |
| 图表 32 | 南航 1-5 月份两舱客座率比较.....                      | 18 |
| 图表 33 | 东航 1-5 月份两舱客座率比较.....                      | 19 |
| 图表 34 | 海航 1-5 月份两舱客座率比较.....                      | 19 |
| 图表 35 | 四家航空公司两舱旅客增长 20%将产生近 34 亿的新增收益 .....       | 20 |
| 图表 36 | 三大航可供座公里国际航线占比上升.....                      | 20 |
| 图表 37 | 2005 年-2010 年中日之间的人员交往情况.....              | 21 |
| 图表 38 | 航班延误的影响测算.....                             | 22 |
| 图表 39 | 空管改进方案示意图.....                             | 22 |
| 图表 40 | PBN 的核心价值体现 .....                          | 23 |
| 图表 41 | 空管技术水平提高对航油成本节约的影响.....                    | 23 |
| 图表 42 | 深航和海航 2010 年业绩比较.....                      | 23 |
| 图表 43 | 深航运输总周转量及同比情况（2010 年 1 月-2011 年 5 月） ..... | 24 |
| 图表 44 | 深航客座率及同比情况（2010 年 1 月-2011 年 5 月） .....    | 24 |
| 图表 45 | 四大航空公司业绩预测.....                            | 25 |
| 图表 46 | 航空业 PE 处于各行业的底位（截至 2010.6.14） .....        | 26 |

## 一、五大因素压制上半年航空股估值

今年 1-5 月航空股震荡下行，航空指数年初至今跌幅 24.71%。尤其是近一个月以来，受大盘下跌影响，航空指数跌幅超过 13%。不仅跑输大盘，更跑输大多数二级行业指数。目前航空股估值普遍在 10 倍以下，处于历史低位，亦低于绝大多数行业估值水平。

图表 1 航空指数与上证综指及交通运输指数市场表现比较（年初至 6 月 14 日）



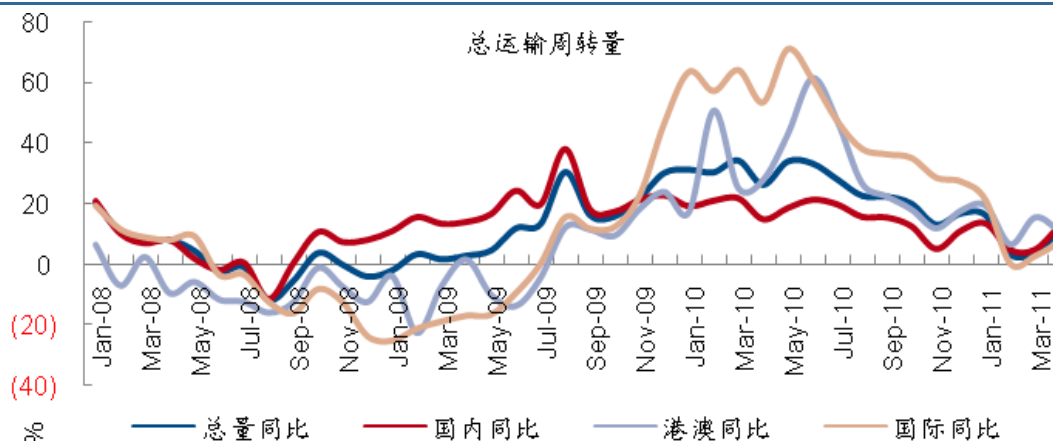
资料来源: wind, 华创证券研究所

航空股之所以走势低迷，主要是因为受油价上涨、市场需求增速动力不足、高铁分流预期等因素影响，市场对航空公司业绩持悲观预期。综合市场不乐观的情绪，我们认为五大因素压制了上半年航空股估值：

### 1.1 客、货运需求增速较上年明显回落，恐影响全年业绩提升

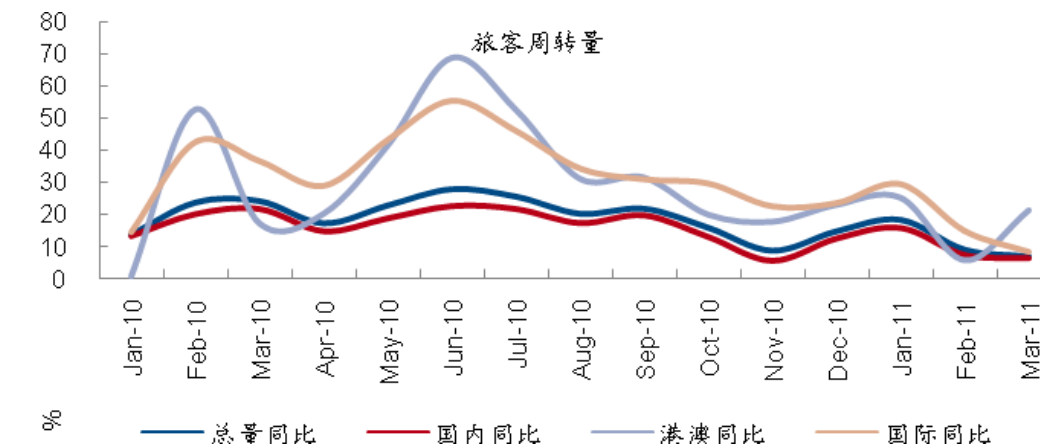
2011 年 1-4 月，全民航累计实现运输总周转量 RTK 为 181.89 亿吨公里，同比增长 9.3%；RPK 为 1421.79 亿人公里，同比增长 12.5%；RFTK 为 55.31 亿吨公里，同比增长 3.7%。受高基数的影响，客、货运需求同比增速较去年均有明显回落。

图表 2 全民航运输总周转量同比增速



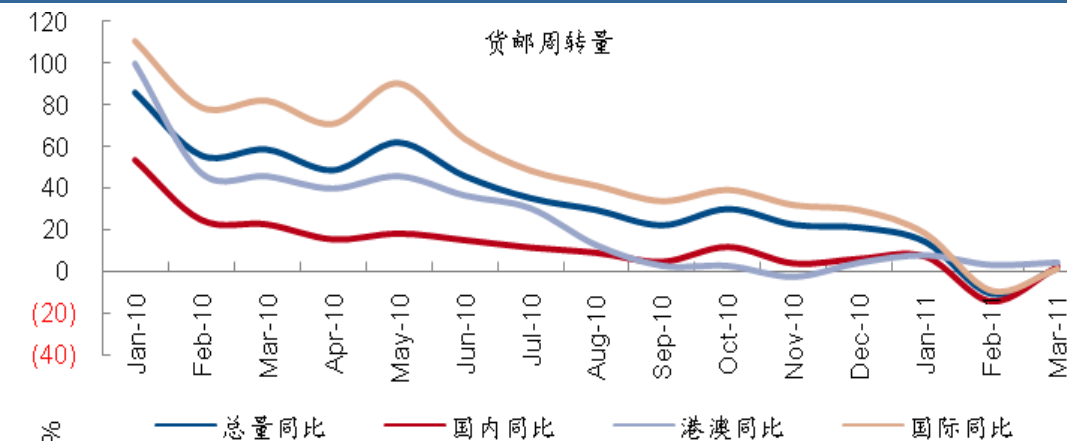
资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 3 全民航旅客周转量 RPK 同比增速



资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 4 全民航货邮周转量 RFTK 同比增速



资料来源: wind, 华创证券研究所

深入分析个中原因有：上半年信贷紧缩、原材料价格上涨、人工成本压力等抑制了制造业产能释放和整体经济增长速度；国外方面，欧美通胀压力和债务危机降低经济复苏步伐，日本地震、中东动乱再添国际市场需求不稳定因素。

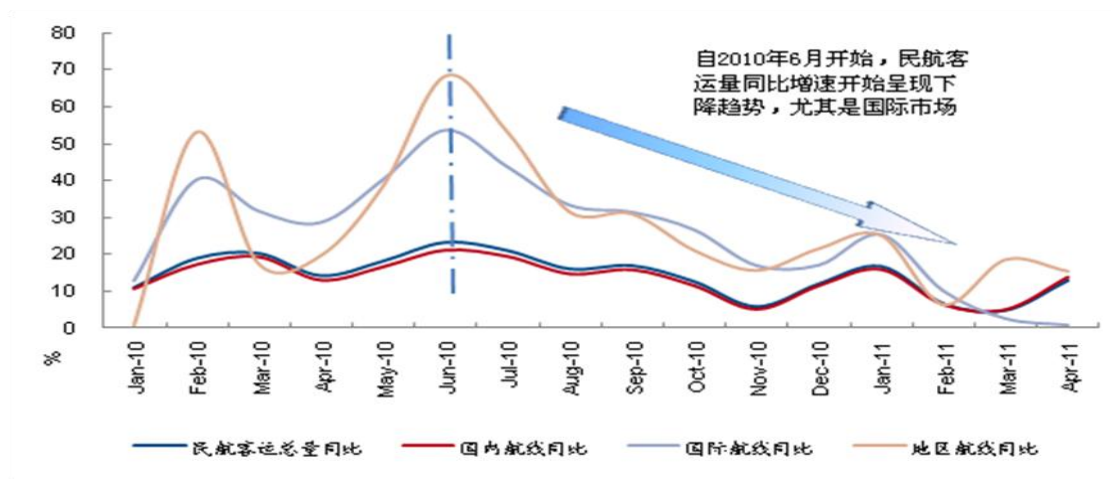
## 1.2 国际市场竞争加剧，拉低整体收益水平

在去年国际市场一路高歌猛进而国内空域资源日趋紧张的背景下，今年年初多家航空公司都提出了加大国际航线运力投放的规划。而事实上，自年初以来受国际局势动荡、自然灾害、经济低迷等诸多因素影响，国际市场旅客运输量同比增速一直呈放缓趋势。问题主要出在各大航空着力打造并不断增加航班密度的航线上。比如南航的澳洲航线、国航的欧洲航线、海航的非洲航线，均不同程度的遭遇了市场需求不足而运力过剩的现象。

数据显示，1-4 月全民航国际航线旅客运输量同比增速分别为 25.5%、10.2%、2.7%和 0.9%，增速逐渐疲软；从 2 月份起，国际航线月度客座率同比分别降低 3.4 个百分点、5.5 个百分点和 1.1 个百分点。5 月份数据尚未统计完全，但从各航空公司了解到的情况仍不乐观。

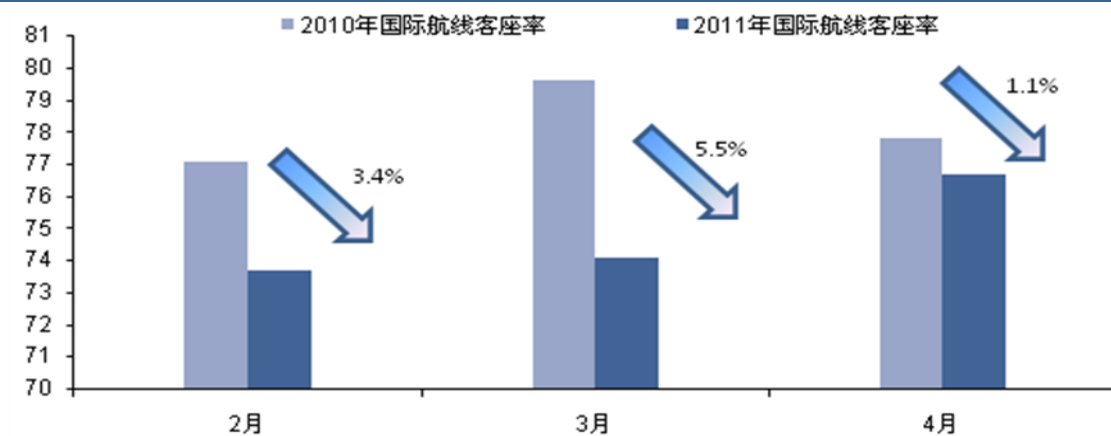


图表 5 民航客运量同比增速呈下降趋势



资料来源: wind, 华创证券研究所

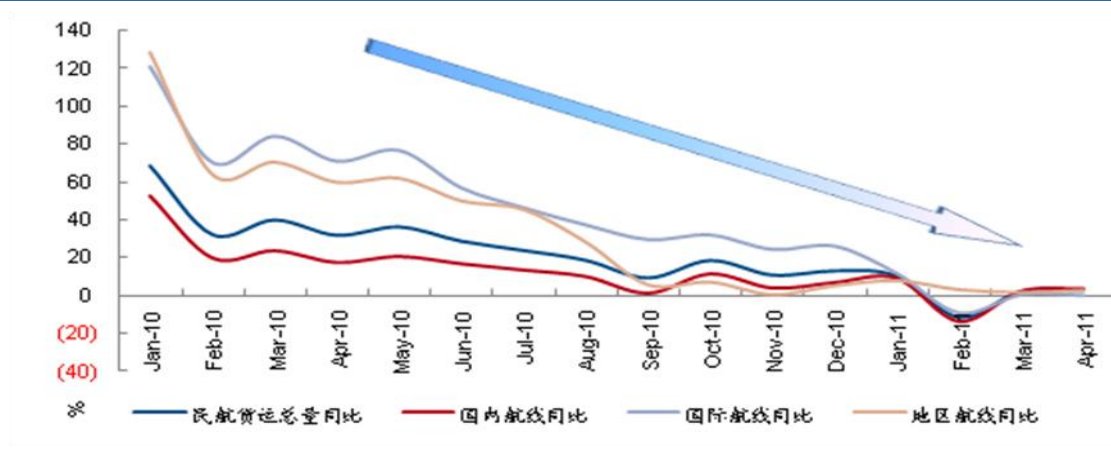
图表 6 2011 年 2-4 月民航国际航线客座率同比呈现下降趋势



资料来源: wind, 华创证券研究所

货邮市场方面, 国际、国内货邮运输需求均呈现出同比增速大幅回落的现象。2011 年 1-4 月, 全民航国际航线货运量同比增速分别为 11.8%、-9%、0.6%和 0.2%; 国内航线货运量同比增速分别为 9.4%、-13.2%、2.7%和 3.9%。据了解, 目前各大航空公司货运业务普遍亏损, 尤其是飞国际航线的全货机业务亏损更为严重。部分机型的飞机日利用率仅有 3 个小时。

