

专题报告

航空运输行业

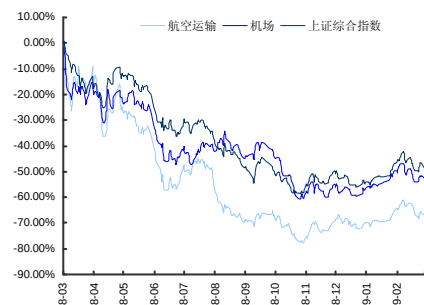
专题报告

谨慎推荐

(上调评级)

2009年3月12日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: wind 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《航空大众化消费趋势明显》08/12/09

《民航总局航空业十大措施出台, 或将促使航空公司 09 年扭亏为盈》08/12/10

《国内航线有效需求恢复仍有隐忧, 但需关注交易性机会》090212

《国内航线一枝独秀》090223

首席分析师: 唐建华

电话 0755-82130468

Email tangjianhua@guosen.com.cn

分析师: 黄金香 CFA

电话 010-82252922

Email huangjixiang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业专题报告

受抑制需求的释放有望带动行业逆周期快速增长

● 08 年受抑制需求释放将可能使行业 09 年国内航线同比高增长

08 年由于 5-8 月地震和奥运等因素的影响, 行业正常需求受到了抑制, 这部分受抑制的需求将可能在 09 年得到释放, 尤其是二三季度, 再加上 5-8 月也是航空的旺季, 叠加效应将有望带动航空同比高速增长, 类似于 03-04 年非典影响。我们上调国内航线同比增速, 由 8% 上调至 14%。

● 行业需求增速将有望略高于行业新增运力供给增速

09 年飞机座位新增供给增速约为 8%-9% 左右, 如果全部投放于国内航线, 将使国内航线增速至 10% 左右, 将略低于行业需求增速, 这将带动国内航线客座率和票价指数的回升。当然, 09 年新引进飞机再加上 08 年增加的运力及飞机利用小时数的下降导致的闲置运能, 行业潜在运能仍维持在较高水平, 这将对全年票价水平的提升构成一定压力。

● 行业有望扭亏为盈, 并且盈利将呈现更强的季节性因素

行业供需的改善、航油成本的大幅下调将有望使得航空公司扭亏为盈。虽然航空公司盈利以往年份也存在季节性因素, 但二三季度受抑制需求的释放以及正常旺季的叠加效应将使航空公司盈利 09 年呈现比以往更强的季节性因素。

● 国内航空需求释放将带动机场盈利的确定性增长

航空需求的释放将可能使国内航线保持较高增长, 由于机场盈利与流量的正相关性, 国内航空需求增长将带动机场盈利的较快增长, 关注受益最大的厦门空港。目前国际航线和航空货运仍在加速下滑, 但有望在三季度企稳, 并在未来经济复苏后迎来快速发展, 我们建议在二季度关注这种长期趋势与短期走向相背离给上海机场所带来的战略性投资机会。

● 上调航空公司行业评级至“谨慎推荐”, 维持机场评级

航空业在 09 年的走势将是两个因素共同主导的结果: 一是 08 年由于地震和奥运等影响而受到抑制的部分需求将在 09 年得到释放, 尤其是二三季度, 这决定了航空公司行业走势将好于实体经济, 我们上调行业评级至“谨慎推荐”, 关注以国内航线为主的南方航空和 08 年受影响最大的中国国航; 二是经济增速可能进一步下滑, 但只要不出现大幅下滑, 受抑制需求的释放预计受打压程度不大。

