

证券研究报告

证券分析师

储海

证券投资咨询资格编号
S1060511010024
021-33830373
Chuhai260@pingan.com.cn

研究助理

孙超

一般证券从业资格编号
S1060111110011
0755-22625974
sunchao484@pingan.com.cn

周建星

一般证券从业资格编号
S1060110070207
0755-22621425
zhoujianxing948@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2012 年第 6 周（2 月 4 日 - 2 月 10 日）

节后市场无起色

- **航空板块股价一周表现：基本面预期决定航空短期难赢大盘。**第 6 周申万航空运输指数和沪深 300 指数分别变动-0.42%、1.1%，国航、南航、东航分别下跌 1.9%、0.4%、0.24%。正如我们所预料的那样，目前行业在春运过后迅速进入节后淡季，随着各项关键指标表现差强人意，随之带来的对 12 年业绩预期的调整将带动股价再次下调，因此，我们认为短期内不宜配置航空股。
- **国内市场：票价下滑超过我们的预期。**春运进入最后 15 天，各航空公司运力环比明显回落，春运临时运力逐渐退出市场，运力同比增幅由 10%以上回落至 9%左右。与运力下滑速度相比，运量的下滑更迅速，客源在正月十五之后，并没有出现小高峰，但最超出我们预想的是，裸票价环比大幅度下滑 14%，甚至低于去年节后第二周的票价。说明今年节后客源需求增长乏力，票价下跌之快，反映了目前市场客源不足的状况。
- **国际市场：国际航线继续低位徘徊。**国际市场在春节后运力运量也明显回落，原因不仅仅是节后运量回落使航空公司减少运力供给，更多的是由于目前票价不理想，为减少亏损各公司主动降低削减无边际贡献的航班。国际航线票价与客座率均低于去年同期，这意味着国际航线收入也低于去年，在目前高油价的情况下，国际航线的经营难有亮点。
- **市场预测：裸票价将持续低于去年。**在客源需求不理想的情况下，我们预计市场在未来一个月国内运力供给将保持在 10%左右，而国际运力增速在 5%左右。虽然运力增长并不快，但受需求影响，国内国际市场票价均将低于去年同期，各公司盈利水平也将受到明显的影响。
- **机场板块：航班量增速快于旅客吞吐量增速。**受到航空公司客座率下滑的影响，本周各机场的旅客吞吐量环比均有明显下滑，但航班量增速相对保持了平稳的状态。我们认为，在航空市场不景气的情况下，机场旅客量增长也将肯定受到比较明显的影响，但在今年提高正点率、提高机场保障能力以及实施 PBN 的大背景下，大型枢纽机场提高起降时刻容量仍然是投资的主线。
- **分析：航空碳排放之争仍然悬而未决。**虽然目前航空碳排放之争似乎在中国的强硬态度下有所缓和，欧盟也已经放出“软”话，但我们认为碳排放之争远未结束。在这个问题上，双方均骑虎难下，对中国来说，欧盟一旦成功实施对航空业的碳税征收将可能撕开对其它行业的口子，对欧盟来说，如果目前半途而废，则意味着碳排放交易机制全球化的前功尽弃。所以，我们认为，此问题的谈判将成为持久战，预计最终的结局将是碳排放配额的重新分配和此项机制的继续前行。
- **投资建议：短期内需求难好转，投资时点仍未到。**由于客座率及票价的下滑，对各航空公司一季度的业绩将构成明显的冲击。因此，我们认为目前的股价仍然没有充分反映这种业绩风险，因此，现在还不是航空股的投资时点。

