

证券研究报告

航空运输Ⅲ



分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S1010210030008

联系人: 朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

航空煤油进口执行零关税，积极财政政策利好航空业长期发展

2011年6月26日

投资要点

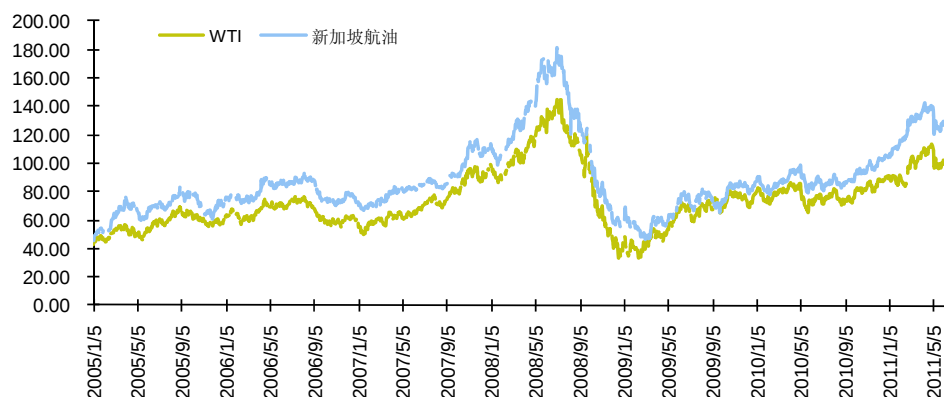
事件:

国务院关税税则委员会于近日发布通知，从7月1日起调整部分商品进口关税，将大幅下调汽油、柴油、航空煤油和燃料油的进口关税，其中柴油、航空煤油将以零关税进口。

点评:

- 这次降税力度较大，共涉及 33 个税目商品，以能源、原材料为主，有利于促进对外贸易平衡、保证国内经济平稳运行、加强国内救灾和应急物资储备体系建设。
- 受国际经济复苏和中东乱局的影响，从去年第四季度起，国际油价一路上扬，WTI 从 2010 年 10 月 1 日的 81.58 美元/桶上涨到最高 113.93 美元/桶，上涨最大幅度达 39.7%。2011 年 5 月份以来虽有所回落，但仍保持在 99 美元/桶左右。国际油价的上涨导致航油价格也持续上升，新加坡航油价格最高达到 142.85 美元/桶，5 月以来均价为 128 美元/桶。我国航油供应主要依赖进口，燃油成本占航空公司主营成本的比例接近 40%。此次航空煤油进口关税由之前的 6% 下降到 0，有可能导致发改委下调国内航油出厂价。

图 1、国际油价走势



数据来源：兴业证券研发中心

● 两种政策演化预测

(1) 国内航油出厂价下调，燃油附加费相应下调

目前国内航油实际出厂价为 7640 元/吨，若关税从 6% 将为 0，则航油价格最大可下调 430 元/吨。根据国内燃油附加费和国内航油综合采购成本的联动机制，如果国内航油出厂价下调 430 元/吨，国内燃油附加费（800 公里以下航线）将相应从 80 元下调至 70 元，（800 公里以上航线）从 140 元下调至 120 元。预计下半年可为国航、南航、东航、海航分别提升 EPS 0.006、0.01、0.006、0.014 元。

虽然油价和燃油附加费下调对航空公司当年盈利并没有带来较大影响，但从中长期看，航空煤油执行零关税，对航空公司降低燃油成本形成中长期利好，同时燃油附加费的下调有望提升航空需求的价格弹性，在一定程度上吸收更多的航空旅客需求。

表 1、航油价格和燃油附加费变动对 EPS 影响测算（仅考虑下半年）

公司	航油下降提升 EPS(元)	燃油附加下调减少 EPS(元)	合计提升 EPS(元)
国航（含深航）	0.038	0.031	0.006
南航	0.058	0.048	0.010
东上航	0.048	0.042	0.006
海航	0.043	0.029	0.014

