

负面影响退去，行业回暖明显

— 民航行业跟踪报告

行业评级

民航 **增持（调高）**

重点公司（元）

中国国航 6.15 **推荐（调高）**

08E 09E 10E

EPS -0.35 0.32 0.38

P/E -17.6 19.2 16.2

南方航空 5.61 **推荐（调高）**

08E 09E 10E

EPS -0.29 0.25 0.48

P/E -19.3 22.4 11.7

相关研究

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：民航

研究员：余建军

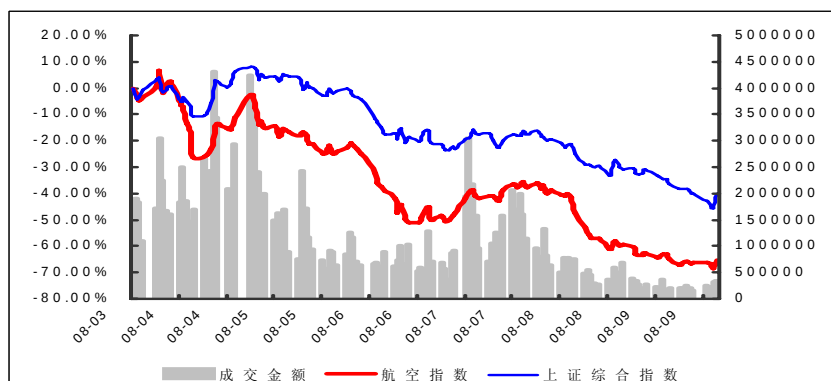
电 话：(025) 84457777×218

E-mail: yujjx@hotmail.com

2009年03月30日

投资要点：

- 09年1-2月，中国民航客运量0.34亿人，同比增长15.28%；客运周转量519.36亿人公里，同比增长11.27%。国内民航市场已经度过了经济的周期性下滑的影响，行业回暖趋势明显。
- 08年增速较低、国内经济见底未来向好、以及期望通过旅游拉动内需等措施，在09年将会成为民航业快速成长的主要动力，预计09年客运周转量等业务指标的增速在10%-15%之间。10年预计仍能保持10%以上的增速。
- 随着业务量的提升，票价水平也会有明显的提升，根据历史上两者关系可以说明这一点。
- 09年的原油市场缺乏大幅上涨的基础，国内民航业的航油成本压力将大大降低，民航业面临着多年来少有的业务快速增长但油价成本较低的黄金发展时期。
- 将行业的投资评级由“中性”提升至“增持”，将中国国航、南方航空投资评级由“观望”提升为“推荐”。航空公司作为趋势投资品种，在行业向好的情况下，股价面临良好的成长空间。
- 投资的主要风险为：行业成长低于预期、以及航油价格的大幅上涨。

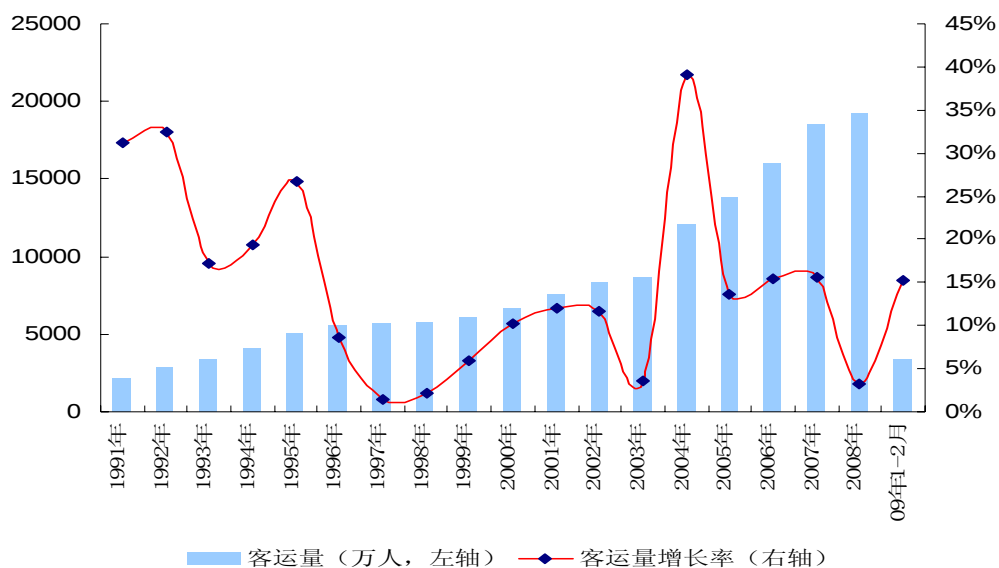


行业回暖迹象明显

09年1-2月，中国民航客运量0.34亿人，同比增长15.28%，增速比07年同期提高1.4个百分点；客运周转量519.36亿人公里，同比增长11.27%，增速比去年同期下将4.7个百分点；货物运量52.44万吨，同比增长-16.56%，增速比去年同期下将32个百分点；货物周转量13.71亿吨公里，同比增长-23%，增速比去年同期下将38个百分点。客运量增速高于周转量增速的原因在于：国内市场复苏力度较大，乘客数量增加，但和国际市场相比，距离较短，导致周转量增速较低。由于通过航空出口的货物需求下降，经济下行阶段货物对运价敏感程度增加等原因，货物运量和周转量仍呈现负增长。对于国内的航空公司而言，收入绝大部分来自于客运收入，因此，客运量的增长对于航空公司的影响显著。

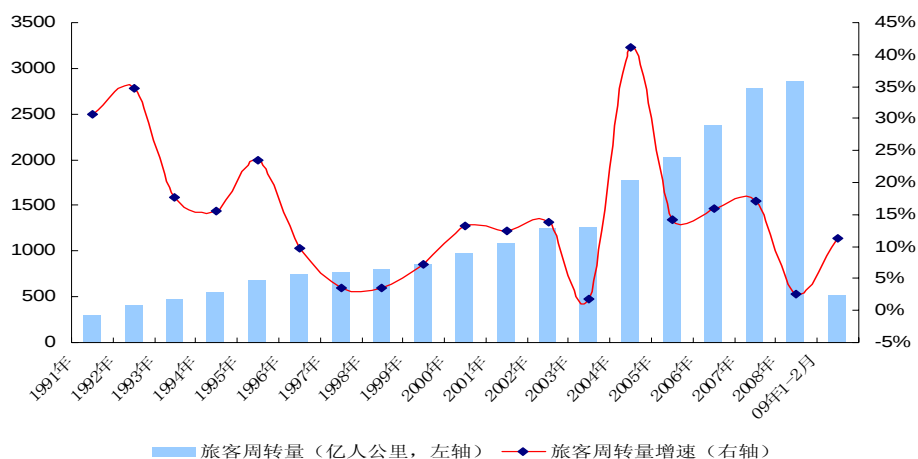
国内民航市场已经度过了经济的周期性下滑的影响，行业回暖趋势明显。国内的主要航空公司的业务数据也验证了国内民航市场逐步复苏回暖的判断。中国国航09年前两个月的国内旅客周转量增速甚者超过了08年同期景气高点的时候。

图1：截至09年2月中国民航客运量及增速



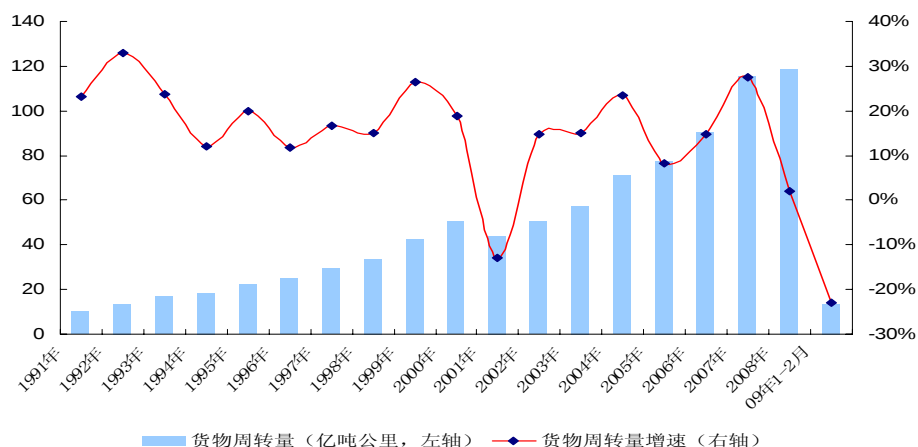
数据来源：民航总局

图 2: 截至 09 年 2 月中国民航客运周转量及增速



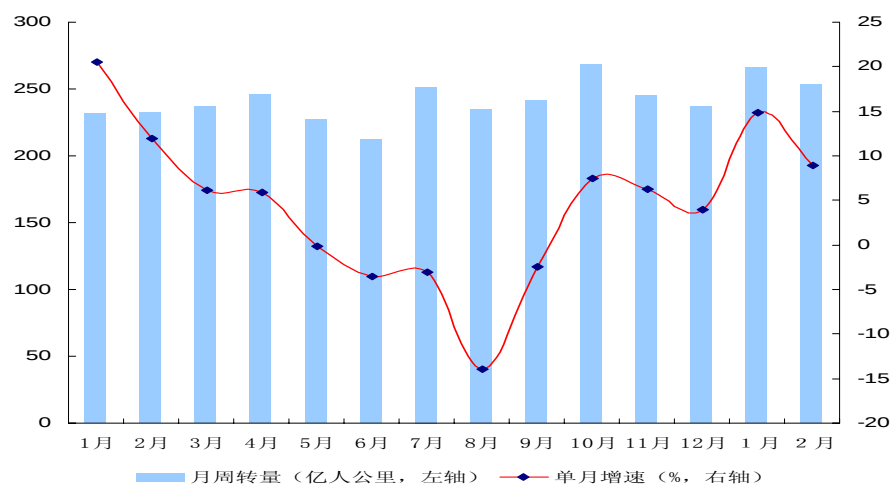
数据来源: 民航总局

图 3: 截至 09 年 2 月中国民航货物周转量及增速



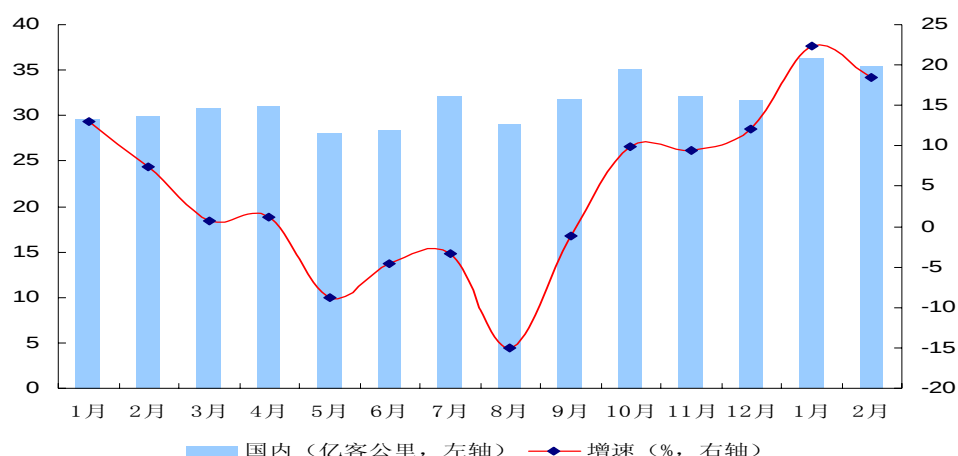
数据来源: 民航总局

图 4: 民航业 08 年 1 月-09 年 2 月月度客运周转量及增速



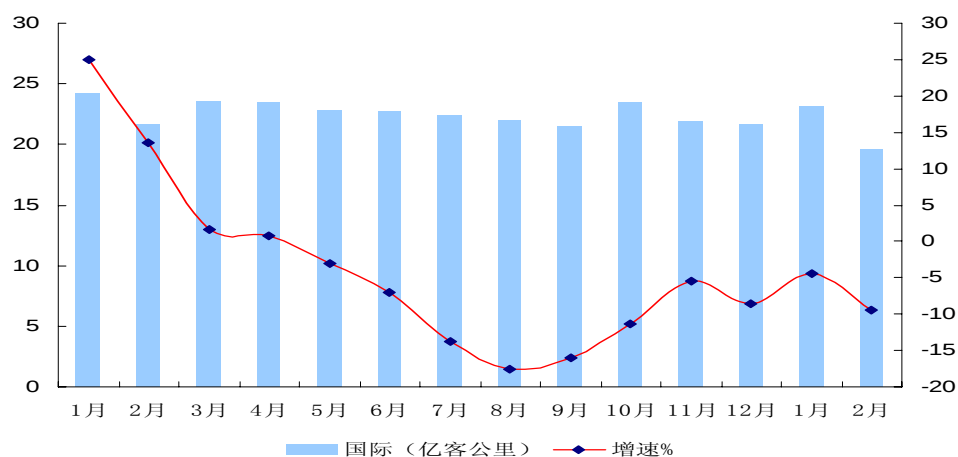
数据来源: 民航总局

图 5: 国航 08 年 1 月-09 年 2 月国内月度客运周转量及增速



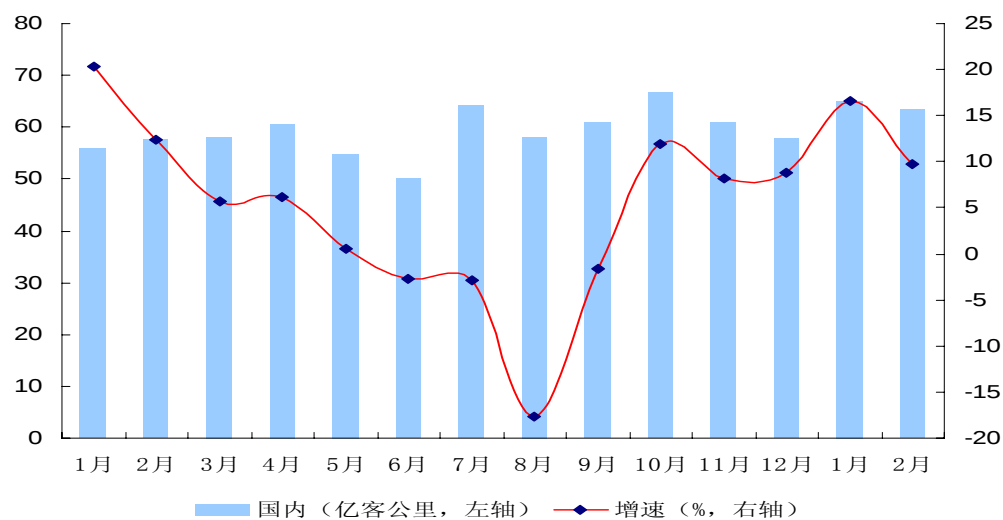
数据来源: 公司公告

图 6: 国航 08 年 1 月-09 年 2 月月度国际客运周转量及增速



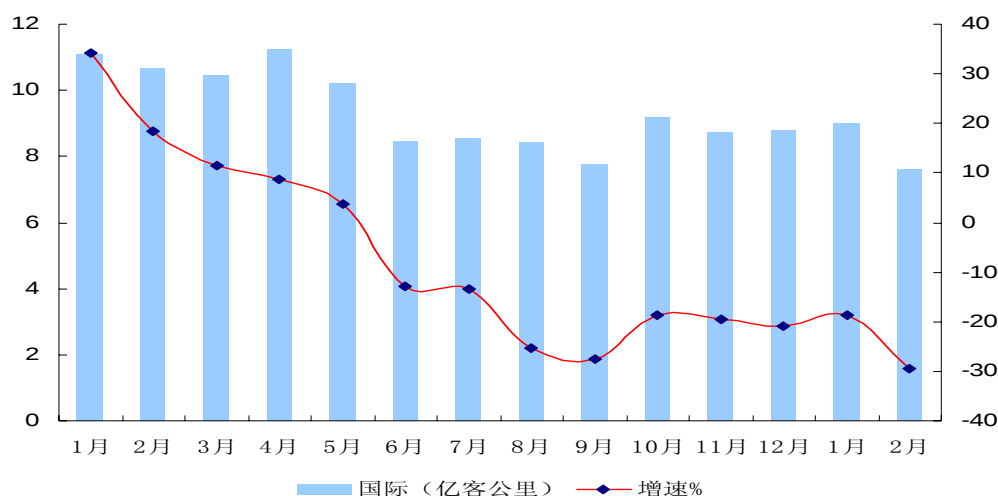
数据来源: 公司公告

图 7: 南航 08 年 1 月-09 年 2 月月度国内客运周转量及增速



数据来源：公司公告

图 8：国航 08 年 1 月-09 年 2 月月度国际客运周转量及增速



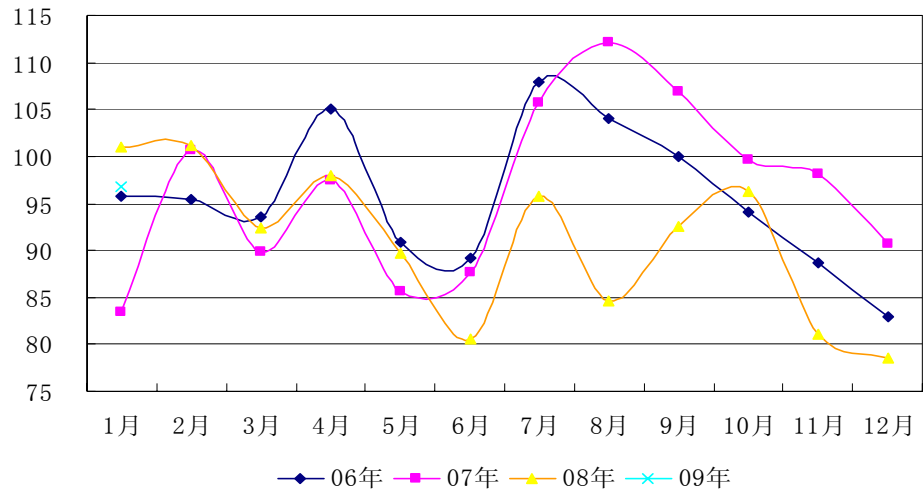
数据来源：公司公告

09 年，影响行业业务量增长的负面因素逐步消退，民航业又回到正常增长的轨道，我们预计 09 年国内民航业业务量增速在 10%-15% 之间。一方面，08 年，国内民航受到偶发因素影响较大，增速较低，打断了民航业的正常发展步骤，09 年，这些负面因素消除后，受压抑的需求有望在 09 年得以爆发。另一方面，国内经济见底的判断基本成立，若未来经济持续复苏，则民航业务量有望得到进一步推动。最后，09 年，各级政府对于通过旅游提振内需，推动经济发展给与更多关注，若能进一步实施，则无疑对民航业增长有着极为重要的意义，当前，我国非公务出行的民航旅客比例已经超过 50%，未来比例还会进一步增长，这和居民收入的不断增长，航空消费的去奢侈化相关。10 年，国内经济和世界经济复苏增长的势头将进一步确立，民航业仍将保持超过 10% 的增速。

票价有望稳步回升

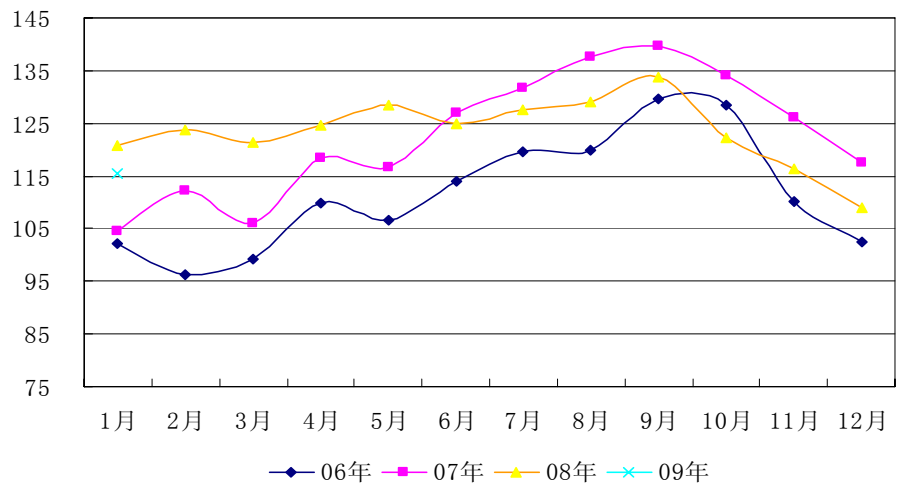
08 年的偶发因素对于国内航线的票价水平形成巨大负面影响，从 08 年 6 月份开始，航空公司国内票价水平就开始远低于正常年份的水平。民航业的运量和运价水平成正相关走势，未来随着客运量的上升，票价水平将出现明显反弹。

图 9: 中国民航国内航线票价指数



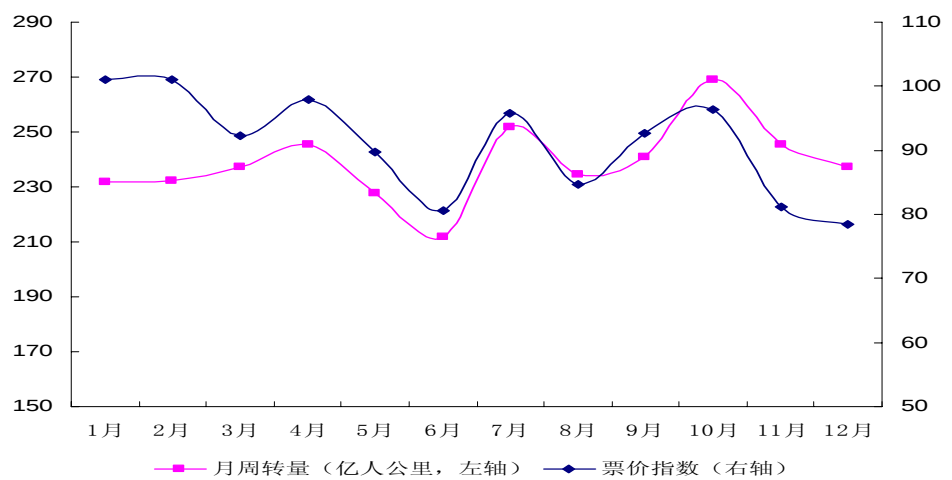
数据来源: 中贸物流资讯

图 10: 中国民航国际航线票价指数



数据来源: 中贸物流资讯

图 11: 08 年月度民航国内航线旅客周转量和票价指数对比



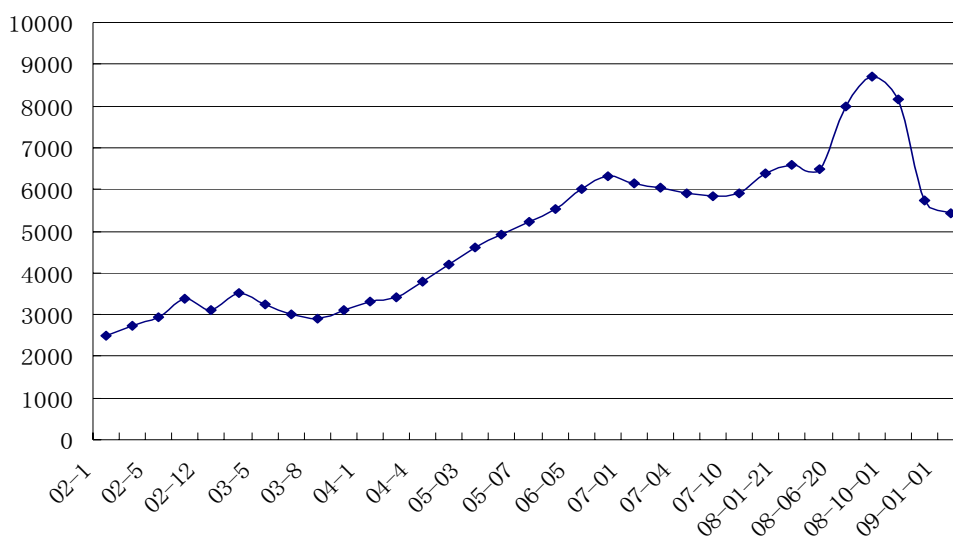
数据来源: 民航总局 中贸物流资讯

支撑票价上升的另一个因素是航空公司对投入运力的限制。08 年 12 月 9 日，民航总局推出了拯救民航业的十项措施，包括严格控制 09 年新增引进飞机的审批，鼓励航空公司尽可能取消或者推迟已订购并于 09 年交付的飞机，新运力的增加有望放缓。09 年以来，航空公司加大了对运力投放的限制，南方航空 09 年 1-2 月可用客公里同比增长 3.6%，远低于 7.1% 的客运周转量增速，导致其客座率上升 2.5 个百分点。国航的客座率也同比提升了 0.2 个百分点。

航油成本压力大大降低

08 年，航空公司面临极大的航油成本压力，随着国际油价的暴跌，航空公司成本压力大大降低，从 09 年看，由于发达国家的经济复苏要到年底以后，其对原油的需求出现下降，国际油价缺少大幅上涨的基础，因此，预计国内航油价格将以稳定为主，不会出现大幅上涨，航空公司面临难得的黄金发展时期。当前国内的航油价格已经跌到 06 年初水平。

图 12：国内航油价格走势（元/吨）



数据来源：华泰证券研究所搜集整理

提升行业投资评级至“增持”

民航业在前几年虽然享受着国内航空市场的快速成长，但同时也受累于高油价，08 年更是受到了多重不利因素影响，导致亏损。09 年以来，国内民航市场迅速恢复，业务量快速增长，而且，从成本角度看，09 年航空公司有望摆脱多年的高油价的困扰，航空公司面临非

常难得的黄金发展时期，相关公司的业绩预计也将大幅提升。短期来看，由于油价高于 08 年年底水平，以中国国航为代表的航空公司的航油衍生品业务的亏损有较大幅度的降低，业绩表现将好于预期。我们提升行业投资评级至“增持”。民航业的旺季在三季度，但是，08 年的三季度却受到了奥运等因素的影响，业务指标出现了负增长，因此，预计 09 年的三季度，航空业务量将出现超过 15%以上的增长，相关公司的股价将会有良好的表现，作为趋势性的投资品种，二季度为建仓良机。航空业的主要风险为业务量增速低于预期，油价大幅上涨。另外，人民币汇率自 08 年下半年以来维持在较为稳定的水平，美国为了克服金融危机，向市场注入了过多的流动性，未来美元仍面对贬值的压力，这仍将利好航空股，我们的业绩预测中，假定人民币对美元汇率在年底之前升值 1.5%。

将“南方航空”和“中国国航”的投资评级由“观望”上调至“推荐”。南方航空的 80%以上的业务量分布在国内市场，是未来航空市场复苏的最大的受益者，具有较强的爆发力。中国国航的国内市场业务在 09 年以来表现的最为出色，且其国际航线的业务也在逐步复苏，其一季度业绩也会因为其衍生品业务亏损的降低从而有着良好的表现。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5%~15%;
 - 观望 : 市场表现在-5%~+5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。