图表 7 民航货运量同比增速逐渐呈下降趋势



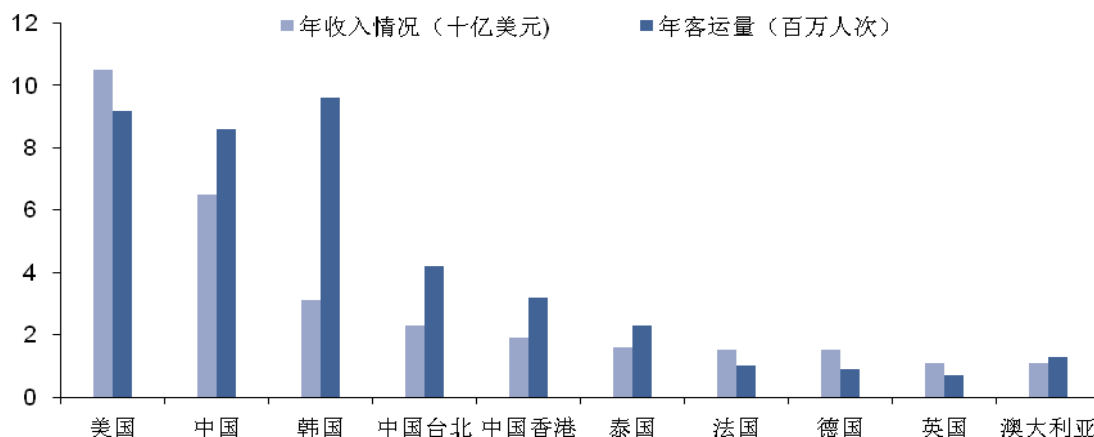
资料来源: wind, 华创证券研究所

### 1.3 日本地震、核辐射影响日本航线需求，东航影响最大

日本是我国入境游第二大客源国，同时也是我国第一大进口贸易伙伴和第五大出口贸易伙伴。3月份发生的日本强地震、海啸和核辐射给中国航空业造成了重大影响。在震后1-2周内，由于返程机票价格暴涨至万元还一票难求，推高了日本航线整体收益，仅回程获得的收益就大大超过了以往正常情况下往返程累计的航班收益。但是此后，该航线旅客人数出现了明显下滑。震后的三、四月赴日旅游几乎停止。

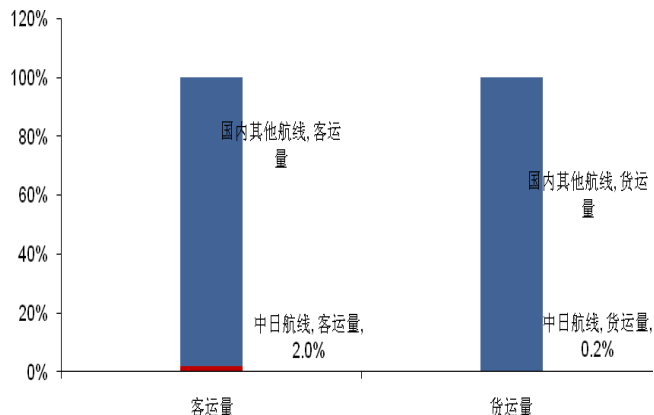
据了解，4月份中日主要航线旅客运输量同比下降了32.2%，货邮运输量同比下降了7.9%。南航的日本航线旅客以旅游为目的居多，因此受地震、核辐射影响较大，旅客人数有30%的下降。但南航日本航线运力投入较少，仅占2.5%，收入占总收入的3.3%，因此受此事件影响不大。东航4月日本航线旅客运输量同比减少了27%，5月份同比减少23%。目前，东航已将20%的日本航线运力调整到国内市场，这在一定程度上稳住了航班客座率水平，但是价格恢复还需要一定时日。东航是日本航线最多的国内航空公司，每日有40-50个航班往返日本，其收入占到了东航总收入的6%，利润占比更大。日本航线是东航国际航线中为数不多的能保持较高盈利水平的黄金航线。我们认为此次日本地震对东航的影响最大。

图表8 中日航线是日本国际航线的第二大市场



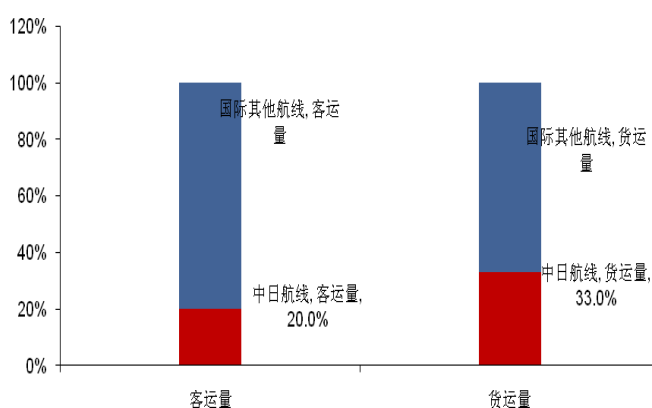
资料来源：华创证券研究所

图表9 中日航线客运量及货运量在总量中占比很小



资料来源：华创证券研究所

图表10 中日航线客运量及货运量在国际航线中占比



资料来源：华创证券研究所

从中长期看，地震对日本航线的影响估计会持续到下半年。日本强震和核辐射，不仅是削减



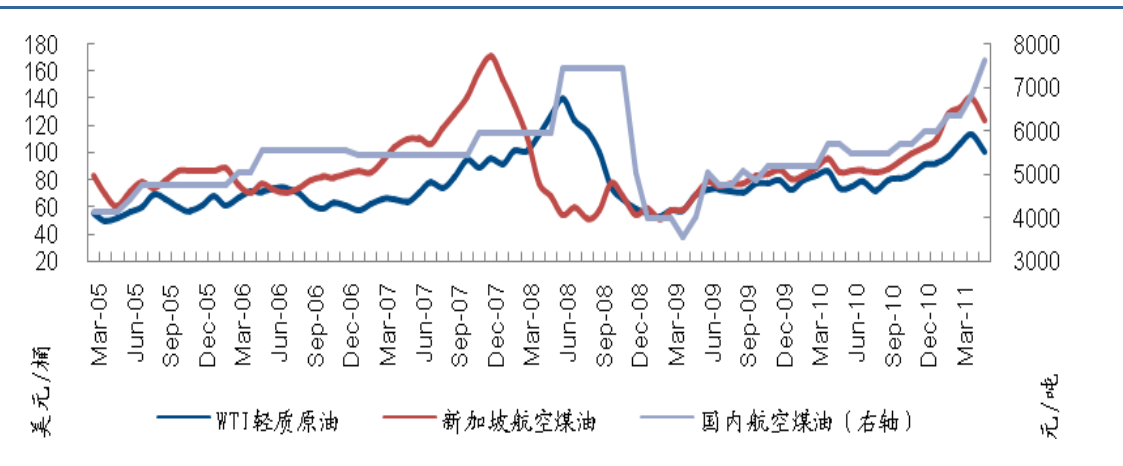
了民众赴日旅游的热情。由于日本岛内制造业、农业、机场基础设施均遭到重创，我们预期年内商务、进出口贸易也将减少，这将使日本航线客、货运市场均受到影响。但长期，伴随着日本强震负面影响逐步消失，灾后重建工作开展拉动出口，高端制造业大国的地位依旧，日本航线将会逐步回复到正常水平，并伴随经济发展和经贸往来的发展持续增长。具体分析我们将在下文国际航线展望中做详细论述。

#### 1.4 油价同比大幅上涨，增加航空公司成本压力

国际油价自去年 6 月起步入温和上行通道。今年 2 月以来，受中东和北非动乱及日本地震影响，开始步入快速上涨期。WTI 轻质原油至 4 月 29 日达到近期最高点 113.73 美元/桶。此后，受全球经济增长疲软等因素影响开始回落，目前维持在 100 美元/桶的水平上。

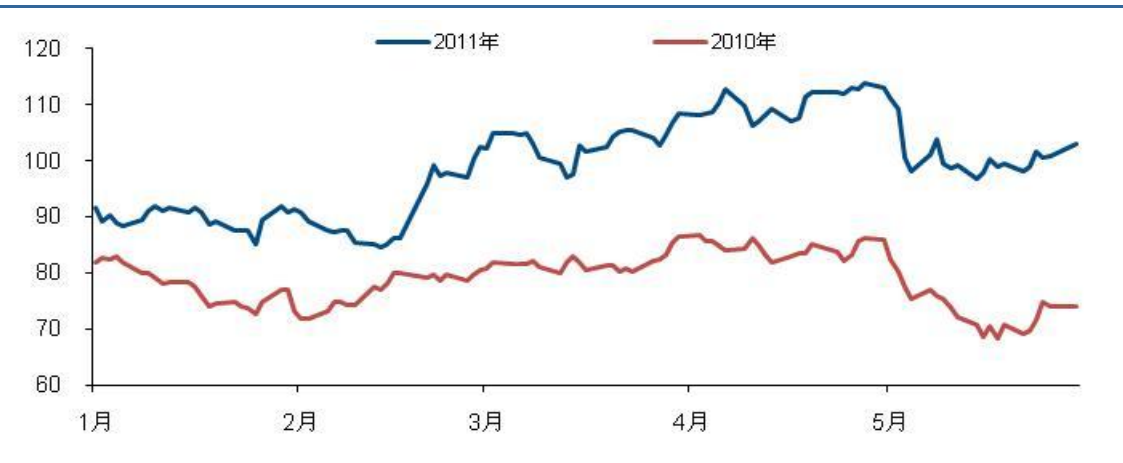
截至 5 月 31 日，WTI 轻质原油收盘价 102.89 美元/桶，同比涨 38.97%，五个月涨幅 12.57%；新加坡航空煤油价格 129.17 美元/桶，同比增长 50.58%，五个月涨幅 24.06%。国内航空煤油价格在今年前 5 个月已经上调了 3 次，分别是 2 月 20 日上调 350 元/吨，4 月 7 日上调 500 元/吨和 5 月 20 日上调 800 元/吨。国内航油价格由年初的 5990 元/吨调至 7640 元/吨，5 个月涨幅达 27.5%。

图表 11 国内国际主要油价走势



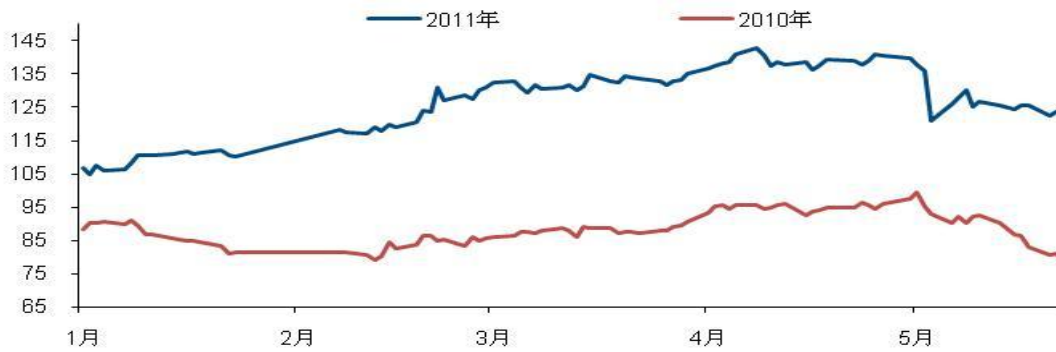
资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 12 2011 年和 2010 年 1-5 月 WTI 原油价格走势比较（单位：美元/桶）



资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 13 2011 年和 2010 年 1-5 月新加坡航空煤油价格走势比较（单位：美元/桶）



资料来源: wind, 华创证券研究所

### 1.5 京沪高铁开通在即，高铁分流预期加剧

近日，京沪高铁运行时间和票价确定，关于高铁和航空的竞争话题再次甚嚣尘上。负面的报道会更加吸引读者的眼球，也会再一次冲击投资者的神经。目前有专家预测京沪航线的机票将降价 3 成。更有报道称，调查显示：京沪高铁开通后，北京至济南、北京至南京、北京至常州、北京至上海的民航旅客中将分别有 80.3%、83%、75.8%、60.7%选乘高铁出行，航空需求会大大减少。在对高铁时效性一片赞歌之下，航空需求被分流的悲观预期很难消除。在没有用事实颠覆投资者观点之前，航空股很难走出大行情。

图表 14 北京-上海（虹桥）民航与高铁价格对比

|      |     |           |                  |
|------|-----|-----------|------------------|
| 民航   | 经济舱 | 1130 元    | 机建费：50；燃油附加费 140 |
|      | 公务舱 | 2260 元    |                  |
|      | 头等舱 | 2830 元    |                  |
| 京沪高铁 |     | 300 公里动车组 | 250 公里动车组        |
|      | 二等座 | 555 元     | 410 元            |
|      | 一等座 | 935 元     | 650 元            |
|      | 商务座 | 1750 元    |                  |

