

航空运输 II

多重利好叠加，带动航空业绩提升和估值修复

投资要点

供给持续偏紧，票价高企，各公司旺季业绩大增。7月暑期旺季带动国内航空市场需求持续增长，供给偏紧，客座率、票价持续提升。粗略估算，本月座公里收益同比增速超过15%。国际方面，旅客需求呈现回暖态势。各航空公司亦适当调整了国际运力投放，国际航线整体客座率已超过去年同期水平。其中，国航国际航线复苏尤为值得关注，不论是量的增长还是运营效率的提升都将带动中国国航下半年的国际线行情，进而提升公司整体业绩。

高铁事故频发，降速、减班列，将显著提升航空业绩和估值。京沪高铁开通最初，航空客座率下降约5%，票价水平下降约20%。随后高铁事故频发，令客座率和票价明显回升。我们认为，航空之于高铁仍存在诸多优势，其30年的市场化运营经验积累不是高铁短时间内可以匹及的。目前航空公司正在积极优化航线网络，调减与高铁线重合的航班，开辟更多的新航线。中国广阔的消费市场，将成为航空公司拓展新疆土的有力支撑。

油价震荡下跌，人民币汇率持续攀升。因担心全球经济二次衰退和原油消费需求放缓等因素，WTI轻质原油近一个月跌幅达12%。但长期看，中国及其他发展中国家原油消费需求仍将强劲增长，而供给始终紧张。汇率方面，人民币对美元汇率已突破6.4关口。受欧美债务危机和经济复苏缓慢影响，美元持续走弱，人民币相对走强，不断加大的贸易顺差也对人民币升值起到推波助澜作用。我们认为，欧美经济前景并不乐观，而我国国内经济增长相对稳定，政府为了控制输入性通胀，有可能会加速人民币升值的步伐。

市场行情：受国内外经济震荡、高铁事件等影响，最近一月航空股波动较大，利好利空多次交叉，最终受大盘拖累，市场整体行情仍然下滑，但表现优于上证综指。航空板块个股中，由于长期被高铁抑制的信心逐渐释放，东方航空逆市反弹，月度涨幅8.8%；受益于人民币升值影响，南航在市场大幅下滑背景下月度跌幅为2.6%；国航和海航跌幅较大，分别为8.7%和11%。

投资建议：我们认为，当前高铁影响弱化、人民币升值加速、油价下跌，市场已形成推动航空股的多重利好。虽然受制于大盘影响，前期航空股并没有太多表现，但未来一段时间，航空股的业绩和估值均有待提升，相对收益可期，维持“推荐”评级。个股推荐次序为：南方航空：人民币升值；东方航空：高铁影响低预期；中国国航：低估值、收益稳定、国际航线回暖。

风险提示：需求增速低预期、油价上涨风险、系统性风险

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：陈娟、周玉华

Tel: 0755-82828557

Email: chenjuan@hczq.com

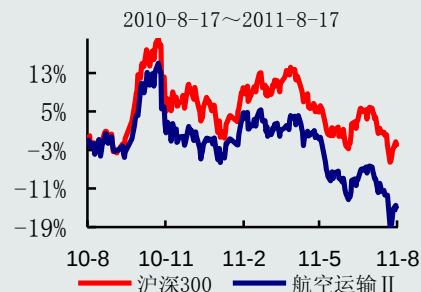
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
南方航空 600029	推荐
东方航空 600115	推荐
中国国航 601111	推荐

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《沉寂，是为了更好的飞翔》

2011-06-16

《4月航空月报：需求同比增速下降，客座率和票价仍强势》

2011-04-22

《经济面趋乐观，航空需求增速有保证》

2011-02-21

《1月航空行业月报：等待利空出尽、利好兑现时的航空股投资机会》

2011-01-25

《长期看消费特性，短期看事件性影响》

2010-12-21

《人民币升值、刚需旺盛、行业整顿多重利好带动航空业绩超预期》

2010-09-17

目 录

一、业绩回顾与展望	4
1.1 供给持续偏缓、票价高企，各公司旺季业绩大增	4
1.2 季节性因素影响，货邮市场持续低迷	6
1.3 高铁事故频发，降低速度、减少班列，将显著提升航空业绩和估值	8
1.4 油价震荡下跌，人民币汇率持续攀升	9
1.5 八月上旬经营情况：客运量和客座率表现平平，两舱市场异常火爆	11
二、行业要闻聚焦	12
2.1 空管建设“十二五”规划获批 受益股或将腾飞	12
2.2 2011 年国际航空客运增 3%，二季度盈利 10 亿美元	13
2.3 西藏航空拉国航入股正式首航，拉萨或将直飞北京	13
2.4 争夺货运话语权：南航欲与中国外运合资	13
2.5 南航宣布中国首架空客 A380 飞机客舱布局	14
2.6 大连航空获准筹建，国航旗下又一航空公司将诞生	14
2.7 香港机场第三跑道正式被纳入珠三角空域规划	14
2.8 深航意向加入星空联盟，2015 年机队将达 171 架	15
2.9 国泰航空首 6 个月客运率 79.3%，同比下跌 4.7%	15
2.10 东航多管齐下提高“京沪空中快线”运行品质	15
三、市场表现	16
3.1 航空/机场板块市场表现	16
3.2 航空/机场个股市场表现	17
四、投资建议：高铁影响弱化、人民币升值、油价下跌，带动航空股业绩提升和估值修复，给予“推荐”评级	18
五、风险提示：需求增速低预期、油价上涨、系统性风险	18
附：近期航空公司公告一览及点评	19

图表目录

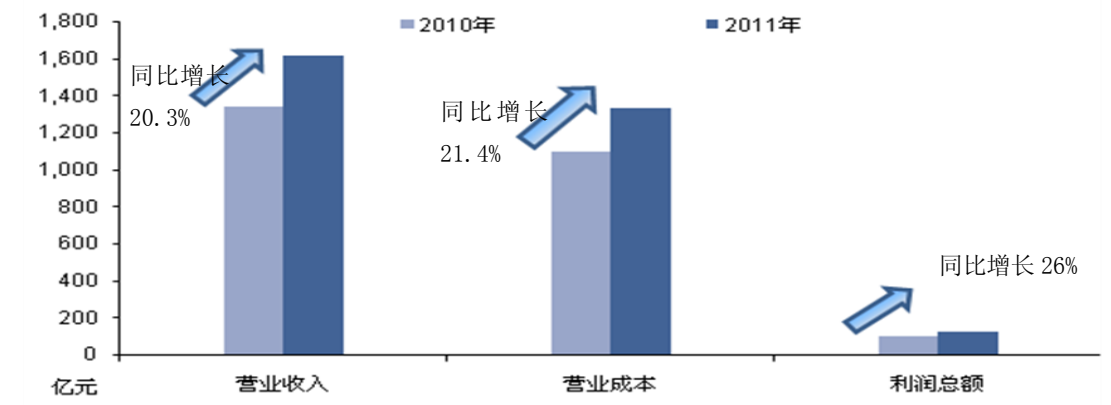
图表 1	2011 年上半年全民航营业收入、营业成本及利润总额同比情况	4
图表 2	国航 RPK 同比增速.....	4
图表 3	南航 RPK 同比增速.....	4
图表 4	东航 RPK 同比增速.....	5
图表 5	海航 RPK 同比增速.....	5
图表 6	国航旅客运输量同比增速.....	5
图表 7	南航旅客运输量同比增速.....	5
图表 8	东航旅客运输量同比增速.....	5
图表 9	海航旅客运输量同比增速.....	5
图表 10	国航客座率同比趋势图.....	5
图表 11	南航客座率同比趋势图.....	5
图表 12	东航客座率同比趋势图.....	6
图表 13	海航客座率同比趋势图.....	6
图表 14	我国进出口贸易金额同比情况.....	错误！未定义书签。
图表 15	国航 RFTK 同比增速.....	7
图表 16	南航 RFTK 同比增速.....	7
图表 17	东航 RFTK 同比增速.....	7
图表 18	海航 RTK 同比增速.....	7
图表 19	国航总载运率同比趋势.....	7
图表 20	南航总载运率同比趋势.....	7
图表 21	东航总载运率同比趋势.....	7
图表 22	海航总载运率同比趋势.....	7
图表 23	国航和东航京沪线 7 月客座率变化趋势.....	8
图表 24	国航和东航京沪线 7 月票价变化趋势.....	9
图表 25	WTI 近一个月价格震荡下行（2011.7.12-2011.8.12）	10
图表 26	国内国际主要油价长期走势.....	10
图表 27	四家航空公司航油价格敏感性分析.....	10
图表 28	人民币-美元汇率走势.....	11
图表 29	2011 年 1-7 月份人民币升值对四大航业绩影响分析	11
图表 30	2011 年 8 月以来几大航空公司旅客人数同比情况（8.1-8.14 期间）	11
图表 31	2011 年 8 月以来几大航空公司总客座率情况（8.1-8.14 期间）	12
图表 32	2011 年 8 月以来几大航空公司两舱客座率情况（8.1-8.14 期间）	12
图表 33	航空/机场行业市场表现（截至 2011.8.15）	16
图表 34	交通运输-航空指数走势（2010.1.1-2011.8.15）	16
图表 35	交通运输-机场指数走势（2010.1.1-2011.8.15）	16
图表 36	图表 37 申万行业指数八月至今涨跌幅情况（截至 2011.8.15）	17
图表 37	航空运输重点个股市场表现（截至 2011.8.15）	17
图表 38	航空指数与四大航行情表现(2010.8.15-2011.8.15)	17
图表 39	申万一级行业及航空业 2011 年 PE（截至 2011.8.15）	18

