

航空运输业 (010609) 月报

油价、高铁、汇率等多因素共振，利好航空

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010014

美国信用降级，将刺激人民币加速升值

标普下调美国主权信用评级，刺激人民币加速升值。预计人民币每升值 1%，汇兑收益折合 EPS 分别为国航 0.035 元、南航 0.037 元、东航 0.026 元、海航 0.028 元，并将刺激国际旅游消费。

运力瓶颈凸现，客座率仍有空间

国内运力吃紧的局面将促成刚性需求支撑下的客座率和票价高位运行。7 月份国内航线的客座率达 85% 左右，比照国泰航空公司在欧洲和北美航线的客座率常高达 90% 以上，国内客座率仍有空间。

京沪高铁再降速，分流影响进一步减弱

京沪高铁已经运营整一个月的时间，7 月沿线 13 条航线旅客量同比下降 24%，对国内整体运量分流 1.2%，符合预期。铁道部将实行新的列车运行图，适当降低新建高铁初期的运营速度，未来分流影响进一步减弱。

国际油价大幅调整，行业盈利趋势向好

近期国际油价大跌，新加坡航油在 120 美元/桶下方波动，全年油价将可能呈现前高后低的走势。我们对今年行业盈利预测的假设条件是基于新加坡航油 120 美元/桶的中枢价，油价下跌将对行业盈利有一定的增厚。

投资建议

近期国际油价大幅回调、高铁再降速、人民币加速升值等多因素利好航空板块，维持买入。重点推荐中国国航、海南航空、南方航空和东方航空。

风险提示

油价大幅上涨、高铁网络建成。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
上海机场	13.70	0.68	0.77	0.90	20.15	17.79	15.22	1.52	15.40	买入
白云机场	7.90	0.51	0.64	0.78	15.49	12.34	10.13	0.61	12.80	买入
深圳机场	5.63	0.42	0.44	0.55	13.40	12.80	10.24	0.85	8.80	买入
厦门空港	14.51	0.94	1.13	1.31	15.44	12.84	11.08	0.76	22.60	买入
中国国航	10.02	0.95	0.97	0.82	10.55	10.33	12.22	1.19	11.60	买入
南方航空	8.33	0.59	0.63	0.52	14.12	13.22	16.02	1.13	10.08	买入
东方航空	5.20	0.48	0.51	0.35	10.83	10.20	14.86	1.52	6.63	买入
海南航空	7.35	0.74	0.95	1.04	9.93	7.74	7.07	0.31	12.35	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

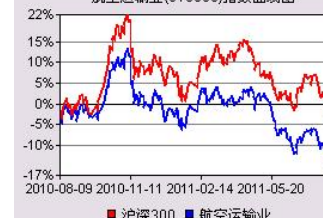
买入

前次评级

买入

行业走势

航空运输业(010609)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-11.50%	-18.88%	-17.30%
沪深 300	-10.14%	-10.73%	-4.26%

目录索引

行业观点与投资建议	3
一、7 月步入传统旺季，股价有所表现	4
二、美国信用降级，将刺激人民币加速升值	6
三、运力瓶颈凸现，客座率仍有空间	7
四、京沪高铁再降速，分流影响进一步减弱	7
五、国际油价大幅调整，行业盈利趋势向好	8

图表索引

图 1：航空指数与沪深 300 指数的变化	4
图 2：主要航空公司股价月度超额收益率	4
图 3：主要航空公司 PE 的变化	4
图 4：主要航空公司 PB 的变化	4
图 5：美元兑人民币汇率现货和远期价格	6
图 6：日本航空国内、外航线旅客周转量的增长变化	6
图 7：三大城市机场和其他城市机场旅客吞吐量增速比较	7
图 8：国泰航空公司的客座率水平	7
图 9：京沪沿线航线旅客量的同比变化	8
图 10：国内外油价的变化趋势	8
表 1：航空行业 7 月份主要运营指标	5
表 2：航空行业 1-7 月份主要运营指标	5
表 3：人民币升值对主要航空公司的汇兑收益测算	6

