



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

证券研究报告

2011 年 7 月 5 日

航空

研究部

杨鑫¹, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020077
yangxin@cicc.com.cn

京沪高铁分流低于预期, 投资机会显现

高铁首日初体验

行业近况:

我们 7 月 1 日乘坐高铁从上海到北京, 7 月 2 日乘飞机返程, 就我们观察, 高铁的二等舱客座率可达到 85%, 但一等舱只有 30-40%, 而飞机的客座率仍有 80% 以上。我们的体验是高铁的服务尚有待加强, 针对的将更多是旅行客源。从我们了解到的航空公司数据来看, 高铁开通四天, 对航空的分流也只有 10%, 低于市场预期。近期油价趋稳、人民币缓慢升值, 行业进入旺季, 高铁分流低于预期将成为股价催化剂, 航空投资机会显现。

评论:

旅行经济性 (时间与票价综合) 飞机优势犹存, 航空需求分流低于预期。航空采用低价预售策略应对高铁冲击, 提升性价比 (目前来看, 票价下滑 15%, 符合预期); 从两种运输方式的旅客构成分析, 商务客分流并不明显, 航空客座率从早前的 90% 左右下降至 80%, 分流好于武广线, 低于预期。

出行体验: 高铁服务民航化尚有差距。高铁在客票无纸化 (订票、改签等环节费时费力)、车内餐食供应、末班车时间较早等环节不如航空, 网络和手机信号虽然突破了可达性, 但畅通程度有待提升, 而且一等舱和二等舱并没有无线信号覆盖, 从而降低了对商务客的吸引力。就我们的体验, 二等舱的客座率达到 85%, 但是一等舱只有 30-40%, 商务舱几乎没有旅客。

分流不可回避, 但程度低于预期, 伴随旺季到来, 投资机会显现。京沪高铁开通恰逢国内航空旺季, 因此, 大量价格敏感性的旅游客、及部分试乘和转投高铁的商务客将被分流, 但京沪航线商务客比重高、两地城市收入水平也高, 分流小于武广本属预期之内; 从我们的实地考察看, 客座率仅有 7 个点的下滑, 即 7.8% 的分流, 低于预期。我们认为一段时间的体验后, 高铁分流将更趋理性, 大部分商务客回归航空是大概率事件。

油价短期不具备上涨趋势, 人民币升值也不会放慢: 国际能源署释放储量压低油价、国内免征航空燃油进口关税, 高油价对航空成本的压力暂时告一段落。

近期航空数据较好: 预计 6 月份在供不应求和市场集中的背景下, 虽然航空运量增幅有限, 但客座率和票价均实现同比增长。

估值与建议:

目前航空估值处于历史低位, 支持反弹: 南航 A 股和 H 股的 PB 分别为 2.4x 和 1.0x, PE 分别为 13.6x 和 5.9x, 国航 H 股的 PB 分别 2.4x 和 1.6x, PE 分别为 10.3x 和 7.0x, 建议顺序买入利空因素少、升值弹性大的南方航空, 以及本来预期受高铁影响更高的国航。

风险提示:

高铁分流高于预期; 市场系统性风险。

¹ 报告贡献人 张永磊 (zhangyl@cicc.com.cn)

旅行经济性飞机优势犹存，航空需求分流低于预期

由于京沪间商务客流居多，旅行者对时间的敏感性要高于机票价格的波动。而且目前京沪机票价格已经有一定幅度的松动，所以只要不出现极端天气情况或大面积流量控制，商务客出行选择飞机的可能性依然较大。另一方面，目前恰逢旅游旺季，部分自费旅行旅客将可能选择高铁完成其对该种交通方式的首次体验，并对航空客流造成小部分的分流。

客座率 83% 初期分流低于预期

我们所乘坐的航班起飞时间为周六中午时段，并非是京沪航线的高峰时段，但其客座率依然达到 83%，仅较前期下降约 7 个点。从我们对该班次旅客的调研结果来看，大部分为商务返程客流，对时间的要求较高。反观高铁的旅客构成，二等舱的客座率达到了 85% 以上，且以自费及旅游客流居多，但一等舱的客座率仅为 35%，反映出目前高铁对商务客的分流显然不及预期。也基本印证了我们此前的判断。

值得注意的是，目前 5 小时内直达列车的客座率基本达到 95% 以上，特别是一等座的销售情况明显好于其他京沪高铁列车，对商务旅客具有相当的吸引力，但目前该种列车的运力（“5 小时内高铁运力”）还较为有限，仅占体总运力的 22%。如果今后铁道部增加直达班次，有可能会增加一部分航空客流的分流。