一、业绩回顾与展望

1.1 供给持续偏缓、票价高企，各公司旺季业绩大增

2011 年上半年，民航业运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为 273.67 亿吨公里、1.39 亿人和 265.70 万吨，同比分别增长 7.6%、9.8%和-0.4%。所有航空公司利润总额 127.8 亿元，同比增长 26%。这一增速超出了年初绝大多数人的预测。

图表 1 2011 年上半年全民航营业收入、营业成本及利润总额同比情况

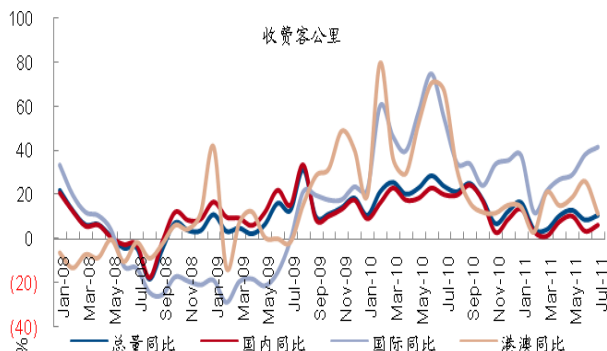


资料来源：华创证券研究所

进入 7 月，暑期旺季带动国内航空市场需求持续增长，国航、南航、东航、海航国内 RPK 同比分别增长 4.69%、6.12%和 5.01%。需求的增长并不是推动业绩的唯一原因。供给持续偏紧，客座率、票价的提升才是关键性因素。本月国航、南航、东航的国内客座率分别达到 87.7%、86.7%和 84.24%，整体水平已经超过了去年旺季的同期水平，只是东航受京沪高铁开通影响，客座率略有微弱的下滑。我们粗略估算，本月全行业国内航线平均票价水平增长超过了 10%，再考虑到供需关系带来的客座率水平的提升，估算本月座公里收益水平同比增速超过 15%。

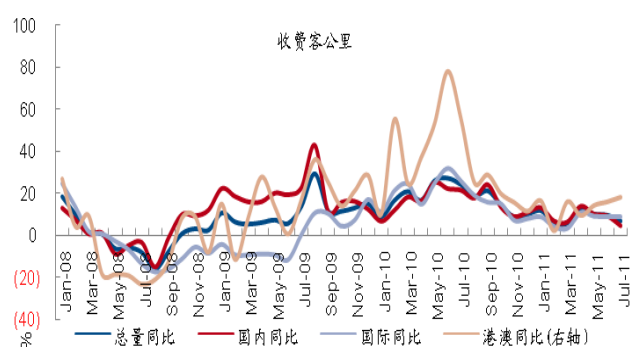
国际航线方面，国际旅客需求均不同程度的呈现出增速回暖的态势。7 月国航、南航、东航国际航线旅客运输量同比增速分别为 3.01%、19.63%和 6.5%，增速持续提升。此外，各航空公司针对国际运力投放做了适当的调整，这使得国际航线整体客座率水平甚至超过了去年旺季同期水平。7 月份国航、南航、东航国际航线客座率分别为 85.1%、77.3%和 79.94%，去年同期为 83.5%、78.2%和 78.89%。三大航中，国航国际航线的复苏尤其值得关注，不论是量的增长还是运营效率的提升都将带动中国国航下半年的国际线行情，进而提升公司整体业绩。

图表 2 国航 RPK 同比增速



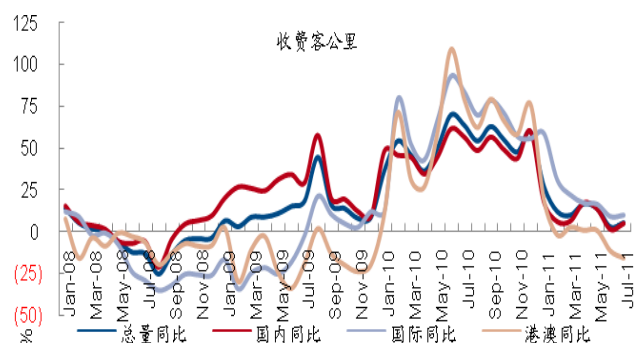
资料来源：Wind，华创证券研究所

图表 3 南航 RPK 同比增速



资料来源：Wind，华创证券研究所

图表 4 东航 RPK 同比增速



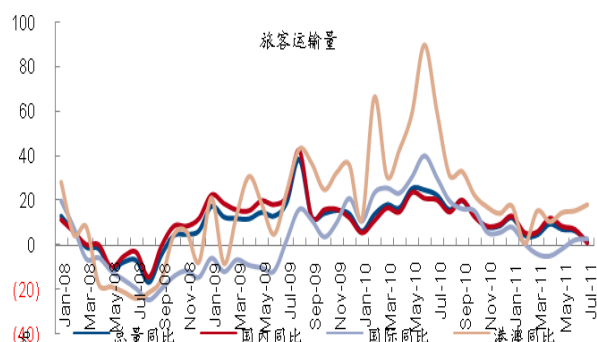
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 5 海航 RPK 同比增速



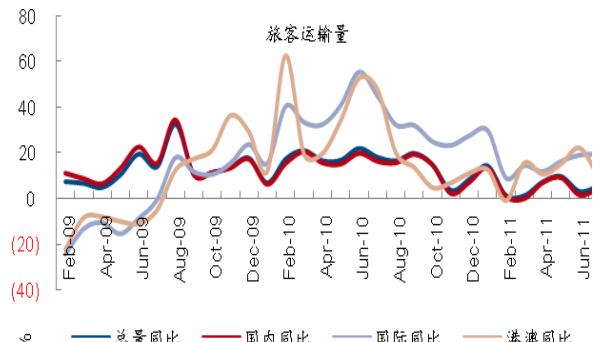
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 6 国航旅客运输量同比增速



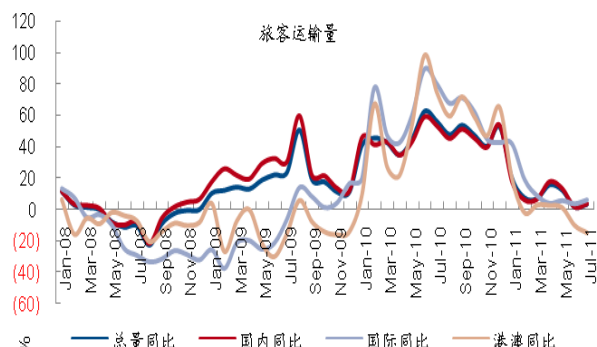
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 7 南航旅客运输量同比增速



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 8 东航旅客运输量同比增速



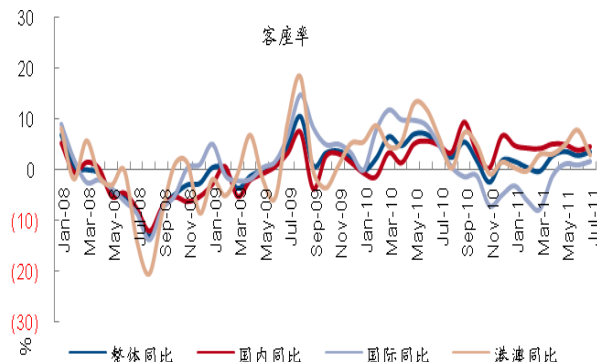
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 9 海航旅客运输量同比增速



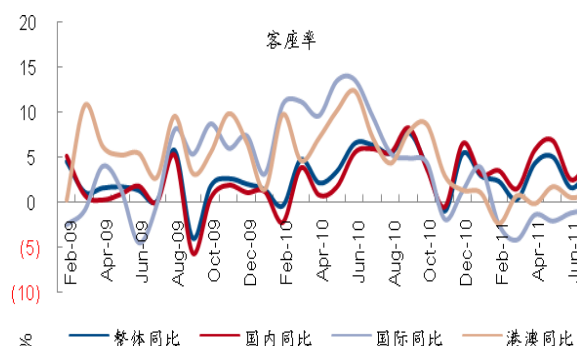
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 10 国航客座率同比趋势图



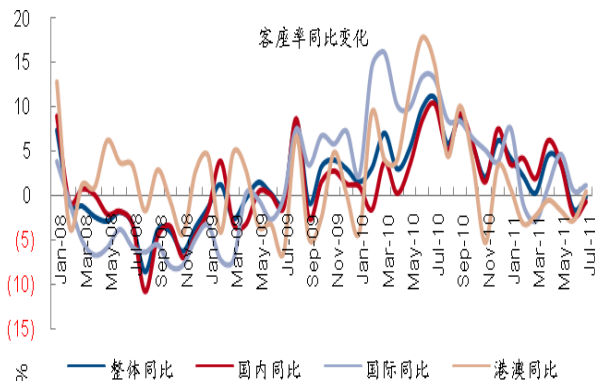
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 11 南航客座率同比趋势图