风险提示：宏观经济紧缩政策继续以及国际油价大幅度攀升对航空运输需求影响较大。

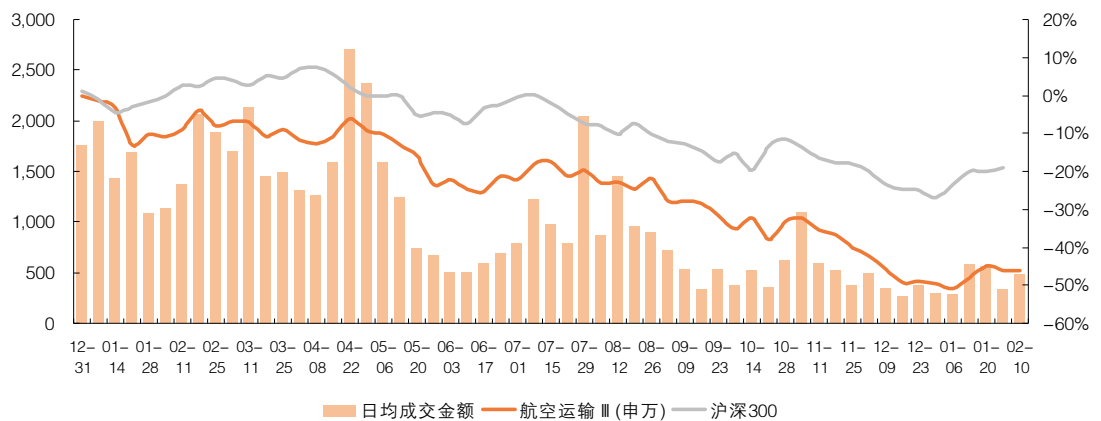
一、 股价表现：基本面预期决定航空短期难赢大盘

第6周申万航空运输指数和沪深300指数分别变动-0.42%、1.1%，国航、南航、东航分别下跌1.9%、0.4%、0.24%。正如我们所预料的那样，目前行业在春运过后迅速进入节后淡季，随着各项关键指标表现差强人意，随之带来的对12年业绩预期的调整将带动股价再次下调，因此，我们认为短期内不宜配置航空股。

上周航空股成交量有小幅放大，这与大盘的成交走势基本相同。目前航空板块并未受到市场的关注，成交量也持续处于低点。相比较沪深300股票的成交量，航空股成交量始终在1%以下，离历史的高点相差甚远。

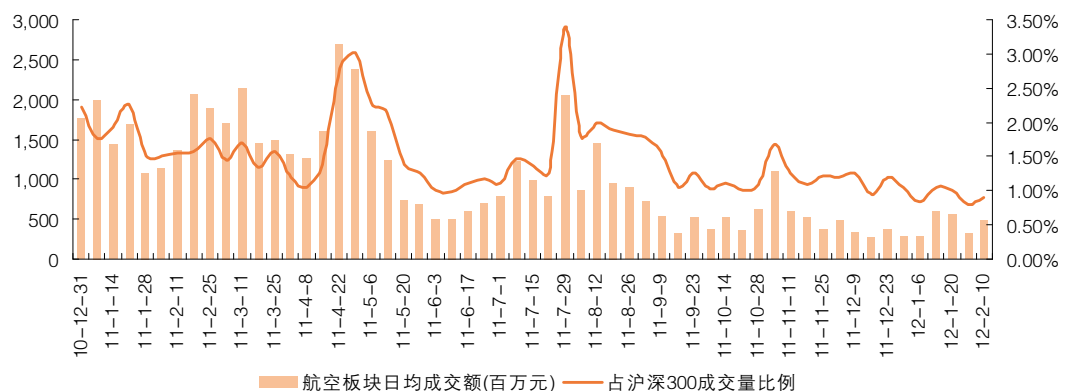
业绩风险首先反映在股价当中。我们之前提出油价与业绩风险是航空股接下来最大的两个风险。相比于油价来说，目前业绩风险对航空股的影响更明显，主要是由于需求增长的不确定性更大。在整体宏观经济增长趋缓，消费不旺的情况下，票价及客座率的不振对收入的影响更明显，也更直接。