资料来源: 华创证券研究所

## 二、悲观预期下，航空业盈利能力的刚性没有被市场充分认识

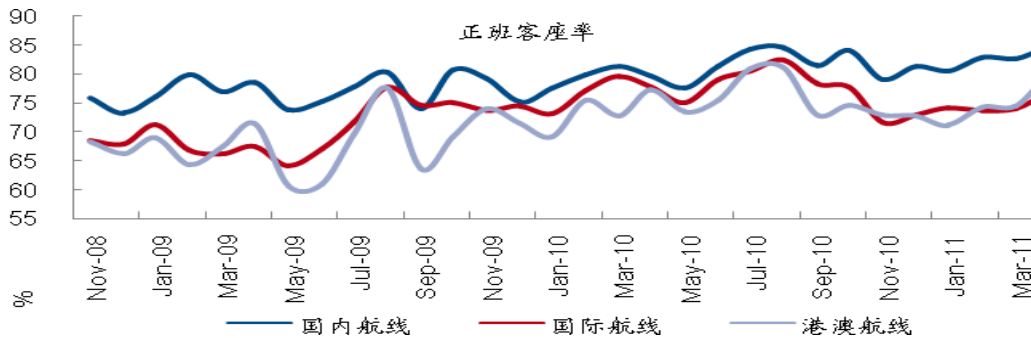
2011 年的中国航空业呈现出两大特点，一是国内航线没有大家想象得那么差，二是国际航线没有大家想象的那么好。自去年末，不论是资本市场还是实业界都有人质疑今年航空业绩的增长，认为很难维持去年那么高的行业景气度。事实上，中国国内航空市场在油价高企、经济增速放缓的背景之下仍然维持了高行业景气度，票价的坚挺超出很多人的预期。而国际航线由于供需关系失衡，一定程度上影响了年内的盈利水平。

为什么国际冷，国内热？我们认为最关键的因素在供需关系是否平衡。为什么现在整体航空业仍维持高景气？我们认为最关键的因素还是在供需关系平衡。供需关系的改善，决定了客座率和票价仍将维持高位，具备刚性的盈收能力。而 2011 年航空业需求增速高于供给增速，这一观点已得到投资界、实业界大多数人认可。这也就是说，2011 年的航空业创造可观收益的能力是有保障的，也是符合市场经济规律的。此外，伴随着经济增长、居民收入提高、消费升级推进，航空高端市场（两舱+常旅客）将会快速成长，将成为航空公司新的利润增长点。

## 2.1 需求增速低预期，但客座率、票价保持高位，1-4 月行业利润总额同比增 34.1%

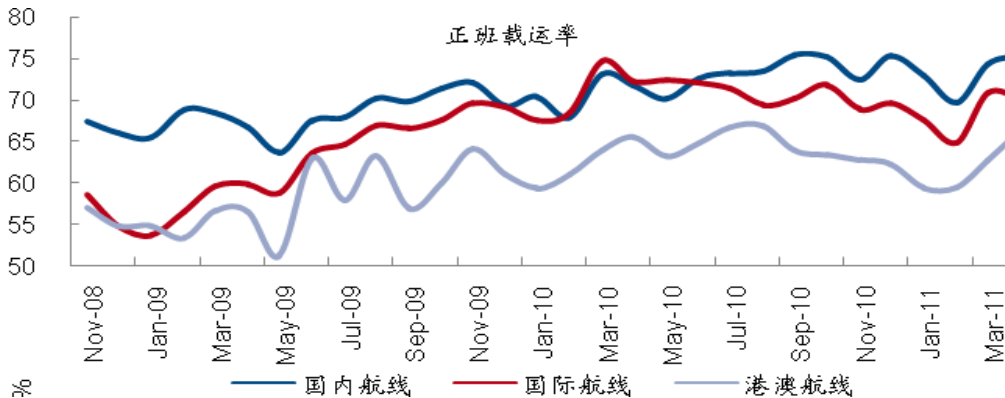
2011 年以来，航空市场客座率、载运率稳重有升，尤其是国内航线表现突出。1-4 月份全民航累计总体客座率、载运率分别达 81.1%和 71.5%，在去年同期的高基数上仍上涨 1-2 个百分点；票价水平方面，中国航空运输票价指数显示今年 1-4 月以来，国内航空票价较去年同期上涨了 10.3%。

图表 15 2011 年 1-4 月客座率同比平稳增长



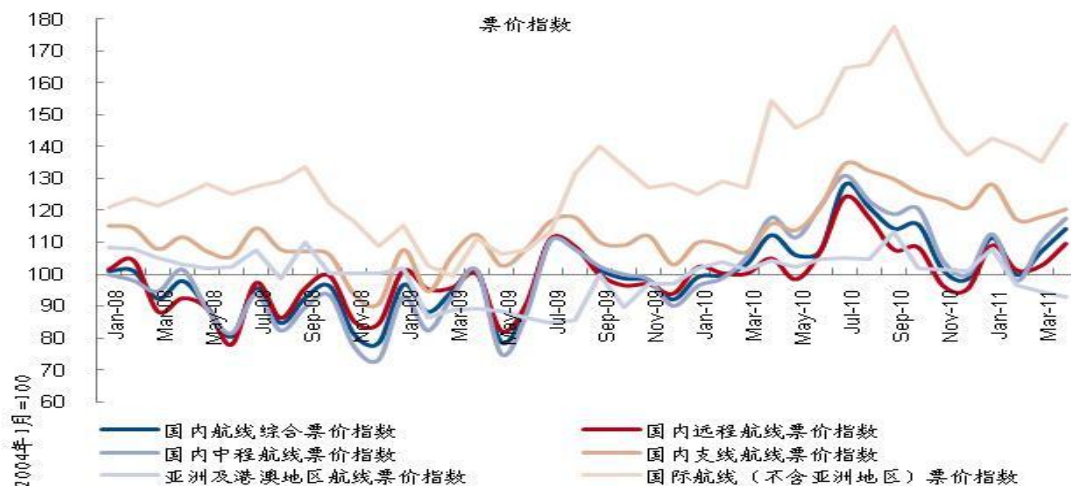
资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 16 2011 年 1-4 月载运率同比平稳增长



资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 17 2011 年 1-4 月国内线票价同比增速超过 10%

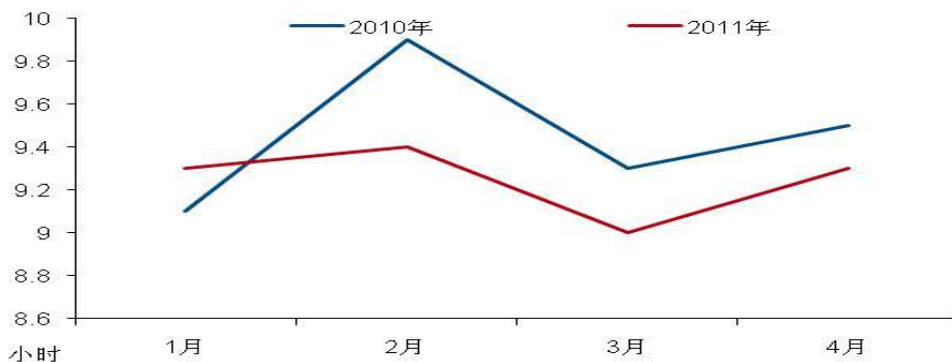


资料来源: wind, 华创证券研究所

总体来看,虽然 2011 年的航空业需求增速较上年有明显回落,但客座率、票价仍然保持高位,行业维持高景气度。截至 2011 年 4 月,民航业所有航空公司累计实现营业收入 1055.3 亿元,同比增长 20.9%,实现利润总额 88.3 亿元,同比增长 34.1%。在成本端受油价高企压力,收入端受经济增长放缓、高铁分流影响的背景下,航空公司取得这样的成绩实属不易。

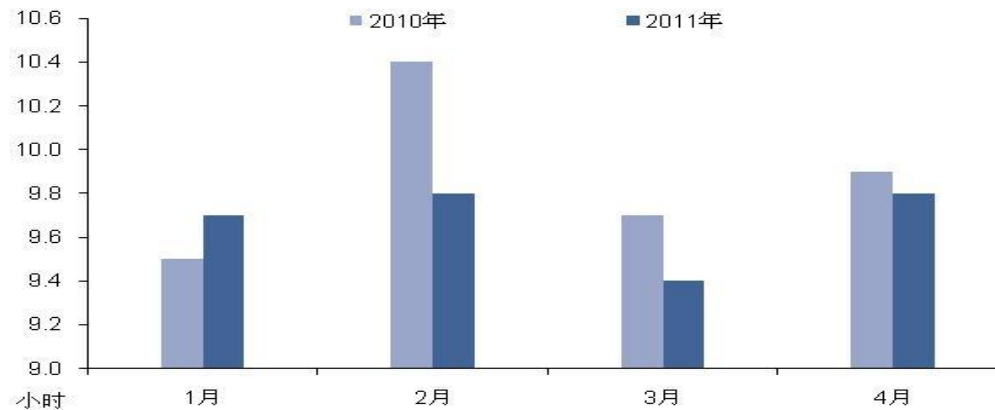
深入分析客座率、票价坚挺的原因,我们认为飞机日利用率下降起到了积极作用。数据统计,今年 1-4 月份,全民航总体飞机日利用率同比减少了 0.2 小时。在油价高企,需求增速没有超预期旺盛的背景下,飞机日利用率的下降,一方面保证了运行安全、降低了变动成本支出,另一方面有效控制了供给,保证了客座率和票价维持高位,提高了运营效率。

图表 18 2011 年 1-4 月份全民航飞机平均日利用率同比减少 0.2 小时



资料来源: wind, 华创证券研究所

图表 19 2011 年 1-4 月份大中型飞机平均日利用率同比减少 0.2 小时



资料来源: wind, 华创证券研究所

我们认为,客座率、票价是判断航空公司运营效率、收益水平最重要的两项指标。今年以来,客座率、票价维持高位一定程度上提振了我们对年内航空公司收益的信心。这也有效的证明了我们在 2011 年度策略报告中的观点:行业集中度提升、消费升级等因素将带动 2011 年中国航空业维持高景气度。航空公司将摆脱靠打价格战争夺市场的恶性竞争局面,将把更多精力放在提高服务水平、运行效率以及发掘新的利润增长点。

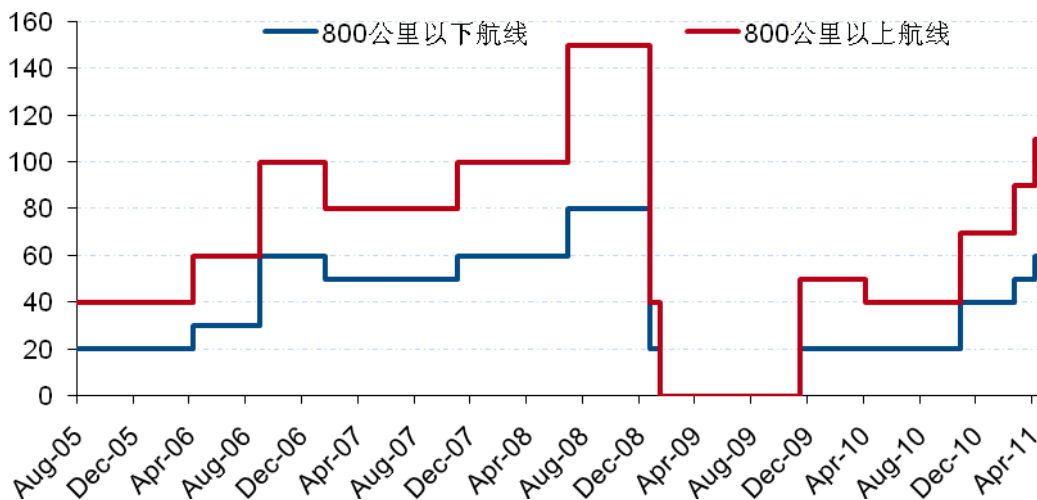
## 2.2 燃油附加费大幅提升,缓解航空公司成本压力,油价企稳可期

2011 年上半年航油价格的大幅攀升,给航空公司的经营带来了很大的成本压力。但我们认为,随着中东和北非局势缓解,供给面将逐渐趋于平稳;另一方面,全球经济疲软,目前美

国、欧洲和中国的制造业景气度不高，需求端难以快速恢复，所以下半年油价大幅上涨可能性较小。但考虑到日本灾后重建、全球范围内核能利用减少以及原油开采成本限制等诸多因素，我们认为油价大跌的可能性也不大。预计下半年油价将在 100 美元左右震荡，大涨大跌难现。

另一方面，燃油附加费的联动上涨，有效覆盖了绝大部分油价上涨带来的新增成本，缓解了航空公司的成本压力。自从 2009 年底实行燃油附加费联动机制以来，航空公司能够更加自主和灵活的调整燃油附加费，以减轻油价上涨带来的成本压力。今年前五个月，发改委三次上调国内航空煤油出厂价，紧随其后的是国内各大航空公司三次上调国内航线燃油附加费。目前，国内燃油附加费 800 公里以下航线为 80 元，800 公里以上为 140 元，分别较年初翻了两倍，已经接近历史最高水平。

图表 20 燃油附加费今年以来持续上涨



资料来源：华创证券研究所

粗略估算，2011 年 1-5 月，国航、南航、东航、海航的航油成本分别上涨了 34%、40%、33% 和 30%。燃油附加费各家航空公司上调标准几乎一致，考虑到各公司航线差异以及国际国内业务比重差异，我们估算四大航空公司燃油附加费同比增幅在 85%-90% 范围内。结合以上收入和成本端两方面的变动，我们认为上半年各航空公司主营业务收入的增幅与主营业务成本的增幅大致趋同。

