

2011-06-29

证券研究报告

行业研究 / 中期策略

航空

增持/维持评级

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

龚旻鹤

(0755)8252 6546

gongmh@mail.htlhsc.com.cn

侯文圣

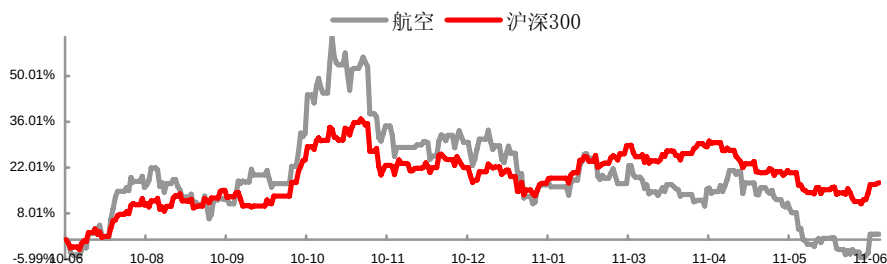
(021)6849 8636

houws@mail.htlhsc.com.cn

业绩高位震荡、等待旺季反弹

- 等待旺季反弹：随着航空旺季的逐步到来，我们认为航空股将有望反弹，主要逻辑是：1、我们认为航空业在今年上半年主营业务利润增长依然较快，预计全年业绩依然有不错增长；2、京沪高铁对京沪航线以及与京沪高铁重叠的航线影响较大，但对于全行业影响可控，因此我们认为随着旺季的到来，中报的披露、京沪高铁对于京沪航线以及行业的冲击逐步被市场理性认识，同时考虑到航空股在前期经历了比较长时间的下跌，我们认为航空股有望迎来一波反弹。
- 上半年航空业主营依然有不错增长：2011 年以来，国内航线航空需求表现增速有所下降，扣除经济因素外，我们认为和供给增速下降的更多有关，而国际航线航空需求的低于预期也部分程度的受到了偶然因素的影响，因此上半年客座率依然有约 2 个点的同比增长，并带动毛利率有所提升（尽管航油价格同比大幅上涨）。
- 京沪高铁对行业影响整体可控：我们估计京沪高铁开通后，必然会对京沪航线及其它与京沪高铁重叠的航线造成比较大的影响，但目前行业的总额润水平巨大，假设京沪航线及其它受影响航线的利润全部被吞噬，对行业利润总额的影响幅度约为全行业的 6% 左右，因此我们对于京沪高铁对于京沪及其它受影响航线影响的总体结论为：“预计对京沪航线对上述航线利润造成比较大的影响，但对于全行业影响可控。”
- 行业利润在 2011 年将逐步达到本轮周期顶点，未来两年高位震荡：在未来两年，行业集中度的提高、供给的受限以及需求依然处于快速增长周期使得航空业的客座率水平依然具有提升的动力，但内涵式增长空间的相对有限以及高铁的逐步开通又使得行业面临分流与毛利率受到压制乃至下降的风险，因此我们基于对航空未来供给、需求的判断以及不断开通的高铁的影响分析，认为航空业整体在未来两年的业绩将可以被总结为高位震荡；
- 投资建议：把握估值波动，等待旺季反弹：我们认为航空股在传统的行业 3 季度旺季有望迎来一波反弹，投资标的首选受京沪高铁影响较小以及受国际航线表现低于预期影响较小的南方航空、海南航空。