图表1 航空板块连续两周跑输沪深300指数



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 航空板块还未成为市场的热点



资料来源：Wind，平安证券研究所

二、国内市场：票价下滑超过我们的预期

市场回落运力减少难敌客座率下滑。春运进入最后 15 天，各航空公司运力环比明显回落，春运临时运力逐渐退出市场，运力同比增幅由 10% 以上回落至 9% 左右。与运力下滑速度相比，运量的下滑更迅速，客源在正月十五之后，并没有出现小高峰，客座率自第 5 周的 83.3% 回落至上周的 80.5%，同比去年节后第二周的客座率也下滑了 3.3 个百分点。

票价下滑超出我们的预期。裸票价环比大幅度下滑 14%，甚至低于去年节后第二周的票价。说明今年节后客源需求增长乏力，票价下跌之快，反映了目前市场客源不足的现状。

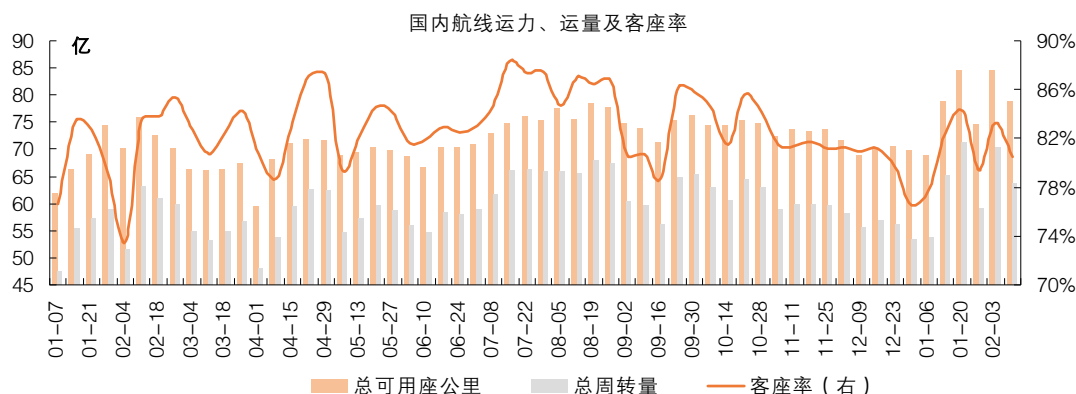
量价同比均下滑，反映市场走势。上周的数据反映了国内航空市场进入淡季的普遍特点，量价齐跌说明公务和个人消费需求均不足。虽然节后淡季来临，客座率及票价回落属正常现象，但今年市场票价下滑速度明显快于去年，并且即使如此也没有提升客座率水平，说明降价并没有刺激弹性需求出现，而刚性需求也相对不足。

图表3 节后第二周市场环比大幅度下滑

国内市场	2012 年第 6 周	环比	同比 (节后第二周)
ASK (亿人公里)	78.94	-6.73%	8.66%
RPK (亿人公里)	63.53	-9.85%	4.36%
客座率 (%)	80.49%	-2.78%	-3.32%
总客票收入 (亿元)	48.13	-21.80%	5.65%
票价 (元)	963	-12.75%	2.91%
票价 (不含燃油附加)	839	-14.35%	-3.84%
座公里收益 (元)	0.610	-16.16%	-2.77%
座公里收益 (不含燃油附加)	0.531	-17.69%	-9.14%

