

分析师： 王晓艳

执业证书编号： S0050208020106



Tel: 010-59355907

Email: wangxiaoy@chinans.com.cn

地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

交通运输

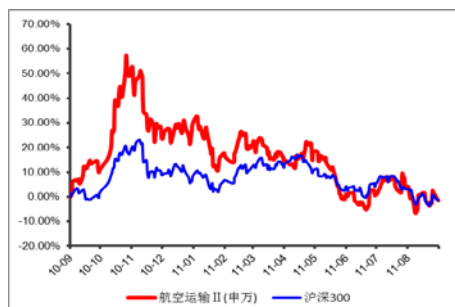
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持

市场数据

交通运输行业指数	2031.03
沪深 300 指数	2846.78
上证指数	2567.34
深证成指	11397.48
中小板指数	6489.37

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

国内航线量价齐升 国际航线相对疲软

航空业 9 月投资月报

投资要点

- **航空需求稳定增长。**2011 年上半年，行业增速在较大基数之上增速有所放缓，这是在爆发式增长之后的稳定发展阶段，民航局在“十二五”规划中也明确了这一发展水平，预计在 2011-2015 年中这三项指标年均增长率分别是 13%、11%和 10%，航空公司有望在这一阶段不断提升收益管理水平。
- **新增运力低于计划。**全年新增运力将低于 10%，航空公司的客座率和载运率将继续提升。从飞机利用率来看，大飞机的利用率也处于相对较高水平，维持在 9.5 小时/日左右的水平。在运力供给相对紧张的情况下，行业的客座率基本保持历史上最高水平，进入 3 季度，行业旺季特点更加突出，客座率有望继续创出新高。
- **票价水平维持高位。**虽然受到高铁的影响，民航采取了一定的降价措施来应对，但是行业整体的票价水平依然处于相对高位，并且远程航线票价指数呈现淡季不淡的特点，相对而言，中程航线受到的影响较大，但是仅与 2010 年同期有差别，还是好于其它年份。我们认为，铁路对民航的冲击是在一定范围之内的，民航目前的增长更多是来自于行业自身的瓶颈，例如空域流量、飞行员短缺等，作为全球第二大国内航空客运市场，我们依旧对民航的长期发展持乐观态度。
- **油价上扬增加成本。**2011 年，航空煤油价格平均水平高于 2010 年，上半年航空公司燃油成本显著增加。但是，随着 5 月以来的油价下降，目前已经较 5 月高点下跌 20%以上，航空公司的燃油成本也在逐步下降，我们预计航空公司仍可维持较好的毛利率水平，达到两位数以上。
- **行业盈利能力良好。**航空运输板块基本与大盘保持同步走势，弹性略大于大盘。随着市场的下行，航空股的估值也逐步下降，进入相对安全的区域。目前，航空板块平均估值水平为 10.7 倍，机场板块平均估值水平为 14.8 倍，整体低于 A 股市场 15 倍的市盈率。2011 年，航空公司的盈利将会继续呈现骄人的一面，而高铁影响的弱化、人民币升值等利好因素将推动航空股在金秋季节充分展现。我们建议关注中国航（601111）、南方航空（600029）、东方航空（600115）、上海机场（600009）。

正文目录

航空需求稳定增长	3
新增运力预计低于全年目标	3
票价指数维持高位	4
机场业务增速放缓	5
油价上扬增加航空公司成本	6
人民币对美元继续升值	6
行业投资机会和重点关注公司	6

图表目录

图表 1: 航空运输业主要指标增长速度.....	3
图表 2: 近五年同期航空运输业主要指标增长速度.....	3
图表 3: 主要航空公司运营数据对比.....	3
图表 4: 中国国航客运运力投入变化趋势.....	3
图表 5: 客座率变化趋势	4
图表 6: 中国航空近年客座率水平.....	4
图表 7: 南方航空近年客座率变化趋势.....	4
图表 8: 东方航空近年客座率水平.....	4
图表 9: 民航飞机日利用率	5
图表 10: 国内航线综合票价指数.....	5
图表 11: 国内远程航线综合票价指数.....	5
图表 12: 国际航线综合票价指数.....	5
图表 13: 分航线旅客运输量增速.....	5
图表 14: 主要机场 2011 年 7 月经营状况.....	5
图表 15: 国际原油价格走势	6
图表 16: 美元兑人民币汇率走势.....	6
图表 17: 航空板块估值水平	7
图表 18: 机场板块估值水平	7

