

CENTRAL-

CHINA

SECURITIES



把握趋势性交易机会 ——航空业2009年下半年投资策略

中原证券研究所 高世梁

gaosl@ccnew.com

联系电话: 021-50588666-8022

08年我国民航业亏损幅度历史罕见

- 三大航共亏损279亿，占全球航空业亏损额的一半
- 多因素造成
 - 特殊因素
 - 冰雪灾害天气、地震、奥运安保等
 - 经济和行业面因素
 - 全球金融风暴影响、航油成本上升
 - 其他因素
 - 套保损失、飞机减值

08年国内三大航空公司经营情况	单位：亿元，元		
	中国国航	ST东航	南方航空
归属于上市公司股东的净利润	-91.49	-139.28	-48.29
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	-26.72	-82.79	-57.28
EPS	-0.77	-2.86	-0.74

资料来源：公司公告

09年一季度主要靠政策扶持实现盈利

- 返还08年下半年和免征09年上半年的民航基础设施建设基金
 - 合计约40亿元
 - 国航、东航、南航09年一季度营业外收入分别是6.86亿、8.77亿和10.72亿
- 市场环境有所好转
 - 特殊因素消除、国内市场复苏、油价大幅下降等

09年一季度国内三大航空公司经营情况	单位：亿元，元		
	中国国航	ST东航	南方航空
归属于上市公司股东的净利润	9.81	0.4	2.22
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	1.87	-12.56	-7.62
EPS	0.08	0.008	0.03

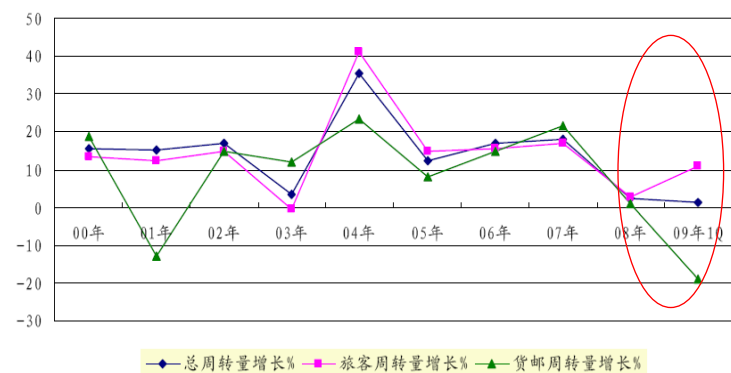
资料来源：各公司公告

航空业

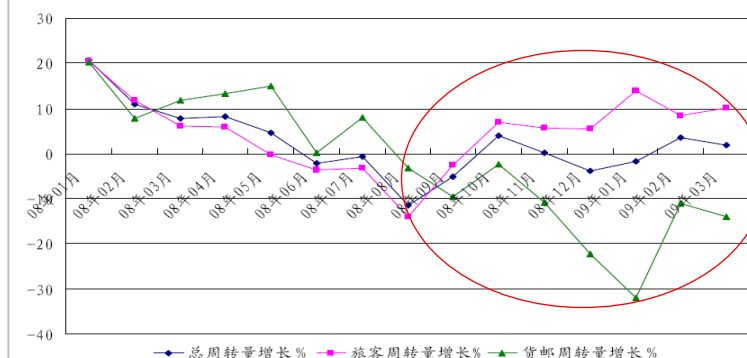
客运强、货运弱

- 08年旅客周转量增长2.6%、货邮周转量增长1.1%
 - 增速大幅下降
- 09年一季度旅客周转量增长10.9%、货邮周转量增长-19%
 - 客运市场反弹、货运市场低迷
- 客运市场从08年9月开始复苏、货运市场大幅下挫
 - 客运复苏来自国内、货运受全球经济危机冲击大