图表 1：飞机及高铁客座率抽样调研结果

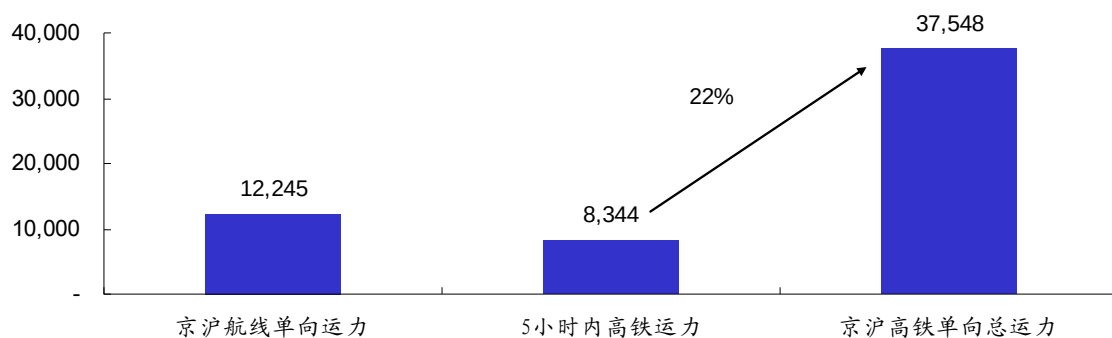
高铁	商务舱	一等座	二等座	综合
客座率	3.6%	35.0%	85.0%	73.9%
飞机	两舱	经济舱	综合	
客座率	40.0%	91.7%	83.0%	

注 1：选乘的高铁的乘坐时间 5 小时 28 分钟

注 2：飞机的起飞时间为周六中午

资料来源：携程旅行网，中金公司研究部

图表 2：京沪航线单向飞机及高铁运力（座位数）比较

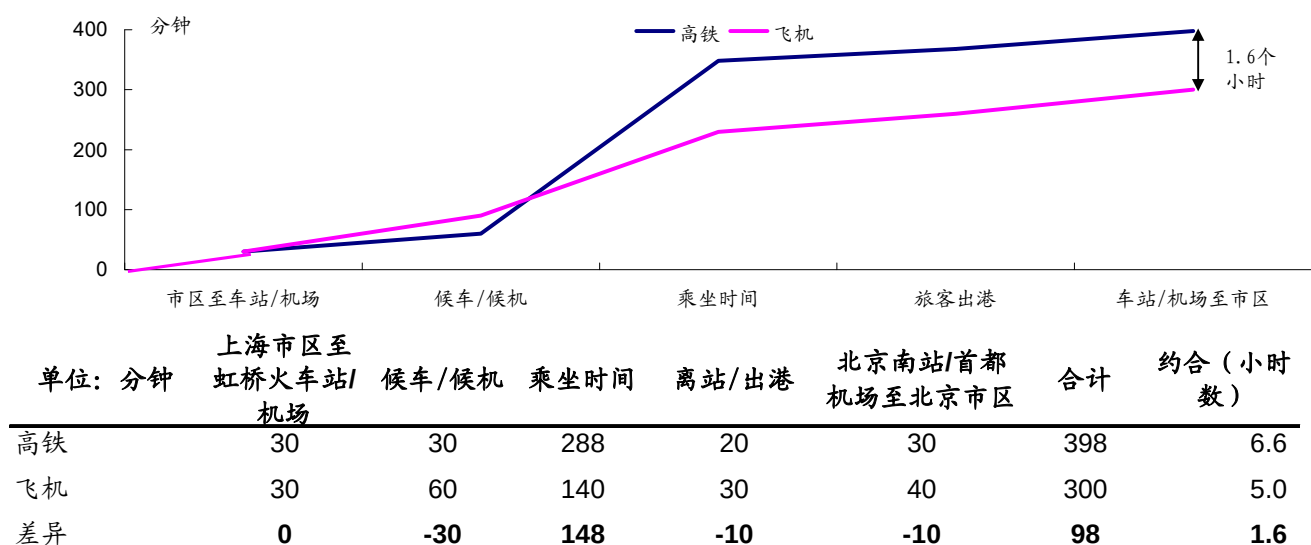


资料来源：携程旅行网，中金公司研究部

时间经济性：航空优于高铁

根据我们的试验，上海至北京门到门的火车旅行时间为 6.6 个小时，而飞机旅行时间为 5 个小时，在不考虑非正常延误的情况下，京沪间飞机的时间经济性要明显好于高铁。具体时间划分可以分解为以下几个部分(参加图表 3)。

