

低供给将驱动旺季高景气

——航空行业 7 月月报

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2011-07-28

报告关键点:

- 6 月及上半年行业数据跟踪
- 旺季运力紧张凸显, 预计行业景气度将超市场预期

报告摘要:

- 6 月行业经营数据: 去年世博会高基数效应如预期显现。**①6 月行业实现总周转量 45.58 亿吨公里, 同比增速回落至 4.7%。其中, 旅客周转量 356.3 亿人公里, 同比增速 9.1%; 货邮周转量 13.9 亿吨公里, 同比增速 -3.4%。②运力供给增速仍低于需求增速: 6 月可供座公里增速为 8.1%, 国内航线、国际航线分别为 6.8%、9.3%, 国际航线运力投放增速较大。③客座率 81.8%, 同比提升 1.0 个百分点, 提升幅度相对 4、5 月收窄, 主要是由于去年同期世博会客流增量明显, 需求基数较高造成今年 6 月 RPK 增速有所回落, 供需缺口收窄。④国内航线综合票价指数在今年首次出现同比下降, 其中国内中程航线票价同比下滑明显, 主要由于去年上海航线票价基数较高。
- 上半年航空公司利润同比增长 26%。**①2011 年 1-6 月行业累计完成运输总周转量、旅客周转量、货邮周转量分别为 273.7 亿吨公里、2141.8 亿人公里、82.8 亿吨公里, 同比增速分别为 7.6%、12.2%、-1.7%。②1-6 月行业大中型飞机日利用率 9.6 小时, 同比下降 0.2 小时; 正班客座率 81.3%, 同比提升 2.5 个百分点; 正班载运率 71.9%, 同比提升 1.2 个百分点。③民航全行业上半年累计营收 2282.8 亿, 同比增长 22.5%。利润总额 183 亿元, 同比增长 27.3%, 其中, 航空公司利润 127.8 亿, 同比增长 26%。④预计南航、国航、东航上半年净利润分别 27 亿、44 亿、24 亿, 同比增长 30%、-6%、23%; EPS 0.28 元、0.37 元、0.21 元, 同比分别增长 6%、-11%、21%。
- 行业跟踪:**①京沪高铁开通对行业影响较小: 剔除去年世博会高基数影响, 京沪分流小于预期, 且票价将逐步回升; 京沪高铁沿途所有航线分流仅影响全行业 RPK 增速约 0.5%。②7 月人民币升值速度相对 5、6 月有所加快: 2011 年 7 月 27 日, 人民币兑美元汇率 6.4426, 自月初累计升值 0.45%。③7 月 WTI 原油在 95 美元/桶至 100 美元/桶区间振荡, 至 7 月 25 日 WTI 原油收于 99.2 美元/桶。根据《国家发展改革委关于推进航空煤油价格市场化改革有关问题的通知》, 航空煤油出厂价格逐步实行市场定价, 根据过去一个月航油价格测算, 预计 8 月 1 日国内航油出厂价大幅调整的概率不大。
- 旺季景气将超预期, 预计客座率同比提升约 3 个百分点。**①暑运将重现今年春运旺季运力紧张、需求绝对增速不大但效益很好的状况。今年以来运能一直偏紧, 但旺季日利用率上行受限问题更加凸显, 将导致运力、需求增速绝对数均不大, 但供需缺口较大将推动客座率、票价明显上行。②预计暑运 (7、8 月) 行业 RPK、ASK 同比增速分别约为 9-10%、6-7%, 客座率同比提升约 3 个百分点, 票价同比提升约 5 个百分点。
- 投资策略:** 我们认为剔除去年世博会高基数效应后京沪航线受高铁冲击小于预期且后续影响将减小、旺季运能紧张使行业景气超市场预期, 继续推荐南航和国航, 同时建议重点关注东航 (高铁冲击或小于预期、预计中报 EPS 增速较大)。
- 风险提示:** 突发事件、行业需求增速显著低于市场预期、油价大幅上涨

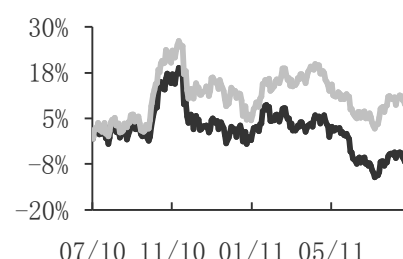
首选股票

目标价

评级

600029	南方航空	10.0	买入-A
601111	中国国航	13.0	买入-A
600115	东方航空	7.0	买入-A
600221	海南航空	8.0	增持-A

12 个月行业表现



—— 运输 —— 沪深 300

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

报告联系人

谢红

xiehong@essence.com.cn

前期研究成果

运输: 京沪高铁对航空影响有多大?