行业观点与投资建议

7月份航空业迎来传统旺季，虽然受世博高基数和京沪高铁开通的影响，但是国内运力吃紧，客座率提升显著，基本面推动下航空股有所表现。我们认为，油价、高铁、人民币升值将成为推动航空股价继续获得超额收益的重要驱动力。

上周末标普下调美国主权信用评级，由此市场将更加严密监视英、法等国的财政状况，并它们有可能面临信用评级下调的风险，这将加速资产配置从发达地区向新兴国家转移，刺激人民币加速升值。基于2010年年报数据，预计人民币每升值1%，汇兑收益折合EPS分别为国航0.035元、南航0.037元、东航0.026元、海航0.028元。

京沪高铁已经运营整一个月的时间，7月份京沪沿线13条航线旅客量同比下降24%，对国内整体运量分流1.2%，符合预期。铁道部将实行新的列车运行图，适当降低新建高铁初期的运营速度，将目前京津城际、沪杭两条高铁的时速由350公里调整到300公里；将合宁、合武、石太、昌九、海南东环、杭深线宁波至厦门段、长吉、秦沈高铁时速由250公里调整到200公里；将客货混跑的既有线动车组列车时速由200公里调整到160公里。高铁一再降速，未来分流影响进一步减弱。

近期国际油价大跌，行业盈利趋势向好。我们对今年行业盈利预测的假设条件是基于一新加坡航油120美元/桶的中枢价，目前新加坡航油已经跌至120美元/桶下方。预计国际油价每变化10%，将影响航空公司下半年的EPS分别为国航0.01、南航0.019、东航0.014、海航0.013元。

维持行业买入评级。重点推荐估值较低、明年业绩确定性较大、破发的中国国航，主业增长强劲、受益集团大力扶持做强做大航空主业的海南航空，以及南方航空和东方航空。

一、7月步入传统旺季，股价有所表现

7月份航空业迎来传统旺季，虽然受世博高基数和京沪高铁开通的影响，但是国内运力吃紧，客座率提升显著，基本面推动下航空股有所表现。在沪深300指数下跌2%的形势下，航空板块涨幅3%，其中南航领涨，涨幅为5.5%，国航和东航次之，涨幅相同为3.8%，海航跑输板块，下跌3.9%。

8月初受大盘系统性风险的影响，航空股出现大幅回落，目前行业平均动态估值为PE7-10倍、PB1.6-2.6倍左右。

图1：航空指数与沪深300指数的变化

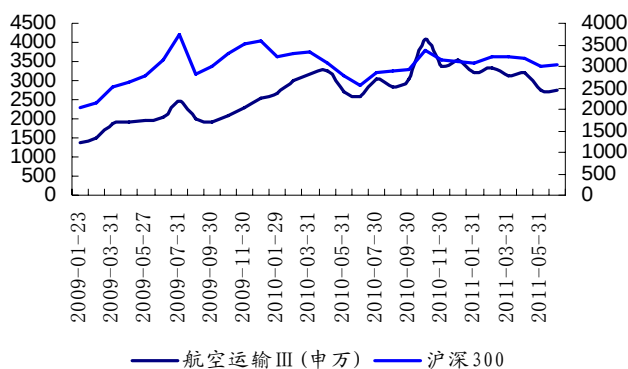
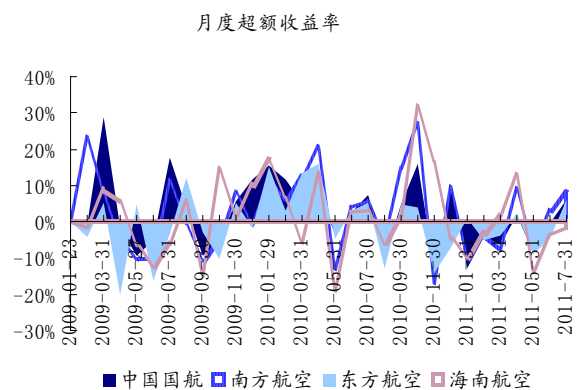