航空需求稳定增长

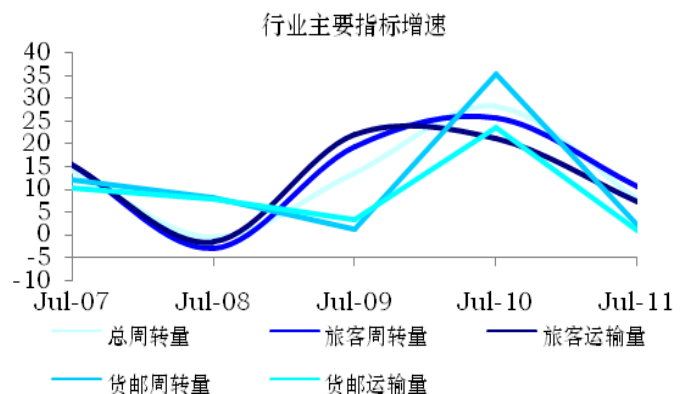
根据民航局统计数据，2011 年 7 月份，民航共完成运输总周转量 51.52 亿吨公里，旅客运输量 2732 万人，货邮运输量 45.29 万吨，分别比去年同期增长 7.7%、7.1%和 0.8%。2011 年 1-7 月，民航共完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为 325.77 亿吨公里、1.67 亿人和 311.28 万吨，同比增长 7.8%、9.8%和-0.1%。2010 年，航空业在 2009 年恢复式增长的基础之上继续呈现快速增长的态势，运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别同比增长 26.1%、16.1%和 26.4%。2011 年上半年，行业增速在较大基数之上增速有所放缓，这是在爆发式增长之后的稳定发展阶段，民航局在“十二五”规划中也明确了这一发展水平，预计在 2011-2015 年中这三项指标年均增长率分别是 13%、11%和 10%，航空公司有望在这一阶段不断提升收益管理水平。

