



航空

2011.10.19

旺季尾端 升值预期弱化

-----航空业 10 月报


宋伟亚
 0755-23976003
 songweiya009360@gtjas.com
 编号 S0880511050001

本报告导读：

摘要：

- **旺季尾端。**6月渐由平季转入传统旺季后，行业开始表现的相对抗跌；6.1-10.15 航空股基本持平沪深 300，其中旺季中后期表现受淡季前景等因素抑制。

10 月之后将进入历时 5 个月的传统淡季。10 月上旬增速一般：高基数效应明显，预计上旬行业国内旅客运输人数同比增长不及 4%、因黄金周环比 9 月快速增长 12.2%；RPK 同比增速约 4.3%，ASK 运力投放较去年同期增长 5.7%；客座率略低于同期水平。预计平均裸票价格同比略降，含油票价水平增速在 7% 左右。

- **京沪高铁影响观察。**京沪高铁开通三个月余，既有总量影响，亦产生了有一定意义的环比变化。量价相叠加，预计北京-虹桥航空市场同比减收约 14%。预计此时间段北京-虹桥航班运力同比减少了 10%；旅客运输量下降逾 15%；客座率和运力投放承受一定压力的同时此黄金商务航线也显示出了较好的抗压能力，票价水平领先于运力运量企稳回升。更具普遍意义的北京-南京航线受影响较京沪显著，收入下降幅度大于量价调整幅度。总体上，各航由恐慌逐渐转向相对理性；而高铁骨干网络建设进度延后也一定程度拉长了未来应给予关注的时间跨度。
- **油价调整空间小/升值预期弱化。**预计 11 月初调整影响仍非常有限。自国内实施航油新定价机制以来，每月初航油价格调整幅度均在 100-200 元/吨之间，占零售价比例约在 1%-2% 左右。这一方面是由于月度频繁调整、与国际接轨时滞缩小，较难积累起大的变动幅度；另一方面与新加坡航油表现相对稳定有关。汇率方面，短期本币升值幅度放缓，中期应关注双向波动可能。
- **行业要闻：A380 巨无霸登场。**南航风险与机遇并存。
- **中期维持谨慎态度，三季报可关注。**三季度是航空传统旺季，集中体现航企一年的财务表现。中期而言，周期弱化仍是航空股作为传统强周期品种展现弹性空间面临的重要障碍。相对收益预期应适当降低且操作博弈能力要求较高。

评级：

中性

上次评级：

中性

细分行业评级

相关报告

航空：《旺季过半 三季报可关注》
 2011.09.19
 航空：《旺季进行时 汇率油价成为看点》
 2011.08.17
 航空：《转入旺季 如期反弹》
 2011.07.17
 航空：《关税下调利好航企》
 2011.06.26
 航空：《旺季渐近与估值修复期待》
 2011.06.06

1. 行情表现和基本观点

截止 10.15 日，航空股今年跑输沪深 300 逾 16 个百分点；6 月渐由平季转入传统旺季后，行业开始表现的相对抗跌；6.1-10.15 周期航空股基本持平沪深 300，其中旺季中后期表现受淡季前景等因素抑制。

此间，行业经历了京沪高铁投放阶段性利空出尽、7.23 温州动车事件及初期降速运营、油价调整回落、本币快速升值等若干利多因素以及需求增速不及预期、国际和货邮市场持续调整等偏淡态势。

7-10 月份是行业传统旺季，目前已接近尾端；下面将进入历时 5 个月的淡季，此间航空基本面与二级市场可能产生的进一步背离将为淡季择机适当增持以备来年孕育基础背景。整体上我们维持中期仍偏谨慎的基本判断；淡季大部分时间里相对收益预期应适当降低且操作博弈能力要求较高。