2011-07-22

逢低布局, 迎接暑运旺季——2011 年航空行业中期策略

2011-06-23

京沪高铁不足虑, 等待暑运估值修复——高铁对民航影响深度分析报告

2011-06-07

正文目录

1. 行业 6 月数据点评.....	3
1.1. 世博会高基数效应显现, 6 月客运周转量增速如预期回落.....	3
1.2. 运力持续偏紧, 6 月可供座公里增速 8.1%.....	3
1.3. 客座率同比提升 1 个百分点, 为 81.1%.....	4
1.4. 世博高基数效应使国内票价同比首次出现下滑.....	4
2. 旺季景气度较高: 运力紧张使供需缺口扩大.....	5
3. 行业跟踪.....	6
3.1. 京沪高铁开通对行业影响较小.....	6
3.2. 7 月人民币升值速度略有加快.....	7
3.3. 预计国内油价短期不会大幅调整.....	8
4. 投资策略.....	9

图表目录

表 1 京沪航线受高铁冲击, 2011 年下半年净利润变化测算.....	6
表 2 航空公司业绩预测与估值.....	9

图 1 行业总周转量.....	3
图 2 行业旅客、货邮周转量同比增速.....	3
图 3 行业月度日利用率.....	3
图 4 行业月度运力 (ASK) 增速.....	3
图 5 行业月度客座率.....	4
图 6 国内航线综合票价指数.....	4
图 7 国内航线票价指数变化.....	4
图 8 亚洲及港澳地区航线票价指数.....	5
图 9 国际航线 (不含亚洲地区) 票价指数.....	5
图 10 2010 年新增运力投放节奏.....	5
图 11 2010 年 1 月至今行业日利用率及同比变化.....	5
图 12 行业需求、运力同比增速.....	6
图 13 行业客座率.....	6
图 14 京沪高铁开通初期对沿途航线分流影响基本在预期之内.....	7
图 15 人民币汇率.....	8
图 16 人民币兑美元单月升值幅度.....	8
图 17 国际油价.....	8

1. 行业 6 月数据点评

1.1. 世博会高基数效应显现，6 月客运周转量增速如预期回落

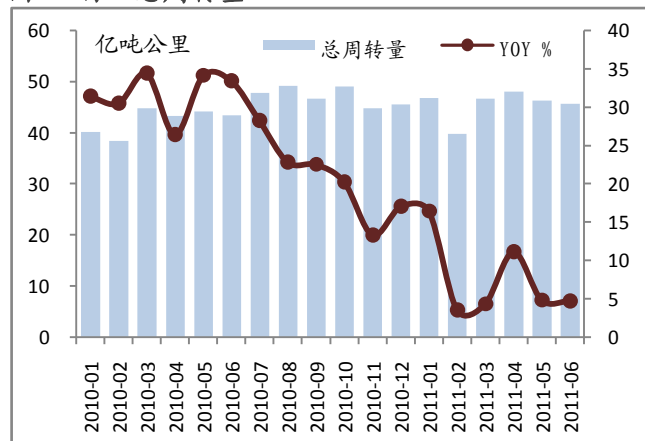
6 月行业实现总周转量 45.58 亿吨公里，同比增速回落至 4.7%。其中，旅客周转量 356.3 亿人公里，同比增速 9.1%；货邮周转量 13.9 亿吨公里，同比增速-3.4%。

