

分析师： 王晓艳

执业证书编号： S0050510120012

Tel: 010-59355907

Email: wangxiaoy@chinans.com.cn

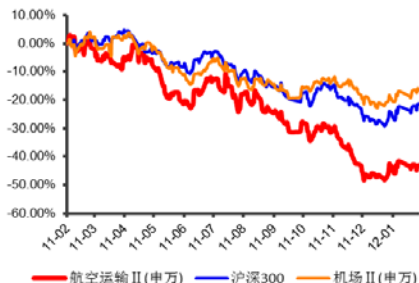
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

交通运输**投资评级**

本次评级：	中性
跟踪评级：	维持

市场数据

交通运输行业指数	1704.03
沪深 300 指数	2533.62
上证指数	2351.98
深证成指	9590.95
中小板指数	5098.52

行业指数相对沪深 300 表现**相关研究****行业研究小组****赢利可期 防御优先****航空业 2 月投资策略****投资要点**

- **航空业利润仍将主要来自客运业务。**2011 年航空公司客运业务增速整体略有回落，未来将继续在这一增长区间维持相对稳定增长。而货运业务则出现显著下滑，这主要是由于全球经济低迷，航空货运货源始终没有起色所致，而这种局面仍将持续。未来航空公司的利润增长仍将来自于客运业务。
- **运力谨慎投放维持现有供需局面。**2011 年全年，国航、南航和东航可用座位公里分别同比增长 6.13%、7.53%和 7.09%，低于需求增长水平的。根据民航局计划，2012 年国内航空公司预计将新增 150 架飞机，现有供求局面将继续维持。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。
- **票价水平维持高位。**2011 年，行业在良好的供需环境中呈现出良好的经营状态。三大航空公司平均客座率水平呈现持续上升的趋势。在现有运力供给相对紧张的环境中，行业的客座率将有望继续保持历史上最高水平。民航在长航线当中依然具有很强的竞争优势，特别是主干航线紧张的时刻资源使得航空公司只能采用机型更换等有线的方式来提高运力，这部分航线未来依然是航空公司盈利的重要来源。
- **机场进入盈利周期。**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。
- **油价维持相对高位。**鉴于地缘政治不确定因素加大，国际油价在短期内仍将维持在高位震荡态势。自年初以来，国内航油出厂价格上调了 1 次，并且自 2011 年 5 月以来持续维持在历史高位，航空公司的航油成本将会相应保持在较高水平。我们暂时假设 2012 年航油成本与 2011 年维持相应水平。
- **防御为首。**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。我们认为航空板块良好的业绩和成长性仍然有望成为板块阶段性交易性机会的动力。不过，考虑到目前的市场因素，我们把防御性比较明显的上海机场（600009）作为优先选择对象。
- **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

航空业利润仍将主要来自客运业务.....	3
运力谨慎投放维持现有供需局面.....	3
票价指数继续维持高位	4
机场进入盈利周期阶段	5
油价有望维持相对高位	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

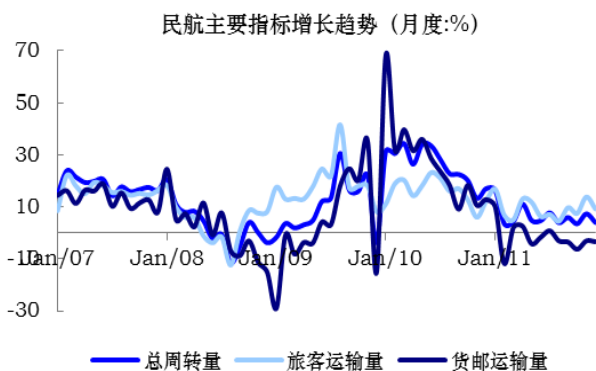
图表目录

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：主要航空公司客运运力投入.....	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：亚洲及港澳地区航线综合票价指数.....	5
图表 11：民航分航线旅客运输量增速.....	5
图表 12：主要机场 2011 年 12 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