### 2.3 年内新增高铁分流影响仅限于京沪线，分流旅客量仅占全民航空客运量 0.5%

关于高铁的研究以及对航空的影响论述，我们在 2011 年投资策略报告中以及今年以来的航空月报中已多次提及。基本观点有：1、高铁的影响并不是突如其来的，是逐渐推进的。而中国经济发展所带来的航空市场增量将对该影响起到很好的消化作用；2、高铁降速，尤其是二线城市间高铁时速限于 200-250 公里，将有效降低高铁的分流影响；3、高铁来了，民航也不会大幅降票价。航空公司正在逐步摆脱此前恶性竞争的局面，更倾向于通过提高服务品质、保证航班正常率、加强空铁联运来稳住市场需求。

年内，将有京沪、京武、哈大、厦深四条高铁贯通。其中，除京沪高铁于 6 月底开通外，其余三条均是年底开通，因此，我们认为高铁对 2011 年航空市场的影响并不大。

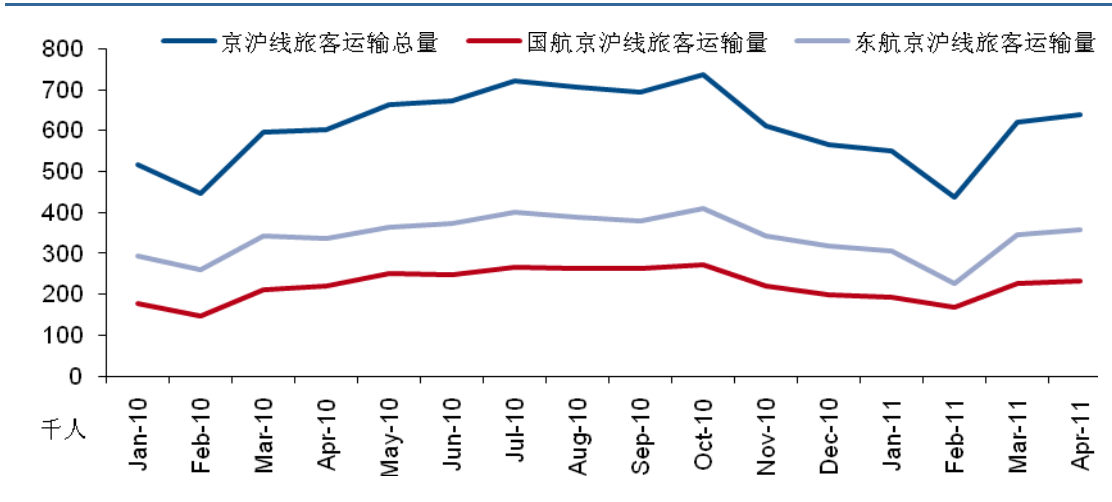
再看京沪线。今年 1-5 月，京沪航线累计运输旅客人数约 290 万人次，而全民航旅客运输人



数达 1.2 亿人次。京沪航线旅客人数仅占全民航旅客总运输量的 2.4%，比重非常小。如果再测算分流旅客占全民行旅客运输量的比重则更加小，影响不超过 0.5%。基于目前国内市场景气度，我们认为通过不同航线之间的运力调配可有效降低高铁分流带来的不利影响。

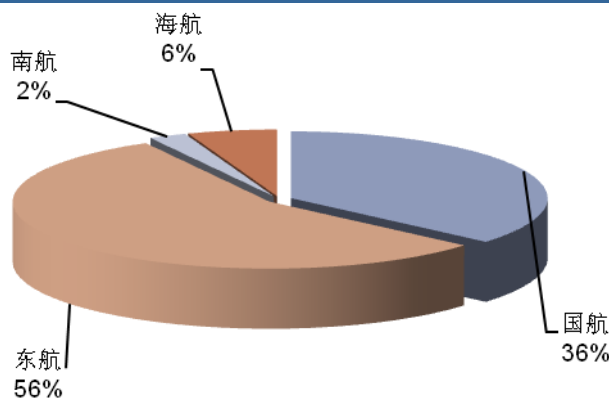
另一方面，京沪航线连接着北京、上海两个中国最大的经济体，其市场需求非常旺盛。近年来，受制于空域资源紧张、航班时刻资源稀缺，供给不足的现象愈发突出。我们看到，去年虹桥机场二跑道和二号楼投入使用后，产能扩张。旅客吞吐量迅速呈现出 25-40% 的高速增长。即便撇除世博会效应，今年以来虹桥机场的旅客吞吐量仍呈现 25% 左右的增速。目前，该航线平局客座率已超过 90%，若包括两舱在内，平均票价已接近全价。这说明，需求端的旺盛毋庸置疑。在这样的背景之下开辟京沪高铁，一定程度上缓解了航空的运输压力，分流的影响也会相对弱化。

图表 21 京沪线旅客运输总量及国航和东航京沪线旅客运输量



资料来源：华创证券研究所

图表 4 四大航京沪线旅客运输量占比情况



资料来源：华创证券研究所

## 2.4 人民币升值成为利润增长的关键力量

自 2010 年 6 月 19 日央行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革以来，人民币升值呈现加速态势，汇率多次创出新高。5 月 31 日，美元兑人民币中间价为 6.4845，前五个月累计升值 2.13%，相比去年同期升值幅度为 5.3%。



图表 5 2011 年和 2010 年 1-5 月美元兑人民币汇率走势比较



资料来源: wind, 华创证券研究所

人民币大幅升值，一方面为航空公司带来高额的汇兑收益，另一方面可降低公司的资产购置成本、航油采购成本、维修成本等诸多主营业务成本。我们仅以汇兑收益测算人民币升值对航空公司业绩的影响。今年 1-5 月，人民币累计升值 2.13%，按照四大航空公司目前的美元负债规模进行估算，南航、国航、东航和海航分别获得汇兑收益 12.57 亿元、11.93 亿元、7.67 亿元和 2.66 亿元，分别贡献 EPS 0.10 元、0.072 元、0.053 元和 0.05 元

图表 6 2011 年 1-5 月人民币升值对四家航空公司业绩的影响

|      | 美元负债规模<br>(亿元) | 增加汇兑收益<br>(亿元) | 增加净利润<br>(亿元) | 总股本(亿股) | 增厚 EPS(元) |
|------|----------------|----------------|---------------|---------|-----------|
| 南方航空 | 590            | 12.57          | 9.80          | 98.18   | 0.100     |
| 中国国航 | 560            | 11.93          | 9.30          | 128.92  | 0.072     |
| 东方航空 | 360            | 7.67           | 5.98          | 112.77  | 0.053     |
| 海南航空 | 125            | 2.66           | 2.08          | 41.25   | 0.050     |

资料来源: 华创证券研究所

在上文关于航油成本的分析中，我们的观点指出，今年上半年虽然航油成本上涨，但票价水平上涨，燃油附加费上涨起到了很好的覆盖作用。在这样的背景下，航空公司主营业务收入和主营业务成本的增速基本趋同。据民航总局统计，1-4 月全民航所有航空公司营业收入累计同比增速为 20.9%。

但是我们看到了另一个现象：民航总局统计还指出，1-4 月份全民航所有航空公司利润总额累计同比增速为 34.1%，**利润总额增速大幅超过营业收入的增速。那这部分超额收益从哪里来的？**通过细分航空公司的收入和成本，我们认为超额收益主要来自于人民币升值带来的汇兑收益，**汇兑收益为利润的增长起到了关键作用。**

参照当前的人民币升值幅度和趋势，考虑到美国经济持续疲软，国内出口贸易企业的经营压力以及通货膨胀形势，我们认为下半年人民币升值幅度将小于上半年，全年人民币升值幅度约 4% 左右。据此测算，南航、国航、东航和海航的 EPS 将因此增厚 0.19 元、0.14 元、0.1 元和 0.095 元。

图表 25 人民币升值 4%对四家航空公司业绩的影响

|      | 美元负债规模<br>(亿元) | 增加汇兑收益<br>(亿元) | 增加净利润<br>(亿元) | 总股本(亿股) | 厚增 EPS(元) |
|------|----------------|----------------|---------------|---------|-----------|
| 南方航空 | 590            | 23.60          | 18.41         | 98.18   | 0.187     |
| 中国国航 | 560            | 22.40          | 17.47         | 128.92  | 0.136     |
| 东方航空 | 360            | 14.40          | 11.23         | 112.77  | 0.100     |
| 海南航空 | 125            | 5.00           | 3.90          | 41.25   | 0.095     |

资料来源：华创证券研究所

### 三、市场等待行业基本面变化带来的估值修复

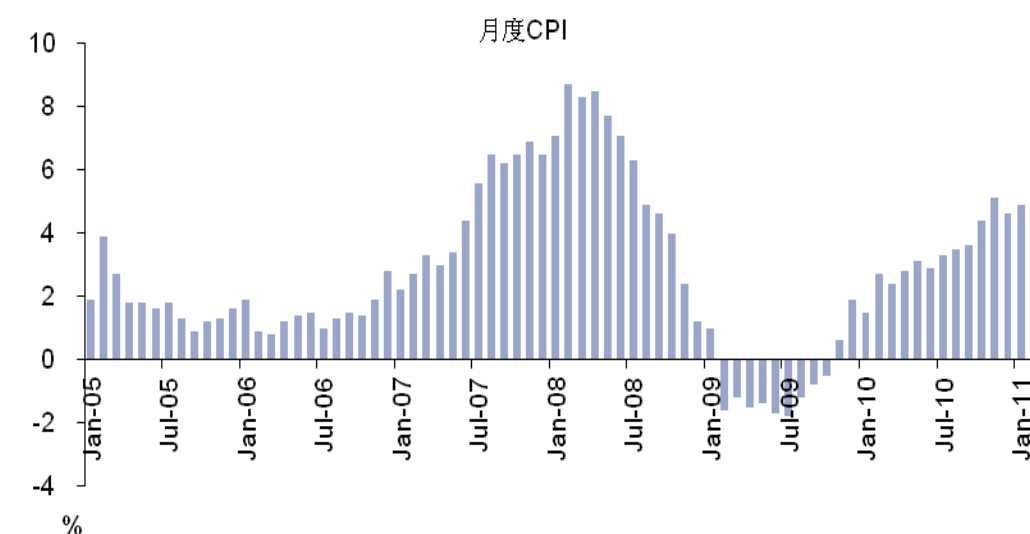
民航运输增长 75%的动力来自国民经济增长。根据我们宏观组预测，今年全年 GDP 增速 9.5%，作为中国经济真正的外生变量——出口仍将保持平稳、快速增长，我们预计 2011 年航空业总体需求增速约 13%，仍高于供给增速。此外，两舱旅客成为航空公司新的利润增长点，国际航线下半年盈利能力好转，京沪高铁分流旅客占总运输量不到 0.5%，都令下半年的航空市场不必过于悲观。

#### 3.1 下半年需求增速 13%，仍高于供给增速，二线城市成增长的中坚力量

在 2011 年度策略报告中，我们预计今年的运力供给增速在 10-11%，目前看基本符合我们的预期。下半年受国内航线、航班时刻资源稀缺，飞机日利用率同比仍难实现增长。需求方面，我们预计总体增速约 13%，略低于此前预期。但是需求增速仍大于供给增速，客座率、票价水平将维持高位。需求的小幅下调，但仍稳定增长，主要基于以下几点判断：

**宏观经济虽有放缓迹象，但仍处于高速增长阶段。**华创证券宏观组预测，今年全年 GDP 增速 9.5%左右，全年通胀 5%，这一数据对于航空市场来说并不悲观。GDP 增速 9.5%仍处于高位，通胀预计 7 月份达到年内高点后回落，5%的通货膨胀尚不会对航空市场形成负面影响，反而有促进需求的积极作用。

图表 7 CPI 全年涨幅预计在 5%左右



资料来源：wind，华创证券研究所

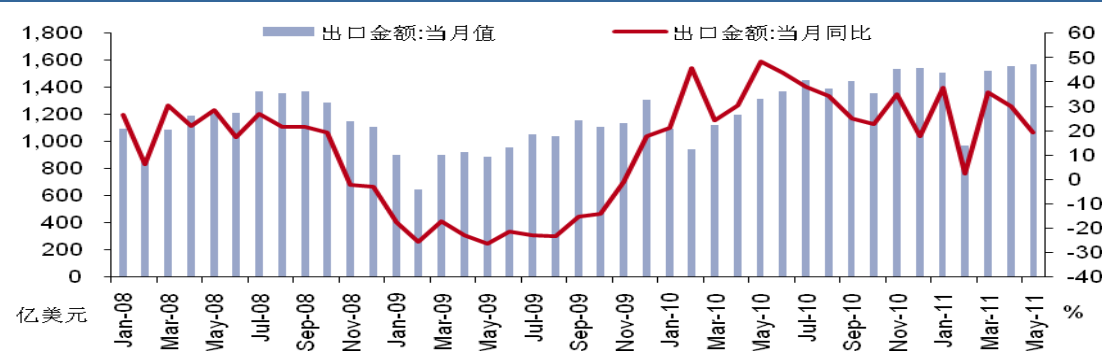
图表 8 消费者信心指处于历史较高水平



资料来源: wind, 华创证券研究所

从另一角度看,最近公布的 5 月进口金额和出口金额同比增速维持在较高水平,分别为 28.45%和 19.35%。作为中国经济真正的外生变量——出口年内仍旧保持平稳、快速增长,这将对稳定中国经济起到积极推动作用。并在一定程度上抑制通货膨胀。此外,消费、城镇化和投资仍在继续前行,这些都将是下半年航空市场需求。

