

国泰君安国际 研究部



航空业：高油价和高铁冲击，看淡行业

分析员：陈欢瑜 (Harry Chen)

日期：2011年07月02日

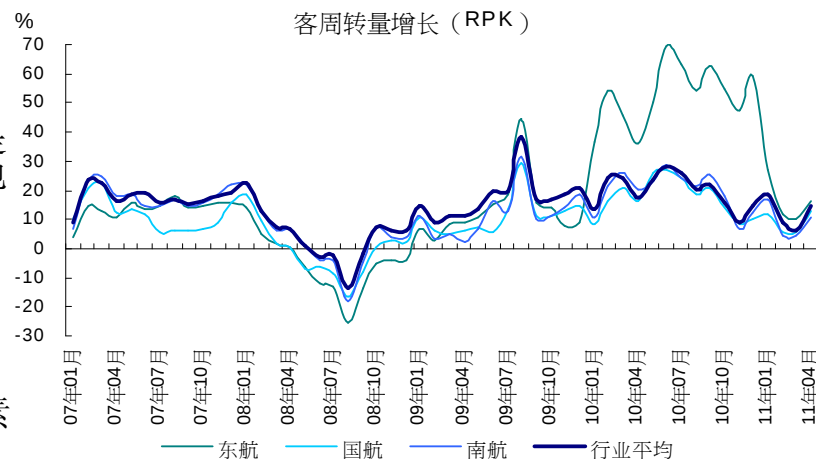
联系电话：0755 2397 6683

Email: chenhuanyu@gtjas.com

航空客运市场

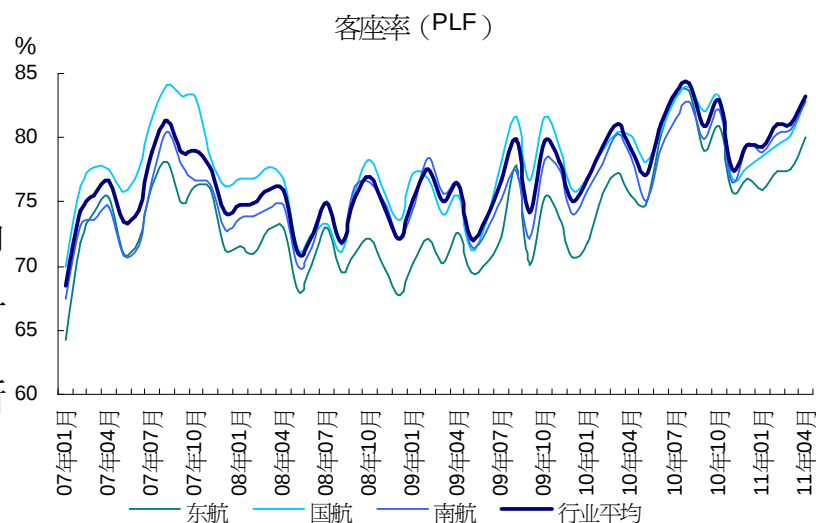
- 1-4月份行业的客周转量(RPK)增长为12.5%，符合我们预期

- 国际航线的客周转量低于国内航线，主要是因为国际经济复苏比预期缓慢，而且日本地震和核危机减少了去日本的游客
- 国内经济稳定发展，预计今年GDP 增长9.4%
- 人均收入不断提高，使航空出行更加大众化，而且旅游升级，人民出游次数增加
- 预计10年下半年因为世博会和亚运会等因素使基数较高，RPK增长放缓
- 维持11年RPK增长为12.5%的预测



- 1-4月客座率和票价比10年同期略高，预计全年客座率和票价与去年持平

- 航空公司今年把更多的运力投放到国际航线，使国内的运力增长慢于需求增长，国内的客座率提高较快
- 国际航线运力投放较快，国际航线客座率有所下降
- 高铁分流，使下半年的客座率和票价都有所下降