航空业利润仍将主要来自客运业务

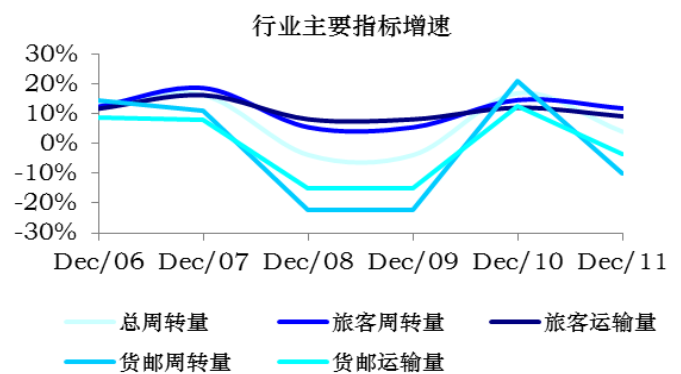
根据民航局统计数据，2011 年 12 月份，民航共完成运输总周转量 47.44 亿吨公里，旅客运输量 2300.2 万人，货邮运输量 49.92 万吨，分别比去年同期增长 4%、9.2%和-10.2%。2011 年 1-12 月，民航共完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量分别为 573.2 亿吨公里、2.92 亿人和 552.75 万吨，同比增长 6.5%、9.2%和-1.8%。我们可以看到，相比较 2010 年，2011 年航空公司客运业务增速整体略有回落，未来将继续在这一增长区间维持相对稳定增长。而货运业务则出现显著下滑，这主要是由于全球经济低迷，航空货运货源始终没有起色所致，而这种局面仍将持续。未来航空公司的利润增长仍将来自于客运业务。

图表 1：航空运输业主要指标增长速度



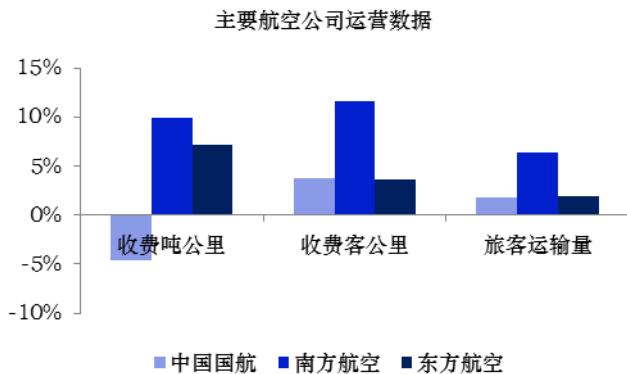
资料来源：民航局，民族证券

图表 2：近六年同期航空运输业主要指标增长速度



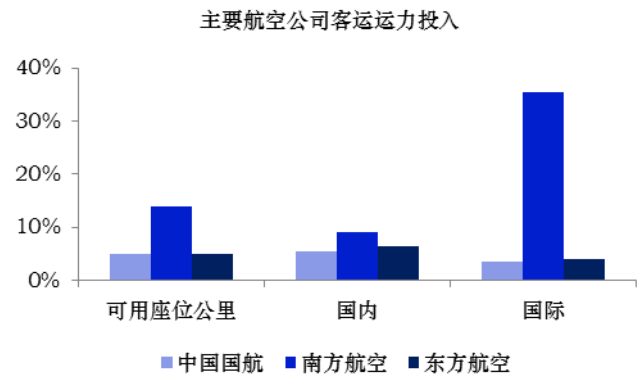
资料来源：民航局，民族证券

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：主要航空公司客运运力投入



资料来源：WIND，民族证券

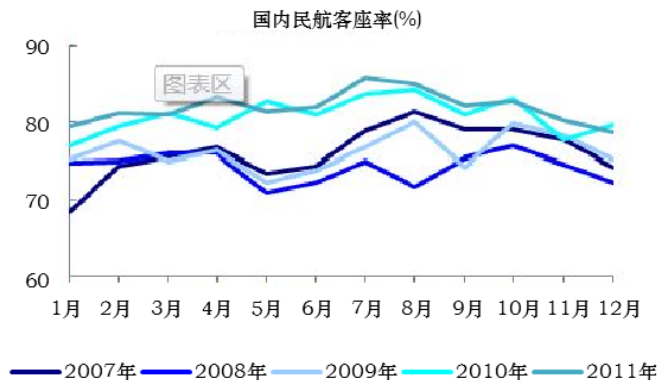
运力谨慎投放维持现有供需局面

截至 2011 年 11 月底，中国民航全行业拥有运输飞机 1745 架，比上年底净增 148 架；通用类航空器达 1124 架，同比增加 114 架。中国民航全行业全年比年度计划少进运输飞机 60 架，全年新增运力低于 10%。从三大航空公司的运营数据来看，2011 年全年，国航、南航和东航可用座位公里分别同比增长 6.13%、7.53%和 7.09%，也是低于需求增长水平的。根据民航局计划，2012 年国内航空公司预计将新增 150 架飞机，现有供求局面将继续维持。并且，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。

票价指数继续维持高位

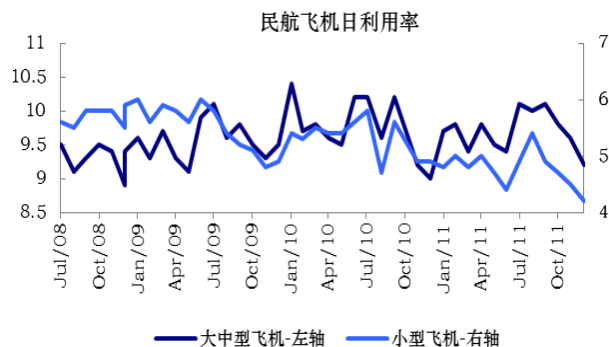
2011年，行业在良好的供需环境中呈现出良好的经营状态。从客座率来看，1-12月份，行业客座率水平基本维持近五年的最高水平，平均客座率达到81.9%，同比增长1.7个百分点。三大航空公司平均客座率水平呈现持续上升的趋势，分航线来看，国内航线的客座率基本可以维持在80%以上的水平，三大航齐头并进。从飞机利用率来看，大飞机的利用率也处于相对较高水平，维持在9.7小时/日左右的水平。在现有运力供给相对紧张的环境中，行业的客座率将有望继续保持历史上最高水平。

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

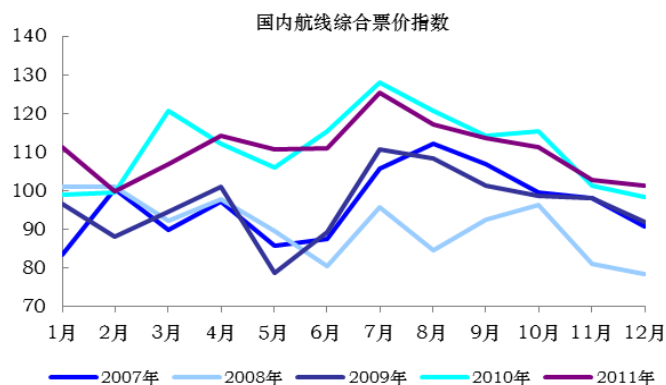


资料来源：民航局，民族证券

从票价指数来看，2011年，行业综合票价水平与2010年相近。分航线来看，国内远程航线票价水平整体处于历史最高水平。由于受到高铁的影响，民航在中程、短程航线采取了一定的降价措施来应对，国内中程航线票价水平低于2010年，但是高于其他年份。由于受到国际经济衰退的影响，国际航线和亚洲、港澳地区航线呈现出相对较低的票价水平，特别是亚洲地区票价水平处于近五年来较低水平。我们认为民航在长航线当中依然具有很强的竞争优势，特别是主干航线紧张的时刻资源使得航空公司只能采用机型更换等有线的方式来提高运力，这部分航线未来依然是航空公司盈利的重要来源。

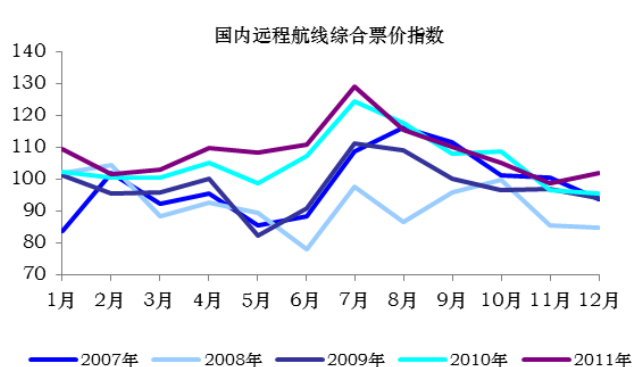
国际航线在全球经济不确定性加大的环境中依然维持悲观的预期，而欧盟征收“碳税”这一举措也将给行业带来负面的影响。介于“碳税”的征收方式，未来开通更多国际航线的国内航空公司将会付出更多的通行费。不过我们认为，围绕“碳税”的双方态度都比较强硬，实施与否目前仍处于一个僵持阶段。我们暂时假设这一事件对行业的实际影响有限。

图表 7：国内航线综合票价指数



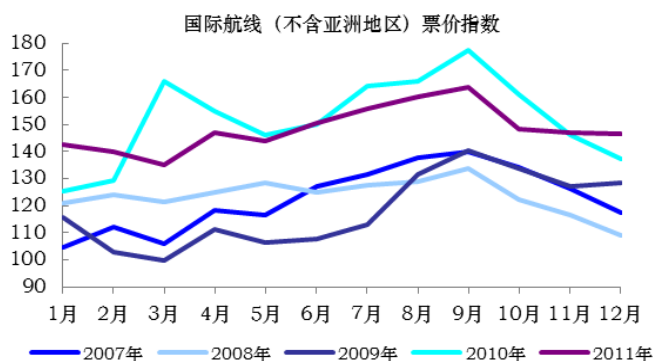
资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 8：国内远程航线综合票价指数



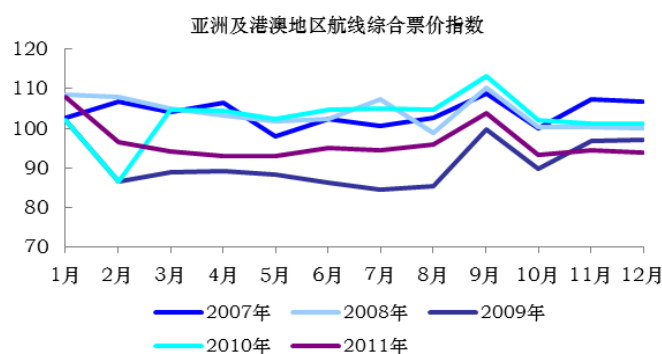
资料来源：中国民用航空，民族证券

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：亚洲及港澳地区航线综合票价指数



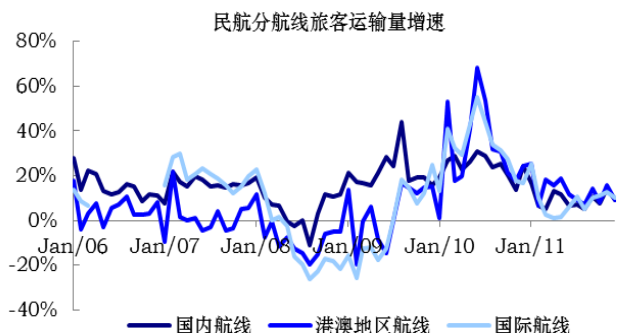
资料来源：中国民用航空，民族证券

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。自 2011 年 11 月之后，浦东机场客运业务开始逐步回升，不过货运业务受累于全球航空货运市场的低迷，依旧呈现负增长态势。从浦东货站的经营数据来看，这一局面将继续维持一段时间，预计 2012 年下半年将有所好转。

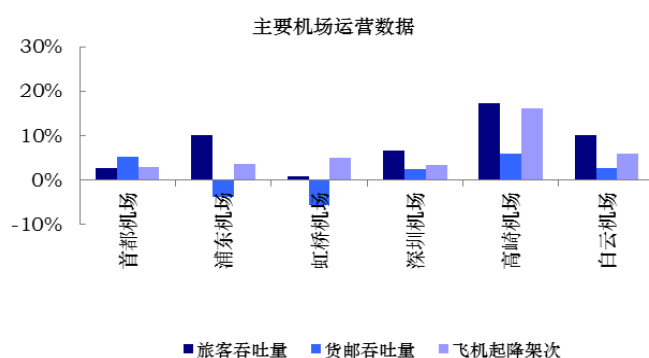
由于机场板块整体处于前期资本扩张期结束阶段，吞吐量位于饱和或接近饱和区间，公司处于盈利周期阶段，而非航业务的拓展也将进一步加大机场的盈利空间，预计业绩增长会显著高于业务增长，并且具有较强的稳定性。

图表 11：民航分航线旅客运输量增速



资料来源：民航局，民族证券

图表 12：主要机场 2011 年 12 月经营状况



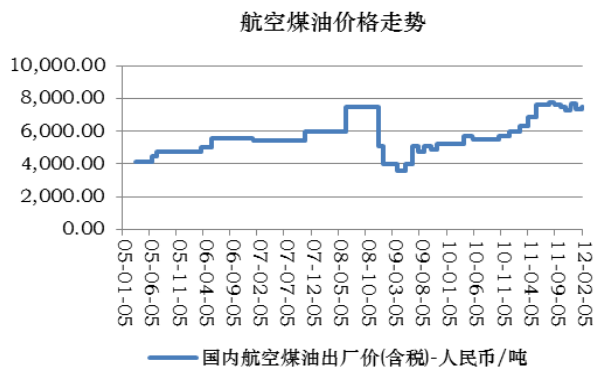
资料来源：中国民用航空，民族证券

油价有望维持相对高位

自 2011 年 10 月份以来，国际原油和航空煤油价格迅速上扬，纽约商品交易所原油价格一路上行，回到 100 美元/桶的位置。考虑到国际地缘政治环境的不确定性加大，预计 2012 年国际油价将继续维持相对较高的水平，虽然航空公司的收益水平上升，但是航空公司的毛利率将可能下滑，预计维持在 20%左右。

自年初以来，国内航油出厂价格上调了 1 次，并且自 2011 年 5 月以来持续维持在历史高位，航空公司的航油成本将会相应保持在较高水平。我们暂时假设 2012 年航油成本与 2011 年维持相应水平。

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

进入 2012 年，人民币继续在震荡中维持升值态势，只是升值幅度相对较小，不过我们预计年内仍有望升值 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。

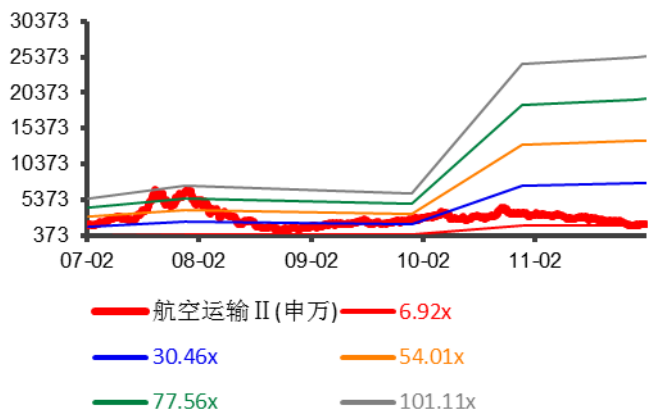
行业投资机会和重点关注公司

今年以来，航空运输板块继续跑输大盘。经过前期市场的下行，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 7.79 倍，机场板块平均估值水平为 13.94 倍，航空板块明显低于 A 股市场 13.18 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。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）。

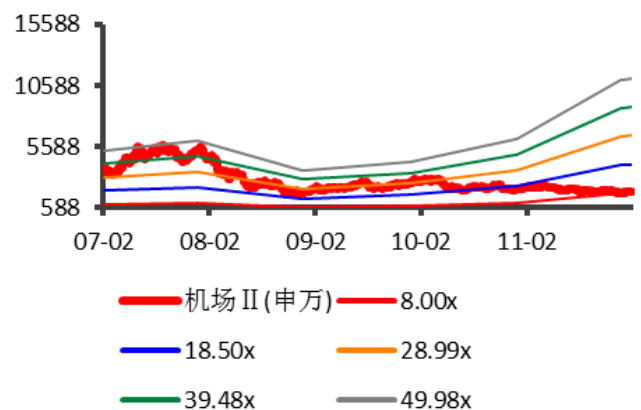
而机场板块估值水平已经下降到近年来最低水平区间，行业整体稳定的盈利增长赋予其较良好的防御性，倘若上海机场（600009）两场问题得到解决，机场板块价值有望得到提升。

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

综上所述，我们认为航空板块良好的业绩和成长性仍然有望成为板块阶段性交易性机会的动力。不过，考虑到目前的市场因素，我们把防御性比较明显的上海机场（600009）作为优先选择对象。

此外，我们也要考虑到突发事件、全球经济持续低迷、油价大幅上升等负面因素对板块带来的影响。

附录：估值评级表

股票 代码	股票 简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2012-2-10 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	16.25	14.61	12.9	14.5	推荐
600004	白云机场	0.51	0.60	0.69	10.93	9.51	7.11	8.5	谨慎推荐
601111	中国国航	1.05	0.81	0.96	8.27	6.98	9.36	12	谨慎推荐
600029	南方航空	0.70	0.72	0.88	7.04	5.76	7.82	9.5	谨慎推荐
600115	东方航空	0.48	0.56	0.70	7.36	5.89	5.47	6.6	谨慎推荐
600270	外运发展	0.49	0.48	0.58	13.15	10.88	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，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

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的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。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。本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。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。