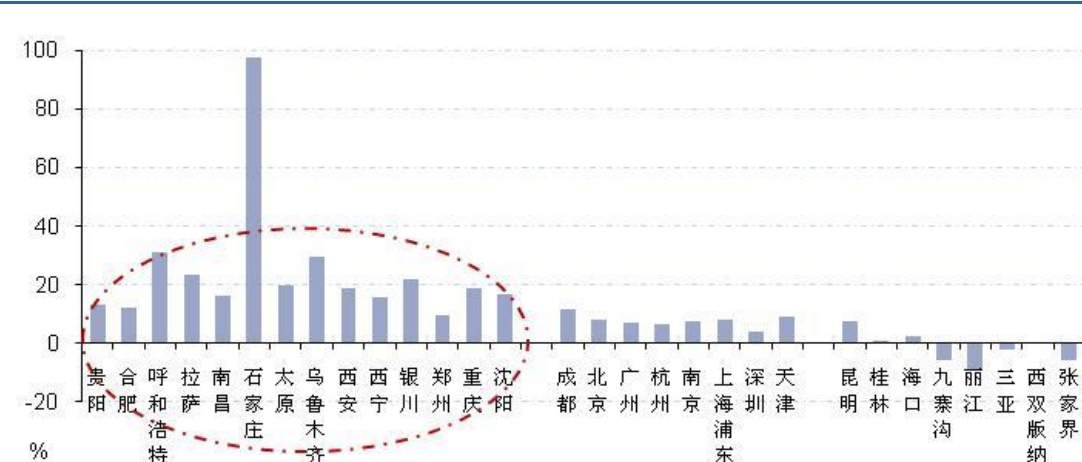
图表 9 出口金额及同比增速维持在较高水平



资料来源: wind, 华创证券研究所

**二线城市成增长中坚力量。**我们取国内前 50 大机场今年的以来的吞吐量数据进行分析,呈现出三大特点;一线城市维持稳定增长,总体同比增速 10%左右;中西部城市、二线城市同比增速迅猛,成为国内航空需求保持持续增长的中流砥柱;旅游市场延续疲软行情。

图表 10 国内主要机场前 4 个月累计吞吐量同比增速(中西部和二线城市增长迅猛)



资料来源: wind, 华创证券研究所

我们认为，三季度将迎来航空市场旺季，需求增速仍存提升空间。1、国家战略发展重心转移，将使中西部、二线城市在较长时间内持续高增长的态势；2、旅游市场将回暖；3、一线城市增速有保证。我们看到自4月初北京、上海区域空管高度降低后，航班扩容，旅客量有明显提升。可见一线城市的问题在于高效率、优质的供给。需求是非常充分的。考虑到下半年航班量增加、航班延误问题的改善，也考虑到世博会高基数的影响，预计一线城市航空运输需求同比增速 9-10%，中西部、二线城市航空运输需求同比增速超过 20%，总体需求增速 13%属大概率事件。

图表 30 四大航空公司 2011 年供需增速预测

| 2011 年供需预测 | 需求增速   | 运力供给增速 | 平均客座率 |
|------------|--------|--------|-------|
| 东方航空       | 11.50% | 8%     | 79%   |
| 南方航空       | 12.5%  | 10%    | 81.5% |
| 中国国航       | 13%    | 11%    | 82%   |
| 海南航空       | 18%    | 15%    | 84%   |

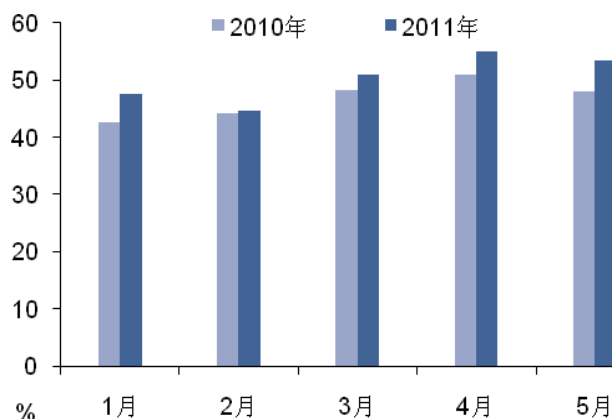
资料来源：华创证券研究所

### 3.2 高端市场开发、服务品质提升将带来超额收益

对于国际知名的航空公司来说，两舱旅客和常旅客是其重要的利润增长点，也是各航空公司的“必争之地”。在国际航空运输中，外航之所以收益高，两舱旅客和常旅客占比大也是一个重要的原因。据统计，国外航空公司头等舱和公务舱旅客约占全部旅客的 10%，但收入贡献却高达 30%。对此，中国的航空公司越来越意识到开发与维护好这块市场的重要性。

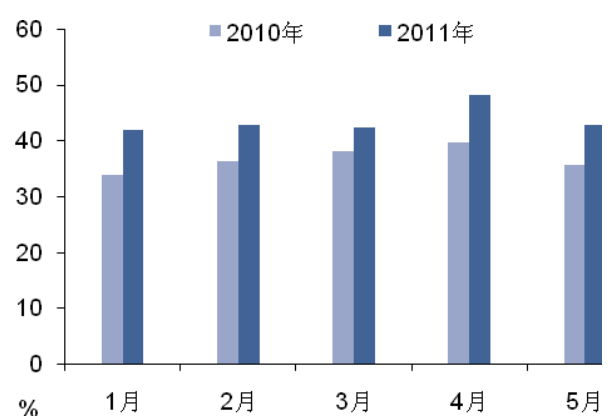
我们看到，自去年 6 月 1 日，国内两舱票价放开之后，各大航空公司在两舱市场上的客座率和收益均有明显提升。我们取 2011 年 1-5 月四家上市航空公司的国内两舱客座率数据与去年同期对比，平均客座率水平同比高出约 7 个百分点。预计今年 1-5 月四大航两舱累计收益超过 65 亿元，同比增长近 10 亿元。具体到公司，国航仍然是两舱客座率最高的航空公司，4、5 月份客座率分别达到了 55.1%和 53.4%；海航的两舱客座率提升最快，同比增幅超过 10 个百分点，平均客座率水平可维持在 50%左右。

图表 31 国航 1-5 月份两舱客座率比较



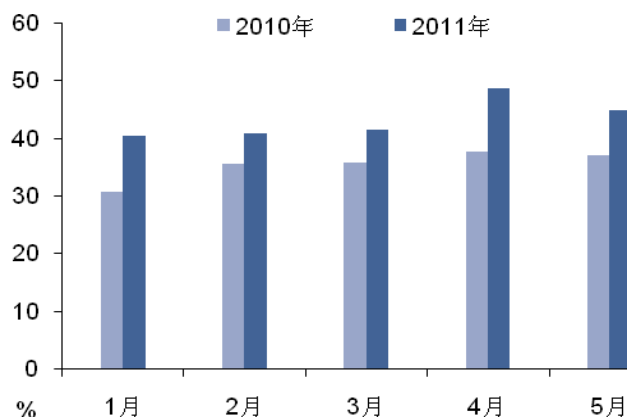
资料来源：华创证券研究所

图表 11 南航 1-5 月份两舱客座率比较



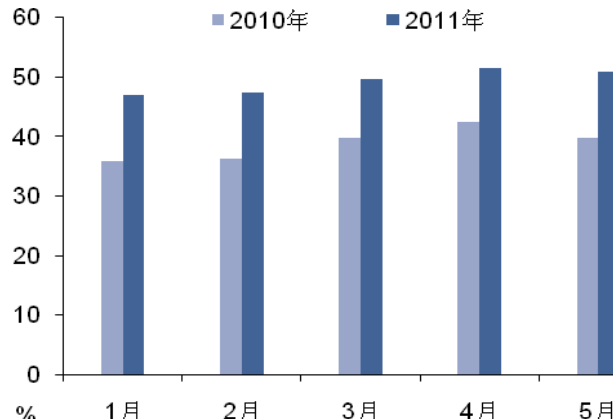
资料来源：华创证券研究所

图表 12 东航 1-5 月份两舱客座率比较



资料来源：华创证券研究所

图表 13 海航 1-5 月份两舱客座率比较



资料来源：华创证券研究所

预计未来伴随着国内经济的增长、居民收入水平的提高，消费升级的推进，国内航空公司两舱客座率水平和票价水平仍将继续提升。外在市场环境固然需要，但是内在努力也不可或缺。我们认为，当下国内航空公司至少在以下几点存在较大的改善空间。

**提升服务品质。**航空业是一个服务性的行业。其生存的根本就是要打造出有特色、安全、舒适、方便、快捷的运输服务。我们了解到中国民航近年来，不断地学习新加坡航空、国泰航等全球知名航空公司，在机上服务、地面保障的水平，座椅的舒适度，餐食的多样性等诸多方面加以改进。我们认为，服务品质的提升更多的在于管理者的意识层次和管理能力，可能投入并不太多的成本，只需要多一些心思、多一些关注，就会让客户的感受性提升非常多。航空运输作为最高端的交通运输工具，其客户端对服务质量的敏感性自然也最强。提升服务品质将会聚集更大的人流、物流，也是中国航空业走向世界最关键的一步。

**提高航班正常率水平。**京沪高铁开通在即，很多人关注高铁和民航竞争的问题。近期高铁降速，一定程度上减少了民航旅客的分流，对航空业是实质性的利好。但是我认为，航空真正的敌人并不来自于外部，而是其自己。能够降低高铁分流旅客的影响，最好的办法就是提高航班正常率，凸显航空运输快捷的优势。我们欣慰的看到，截至 5 月 21 日，京沪航线的平均正点率已上升至 72.9%，同比去年 1-7 月航班正点率 46.5%，提高了 56%。如果其他航线都能像京沪航线这样进行专人专项治理，航空旅客运输量还将有更多的增长空间。

**发掘新的赢利模式。**今年以来，三大航空公司高层多次在不同场合提到要发掘航空运输新的盈利模式和利润增长点。比如说开发更加丰富的机上娱乐项目以供旅客选择并收取费用；提高特殊服务下的行李收费标准；提供即时的航班信息和货物发送信息并收取信息服务费；丰富航空公司网站，使之更加人性化，可以更自由的选择产品……只要是通过服务创新、集成、开发把对旅客的服务衍生到航空运输服务以外的服务项目都是可以探讨盈利模式的。航空公司对市场服务的能力提高了，盈利自然也可以跟上。

航空运输经营或许可以效仿 Ipad 的成功之道，去创造一种消费模式和盈利模式，而不仅仅是满足消费需求。这样，将会带来更为广阔的盈利空间。不过，这样的盈利空间目前还不好去量化，我们在此仅以服务质量敏感性最高的两舱旅客为例，测算一下其运输量增长所能带来的收益增长空间供投资者有更直观的理解。据统计，目前四家上市航空公司仅国内航线上的两舱旅客年运输量已接近 1000 万人次，平均票价为 1700 元左右。今年以来，国内两舱旅客总运输量同比增幅超过 20%。也就是说，年内四大航空因两舱旅客量的增长所带来的超额收益可达 34 亿元，而这部分收益的产生所需要的新增成本非常小。我们在下表中对各家航空



公司两舱收益增长增厚 EPS 的情况作了详细分解。

图表 14 四家航空公司两舱旅客增长 20%将产生近 34 亿的新增收益

|      | 两舱旅客年运输量 (万人次) | 两舱旅客年收入 (万元) | 运输量提升 20%，收益增加 (万元) | 总股本 (亿股) | 增厚 EPS (元) |
|------|----------------|--------------|---------------------|----------|------------|
| 南方航空 | 270            | 459,000      | 91,800              | 98.18    | 0.094      |
| 中国国航 | 310            | 527,000      | 105,400             | 128.92   | 0.082      |
| 东方航空 | 275            | 467,500      | 93,500              | 112.77   | 0.083      |
| 海南航空 | 95             | 161,500      | 32,300              | 41.25    | 0.078      |

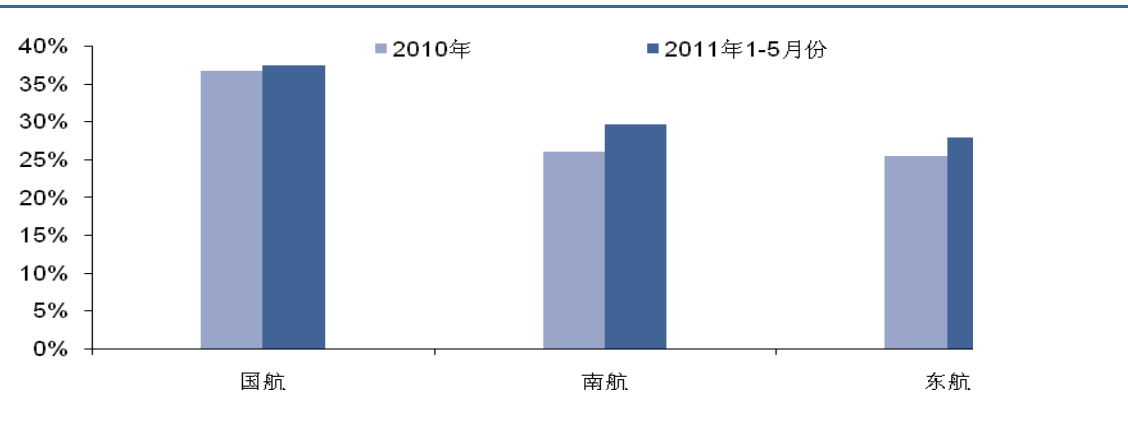
资料来源：华创证券研究所

### 3.3 国际航线拓展属长期战略，下半年盈利难现，巨亏亦难现

上半年国际航线不景气增加了很多人对下半年国际航线形势的担忧。尤其是年内南航将有 2 架 A380 到场，飞北京到欧洲和美洲的航线，更加剧了市场竞争的激烈程度。针对这一情况，我们与几大航空公司进行了较深入的沟通。各家航空公司摆出了几乎一致的态度：目前的困难属于战略转型的阵痛期。如果不趁现在国内航空市场景气，公司有实力、有时间培育国际航线，未来很可能会失去这块重要的阵地。而国际市场不成熟，就无法建立起真正的枢纽网络型航空公司。