客运：从旅客周转量看，国内、国际实现周转量分别为 286.7、69.6 万人公里，同比增速分别为 8.6%、11.1%。

货运：国内、国际航线实现周转量 4.22、9.65 万吨公里，同比增速分别为 3.4%、-6.2%。

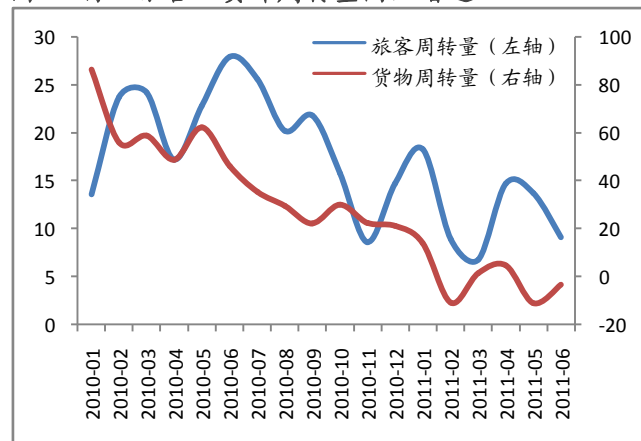
2011 年 1-6 月累计完成运输总周转量、旅客周转量、货邮周转量分别为 273.7 亿吨公里、2141.8 亿人公里、82.8 亿吨公里，同比增速分别为 7.6%、12.2%、-1.7%。

图 1 行业总周转量



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 2 行业旅客、货邮周转量同比增速



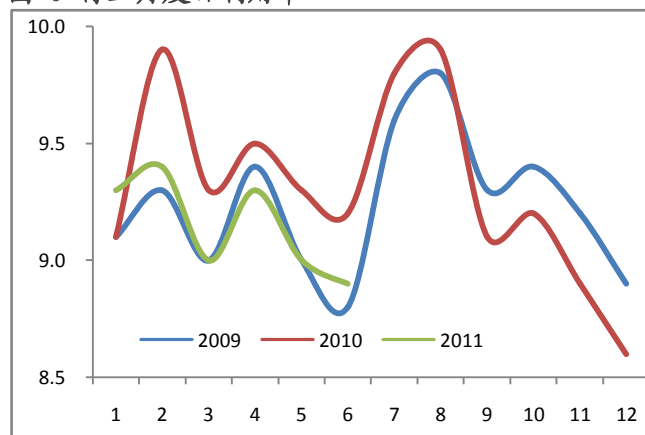
资料来源：WIND、安信证券研究中心

1.2. 运力持续偏紧，6 月可客座公里增速 8.1%

行业日利用率 8.9 小时，同比下降 0.3 小时；其中大中型飞机日利用率 9.4 小时，同比下降 0.1 小时，环比下降 0.1 小时。

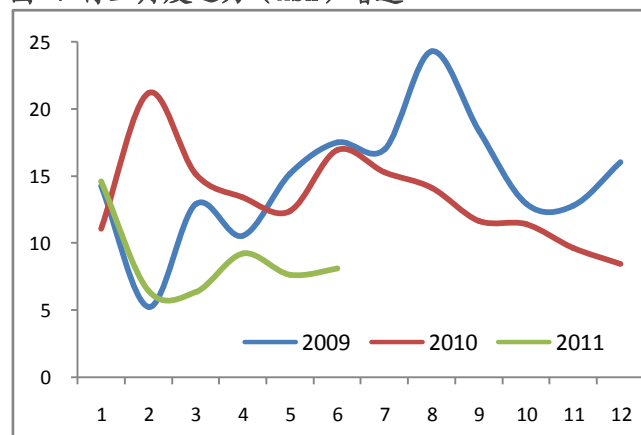
6 月可客座公里增速为 8.1%，1-6 月 ASK 累计增速 8.7%。国内航线、国际航线分别为 6.9%、12.3%，国际航线运力投放增速较大。

图 3 行业月度日利用率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 4 行业月度运力（ASK）增速