图表 3: 高铁与飞机旅行时间比较



注 1: 选乘的高铁为一站直达,乘坐时间 4 小时 48 分钟

注 2: 飞机候机时间不考虑极端天气影响和超长时间流量控制

资料来源: 中金公司研究部

航空票价水平已有所松动

京沪高铁的票价分为商务座 1750 元, 一等座 935 元和二等座 555 元, 一等舱和二等舱的票价分别相当于经济舱票价的 7 折和 3.5 折。根据我们监测的情况, 在高铁未开行前, 京沪航线一周内的平均票价折扣在 8.5 折以上, 而开通后票价已经较前期下降了 15% 左右, 平均在 7 折左右, 基本符合我们的预期。

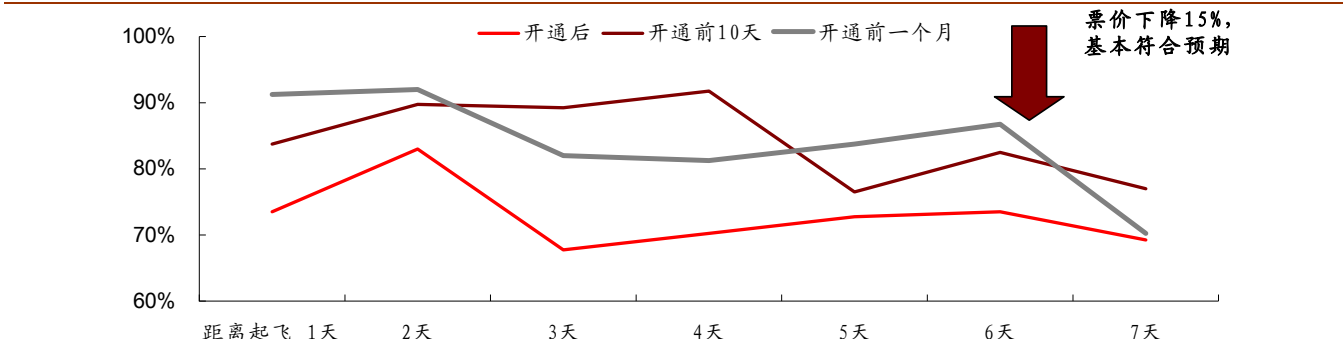
图表 4: 高铁票价和机票对比

京沪高铁		时速300公里动车组			时速250公里动车组	
		商务座	一等座	二等座	一等座	二等座
		1750	935	555	650	410
含税机票	头等舱	商务舱	经济舱(7折)	经济舱(3.5折)		
	3020	2450	981	586		

注 1: 选乘的高铁为一站直达,乘坐时间 4 小时 48 分钟

资料来源: 中金公司研究部

图表 5: 京沪机票价格已有所松动



资料来源: 携程旅行网, 中金公司研究部

出行体验：高铁服务民航化尚有差距

根据我们对高铁及民航的实际乘坐体验，高铁在购票和退改签的便捷性上与民航尚有明显差距，车上免费餐食的覆盖面也不及航空，就餐环境非常一般。但高铁的乘坐舒适性要好于航空，也具备一定通讯能力，所以从硬件设施来看，高铁可能好于航空，但软件上尚有一定差距。

民航在我国仍然处于较为高端的交通运输方式，长时间以来，其服务标准和服务内容都要优于铁路。高铁作为一种新型的交通运输模式，其定位高于普通铁路，所以在服务上也需向民航这样的高端服务看齐。根据我们的观察，网上购票，高铁 VIP 候车室及商务舱/观光舱的推出在某种程度上是学习和借鉴民航的服务标准，但是高铁服务民航化尚有距离。

高铁购票便捷性并无明显改善

目前高铁的购票方式有窗口、自助购票机、电话和网络四种形式。从购票的便捷性来看，电话订票和网络购票与飞机的购票形式较为类似，由于完全实现了电子化流程，购票所需时间也和航空相差无几。