此外，各航空公司都认为目前国际航线的盈利困难并不如想象的那么大，虽然客座率下滑，但票价仍略有上涨，并且两舱市场拓展尤其是针对海外旅客群的拓展较快。细分市场来看，一些由一家国内航空公司独飞的传统优势航线仍然保持了较高的票价和客座率水平。比如海航的北京—布鲁塞尔、北京—新西伯利亚，新开的杭州—曼谷的航线。客座率都超过了 80%，北京—俄罗斯的航班客座率甚至达到了 91%。

图表 15 三大航可供座公里国际航线占比上升



资料来源：wind, 华创证券研究所

中国民航十二五规划明确指出，中国将大力发展以枢纽化运作为支撑的国际旅客运输。大力扩展国际航线，完善国际航线网络布局，加强国际航空通道建设，增加欧美地区航线航班密度，增加连接南美、非洲的国际航线，推进与东盟国家航空一体化进程。通过联合重组、加入联盟和改进管理等措施，打造一至两家具有国际竞争力的大型网络型航空公司，打造至少三个国际航空枢纽。

开辟国际航线已成为中国民航一项至关重要的长期战略。对此，民航总局也给予了政策上的扶持，出台了《远程国际航线补贴管理办法》，对国航、东航、南航、海航运营的 13 条远程

国际航线补贴了 3.2 亿元。我们认为，拓展与世界的广泛联通和增强枢纽网络建设，是世界航空强国成功的重要原因，比如说新加坡航空、阿联酋航空、国泰航空。长期看，国际航线定将成为中国航空运输业新的利润增长点。而且有民航总局这样一只强大的手调控、扶持，将更有利于行业发展。

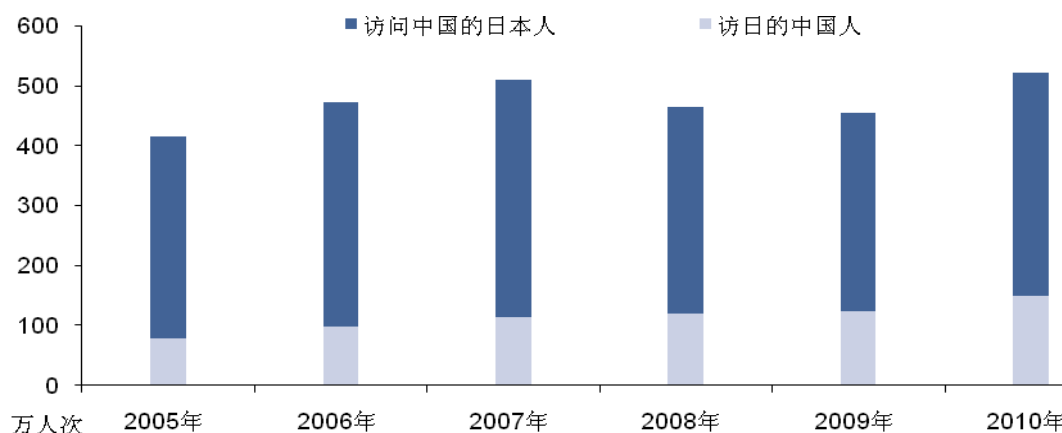
我们预计 7 月份国际航线需求将会触底反弹，随着国内外航线运力的调配，以及旺季行情的到来，国际航线的盈利水平将会趋于好转。

### 日本航线下半年业绩展望：

对于日本航线，有三点乐观看法：

- 1、我们从航空公司层面了解到，日本地震以后，日本航线旅客运输量减少，东南亚航线在升温，一部分旅客尤其是旅游客转移到了东南亚航线上。这在一定程度上抵消了日本地震对航空业的影响。
- 2、细分日本航线客源市场，我们认为日本地震主要冲击的是中国访日的旅游市场，而对于日本游客访问中国以及中日之间的商务往来旅行需求影响有限。而从我们统计的 2005-2010 年中日往来客流量数据中发现，访日的中国人占比要明显小于访华的日本人，不论是中日间的旅游市场还是商务市场，主要以日本人居多。因此我们认为一小部分客户群受影响不足以撼动整个日本航线旅客人数下滑。

图表 16 2005 年-2010 年中日之间的人员交往情况



资料来源：华创证券研究所

- 3、此次受地震影响较为严重的是日本东北地区，与北朝鲜隔海相望。而日本的主要大城市如东京、大阪、名古屋、横滨、神户、福冈等都集中在中部和南部，靠近韩国、中国。这部分地区受地震的影响并不大。

根据上述分析，我们认为日本航线全年实现盈利仍是大概率时间，至于是否能恢复到震前水平，将取决于日本经济的复苏情况和灾后社会重建情况。预计下半年，随着日本灾后重建工作的展开以及经济秩序的恢复，该航线上的客、货运需求将会回升。

### 3.4 空域管制改革，提高航班正常率，释放更多黄金航线和时刻

自去年航班正常率不断下滑以来，航班延误的问题就饱受社会诟病。对此，我们在去年 7 月

的行业研究报告中指出，航班延误是航空受高铁冲击最关键的症结之一。飞机延误每多增加 1 个小时，受高铁冲击的航线航距将增加 480 公里，如果航班延误达到 3 个小时，受高铁冲击的航线航距将增至 2240 公里，这将覆盖国内绝大部分的航线。

图表 17 航班延误的影响测算

|                              |      |      |      |      |
|------------------------------|------|------|------|------|
| 飞机飞行速度（公里/小时）                | 800  |      |      |      |
| 火车运行速度（公里/小时）                | 300  |      |      |      |
| 正常运营下受高铁冲击的航线航距（公里）          | 800  |      |      |      |
| 航班延误每增加 1 小时受高铁冲击的航线航距增加（公里） | 480  |      |      |      |
| 航班延误（小时）                     | 1    | 2    | 3    | 4    |
| 受高铁冲击的航线航距（公里）               | 1280 | 1760 | 2240 | 2720 |

资料来源：华创证券研究所

正是基于这样的危机感，今年以来民航总局不断采取各项措施提高空管水平、改善航班正常率，以北京、上海、广州三个城市的四个机场为重点，在全行业开展专项整治工作——

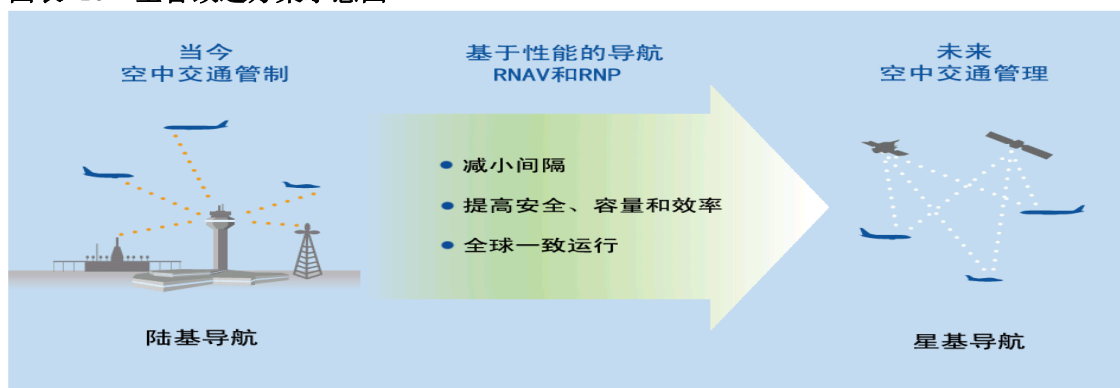
3 月 25 日，民航局空管局印发《京广航路排堵保畅措施》。强调重点对北京、天津、广州、深圳和香港机场的航班实施排堵保畅，保证上述 5 机场之间飞行的航班正常率不低于 80%，因流量控制原因造成的航班延误比例不超过 20%。

4 月 7 日，华北空管北京区域管制中心和华东空管上海区域管制中心管制高度下限由原来的 8400 米（不含）下调至 7800 米（不含），此前上海地区民航空域高度为 8400 米至 12500 米之间。同时，华东空管局上海区域管制中心将接管指挥合肥、南昌、厦门等地的 7800 米（不含）以上的高空飞行，逐步整合东部地区高空空域资源。

对于区域管制，其管理的高度下调意味着管理区域的扩大。这种改革虽然会增加空管的工作量，但是在管理范围内可调配的空间也变大了，有利改善空域飞行环境，提高运行安全，减少航班延误。与此同时，北京、上海区域的日飞机起降架次也将获得超过 10% 的增长，例如北京区域管制中心的指挥能力由过去的 2200 架次/天提高到 2500 架次/天。国内黄金航线释放出更多时刻，将大大有利于航空公司收益的增加，尤其是下半年航空旺季时收益的增加。

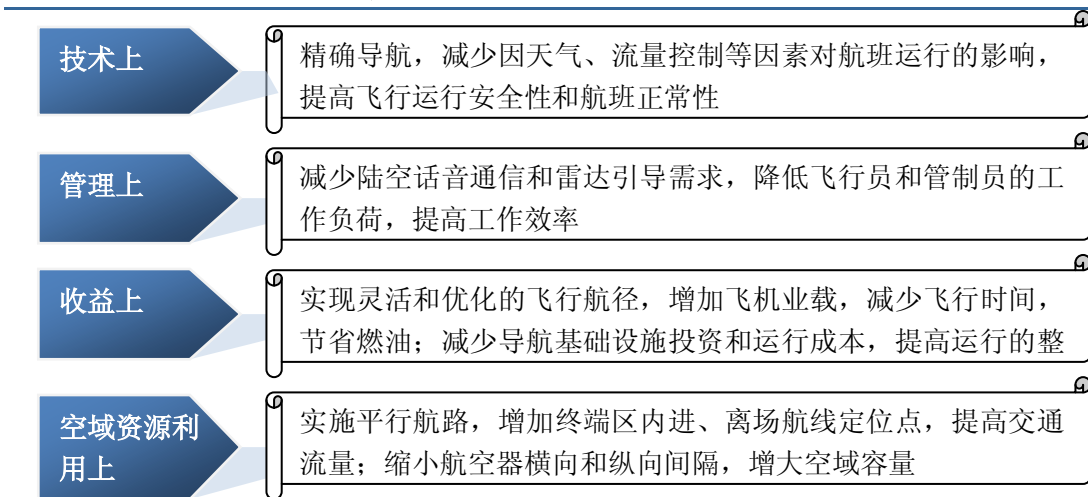
**基于性能的导航实施将增加飞机流量，带来上百亿的业绩提升空间。** PBN 是一种将航空器的机载设备能力与卫星导航及其他先进技术结合起来，涵盖了从航路、终端区到进近着陆的所有飞行阶段，提供了更加精确、安全的飞行方法和更加高效的空中交通管理模式。PBN 的实施将改善当前的空域管理现状，尤其在增加空域容量、流量，减少飞行时间、距离上有比较大的技术革新。

图表 18 空管改进方案示意图



资料来源：华创证券研究所

图表 40 PBN 的核心价值体现



资料来源：华创证券研究所

单从优化飞行航径，减少飞行时间上测算 PBN 实施后每年可节约近 200 亿元的航油成本。此外，减少飞行时间意味航空公司需要支付的飞行小时费的减少，增加飞机业载意味着飞机单班收益的提高，这些都将提升航空公司的业绩空间。

图表 41 空管技术水平提高对航油成本节约的影响

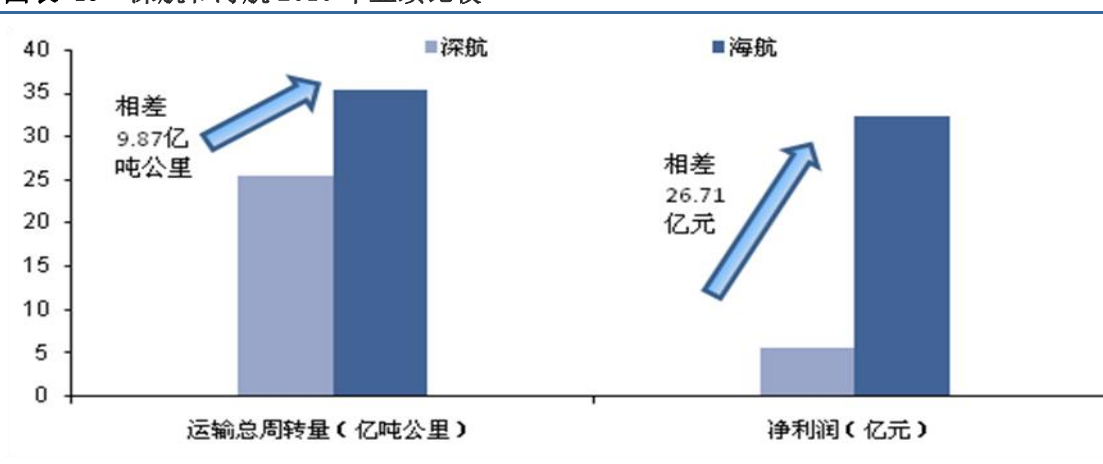
| 航油成本节约测算             |             |
|----------------------|-------------|
| 每架次起降飞行减少时间（分钟）      | 10          |
| 波音 737 飞行每分钟耗油量（公斤）  | 50          |
| 全民航国内航班年起降架次（2010 年） | 5, 116, 000 |
| 年航油节约总量（吨）           | 2, 558, 000 |
| 航油价格（元/吨）            | 7, 640      |
| 年节约航油成本（万元）          | 1, 954, 312 |