最近 52 周行业表现



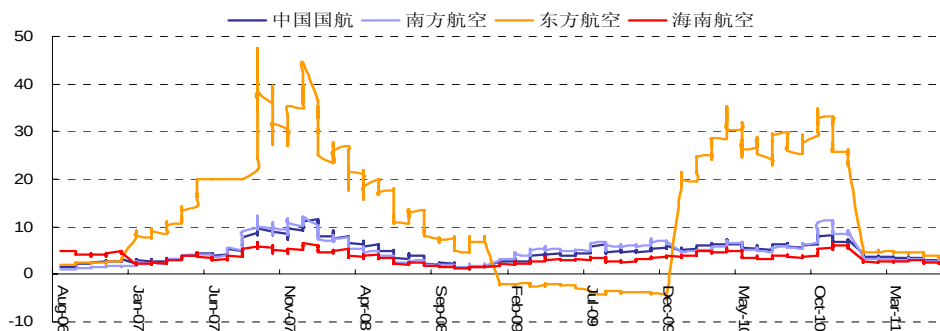
等待旺季反弹

旺季反弹的总体逻辑

2011 年以来,从基本面来看,航空业经历了表观需求下降,油价大幅上涨两大因素的影响,航空股也经历了幅度比较大的下跌,进入目前这个时点,随着航空旺季的逐步到来,我们认为航空股将有望反弹,主要逻辑是:1、我们认为航空业在今年上半年主营业务利润增长依然较快,预计全年业绩依然有不错增长;2、进入 2012 年之后,考虑到内涵式增长空间有限以及不断建成高铁的冲击,行业毛利率以及总利润水平可能持平甚至下降,但在未来几年,在目前的高客座率基础下,航空业的业绩也难以出现大幅度的下滑(除非出现需求受重大偶然冲击大幅下滑),极有可能的情况是航空业业绩在高位震荡,因此我们认为对于航空股的投资应把握估值波动,在未来一个季度,随着旺季的逐步到来、中报的披露、京沪高铁对于京沪航线以及行业的冲击逐步被市场理性认识,同时考虑到航空股在前期经历了比较长时间的下跌,我们认为航空股有望迎来一波反弹。