针对网络购票的旅客，虽然铁路部门提出了可直接刷二代身份证的便捷措施，但旅行如果需要换取纸制车票作为报销凭证（商务旅客此项需求较多），仍需前往车站在窗口和自助购票机上换取车票，实际的购票便捷性并未有明显改善。另外，网络购票虽然提供了网上改签服务，但不能晚于发车前 2 小时，否则不搭乘则车票作废（而飞机只要不搭乘仍可改签）。如果前往车站办理改签则应当在开车前至车站安装有银行 POS 机的售票窗口办理，也并不是特别方便。如果非本人办理退票或改签手续，需携带本人身份证原件。

而针对通过窗口、自助售票机和电话订票的旅客，都需前往购票站或发车站办理购（取）票，改签和退票服务，而且由于大部分自助购票机和售票窗口只允许使用现金，需购买长途车票的旅客还需准备一定数量的现金方能完成购票。

在改签费用方面，高铁一次改签不受取手续费，但退票需收取 20% 的手续费。

而航空在购票环节早已实现了无纸化，而且在改签和退票服务方面也有一定优势。航空改签及退票渠道主要有柜台，电话和网络三种方式，仅提供正确信息即可，无需出示有效身份原件。相关费用方面，根据票价折扣的不同收取 0% ~ 10% 的改签费，或者 0% ~ 50% 的退票费。

图表 6: 购票及退改签比较

	高铁				航空		
购票方式	窗口	自助购票机	电话	网络	销售网点	电话	网络
取票方式	N/A	N/A	窗口	窗口/自助购票机	N/A		
付款方式	现金	现金/借记卡	现金	现金/借记卡/信用卡	现金/借记卡/信用卡		
退改签地点	购票站或出发站			网络/购票站或出发站	电话/网络/柜台		
退改签执行人	本人或代理人，需携带本人身份证原件				本人或代理人		
改签费用	一次免费改签				票价的0 ~ 10%		
退票费用	票价的20%				票价的0 ~ 50%		

资料来源：中金公司研究部

候车环境尚可 商业零售拓展不力

目前高铁候车室有 VIP 候车室和普通大厅候车，VIP 候车针对商务座旅客，购买一等座和二等座的旅客须在普通候车大厅候车。VIP 候车室有无线网络提供，但候车大厅目前尚不能提供无线上网服务。另外从非主业经营情况来看，餐饮，商品零售等非运输业务的营运规模较小，与机场相对成熟的商品零售业态相比还有不小差距。

免费餐食覆盖度不及航空，就餐环境较为一般

京沪高铁对餐食的标准是商务舱提供免费的中饭/晚饭，饮料及小食，由服务人员主动提供。餐食标准为每人 50 元左右。一等舱和二等舱的旅客则需前往餐车购买中饭/晚饭，一般的餐食标准为每人 30 元。车上其他食品饮料的价格在 5 元至 50 元不等。从用餐环境来看，餐车客座率接近 100%，因此用餐高峰时餐车较为拥挤，部分旅客需走回自己座位用餐，与飞机主动提供餐食相比略显不足。

娱乐设施惊喜不大，通讯服务有待提高

目前高铁的车上娱乐主要针对高端旅客，其为商务舱旅客提供的触摸式液晶显示屏，能提供电影，电视等多种节目的点播，其屏幕尺寸较飞机头等舱要小，但比公务舱及超级经济舱要大。而一等和二等舱的旅客仍然只能观看挂壁电视，与飞机经济舱无本质区别。

另外在网络及通讯服务方面，2G 手机的通讯信号大部分情况下都相当稳定。但高铁车辆目前还无法提供无线网络信号，如需实现笔记本上网，旅客需携带 3G 上网卡，但信号尚不够稳定。

高铁座位舒适性好于飞机

京沪高铁全程 5 个小时的乘坐过程相对平稳，车速大部分情况下稳定在 300 公里以上，车行噪声较小。从座位空间来看，二等座的乘坐空间要好于飞机经济舱，一等座的乘坐空间与飞机公务舱接近。而商务座位已经实现了 180 度平躺与目前国际民航中先进的头等舱配置标准相当。

图表 7：出行体验比较

	高铁			航空			
舱位	商务舱	一等座	二等座	头等舱	公务舱	经济舱	
候车/机地点	VIP候车室		候车大厅	贵宾候机室		候机大厅	
候车/机上网服务	无线网络覆盖		无	无线网络覆盖			
候车/机餐饮	免费小食	快餐为主，选择面较窄		免费小食	各种业态，选择面较广		
候车/机购物服务	无			较为成熟的免税商店			
座位尺寸	可平躺	宽大	较宽大	可平躺	宽大	一般	
餐食	免费	自行购买，30元		免费（空乘分发）			
机上娱乐	影视节目点播，屏幕尺寸不及飞机头等舱		挂壁式电视	PTV娱乐系统		挂壁式电视/机上广播	
电源插座	有			有			无
通讯	3G无线上网 电话信号总体稳定			无通讯或上网服务			