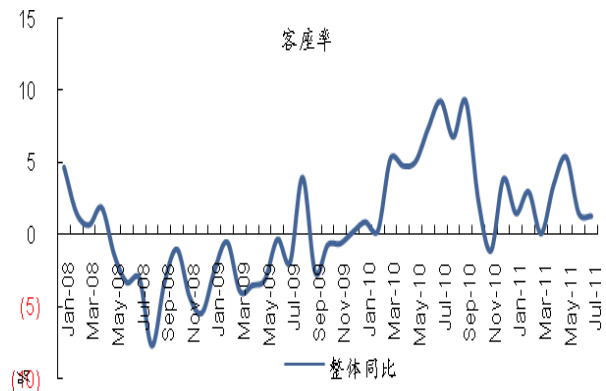
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 12 东航客座率同比趋势图



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 13 海航客座率同比趋势图



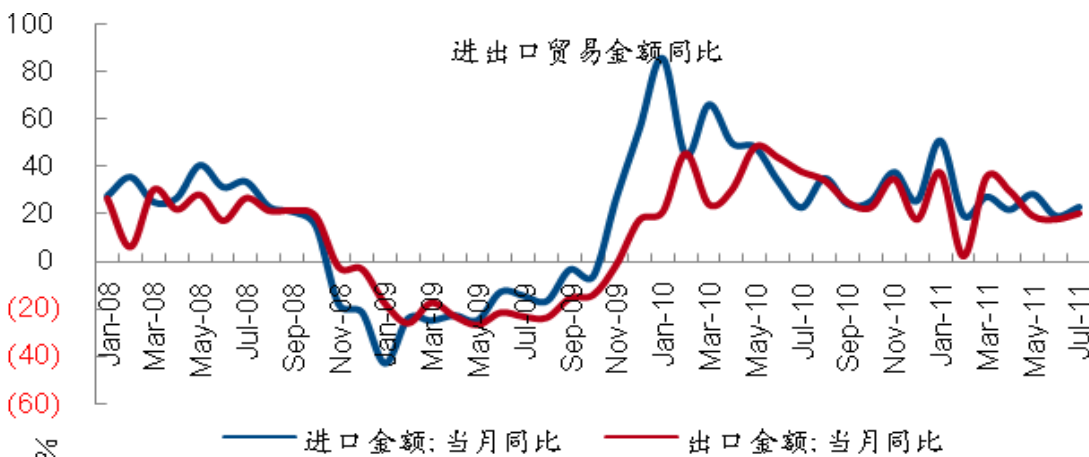
资料来源: Wind, 华创证券研究所

1.2 季节性因素影响，货邮市场持续低迷

本月货邮市场受季节性影响比较低迷，国航、南航、东航的货运周转量同比增长分别为 1.1%、4.93%和 11.92%。这主要是由于 7、8 月份通常是航空客运市场的旺季，但却是航空货运市场的传统淡季。根据现有数据统计，航空货运规模最大的两家上市公司国航和东航，货邮载运率环比均出现不同程度的下滑。国航由 6 月的 62.1%下降到 7 月份的 60.4%，东航由 6 月的 64.88%下降到 7 月份的 63.32%。

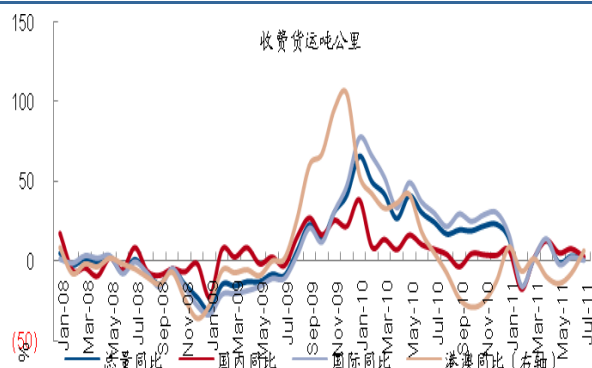
值得一提的是东方航空。7 月份，东方航空在其国际线可供货运吨公里同比增长 21.34%的情况下，收费货运吨公里增长了 35.47%，货邮载运率同比提升 7.63 个百分点。在这样一个低迷的市场，这样的成绩可谓是格外引人注目。分析个中原因，主要是由于东航在 7 月加大了全货机的运力投入，并全力拓展了美洲和欧洲货舱销售渠道，而美线和欧线货运量占到了全货机总运量的 80%以上。8 月份仍然是航空货运淡季，我们将继续关注这一态势的可持续性。

图表 14 我国进出口贸易金额同比情况



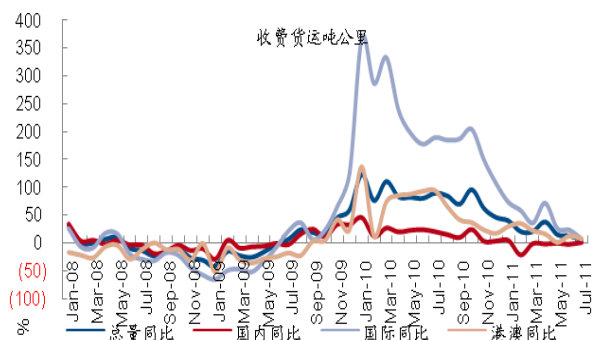
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 15 国航 RFTK 同比增速



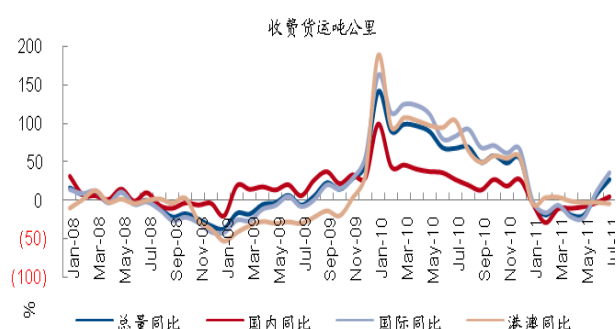
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 16 南航 RFTK 同比增速



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 17 东航 RFTK 同比增速



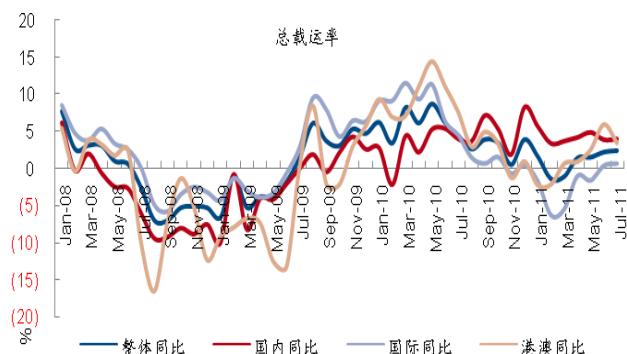
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 18 海航 RTK 同比增速



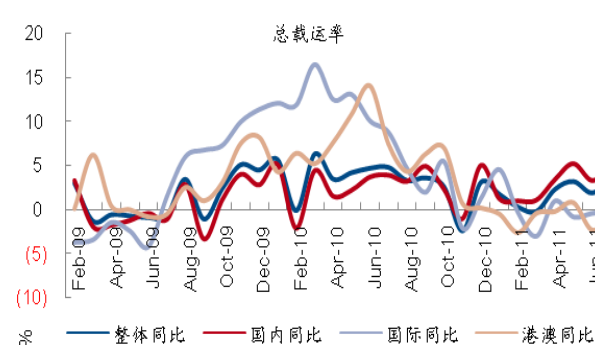
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 19 国航总载运率同比趋势



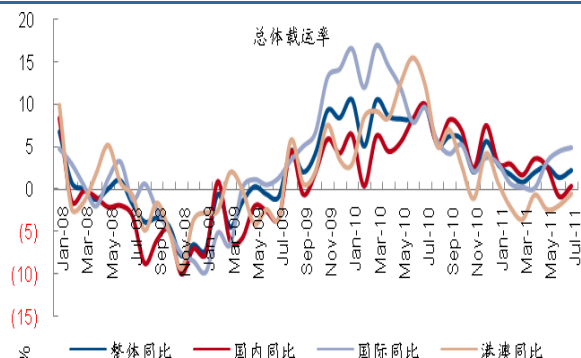
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 20 南航总载运率同比趋势



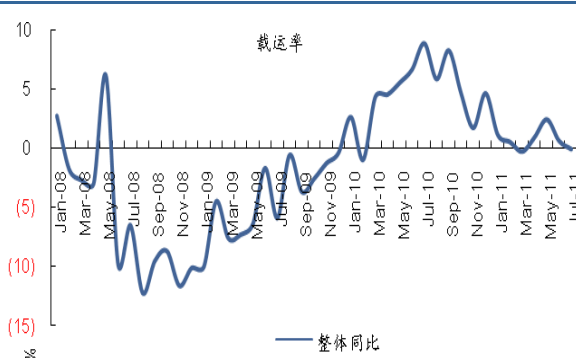
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 21 东航总载运率同比趋势



