

伤心 2008，涅槃 2009？——民航业新年展望

民航 2009 年 1 月 5 日

天相能源与基础设施组 联系人 张勋

服务热线 010-66045555 服务邮箱 service@txsec.com

事件描述：

2008 年的中国民航业是多灾多难的，那么 2009 年的中国民航业又将如何呢？新的一年，我们拭目以待。

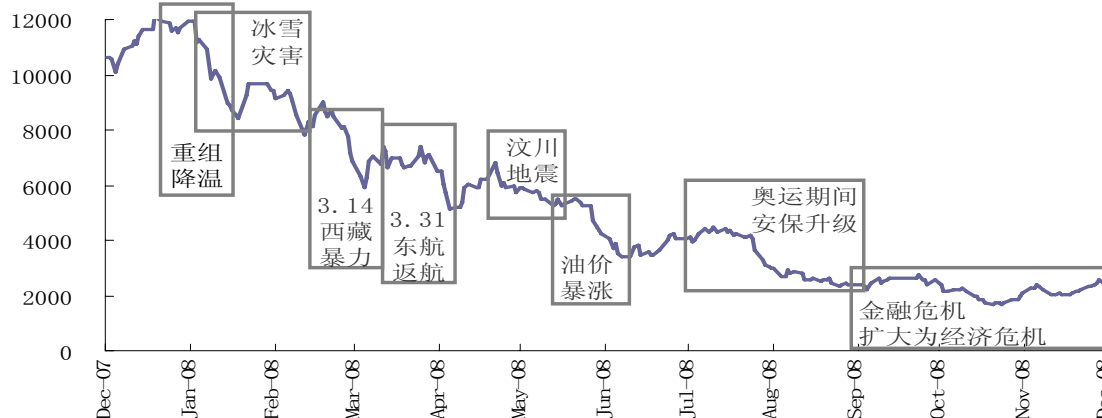
评论：

1. 伤心 2008！

中国民航业的 2008 年，有太多超出市场预期的负面因素可以讲述：年初的冰雪灾害、“3.14”西藏打砸抢烧事件、“3.31”云南返航事件、“5.12”汶川大地震、创记录暴涨暴跌的油价、奥运安检升级、全球经济危机……

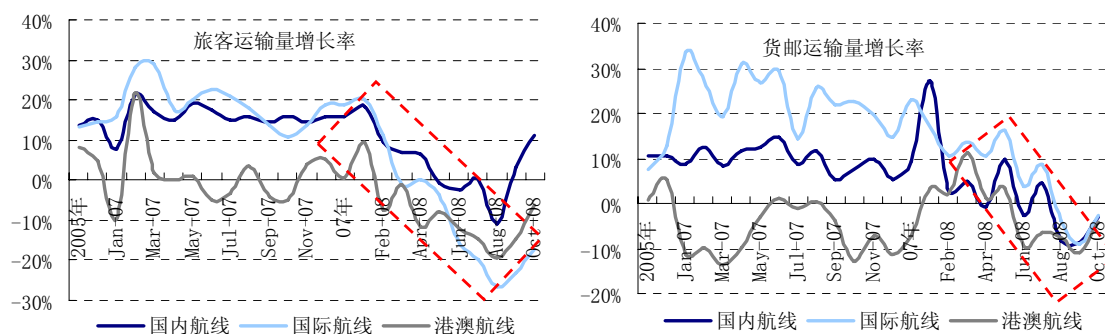
上述种种因素使得行业运行一次次与“民航业大幅度受益奥运年”的预期大相径庭。无论如何，我们不得不承认，2008 年的中国民航业，无论是对于行业经营者、监管主体来说，还是对于证券市场的行业投资参与者来说，都留下了不易抹去的记忆，是彻头彻尾的“伤心年”。

图表 1：2008 年天相民航板块市场表现与行业大事记



资料来源：天相投顾

图表 2：2008 年民航客货运输量持续下滑



资料来源：天相投顾

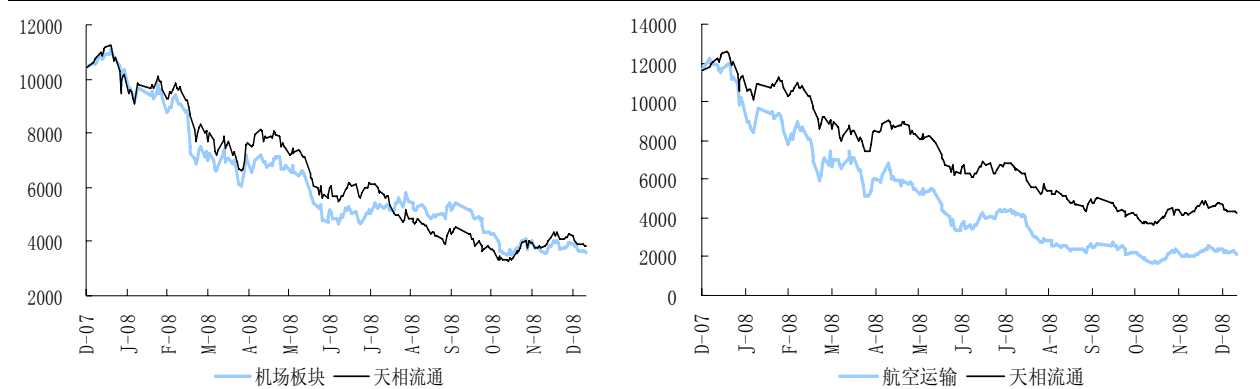
从行业 2008 年运行来看，国内、国际、港澳地区航线的旅客运输量和货邮运输量均呈现增速逐月递减的态势，且出现了多年不见的负增长现象。