图表 1：航空运输业主要指标增长速度



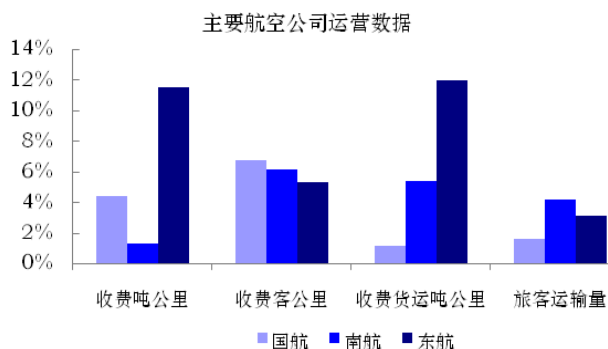
资料来源：民航局，民族证券

图表 2：近五年同期航空运输业主要指标增长速度



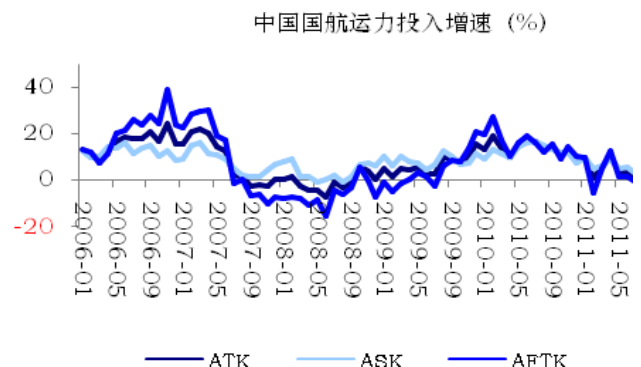
资料来源：民航局，民族证券

图表 3：主要航空公司运营数据对比



资料来源：公司，民族证券

图表 4：中国国航客运运力投入变化趋势



资料来源：公司，民族证券

新增运力预计低于全年目标

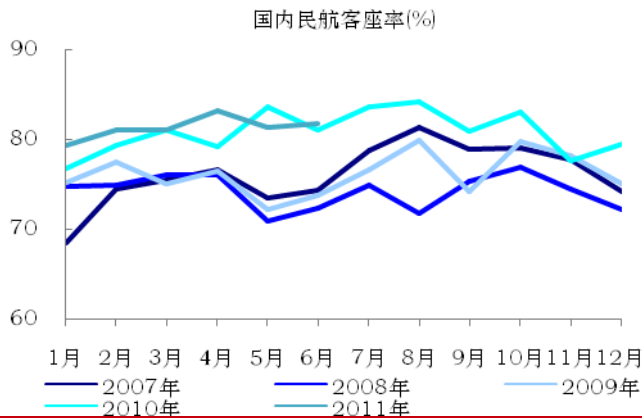
从运力增长的角度来看，2010 年，行业全年净增飞机 187 架，低于年初 197 架的目标，2011 年，计划全年净增飞机 223 架，而上半年全行业净增飞机只有 60 架，低于去年上半年 90 架，预计全年目标也很难完成。因此，全年新增运力将低于 10%。从三大航空公司的运营数据来看，1-7 月，国航、南航和东航可用座位公里分别同比增长 6.09%、5.88%和 9.47%，也是明显低于需求增长水平的。在这种情况下，航空公司的客座率和载运率将继续提升。从飞

机利用率来看，大飞机的利用率也处于相对较高水平，维持在 9.5 小时/日左右的水平。在运力供给相对紧张的情况下，行业的客座率基本保持历史上最高水平，进入 3 季度，行业旺季特点更加突出，客座率有望继续创出新高。

票价指数维持高位

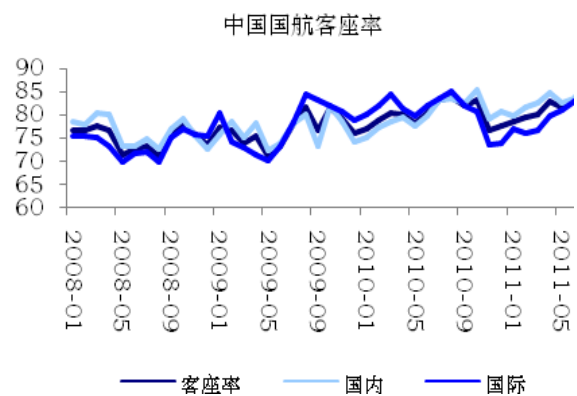
2011 年，行业在良好的供需环境中呈现出良好的经营状态。从客座率来看，1-7 月份，行业客座率水平基本维持近五年的最高水平，平均客座率达到 85.6%，同比增长 2.2 个百分点，并且继续表现出淡季不淡的特征。三大航空公司平均客座率水平呈现持续上升的趋势，分先行来看，国内航线的客座率基本可以维持在 80%以上的水平，三大航齐头并进。相对而言，受到世界经济景气度的影响，国际航线的客座率水平要低于国内航线，不过进入三季度，国际航线的客座率也明显有所提升，达到 80%的水平。从飞机利用率来看，2011 年 1-7 月大中型飞机的日利用率也处于近三年的最高水平，应该说，运力的有限投放在一定程度上维持了行业较高水平的客座率。