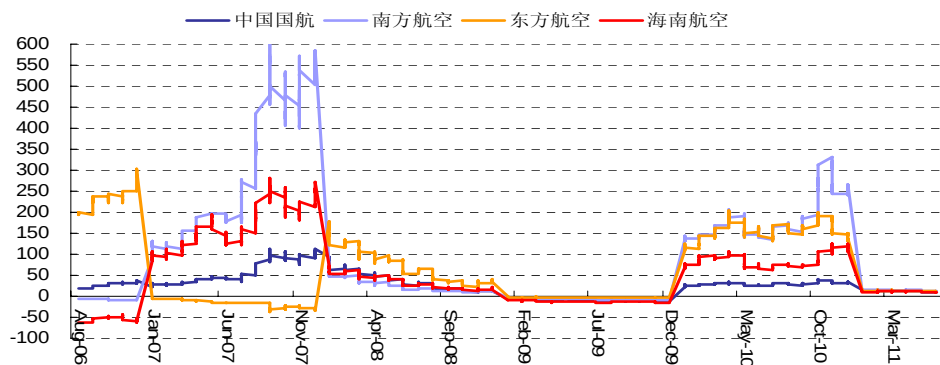
目前 PB、PE 估值水平处于历史最低位

图 1: 主要航空公司 PB 估值波动区间



资料来源: 华泰联合证券研究所、WIND

图 2: 主要航空公司 PE 估值波动区间



资料来源: 华泰联合证券研究所、WIND

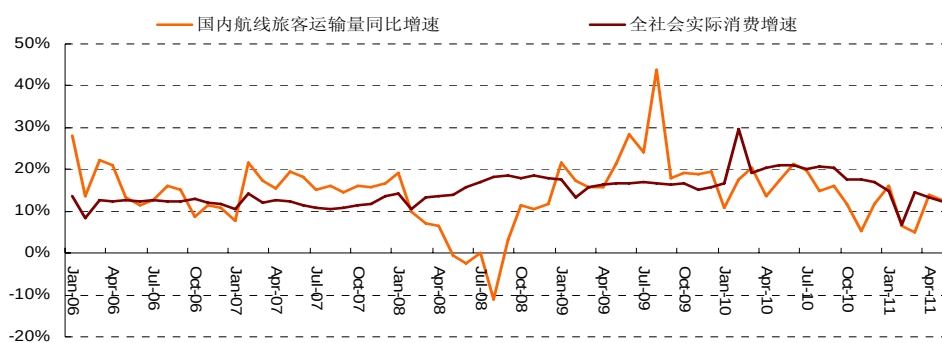
2011 年上半年业绩快速增长

如何看待航空表观需求的下滑

国内表观需求增速下降的部分原因在于供给增速的下降

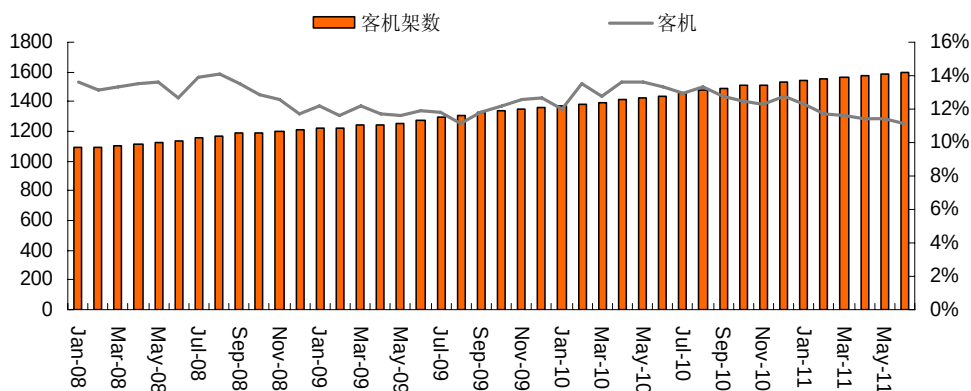
我们一贯的逻辑在于国内航空需求增速主要和国内消费增速相关，扣除偶然冲击带来的航空需求波动外，国内航线航空需求主要依赖于国内消费增速¹，但 2011 年以来，消费增速虽然也出现了下降，可国内航线航空需求增速似乎下降的更多，和消费增速出现了一定的背离，我们认为原因在于供给增速的下降。

图 3： 中国航空国内航线旅客吞吐量增速与实际消费增速相关性趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局、CEIC

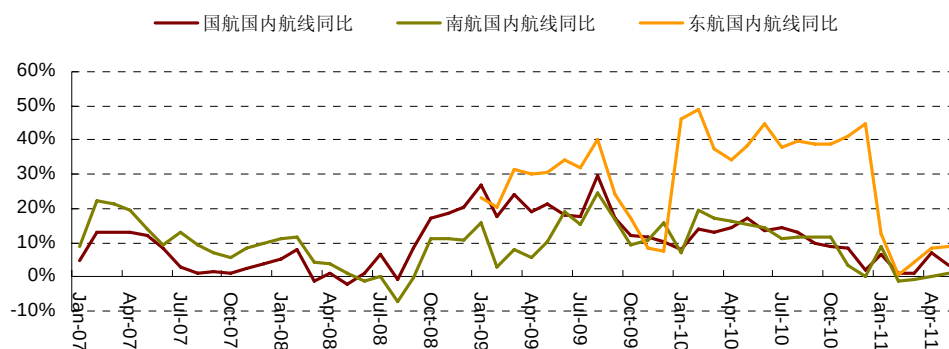
图 4： 中国航空业客机架数发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