图 1：航空板块 11 年月度相对收益变化

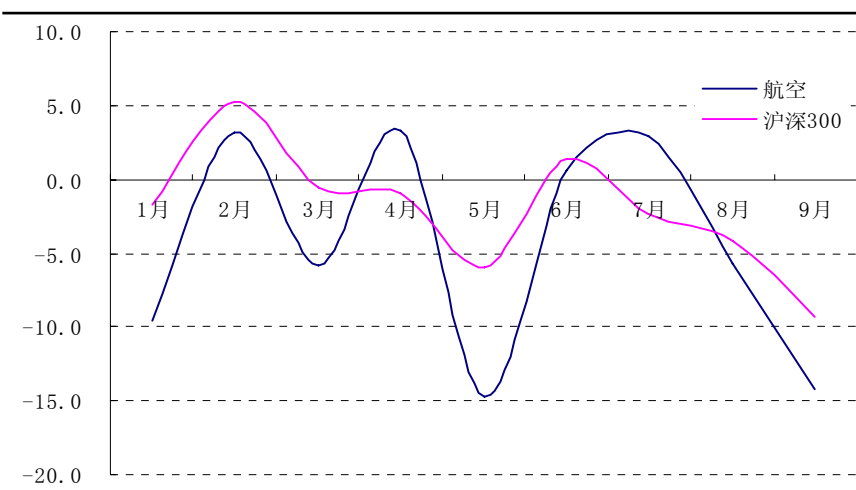


图 2：1 年来航空板块走势

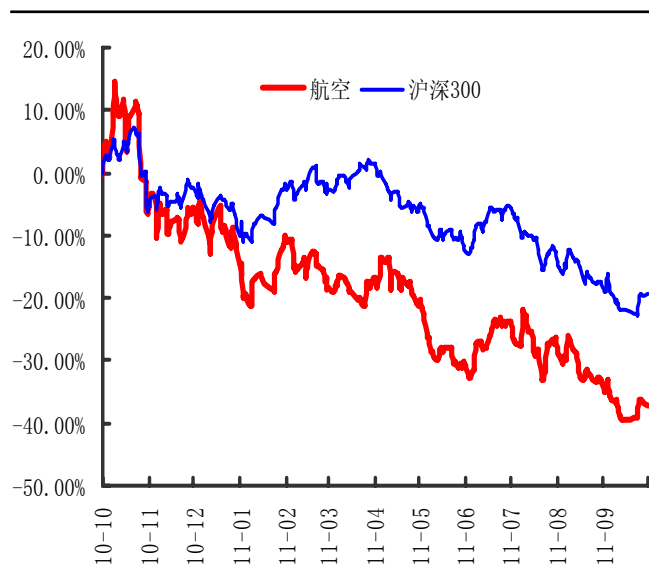


图 3：市净率估值走势



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

2. 京沪高铁影响观察

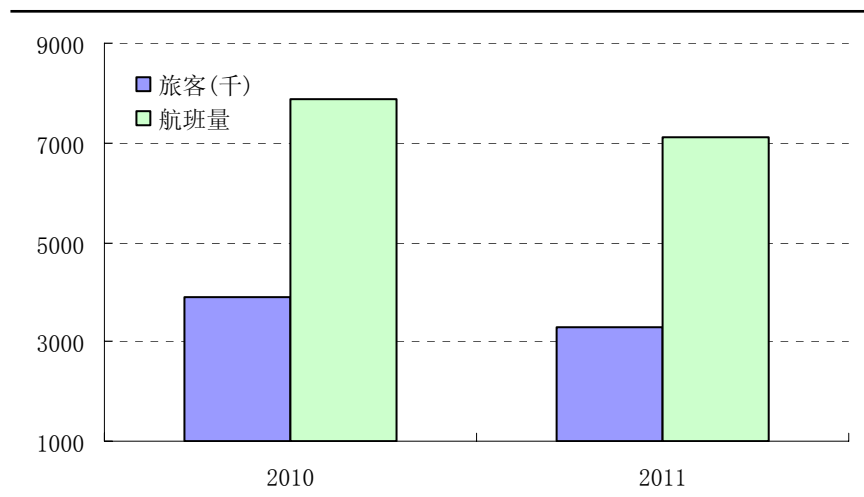
京沪高铁开通三个月余，既有总量影响，亦产生了有一定意义的环比变化；总体上，国内市场供求关系弱平衡背景下，还需要合理长的时间以供观察高铁运行的系统磨合、航空各运营主体的应对策略协同以及空铁竞合格局的逐渐演绎等。

当下高铁骨干网络建设进度的延后也一定程度拉长了未来应关注的时间跨度。

北京-虹桥影响预计。略去此间的短期波动，此处整理预测了7月京沪高铁投放后至10月上旬3个月余的整体数据，短期影响供感性参考。

量价相叠加，预计北京-虹桥的航空市场同比减收约14%。预计此时间段北京-虹桥航班运力同比减少了10%；旅客运输量下降逾15%；客座率和运力投放承受一定压力的同时此黄金商务航线也显示出了较好的抗压能力。