数据来源：兴业证券研究所

(2) 国内航油价格与国际完全接轨，航油出厂价保持不变

以 6 月 22 日的国际油价为参考，关税下调后当期国内航油理论出厂价为 7631 元，而现在实际出厂价为 7640 元，基本一致。故近期国内航油出厂价有可能维持不变，以达到与国际接轨的既定目标。若政策按此演化，则此次关税下调对四大航业绩无影响。

● 基本面是推动航空板块反弹的核心动力

虽然 4 月以来油价和汇率的跷跷板效应一直朝着有利于航空股的方向演变，但未来航空板块的核心驱动因素还是取决于基本面的景气程度。

我们认为高通胀下的航空走向大众化消费、飞机引进速度的减缓、飞机小时利用率的控制以及航空公司的价格默契可以提升航空业的景气度并减少恶性竞争，经济下滑导致的航空股的基本面下滑没有市场预期的那么悲观。近期恶劣天气和流量控制逐渐潮水退去，被压抑的航空需求快速回归和释放。航空淡季不淡已成事实，旺季更旺预期强烈。航空基本面强劲是估值修复的核心动力，京沪高铁临近通车和冲击低于预期有望短期释放航空估值压力，近期人民币快速升值是催化剂（10 天升值 0.3%），大盘的止跌企稳有望成为航空股高弹性的温床。

我们在 6 月 19 日发布报告《穿越黎明前的黑暗——京沪高铁通车或低于预期》，分析认为高铁影响低于预期，23 日中午短信提示航空股的高弹性，24 日航空股整体涨幅超过 6%。鉴于航空业即将进入旺季、基本面表现强劲、油价和汇率继续朝着有利于航空股的方向演绎、航空股估值处于历史低位（11 年 PE 仅 8~10 倍）、油价处于历史高位，我们认为在大盘反弹过程中，航空股的高贝塔和高弹性使其有望继续获得超额收益、跑赢大盘。

我们继续首推弹性最大的南航，推荐国际航线在暑期旺季有望明显改善的国航，长期受益海南旅游岛建设的海航，以及受益京沪高铁冲击低于预期的东航。

附报告：《穿越黎明前的黑暗—京沪高铁通车或低于预期》

事件：

京沪高铁6月底开通，铁道部首次实行两种速度混跑和两种票价的运行模式：京沪高铁运营初期，计划每天安排开行动车组列车90对，其中300公里/时列车63对、250公里/时列车27对，每列列车定员1000人左右。其中300公里/时列车从北京到上海最短运行仅4小时48分，全程票价二等座555元，一等座935元。250公里/时列车从北京到上海全程最短时间为7小时56分，比现有京沪线最快的时速250公里动车组列车运行时间压缩2小时，全程票价二等座410元、一等座650元。

点评：

一、高铁冲击或低于预期

● 直达班次少，京沪高铁运行速度低于预期

京沪高铁全线开通90对，其中300公里时速的63对，省际直达列车6对，京沪直达列车2对。6对省际直达列车，车次为G11/12、G13/14、G15/16、G17/18、G19/20、G21/22次，分别安排在早上的8:00、10:00、11:00和下午的15:00、16:00、17:00，由上海虹桥和北京南站对开，沿途停靠南京南和济南西站，全程运行时间为4小时55分。2对一站直达列车，车次为G1/2、G3/4次，沿途均停靠南京南站，分别安排在早上9:00和下午14:00，由上海虹桥和北京南站对开，全程运行时间为4小时48分，是京沪高铁上最快的列车。

从运行时间和运行速度上看，京沪高铁都低于预期，与京沪航线有直接竞争关系的300公里时速的直达列车太少，而其他列次的运行时间都在5小时30分钟以上。京沪航线目前飞机飞行时间为1小时40分钟，时间优势明显，同时航空公司推出的一系列便民措施（如网络打印登机牌），只需提前15分钟登机即可。而从机场和高铁的地理位置和到市区的时间来看，高铁上海虹桥站就在虹桥机场，高铁北京南站和首都机场距离相差不大。即使存在一定程度的延误，飞机从省时性上也远超高铁。省时性对于京沪航线上超过80%的商务旅客来说是选择交通工具出行最重要的一项指标。

