

2017年12月22日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察——經濟穩，改革進

需求：下游地產、家電走弱，乘用車尚可，文娛弱改善。中游鋼鐵、水泥向好，化工仍偏弱。上游煤炭尚可，有色分化。交運走弱。

價格：11月70城房價增速再降，上周國內生資價格漲多跌少，國際油價回升。

庫存：下游地產、乘用車去化。中游鋼鐵、水泥去化，化工回補。上游煤炭有平有補，有色回補。

下游行業：

地產：11月70城房價增速再降，12月44城地產銷量增速下滑。乘用車：12月前兩周乘用車銷售不溫不火，生產有所轉弱。家電：11月家電產量漲少跌多，空調廠家產銷量均明顯下滑。文體娛樂：上周電影票房人次環比均升，電影市場漸現回暖。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價再升，噸鋼毛利回落，開工率再創新低。水泥：上周全國水泥均價繼續上行，庫容比再創新低。化工：上周化纖原料價格漲少跌多，滌綸POY庫存繼續回補。電力：12月上中旬發電耗煤增速小幅反彈，工業生產仍偏弱。

上游行業：

煤炭：上周煤價平中有升，電廠庫存去化，鋼廠庫存持平。有色：上周LME銅價升、鋁價降，銅鋁庫存雙雙反彈。大宗商品：上周原油價格回升，CRB指數續升，美元指數下跌。交通運輸：上周航空客運增速回落仍高，BDI回落、CCFI回升。

行業點評

交通運輸：航空票價放開視窗期來臨，影響全解析

政策面：民航局對於價格放開頻率、效果有明確規定。2014年11月《關於進一步完善民航國內航空運輸價格政策有關問題的通知》提出：旅客運輸票價實行市場調節價的國內航線目錄，由民航局商國家發展改革委根據運輸市場競爭狀況每年調整、公佈。2015年12月《關於推進民航運輸價格和收費機制改革的實施意見》提出：到2017年，民航競爭性環節運輸價格和收費基本放開；到2020年，市場決定價格機制基本完善，科學、

規範、透明的價格監管體系基本建立。未來3年，實行市場調節價航線目錄有望每年調整公佈（今年尚未公佈），且到2020年，基本實現由市場決定價格機制。

基本面：當前已放開航線高品質的占比小，且提價較為充分。1) 品質：根據2017冬春航季時刻表，民航局當前放開的724條航線有579條在2017冬春航季實際執行，其中800公里以下的航線占比85.3%；800公里以上、21大主協調機場互飛航線僅14條，其中1X2類8條，2X2類6條。2) 提價：2017冬春航季實際執行的579條市場調節價航線中，票價比（基準價*1.25）高200元以上的有326條，占比56.3%；800公里以上、主協調機場互飛航線全價票上升幅度為72.7%。

實行政府指導價航線情況：根據2017冬春航季時刻表，當前尚有1664條航線實行政府指導價，800公里以下航線占比12.6%，800公里以上航線占比87.4%。800公里以上、21大主協調機場互飛航線實行政府指導價的有131條（實行市場調節價的14條），占比90.3%。其中1X1類8條、1X2類40條、2X2類83條。可以看出，與高鐵形成直接競爭的800公里以下航線占比已非常小，大多為航空公司定價權較高的中長航線，且核心航線大多仍然實行政府指導價。

量化分析：若當前實行政府指導價航線市場化，對上市航空公司的影響：①1X1類航線提價：1X1類航線（3條）若全價票提升10%，則一航季能帶來18.2億元稅前利潤，1X1類航線座位數占比中國國航、東方航空、南方航空分別為24.5%、34.4%、23.4%，東方航空占比最高；（不考慮兩倉跟隨提價情況，若考慮兩倉跟隨提價，則中國國航受益最大）②1X2類航線提價：1X2類航線若全價票提升10%（10條），則首個航季能新增22.7億元稅前利潤，1X2類航線座位數占比中國國航、東方航空、南方航空分別為24.4%、22.9%、27.3%，南方航空占比最高；③高鐵提價：高鐵與中短途民航形成直接競爭，若高鐵提價，利好民航票價中樞上移。假設國內票價整體提升1%，則為行業能帶來27.5億的稅前利潤。國內航線座位數占比中，中國國航、東方航空、南方航空占比分別為19.4%、19.4%、21.7%，南方航空占比最高。（本段前提假設：①座位是無差異產品；②首次提價10%不影響核心航線折扣率。計算數字僅做理論分析。）

風險提示：市場化時點、力度、提價幅度、鐵總改革不及預期，油價、匯率擾動。

特別提示。本報告僅限於對航空行業的資訊梳理、分析和判斷，請投資者審慎判斷報告中使用的假設，報告內容涉及到行業中的一些具體公司，並不代表對報告中提及上市公司的推薦或提供投資建議；報告中使用的資訊來源均為媒體公開披露、公司官網及公司公開披露的公告資訊等。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。