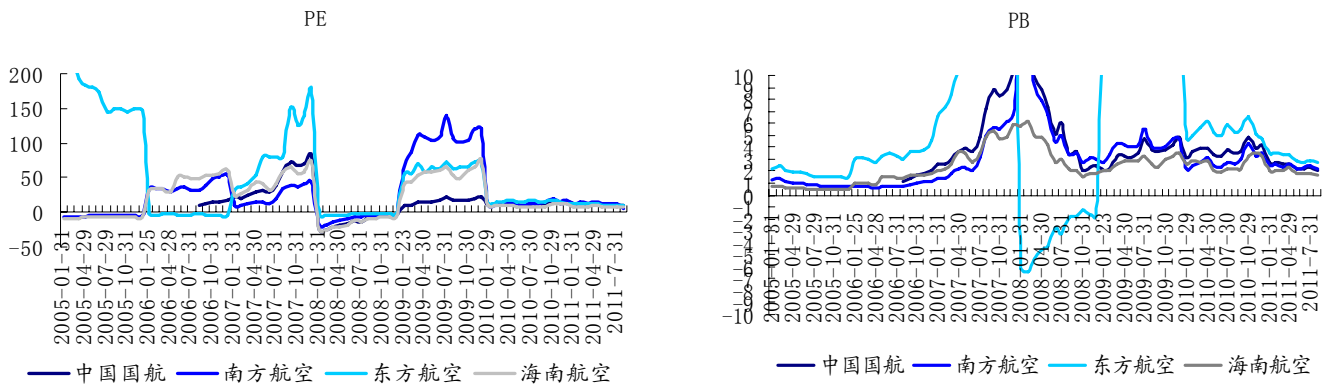
图2：主要航空公司股价月度超额收益率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：主要航空公司PE的变化

图4：主要航空公司PB的变化



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表1: 航空行业7月份主要运营指标

	客运量 (千)	同比 (%)	RPK (百万)	同比 (%)	客座率	同比 (pt)
中国国航	4423.70	1.60	8429.90	6.70	86.6%	3.4
南方航空	7599.93	5.30	11459.62	10.70	85.0%	3.5
东方航空	6497.44	3.13	9528.31	5.32	83.0%	(0.2)
海南航空	1764.58	2.70	3074.34	5.30	85.7%	1.3
	货邮运输量(千吨)	同比 (%)	RTK (百万)	同比 (%)	载运率	同比 (pt)
中国国航	91.15	(0.20)	1111.70	4.40	74.8%	2.4
南方航空	89.83	(0.10)	1294.99	9.20	72.2%	3.3
东方航空	128.08	12.22	1266.88	11.90	74.1%	2.3
海南航空	23.11	2.80	330.78	4.80	73.4%	-0.1

数据来源: 上市公司、广发证券发展研究中心

表2: 航空行业1-7月份主要运营指标

	客运量 (千)	同比 (%)	RPK (百万)	同比 (%)	客座率	同比 (pt)
中国国航	28167.5	6.5	53585.4	8.8	81.9%	2.1
南方航空	46044.2	6.0	69250.0	9.7	81.3%	2.8
东方航空	39693.0	9.0	57953.8	5.9	78.7%	1.7
海南航空	11334.8	4.1	19670.8	5.0	84.0%	2.3

	货邮运输量(千吨)	同比 (%)	RTK (百万)	同比 (%)	载运率	同比 (pt)
中国国航	661.6	4.1	7328.2	6.5	71.5%	1.0
南方航空	626.2	4.0	8140.4	12.1	69.7%	1.8
东方航空	793.7	(4.7)	7501.6	6.2	71.5%	2.0
海南航空	155.1	(0.4)	2128.9	4.7	71.0%	0.8

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

二、美国信用降级，将刺激人民币加速升值

7月份人民币兑美元升值0.25%，比年初升值2.9%。上周末标普下调美国主权信用评级，由此市场将更加严密监视英、法等国的财政状况，并它们有可能面临信用评级下调的风险，这将加速资产配置从发达地区向新兴国家转移，刺激人民币加速升值。基于2010年年报数据，预计人民币每升值1%，汇兑收益折合EPS分别为国航0.035元、南航0.037元、东航0.026元、海航0.028元。