从行业 2008 年市场表现来看：

1) 航空板块自年初下跌 81.89%，跑输上证指数 18.52 个百分点，其原因在于行业运行态势一次次不如预期，对投资者信心造成较大的打击。个股中仅有上海航空、海南航空因整合概念和关注度相对较小年度跌幅低于 80%。

2) 机场板块自年初下跌 65.42%，与上证指数走势勉强持平，在行业不景气和单边下跌市场环境下，并未有表现出市场所一度寄予的“防御性特征”。上海机场受机场收费政策改革的负面影响较大，盈利一直低于市场预期，是导致板块走势较弱的主要原因。2008 年，厦门空港因资产注入增厚利润和“三通”概念，年度内仅下跌 37.24%，成为板块市场表现的最大亮点；深圳机场亦因饱和和非航业务锁定利润的稳健增长预期，年度下跌 57.51% 而跑赢大盘。

图表 3：机场、航空板块 2008 年走势图



资料来源：天相投顾

图表 4：民航业上市公司 2008 年走势比较

简称	股票涨幅	板块涨幅	天相流通涨幅	股票跑赢天相流通	板块跑赢天相流通
中国国航	-84.9%	-81.9%	-63.4%	-3.1%	-21.6%
南方航空	-82.9%	-81.9%	-63.4%	-1.0%	-19.5%
东方航空	-80.1%	-81.9%	-63.4%	1.8%	-16.7%
上海航空	-74.9%	-81.9%	-63.4%	7.0%	-11.6%
海南航空	-75.8%	-81.9%	-63.4%	6.1%	-12.4%
上海机场	-69.8%	-65.4%	-63.4%	-4.4%	-6.4%
白云机场	-65.8%	-65.4%	-63.4%	-0.4%	-2.5%
深圳机场	-57.5%	-65.4%	-63.4%	7.9%	5.9%
厦门空港	-37.2%	-65.4%	-63.4%	28.2%	26.1%

资料来源：天相投顾

2. 涅盘 2009?

受 2007、2008 年行业形势和市场表现急转直下影响，市场投资者对于民航业的投资日趋谨慎，心理亦相当脆弱。全球经济不景气状况仍在持续，经历 2008 年的严冬之后，短期内民航业仍将处于困境之中，是否意味着

整个行业的发展前景和投资价值值得质疑呢？

我们认为，只要对中国的发展潜力和发展前景有信心，只要相信中国正在并终将有一天成长为像美国那样的世界级强国，我们就应该对中国民航业的发展前景充满信心。

春天，总是在冬天之后的。在摆脱灾难频频的 2008 年之后，2009 年的中国民航业更多的是站在较低起点上的稳步前行。受内外环境的影响，行业的下一个春天或将来得迟一些。但从最简单的逻辑出发，我们认为，2008 年行业噩梦显现的 5、6 月份或将在 2009 年最可能迎来行业的小幅度反弹；与此同时，较低的油价也能对公司运营恢复起到一定的支撑。

同时，我们认为，在当前的环境下，民航业或将在 2009 年演绎一段涅槃的故事——行业重组在财力、人事部分到位后，已经楼梯声响。

3. 投资建议：配置与交易性机会并存。分别给予机场、航空板块“增持”、“中性”投资评级。

我们预计，我国 09 年 RPK 乐观、中性、悲观同比增速分别为 8.6%、6%、3.4%；而 09 年行业运力投放的座位数将增加 10% 左右，高于需求的乐观预计，行业整体处于供大于求局面。

从投资的角度来看，我们认为：

2009 年一季度、乃至二季度的上半段，民航业的整体投资机会并不显著，更多的可能体现为机场上市公司作为配置性品种的存在，建议关注上海机场（600009）和白云机场（600004）。

2009 年 5、6 月份行业运行数据值得关注，存在业务量迎来小幅反弹的预期，与行业整合因素相结合，在股价回调和经济数据或许回暖等因素下，航空股可能存在一定的“价值投资+交易性投资”综合在一起的投资机会。考虑到航空股共同进退的历史走势，届时可以重点关注走势相对较弱的公司，而东方航空（600115）、上海航空（600591）作为行业整合焦点，则值得持续关注。