图 4：7-10 月上旬所涉各航企运力和运量整体变化幅度预计

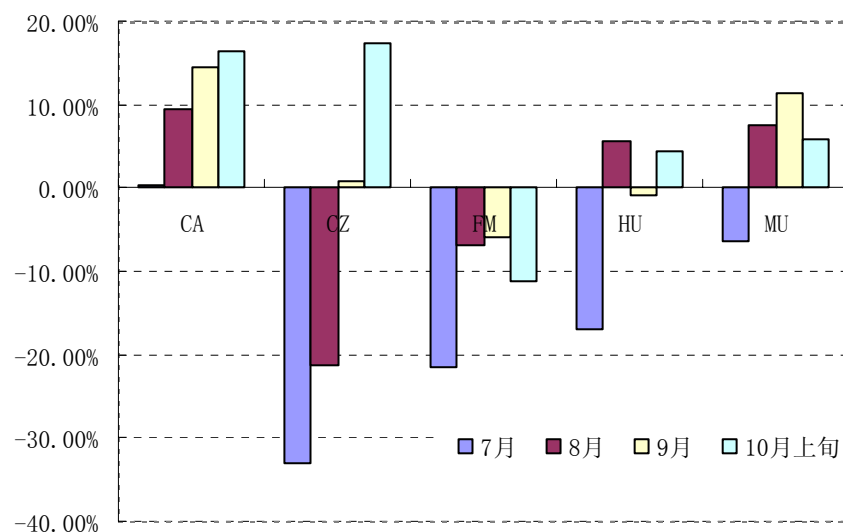


从具体运营情况看，因7.23温州动车事件等因素影响，各航空公司7月下旬以来环比改善较明显，其中期持续性有待观察。预计市场份额最大的东方航空平均降价幅度已由7月份的逾15%改善至近期个位数的正增长；业务量较小的非主导航企南方航空预计在保持运力的同时降价幅度九、十月份回升显著；而定位相对高端的京沪老牌运营商中国国航票价水平环比向好持续性最好，10月上旬在运力投放同比削减约10%的背景下票价实现一定逾15%的增长。

总的来看，各航已由京沪高铁投放初期的恐慌情绪逐渐变得相对理性，此高含金量商务航线中价格不再是唯一竞争手段，在旅客运量和客座率整体同比负增长态势仍未出现持续有效改善背景下，价格率先企稳回升契合该市场特征、值得肯定。

中期角度，耐心观察京沪等航空市场未来投产比动态变化实属必要；期待不太远的将来趋势性量价齐升时间窗口的出现。

图 5：各航企票价环比变化预计



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 6：各航企航班量环比变化预计



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

北京-南京影响预计。我们继续观察了北京至南京这一京沪高铁的重要的更具普遍意义的网络节点；量价叠加影响，预计此航空市场减收约 24%。北京-南京市场受高铁影响较京沪显著：预计 7 月至 10 月上旬航班量减少约 14%；旅客运输量下降约 18%。运力消减速度低于客源流失速度，所涉各航企客座率和票价弱势调整。环比角度，7 月下旬以来相关指标亦出现了持续改善，投产比有一定提振。

一定程度上，未来高铁网络将取代历史上的地方航/民营航成为催化特定航空市场由相对垄断走向相对竞争、进而影响整体运输格局的重要力量。而其影响尽早、尽可能完整的出现和兑现则有利于航空业翻过高铁冲击这一页，重新回归自身发展轨道之中。

3. 旺季尾端

3.1. 国内客运市场供需相对均衡

运力供给增速仍是核心看点。需求不及预期背景下，国内市场克制的运力投放仍尽可能的提高了行业投产比和经济效益。

7-10月是行业传统旺季；当下已接近历时5个月的例行淡季。尽管存在世博高基数和京沪高铁冲击等影响，运力偏紧背景下行业依然展示出一定的旺季特征。1-9月份国航和南航旅客需求分别增长8.6%和9.0%，其中国内航线分别增长8.4%和5.3%。9月份国航和南航RPK增速分别为9.1%和7.9%，其中国内航线分别增长6.7%和3.1%。

运力供给方面，1-9月国航和南航分别增长6%和5.8%，其中国内航线分别增长3.2%和1.0%。9月份国航和南航总体运力分别增长8.1%和6.4%；其中国内航线分别增长4.6%和1.3%。

图 7：国航国内需求增速

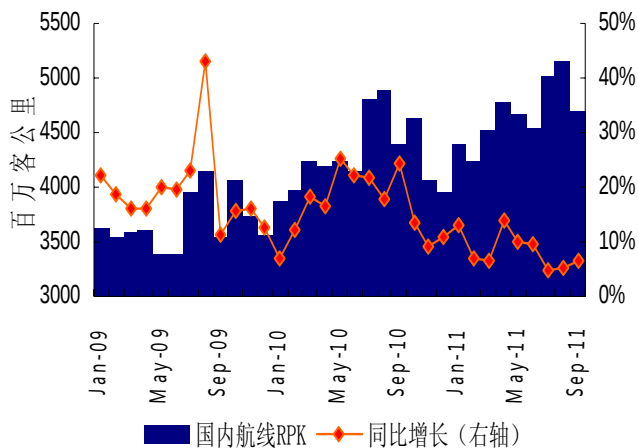
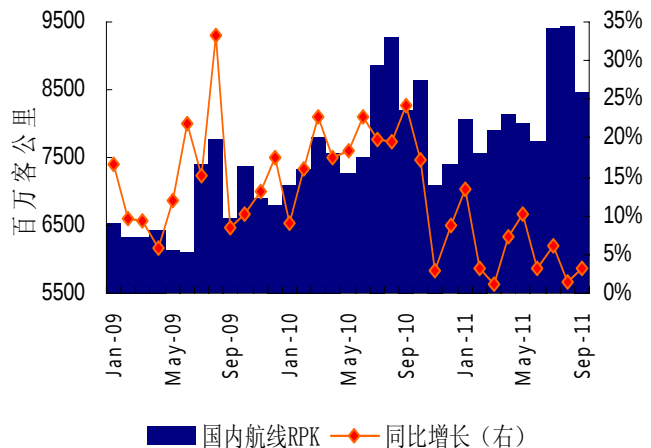