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 22 海航总载运率同比趋势



资料来源: Wind, 华创证券研究所

1.3 高铁事故频发，降低速度、减少班列，将显著提升航空业绩和估值

京沪高铁自 7 月开通以来，一度引起人们对京沪线航空运营情况的担忧。事实证明，在京沪线开通的最开始一周内，京沪航线及其沿线的客座率和票价水平确实受到了不同程度的影响。以航班量占比较大的东航和国航为例：不考虑运力调整情况，东航和国航京沪线的客座率分别较去年同期下降了 4% 和 6%，平均票价折扣分别较去年同期下降 23 个百分点和 19 个百分点；由于航程更短、旅客刚性比京沪线低，京沪沿线航班的影响要大于京沪线。以京宁线为例，东航和国航的客座率分别较去年同期下降 15% 和 7%，平均票价折扣较去年同期下降 40 个百分点和 30 个百分点。

但随后几天，京沪高铁事故频发，连续出现“断水、断电、赔偿机制空白”等硬件和服务方面的缺失，再加上 7.23 温州动车相撞事件的影响，京沪航线的客座率和票价开始明显回升。我们取 7 月 1-31 日全月的京沪线、京宁线航班运营数据进行分析，数据显示：

1) 京沪线：北京-上海

东航 平均客座率接近 89%，同比下降近 3%；平均票价折扣为 6.7 折，同比下降 18%

国航 平均客座率 90.6%，同比下降 1%；平均票价折扣为 8 折，同比下降 9%

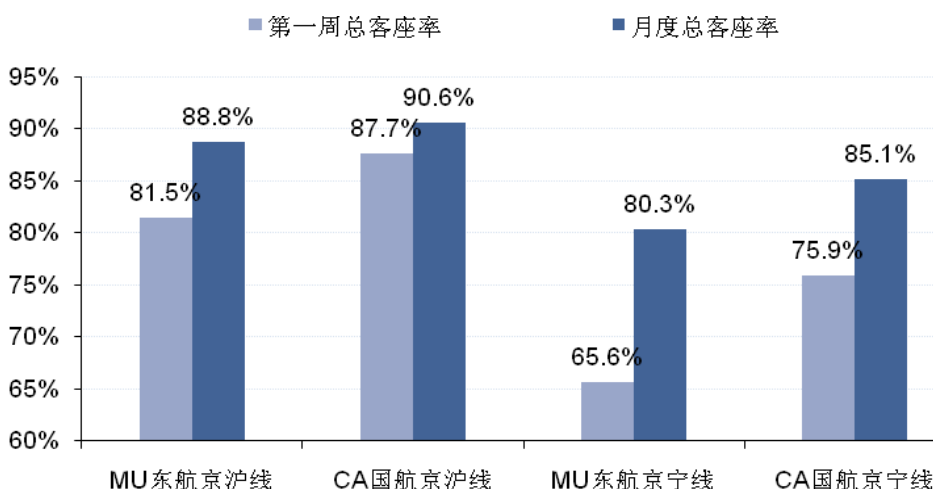
2) 京宁线：北京-南京

东航 平均客座率 80% 以上，同比下降 10%；平均票价折扣为 5 折，同比下降 38%

国航 平均客座率 85% 以上，同比下降 2%；平均票价折扣为 5.9 折，同比下降近 25%

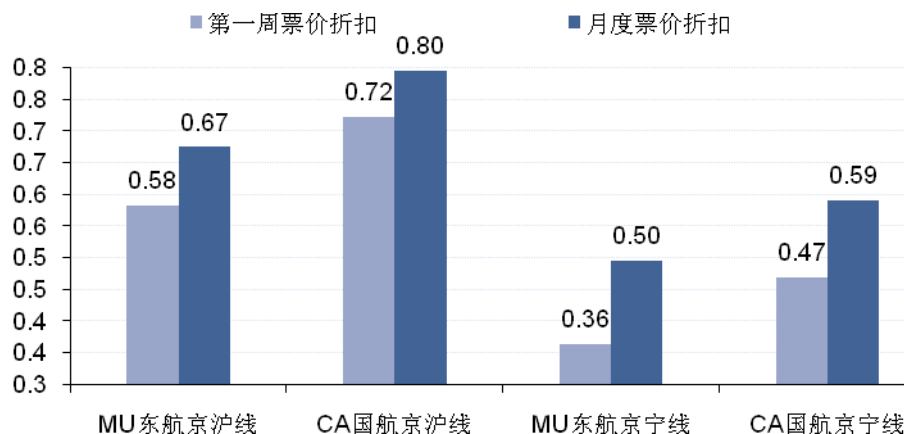
通过对 7 月第一周数据和整个 7 月数据比较得出：受后期高铁故障频发影响，京沪和京宁线的运营数据明显好转；与去年同期相比，客座率和票价虽仍有所下降，但下降幅度正在逐渐减小；对上市公司而言，国航的旅客更加稳定，受影响程度总体小于东航。

图表 23 国航和东航京沪线 7 月客座率变化趋势



资料来源：Wind，华创证券研究所

图表 24 国航和东航京沪线 7 月票价变化趋势



资料来源: Wind, 华创证券研究所

市场开始逐渐认识到, 高铁对于航空的影响原来没有大。这也再次印证了我们此前一直强调的观点: 当人们对航空的负面影响过于悲观的时候, 往往忽略了高铁本身也存在着这样那样的不足。一旦高铁开始运营, 各种问题开始逐渐暴露的时候, 也就是航空股开始实现价值回归的时候。

我们认为: 明年高铁四纵四横贯通后, 对于航空的影响仍将小于市场预期。航空之于高铁, 其优势就在于便捷性和人性化。比如京沪高铁全程 5 小时以内直达的班列每日仅 8 班, 而京沪快线一天有 40 多个航班往返; 比如说预售机制, 高铁预售期短, 而航空预售期长、订票渠道多、更便捷; 再比如说服务质量, 航空运输已经历了近 30 年的运营、服务经验积累, 其在地服、空勤以及突发事件处理等诸多方面已经形成了比较完善的保障机制, 而高铁的市场化才刚刚起步……所以航空对高端旅客、商务旅客的吸引将在较长的一段时间内, 仍具有明显的优势。目前, 航空公司正在积极优化航线网络, 调减与高铁线重合的航班, 开辟更多的新航线。中国广阔的消费市场, 将成为航空公司拓展新疆土的有力支撑。

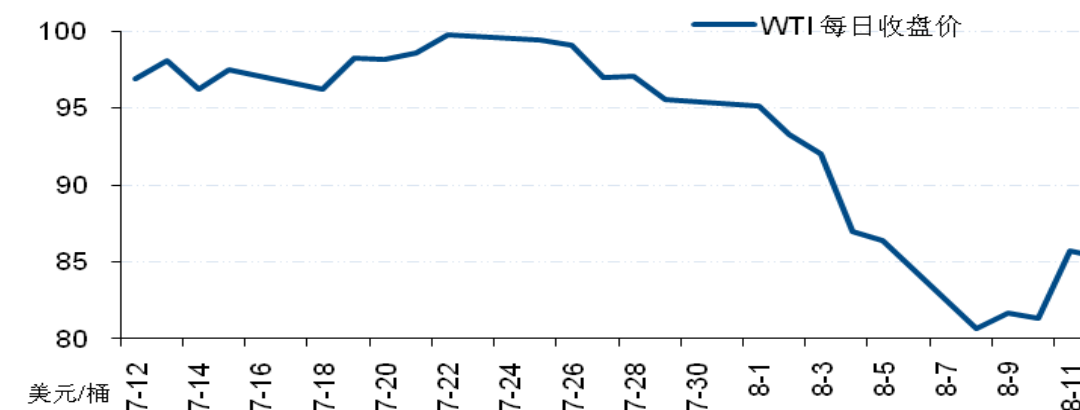
1.4 油价震荡下跌, 人民币汇率持续攀升

本月油价方面: WTI 轻质原油价格震荡中下行。8 月 12 日, WTI 轻质原油收盘价为 85.3 美元/桶, 近一个月跌幅达 12%, 年初至今跌幅 6.9%。受欧美债务危机影响, 因担心全球经济二次衰退和原油消费需求放缓等因素, 本月油价出现大幅下跌。EIA 预测 2012 年 WTI 价格为 101 美元/桶, 较之前的预测下调了 2 美元。但长期来看, 中国及其他发展中国家原油消费需求仍将强劲增长, 而供给始终紧张。因此, 我们对于油价的判断是: 短期内, 大涨大跌均难现; 长期看, 油价仍将上行, 航空公司成本压力难以缓解, 若想赢利, 只能看终端销售量、价对于成本的转嫁能力。

新加坡航空煤油价格本月亦下跌。8 月 10 日, 新加坡航空煤油价格为 120.23 美元/桶, 近一个月跌幅为 7.1%。但年初至今总体呈现涨势, 涨幅为 12.4%。