表1：京沪高铁开通线路

300公里时速	共63对	250公里 时速	共27对
北京南~上海虹	41对	北京南~上海虹	梯对
北京南~南京南	3对	天津西~上海虹	1对
北京南~济南西	1对	北京南~济南西	4对
天津西~上海虹	3对	天津西~济南西	梯对
北京南~青岛	3对	北京南~徐州 东	1对
北京南~杭州	5对	济南西~上海虹 桥	2对
天津西~杭州	2对	徐州 东~上海虹桥	1对
济南西~杭州	1对	北京南~南京南	1对
上海虹桥~青岛	4对	北京南~福州	1对
		北京南~青岛	6对
		天津西~青岛	2对
		郑州~上海虹 桥	3对
		郑州~ 济南	1对

数据来源：铁道部、兴业证券研究所

表 2: 京沪高铁运行时间

京沪高铁	总里程	1318公里		总投资	2209亿元	
	票价		每公里费用		运行时间	
	一等座	二等座	一等座	二等座	最短用时	平均用时
300公里高铁	935	555	0.709	0.421	4小时48分	5小时20分
250公里高铁	650	410	0.493	0.311	7小时56分	8小时30分
250公里动车	409	327	0.28	0.224	9小时54分	10小时30分

数据来源: 铁道部、兴业证券研究所

● 夜间班次空缺, 民航吸纳夜间黄金客流

京沪高铁运营时间为 7:00 至 23:20, 京沪高铁从上海出发的末班车是 17:55, 而由于原京沪线上开行的 5 对“夕发朝至”的动车组列车计划全部停开, 2 对“夕发午至”的 T 字头特快只保留 1 对。这些车次都有卧铺, 夜间赴京的旅客一般选择夜间从上海出发, 在列车上过夜, 第二天白天到达北京。这样既不会影响出发日的工作, 也不会影响第二天到达日的工作, 同时在列车卧铺过夜舒适度和经济性的优势明显。而现在仅剩一列 T 字头特快根本无法满足夜间商务旅客的需求, 特别是一些在 18:00 以后的临时性商务旅行。我们预计 18:00 以后的原京沪客流将转而乘坐飞机出行。这部分客流将极大地补充京沪航线上航空客源。

表 3: 原京沪线夜间班次 (7 对中将停开 6 对)

车次	发站	到站	发时	到时
D308	上海虹桥	北京南	21:25	07:19
D306	上海虹桥	北京南	21:30	07:24
D302	上海虹桥	北京南	21:35	07:29
D314	上海虹桥	北京南	21:40	07:34
D322	上海虹桥	北京南	21:45	07:39
T104	上海	北京	21:58	11:17
T110	上海	北京	22:04	11:23

数据来源: 铁道部、兴业证券研究所

● 高铁价格实行浮动制, 票价没有明显优势

即将开通的京沪高铁将实行票价浮动。铁道部相关人士透露, 考虑社会需求和成本, 其浮动幅度在 5% 左右; 300 公里时速列车全程票价二等座 555 元, 一等座 935 元, 商务座 (包括观光座、一等包座) 1750 元。而目前上海飞北京的飞机经济舱全价为 1130 元, 燃油附加费 140 元, 机场建设费 50 元。经济舱最低折扣经常保持在 6 折到 7 折, 提前购票折扣更低。公务舱和头等舱的票价实行市场化定价, 在经济舱全价票 1-3 倍之间波动。从票价总价来看, 高铁并没有明显的优势。而对于京沪航线上超过 80% 的商务旅客来说, 价格因素的影响程度相对较小。