航空需求的释放也将使机场受益, 具有盈利确定性增长的机场仍是目前阶段的良好投资标的, 我们维持机场“谨慎推荐”的投资评级, 关注厦门空港、上海机场和深圳机场。

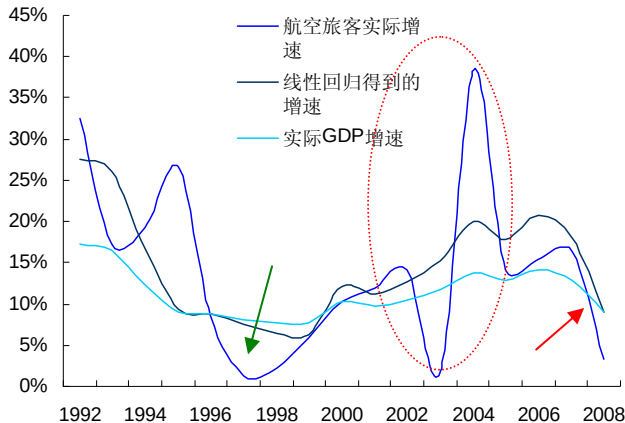
需求分析

经济趋缓情况下，受抑制需求仍有释放的时间和空间

我们认为，09 年的航空有效需求增速取决于两个主要因素：一是 08 年航空需求由于地震和奥运等影响而受到抑制，这些需求部分将在 09 年得到释放；二是经济增速下滑将对正常需求和需求释放产生抑制作用。09 年航空行业的走势、尤其是国内航线的走势将追随这两个线索。

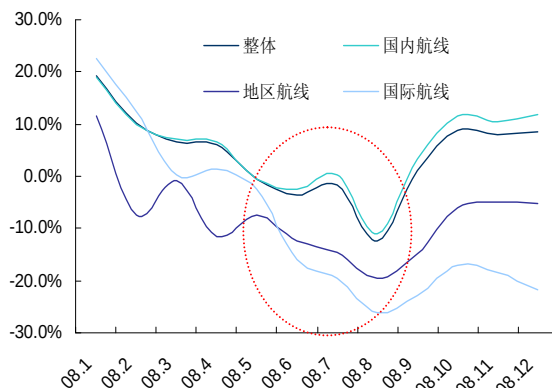
首先，对于受抑制需求的释放我们可以参考 2003-2004 年非典对航空需求的影响。由于航空需求增速对 GDP 增速并非简单的 1.3-1.5 倍的弹性关系，我们曾对 1992-2007 年实际 GDP 增速(x)与航空旅客增速(y)进行一元线性回归，得到两者的线性关系为： $y = -0.11 + 2.22x$ 。2003 年实际 GDP 增速为 11.7%，根据回归结果，理论航空旅客增速应当为 15.3%，但同年仅同比增长 1.9%，因此非典抑制了航空旅客需求增速达到了-13.4%，而 2004 年实际 GDP 增长 13.8%，理论航空旅客增速 20%，加上需求抑制的结果，理论增速将达到 36.1%，即 $(1+13.4%) * (1+20%)$ ，而实际增速也达到了 38.4%，显示出非常高的契合性（如图 1，红圈部分所示）。