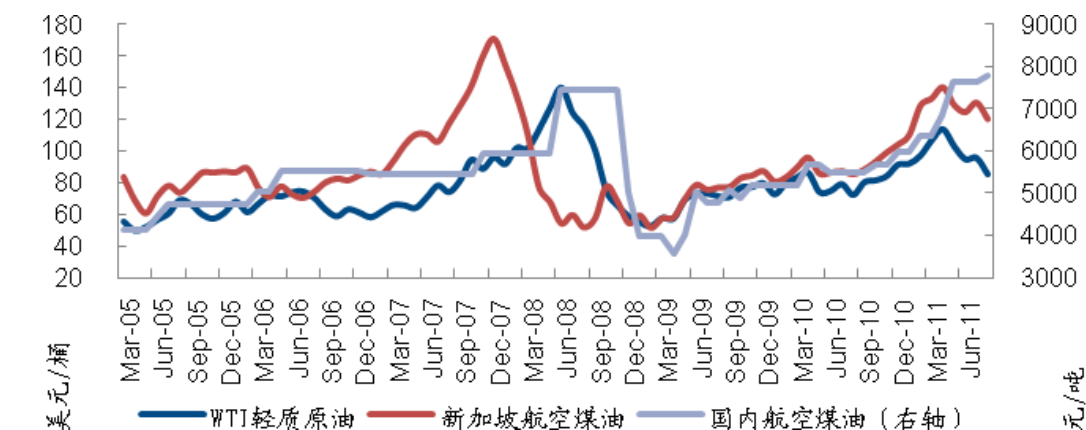
8 月开始, 国内航空煤油出厂价实行市场定价方式, 按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则, 由供需双方协商确定。8 月 1 日, 国内航空煤油价格由 7640 元/吨调至 7768 元/吨。随后, 800 公里以上国内航段的燃油附加费上调 10 元至 150 元, 800 公里以下的航段燃油附加费仍为 80 元。而同时, 由于国际航线航油采购成本下降及竞争激烈等因素, 国际航线的燃油附加费开始下调。国内航油采购成本与国际相比出现倒挂, 反映出我国国内油价偏高。

图表 25 WTI 近一个月价格震荡下行（2011.7.12-2011.8.12）



资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 26 国内国际主要油价长期走势



资料来源: WIND, 华创证券研究所

我们曾做过关于航油价格变动对航空业绩影响的敏感性分析。分析得出，航油价格每变动 100 元，对应南航、东航、国航和海航的 EPS 将分别变动 0.051、0.036、0.04 和 0.019 元。

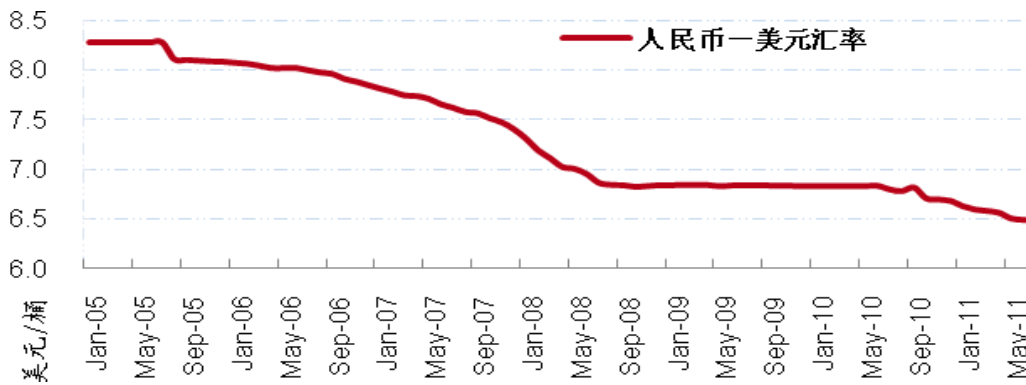
图表 27 四家航空公司航油价格敏感性分析

油价上涨 (元/吨)	成本增加				EPS 减少			
	南航	东航	国航	海航	南航	东航	国航	海航
100	5	4.04	4.88	0.78	0.051	0.036	0.040	0.019
200	10	8.08	9.76	1.56	0.102	0.072	0.080	0.038
300	15	12.12	14.64	2.34	0.153	0.107	0.120	0.057
400	20	16.16	19.52	3.12	0.204	0.143	0.159	0.076

资料来源: 华创证券研究所

本月汇率方面: 人民币汇率突破 6.4 关口。8 月 15 日，美元兑人民币中间价为 6.395，人民币年初至今升值幅度 3.54%。近一个月升值幅度达 1.12%，且升值呈加速态势，不断创出新高。受美国主权债务评级下调及经济恢复缓慢影响，美元持续走弱；而欧债危机使得欧元亦很难走强，相对条件下，人民币持续走高。此外，七月份贸易顺差和出口数据的强劲，也是促使人民币升值的重要原因之一。长期看，欧美经济前景并不乐观，而我国国内经济增长相对稳定，政府为了控制输入性通胀，有可能会加速人民币升值的步伐。

图表 28 人民币-美元汇率走势



资料来源: WIND, 华创证券研究所

今年 1-7 月, 人民币累计升值 2.7%。我们据此测算南航、国航和东航将分别增厚 EPS0.13 元、0.094 元、0.069 元和 0.065 元。

图表 29 2011 年 1-7 月份人民币升值对四大航业绩影响分析

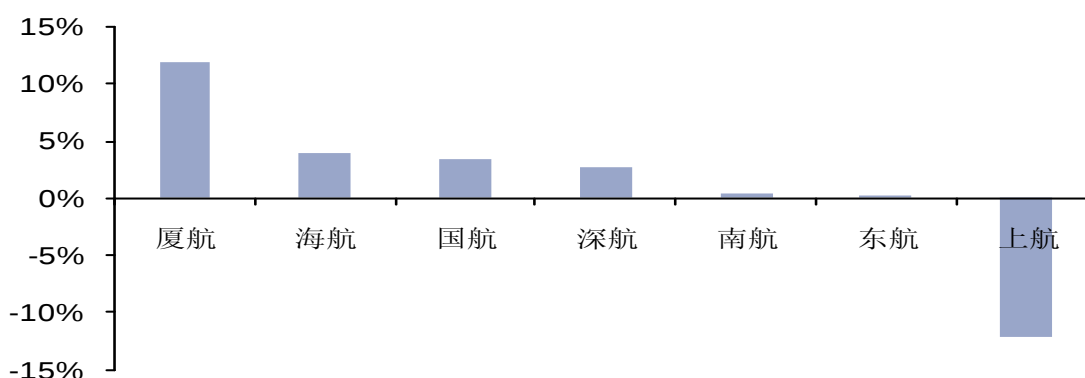
	美元负债规模 (亿元)	增加汇兑收益 (亿元)	增加净利润 (亿元)	总股本(亿股)	增厚 EPS(元)
南方航空	590	16.34	12.75	98.18	0.130
中国国航	560	15.51	12.10	128.92	0.094
东方航空	360	9.97	7.78	112.77	0.069
海南航空	125	3.46	2.70	41.25	0.065

资料来源: 华创证券研究所

1.5 八月上旬经营情况: 客运量和客座率表现平平, 两舱市场异常火爆

八月以来, 受去年高基数的影响, 几大航空公司的客运量表现平平, 并没有出现大幅上涨景象。具体到公司, 厦航的客运量增幅最大, 为 11.9%; 其次为海航, 同比增幅约 4%。南航和东航基本与去年同期持平。由于去年世博会效应, 而今年受高铁冲击, 上航客运量同比跌幅较大, 超过 10%。

图表 30 2011 年 8 月以来几大航空公司旅客人数同比情况 (8.1-8.14 期间)

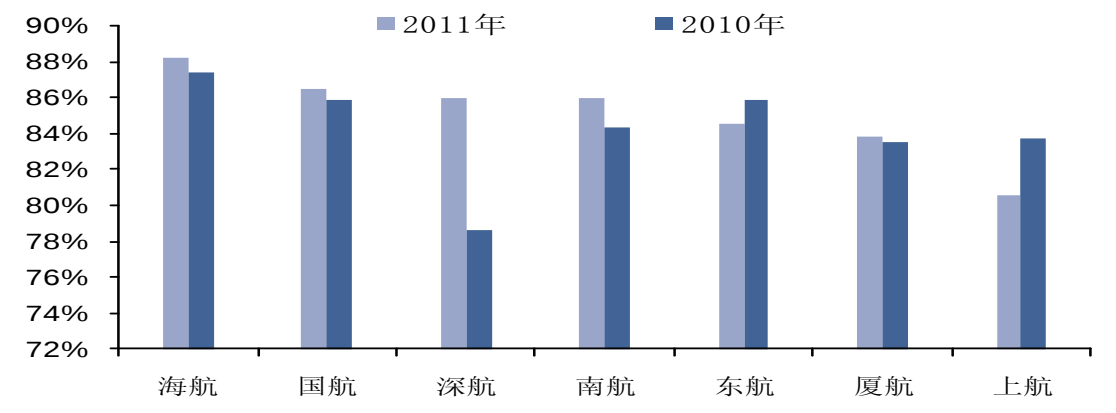


资料来源: 华创证券研究所

客座率方面，截至 8 月 14 日，本月全民航总体客座率为 85.13%，较去年同期提高 0.5 个百分点。除了上航和东航外，其余几大航空公司的客座率都较去年同期有一定提高。其中，受与国航合并协同效应影响，深航客座率提升最快，同比超过 7 个百分点。两舱客座率方面，8 月 1 日-14 日，全民航两舱客座率为 50.21%，较去年同期提升 4.14 个百分点，今年以来国内航空公司的两舱客座率一直在提升。我们在 2011 年半年策略报告中曾指出，航空公司的运营品质正在不断提升，两舱旅客量的增长大大提高了公司的收益质量，并将成为航空公司新的利润增长点。