图 8：南航国内需求增速



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

图 9：国航运力投放变化

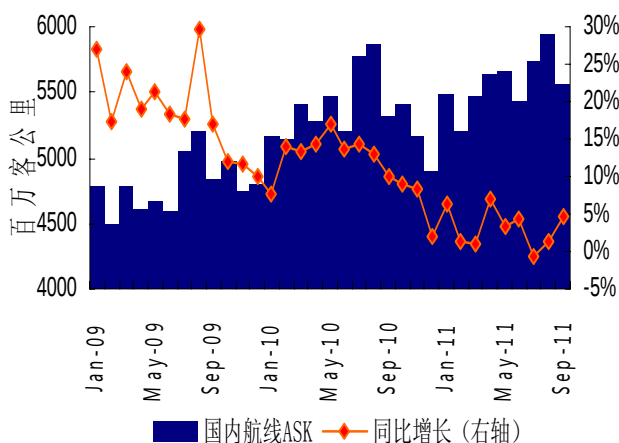
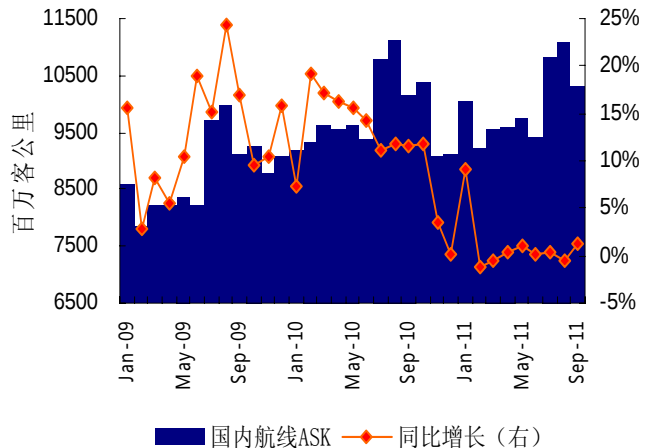


图 10：南航运力投放变化



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

9月运营效率同比继续提升。国内市场供求关系整体较均衡背景下，1-9月份国航和南航客座率分别达到82.5%和81.5%，其中国内航线分别为83.8%和83.2%。9月份二者客座率分别为82.8%和81%，其中国内航线分别达到84.3%和82.2%，同比分别增长1.7%和1.4%；环比最旺季8月份则出现约2.8%和3.3%的下降。

10月上旬增速一般。世博高基数效应明显，预计上月行业国内旅客运输人数同比增长不及4%、因黄金周环比9月快速增长12.2%；RPK同比增速约4.3%，ASK运力投放较去年同期增长5.7%；客座率略低于同期水平。预计平均裸票价格同比略降，含油票价水平增速在7%左右。

其中黄金周增长平稳。国庆假日七天(10月1-7日)民航共飞行班次42263班，同比增长8.2%；旅客运输量598万人次，同比增长5.2%。西部航线旅客增多成为今年“十一”航空运输新亮点。除北京、上海、广州、深圳和成都这些传统热点城市始发航班平均客座率超过80%，海口、三亚、九寨、武夷山、张家界、西双版纳、桂林等旅游城市始发航班的客座率呈明显的前低后高外，今年“十一”假期，乌鲁木齐、西宁、拉萨和银川等西部机场都出现了连续7天始发航班平均客座率超出80%的情况。

图 11：国航国内航线客座率

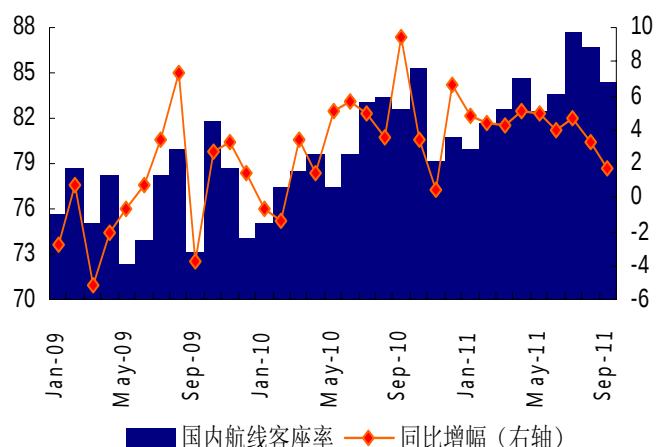
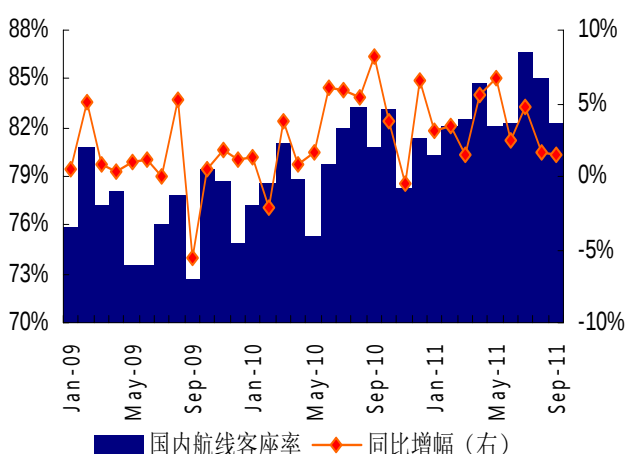