高铁的分流影响

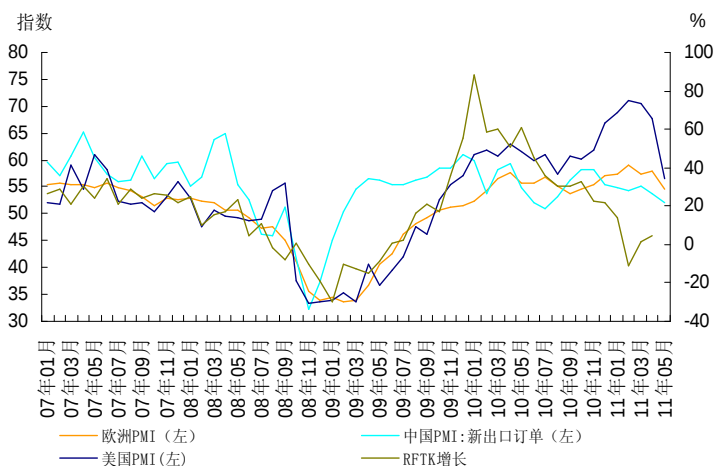
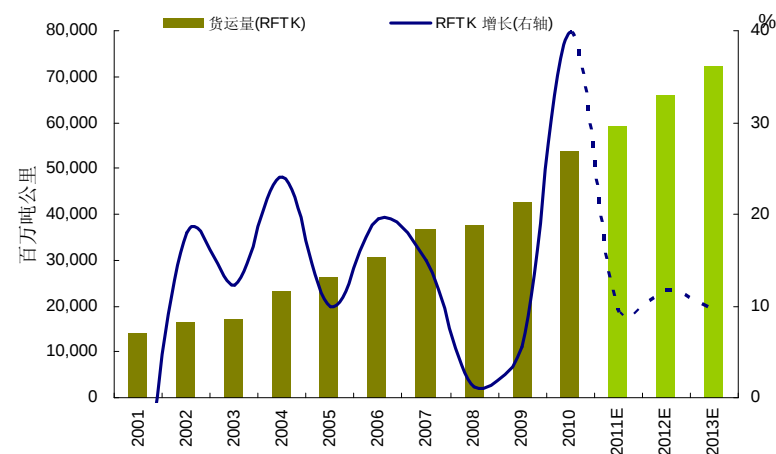
- 京沪高铁，6月30日开通
 - 开通时间比预期早，高铁对航空的主要的影响被提前
 - 运行速度，班次和票价比预期低，其中一个主要目的也是为了减缓对航空的直接打击
 - 因为京沪高铁覆盖的航线占的客运量占5%，而且因为航线以商务为主，票价水平较高，是航空公司非常重要的航线
 - 相对于武广高铁，分流率相对较低，但是对行业的影响更大
 - 国航、东航和南航分别占京沪航线的市场份额为30%、62%和2%，因此国航和东航受到的影响最大，11EPS分别因此减少2%和3.9%
- 深广高铁，8月8日开通
 - 因为深圳乘坐高铁去长沙和武汉更加便捷了，对深圳-长沙，深圳-武汉航线有一定影响
- 高铁每年对航空的客运量的分流在1.3%-5.3%之间，同时也会使航空公司提高机票折扣

武广高铁和京沪高铁对比

	高铁行驶距离（公里）	对应的航空客运比重	开通的时候对客流量的分流	对行业客流量的分流	航线票价下滑
武广高铁	1,068	0.9%	29%	0.5%	11%
京沪高铁	1,318	5.0%	23%	1.4%	3%

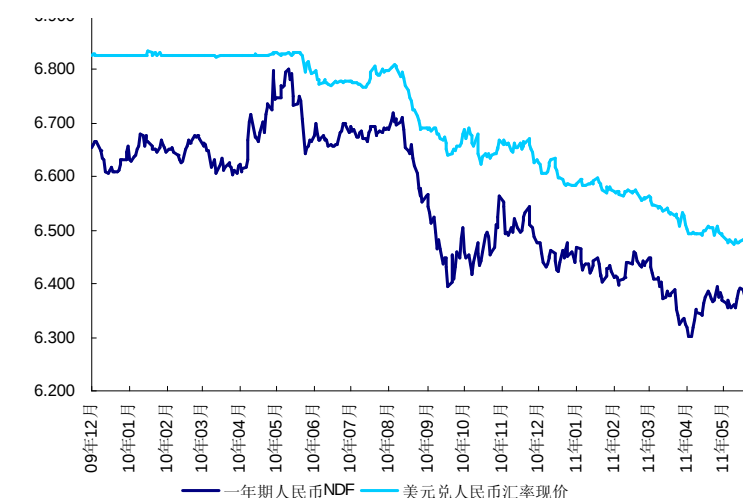
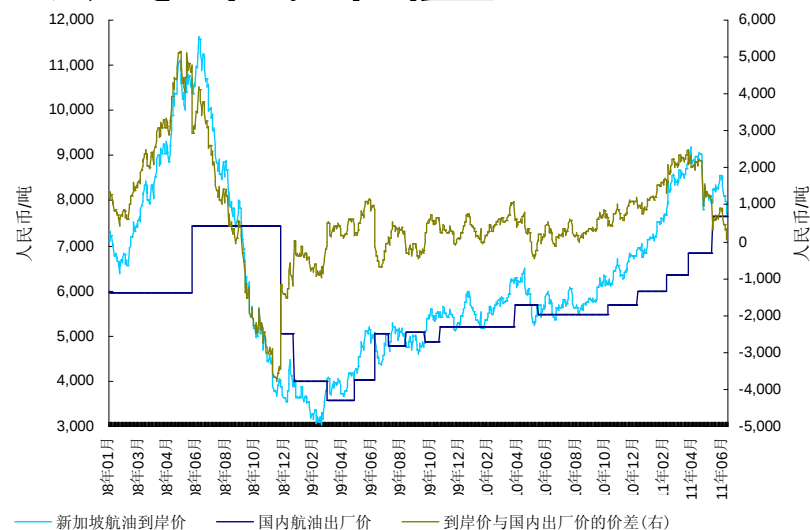
航空货运市场

- 11年1-4月航空货邮周转量(FTK)的增速大幅下滑，同比增长3.7%
 - 主要是因为10年FTK同比增长45%，基数已经较高
 - 欧洲和美国的经济增长放缓
 - 日本地震影响到电子零部件的需求
 - 国外市场对未来的信心减少，但是仍然比较乐观。预计下半年的同比增幅有所提高
 - 预计11年航空货运量增长7%
- 11年因为专业货机的引进速度提高，运力增长比需求增长略快，载运率将有所下降



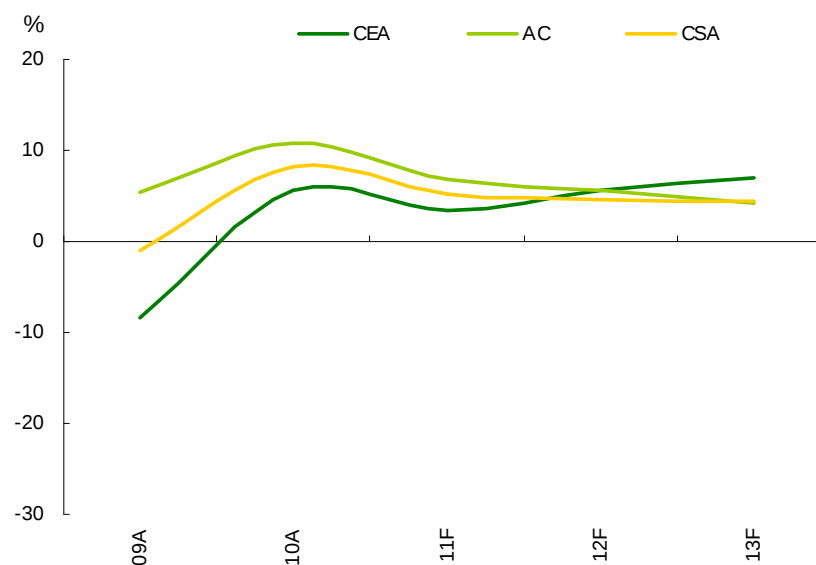
航油成本和人民币升值

- 航油成本
 - 航油价格预计在**11年**上升**28.9%**，主要是因为东非地缘政治
 - 附加费可以对冲**80%**的油价压力，但是航空公司的经营成本压力还是很大
- 人民币升值
 - 人民币升值主要减少航空公司的外汇负债，同时也降低用油成本，从而增加外汇收益
 - **11年**人民币预计升值**3-4%**
 - 航空公司的盈利对人民币升值敏感。假如人民币升值**5%**，国航，南航和东航的**11年**每股盈利分别上升**27%**，**86%**和**121%**



盈利和评级

- 预计**11**年航油价格继续上升，但是票价和客座率维持不变，因此利润将有所下降。三大航空业**11**年盈利将下降**30%**
- 下半年高油价和高铁的冲击将抑制估值，行业评级为“中性”



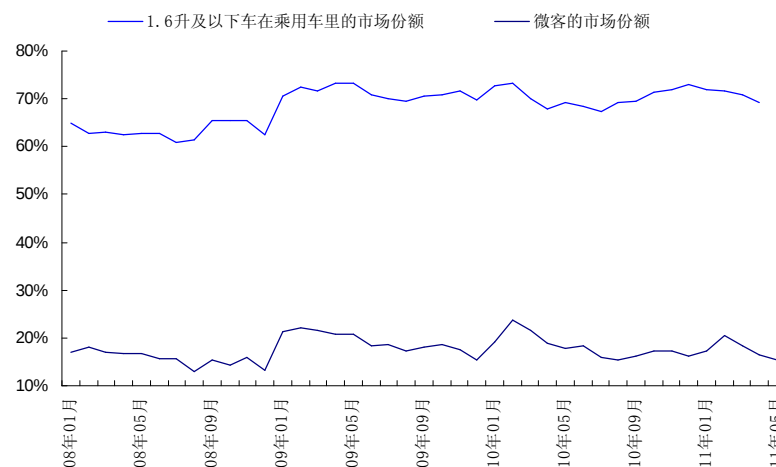
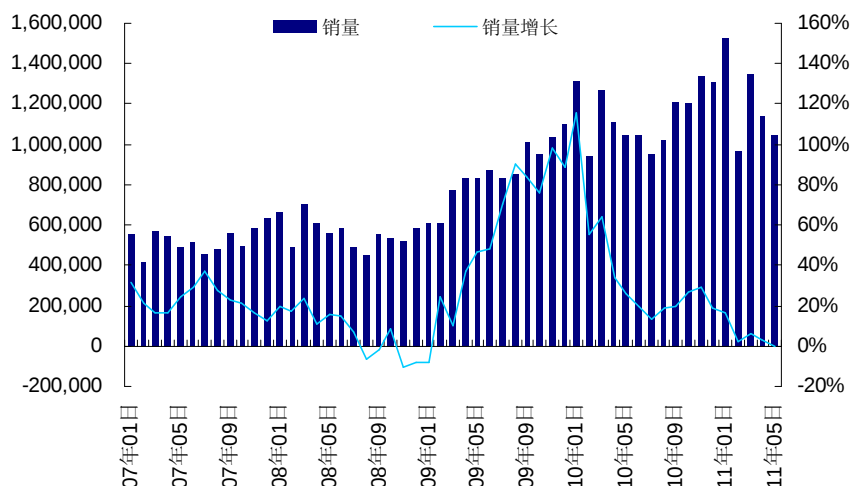
公司点评

- 国航（753HK），评级为“中性”，受到京沪高铁的冲击比较大，盈利能力仍然是行业第一
- 东航（670HK），评级为“中性”，受到京沪高铁的冲击比最大，合并上航后协同效应和改善了管理使公司盈利增长较快，加入天合联盟后与南航共同抗衡国航
- 南航（1055HK），评级为“中性”，基本不受京沪高铁影响，积极发展国际航线和货运业务

汽车行业：看好长期发展，但是短期风险较高

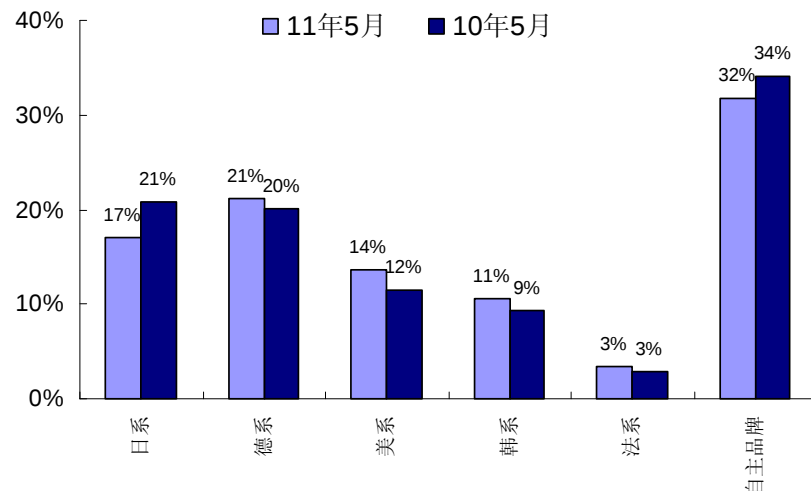
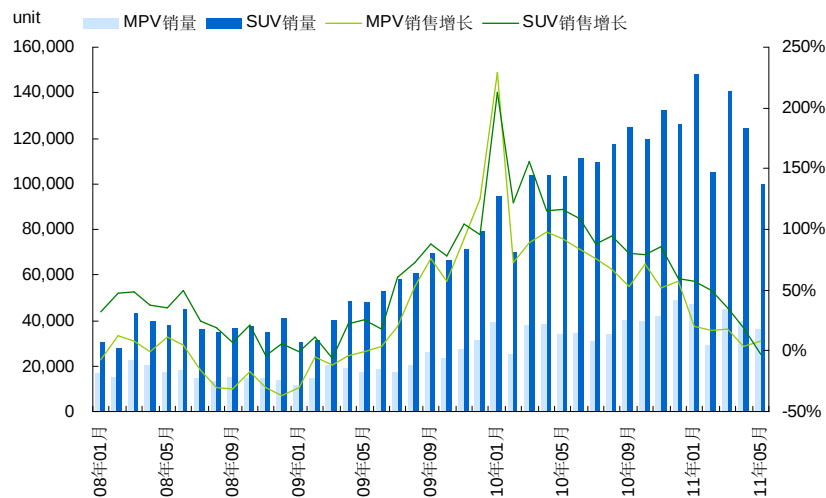
乘用车

- 1-5月份乘用车累计销售602.9万辆，同比增加6.2%，比市场预期要差。
- 这主要是因为多项国家补贴政策退出，国家实施宏观紧缩调控、北京为整顿拥堵而限制小汽车上牌、国产日系汽车的零部件供应短缺、油价高涨再加上通货膨胀。
- 因为国家在11年取消了对小排量乘用车的补贴和汽车下乡的补贴，使小排量汽车和微车的销售增长放缓了很多，小排量汽车和微车的市场份额也快速下滑。



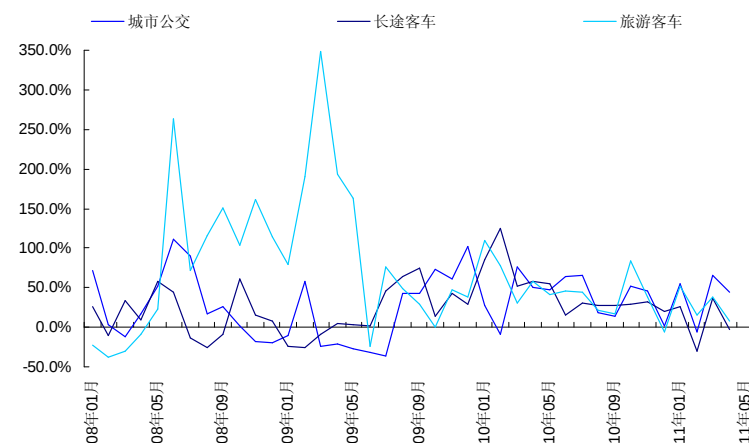
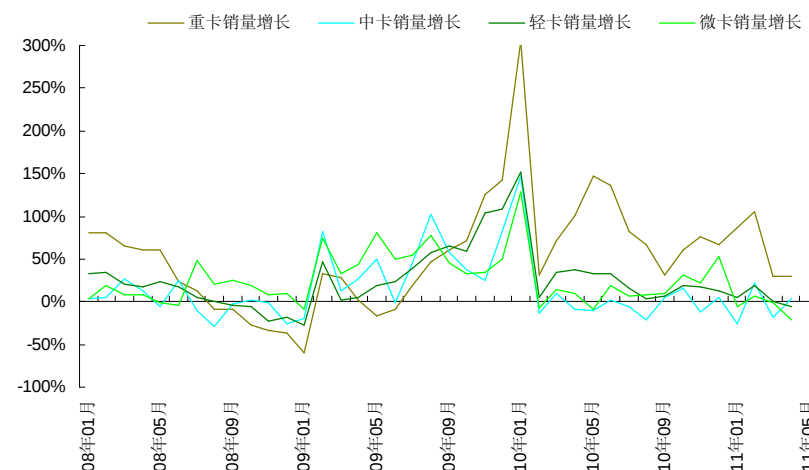
乘用车

- 1-5月轿车、SUV、MPV和微车各累计销售425.8万、61.8万、19.8万和105.4万辆，同比分别增加7.1%、13.2%、30.0%和-7.9%。
- 这主要是因为中国的一二线城市进入了汽车增购和换购的高峰期，购车者对汽车的要求更高，希望空间和视野都可以得到更好的提升。
- 在5月份国产日系汽车的市场份额比去年同期减少4个百分点，而德系、美系和韩系则分别提高了1个百分点、2个百分点和2个百分点，主要是因为买不到日系汽车的购车转去买其他品牌的车。
- 自主品牌的市场份额却没有因此而得到提高，反而是下跌了2个百分点，这主要说明了自主品牌的销售受到国家的政策影响比较大，而且自主品牌对日系汽车的替代性仍然很低。



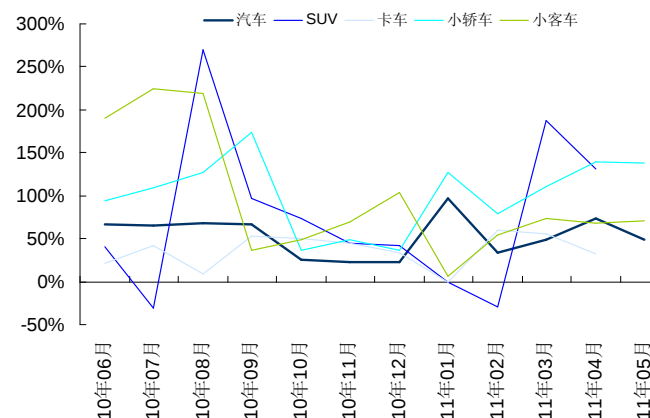
商用车

- 5月份商用车的销售下滑了14%，主要是因为货车（包括半挂牵引车和非完整车辆）和客车（包括非完整车辆）的销售都不理想，分别同比下滑了15.4%和0.2%。1-5月份商用车销售189.6万辆，同比下滑了1.6%，其中货车和客车分别累计增加-2.5%和8%。
- 中国紧缩的宏观调控以及中东和非洲的政治不稳定限制商用车出口。
- 物流成本过高，经营利润过薄抑制货车的需求。
- 货车向重型化及轻量化发展，长期看好重卡发展。
- 受益于城市公交系统改造以及旅游升级，我们长期看好旅游客车和城市公交客车的增长。



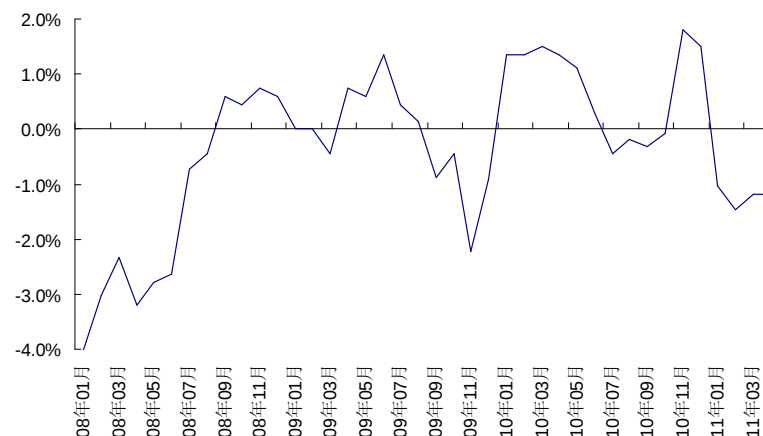
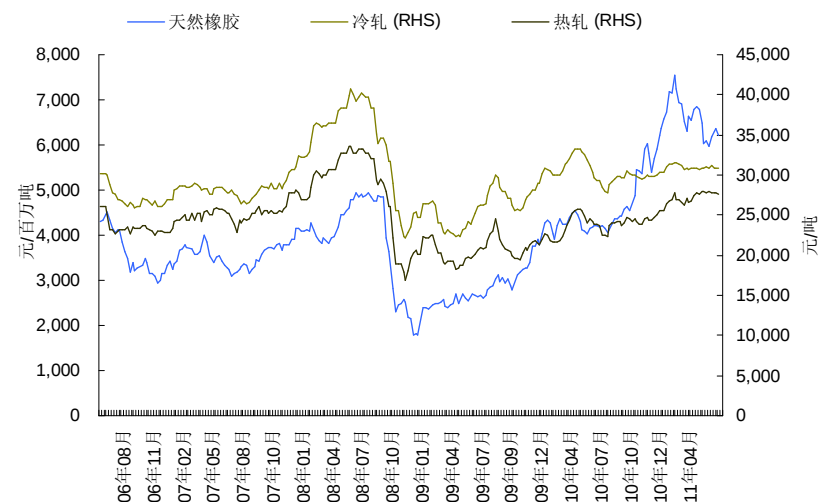
汽车出口

- 5月中国汽车企业出口7.21万辆，环比增长6.79%，同比增加53.03%，出口量超过2008年3月创历史新高。1-5月，出口22.54万辆，比上年同期增长56.72%。
- 由于新兴国家的经济持续高速增长，出口到这些国家的汽车需求也在逐步提高，经过接近两年的时间，国产汽车的出口量恢复到经济危机前的水平。



原材料成本、库存和价格

- 1-6月份冷轧和热轧的平均价格同比增长-0.2%和15%，冷轧的价格变化比预期要低而热轧的价格变化却比预期的高。
- 由于热轧主要用于生产货车和客车的框架和底盘，因此当热轧价格增加较快，货车和客车生产商受到的影响较大。
- 1-6月份天然橡胶的平均价格仍然比去年同期高56%，这对于轮胎使用比较多的重卡来说压力仍然比较大。
- 下半年库存比较大，尤其是自主品牌轿车和重卡
- 下半年出现价格战的风险增加，主要是当日系汽车零部件供给恢复，为了追赶今年的销售目标，他们将增加价格优惠



行业评级

- 行业的看法是：长期看好，但是短期风险较高，评级为“中性”
- 我们担心下半年汽车销售增速放缓，同时库存较高和价格战发生的机会在增加，行业短期的风险较高

公司点评

- 东风（489HK），评级为“中性”，上半年受到日系汽车减产影响，下半年销售增长出现结构性反弹
- 吉利（175HK），评级为“减持”，产品组合在优化，但是自主品牌库存压力和可以用于折扣的空间较少
- 比亚迪（1211HK），评级为“卖出”，汽车销售仍在减少，经营管理的成本过高
- 中国重汽（3808HK），评级为“中性”，重卡销售增长放缓，库存压力比较大

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除晨鸣纸业(1812.HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的达进精电(00515)，中国全通(00633)，华能国际电力(00902)，龙湖地产(00960)，金活医药集团(01110)，民生银行(01988)，中国泰坦能源(02188)，海东青新材料(02228)，西部水泥(02233)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2011 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有，不得翻印
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
网址: www.gtja.com.hk