4. 风险提示。

1) 09 年下半年全球及中国经济不如市场预期回暖；2) 政府决策影响行业整合进程和路径；3) 自然灾害、政治因素等不可预期事项影响。

详细陈述请参考：2009 年民航业年度策略报告——《聚焦行业整合，关注拐点机会》

图表 5：民航业关注上市公司盈利预测与估值

公司简称	股价（元）	EPS（元）				PE（X）				评级
		2007A	2008E	2009E	2010E	07PE	08PE	09PE	10PE	
中国国航	4.1	0.32	-0.37	0.05	0.13	12.94	-	82.00	31.54	中性
南方航空	3.19	0.28	-0.19	-0.13	0.08	11.30	-	-	39.88	中性
上海机场	11.27	0.88	0.47	0.55	0.75	12.81	24.11	20.49	15.03	增持
白云机场	7.05	0.31	0.40	0.51	0.58	22.47	17.63	13.82	12.16	增持
深圳机场	5.3	0.28	0.18	0.38	0.44	18.84	28.76	13.78	12.05	增持
厦门空港	11.99	0.55	0.64	0.77	0.87	21.67	18.79	15.59	13.78	增持

资料来源：天相投顾



图表 6：民航业 2008 年大事记

时间	事件
2008年1月1日	国内航油综合采购成本差价上调210元/吨，调整后为230元/吨，航油出场价格为5950元/吨，国内航油平均零售价格为6600元/吨
2008年1月8日	东方航空引进战略投资者新加坡航空被股东大会否决；
2008年1月18日	中航集团向东方航空发函，建议讨论投资东方航空；
2008年1月下旬	南方冰雪灾害出现，干扰行业生产秩序；
2008年1月25日	《全国民用机场规划》获得国务院批复；
2008年2月27日	东方航空公告，对于中航集团的建议不予进一步考虑；
2008年2月29日	首都机场三号航站楼正式启用，国航搬迁至三号航站楼；南航搬迁至二号航站楼；
2008年3月1日	国内机场开始执行《机场收费改革方案》，对首都机场和上海机场负面影响偏大；
2008年3月14日	西藏3.14打砸抢烧事件，干扰航空运行秩序；
2008年3月19日	交通运输部成立，国家民航总局更名为中国民用航空局；
2008年3月20日	奥运会安检开始升级，奥运签证也开始从严；
2008年3月26日	上海浦东国际机场第三跑道、第二航站楼正式投入运营；
2008年3月31日	东方航空云南分公司发生“3.31”返航事件，造成恶劣影响；
2008年4月1日	东方航空云南分公司继续发生部分返航；
2008年4月1日	航油综合采购成本差价下调80元/吨；
2008年4月7日	奥运火炬传递在法国受阻，藏独分子滋事，航空运输安检进一步升级；
2008年4月16日	民航局对东航云南返航事件做出处理；
2008年4月30日	中小机场、支线航空、基建贷款补贴政策获得国务院批准；
2008年5月1日	5月1日起国内航班严格执行旅客随身携带物品件数的规定
2008年5月12日	“5.12”汶川地震发生，成都航空市场严重受到干扰；
2008年6月下旬	国际油价持续高涨，达到高点；
2008年6月20日	国内航油出场价格上调1500元/吨；
2008年7月1日	航油综合采购成本差价上调720元/吨；
2008年7月1日	国内航油附加费上调：800公里以下，60—80元/人；以上，80—150元/人；
2008年8月	北京奥运会举办；
2008年9月	北京残奥会举办；
2008年10月	长假改革后第一个“十一”；
2008年10月1日	航油综合采购成本差价下调570元/吨；
2008年10月26日	东方航空3.31返航事件停飞航线恢复；
2008年11月	国际油价大跌，航空公司套期保值账面出现巨额亏损：中国国航、东方航空、上海航空；
2008年11月27日	南航集团受到国家注入资金30亿元；
2008年12月6日	奥凯航空开始停航；
2008年12月9日	民航局出台10项措施为企业解困：包括控制运力、取消燃油附加营业税等；
2008年12月11日	南航、东航公布非公开发行方案，引入国家注入资金30亿元；
2008年12月13日	航空业人事调整，南航董事长刘绍勇、国航副总裁马须伦前往南航担任高层；东航曹建雄前往国航；
2008年12月15日	两岸直航开通；
2008年12月19日	航油出厂价格下调2400元/吨；
2008年12月20日	航油附加费下调：800公里以上，由150元/人下调为40元/人；800公里以下，由80元/人下调为20元/人；
2008年12月29日	东方航空修正非公开发行方案，国家注入资金提升到70亿元；

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014