图 12：南航国内航线客座率



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

3.2. 国际市场供求关系依然偏弱

国际宏观经济环境持续动荡使得行业国际业务后期改善提升持续力度有待观察。具体来看，南航大力拓展国际市场，国航和南航国际业务表现分化较明显。

国航运营均衡稳健、环比改善持续性待观察：9月份国际航线需求增长12.8%，环比略降0.8%；运力投放增长13.6%，环比增加4.0%；客座率达到81.4%，同比下降0.6%，环比下降4.6%。

南航基数低、国际开拓激进：9月份运力维持高增速达到36%，环比下降近5%；旅客需求增长37.9%，环比下降6.7%；弱供求态势下国际航线客座率为76.2%，同比增长1.1%；环比下降近2.2%。

图 13: 国航国际航线需求增速

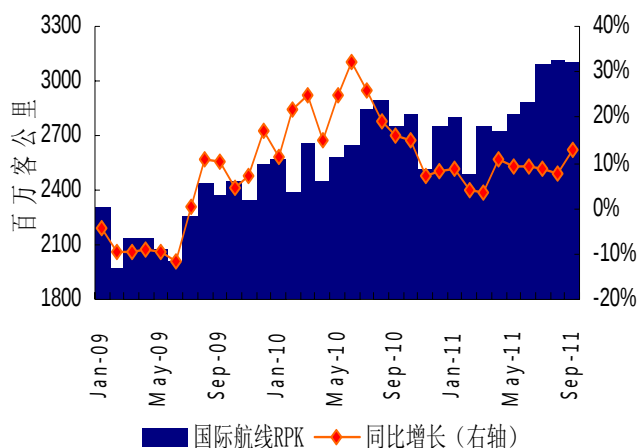
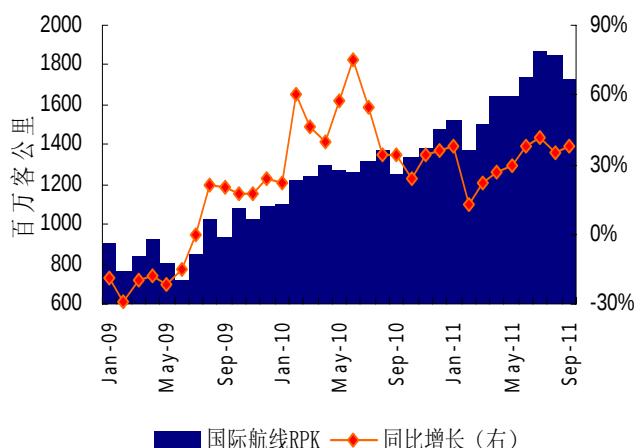


图 14: 南航国际航线增速



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

图 15: 国航国际航线运力投放变化

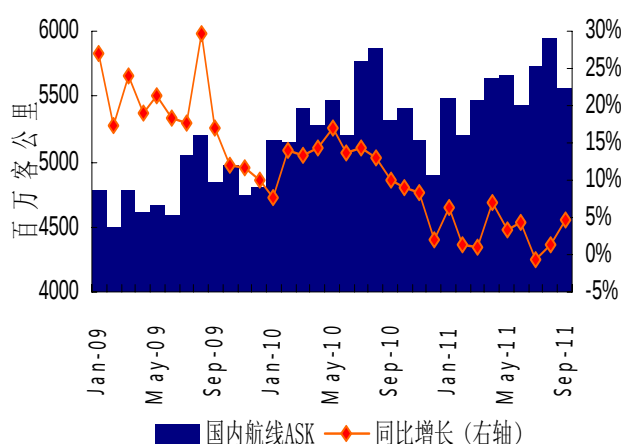
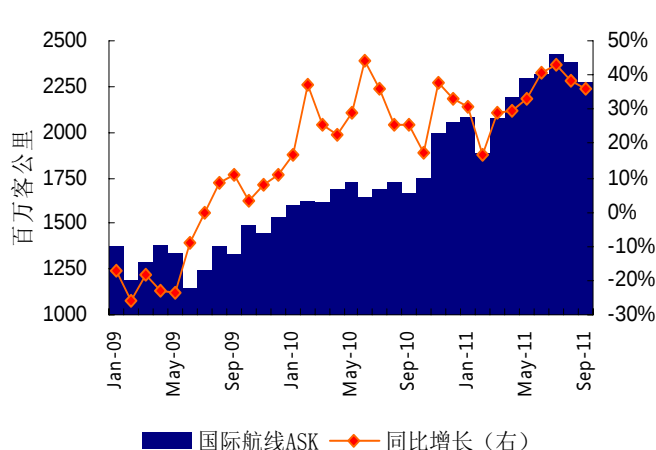