图 1：航空旅客、GDP 和回归得到的旅客增速比较



资料来源：CAAC，国信证券经济研究所

图 2：08 年地震及奥运对航空需求的抑制

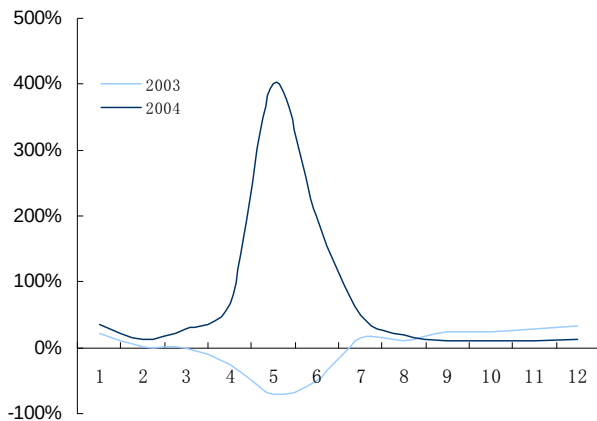


资料来源：CAAC 国信证券经济研究所

而 2008 年航空旅客增速也出现了类似的大幅回落（图 1 红色箭头所示，增速由 07 的 16.3% 大幅下滑到 3.3%，下降了 13 个百分点），但 2003 年完全由偶然因素导致的有所不同，此次回落是由偶然因素（地震和奥运，如图 2 红色圆圈所标示）和经济增速下滑（实际 GDP 增速由 07 的 12.9% 大幅下滑到 9%）共同导致的。如果按照线性回归的结果，08 年实际 GDP 增长 9%，理论航空旅客量理论增长率应为 9.0% 左右，实际只有 3% 左右，因此地震以及奥运等偶然因素使 08 年航空旅客量的增长降低了 6% 左右（另外的 7% 左右由于经济增速趋缓导致）。如果 09 年 GDP 增速为 8%-8.8%，理论航空旅客增速为 6.8%-8.5%，加上 08 年受抑制需求的释放，09 年理论正常航空旅客增速预计为 13%-15% 之间，即 $(1+6%) * (1+8.5%)$ ，即 09 年航空需求增速将会显著好于实体经济。并且很可能会呈现类似于 2004 年非常强的季节性因素，受偶然因素影响的月份同比增速会出现倒映现象。如图 3、

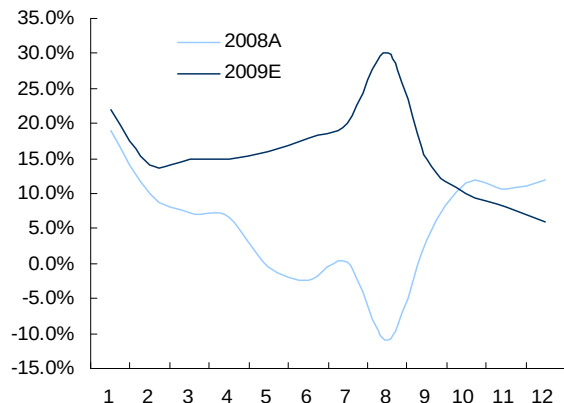
图 4 所示。

图 3: 03-04 年非典对航空旅客量月度同比增长率的影响



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 4: 预计 08-09 年地震及奥运对旅客同比增速的影响



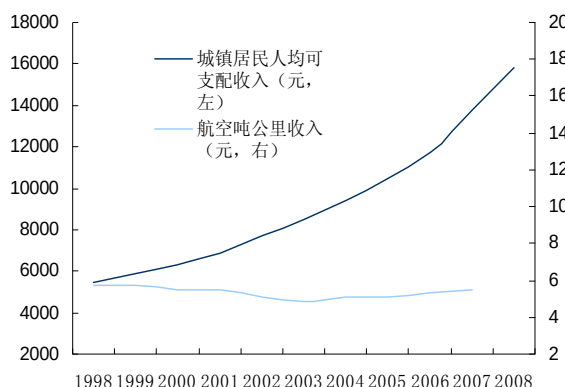
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

影响行业需求的第二个变量是经济增速的趋缓,市场担心经济趋缓将导致航空需求的大幅下滑,如在 97-98 年经济增速大幅下降的情况下,旅客增速甚至显著低于我们根据 GDP 增速回归测算的结果(如图 1 绿色箭头所示)。但我们认为这次经济趋缓对航空的影响程度会较低,主要有以下几个理由:

首要原因是城镇居民年可支配收入大幅提升,但航空票价水平比 1998 年还有所降低,这种剪刀差使得经济趋缓对航空的影响程度大幅降低(如图 3): 98 年航空消费是绝对的高端消费,在经济下滑过程中受影响程度非常大,从而使火车对航空产生了巨大的替代作用,这使航空公司呈现非常强的周期性,直接导致 1997-1999 年航空旅客增速个位数增长。但目前情况发生了重大的变化,城镇居民年可支配收入从 1998 年的为 5425 元大幅上升至 2008 年的 15781 元,上涨了约 3 倍,而我国航空收费还有所下降,单位吨公里收入甚至比 1998 年还低(1998 年吨公里收入为 5.7 元,至 2007 年仅为 5.52 元),两者的逆向增长使得目前我国居民对航空消费的承受能力得到了很大加强,航空消费对经济趋缓的敏感度在大幅降低。