资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

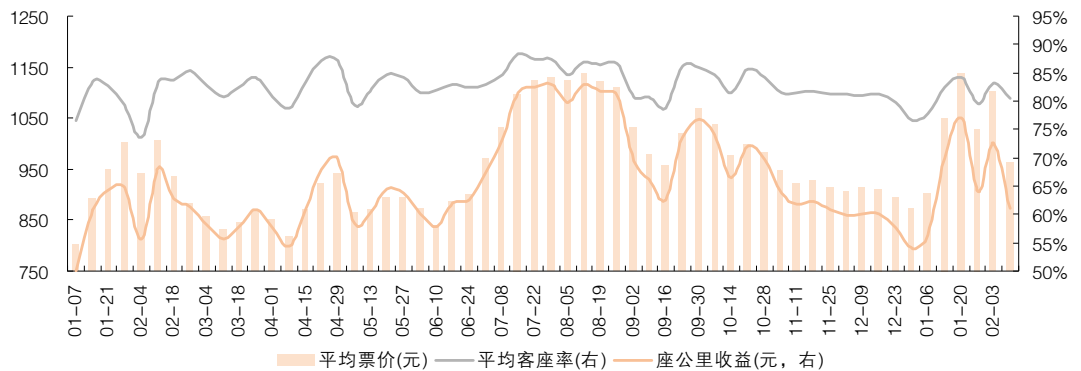
图表4 国内市场客座率回落至80%左右



资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

销售进度不足，票价折扣加大。由于需求不足，我们了解到目前各航空公司的整体销售进度均不十分理想。受到销售进度的影响，各公司在收益管理上也放宽了对票价折扣的时间限制。我们观察到，在携程、芒果等主要的机票销售网站上，京沪、京深等商务航线上，在航班起飞前 48 小时，仍然有 8 折以下的低价舱位出售。这在 2010 年以来的市场上是非常少见的。虽然目前的航空市场在需求不足时，也未见明显的价格竞争趋势，但订座量的不足，使各公司均同步下调的票价政策，给予旅客更大的折扣幅度。

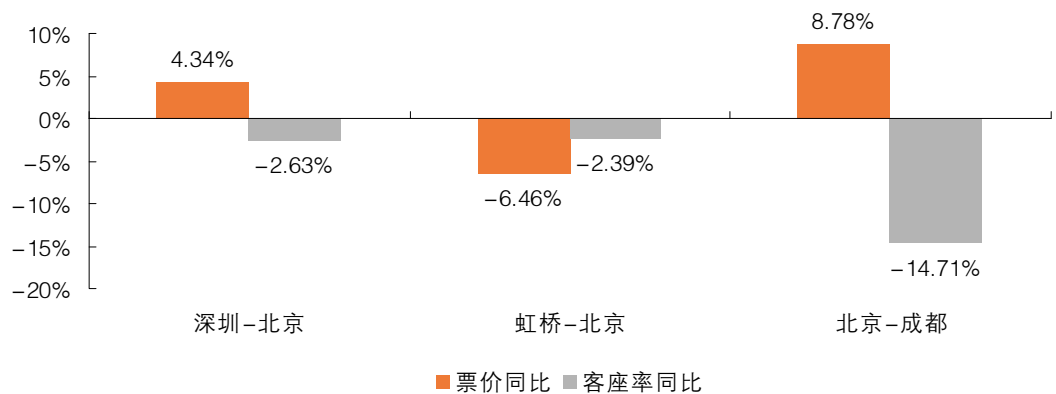
图表5 节后第二周市场票价明显下滑



资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

公务航线票价显示公务客源需求并不旺盛。我们观察了北京、上海、深圳、成都之间公务航线的票价走势，结果显示，目前公务航线的需求明显不足。

图表6 公务航线显示市场需求不足



资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

- 1、从票价看，虹桥-北京这条全国运量最大的公务航线裸票价较去年同期下降近 7 个百分点。
- 2、深圳-北京、北京-成都两条大运量公务航线虽然票价较去年有一定幅度的提升，但客座率却较去年有明显下滑。尤其是北京-成都航线，客座率大幅度下滑，虽然票价有所上涨，但这种高票价预计将很难持续。

三、国际市场：国际航线继续低位徘徊

市场不景气运力运量均回落。国际市场在春节后运力运量也明显回落，原因不仅仅是节后运量回落使航空公司减少运力供给，更多的是由于目前票价不理想，为减少亏损各公司主动降低削减无边际贡献的航班。国际航线票价与客座率均低于去年同期，这意味着国际航线收入也低于去年，在目前高油价的情况下，国际航线的经营难有亮点。