我国航空运输业务量历年增长情况



我国航空运输业务量月度增长情况



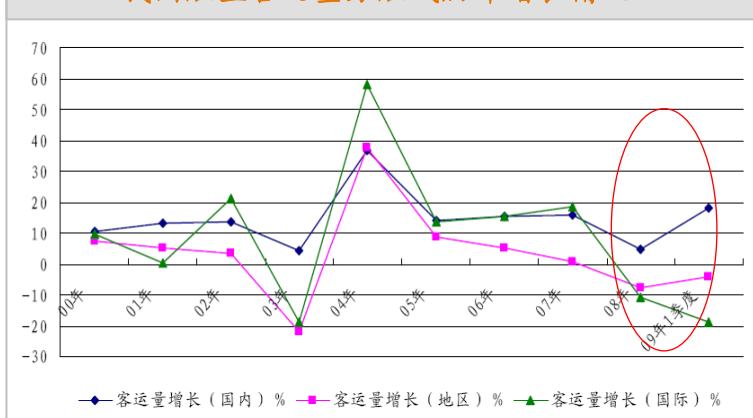
资料来源: CAAC

中原证券研究所
CCSC

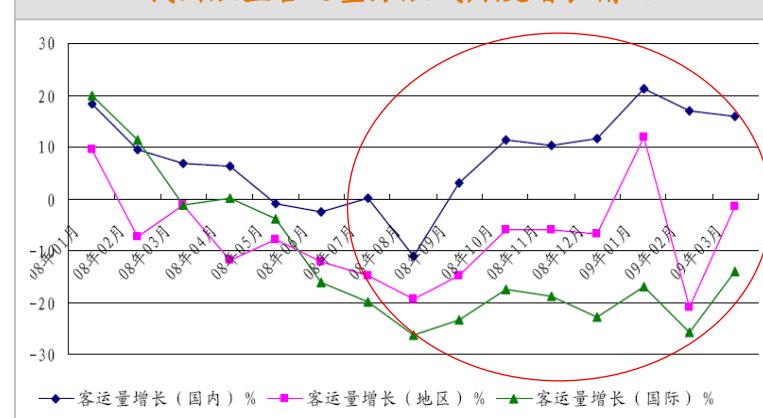
客运市场：国内强、国际弱

- 08年国内客运量增长4.7%、地区增长-7.9%、国际增长-10.8%
 - 增速大幅下降
- 09年一季度国内客运量增长18%、地区增长-4.2%、国际增长-18.8%
 - 国内市场受全球经济危机影响较小，从08年9月开始大幅反弹
 - 国际地区市场受全球经济危机影响，表现低迷

我国航空客运量分航线历年增长情况



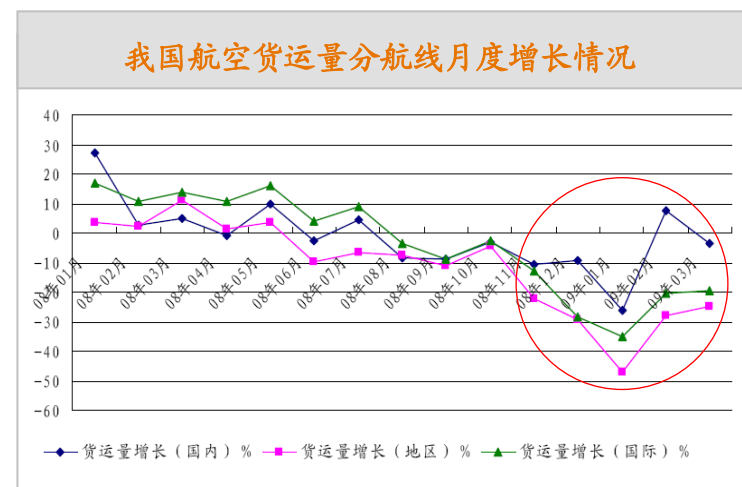
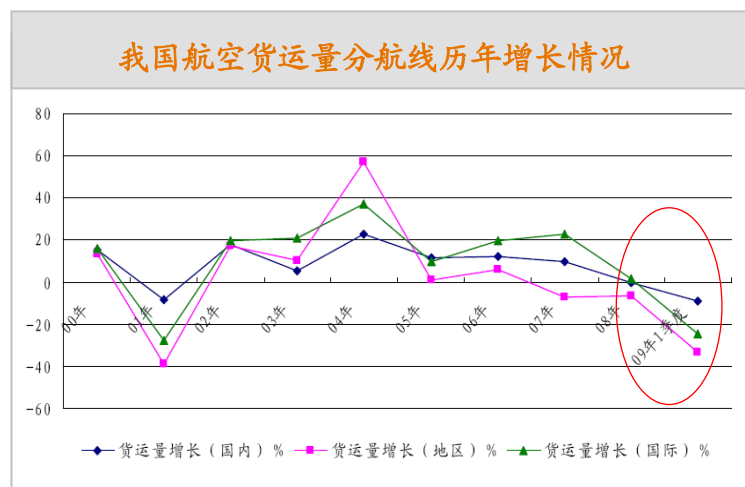
我国航空客运量分航线月度增长情况



资料来源：CAAC

货运市场：低迷，国内好于国际

- 08年国内货运量增长-0.2%、地区增长-6.2%、国际增长1.5%
 - 增速大幅下降
- 09年一季度国内货运量增长-9%、地区增长-33.3%、国际增长-24.8%
 - 受全球经济危机冲击大