而且在人民币升值的趋势中，长期将刺激国际旅游消费，提振国际航线需求。借鉴日本上世纪80-90年代，日币显著升值推动本国国际航线需求快速增长。

图5：美元兑人民币汇率现货和远期价格

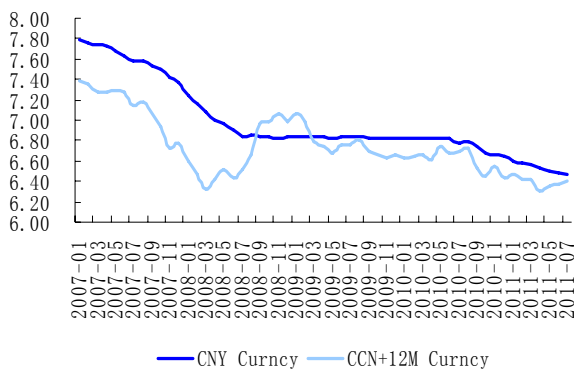
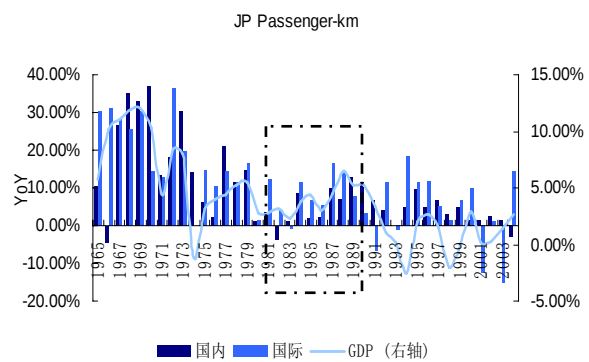


图6：日本航空国内、外航线旅客周转量的增长变化



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

表3：人民币升值对主要航空公司的汇兑收益测算

	美元负债 (美元, 百万元)	美元负债 占负债总 额的比重	人民币兑美元升值 1% 汇兑收益 (百万元)	折合 EPS (元)	人民币兑美元升值 5% 汇兑收益 (百万元)	折合 EPS (元)
中国国航	9147	53.4%	606	0.035	3029	0.176
南方航空	7284	59.5%	482	0.037	2412	0.184
东方航空	5861	46.1%	388	0.026	1941	0.129
海南航空	2351	26.8%	156	0.028	779	0.142

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

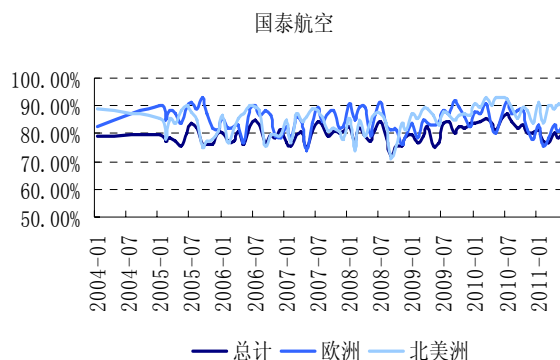
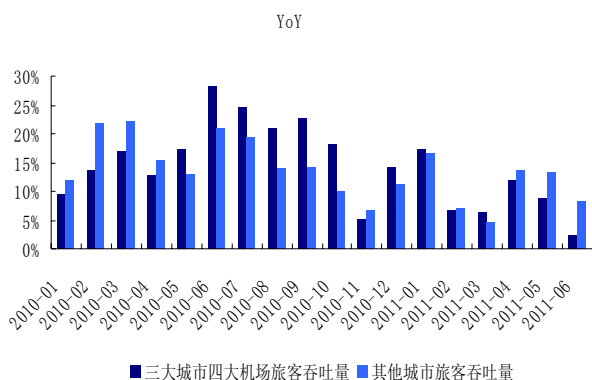
三、运力瓶颈凸现，客座率仍有空间

今年全国三大城市机场的旅客量增速明显低于其他城市的水平，尤其从5月份开始，三大城市机场与其他城市机场的旅客吞吐量增速差距加大，表明去年受世博的影响，今年传统市场回升。

从运力拉动需求的角度看，三大城市空域基本饱和，其他省会-省会、省会-二三线城市将是运力的增长点。年初至今国内三大航空公司ASK在国内航线的同比增速仅为个位数水平，而客座率同比提升较为明显，运力不足可能在一定程度上压抑了需求。由于国内空域瓶颈在短期内难以解决，国内运力吃紧的局面将促成刚性需求支撑下的客座率和票价高位运行。