资料来源：中金公司研究部

图表 8: 国际可比公司估值

公司名称	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			2011-7-4	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	18.40	15.4	5.2	9.0	8.1	15.0	6.1	6.3	5.7	1.5	1.3	1.3	1.1	
新加坡航空	SIA SP	SGD	14.22	15.6	15.0	12.5	10.9	3.8	3.8	3.5	3.3	1.2	1.2	1.2	1.2	
全日空	9202 JP	JPY	261.00	28.1	114.7	15.5	16.5	7.5	7.6	6.2	5.2	1.3	1.3	1.2	1.1	
中华航空	2610 TT	TWD	19.30	n.m.	8.4	16.0	10.7	24.0	7.4	11.5	9.0	2.1	1.8	1.6	1.5	
长荣航空	2618 TT	TWD	28.85	n.m.	7.1	15.1	11.9	5.9	21.7	9.6	7.9	2.1	2.1	1.9	1.7	
快达航空	QAN AU	AUD	1.97	40.2	11.1	8.6	7.5	4.3	3.6	3.0	2.8	0.7	0.7	0.7	0.6	
泰国航空	THAI TB	THB	30.25	3.6	10.5	7.8	6.5	5.6	5.3	4.8	4.3	0.9	0.8	0.7	0.7	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	1.51	21.0	n.m.	22.5	8.9	15.2	9.3	5.3	3.6	1.4	1.3	1.3	1.1	
平均值				19.2	22.7	12.8	9.8	10.2	8.1	6.3	5.2	1.4	1.3	1.2	1.1	
中值				15.6	10.1	12.5	8.9	6.7	6.7	5.7	4.8	1.4	1.3	1.2	1.1	
国际航空公司																
国际航空集团	IAG LN	GBp	255.40	n.m.	12.5	8.8	6.5	8.2	5.7	4.8	4.1	1.4	1.4	1.0	0.9	
汉莎航空	LHA GR	EUR	15.26	6.2	11.5	8.9	7.5	3.1	3.0	2.7	2.5	1.0	0.9	0.9	0.8	
法国航空	AF FP	EUR	10.89	5.2	14.8	8.1	5.6	6.0	4.4	3.9	3.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
平均值				5.7	12.9	8.6	6.5	5.8	4.3	3.8	3.4	1.0	0.9	0.8	0.7	
中值				6.2	12.7	8.7	6.5	5.9	4.4	3.8	3.4	1.0	0.9	0.8	0.8	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	8.14	17.5	7.0	7.0	8.4	13.5	9.4	8.9	9.2	3.7	2.2	1.6	1.3	
南方航空	1055 HK	HKD	4.21	90.1	6.1	5.9	7.3	17.2	8.2	7.4	6.9	2.9	1.3	1.0	0.9	
东方航空	670 HK	HKD	3.49	174.4	6.8	6.7	8.1	14.2	7.9	5.8	5.8	23.9	2.2	1.6	1.3	
平均值				94.0	6.6	6.5	7.9	15.0	8.5	7.4	7.3	10.1	1.9	1.4	1.2	
中值				90.1	6.8	6.7	8.1	14.2	8.2	7.4	6.9	3.7	2.2	1.6	1.3	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	9.87	23.2	9.8	10.3	12.2	16.8	9.8	9.9	10.1	5.1	3.0	2.4	2.0	
南方航空	600029 CH	CNY	8.08	180.6	13.7	13.6	16.9	22.0	9.4	10.1	11.0	6.2	3.0	2.4	2.1	
东方航空	600115 CH	CNY	5.25	70.7	11.0	12.0	14.4	17.1	9.9	7.9	7.9	16.2	3.8	2.9	2.4	
海南航空	600221 CH	CNY	7.31	81.2	9.9	10.6	10.2	16.3	7.4	7.1	6.2	3.9	2.4	1.9	1.6	
平均值				88.9	11.1	11.6	13.4	18.5	9.1	8.7	8.8	7.7	3.0	2.4	2.0	
中值				76.0	10.4	11.3	13.3	17.1	9.6	8.9	9.0	6.2	3.0	2.4	2.0	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