表 4: 京沪高铁与京沪机票票价及时间对比

	票价	燃油附加费	机场建设费	总价	最短运行时间
经济舱机票原价	1130	140	50	1320	1小时40分
机票平日折扣价	570	140	50	760	1小时40分
300公里二等座票价	555			555	4小时48分
300公里一等座票价	935			935	4小时48分
300公里商务座票价	1750			1750	4小时48分

数据来源: 铁道部、民航局、兴业证券研究所

● 京沪航线供求失衡, 京沪高铁分流影响较小

京沪航线总运力近 3 年来保持稳定, 航班总数保持在 50 个左右, 机型以 250-300 座级的宽体机如 B777、A330 等为主, 而客座率水平近期维持在 80% 以上。而京沪航线的客运需求增速远远高于全民航年均 15% 的增速。

因京沪航线常年的高票价和高客座率，现在铁路动车已经吸纳了很大部分价格敏感型客流。京沪高铁开通后，原京沪线的动车和普通列车将停开或减少车次，因此京沪高铁首先分流的是原铁路的客流。

● 航空公司寡头垄断，京沪航线竞争格局稳定

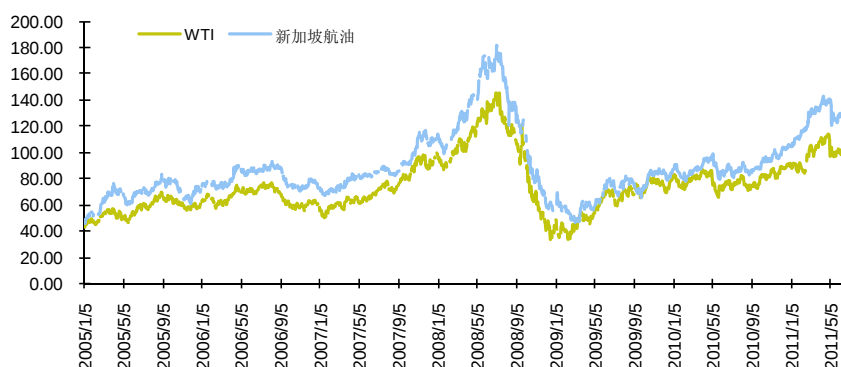
2010 年东航吸收合并上航和国航收购深航之后，三大航的运输总周转量的市场份额占比已经接近 80%。在京沪航线的 50 个左右的航班中，国航东航约占 46 个，南航 1 个，海航 3 个，在京沪航线市场中寡头垄断尤为明显。而商务客流占京沪航线的 80% 以上，价格敏感度低、时间和舒适度要求高。预计京沪高铁开通后机票价格会有一定程度下降，但预计幅度不大。

二、油价和汇率短期朝着有利于航空股的方向演绎

● 国际油价连续回落

国际油价近期持续暴跌，6 月 15 日，纽约商交所七月初轻质低硫原油期货合约结算价暴跌 4.56 美元，至每桶 94.81 美元，暴跌 4.6%，创下四个月来新低点。盘中最低曾跌至 94.01 美元，创 2 月 22 日以来的最低水平。目前，航油成本约占我国航空公司主营成本的 40% 以上，航油成本是影响航空业盈利水平的主要因素之一。全球经济复苏之路依然艰难，短期美元走势强劲，因而我们预计国际油价不具备短期大幅快速上涨条件。