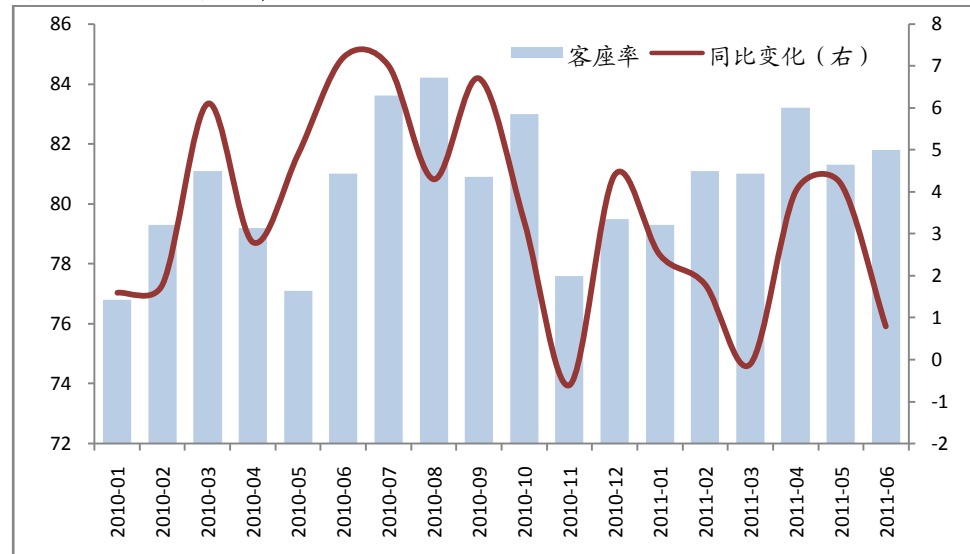
资料来源：WIND、安信证券研究中心

1.3. 客座率同比提升 1 个百分点，为 81.1%

客座率 81.8%，同比提升 1.0 个百分点。上半年客座率 81.3%，同比提升 2.5 个百分点。

6 月客座率同比提升幅度相对 4、5 月收窄，主要是由于去年世博会 6 月客流增量明显，需求基数较高造成今年 6 月 RPK 增速有所回落，供需缺口收窄。

图 5 行业月度客座率



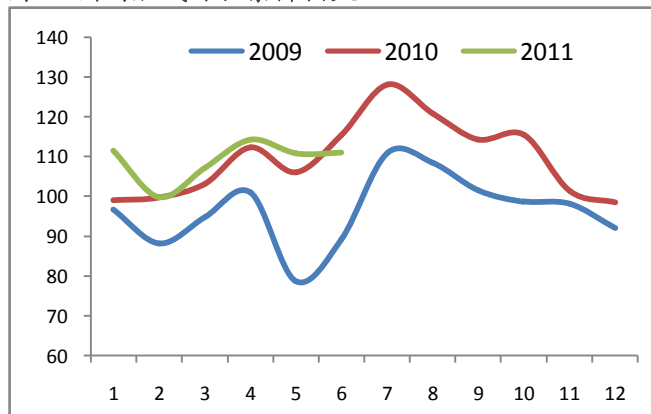
资料来源：WIND、安信证券研究中心

1.4. 世博会高基数效应使国内票价同比首次出现下滑

6 月国内航线、亚洲及港澳地区航线、国际航线票价指数分别为 111.0、95.0、150.7，同比增速分别为 -3.8%、-8.9%、0.4%。

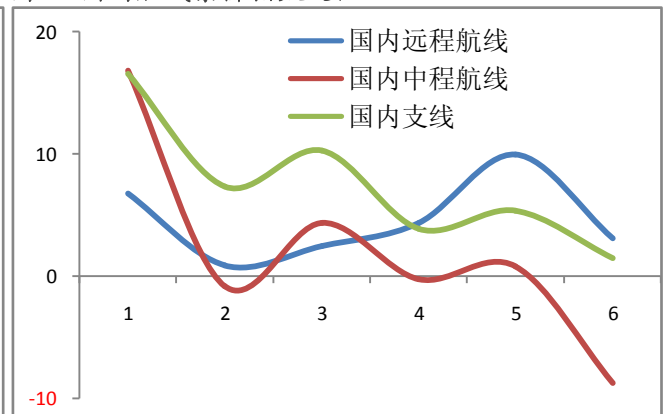
国内航线综合票价指数在今年首次出现同比下降，其中国内中程航线票价同比下滑明显，主要由于去年上海航线票价基数较高。

图 6 国内航线综合票价指数



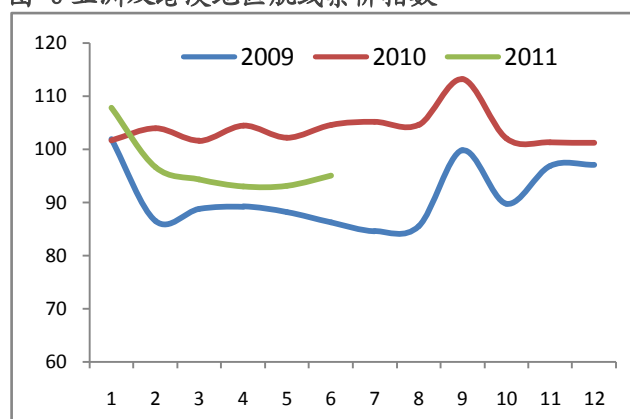
资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 7 国内航线票价指数变化