图 16: 南航国际航线运力投放



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

图 17: 国航国际航线客座率

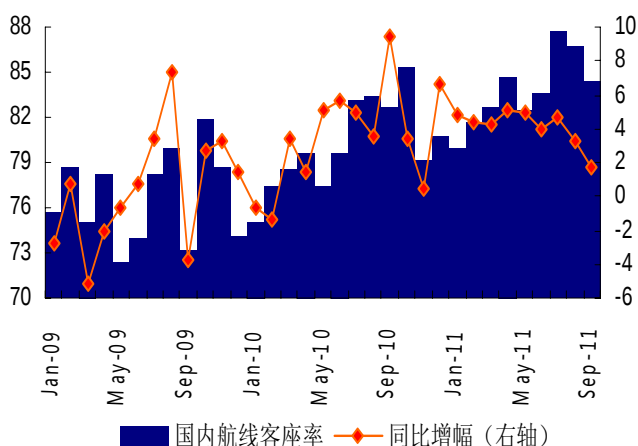
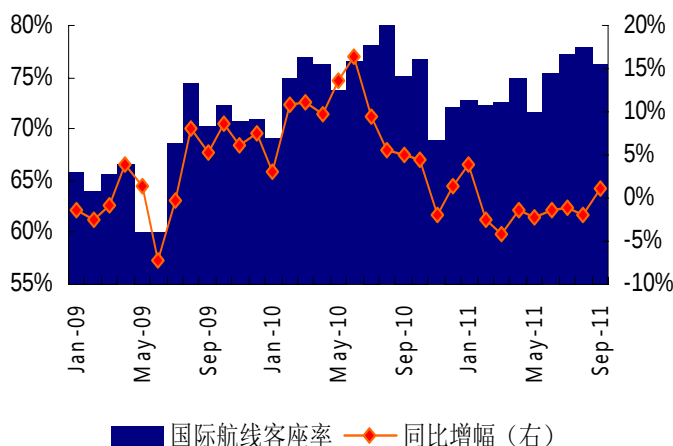


图 18: 南航国际航线客座率



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

3.3. 货邮业务延续调整

09年4季度至10年中期国内航企货邮业务由爆发式增长逐渐转入调整。

当下欧美金融环境动荡又平添了一份阴霾。

1-9 国航可用货运吨公里增长 3.3%，需求增长 1.2%，载运率 58.5%，同比下降 1.2%；9 月份环比运力增长 4.8%、需求增长 4.7%，载运率环比略降 0.1%。

南航货运开拓力度较大；5 月份后运力增速因应市场下滑而快速收缩。1-9 月份 AFTK 增长 12.3%，需求增长 15.5%，其中相对于国内和地区，国际业务表现相对较好；载运率为 52.1%，低于国航约 6 个百分点。其中 9 月份运力增速增长 3.2%，需求增速慢于运力投放 0.4 个百分点，载运率同比基本持平、环比有所增长。