图 1: WTI 与新加坡航油价格波动



数据来源：彭博、兴业证券研究所

表 5: 四大航对国内燃油上涨的敏感性分析

公司		国航（含深航）	南航	东上航	海航
国内燃油上涨 200 元影响 EPS(元)	航油上涨减少 EPS	0.04	0.05	0.04	0.04
	燃油附加增加 EPS	0.03	0.04	0.03	0.03
	覆盖率	79%	73%	77%	65%
国内燃油上涨 400 元影响 EPS(元)	航油上涨减少 EPS	0.07	0.11	0.09	0.08
	燃油附加增加 EPS	0.06	0.10	0.08	0.06
	覆盖率	89%	88%	94%	73%
国内燃油上涨 600 元影响 EPS(元)	航油上涨减少 EPS	0.11	0.16	0.13	0.12
	燃油附加增加 EPS	0.06	0.10	0.08	0.06
	覆盖率	59%	59%	63%	48%
国内燃油上涨 800 元影响 EPS(元)	航油上涨减少 EPS	0.14	0.22	0.18	0.16
	燃油附加增加 EPS	0.10	0.15	0.13	0.09
	覆盖率	69%	70%	75%	57%
国内燃油上涨 1000 元影响 EPS(元)	航油上涨减少 EPS	0.18	0.27	0.22	0.20
	燃油附加增加 EPS	0.13	0.19	0.17	0.12
	覆盖率	71%	71%	75%	58%

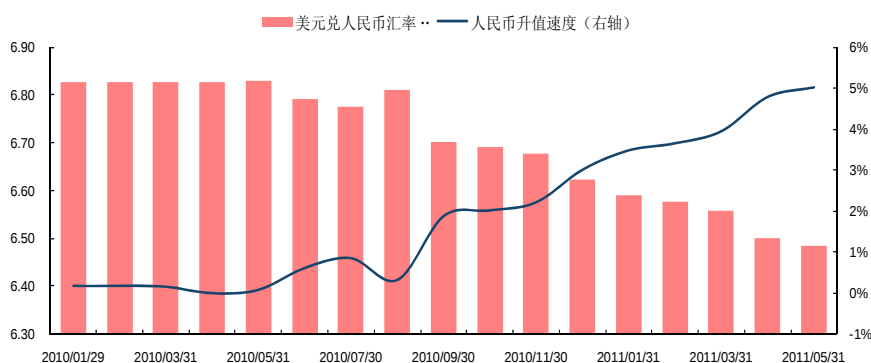
数据来源：兴业证券研究所

● 人民币升值预期加强，为航空业盈利锦上添花

自去年 6 月 19 日汇改重启以来，人民币升值幅度已达到 5%。除央行主动调整外，国内通胀在推动汇改中亦扮演了重要角色。这一年来，人民币汇率再度表现出加大的波动性，同时人民币对美元汇率继续其升值进程，总计升值幅度达 5.4%。仅 2011 年以来，人民币已升值超过 2%。人民币汇率愈加显示出参考一篮子货币的特性，而非单一盯住美元汇率，这意味着人民币汇率形成机制正逐步向真正的参考一篮子货币、有管理的浮动汇率制度迈进。

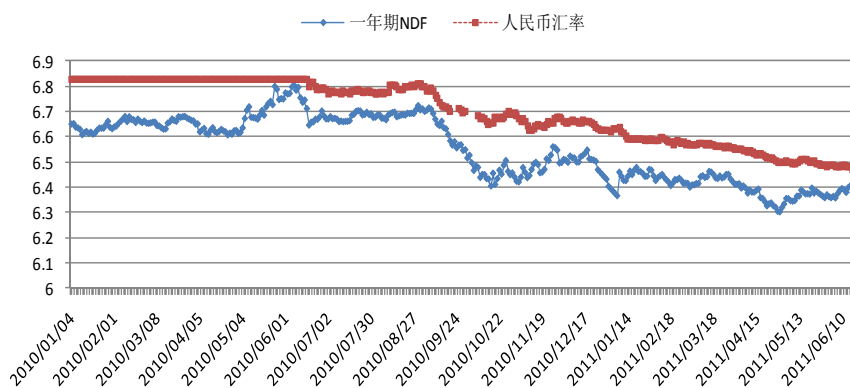
对货币决策部门而言，比升值幅度更重要的，还是在适当时机继续完善人民币汇率机制。在人民币开始第二轮汇改（2010 年 6 月 21 日）一周年之际，人民币交易区间的每日波动幅度有望扩大。近期人民币并没有因美元走强而放慢升值步伐，NDF 市场也出现了较为明显异动，指向升值预期加强。人民币升值带来的巨额汇兑收益将为今年航空业的盈利锦上添花。