图表 5：客座率变化趋势



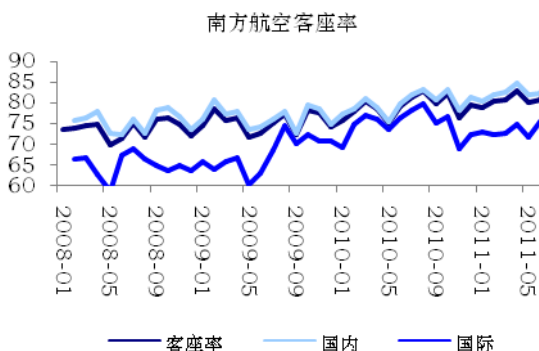
资料来源：民航局，民族证券

图表 6：中国航空近年客座率水平



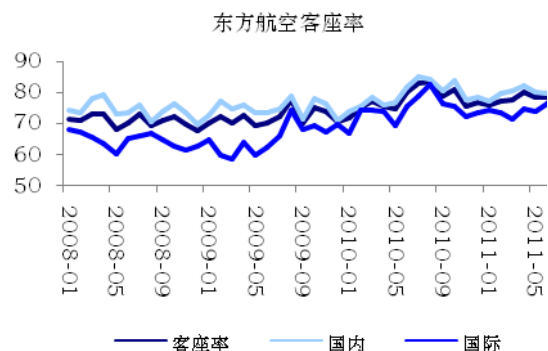
资料来源：公司，民族证券

图表 7：南方航空近年客座率变化趋势



资料来源：公司，民族证券

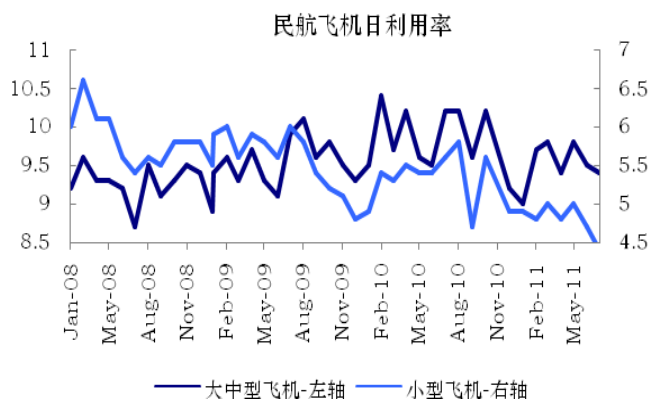
图表 8：东方航空近年客座率水平



资料来源：公司，民族证券

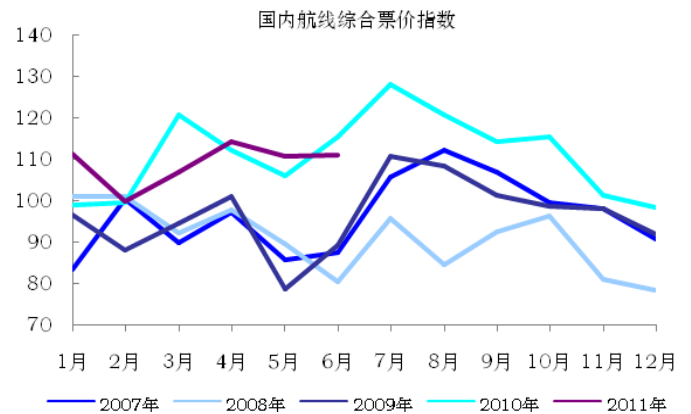
从票价指数来看，虽然受到高铁的影响，民航采取了一定的降价措施来应对。但是行业整体的票价水平依然处于相对高位，并且远程航线票价指数呈现淡季不淡的特点，相对而言，中程航线受到的影响较大，但是仅与 2010 年同期有差别，还是好于其它年份。我们认为，铁路对民航的冲击是在一定范围之内的，民航目前的增长更多是来自于行业自身的瓶颈，例如空域流量、飞行员短缺等，作为全球第二大国内航空客运市场，我们依旧对民航的长期发展持乐观态度。

图表 9：民航飞机日利用率



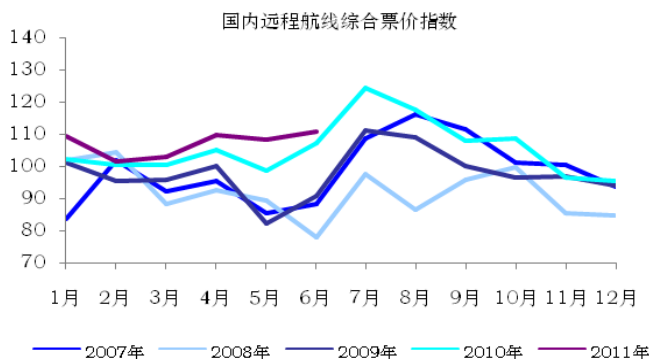
资料来源：民航局，民族证券

图表 10：国内航线综合票价指数



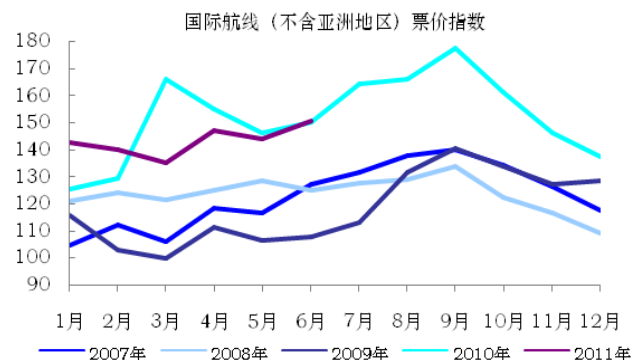
资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 11：国内远程航线综合票价指数