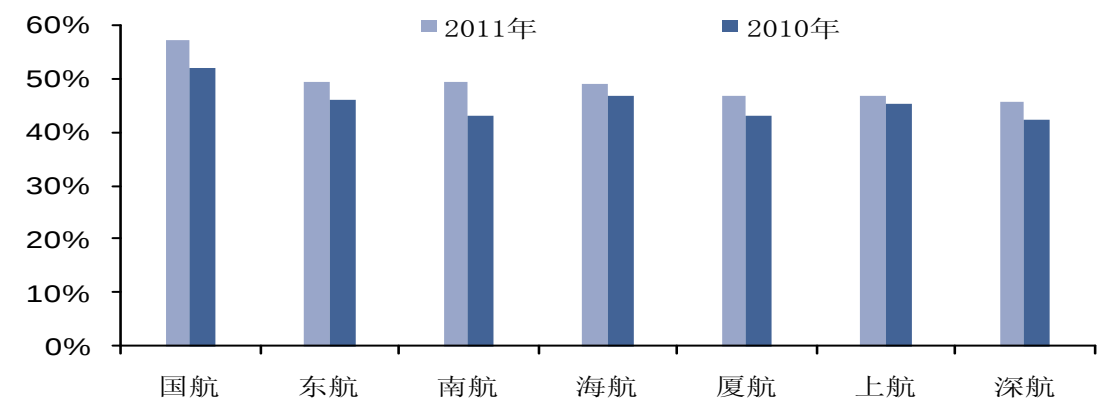
从公司角度看，海航的总客座率水平居于首位，总客座率超过 88%，其两舱客座率接近 50%，也较去年提升了 2 个百分点；国航两舱客座率最高，超过 57%，同比提高 5.2 个百分点，表现异常抢眼；南航两舱客座率同比提升 6.2 个百分点；厦航、上航和深航的两舱客座率均超过 45%。

图表 31 2011 年 8 月以来几大航空公司总客座率情况（8.1-4.14 期间）



资料来源：华创证券研究所

图表 32 2011 年 8 月以来几大航空公司两舱客座率情况（8.1-4.14 期间）



资料来源：华创证券研究所

二、行业要闻聚焦

2.1 空管建设“十二五”规划获批 受益股或将腾飞

（8 月 11 日）日前，全国空管建设“十二五”规划已经获批，其中对于空管监管等具体手段进行了全面规划，对于雷达、通讯导航等具体部署也做了细化。与此同时，我国低空空域改革在既有长春、广州飞行管制分区改革试点的基础上，正继续扩大。

点评：空管建设将带来巨大的空管装备市场。第一、新增机场建设将直接带动空管系统需求放量。未来5年计划新增机场55个以上，到2015年，全国运输机场总数将达到230个以上。第二、民航“十二五”规划明确提出，要提高空管自动化水平，更新老旧空管自动化系统，升级和扩容空管自动化系统。推广应用空管新技术，提高空管通信、导航和监视能力。民航部门负责人此前也透露，到“十二五”期末，空管保证飞机起降次数相较于“十一五”末接近翻番，“十二五”期间空管配套工程和基础设施建设投资相当于前两个五年规划的总和，同时将坚持走空管装备国产化道路，预计到“十二五”末期或者“十三五”初期，国产比例将达到80%，目前只占30%。

2.2 2011年国际航空客运增3%，二季度盈利10亿美元

（8月5日）国际航协调查显示：2011年二季度航空业利润持续被挤压，盈利10.4亿元，低于去年同期的28.8亿美元。燃油价格居高不下是利润空间受挤压的主要原因，但航空客运需求仍强劲。预计2011年全球航空客运收益将增长3%，货运收益将增长4%，未来12个月，航空公司盈利能力有望改善。

从地区来看，60%的欧洲地区受访者对未来盈利改善保持乐观，美洲地区受访者则表示盈利保持稳定，亚太地区的航空公司在全部航空货运量中所占份额为40%，而低廉的劳动力成本和相对较低的套期保值水平使得燃油成本在总成本中所占比例仍然较大。此外，日本的地震和海啸灾害预计将继续使该地区年内的经济前景黯淡。

2.3 西藏航空拉国航入股正式首航，拉萨或将直飞北京

（7月27日）7月26日，西藏航空首架航班正式起飞，首航飞拉萨至阿里。曾被业内称做“空中禁区”的西藏终于有了自己的航空公司。西藏航空相关负责人向记者透露：“预计拉萨直飞北京航线很快会获批。国航是西藏航空的第二大股东。”数字显示，2010年西藏国民生产总值超过500亿元，更重要的是西藏旅游迎来了“井喷式”发展，接待游客超过600万人，创历史新高。西藏计划到2015年末争取年接待游客达到1500万人次，实现旅游收入150亿元。旅游的发展，让西藏各地区对航空需求出现激增，多个机场正在修建，也正是瞄准这一机遇，西藏航空开始筹建。

西藏航空于2010年3月31日获得中国民航局批准筹建。2010年6月17日，在西藏自治区注册成立。目前，西藏航空注册资本为2.8亿元，股东分别由西藏自治区投资有限公司（20%）、中国国际航空股份有限公司（31%）、西藏三利投资有限公司（39%）、西藏睿翼投资有限公司（10%）组成。据了解，几年前东航也曾宣布参与筹建西藏航空，但随后，该公司在全球金融危机期间亏损严重，不得不放弃投资计划。

2.4 争夺货运话语权：南航欲与中国外运合资

（7月28日）南航正与中外运空运发展股份有限公司接触，双方的合作谈判进入到实质阶段。根据双方现阶段意愿，南航与外运发展计划在银河国际货运航空有限公司（下称“银河航空”）的基础上组建一家新的航空货运公司。目前，在“三大航”里，南航是唯一一家没有组建航空货运公司的航企，其货运业务由南航货运部负责。南航人士表示，南航会把现有货运部带入新的航空货运公司，不过，在股权比例上南航与外运发展还未达成一致。有业内消息猜测认为，南航会拿到第一大股东的身份，外运发展和大韩航空的持股比例会在现有基础上下调。

点评：2010 年，南航加入了天合货运联盟，后者是全球领先的航空货运联盟，拥有法荷航集团、达美航空、大韩航空、意大利航空等近 10 家成员航空公司。这一举动被看作是南航拓展货运业务的一记重拳。在民航局此前筹划的“超级航空货运承运人”重组整合计划中，中国外运一度被民航局看作是整合“三大航”货运业务的牵头人人选。民航局人士表示，南航如能与中国外运顺利“联姻”，将有可能在短时间内追赶上国航和东航，这将对国内航空货运业的格局变化产生重要影响。

2.5 南航宣布中国首架空客 A380 飞机客舱布局

（7 月 25 日）南方航空正式发布，将于年底前到付的中国首架空客 A380 飞机的客舱布局。据悉，空客 A380 飞机两层客舱的总面积达到 550 平方米，相当于 3 个网球场那么大。空客公司根据客户需要设计了不同的客舱布局，舒适豪华型布局有 555 个座位，最大经济布局则可达 840 个座位。为了给予旅客最大宽松空间和舒适享受，南航 A380 飞机选择了经典的三舱布局，506 个座位。8 个头等舱是配有平躺式按摩座椅的豪华私密包厢，位于主舱前部。70 个可全平躺的公务舱座位以错位式布局，设于上舱的前部和中部。为保证经济舱的宽敞和舒适，428 个经济舱分别位于主舱和上舱的后部。

南航首架 A380 飞机于 2010 年 8 月正式进入总装，历经 13 个月完成，目前已进入测试阶段。南航共订购了 5 架空客 A380，是中国目前唯一一家订购 A380 的用户。其中首架和第二架飞机预计在今年年底前交付使用。届时，南航将成为全球第七家运营 A380 的航空公司。

2.6 大连航空获准筹建，国航旗下又一航空公司将诞生

（7 月 5 日）据中国民航局网站今日公示，中国国际航空股份有限公司和大连保税正通有限公司申请筹建大连航空有限责任公司已经民航东北地区管理局初审同意。这是国航旗下北京航空自 4 月份获得运行合格证后，又一家航空公司即将诞生。

公告称，拟筹建公司申请的注册资本为人民币 10 亿元，其中中国国际航空股份有限公司现金出资人民币 8 亿元，占注册资本的 80%；大连保税正通有限公司以现金出资人民币 2 亿元，占注册资本的 20%。大连航空筹建负责人为国航旗下另一子公司——深圳航空原常务副总裁刘剑平，飞行负责人为国航飞行总队副总飞行师陈自强，机务负责人为北京飞机维修有限公司（AMECO）飞机大修分部经理刘春喜。