¹ 2009 年 11 月 26 日，《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》。

图 5： 三大航国内航线 ASK 增速发展趋势

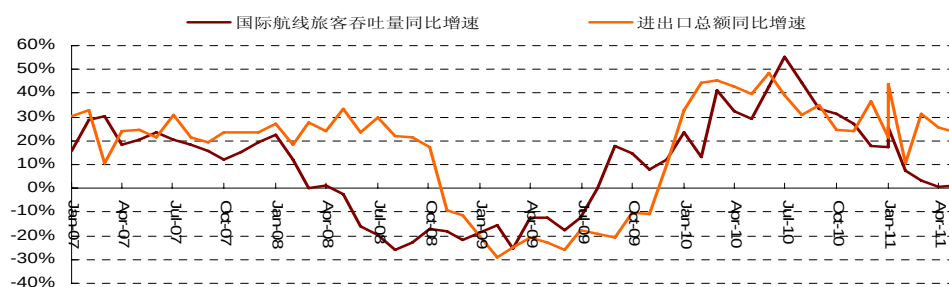


资料来源：华泰联合证券研究所、各公司网站

国际航线表现需求增速下降的部分原因在于偶然因素的影响

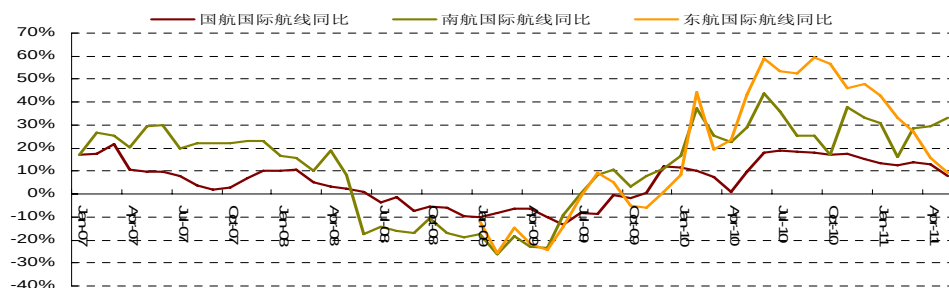
我们认为国际航线航空需求主要和进出口总额相关²，扣除偶然冲击带来的航空需求波动外，国际航线航空需求主要依赖于进出口总额，但同国内航线航空需求一样，2011年以来，国际航线航空需求也是低于预期的，我们认为部分原因在于中东局势紧张、日本地震核污染所导致的偶然因素影响。

图 6： 中国航空国际航线旅客吞吐量增速与进出口总额增速相关性趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局

图 7： 三大航国际航线航线 ASK 增速发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、各公司网站

² 2009 年 11 月 26 日，《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》。

京沪高铁对行业整体影响可控

预计京沪高铁对所重叠航段影响较大，但对全行业影响相对可控

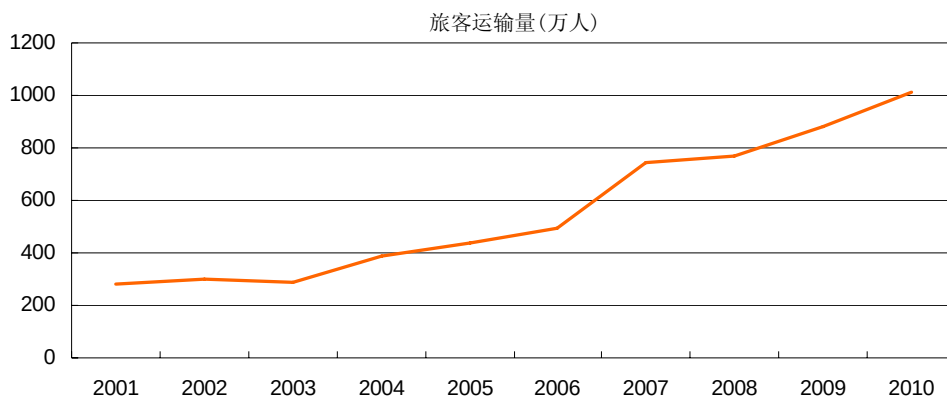
京沪航线航段行距约为 1200 公里，按照 0.75 元/客公里、上浮 25%、全年 8 折的平均水平测算的话，平均票价约为 900 元，如果按照京沪航线年运量 1000 万人次来测算，京沪航线的年收入约为 90 亿元，2010 年全行业的毛利率约为 20%，假设京沪航线的毛利率能达到 30%以上，则京沪航线目前的税前利润约为 13.5 亿(扣除约为 15%的三项费用率)，所以我们估计目前京沪航线目前的税前利润在 15 亿之间。

我们估计京沪高铁开通后，必然会对京沪航线的票价造成比较大的影响，进而京沪航线的毛利率水平会在京沪高铁的影响下有比较大幅度的下降，在极端的情况下，京沪航线从开通前的最盈利航线转为非盈利航线，则对整个航空业利润总额的影响幅度应该在 15 亿左右。

京沪高铁开通后同时影响与京沪高铁重叠的其它航线，如果不考虑时速 250 公里的高铁对于航空的影响，目前开通的时速 300 公里的京沪高铁影响的主要航段还有北京至南京航线、北京至济南航段、天津至上海航段、北京至青岛航段、北京至杭州航段、天津至杭州航段、济南至杭州航段、青岛至上海航段，上述 8 个航段 2010 年的年旅客吞吐量共计约为 900 万人，加权航距约为 900 公里，如果按照 0.75 元/客公里、上浮 25%、全年 7.5 折的平均水平测算的话，上述航线年收入约为 55 亿元，2010 年全行业的毛利率约为 20%，假设京沪航线的毛利率能达到 25%以上，则京沪航线目前的税前利润约为 5.5 亿(扣除约为 15%的三项费用率)。