图 2：美元兑人民币汇率月度表现



数据来源：外汇管理局、兴业证券研究所

图 3：一年期 NDF 与人民币汇率



数据来源：外汇管理局、兴业证券研究所

表 6: 四大航对人民币升值的敏感性分析

	2007	2008	2009	2010	2011E
人民币升值(%)	6.46%	6.43%	0.09%	3.01%	5.00%
汇兑净收益(亿元)					
国航	19.75	14.63	1.09	18.91	32.86
南航	27.75	25.41	0.90	17.25	29.98
东航	20.23	19.71	0.95	10.75	18.49
海航	3.89	5.25	0.08	3.71	6.48
汇兑收益提升 EPS(元)					
国航					0.19
南航					0.23
东航					0.12
海航					0.12

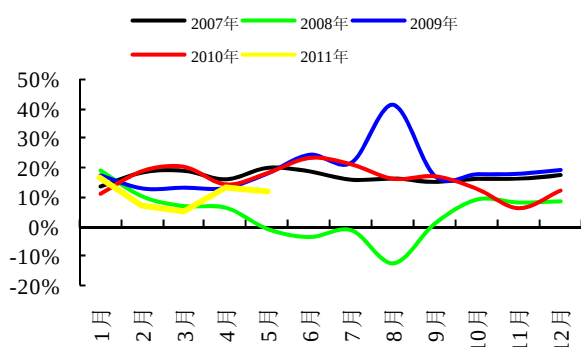
数据来源: 兴业证券研究所

三、基本面强劲是航空股估值修复的核心动力

● 旅客增速、客座率和票价维持高位, 基本面持续向好

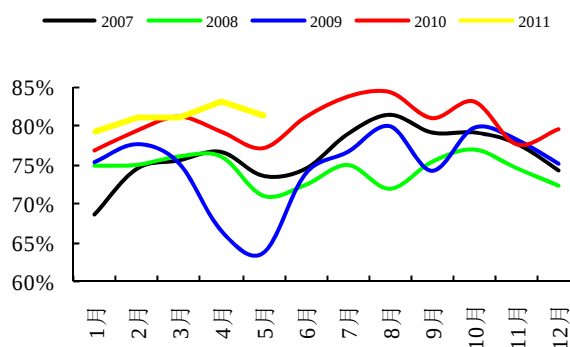
虽然受去年世博会的高基数影响, 但 2 季度全民航旅客运输量有望维持 10% 以上, 客座率有望维持 83% 以上。2011 年 5 月我国全民航综合、国内(含地区)、国际和地区旅客运输量分别为 2407、2183、159、63 万人次, 同比增长 11.8%、12.5%、1.3% 和 18.7%。2011 年 5 月我国全民航综合客座率达到 81.3%, 同比增加 4.2%。

图 4: 全民航旅客量增速



数据来源: 兴业证券研究所

图 5: 全民航客座率



数据来源: 兴业证券研究所

● 坚守黎明前的黑暗, 等待绝地反击

航空指数前期经历较大的下跌, 资本市场已在一定程度上反映了未来几年高铁全面建成带来的负面影响, 航空股目前的股价也在一定程度反映了京沪高铁通车的负面影响。高铁持续压抑航空估值, 但从上述时间、价格、供求关系、竞争格局、外部环境等方面分析, 京沪高铁或许对航空难以造成较大影响(虽然我们对明年高铁四横四纵网络对航空网络的冲击持谨慎态度)。鉴于居民消费升级、供需存在较大缺口、人民币升值和国际航线复苏等中国民航业发展的各种利好因素均会在未来相当长时间内持续存在。而国际油价短期持续回落等短期因素有利于航空股基本面改善。

航空股估值修复的核心驱动力在于基本面的持续向好, 而人民币加速升值预期有望锦上添花。但受制于大盘弱市格局, 航空股有望维持震荡蓄势格局。京沪高铁通车愈加临近, 在黎明前最黑暗的时刻, 我们建议投资者逢低布局, 耐心等待绝地反击。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。