

分析师： 王晓艳
执业证书编号： S0050510120012
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：	看好
跟踪评级：	调高

市场数据

交通运输行业指数	1915.61
沪深 300 指数	2709.02
上证指数	2473.41
深证成指	10561.99
中小板指数	5884.89

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

行业研究小组

增长稳定 盈利向好

航空业 11 月投资月报

投资要点

- **航空需求稳定增长。**航空业务在爆发式增长之后保持稳定增长，航空公司在这一阶段不断提升收益管理水平。从航空公司公布的 3 季报我们可以看到，虽然航空公司的业务量增速相对下降，但是客运业务收益水平在逐步提升，特别是国内航空客运业务。此外，国际市场的业务增长也开始向好，国际航线旅客运输量占比逐步提升。
- **新增运力低于计划。**三大航空公司可用座位公里分别同比增长 8.13%、6.43%和 2.8%，预计全年新增运力将低于 10%。虽然航空公司在未来五年将会陆续投入新的运力，不过各航空公司投入机型、拓展航线存在较大差异化，不会出现某个领域运力集中投放的情况。航空公司的客座率和载运率将继续提升。
- **票价水平维持高位。**受高铁影响，民航采取一定的降价措施来应对，但行业整体票价水平依然处于相对高位，并且远程航线票价指数淡季不淡。随着铁路加强安全运营的相关举措出台，高铁、客运专线运营速度不同程度有所下降，铁路旅途时间相应增加。鉴于高铁和民航的竞争在很大程度上来自于旅行时间这一因素，高铁速度的下调使得部分客流重新回到民航中来。我们依旧对民航的长期发展持乐观态度。
- **机场进入盈利周期。**预计 2011 年 11 月后，机场客货运业务增速会相对较好。虽然全年行业的平均增速仍然不到两位数，但是机场整体处于前期资本扩张期结束阶段，吞吐量位于饱和或接近饱和区间，公司处于盈利周期阶段，而非航业务的拓展也将进一步加大机场的盈利空间，预计业绩增长会显著高于业务增长，并且具有较强的稳定性。
- **油价维持相对低位。**世界经济目前仍将整体疲软，国际油价在短期内仍将维持震荡态势。国内航油价格在今年下调了 3 次，整体下调幅度超过 5%，航空公司的航油成本相应下降，预计 4 季度航空公司的毛利率有望维持在 20%左右。
- **行业盈利能力良好。**航空板块平均估值水平为 9.49 倍，机场板块平均估值水平为 14.4 倍。航空公司高客座率和票价水平以及相对低油价能够支撑较好业绩，国际航线以及货运业务的好转将会进一步提升相关公司的收益水平。目前航空公司的实际表现仍然是好于年初预计。我们建议关注中国国航（601111）、南方航空（600029）、东方航空（600115）、上海机场（600009）。
- **主要风险：**突发事件、全球经济持续低迷、油价大幅上升。

正文目录

航空客运业务收益水平提升	3
新增运力预计低于全年目标	3
票价指数维持高位	4
机场进入盈利周期阶段	5
油价 4 季度有望维持相对低位	5
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: 近六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: 民航飞机日利用率	4
图表 7: 国内航线综合票价指数.....	4
图表 8: 国内远程航线综合票价指数.....	4
图表 9: 国际航线综合票价指数.....	5
图表 10: 分航线旅客运输量增速.....	5
图表 11: 主要航空公司运力变化.....	5
图表 12: 主要机场 2011 年 9 月经营状况.....	5
图表 13: 国际原油价格走势	6
图表 14: 美元兑人民币汇率走势.....	6
图表 15: 航空板块估值水平	6
图表 16: 机场板块估值水平	6

航空客运业务收益水平提升

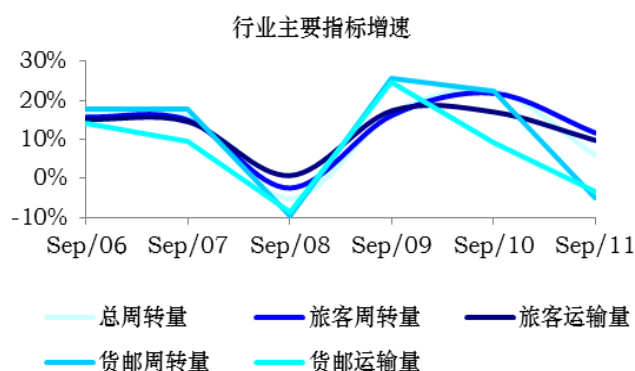
根据民航局统计数据，2011 年 9 月份，民航共完成运输总周转量 49.81 亿吨公里，旅客运输量 2501.1 万人，货邮运输量 50.65 万吨，分别比去年同期增长 5.9%、9.7%和-5.1%。2011 年 1-9 月，民航共完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为 426.46 亿吨公里、2.19 亿人和 407.17 万吨，同比增长 7.8%、9.8%和-1.0%。航空业务在爆发式增长之后保持稳定增长，航空公司在这一阶段不断提升收益管理水平。从航空公司公布的 3 季报我们可以看到，虽然航空公司的业务量增速相对下降，但是客运业务收益水平在逐步提升，特别是国内航空客运业务。此外，国际市场的业务增长也开始向好，国际航线旅客运输量占比逐步提升。

图表 1：航空运输业主要指标增长速度



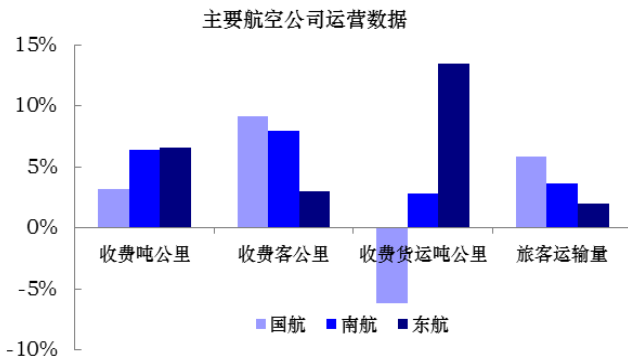
资料来源：民航局，民族证券

图表 2：近六年同期航空运输业主要指标增长速度



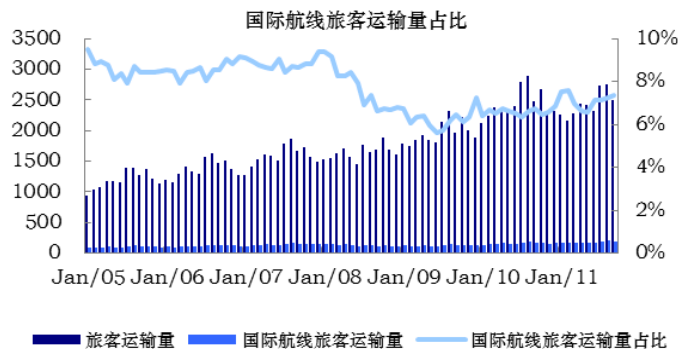
资料来源：民航局，民族证券

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：WIND，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，9 月份，国航、南航和东航可用座位公里分别同比增长 8.13%、6.43%和 2.8%，也是低于需求增长水平的。

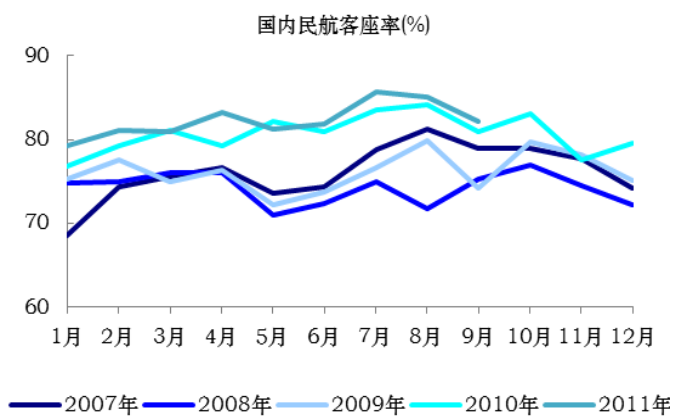
虽然航空公司在近五年将会陆续投入新的运力，不过，各家航空公司的投入机型、拓展航线存在较大差异化，不会出现某个领域运力集中投放的情况。在这种情况下，航空公司的

客座率和载运率将继续提升。

票价指数维持高位

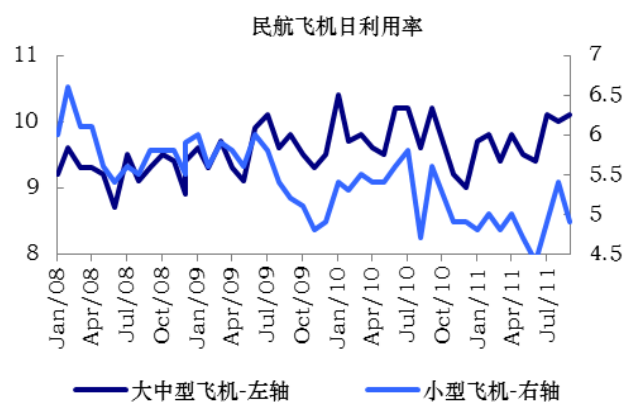
2011 年，行业在良好的供需环境中呈现出良好的经营状态。从客座率来看，1-9 月份，行业客座率水平基本维持近五年的最高水平，平均客座率达到 82.4%，同比增长 2.1 个百分点，4 季度有望继续表现出淡季不淡的特征。三大航空公司平均客座率水平呈现持续上升的趋势，分行先来看，国内航线的客座率基本可以维持在 80%以上的水平，三大航齐头并进。从飞机利用率来看，大飞机的利用率也处于相对较高水平，维持在 10.1 小时/日左右的水平。在现有运力供给相对紧张的环境中，行业的客座率有望继续保持历史上最高水平。相对而言，受到世界经济景气度的影响，国际航线的客座率水平要低于国内航线，不过进入三季度，国际航线的客座率也明显有所提升，达到 80%的水平。

图表 5：客座率变化趋势



资料来源：WIND，民族证券

图表 6：民航飞机日利用率

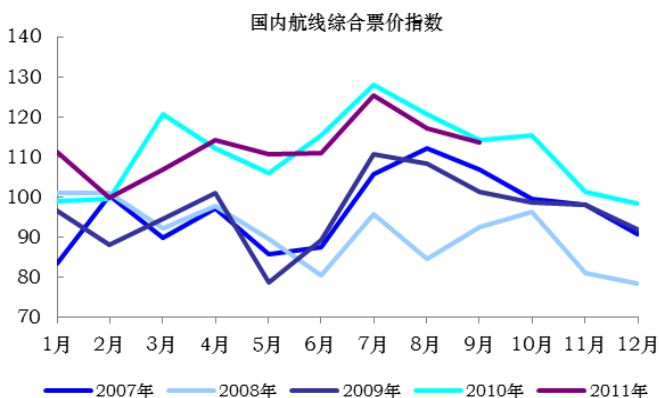


资料来源：民航局，民族证券

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。

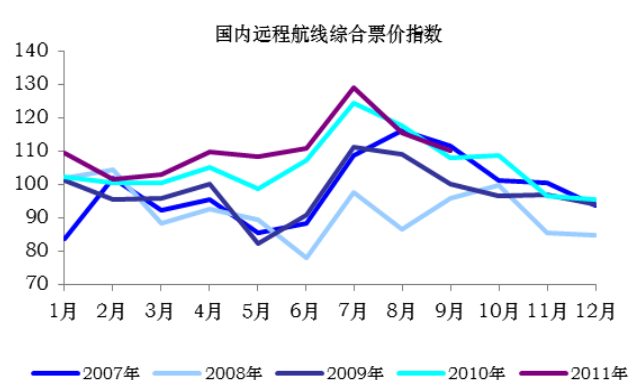
不过，随着铁路加强安全运营的相关举措出台，高铁、客运专线运营速度不同程度有所下降，铁路旅途时间相应增加。鉴于高铁和民航的竞争在很大程度上来自于旅行时间这一因素，高铁速度的下调使得部分客流重新回到民航中来。我们依旧对民航的长期发展持乐观态度。

图表 7：国内航线综合票价指数



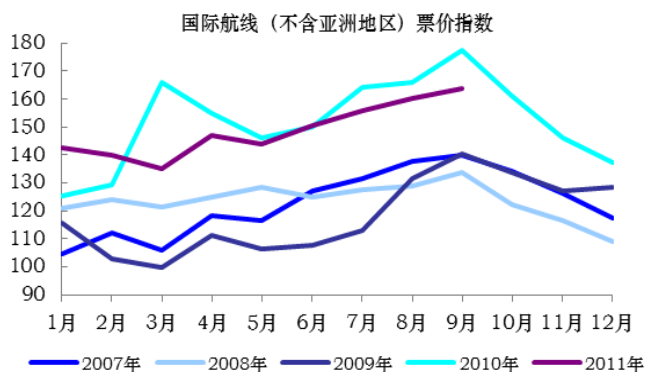
资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 8：国内远程航线综合票价指数



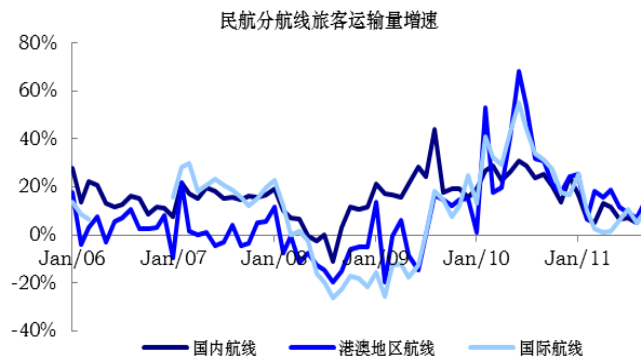
资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 9：国际航线综合票价指数



资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 10：分航线旅客运输量增速



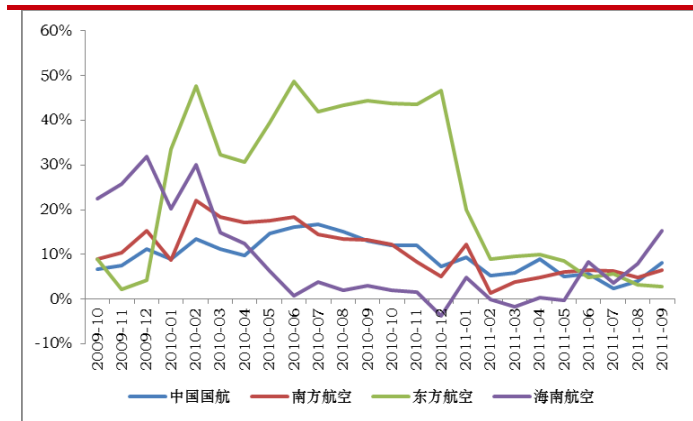
资料来源：民航局，民族证券

机场进入盈利周期阶段

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，特别是在去年客运以及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，浦东和虹桥机场业务量出现负增长。不过从机场以及机场货站的经营数据来看，我们预计 2011 年 11 月后，客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。

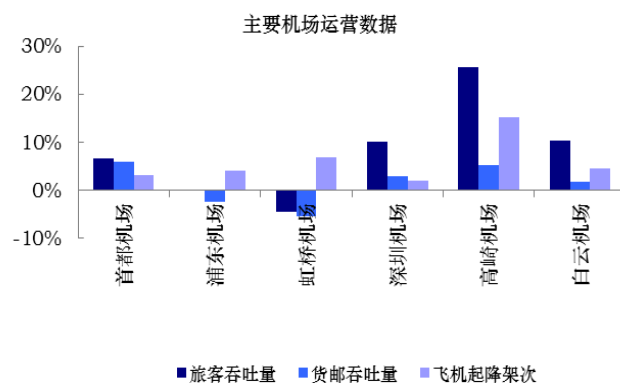
由于机场板块整体处于前期资本扩张期结束阶段，吞吐量位于饱和或接近饱和区间，公司处于盈利周期阶段，而非航业务的拓展也将进一步加大机场的盈利空间，预计业绩增长会显著高于业务增长，并且具有较强的稳定性。

图表 11：主要航空公司运力变化



资料来源：WIND，民族证券

图表 12：主要机场 2011 年 9 月经营状况



资料来源：中国民用航空，民族证券

油价 4 季度有望维持相对低位

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，最低点较 5 月最高点下跌 30% 以上，航空煤油亦然。不过航空煤油价格平均水平仍然高于 2010 年，因此，虽然航空公司的收益水平上升，但是航空公司的毛利率较 2010 年同期还是有所下滑。我们从航空公司的业务增速、营业收入增速以及利润增速这几个指标中可见一斑。

我们认为世界经济目前仍将维持整体疲软态势，国际油价在短期内仍将维持震荡态势。而国内航油价格也在今年下调了 3 次，整体下调幅度超过 5%，航空公司的航油成本将会相应

下降，预计 4 季度航空公司的毛利率有望维持在 20%左右。

图表 13：国际原油价格走势



资料来源：WIND，民族证券

图表 14：美元兑人民币汇率走势



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 4.1%，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，航空公司将在较好的主营业务基础上，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 0.05 元、0.04 元和 0.05 元。

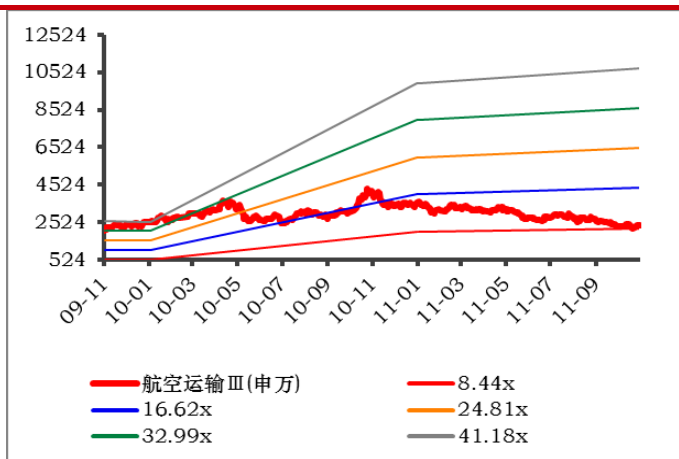
行业投资机会和重点关注公司

今年以来，航空运输板块明显跑输大盘。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 9.49 倍，机场板块平均估值水平为 14.4 倍，航空板块明显低于 A 股市场 13.9 倍的市盈率，机场板块略高于市场平均水平。

目前航空公司具有较高的客座率以及票价水平作为支撑，倘若航油价格维持现有态势，航空公司较高的毛利率将会维持较好的盈利空间，而国际航线以及货运业务的好转将会进一步提升相关公司的收益水平。目前航空公司的实际表现仍然是好于年初预计的，我们维持对行业“看好”评级。我们建议关注中国国航（601111）、南方航空（600029）、东方航空（600115）。

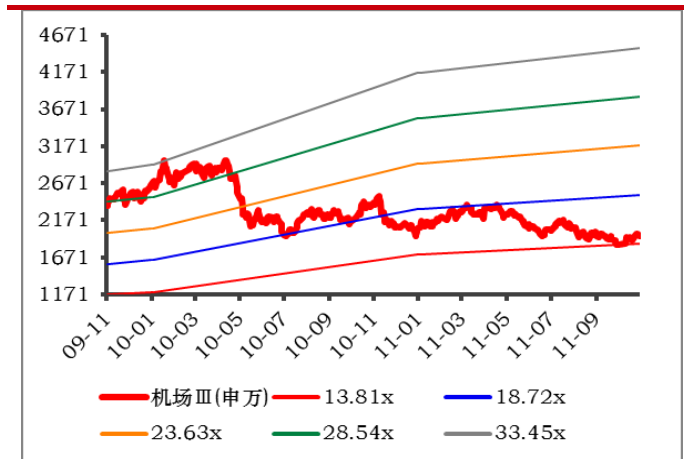
而机场板块估值水平已经下降到近年来最低水平区间，行业整体稳定的盈利增长赋予其较良好的防御性，倘若上海机场（600009）两场问题得到解决，机场板块价值有望得到提升。

图表 15：航空板块估值水平



资料来源：WIND，民族证券

图表 16：机场板块估值水平



资料来源：WIND，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)		2011-10-31 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	15.98	14.36	12.9	14.5	推荐
600004	白云机场	0.51	0.60	0.69	12.15	10.57	7.11	8.5	谨慎推荐
601111	中国国航	1.05	0.81	0.96	9.85	8.31	9.36	12	推荐
600029	南方航空	0.70	0.72	0.88	9.03	7.39	7.82	9.5	推荐
600115	东方航空	0.48	0.56	0.70	8.61	6.89	5.47	6.6	谨慎推荐
600270	外运发展	0.49	0.48	0.58	14.50	12.00	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，五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	看 好	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
	看 淡	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	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	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
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深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