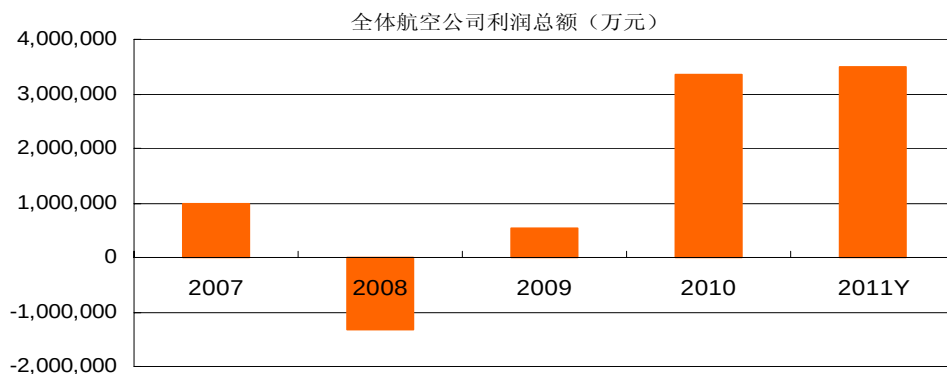
2010 年全体航空公司的税前利润总额约为 350 亿元，假设京沪航线及其它受影响航线的利润全部被吞噬，对行业利润总额的影响幅度约为全行业的 6%左右，因此我们对于京沪高铁对于京沪及其它受影响航线影响的总体结论为：“预计对京沪航线对上述航线利润造成比较大的影响，但对于全行业影响可控。”

图 11： 京沪航线旅客吞吐量发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局

图 12： 中国全体航空公司利润总额发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局

行业利润在 2011 年逐步达到本轮周期顶点

内涵式增长空间有限

在 2011 年度策略报告《业绩处在向上寻顶进程中》⁴报告中，我们便提出：

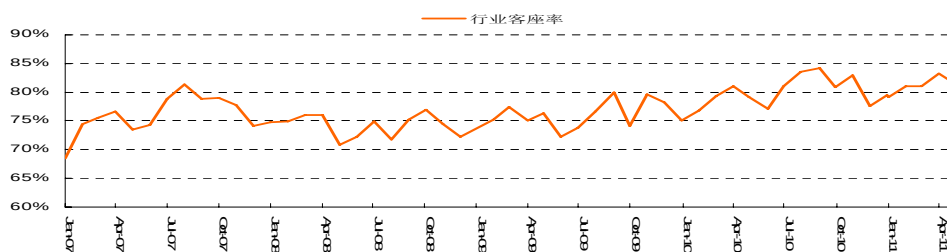
- 一、客座率在 2011 年再提升 2-3 个点后空间有限；
- 二、在固定基准票价制度下，供给受限由于阻碍产能扩张逐步成为业绩增长的不利因素；
- 三、2012 年大规模高铁的建成将可能抑制与之竞争的航线票价。

因此我们认为 2011 年极有可能是本轮航空业复苏的顶点。

2011 年客座率达到 82%后提升空间有限

如果以月度的时间段来考量全行业的客座率水平，从美国的经验来看，86%至 87%的客座率基本上已经为旺季的客座率顶峰，2011 年中国航空业在 3 季度的客座率有望达到 85%以上，我们估计基本上达到了本轮周期的顶峰。

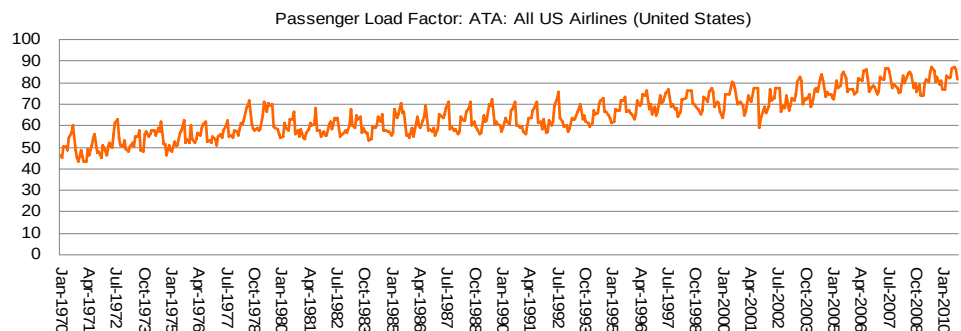
图 13： 中国航空业客座率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局