资料来源：华创证券研究所

### 3.5 国航业绩新亮点：深航对国航业绩的贡献同比增幅超 3 倍

中国国航在 2010 年年报中披露：深圳航空及其下属子公司自 2010 年 4 月 20 日至 12 月 31 日累计产生净利润 39.314 万元。据此估算，深航 2010 年全年净利润约 5.5 亿元。深航 2010 年运输总周转量 25.4 亿吨公里，我们将其与规模相仿的海南航空比较。海航 2010 年运输总周转量 35.27 亿吨公里，净利润达 32.21 亿元，两公司业绩差距明显。

图表 19 深航和海航 2010 年业绩比较

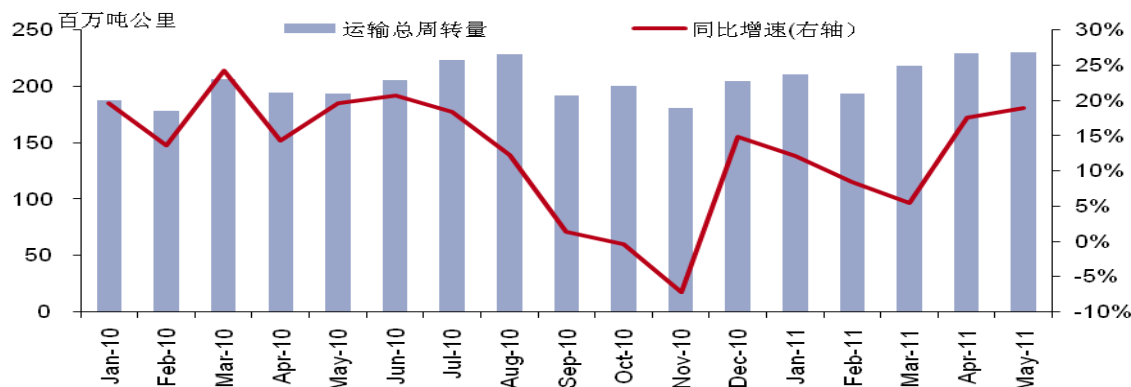


资料来源：华创证券研究所

深航本身的运营能力并不输于海航，甚至在收益管理、市场拓展、网络规划等方面优于海航。那么为什么会在 2010 年产生如此大的悬殊呢？究其原因有三点：1、历史问题影响了业绩提升；2、协同效应暂未完全体现。3、空难被迫降低运营效率。

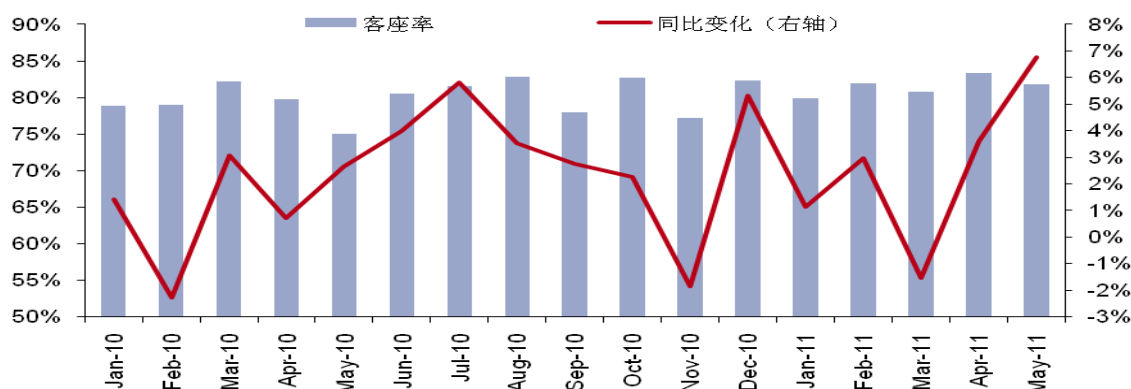
进入 2011 年，从前 5 个月的运营情况看，影响去年业绩的三大主因均有明显改善，各项生产指标和经营指标均呈现快速增长趋势。据了解，2011 年 1-5 月深圳航空实现运输总周转量 10.8 亿吨公里，同比增长 13%；客座率约 82%，同比提高 2.6 个百分点。根据市场草根调研，预计公司平均票价水平提升超过 15%，是收益大幅增长的重要推动力量。

图表 43 深航运输总周转量及同比情况（2010 年 1 月-2011 年 5 月）



资料来源：华创证券研究所

图表 44 深航客座率及同比情况（2010 年 1 月-2011 年 5 月）



资料来源：华创证券研究所

我们认为，深航下半年业绩的同比增速将比上半年更快。主要原因有：

- 1、空难短期负面影响集中释放拉低去年下半年收益，今年将会明显改善。去年 8 月份的空难，深航安全整顿，被迫大幅降低飞机日利用率。我们看到其飞机日利用率由 8 月份的 10.05 个小时急剧降到 9 月份的 8.4 个小时，不仅环比大幅降低，同比也减少了 1.27 个小时，这一水平一直持续到今年春运之前。
- 2、深航国际航线占比极少，全面受益于年内国内航线的景气度。自国航入主深航后，深航原国际航线逐步优化、减少，目前仅剩日本、韩国、台北等传统优势航线，且盈利状况良好。如果说南航年内将受益于国内航线占比大、具备盈利优势的话，那么深航的这一优势将更加明显。



- 3、加入星空联盟将有助于深航依托联盟强大的网络优势，提升市场竞争力。深航或于今年7月加入星空联盟。目前，公司已与部分星空联盟成员签署航班代码互享协议，包括全日空和韩亚航空。深航加入星空联盟有助于联盟拓展中国国内市场网络，更有助于深航完善自身航线网络，提升服务水平，增强市场拓展能力。

我们预计，深圳航空下半年飞机日利用率同比增长15%，票价同比增长超过10%，客座率增长1-2个百分点属大概率事件。预计公司全年利润总额将超过20亿，为中国国航贡献EPS超过0.06元。

## 四、业绩预测与投资建议

### 4.1 业绩预测：利润同比呈低速增长态势

2011年航空业仍将维持较高的行业景气度，客座率、票价有望再创新高。油价高企虽然会增加航空公司成本端压力，但票价水平上涨、燃油附加费上涨起到很好的覆盖作用。我们认为，全年航空公司主营业务收入增幅与主营业务成本增幅将大致趋同，人民币升值产生的汇兑收益将成为利润增长的重要贡献力量。

预测2011年中国国航、东方航空、南方航空和海南航空EPS分别为1.03元、0.51元、0.60元和0.83元。目前股价对应动态PE分别为8.70、9.84、12.18和8.39倍。估值偏低，下半年面临估值修复带来的投资机会。

图表 45 四大航空公司业绩预测

| 股票简称 | 收盘价<br>(6.13) | EPS  |      |      | PE    |       |       |
|------|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|      |               | 2011 | 2012 | 2013 | 2011  | 2012  | 2013  |
| 中国国航 | 8.96          | 1.03 | 1.08 | 1.20 | 8.70  | 8.30  | 7.47  |
| 东方航空 | 5.02          | 0.51 | 0.54 | 0.60 | 9.84  | 9.30  | 8.37  |
| 南方航空 | 7.31          | 0.60 | 0.64 | 0.70 | 12.18 | 11.42 | 10.44 |
| 海南航空 | 6.96          | 0.83 | 0.91 | 1.03 | 8.39  | 7.65  | 6.76  |

资料来源：华创证券研究所

### 业绩预测核心假设

- **人民币升值：**假设人民币2011年升值4%左右，分别增厚南航、国航、东航和海航的EPS为0.19元、0.14元、0.1元和0.095元。
- **航油成本：**综合考虑全球经济疲软和中东局势动荡、全球范围内核能利用减少等多方面因素，我们预计2011年油价上涨、下跌空间都有限，假设WTI均值在100美元/桶，燃油附加费的征收将覆盖80%的新增航油成本。
- **运力供给：**受制于航线、航班时刻资源的稀缺，飞行安全保障、飞行员资源限制、飞机制造商订单交付能力等，预计2011年全行业运力供给仍将维持低位，同比增速10-11%。东航、南航、国航、海航运力增速分别约为：8%、10%、11%、15%。飞机日利用率年内难有提升空间。
- **需求增长：**综合考虑国家宏观经济影响以及航空细分市场的需求动因，预计全年整体需求增速约13%，其中一线城市航空运输需求增速为9-10%，中西部、二线城市航空运输需求同比增速超过20%。

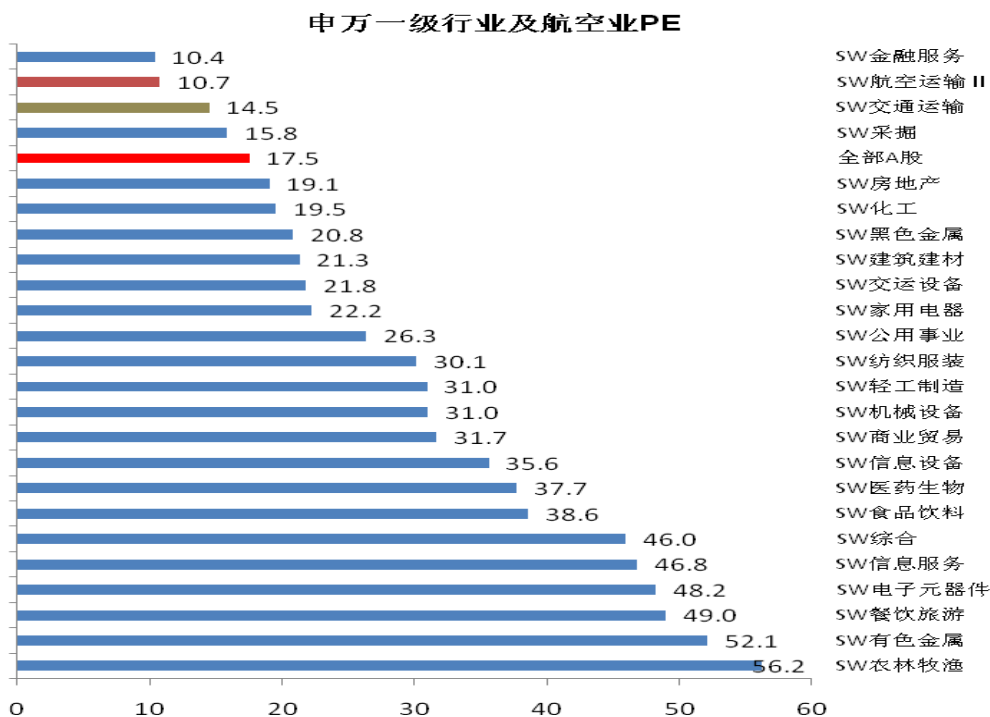
- **票价和客座率水平：**仍将维持高位。全行业平均客座率 81%，其中东航、南航、国航和海航的客座率预测值分别为：79%、81.5%、82%和 84%。
- **两舱收益：**年内四大航空两舱旅客增速达 20%，因两舱旅客量的增长所带来的超额收入可达 34 亿元。细分至公司，该部分收入将分别增厚南航、国航、东航、海航的 EPS 为：0.094 元、0.082 元、0.083 元和 0.078 元。
- 北京、上海区域空管高度度下调和航班延误专项治理，将使一线城市释放更多黄金时刻，预计航班容量可增长 10%。
- **深航年内对国航业绩贡献同比增幅超 3 倍。**历史问题、空难等诸多因素影响去年深航业绩。今年将会明显改善，深航国际航线占比小，将全面受益于国内航线景气度。预测深圳航空下半年飞机日利用率同比增长 15%，票价同比增长超过 10%，客座率增长 1-2 个百分点，全年利润总额将超过 20 亿。

#### 4.2 投资建议：关注大盘反转、估值修复带来的航空股投资机会

尽管年内需求增速放缓，国际市场也呈现疲软态势，但整个航空行业景气度仍维持较高水平，客座率、票价屡创新高。我们认为下半年仍将延续这样的市场行情，很难看到业绩大幅低预期的状况。从长期来看，我们仍然维持此前观点：伴随着航空逐渐成为一种大众消费，航空公司的业绩波动性将会逐渐减弱，航空股的弹性将会降低。

目前，航空股的 2011 年动态 PE 普遍低于 10 倍，动态 PB 普遍处于 2-3 倍的区间，均已处于历史低位。与其他行业相比，亦处于低位。我们认为，目前的股价已经体现市场所有的悲观预期。一旦大盘反转或者油价、高铁等负面预期出现向好变化或者人民币升值超预期，都将会迎来航空股的反弹机会。建议投资者密切关注航空业运营动态，把握投资机会。我们仍然维持行业“推荐”评级。