资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 12：国际航线综合票价指数

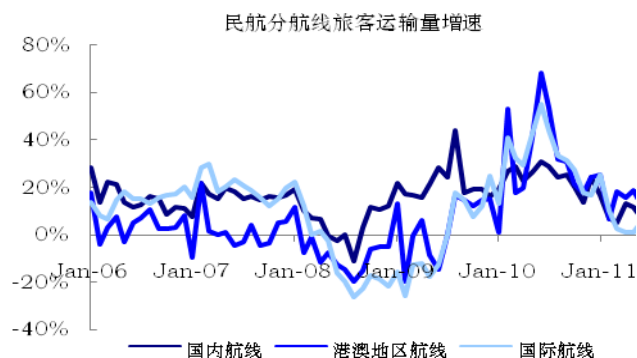


资料来源：中国民用航空，民族证券

机场业务增速放缓

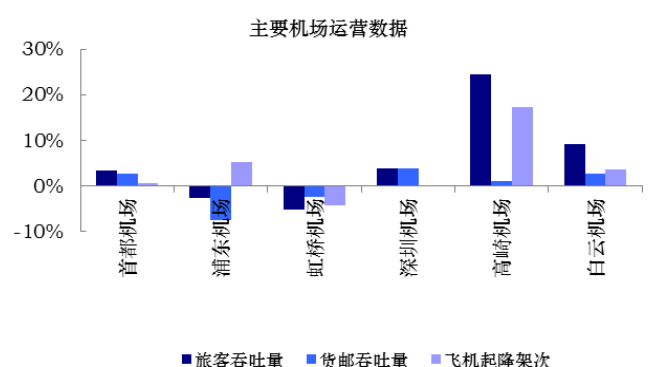
随着民航业务增速的放缓，机场的飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量这三个指标呈现放缓态势，特别是在去年货邮业务增长较快的上海机场，在基数较大以及业务量放缓的情况下，上海浦东和虹桥机场业务量出现负增长。我们从上海浦东机场的货站运营数据也可以看到，2010 年 9 月份后，货站的货物处理量增速明显开始放缓，从之前的两倍的增速下降到 40%左右。考虑到 2010 年 9 月份货运增速有所放慢，我们预计 2011 年 9 月后，货运业务增速会相对较好。但是全年，行业的平均增速将会低于去年，不到两位数。

图表 13：分航线旅客运输量增速



资料来源：民航局，民族证券

图表 14：主要机场 2011 年 7 月经营状况



资料来源：民航局，民族证券

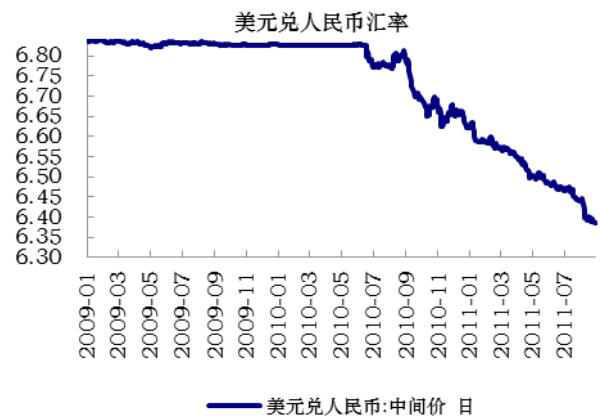
油价上扬增加航空公司成本

自 2011 年 5 月份以来，国际原油和航空煤油价格大幅走低，纽约商品交易所原油价格一路下行，目前已经较 5 月高点下跌 20% 以上，航空煤油亦然。2010 年，随着航油价格水平的下降，航空公司的毛利率也所有上升，超过了盈利较好的 2007 年，其中中国国航的毛利率达到了 18%。2011 年，航空煤油价格平均水平高于 2010 年，但是，随着 5 月以来的油价下降，航空公司的燃油成本也在逐步下降，我们预计航空公司仍可维持较好的毛利率水平，达到两位数以上。

图表 15: 国际原油价格走势



图表 16: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: WIND, 民族证券

资料来源: WIND, 民族证券

人民币对美元继续升值

今年以来，人民币一直处于升值态势，到目前维持，已升值 3.3%，预计年内有望升值 5%。在人民币升值的背景下，航空业依然将获得大额的人民币汇兑损益，航空公司将在主营业务盈利大幅增加的基础上，获得更多的非经常性损益，为良好的业绩锦上添花。根据测算，预计人民币对美元升值 1%，南方航空、东方航空、中国国航 EPS 将分别增加 0.06 元、0.04 元和 0.06 元。