国际线票价再次进入淡季低迷状态。国际航线再次进入寒冬，各项指标全面低于去年。票价与座公里收益明显低于去年。我们观察去年国际航线在春节后票价连续两周在 2000 元之上，而今年国际航线在节后第二周就已经下滑至 2000 元之下，说明需求情况不容乐观。

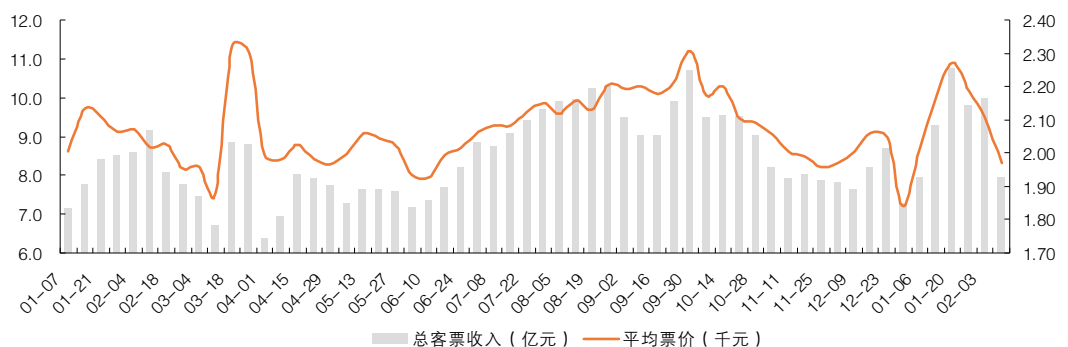
图表7 国际航线节后第二周开始各项指标同比下滑

国际市场	2012 年第 6 周	环比	同比（节后第二周）
ASK（亿人公里）	20.23	-8.03%	-2.99%
RPK（亿人公里）	15.95	-11.17%	-3.49%
客座率（%）	78.82%	-2.78%	-0.40%
总客票收入（亿元）	7.93	-20.46%	-13.18%
票价（元）	1969	-6.51%	-2.44%
座公里收益（元）	0.392	-13.51%	-10.50%

资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

国际航线低票价预计会持续一段时间。按照往年的经验，2、3 月份是中国出国游的最淡季，也是国际旅游主要目的地最不宜旅游的时间，再加上今年两会将在 3 月初举行，因此出国需求预计在 3 月底之前均不会有明显的上升。

图表8 国际航线票价在两会前将持续下降



资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

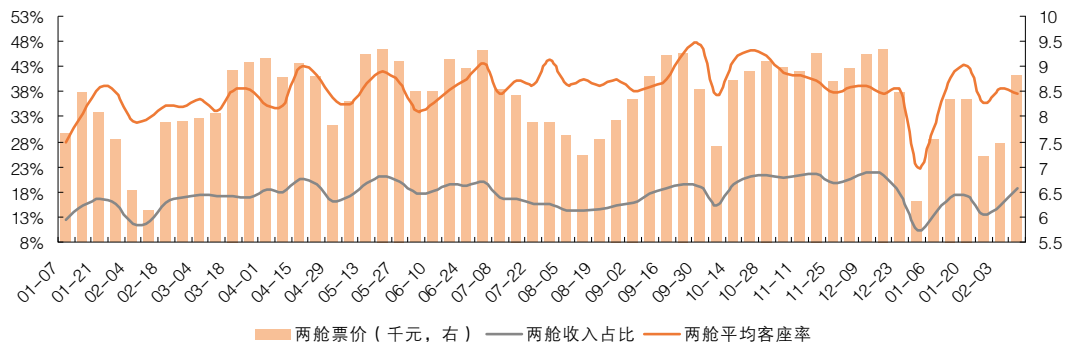
两舱客源下降但票价有所恢复。两舱总客源环比明显回落，两舱客座率也小幅回落。与客源走势相反，两舱票价回到正常状态，并较去年有明显的升幅。出现这种价升量跌的情况，我们认为，节后日韩、东南亚等航线运力减小，两舱旅客量也明显减少，两舱平均航距增长。