2.7 香港机场第三跑道正式被纳入珠三角空域规划

（7 月 7 日）香港特区政府署理运输及房屋局局长邱诚武昨日在特区立法会会议上回答议员提问时表示，中国民用航空局、香港民航处和澳门民航局通过商议，已就如何改善珠三角地区空域状况达成共识，并明确规划了 2020 年之前调整优化珠三角地区空域结构的目标任务和保障措施。目前已开始致力于改善和理顺珠三角空域管理、空管运作及飞行程序，有关措施已充分考虑到香港赤鱗角国际机场未来启用第三条跑道后的运作模式。

邱诚武说，三方同意采用“统一规划、统一标准、统一管理”的原则，共同推动全面的空域体制衔接程序及标准，涵盖范围包括优化空域设计、改善飞行高度层分配、统一空管设备的标准及程序，以及增加珠三角往返华北地区的民用航道等多方面工作，目的是改善区内的空域规划和航空交通管理。

2.8 深航意向加入星空联盟，2015 年机队将达 171 架

（7 月 7 日）由国航控股的深圳航空公司 7 月 6 日与星空联盟在深圳签署谅解备忘录，深航加入星空联盟取得实质性进展。深航成为继国航之后星空联盟在中国吸收的第二家成员航空公司。深航加入星空联盟后将给旅客带来诸多便利，旅客可从深航通达星空联盟每一个成员航空公司航线所及的 181 个国家的 1160 个目的地，并享受到通畅快捷的中转服务。

作为第 26 届世界大学生运动会合作伙伴，深航在大运会开幕前夕宣布入盟意向具有重要意义。星盟总裁阿布莱奇说，深航的加入为星盟在中国的航线网络增加了多个新的目的地。希望深航在推荐人国航帮助和指导下，尽快完成星盟准入 87 项标准的对标工作，正式成为星盟成员。深航总裁冯刚表示，深航力求通过与星空联盟的合作，形成经济全球化条件下参与国际经济合作与竞争的新优势。

2.9 国泰航空首 6 个月客运率 79.3%，同比下跌 4.7%

（7 月 15 日）国泰航空公布与港龙航空合并结算的 6 月份客、货运量。数据显示，6 月份两航空公司合计客运量 2,269,362 人次，同比上升 2.4%，运载率为 81.5%，下跌 3.9%。首 6 个月的载客量合计上升 1.7%，乘客运载率下调 4.7%至 79.3%，而运力则上升 9.8%。国泰航空收益管理总经理欧永棠表示：“6 月份载客量较去年同期上升，但由于运力有所增长，经济舱的载客率因而下降。日本、上海及中东等航线表现持续疲弱，而主要长途及东南亚航线的载客率则继续高企。头等及商务客舱需求更胜去年，使利润增加，提升收益素质。”

两航空公司合计在 6 月运载的货物及邮件达 134,980 公吨，同比减少 9.1%，运载率为 67%，下跌 8.4%，以可用货物及邮件吨千米数计算的运力则上升 6.3%。今年上半年的载货量合共下跌 4.1%，而运力则上升 14.6%。国泰航空货运营业及市务总经理韦靖表示：“6 月份为空运业传统淡季，内地及本港等主要出口市场持续淡静，去年全年需求持续畅旺只是特别情况。印度航线表现仍然理想。我们会于 8 月份开办每周两班货运航班前往班加罗尔，巩固国泰在该次大陆的市场地位。”

2.10 东航多管齐下提高“京沪空中快线”运行品质

（7 月 15 日）东航近日在“京沪空中快线”上以更独特、更便捷、更精细的旅客服务体验为目标，实施服务改进，从客户沟通、订票、值机、候机、登机、客舱服务、行李运输、不正常航班服务等方面入手，从地面到空中，全流程细化出二十项服务保障措施，全面提升京沪航线的运行品质和服务品质。

主要保障措施有：最大限度缩短值机等待时间，无托运行李旅客可推迟至航班起飞前 20 分钟结束值机，增加值机柜台、推广网上值机、手机值机；开设专用通道快速通行；增加差异化服务项目，新近推出的个性化离港系统通过与航班动态的实时对接，能及时获取航班的起飞、落地，衔接等信息。特别是在发生航班不正常的情况下，可及时向旅客传递准确的航班和服务保障信息；空中服务方面，启用移动客舱 PDA，通过个性化服务平台，能主动识别出旅客的属性爱好和乘坐习惯；安排固定机型穿梭飞行，并优先选择停靠廊桥，尽可能的减少旅客乘坐摆渡车耗费时间等等。

三、市场表现

3.1 航空/机场板块市场表现

受国内外经济震荡、高铁事件等影响，最近一月航空股波动较大，利好利空多次交叉，最终受大盘拖累，市场整体行情仍然下滑，但表现优于上证综指。8月15日，航空指数收于2776点，月度跌幅为5.4%；上证综指收于2627点，月度跌幅6.9%；沪深300指数2918点，月跌幅6.8%。机场指数月跌幅6.2%。

图表 33 航空/机场行业市场表现（截至 2011.8.15）

指数	收盘	月涨跌幅	季涨跌幅	年涨跌幅	指数估值
上证综合指数	2,626.77	-6.86%	-7.80%	-1.31%	11.97
沪深 300 指数	2,917.88	-6.74%	-5.89%	-0.14%	11.32
交通运输（申万）	2,076.66	-8.67%	-13.95%	-13.99%	15.59
航空运输（申万）	2,776.09	-5.39%	-8.65%	-8.91%	17.64
机场（申万）	2,012.18	-6.15%	-10.05%	-12.22%	15.06

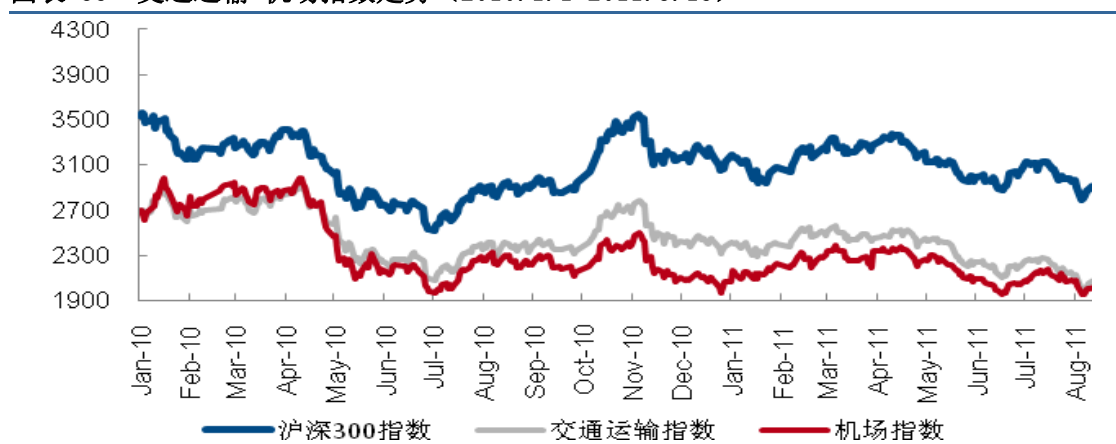
资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 34 交通运输-航空指数走势（2010.1.1-2011.8.15）



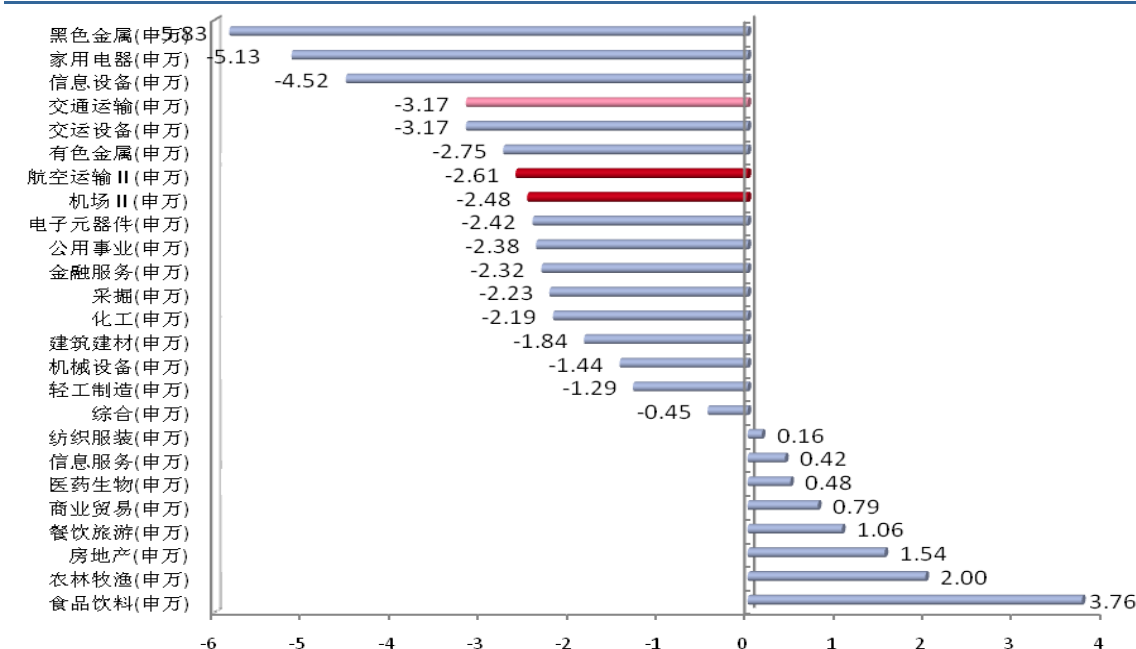
资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 35 交通运输-机场指数走势（2010.1.1-2011.8.15）