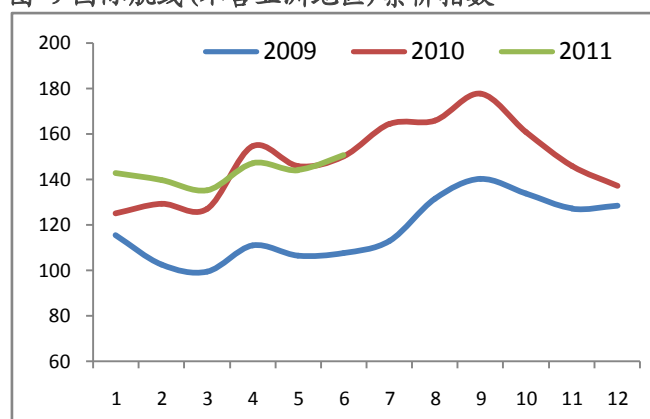
资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 8 亚洲及港澳地区航线票价指数



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 9 国际航线(不含亚洲地区) 票价指数



资料来源：WIND、安信证券研究中心

2. 旺季景气度较高：运力紧张使供需缺口扩大

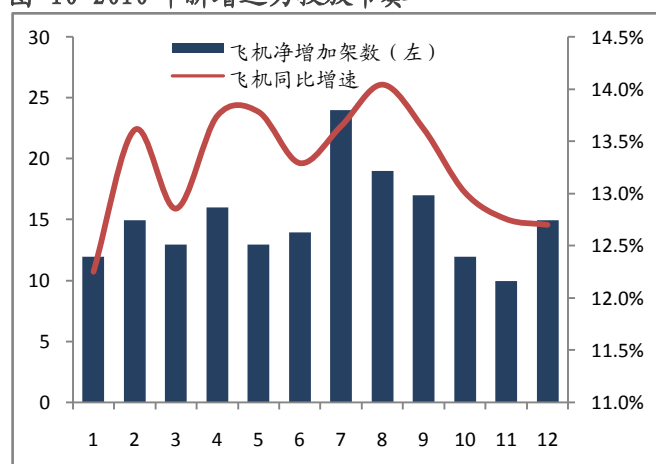
暑运将重现今年春运旺季运力紧张、需求绝对增速不大但效益很好的状况。

今年以来运能一直偏紧，但旺季日利用率上行受限问题更加凸显，将导致运力、需求增速绝对数均不大，但供需缺口较大将推动客座率、票价明显上行。

2010年8月24日空难前，日利用率处于较高水平，但九月份起至今日利用率同比月均下降0.23小时。我们预计旺季日利用率高基数效应更为明显，预计今年七八月、日利用率同比或下降0.3-0.4小时。

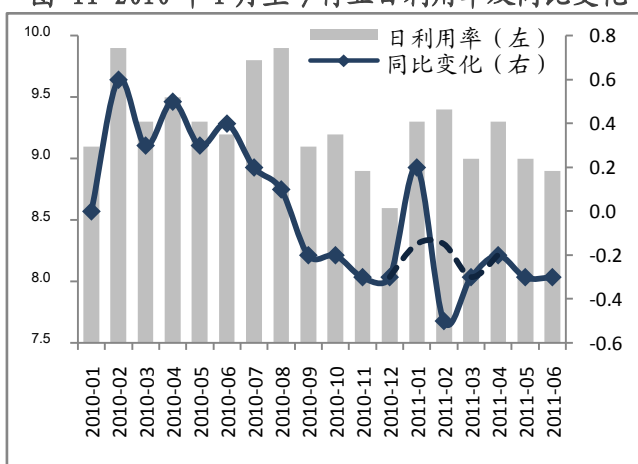
我们预计暑运（7、8月）行业ASK同比增速约为6-7%，供需缺口约3个百分点。旺季运力紧张更加明显，预计行业客座率同比提升约3个百分点、票价指数同比提升5个百分点。