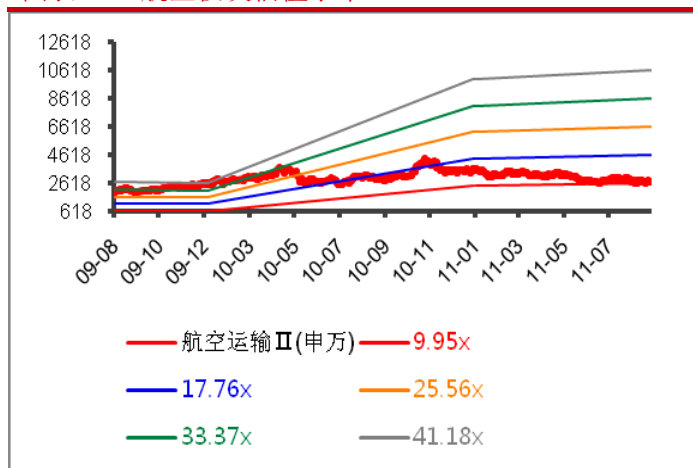
行业投资机会和重点关注公司

今年以来，航空运输板块基本与大盘保持同步走势，弹性略大于大盘。随着市场的下行，航空股的估值也逐步下降，进入相对安全的区域。目前，航空板块平均估值水平为 10.7 倍，机场板块平均估值水平为 14.8 倍，整体低于 A 股市场 15 倍的市盈率。在较高的客座率以及票价水平的支撑下，行业的盈利有所提高，2011 年上半年，全行业实际运行状况好于年初预计，虽然国际航线和货运市场未能延续去年的红火局面，但是国内航空市场的旺盛使得全行业上半年实现利润总额 183 亿元，同比增长 27.3%，其中航空公司实现利润 127.8 亿元，同比增长 26%。航空公司的实际表现确实优于年初的预计，我们在行业整体的盈利水平中可见一斑。

3 季度是行业的传统旺季，从 7 月份的运营数据，我们可以看，航空公司的收益水平有望继续提升，而运力的谨慎投入将维持这一良好的局面，我们有理由认为，2011 年，航空公司的盈利将会继续呈现骄人的一面，而高铁影响的弱化、人民币升值等利好因素将推动航空股在金秋季节充分展现。我们建议关注中国国航（601111）、南方航空（600029）、东方航空（600115）。机场板块估值水平已经下降到近年来最低水平区间，行业整体稳定的盈利增长赋予其较良好的防御性，倘若上海机场（600009）两场问题得到解决，机场板块价值有望得到

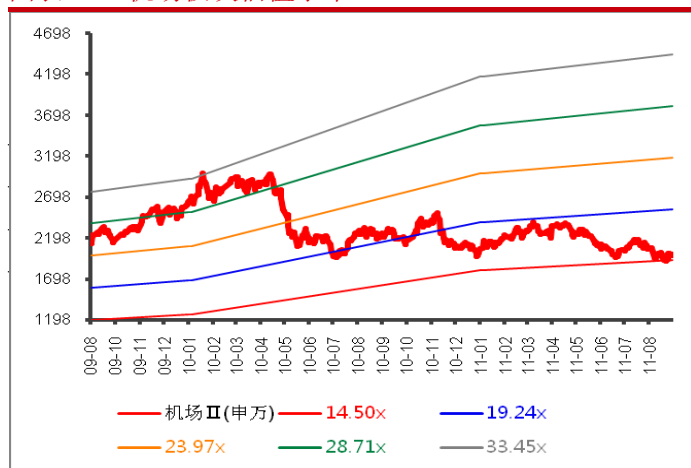
提升。

图表 17：航空板块估值水平



资料来源：民航局，民族证券

图表 18：机场板块估值水平



资料来源：公司，民族证券

附录：估值评级表

股票 代码	股票 简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2011-8-31 收盘价	目标 价位	投资 评级
		2010	2011E	2012E	2011E	2012E			
600009	上海机场	0.68	0.80	0.89	16.13	14.49	12.9	14.5	推荐
600004	白云机场	0.51	0.60	0.69	11.85	10.30	7.11	8.5	谨慎推荐
601111	中国国航	1.05	0.92	0.95	10.17	9.85	9.36	12	推荐
600029	南方航空	0.70	0.65	0.62	12.03	12.61	7.82	9.5	推荐
600115	东方航空	0.48	0.50	0.45	10.94	12.15	5.47	6.6	谨慎推荐
600270	外运发展	0.49	0.48	0.58	15.13	12.52	7.26	8.2	谨慎推荐

分析师简介

王晓艳，管理学硕士，管理科学与工程专业，物流研究方向。具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历，对交通运输行业具有全面、系统性的理解和独到的见解，并以此来判断行业和公司的发展趋势和成长性，注重从本质分析和挖掘行业的投资机会。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn