

2009 年 03 月 26 日

航空运输行业研究简报

——基本面趋势好转下的航空业投资组合

市场数据

行业优化平均市盈率	18.20
市场优化平均市盈率	20.60
国金航空运输指数	718.39
沪深 300 指数	2479.79
上证指数	2361.70
深证成指	8983.87
中小板指数	3578.36



相关报告

- 1 《08 年回顾和 09 年展望》，2009.2.2
- 2 《暂停收取国内燃油附加费意在提振航空需求》，2009.1.15
- 3 《免征燃油附加费营业税影响有限,期待减免政策进一步出台》，2009.1.12

曾旭

(8621)61038319
zengx@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

减持

持有

增持

- 自我们 3 月初首次推荐航空股，航空股已经上涨了 20 - 30%，符合我们的预期。我们依然维持航空运输业增持评级，建议“继续参与”的趋势型投资策略。我们的投资逻辑是兼顾业绩、估值和题材，投资组合是南航 H 股，国航和东航。
- 航空运输业基本面趋势好转是我们推荐航空股的最重要理由
 - ✦ 国内运量需求高于预期：1 月和 2 月航空业旅客运输量同比增速分别为 18% 和 8%，两个月平均为 13%（剔除春运因素），需求恢复好于市场的预期，也高于民航局的预测。
 - ✦ 运力供给投放低于预期：航空公司运力供给相对弹性，控制总飞行小时和飞机日利用率，同时国际运力转为国内运力（运距长变短），运力供给增速低于飞机引进速度（座位增速）。1 月和 2 月 ATK 同比增速分别为 7.6% 和 2.3%，低于市场的预期。
 - ✦ 客座率维持高位：为弥补高固定成本，航空公司降价保量，追求高客座率，实现航班收益最大化或亏损最小化。2 月全民航客座率 77.5%，同比和环比上升 2.4BP 和 2.3BP。国内航线客座率达到 80%，同比和环比上升 3.2BP 和 3.7BP，接近民航历史最高水平。
 - ✦ 航油成本大幅下降：油价大幅下跌给了航空公司票价下降的空间，航油价格从 08 年平均 7460 元/吨下降到 09 年 2 月平均 4160 元/吨，降幅高达 44%。出于对民航业的扶植，国家近期再降航油价格 430 元/吨，目前国内航油价格约为 3930 元/吨。
- 航空运输业未来呈现量价齐升的趋势是我们继续参与航空股的理由
 - ✦ 去年受地震和奥运的影响，航空旅客基数较低。随着航空传统旺季的到来，旅游出行开始启动，商务出行开始复苏，国内航空旅客同比增速有望呈现 20% 以上的增长。同时，机票价格将随着需求恢复和季节性变化而逐渐上涨。
 - ✦ 国内航线客座率已经达到 80%，意味着部分航线旅客溢出，航空公司具备了在部分航线提价的空间。
 - ✦ 4 月 20 日后机票折扣上调已是不争的事实，时间敏感而价格不敏感的旅客将贡献更高的边际收益。
- 政府注资和兼并重组等题材是航空股上涨的催化剂
 - ✦ 政府注资仍有空间：虽然国家已经对东航、南航和上航进行注资，但市场传闻国家将继续对国有航空公司注资。注资能改善航空公司资本结构，降低财务费用，增加现金流量，反映了国家对航空业的扶植，也暗含了国家对国有航空公司的政府担保色彩。

- ◆ **兼并重组风起云涌**：国有航空公司之间的兼并重组、国有航空收购民营航空以及民营航空之间的合作“千呼万唤始未出，犹抱琵琶半遮面”，给了市场很大的想象空间。
- **航空公司 2009 年 1 季度扭亏为盈和 2009 年全年业绩提升是市场对航空股的强烈预期**
 - ◆ **航空业绩影响因素**：航空股的变量很多，既受经济、需求、供给、汇兑等宏观因素影响，也受运量、运力、票价、油价、行业政策等中观因素的影响，还要受公司战略定位、航线结构、网络收益、基地区域、管理水平、领导力和执行力等微观因素的影响，因此航空的盈利历来是大起大落，充分体现了周期性、季节性和敏感性的特性。
 - ◆ **民航基本建设基金返还**：国家于 2008 年 12 月宣布 2008 年 7 至 2009 年 6 月间的民航基本建设基金先征后返，将给航空公司节省成本 40 亿元。但国家目前没有对 08 年下半年民航基本建设基金的返还处理进行明确规定，有可能在航空公司 09 年业绩中体现。航空公司正在申请 09 年下半年民航基本建设基金的返还，如果获批将给市场一个惊喜。
 - ◆ **航油套保亏损转回**：近期国际原油价格反弹到 54 美元附近，比 08 年 12 月 31 日的 44.6 美元上涨了 21%，国航和东航的航油套保公允价值变动亏损将大幅转回，体现在国航和东航的 1 季度业绩中。
 - ◆ **2008 年全行业巨额亏损**：我们预计 2008 年全行业巨亏 282 亿元。
 - ◆ **2009 年全行业扭亏为盈**：我们预计 2009 年全行业将盈利 50 亿元。

图表1：09 年 1 季度和 09 年盈利预测

	股本		股价	净利润		EPS		PE
航空行业	Q1E	09年	26-Mar-09	Q1E	09E	1QE	09年	09E
中国国航	122.51	122.51	5.91	6.4	24	0.05	0.20	30
南方航空	65.61	80.04	5.58	2.9	15	0.04	0.19	30
东方航空	48.67	77.42	6.04	0.69	2	0.01	0.03	234
上海航空	10.82	13.04	5.17	0.41	2	0.03	0.15	34
海南航空	35.30	35.30	4.66	0.45	3	0.01	0.08	55

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。