图 10 2010 年新增运力投放节奏



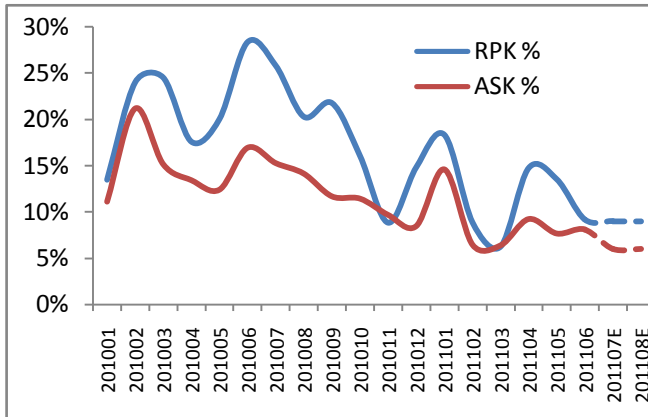
资料来源：CEIC、民航休闲小站、安信证券研究中心

图 11 2010 年 1 月至今行业日利用率及同比变化



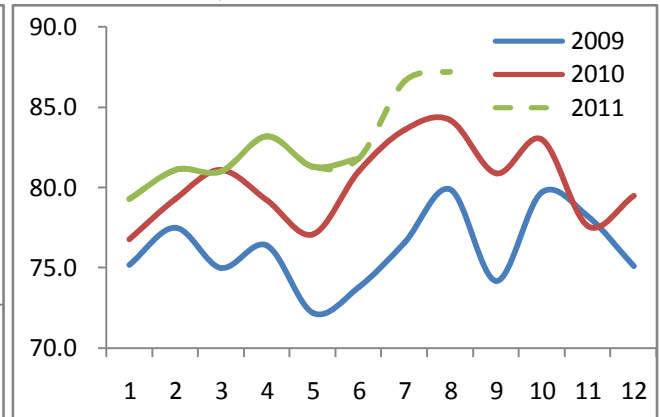
资料来源：CEIC、民航休闲小站、安信证券研究中心

图 12 行业需求、运力同比增速



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 13 行业客座率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

3. 行业跟踪

3.1. 京沪高铁开通对行业影响较小

我们自 6 月 7 日发布高铁对民航影响深度报告《京沪高铁不足虑，等待暑运估值修复》，7 月 22 日发布第 2 篇深度报告《京沪高铁对航空影响有多大？》，指出京沪高铁影响并不大：

①除去年世博会高基数影响，京沪分流小于预期，且票价将逐步回升；

直接用同比增速来看高铁冲击，会忽略去年同期世博会引起的高基数效应。由于去年 6 月份世博会客源已明显放大，今年 6 月份同比增速已综合体现了正常增长及高基数效应。因此我们可以拿 6 月份的同比增速作为参考，以高铁开通后增速与 6 月进行比较，作为高铁对航线的直接冲击。剔除高基数效应后预计 7 月高铁直接影响为分流近 10%，票价冲击约 15%~20%。以客座率下降 4 个百分点、票价影响 15 个百分点计算，高铁冲击对航线净利润影响约为 4.2 亿；根据航线各公司所占市场份额，则下半年京沪航线受冲击对东航、国航 EPS 影响分别为 -0.021 元、-0.012 元。

在目前行业供不应求、京沪航线东航和国航市场份额超过 90%的情况下，航空公司对航线控制力较强。航空公司已经在持续通过换机型微调运力，策略从初期的“保量”向“保价”转换，后续预计分流影响、票价冲击将逐步减小。

表 1 京沪航线受高铁冲击，2011 年下半年净利润变化测算

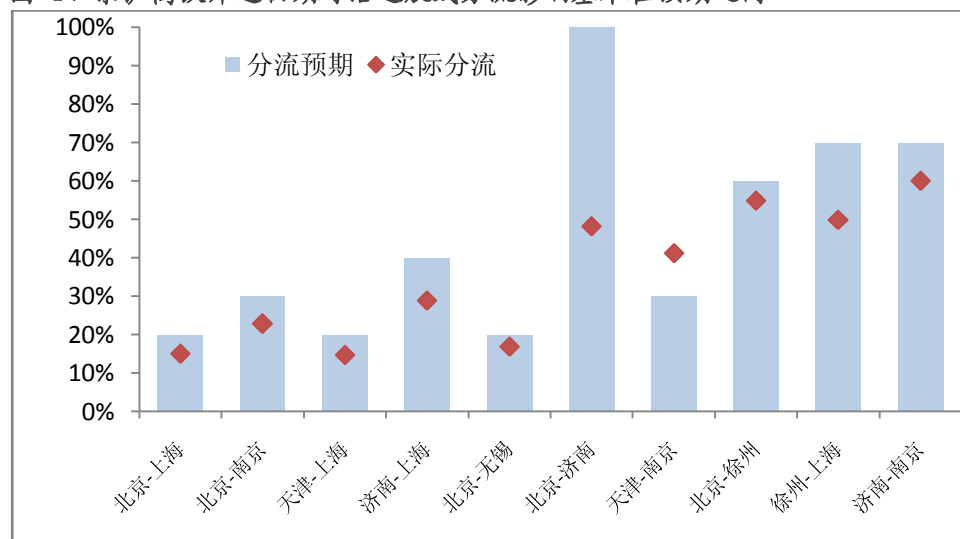
		高铁引起的客座率变化					
		0%	-2%	-4%	-6%	-8%	-10%
高铁引起的票价变化	0%	0	-0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.3
	-5%	-1.1	-1.6	-2.0	-2.5	-2.9	-3.3
	-10%	-2.3	-2.7	-3.1	-3.5	-3.9	-4.4
	-15%	-3.4	-3.8	-4.2	-4.6	-5.0	-5.4
	-20%	-4.6	-4.9	-5.3	-5.7	-6.0	-6.4
	-25%	-5.7	-6.1	-6.4	-6.7	-7.1	-7.4

资料来源：安信证券研究中心测算

②短途航线占比较小，对行业影响不大

除京沪航线外，沿途航线尤其短航线分流相对较大，但基本在预期之内且对全行业影响极小。1) 京沪沿途航线航距主要在 1000 公里左右及 600 公里左右。从 7 月初运行情况看，短途航线影响较大但基本都小于我们预期（仅天津-南京航线分流影响超过预期）。2) 占比较小对全行业影响不大：京沪高铁沿途航线（除京沪航线外）旅客运输量占行业比重仅为 2%，由于航距短，占行业 RPK 比重仅为 1.2%。3) 京沪高铁沿途所有航线分流仅影响全行业 RPK 增速约 0.5%，也小于我们之前预期，预计航空公司将通过调配运力来减少相关航线成本投入。

图 14 京沪高铁开通初期对沿途航线分流影响基本在预期之内



资料来源：民航资源网、安信证券研究中心

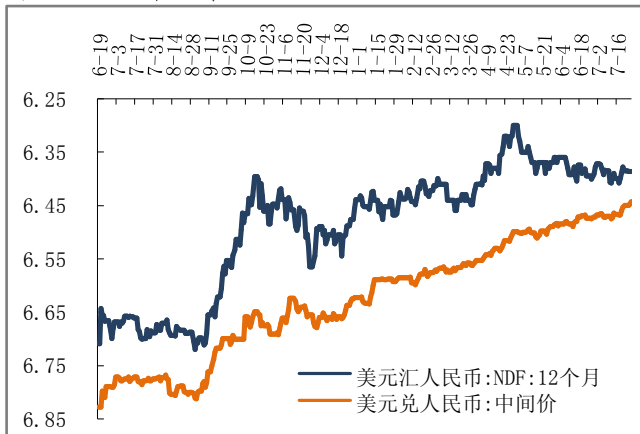
3.2. 7 月人民币升值速度略有加快

2011 年 7 月 27 日，人民币兑美元汇率 6.4426，自年初累计升值 2.8%，年化计算预计全年升值约 4.9%。

7 月单月（至 7 月 27 日）升值 0.45%，比 5、6 月的 0.22%、0.20%略有加速。

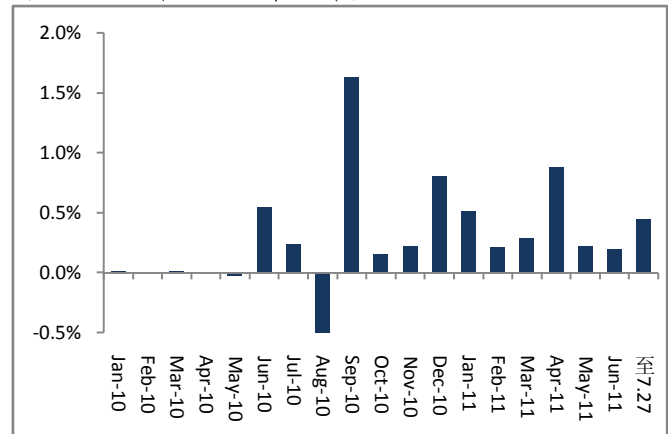
我们测算，人民币升值 1%，南航、国航、东航、海航 2011 年净利润分别增加 4.2、4.9、2.9、0.9 亿元，EPS 约 0.042 元、0.041 元、0.026、0.023 元。若人民币兑美元全年升值 5%，对南航、国航、东航、海航 2011 年 EPS 贡献 0.21 元、0.20 元、0.13 元、0.12 元。