此外，从效率提升的角度，目前国内航线的客座率达85%左右。借鉴国际经验，世界知名的国泰航空公司在欧洲和北美航线的客座率常高达90%以上，运力投入规模相当于国航公司国内投入量的83%、超过海航的36%。可见，我国国内客座率仍有空间。

图7：三大城市机场和其他城市机场旅客吞吐量增速比较 图8：国泰航空公司的客座率水平



数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

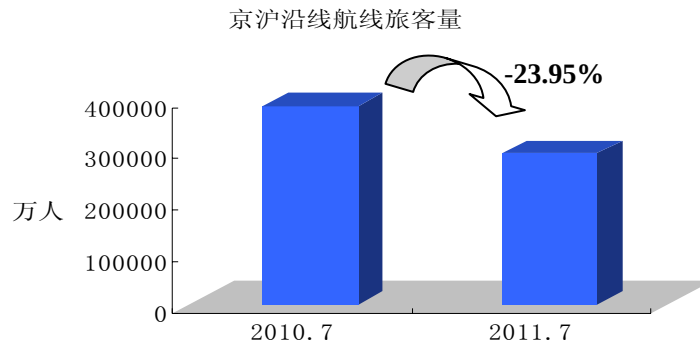
四、京沪高铁再降速，分流影响进一步减弱

京沪高铁已经运营整一个月的时间，对京沪高铁沿线的航线，东航和国航等公司通过减投运力和调整销售策略，目前客座率和票价基本维稳。7月份京沪沿线13条航线旅客量同比下降24%，其中北京-南京、无锡等航线受冲击较大，北京-杭州航线几乎没受影响，北京-上海航线运量同比下降约18%。

7月份，京沪沿线13条航线对国内整体运量分流1.2%，我们之前预计京沪高铁沿线的航线将分流国内运量1%-2%，符合预期。铁道部将实行新的列车运行图，适当降低新建高铁初期的运营速度，将目前京津城际、沪杭两条高铁的时速由350公里调整到300

公里；将合宁、合武、石太、昌九、海南东环、杭深线宁波至厦门段、长吉、秦沈高铁时速由250公里调整到200公里；将客货混跑的既有线动车组列车时速由200公里调整到160公里。高铁一再降速，未来分流影响进一步减弱。

图9：京沪沿线航线旅客量的同比变化

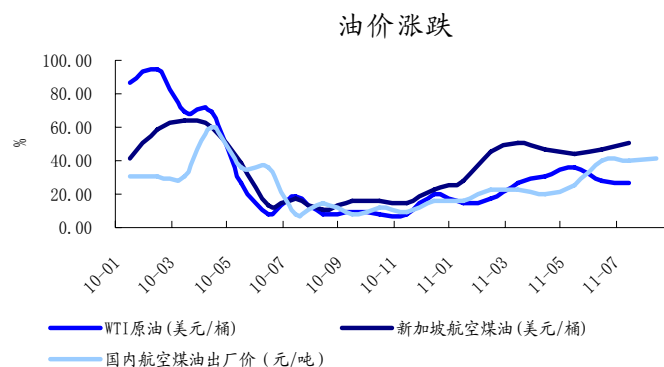


数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

五、国际油价大幅调整，行业盈利趋势向好

近期国际油价大跌，新加坡航油在120美元/桶以下波动。我们预计，未来油价大幅上涨的可能性较小，全年油价将可能呈现前高后低的走势。行业盈利趋势向好。我们对今年行业盈利预测的假设条件是基于新加坡航油120美元/桶的中枢价。经过测算，假设国内燃油附加费覆盖国内用油上涨的80%部分、国际燃油附加费完全覆盖国际航班用油成本的增长，预计国际油价每变化10%，将影响航空公司下半年的EPS分别为国航0.01、南航0.019、东航0.014、海航0.013元。

图10：国内外油价的变化趋势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

航空运输行业：国内航油出厂价上调 1%，预期之中，影响中性_行业跟踪分析报告	董丁	2011-08-01
广发证券航空机场行业数据库_行业跟踪分析报告	董丁	2011-07-28

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。