图 19：国航货邮运力变化

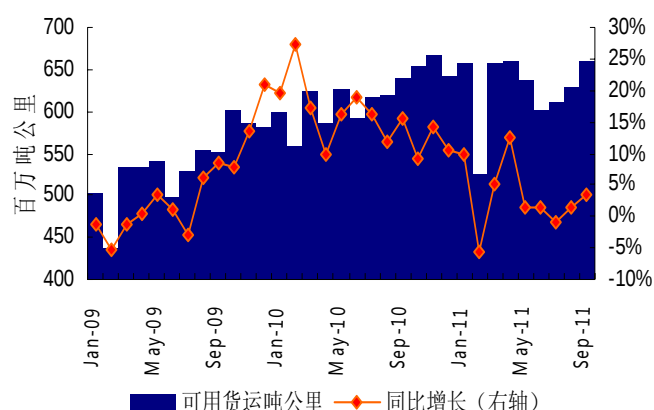


图 20：南航货邮运力变化

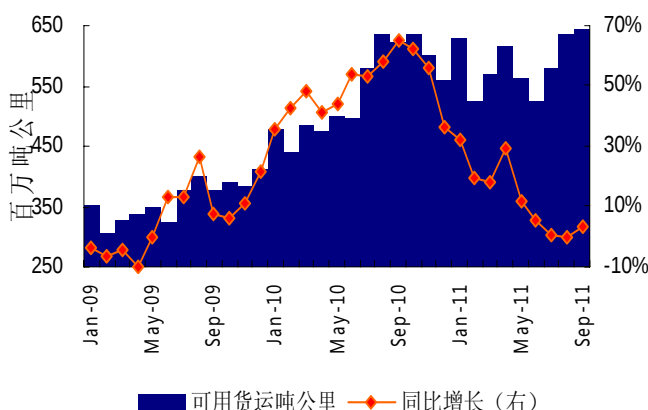


图 21：国航货邮需求增速变化

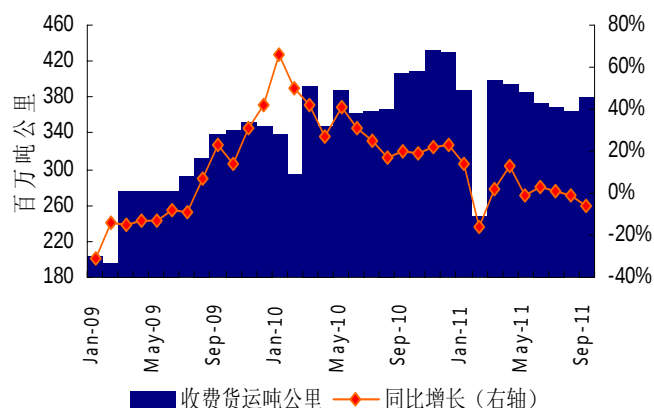


图 22：南航货邮需求增速变化

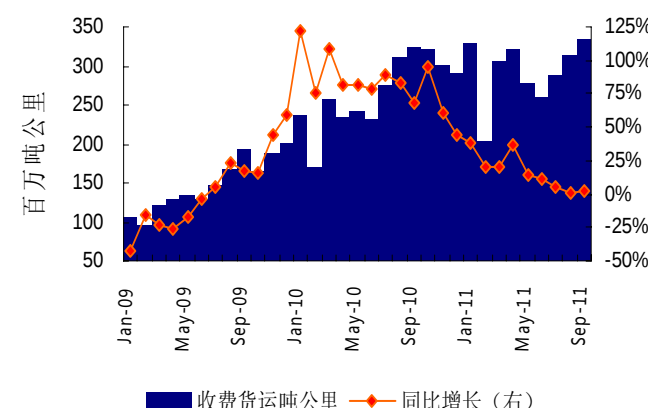


图 23：国航货邮载运率变化

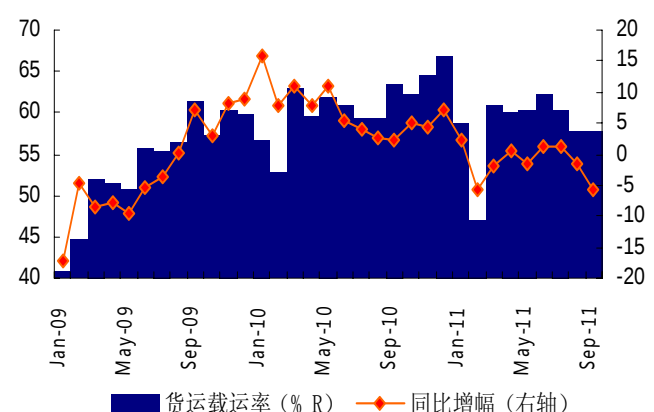
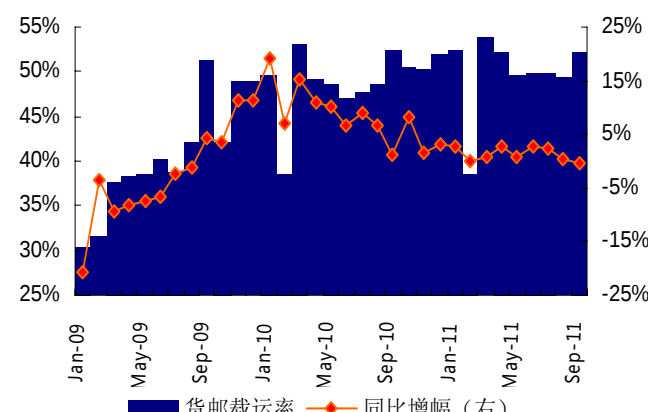


图 24：南航货邮载运率变化



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

8 of 11

4. 国内航油价格调整空间小

国际宏观经济形势复杂和货币政策变动使得后期油价走势仍存在相当的不确定性。

自国内实施航油新定价机制以来,每月初航油价格调整幅度均在 100-200 元/吨之间,占零售价比例约在 1%-2%左右。这一方面是由于月度频繁调整、与国际接轨时滞缩小,较难积累起大的变动幅度;另一方面与新加坡航油表现相对稳定有关。当下国际油价的变动已可直接实时的反映于股价,国内航油价格的调整及其触发时点对于二级市场的意义较历史已经大幅弱化。