图表9 国际航线两舱票价在运力缩减后形势有所好转

国际两舱市场	2012 年第 5 周	环比	同比（节后第二周）
ASK（亿人公里）	2.58	-5.35%	4.40%
RPK（亿人公里）	0.97	-7.66%	11.61%
客座率（%）	37.59%	-0.94%	2.43%
总客票收入（亿元）	1.48	-2.57%	14.95%
票价（元）	8815	18.04%	11.84%
座公里收益（元）	0.5741	2.94%	10.11%
收入占比（%）	18.68%	3.43%	2.73%

资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

图表10 两舱票价上升源于长距离航线客源增加



资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

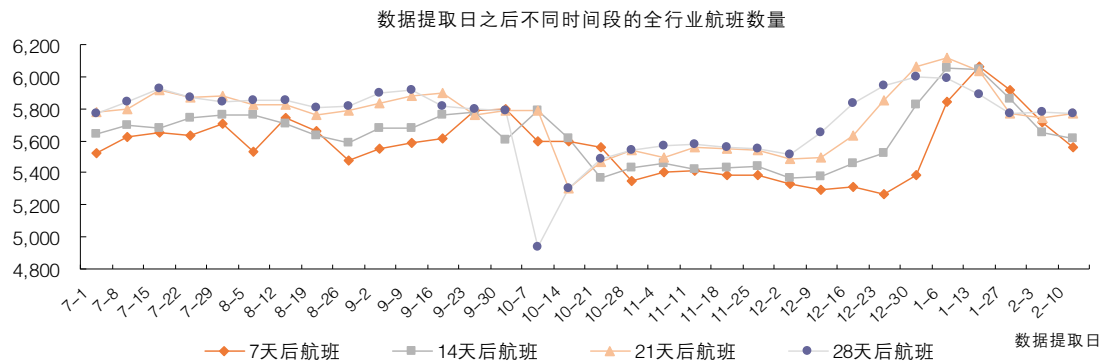
四、市场预测：裸票价将持续低于去年

在客源需求不理想的情况下，我们预计市场在未来一个月国内运力供给增长将保持在 10%左右，而国际运力增速在 5%左右。虽然运力增长并不快，但受需求影响，国内国际市场票价均将低于去年同期，各公司盈利水平也将受到明显的影响。

运力投入继续下滑，同比增长保持稳定。随着春节高峰期的过去，市场运力在淡季之后继续下滑。同比去年来看，今年的市场运力在换季前国内航班计划量保持在 10%左右的增长。我们预计，由于今年需求下滑使一部分计划内航班将难以盈利，各公司会削减一部分亏损航班以及降低飞机日利用率，因此实际运力预计增长在 10%以内。

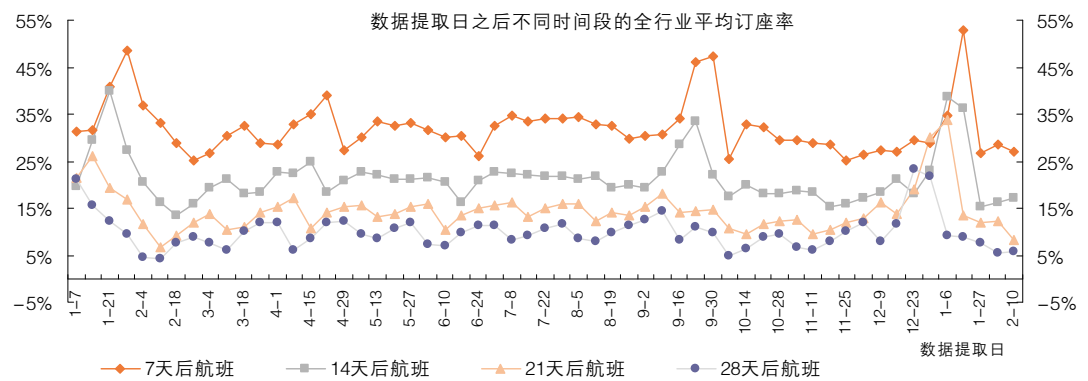
淡季订座进度将在低位稳定。在市场处于淡季时，从现在看未来一个月国内航空订座量，处于一个明显低点位置。我们对比了今年与去年节后第二周同期的订座数据表现，在春节后市场淡季订座数据基本持平，并都处于在一个较低的水平。出现在这个现象的原因是，在需求不足的情况下，提前订座的仅仅是一部分对价格敏感的旅游客源或团队游客，这部分提前订座客源比例也相对比较稳定。