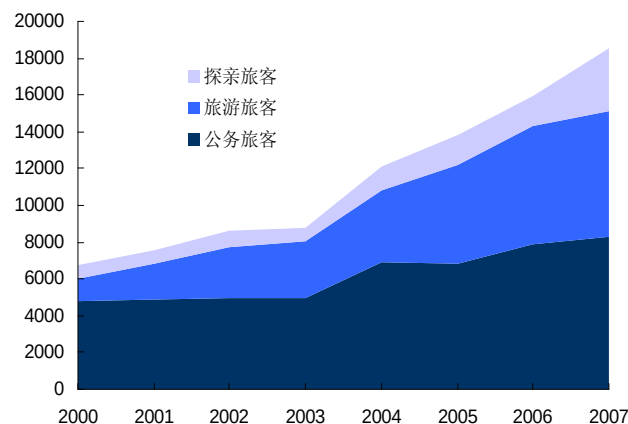
其次,上述剪刀差也使我国航空消费处于由高端消费向大众消费的转变过程,我国航空旅客结构已经发生了重大变化,休闲旅客占比由 2000 年以前的不到 30% 上升至 2007 年的 55%(图 4),休闲旅客受影响程度低于商务旅客,这也使航空需求相对刚性,2008 年我国人均 GDP 超过 3000 美元,正如我们一直强调的一样,按照国际惯例这将是高端消费向大众消费起飞阶段,而任何产品在此阶段都会迎来行业黄金时期,出现爆发性增长,这也将是我国航空业未来高速增长的持续来源。

图 3: 我国居民可支配收入和航空票价出现了剪刀差



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

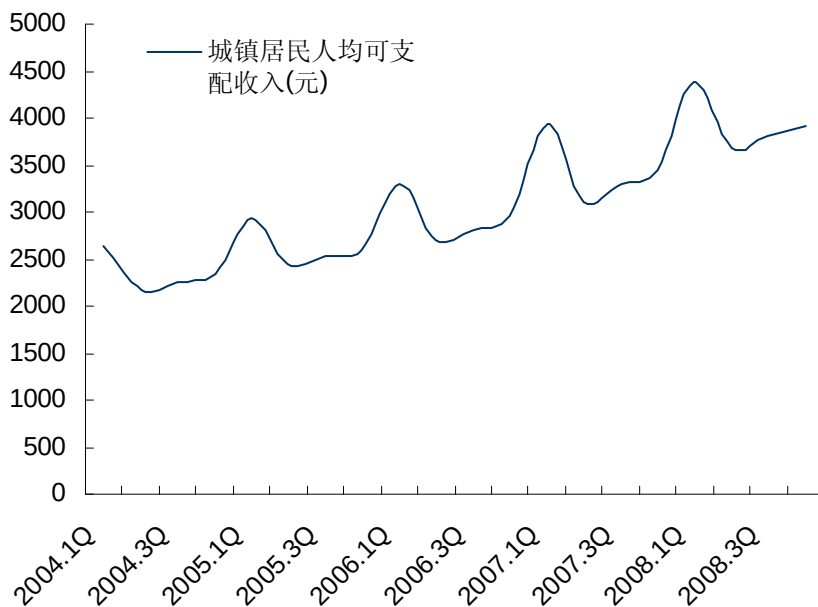
图 4: 我国航空旅客构成中休闲旅客比重在加大



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

第三、经济恶化程度可能好于预期，居民收入并没有出现恶化的现象（图 5），这使经济下滑对航空正常需求和受抑制需求的抑制作用将相对较轻。如果经济进一步下滑，居民收入可能是逐步受影响的过程，这将对航空消费产生消极影响将在短期内不会集中释放，这使得受抑制需求仍有释放的时间与空间，从而带动航空消费在未来一段时间内维持高速发展；经济下滑过程中各地推出的国民旅游休闲计划，可能也将刺激一部分航空需求。当然我们不排除在抑制需求释放完后行业增速重新降低的可能性。

图 5: 07-08 年的客座率及票价指数

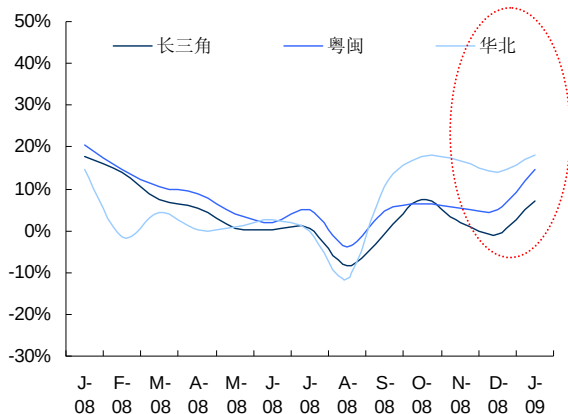


资料来源: 国信证券经济研究所

第四、我们之前看到 08 年年底航空需求回升主要是由中西部需求正常需求和受抑制需求的释放带动的，我们之前担心经济由中西部向东部传导，将可能使航空需求存在隐忧。我们现在的观点是西部地区的高速增长随着经济的传导，未来增速会有所下调，但随着经济猛烈去库化的调整近于尾声，我们认为东部地区的航

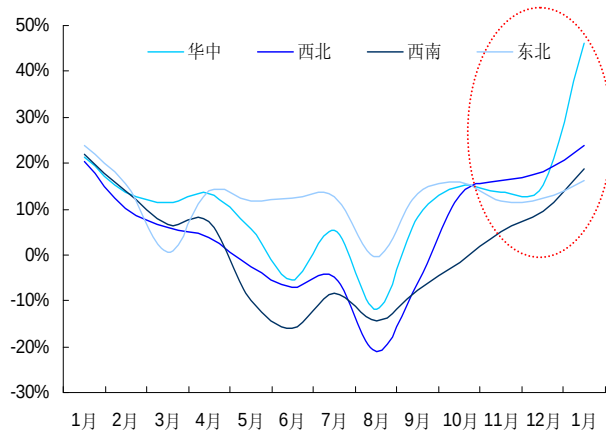
空需求将有望率先企稳，并迎来较快的增长过程。

图 6：东部地区机场 08 年以来的旅客吞吐量同比增长率



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

图 7：中西部地区机场 08 年以来的旅客吞吐量同比增长率



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

尽管经济趋缓使得 09 年的航空需求仍存在一定的不确定性。但从需求的角度上有点是比较确定的，第一、虽然航空需求是经济的晴雨表，但由于 08 年受抑制需求的释放，09 年航空需求将会好于实体经济；第二、由于 08 年地震和奥运的影响主要集中在 5 月-9 月之间，而这些月份是传统的航空旺季，因此正常需求以及受抑制需求的释放的叠加效应可能将使得这些月份的旅客增速维持在较高的水平；第三、就区域市场而言，受奥运和地震影响更大的华北、西南和西北地区航空需求增速可能仍将继续高于受影响相对较小的东北、闽粤和长三角地区，但东部地区增速也有望见底回升。我们上调国内航线增长速度由原来的 8% 上调至 14%。

行业供给分析

09 年新增飞机座位增速约为 9% 左右

经过我们的测算，在考虑了 787 和 380 推迟引进的情况下，09 年三大航的飞机座位供给增速约为 8%（图 18），而其他中小航空公司的运力增速将高于三大航增速，整体行业增速我们认为将在 9% 左右，将显著低于我们测算的需求增速。

但是从另一方面，由于 08 年行业运力增速约为 8% 左右，但整体航空旅客量增速仅为 3.3%，两者的差距主要表现在两个方面，一是客座率下降，二是飞机利用小时数下降（飞机平均利用小时数下降了 5% 左右，图 19），三是部分飞机停运（目前没有这方面的详细数据）。而飞机利用小时数的下降和部分飞机停运表示航空公司闲置运能有较大增加，08 年闲置产能和 09 年新增运能将使航空公司的供给潜力维持在较高水平。

综合影响的结果是行业 ASK 增速将高于行业新增飞机座位增速，并将使飞机利用小时和客座率出现回升，但高潜在运能将对票价水平提升产生一定压制作用。

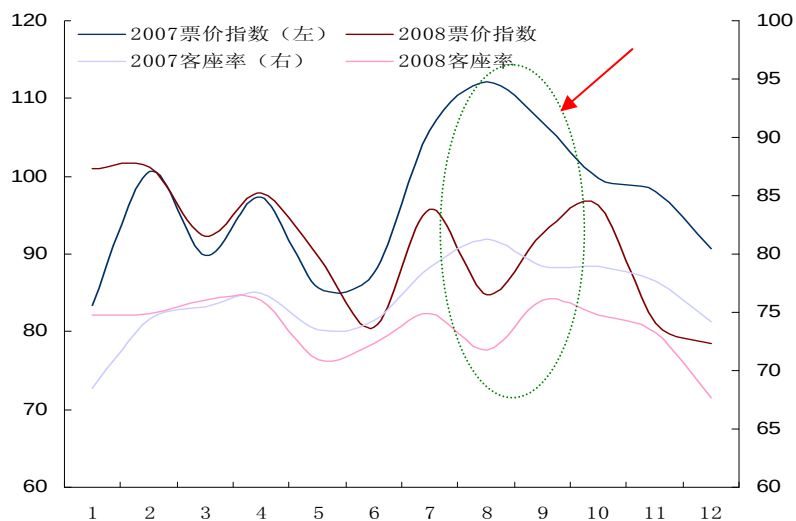
供需改善将使客座率和票价水平有所提升，并将呈现很强的季节性

由于行业需求增速将有望高于行业供给增速，行业的客座率将会有所回升，根据我们以前所做的回归分析，客座率的提升将带来票价水平的回升。

从 2003-2004 年的情况看，2004 年客座率比 2003 年上升了近 5 个百分点，并带动吨公里收入 2004 年比 2003 年上升了 6%。我们预计全年国内航线客座率将同比上升 2 个百分点左右，这有望使剔除燃油附加费后的票价指数同比有所上升，我们预计剔除燃油附加费的影响后，票价水平将同比提升 2%-3%。从 1-2 月数据看，客座率无论环比还是同比均有所回升，南方航空 2 月的客座率甚至都回升到了 80%。

而且我们认为，剔除燃油附加费的影响，今年的客座率和票价指数将会呈现比以往年份更强的季节性因素。尽管以往年份也将呈现 3-8 月由淡季到旺季的过渡，但是我们认为 09 年这种因素将更加显著，如图 8 显示，三季度客座率和票价指数由 07 年的波峰变成了 08 年波谷，也就是 08 年受抑制的需求将在 5-8 月份集中体现，我们上面已经分析了在此期间需求的同比增速将出现快速提升，我们认为在此期间客座率也将上升，并带动票价指数的回升（当然，我们这个结论是基于宏观经济未出现大幅下滑的假设）。

图 8：07-08 年的客座率及票价指数



资料来源：国信证券经济研究所

行业成本分析

低油价将大幅降低航空公司成本

08 年主业的亏损部分原因也是航空煤油价格的大幅上升，根据我们的测算，行业整体航空煤油成本同比 2007 年增加了 40% 以上。伴随国际原油价格的暴跌，09 年国际航空煤油也出现暴跌，新加坡航空煤油价格在 3 月 9 日跌至 47 美元每桶，换算成我国到岸价格约为 3500 元每吨左右，仍显著低于我国航空煤油价格，如果国际原油价格继续下跌，不排除国内航空煤油仍有下调空间。国内航空煤油的下跌将大幅降低航空公司成本，经我们测算，如果油价维持在目前的水平，那么航

空公司的成本将比 08 年下降 45%左右，国航、南航的燃油成本将降低 100 亿元左右，东航预计降低 80 亿左右。

行业投资策略

航空公司投资策略：上调行业评级至谨慎推荐

尽管经济还有可能继续往下，虽然航空需求是经济的晴雨表，但由于 08 年受抑制需求的释放，09 年航空需求将会好于实体经济，而且我们认为即使经济出现调整，消费回落也是一个渐进的过程，只要不出现大幅的快速调整，受抑制需求的释放将使得国内航线保持较快增长，并且由于 08 年地震和奥运的影响主要集中在 5 月-9 月之间，而这些月份是传统的航空旺季，因此正常需求以及受抑制需求的释放的叠加效应可能将使得这些月份的旅客增速维持在较高的水平，再加上航空供给的缩窄以及燃油价格同比的大幅下降，航空公司盈利将出现拐点，基于这些理由，我们上调航空公司的投资评级由“中性”至“谨慎推荐”，建议关注南方航空、中国国航。

南方航空的国内航线占比最高，国内客运收入占其总收入的比例达到了近 80%，将是国内航线快速回升受益最大的品种，公司 2 月份国内航线的客座率高达 80%，并且公司也没有潜在的套期保值亏损，我们将南方航空的投资评级由中性至“谨慎推荐”，这是我们目前在航空公司行业首推的品种。

其次是中国国航，由于中国国航的主要基地在北京和成都，两基地的运力投放占其总运力的比例高达 85%，而北京是受奥运因素影响最大的地方，从 08 年年初就开始限制航班数量，成都是受地震影响最大的地方，如图 27、28 所示，08 年无论是起降架次还是旅客吞吐的同比增速受影响都高于行业平均水平，而 08 年年底到 09 年 1 月两地的增速均高于行业平均水平，这将使国航的国内航线对抑制需求的释放受益很大。但是国际航线的下降以及可能的油价下降导致套保亏损将使公司仍有一定风险，但我们认为国际航线将在二三季度企稳，目前国航是目前国际航线上受损最小的航空公司（国内其他航空公司及外航削减航班使得部分旅客回流到国航，导致国航 1 月国际航线的客座率出现了大幅回升），而公司套保按照 08 年年底的油价（约 40 美元/桶）已经计提了套保损失，我们将中国国航的投资评级调整至谨慎推荐。

机场行业投资策略

关于机场投资，从基本面而言我们建议关注两个主线：一是航空受抑制需求的释放将可能使国内航线保持较高增长；二是航空业长期发展趋势与短期走向相背离所带来的投资机会。受抑制需求的释放也将使机场受益，由于机场盈利与流量的正相关性，国内航空需求增长将带动机场盈利的较快增长，关注厦门空港，这是目前我们在机场行业里首推的投资品种。而目前国际航线和航空货运仍在加速下滑，但有望在三季度企稳，并在未来经济复苏后迎来快速发展，我们建议在二季度关注这种长期趋势与短期走向相背离给上海机场所带来的战略性投资机会。

附表：航空机场行业重点公司盈利预测及投资评级

表 4：行业重点公司盈利预测及投资评级

公司名称	代码	股价	EPS				PE			PB	投资评级	
		0918	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E		2008E
航空公司												
中国国航	600897	4.7	0.32	-0.83	0.08	0.18	15	N.A.	59	26	2.9	谨慎推荐
南方航空	89	4.4	0.42	-0.61	0.17	0.27	10	N.A.	26	16	2.0	谨慎推荐
东方航空	600009	4.68	0.12	-2.26	-0.17	-0.02	39	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	中性
机场												
厦门空港	600897	14.63	0.55	0.65	0.75	0.89	27	23	20	16	3.9	谨慎推荐
上海机场	600009	12.97	0.88	0.45	0.45	0.57	15	29	29	23	2.0	谨慎推荐
深圳机场	89	6.12	0.33	0.17	0.33	0.35	19	36	19	17	2.3	谨慎推荐
白云机场	600004	8.59	0.31	0.42	0.47	0.52	28	20	18	17	1.7	中性

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我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询价。我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。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 焯	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456