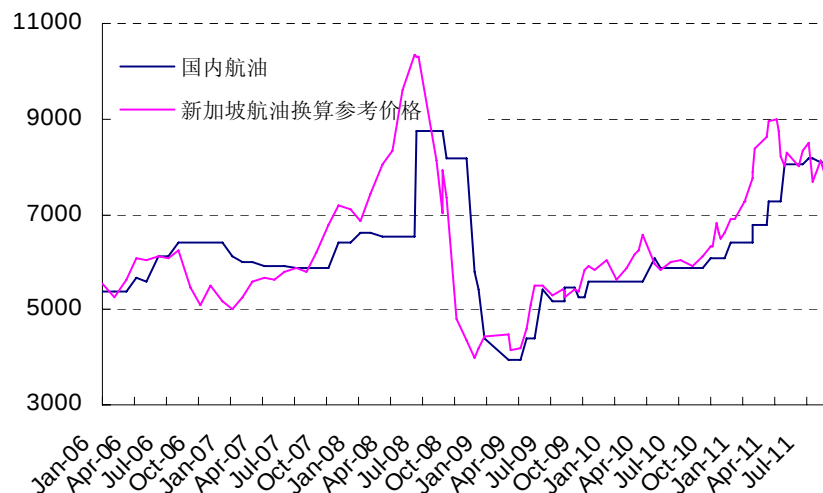
若 WTI 油价维持在 85 美元/桶、新加坡航油维持在 120-125 美元/桶左右,则预计 11 月国内航油出厂价仍仅存在微调空间,且有燃油附加对冲;相关影响可略去不计。

图 25: 国际原油和新加坡航油价格走势



数据来源: wind 国泰君安证券研究

图 26: 国内航油价格调整空间小



数据来源: wind 国泰君安证券研究

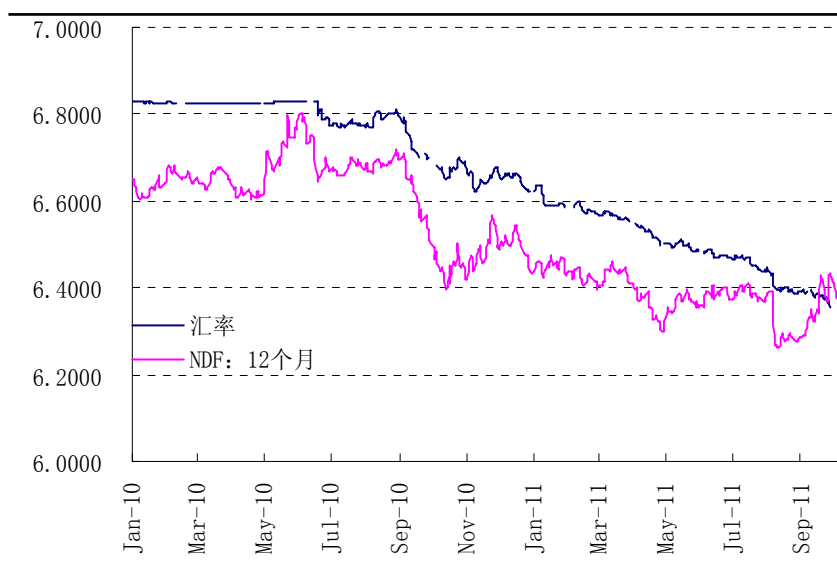
5. 升值预期弱化

短期本币升值幅度放缓，中期应关注双向波动可能。

截止 10.15 日，今年本币兑美元累计升值近 3.87%；其中上半年升值 2.3%，7 月份以来升值约 1.5%；8 月美债危机刺激本币汇率一举突破 6.4 整数关口；近期随着欧洲危机重燃、美元走强等因素，本币升值速度放缓；而 10 月中旬以来海外无本金交割远期市场(NDF)出现价格倒挂。

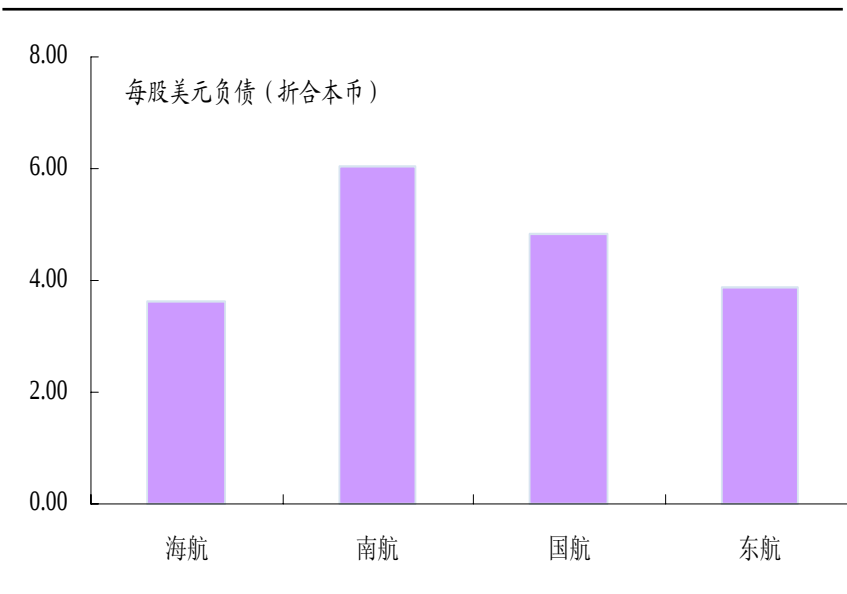
预计全年升值幅度约在 5%左右，整体仍在预期之内。

图 27：短期升值速度放缓



数据来源：wind 国泰君安证券研究

图 28：各航美元负债



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		