⁴ 2010 年 12 月 7 日，航空业 2011 年度策略报告《业绩处在向上寻顶进程中》。

图 14： 美国航空业客座率发展趋势

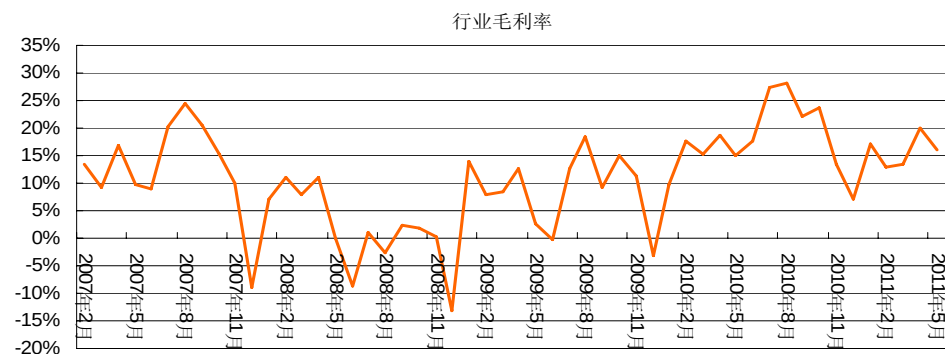


资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

毛利率创历史新高，向上空间有限

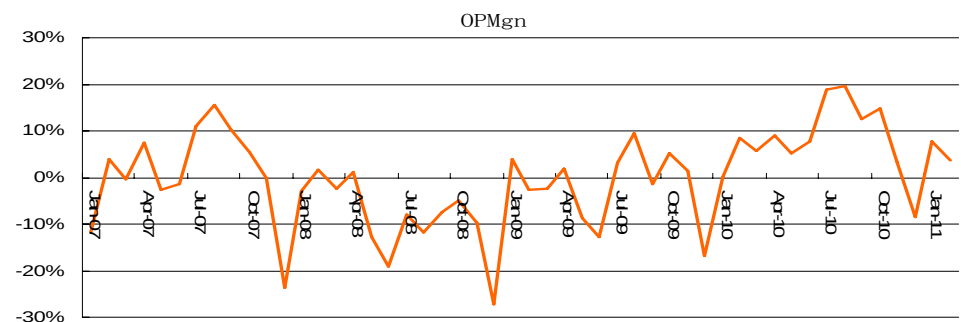
2010 年 3 季度行业毛利率水平超过 25%，对应的销售净利率约为 12%至 13%的水平，对应的 OP Margin 约为 17%，我们预计 2011 年 3 季度行业的毛利率、销售净利率指标同比至少能够持平，通过同美国航空业近 20 年以来的 OP Margin 的历史数据以及与中国航空业 2010 年以来的季度数据比较，我们认为中国航空业的盈利水平已经提升至一个相当高的水平。

图 15： 中国航空业毛利率水平发展趋势



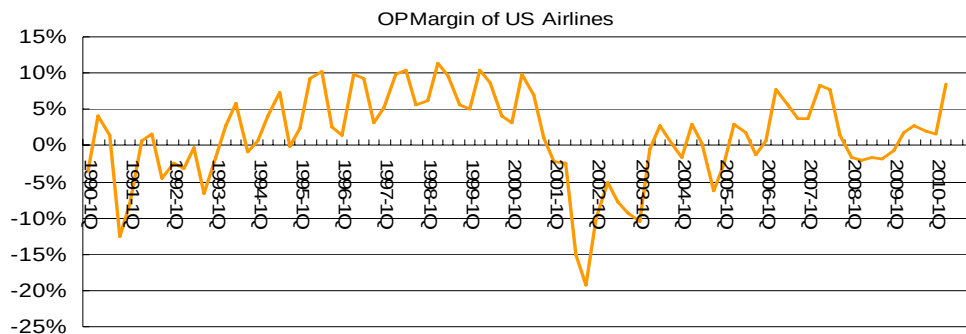
资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局