图 15 人民币汇率



资料来源: WIND、安信证券研究中心

图 16 人民币兑美元单月升值幅度



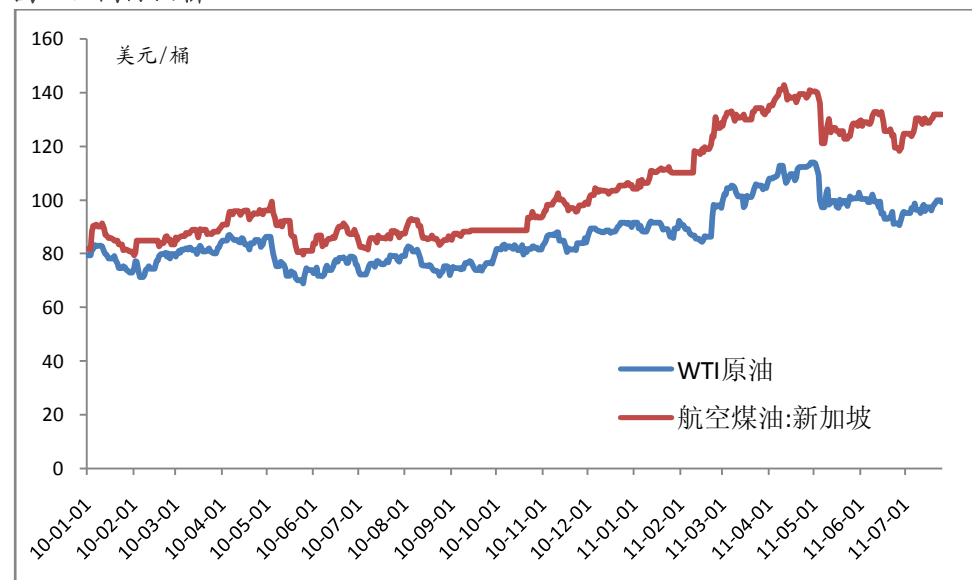
资料来源: WIND、安信证券研究中心

3.3. 预计国内油价短期不会大幅调整

7月WTI原油在95美元/桶至100美元/桶区间振荡。至7月25日,WTI原油收于99.2美元/桶。

根据《国家发展改革委关于推进航空煤油价格市场化改革有关问题的通知》,航空煤油出厂价格逐步实行市场定价。为平稳推进市场化改革,过渡期间航空煤油(标准品)出厂价格暂按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则,由供需双方协商确定。根据近期油价水平,我们计算8月新加坡航油市场进口到岸完税价约为7767元/吨,目前国内航油出厂价7640元/吨,预计8月1日国内航油不调整或有微幅调整。

图 17 国际油价



资料来源: WIND、安信证券研究中心

4. 投资策略

我们认为剔除去年世博会高基数效应后京沪航线受高铁冲击小于预期且后续影响将减小、旺季行业运能紧张使行业景气超市场预期，继续推荐南航和国航，同时建议重点关注东航（高铁冲击或小于预期）。

表 2 航空公司业绩预测与估值

	股价 (2010-7-27)	EPS			PE			PB		评级
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	
南方航空	8.51	0.70	0.70	0.50	12	12	17	3.1	2.6	买入-A
中国国航	10.07	1.05	0.90	0.88	10	11	11	3.1	2.3	买入-A
东方航空	5.56	0.48	0.46	0.36	12	12	15	4.0	3.0	买入-A
海南航空	7.29	0.74	0.78	0.65	10	9	11	2.4	1.9	增持-A
平均					10.8	11.2	13.8	3.2	2.5	

资料来源：WIND、安信证券研究中心

分析师简介

吴莉，中国人民大学会计硕士，5 年证券行业从业经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究；2008 年进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业第四名（团队）；2010 年 8 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034