图表11 近期运力将继续减少



资料来源：民航订座系统，平安证券研究所

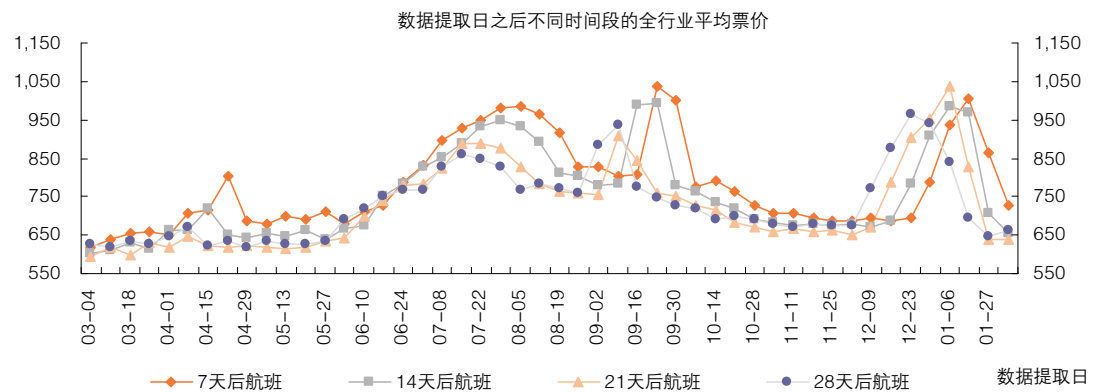
图表12 行业订座进度处于低位



资料来源：民航订座系统，平安证券研究所

国内裸票价将持续低于去年水平。今年票价折扣水平明显大于去年，一方面需求不足的预期使市场票价无法上升，另一方面由于燃油附加费较去年有 60 元的上涨，使全票价仍高于去年，对旅客需求形成的了一定的抑制，在这种情况下预订裸票价难以上涨。

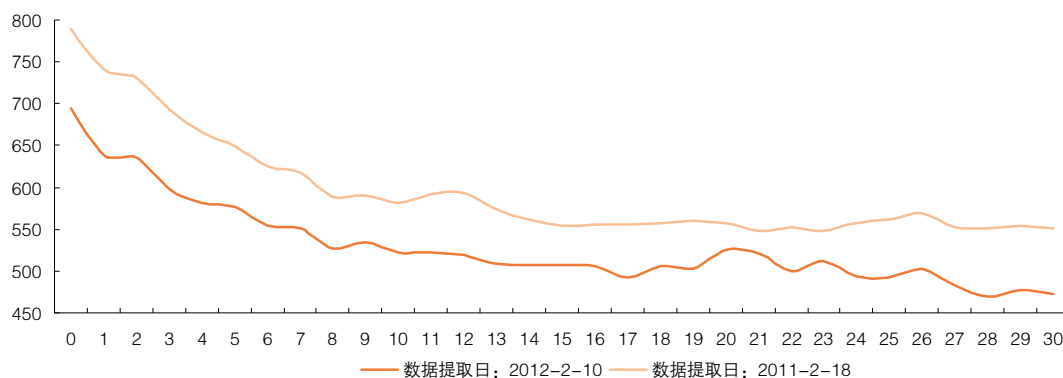
图表13 票价在春节后快速回调



资料来源：民航订座系统，平安证券研究所

同比看，去年节后第二周之后市场预订票价明显高于今年，幅度将在 10%左右。相较上周来看，预订票价同比下降幅度有加大的趋势，我们预计随着去年 2 月下旬燃油附加费的上涨，预订票价下降幅度将有所减缓，但仍然会保持在 5%以上。