图 16： 中国航空业 OP MARGIN 发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

图 17： 美国航空业 OP MARGIN 发展趋势

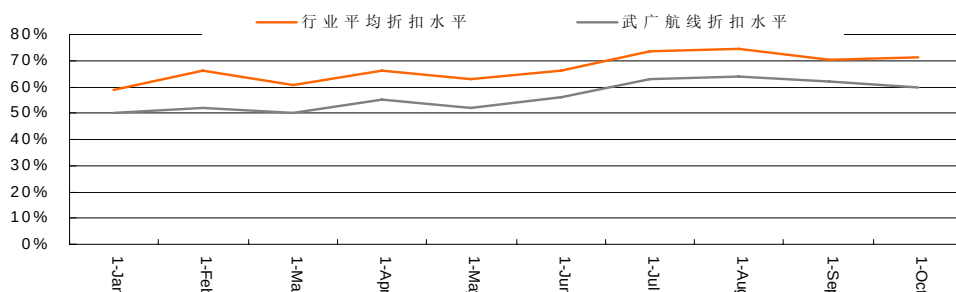


资料来源：华泰联合证券演技所

四横四纵开通后压制航空毛利率水平

我们一直所持的观点是：“高铁对于航空量的影响并不关键，而对于航空票价的影响才是核心”，当然量与价并不能完全分隔开来，从逻辑上看必然是航空公司必然由于高铁的分流而降低票价以保证客座率维持在一定水平，因此可能的结果是，由于高铁庞大的运能以及相对于航空运输较低的票价，在未来相当长的一段时间内，我们认为大规模高铁的建成将抑制与之竞争的航线票价，即行业的毛利率水平有可能在 2012 年受高铁影响而难以提升甚至下降。

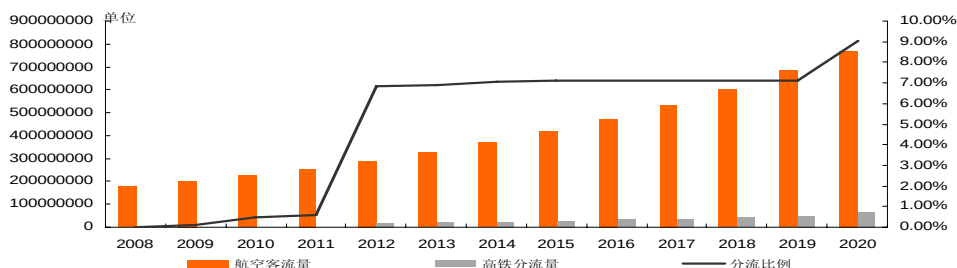
图 18： 武广高铁开通后武广航线折扣水平与行业折扣水平比较



资料来源：华泰联合证券研究所

武广高铁开通后，武广航线折扣水平一直高于行业平均水平。

图 19： 高速铁路开通后分流航空客运存量比例预测



资料来源：华泰联合证券研究所

即使单考虑量的影响，2012 年高铁导致的分流也达到 5%以上。

业绩高位震荡，把握估值波动、等待旺季反弹

在未来两年，行业集中度的提高、供给的受限以及需求依然处于快速增长周期使得航空业的客座率水平依然具有提升的动力，但内涵式增长空间的相对有限以及同时高铁的逐步开通又使得行业面临分流与毛利率受到压制乃至下降的风险，因此我们基于对航空未来供给、需求的判断以及不断开通的高铁对于行业需求的分流与毛利率的影响，认为航空业整体上在未来两年的业绩将可以被总结为高位震荡。

因此我们认为对于航空股的投资应把握估值波动，在未来一个季度，随着旺季的逐步到来、中报的披露、京沪高铁对于京沪航线以及行业的冲击逐步被市场理性认识，同时考虑到航空股在前期经历了比较长时间的下跌，我们认为航空股有望迎来一波反弹，投资标的首选受京沪高铁影响较小以及受国际航线表现低于预期影响较小的南方航空、海南航空。

风险提示

燃油价格持续大幅上涨、需求受偶然冲击大幅下滑。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn