

航空业 08 年第二季度投资策略

航空运输业依然呈现高增长

卓悦 交通运输业 研究员
电话: 020-87555888-681
eMail: zy16@gf.com.cn

07 年完美收官, 08 年景气依然

07 年民航业完成运输总周转量、旅客周转量和货邮周转量分别为 3605744 万吨公里、2776.33 亿客公里和 114.7 亿吨公里, 分别比去年增长了 17.9%、17.1%和 21.6%。在 08 年春运期间, 民航共飞行航班 29302 班, 比去年同期增长 14.2%; 旅客运输量达到 371 万人次, 比去年同期增长 21%。

《民用机场收费改革方案》于3月1日正式实施, 对机场和航空公司影响各异

总体而言, 新的收费标准是倾斜于中小机场。对于外航航线和大中飞机占比较高的上海机场有一定的不利影响, 但对白云机场则有正面影响。对于航空公司而言, 由于预计未来几年航空公司的载客率将超过65%, 因此在新的收费标准下, 航空公司的成本将有所上升。在宏观经济依然向好的背景下, 抓紧人民币升值的投资主线

08年人民币将呈现加速升值的趋势, 从全年看预计人民币汇率将达到6.7的水平, 南方航空从中受益最大。

行业整合是必然, 但还有待时日

在全球航空自由化步伐加速的行业背景下, 国内航空公司不仅面临着国内同行的竞争, 更面临着外航的竞争。从国家利益的角度出发, 整合并打造具有国际竞争力的超级承运人是符合国家利益的。

风险提示

投资航空股的风险在于: 突发事件的发生, 如战争的爆发、经济的衰退以及证券市场整体估值水平的下降。

投资策略

目前国内航空公司正处于快速成长的阶段, 只要影响行业发展的基本因素不发生重大变化, 未来两年航空业务年均增速将达到17%, 快速增长的业绩可以抵消高估值的压力。其次, 人民币升值以及8月份即将召开的奥运会也是投资航空股的事件因素。重点关注中国国航和南方航空。

与航空股相比, 机场股既能受益于航空业的高速增长, 又不受高油价的困扰, 新机场收费改革又使得中小型机场的航空业务收入有所提高, 在目前波动比较大的市场中, 机场股作为稳定的防御型品种, 投资者可进行一定比例的配置。

行业评级

买入 

前次评级

买入

行业走势

航空运输业(010609)指数走势图

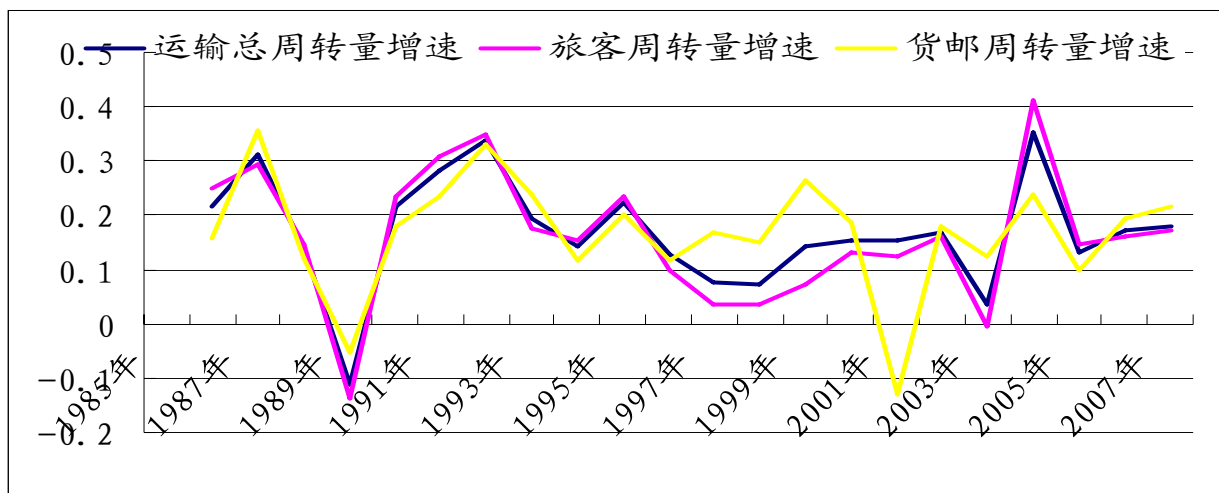


市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.69%	12.32%	84.40%
上证综指	-0.71%	-9.17%	50.98%

07 年完美收官，08 年景气依然

在中国经济的快速增长以及消费升级的带动下，07年民航业完成运输总周转量、旅客周转量和货邮周转量分别为3605744万吨公里、2776.33亿客公里和114.7亿吨公里，分别比去年增长了17.9%、17.1%和21.6%，07年航空运输业依然保持着较快的增长势头。

图 1：民航运输指标

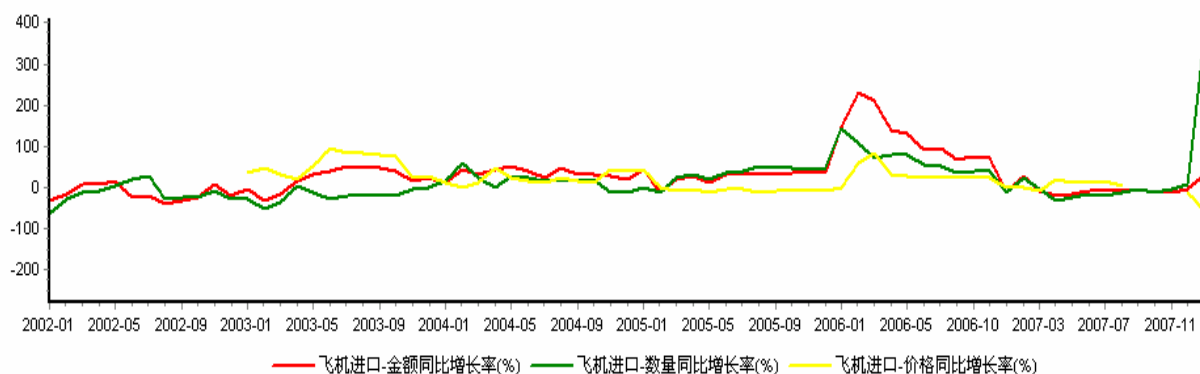


数据来源：从统计看民航

08年初南方地区虽然遭遇了几十年一遇的暴风雪天气，但在春运期间，民航共飞行航班29302班，比去年同期增长14.2%；旅客运输量达到371万人次，比去年同期增长21%。另从航空公司1月份生产数据上看，南航和国航的RPK同比增长22.1%和18.3%，RFTK分别同比增长28.8%和5.1%，载客人数分别同比增长18.9%和13%，暴风雪挡不住回家的脚步，08年初的航空运输业依然延续07年较快的增长势头。在行业需求快速增长的同时，运力供给依然偏紧，1月份南航和国航的ASK同比分别增长11.6%和7.6%，ATK同比分别增长12%和0.1%，供需缺口的存在另一方面维持了行业的景气度。

但我们注意到，08年1月份全行业引进飞机42架，数量和金额同比分别增长366%和32.5%，飞机均价为1459万美元，说明此次引进飞机主要为中小型飞机，主要用于国内航线的运营，以满足日益增长的国内航空需求。随着08年奥运会的临近，预计飞机的引进速度将加快以满足奥运会庞大的需求，在未来几个月内供需缺口依然存在但将有所缩小。

图 2: 02 年-08 年 1 月飞机引进情况



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND

《民用机场收费改革方案》于3月1日正式实施， 对机场和航空公司影响各异

收费标准变化对各机型的影响分析

我们从两方面分析: 1、按一类2级机场的标准测算A320、B737、A300、B757、A330和B767机型在新旧收费标准下的收费变化(新方案1载客率按75%，货载率按60%计，新方案2载客率按65%，货载率按60%计); 2、按一类1级和一类2级机场的标准测算对同一机型在新收费标准下的收费情况。

表 1: 飞机的基本参数

	A320-200	B737-300	A300-600	B767-200	A330-200	B747-400
飞机最大起飞总重 (吨)	73.5	62	165	187	230	378
商重(吨)	16.3	16	39.9	25	36.4	65
最大座位数	150	149	266	269	293	524

数据来源: wiki.carnoc.com

表 2: 新旧收费标准下各机型的内航内线收费情况(按一类2级标准计算)

	A320-200			A300-600			A330-200		
	原方案	新方案	新方案	原方案	新方案	新方案	原方案	新方案	新方案
		1	2		1	2		1	2
起降费	1646	1640	1640	4983	3875	3875	7935	6010	6010
旅客服务费	3900	4500	3900	6916	7980	6916	7618	8790	7618
安检费	489	1066	976	1197	2154	1994	1092	2878	2016
停场费	0	0	0	0	0	0	0	0	0
客桥费	0	100	100	0	100	100	0	100	100
合计	7035	7306	6616	13096	13476	12885	16645	17678	15744

	B737-300			B767-200			B747-400		
	原方案	新方案	新方案	原方案	新方案	新方案	原方案	新方案	新方案
		1	2		1	2		1	2
起降费	1388	1376	1376	5647	4425	4425	13041	10746	10746
旅客服务费	4350	4470	3874	7854	8070	6994	15300	15720	13624
安检费	480	1054	965	750	1810	1649	1950	3918	3603
停场费	0	0	0	0	0	0	0	0	0
客桥费	0	100	100	0	100	100	0	100	100
合计	6218	7000	6318	14251	14405	13168	30291	30484	28073

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：新标准下同一机型在不同级别机场的收费情况（一类1级和一类2级）

	B737-300		B767-200		B747-400	
	一类1级	一类2级	一类1级	一类2级	一类1级	一类2级
起降费	1320	1376	4375	4425	10696	10746
旅客服务费	3799	4470	6859	8070	13362	15720
安检费	894	1054	1533	1810	3330	3918
停场费	0	0		0	0	0
客桥费	100	100	100	100	100	100
合计	6113	7000	12867	14405	27488	30484

数据来源：广发证券发展研究中心，载客率按75%，货载率按60%计

表 4：新旧收费标准下各机型外航收费情况

	B737-300			B767-200			B747-400		
	原方案	新方案		原方案	新方案		原方案	新方案	
		外航	内航外线		外航	内航外线		外航	内航外线
起降费	2381	2647	1622	6714	8028	4817	14815	18568	11140
地服费（旅客服务费）	6042	7148	4380	18718	13181	7908	37738	25676	15405
高峰费（安检费）	715	1882	1154	715	3309	1985	715	7157	4294
灯光费（停场费）	476	0	0	1343	0	0	2963	0	0
客桥费		300	180		300	180		300	180
合计	9614	11977	7336	27490	24818	14890	56231	51701	31019

数据来源：广发证券发展研究中心，载客率按70%，载运率按60%，人民币与美元汇率比为7

由以上分析可知，（1）论机型大小，在新标准下内航内线的起降费收费标准都有所下降，且机型越大，收费标准降幅越大；对同一机型的飞机的内航内线的起降费收费标准，一类1级机场对降幅最大。（2）旅客服务费随载客率变化而变化。若载客率低于65%则按新收费标准计算的旅客服务费收入低于原标准。但在目前运输需求旺盛的情况下，预

计未来两年的载客率将远高于65%，则导致旅客服务费收入较原标准有所提高。（3）安检费也随载客率变化而变化，但即使载客率按65%计，按新收费标准计算的安检费提升幅度也较大。（4）在新的外航收费标准下，小机型的收费标准有所提高，而对中大型飞机的收费标准则有所下降。（5）无论机型大小，在新标准下，内航外线的收费标准都有所提高，且机型越小，收费标准提高的幅度越大。

新收费标准对白云机场的影响分析

根据以上分析可知，在新的收费标准中载客率按65%计算，机场的航空业务收入将有所下降，但我们认为由于未来两年载客率将远高于65%，这将导致在实际中，机场对航空公司的总体收费有所上升。而且新的收费政策向中小机场倾斜。我们根据所收集的资料，对白云机场进行简单的测算。

以07年白云机场中期经营数据为测算的基础。到07年中期，白云机场飞机起降架次为12.78万架次，旅客吞吐量为1479.9万人。航空服务收入中，扣除机场建设费返还收入，航班起降收入、旅客综合服务收入、安检服务收入和地面服务收入的占比分别为27.5%、43%、6.5%和23%。

根据有关方面的统计，07年白云机场的机型比例及各航空公司航班比例如下表所示。在白云机场起降的飞机中，中小型飞机所占比例较大，C类和B类飞机占了约79%；在航线上，国内航班占比约87%，机场代理的国内航班约为30%。

假定飞国际航班的机型为大中飞机，采用因素分析法计算得出，新的收费标准将提升白云机场的航空业务收入6%左右。

表 5：07 年白云机场航班、机型情况

机型	比例	机型	比例
B737-300/400/500/600/700/800/900	37.35%	A319/320/321	32.72%
A300-600	1.32%	A330-200/300	2.25%
A340-300/600	0.53%	B757-200/300	9.14%
B767-200/300	2.91%	B777-200/300	3.71%
B747-200/400	0.40%	MD82/90	3.97%
MD11	0.66%	ERJ145	5.03%
航空公司	航班比例	航空公司	航班比例
南航	国际	国航	9.8%
	国内	东航	9.01%
海航	7.02%	金鹿	2.65%
深航	4.5%	厦航	2.12%
上航	3.44%	川航	1.85%
山航	1.06%	外航国际航班	5.96%
其他	2.25%		

数据来源：广发证券发展研究中心

在宏观经济依然向好的背景下，抓紧人民币升

值的投资主线

国民经济的发展状况是影响航空运输业发展的主要因素。虽然美国次贷危机和全球经济增长放缓或衰退以及央行紧缩信贷的举措都将对08年中国经济产生一定的负面影响，但根据国内众多机构的预测，08年我国的GDP增速仍将保持在10.5%左右，国民经济依然保持较快的增长势头。按航空运输产业的运输周转量与GDP的弹性系数取1.6—1.7计算，08年年我国民航运输业的平均增速将保持在17%左右，我国的航空行业依然繁荣，航空公司和机场将由此受益。

2月28日，人民币对美元的中间价报收于7.12，人民币今年以来的升值幅度已达到2.58%。目前国内流动性过剩，通胀水平急速上升以及美国经济疲软和美联储降息的预期，使得在08年人民币升值有加速的趋势。根据有关机构的预测，从全年看08年的人民币汇率将达到6.7的水平，人民币升值无疑对航空公司是重要利好。我们在08年航空行业的深度报告中对人民币升值对航空公司业绩的影响进行了较为详细的分析，其中，南方航空是人民币升值的最大受益者。

表 6：人民币升值对三大航空业绩的影响分析

人民币升值1%			
	国航	南航	东航
EPS变化	0.017元	0.12元	0.03元

数据来源：广发证券发展研究中心，各航空公司07年第3季度报表

在人民币加速升值的同时，油价也创出了历史新高，2月27日国际油价一度达到102.08美元/桶的新高。在能源需求不断增加，而美元疲软、地缘政治、投机交易等因素又无根本性改变的情况下，国际油价将继续维持上升的趋势。但正如我们在此前的报告中所说，在目前国内航空市场持续旺盛的大背景下，国内航空公司有能力将高油价的压力部分转移给旅客。在目前国际油价不断走高的情形下，燃油附加费有继续上调的可能。

行业整合是必然，但还有待时日

在08年第一季度航空业中最吸引投资者眼球的事件莫过于“东新恋”被否、东航拒绝中航的入股建议、东航迅速地与南航结盟以及与中国一航成立了专营支线的幸福航空公司，处于整个事件中心的东航在短期内频频动作，表明了东航急于摆脱目前的困境。虽然目前国内航空行业的景气帮助东航在短期内经营有所气色，但是其竞争对手---国航和南航已经完成了它们的枢纽航线布局，并分别加入了星空联盟和天合联盟，实现了国内航线和国际航线的对接，竞争对手留给东航的时间和机会已经不多。而东航一方面既要面临着竞争对手对其上海大本营的抢夺，又要在短时间内完成公司内部的整合以及战略转型，难度是相当大，需要决心、资金和魄力。目前东航与南航的全面合作应是东航自救的第一步，但合作的效果如何还将拭目以待。

上海作为重要的航空枢纽，历来为航空公司的必争之地，而目前在上海的两家基地航空公司---东航和上航自身的实力都不强，因此在中航成功阻击了“东新恋”后，即使中航入股东航还有变数，但已为国航争夺上海航空市场份额的赢得了更多的时间。

在全球航空自由化步伐加速的行业背景下，国内航空公司不仅面临着国内同行的竞争，更面临着外航的竞争。07年5月22日，中美双方修改了04年中美民用航空运输协定协议书，此次中美航空运输协议是中国民航对外签署的最大程度开放的协议。回顾04年中美运输协议签定后，国内航空公司的始发/到达中国的国际旅客市场份额从2002年的52.9%下降到2006年的45.5%，国际货运的市场份额从2002年的38.3%下降到2006年的31.4%，与巨无霸的外航相比，国内航空公司无论是在规模还是在管理水平等方面都相去甚远，如果不能提高国内航空公司的竞争力，则国内航空公司将面临着被边缘化的危险，从国家利益的角度出发，整合并打造具有国际竞争力的超级承运人是符合国家利益的，国内航空公司的整合是必然趋势，但目前国务院机构改革涉及到民航总局，因此航空行业的整合还有待时日。

风险提示

投资航空股的风险在于：突发事件的发生，如战争的爆发、经济的衰退以及证券市场整体估值水平的下降。

根据WIND统计，按08年业绩计算，目前沪深300指数成分股的市盈率为24倍，航空运输板块的市盈率为29倍，航空运输板块的整体估值水平高于市场平均水平，目前国内航空股的估值水平也明显高于国际同行。但目前国内航空公司正处于快速成长的阶段，只要影响行业发展的基本因素不发生重大变化，未来两年航空业务年均增速将达到17%，快速增长的业绩可以在一定程度上抵消高估值的压力。但是不可否认，如果市场整体估值水平下降，航空股的价值中枢下移也是不可避免的。

表 7：航空运输业估值水平比较

	PB	PE (08年)	营业收入增长率
香港市场	3.81	16.27	19.74%
国泰航空	1.37	10.18	26.27%
中国国航	2.73	16.56	17.86%
南方航空	3.01	15.91	20.7%
东方航空	8.12	22.45	14.13%
国际市场			
大韩航空	1.03	15.42	6.32%
法国航空	0.47	5.3	4.01%
全日空航空	1.73	24.82	4.85%
西南航空	0.43	8.69	N/A
新加坡航空	1.26	8.28	9.31%
新西兰航空	0.88	7.03	12.93%
平均	0.96	11.59	7.48%

数据来源：BLOOMBERG

投资策略

人民币升值以及8月份即将召开的奥运会是航空股股价的催化剂。重点关注航空行业龙头的中国国航以及受惠于国内航空行业景气和人

民币升值的南方航空。

与航空股相比，机场股既能受益于航空业的高速增长，又不受高油价的困扰，新机场收费改革又使得中小型机场的航空业务收入有所提高，在目前波动比较大的市场中，机场股作为稳定的防御型品种，投资者可进行一定比例的配置，如厦门空港。

表 8：重点公司估值表

	EPS (元)			PE			评级
	07F	08F	09F	07F	08F	09F	
中国国航	0.334	0.514	0.555	55.18	35.85	33.2	买入
南方航空	0.476	0.919	1.058	40.46	20.95	18.20	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

航空运输业(010609)行情走势



相关研究报告

航空运输业(010609)	卓悦	2008-01-09
---------------	----	------------

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
200120

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。