图表14 未来30天的预订票价将有明显下滑



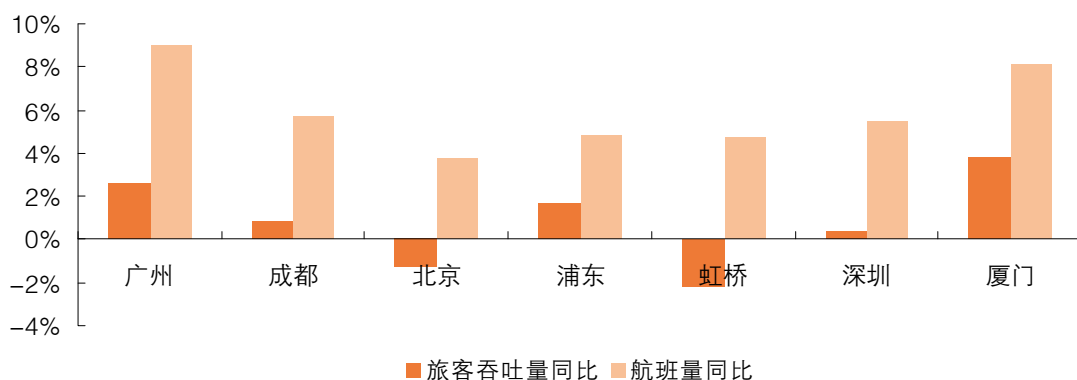
资料来源：民航订座系统，平安证券研究所

五、机场板块：航班量增速快于旅客吞吐量增速

受到航空公司客座率下滑的影响，本周各机场的旅客吞吐量环比均有明显下滑，但航班量总量保持了平稳的状态。我们认为，在航空市场不景气的情况下，机场旅客量增长也将肯定受到比较明显的影响，但在今年提高正点率、提高机场保障能力以及实施 PBN 的大背景下，大型枢纽机场提高起降时刻容量仍然是投资的主线。

厦门空港的起降增速保持较好水平，虽然受到航空公司客座率下滑的影响，但旅客吞吐量仍然保持了 4% 的增长速度。我们认为，厦门机场换季之后航班量将在现有的基础上再有所增长，届时航班起降增速将有望达到 15% 左右，刺激公司 2012 年业绩的进一步提升。

图表15 各机场航班起降量保持了增长趋势



资料来源：民航客运数据分析系统，平安证券研究所

六、投资建议：短期内需求难好转，投资时点仍未到

由于客座率及票价的下滑，对各航空公司一季度的业绩将构成明显的冲击。因此，我们认为目前的股价仍然没有充分反映这种业绩风险，因此，现在还不是航空股的投资时点。

如果按照目前票价和客座率同比变化的形势，我们认为各航空股 2012 年的业绩还有进一步下滑的风险。但我们认为在全年航空运力增长不快的前提下，客座率及票价将在需求较为旺盛的二、三季度同比去年持平或略微上升，因此我们暂不调整全年盈利预测，待观察 2 月淡季较为完整的数据后再做判断。

图表16 航空板块还未完全反映风险预期

股票名称	代码	EPS			P/E			EV/EBITDA		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
南方航空	600029	0.71	0.53	0.58	7.2	9.7	8.8	4.8	4.5	4.0
中国国航	601111	0.76	0.60	0.64	8.9	11.1	10.4	10.2	10.4	9.7
东方航空	600115	0.46	0.33	0.36	9.0	12.7	11.4	6.2	5.9	5.3
海南航空	600221	0.64	0.60	0.62	7.5	7.9	7.6	5.4	5.0	5.0

资料来源：WIND，平安证券研究所

风险提示：国内宏观经济紧缩政策继续以及国际油价大幅度攀升对航空运输需求影响较大。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257