图表 46 航空业 PE 处于各行业的低位（截至 2010.6.14）



资料来源：wind, 华创证券研究所

## 五、重点推荐公司：估值偏低、价值和优势尚未被市场充分认识的公司

2011 年航空股主要推荐公司为：中国国航和海南航空。我们建议关注稳健、抗风险能力强，国内航线网络、客座率、票价优势明显的中国国航和利好集聚，全面受益于海南岛旅游开发的海南航空。这两家公司年内相对具有更稳定的业绩，而且目前估值偏低，其价值和优势尚未被市场充分认识。此外，因为我们的宏观组认为下半年人民币升值难有大行情，再加上南方航空今年国际航线拓展速度偏快，下半年又有 2 架 A380 到场，恐拖累全年业绩。暂不作推荐评级。

### 中国国航：稳健、抗风险能力强，国内航线网络、客座率、票价优势明显

- ◆ 高比例公商务旅客资源决定国航将优先受益于消费升级
- ◆ 国内、国际航线客座率、票价水平显著优于行业竞争对手，收入具有明显刚性
- ◆ 运营效率优势明显，成本端压力相对小
- ◆ 深航业绩全面受益于国内航线景气度，协同效应逐渐突显，年内将贡献利润总额超 20 亿；
- ◆ 完善的航线网络以及运营管理优势，将大大增强公司的抗风险能力和危机应对能力
- ◆ 风险提示：油价上涨、高铁冲击、国内外宏观环境、需求增长低预期

### 海南航空：利好集聚，全面受益于海南岛旅游开发

- ◆ 运营效率高，票价弹性大，业绩具备较大的提升空间；
- ◆ 既受益于航空行业景气度，又受益于海岛开发带来的旅客增量，双重利好叠加
- ◆ 投资海岛建设，全方位分享海南岛旅游开发收益
- ◆ 航线网络结构决定其受高铁影响明显小于三大航空公司
- ◆ 风险提示：公司治理低预期

## 六、风险提示：

国际航线竞争加剧、宏观经济疲软、需求低预期、高铁分流、油价上涨。

航空运输 II

# 中国国航 (601111.SH) / 10.95 元

## 主业盈利同口径增 9%，国际线受欧债危机和中东动荡影响

### 事项

4 月 28 日，公司发布 2011 年一季报。公司实现营业收入 212.51 亿元，同比增长 44.60%；利润总额 23.19 亿元，同比下降 11%；基本每股收益 0.14 元。

### 主要观点

**深航并表、燃油附加费和票价提升是营业收入大增的主要原因。**深航的营业收入大约是国航母公司的 1/3，粗略估算影响 30%左右的利润增长。此外，从去年底燃油附加费屡次上调、票价一直维持强势也是营业收入增长的重要原因。

**剔除汇兑收益、套保和投资收益影响，公司主营利润同比增 9%。**受益于人民币升值，公司财务费用由去年的 2.31 亿元减少到今年的-2.73 亿元，增加利润总额 5.04 亿元。但同期，公司去年由于套保业务产生 9.48 亿元公允价值变动损益，今年仅 0.91 亿元，减少利润总额 8.43 亿元。投资收益减少 0.82 亿元。剔除该部分影响，公司一季度实际主营利润约 16.27 亿元，同比增 9%。

**母公司营业收入同比增长 15.84%，明显高于生产指标增速。**一季度，公司可用座公里 276 亿客公里，同比增 6.83%；可用吨公里 43.26 亿吨公里，同比增 5.29%；而同期母公司实现营业收入 152.12 亿元，同比增 15.84%。营收增速明显高于生产增速，表明公司运营效率和单位收益水平大幅提高。公司一季度客座率为 79.4%，同比上升 0.76%，票价和客座率仍然处于高行业景气度下的强势状态。

**油价大幅上涨、国际市场低迷的背景下，公司主业盈利依然稳定。**一季度公司营业成本同比增 47.97%，略高于营收增速，主因源于燃油成本的大幅上升。今年一季度以来，新加坡航空煤油平均价格同比上涨了 41.87%，国内航空煤油价格同比上涨近 20%。国航国际航线占比大，更易受国外市场油价高增长影响。此外，受欧债危机和中东局势震荡影响，作为国内欧线数量最多的航空公司，欧线客座率和需求下滑一定程度上拖累了国际市场。但另一方面我们也看到：在诸多不利因素影响下，公司主业盈利仍能维稳，表现了公司稳健的经营风格和盈利能力。

**未来行业景气度有望得到提升。**一季度，国内新增固定资产投资同比增 5.37%，增速明显放缓；1-3 月份，PMI 同比分别下降 2.9%、-0.2%和 1.7%，此外通胀和政策紧缩一定程度上也抑制了航空需求。目前宏观经济并不构成有利于航空的局面，但整个民航客座率同比仍在提升，票价也有 10%以上增速，可见航空市场存在巨大的刚性需求。我们认为，一旦宏观经济出现向好，航空市场被抑制的需求可能出现爆发，行业出现恢复性增长。目前绝对不是航空景气度的顶点。

**深航年内贡献利润将超过 20 个亿。**作为国航的控股子公司深航，其规模和海南航空相当。但是去年仅贡献了利润 3.93 亿元，远低于海南航空盈利。这主要是由于去年并购期前后维稳的政策，降低了运营效率。下半年深航又因为空难

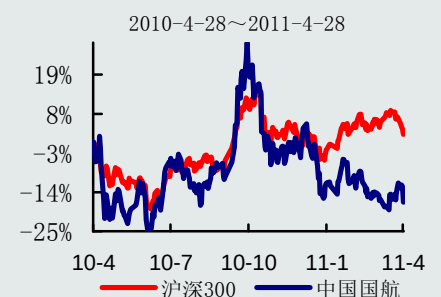
### 投资评级

|       |    |
|-------|----|
| 投资评级： | 推荐 |
| 评级变动： | 维持 |

### 公司基本数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 总股本(万股)        | 1289195   |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 784568/0  |
| 资产负债率(%)       | 73.14     |
| 每股净资产(元)       | 3.58      |
| 市盈率(倍)         | 11.56     |
| 市净率(倍)         | 3.06      |
| 12 个月内最高/最低价   | 17.31/9.4 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

|                                          |            |
|------------------------------------------|------------|
| 《主业盈利能力大幅增强，汇兑和投资收益亦给力》                  | 2011-03-30 |
| 《中国国航（601111）三季报点评：业绩远超历史最佳，人民币升值业内受益最大》 | 2010-10-29 |
| 《客货并举支撑主业盈利大增，投资收益超预期》                   | 2010-08-26 |
| 《行业标杆，实力不容小觑》                            | 2010-07-16 |
| 《战略规划合理，高铁冲击小，未来三年盈利增长可期》                | 2010-06-24 |

被民航总局勒令整改，降低飞机日利用率。再加上与国航整合期协同效应暂未显现等诸多因素影响，导致了业绩不景气。但是今年以上问题都会明显好转，深航业绩将会大幅提升，预计年内贡献利润可达 20 亿元。

**4月份需求增速回升，人民币升值助力公司业绩。**今年一季度，全民航实现盈利74.8亿元，同比增17.5%。经历3月的低迷之后，四月份几大航空公司旅客运输量同比增速均出现回升。截至4月13日，国航旅客人数同比增6.82%，总体客座率和两舱客座率分别为80.3%和49.77%，较去年提高2.1%和3.6%，运营效率依然维持高位。此外，为了应对输入性通胀，预计人民币升值有加速的可能性，2011年上半年人民币升值可超过3%，公司业绩有望增厚1毛钱。

**投资建议：**在种种不利条件下，公司主营业绩仍然保持稳定，印证了国航是抗风险能力最强的航空公司。即便面对高油价和高铁的影响，我们认为公司的枢纽网络建设和精细化管理，加上与深航的协同效应逐步体现，仍将使公司2011年业绩将呈稳定增长的趋势。预计11-13年EPS分别为：1.16元，1.27元和1.42元，对应动态PE分别为9.44倍、8.62倍和7.71倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**油价持续上涨、高铁冲击、需求增长低预期。

| 主要财务指标   |         |        |       |        |
|----------|---------|--------|-------|--------|
|          | 2010A   | 2011E  | 2012E | 2013E  |
| 主营收入(百万) | 80963   | 91488  | 98807 | 108688 |
| 同比增速(%)  | 58.45%  | 13.00% | 8.00% | 10.00% |
| 净利润(百万)  | 12455   | 13322  | 13983 | 15604  |
| 同比增速(%)  | 150.19% | 6.96%  | 4.96% | 11.59% |
| 每股盈利(元)  | 1.05    | 1.03   | 1.08  | 1.20   |



航空运输 II

# 海南航空 (600221. SH) / 8.24 元

## 主营业务大幅增长符合预期，营业外收入超预期

### 事项

3月15日，公司发布2010年年报。年报显示，2010年公司累计实现营业收入217.06亿元，同比增长39.6%；归属于上市公司股东的净利润30.14亿元，同比增长800.56%；基本每股收益0.74元/股，同比增长722.22%。

### 主要观点

**主营业务大幅增长，符合预期。**2010年，公司实现旅客运输量1,863.01万人次，同比增6.88%；货邮运输量28.25万吨，同比增19.72%；总周转量352,683万吨公里，同比增17.77%；收入方面：公司2010年主营业务收入196.15亿元，同比增42.03%。其中航空客运收入183.55亿元，同比增46.93%；货运及逾重行李收入8.26亿元，同比增76.51%。公司主营业务大幅增长符合我们此前的预期。详细分析可参见我们去年12月发布的海航深度报告。

**营业外收入贡献近9亿元，固定资产转让收益超5亿。**营业外收入超出我们此前预期，主要是由于我们此前的盈利预测为考虑公司去年底发生的多笔转让固定资产收益。2010年12月，公司将固定资产、航材消耗件、土地使用权以及相关维修许可资质等转让给大新华技术，获得46085.6万元净收益；将22架D328飞机转让给海航航空控股，获得净收益2460.4万元；2010年6月，公司将3架波音飞机转让给香港航空，获得净收益2356.3万元。

**内外部经营环境乐观，将带动2011年公司主营业务继续提升。**资本市场很多人认为海航不是一家完全意义上的航空公司。公司存在大量的关联交易，而且有通过航空主业平台做资本运作的前例。这在一定程度上产生了资本市场对海航主业盈利能力的担忧。但基于外部经济环境向好，国家战略支持，海南岛建设大势所趋，内部管理不断完善等诸多原因，我们仍然认为，2011年公司主业将有较大幅度改善，预计主业收入增速为15-18%。

**国际航线具备快速成长空间。**海南航空因收购新华航空占据了一定比例的北京市场，这为海航打造国际航线奠定了良好的地利基础，海航前十大黄金航线均来自北京市场。目前，公司已构筑了以飞往日韩、俄罗斯和中亚等中短程航线与飞往欧洲美和澳洲远程航线相结合的全球国际航线网络。目前，海南航空正配合整个集团的“中非战略”着力打造中非航线，据了解，目前已开辟的三条中非航线均为海航独飞，这将为海航的国际战略开辟新的增长极。

**大英山4块土地入账投资性房地产，2011年公允价值变动收益增长存预期。**我们关注到年报中，公司将去年底购置的4块大英山土地记入投资性房地产科目。虽然当时公告显示土地转让价格远低于市场价格，但公司并没有根据市场价格调整2010年的公允价值变动损益。我们认为公司存在2011年公允价值变动收益增厚EPS的可能性。

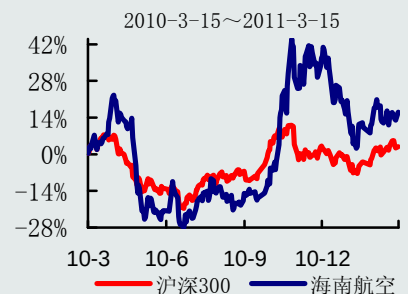
### 投资评级

|       |    |
|-------|----|
| 投资评级: | 推荐 |
| 评级变动: | 维持 |

### 公司基本数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(万股)     | 412549       |
| 流通A股/B股(万股) | 334519/18472 |
| 资产负债率(%)    | 81.22        |
| 每股净资产(元)    | 3.02         |
| 市盈率(倍)      | 11.28        |
| 市净率(倍)      | 2.73         |
| 12个月内最高/最低价 | 10.56/4.81   |

### 市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

《不一样的天空，特色决定胜负》

2010-12-13

《海南航空调研简报：未来3年增速最快的航空公司》

2010-11-05

**投资建议：**虽然年报披露的2011年公司主要经营指标预测显示运输总周转量增速为13.69%，低于此前我们调研时获取的信息。但是公司票价提升仍具较大空间，我们仍然认为：2011年海南航空主业收入增速高于三大航，高铁影响小。公司有业绩、有故事。2011年-2013年的盈利预测分别为：0.83元、0.91元、1.03元，对应PE分别为：9.93倍、9.05倍和8倍。给予“推荐”评级。建议重点关注海南航空资产注入、参与国际旅游岛开发、大新华上市等事件性影响。

**风险提示：**油价上涨、高铁冲击、货币政策紧缩、需求增长低预期

| 主要财务指标   |         |        |        |        |
|----------|---------|--------|--------|--------|
|          | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 主营收入(百万) | 21706   | 25396  | 29206  | 33586  |
| 同比增速(%)  | 39.60%  | 17.00% | 15.00% | 15.00% |
| 净利润(百万)  | 3221    | 3679   | 4057   | 4564   |
| 同比增速(%)  | 804.88% | 14.22% | 10.27% | 12.50% |
| 每股盈利(元)  | 0.73    | 0.83   | 0.91   | 1.03   |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801