资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 36 图表 37 申万行业指数八月至今涨跌幅情况（截至 2011.8.15）



资料来源: WIND, 华创证券研究所

3.2 航空/机场个股市场表现

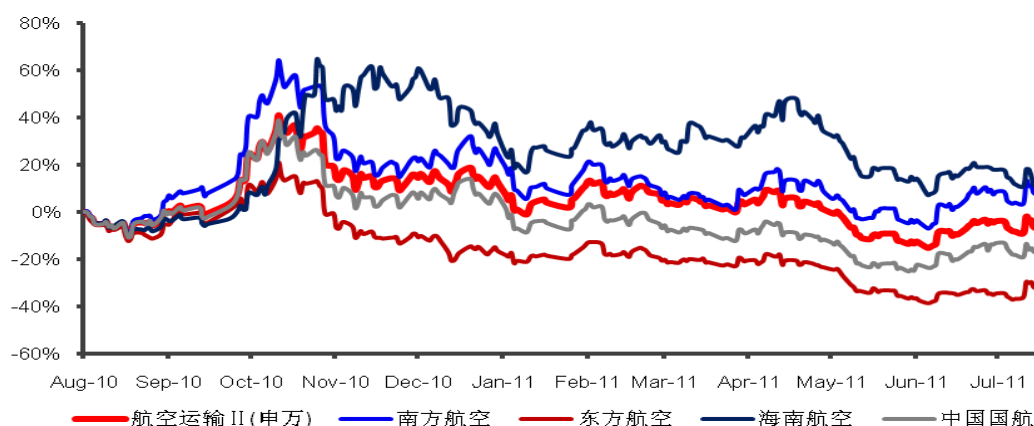
本月航空股整体下跌。航空板块个股中,受高铁系列事件影响,东方航空逆市反弹,月度涨幅 8.8%;受益于人民币升值影响,南航月度跌幅 2.6%;国航和海航跌幅较大,分别为 8.7% 和 11%。

图表 37 航空运输重点个股市场表现（截至 2011.8.15）

公司	收盘	月涨跌幅	年涨跌幅	每股收益			最新 PE	最新 PB
				2011	2012	2013		
南方航空	8.11	-2.64%	5.87%	0.76	0.81	0.87	12.98	2.82
东方航空	5.67	8.83%	-28.59%	0.56	0.52		11.98	3.85
海南航空	6.48	-10.99%	4.35%	0.83	0.91	1.03	8.33	2.14
中国国航	9.50	-8.74%	-21.81%	1.16	1.27	1.42	9.99	2.94

资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 38 航空指数与四大航行情表现(2010.8.15-2011.8.15)



资料来源: WIND, 华创证券研究所

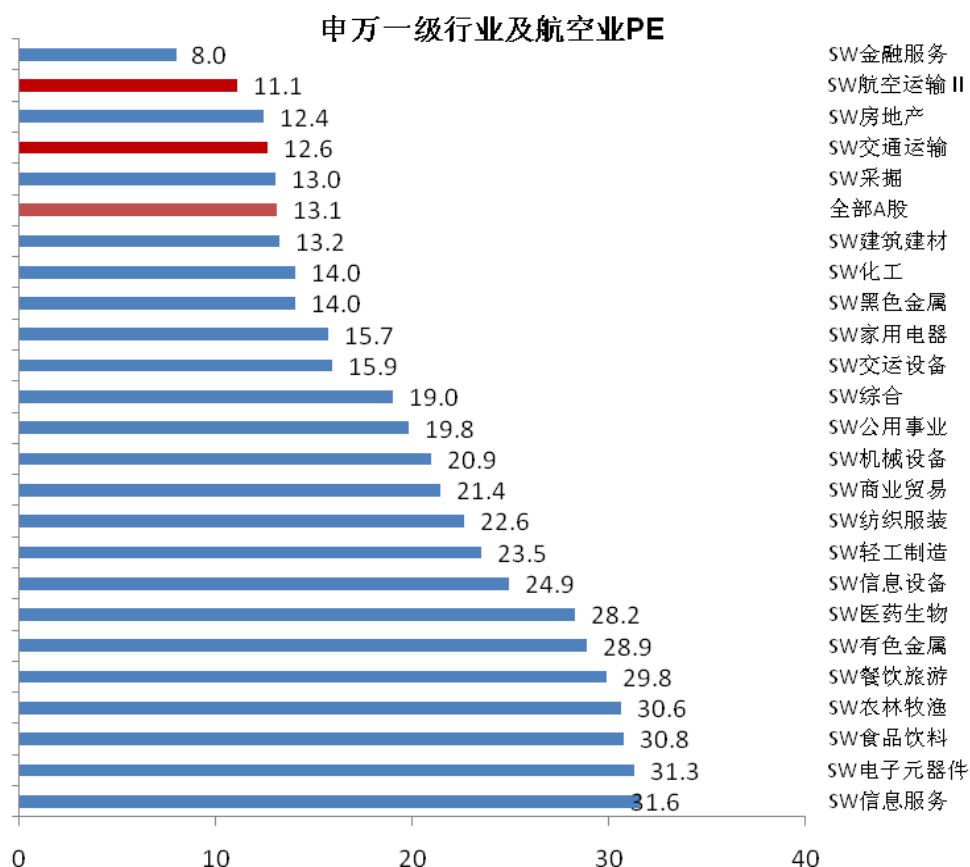
四、投资建议：高铁影响弱化、人民币升值、油价下跌，带动航空股业绩提升和估值修复，给予“推荐”评级

今年以来，航空需求低增速、高铁阴影弥漫，油价上涨，一直压制着市场对航空股业绩的预期。但这只是表象。我们一直强调的观点是：需求低增速，但是供需关系仍在改善，客座率、票价对业绩产生强劲支撑；油价上涨，但是燃油附加费亦上涨，几乎覆盖了所有的油价上涨压力；而高铁，或许只是一只纸老虎，航空有太多的方式可以降低高铁的负面影响……

事实为我们的观点做了有力的明证：2011 年所有航空公司上半年利润总额同比增长 26%；京沪高铁开通后，故障频发；甬温铁路的重大事故引发了世人对高铁的重新审视，也修正了此前对航空的过度悲观情绪。再加上自 7 月中旬以来人民币升值加速、油价下跌，市场俨然形成了推动航空股的多重利好。但是受制于大盘影响，前期航空股并没有太多表现。我们认为，受多重利好叠加的影响，未来一段时间，航空股的业绩和估值都有待提升，相对收益可期，维持“推荐”评级。但是仍要密切关注大盘的系统性风险、汇率、油价给航空股带来的影响。

航空个股推荐次序为：南方航空：人民币升值；东方航空：高铁影响低预期；中国国航：低估值、收益稳定、国际航线回暖。

图表 38 申万一级行业及航空业 2011 年 PE（截至 2011.8.15）



资料来源：WIND，华创证券研究所

五、风险提示：需求增速低预期、油价上涨、系统性风险

附：近期航空公司公告一览及点评

海南航空

公司拟以10.8 亿元受让大新华航空有限公司持有新华航空32.41%的股权。交易完成后，新华航空将成为公司的全资子公司，此次交易已经公司第六届第二十七次董事会审议并通过。
(2011-8-13)

上海机场

发布 2011 年半年度业绩快报：2011 年 1-6 月实现营业收入 21.74 亿元，同比增长 13.17%；归属于上市公司股东的净利润 7.23 亿元，同比增长 31.36%；基本每股收益 0.38 元。公司净利增长主要受益于营业收入和投资收益的大幅增长。(2011-8-5)

深圳机场

发布2011年半年度报告：2011年1-6月实现营业收入10.03亿元，同比增长8.42%；归属于上市公司股东的净利润3.52亿元，同比下降3.98%；基本每股收益0.21元。公司净利同比下降主要由于国家宏观经济增速放缓，以及深圳机场资源保障能力受限。(2011-8-4)

发布可转债上市公告书：公司的20亿元可转债于2011年8月10日上市，可转债的持续时间为2011年7月15日至2017年7月14日，转股日期为2012年1月16日至2017年7月14日。(2011-8-9)

白云机场

发布 2011 年 6 月份生产经营快报：航空器起降 2.77 万架次，同比增长 4.8%；旅客吞吐量 354.26 万人次，同比增长 9%；货邮吞吐量 9.35 万吨，同比增加 1.7%。(2011-7-19)

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801