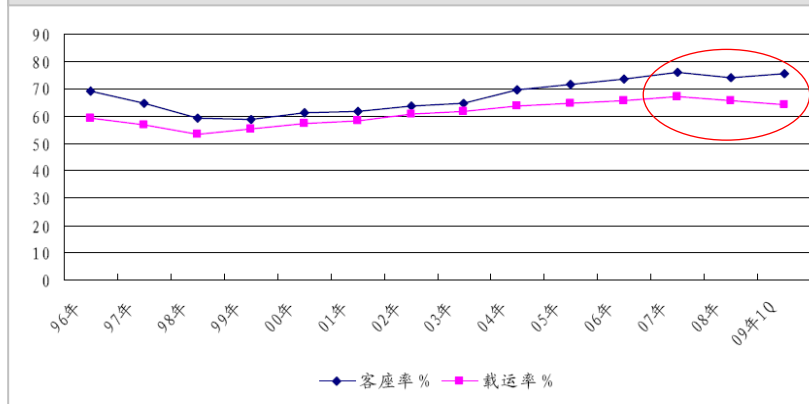
资料来源：CAAC

中原证券研究所
CCSC

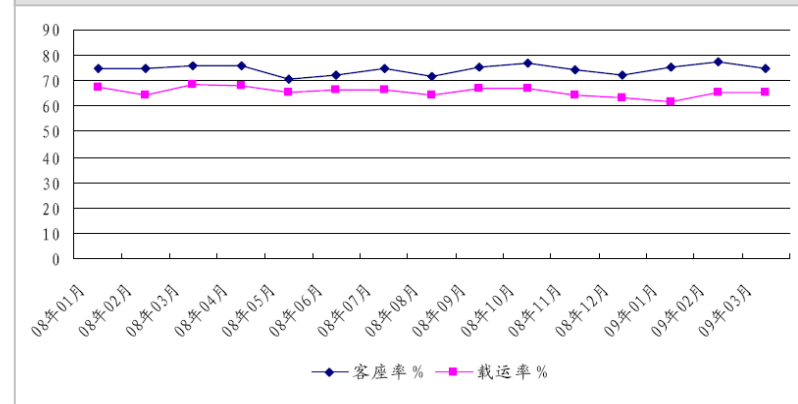
客座率小幅反弹、载运率持续下降

- 08年客座率为74.2%，下降2个百分点；载运率66%，下降1.1个百分点
- 09年一季度客座率75.9%，上升0.66个百分点；载运率64.2%，下降2.57个百分点

客座率、载运率历年数据



客座率、载运率月度数据



三大航业务数据和行业趋势吻合

三大航08年经营情况

	中国国航	ST东航	南方航空
RTK(百万吨公里)	9787	7219	9200
增长%	-3.80	-6.42	-0.55
RPK(百万客公里)	68747	53785	83184
增长%	-1.80	-5.94	1.78
RFTK(百万吨公里)	3611	2420	1786
增长%	-6.80	-7.42	-9.48
客座率%	74.88	70.80	73.80
增长百分点	-3.59	-2.78	-0.94
载运率%	56.81	50.36	43.28
增长百分点	0.38	-0.98	-2.27

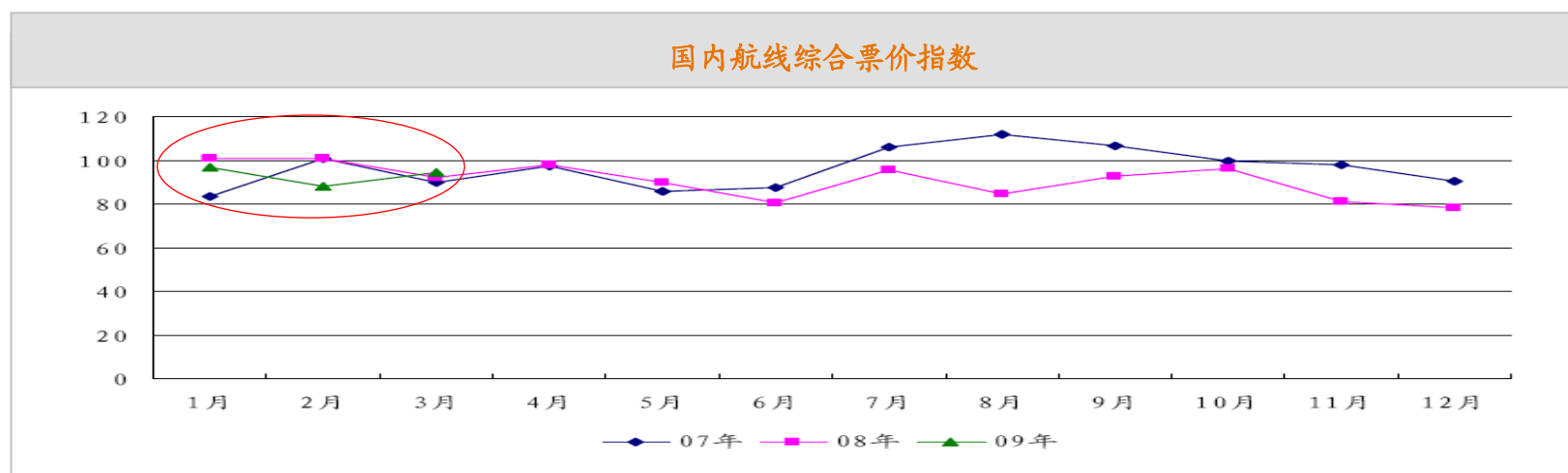
三大航09年一季度经营情况

	中国国航	ST东航	南方航空
RTK(百万吨公里)	2256	1741	2280
增长%	-3.10	-4.21	-1.10
RPK(百万客公里)	17670	14261	21993
增长%	7.20	6.07	6.30
RFTK(百万吨公里)	679	471	326
增长%	-20.80	-23.98	-30.30
客座率%	76	70.84	76.10
增长百分点	-1.20	-0.97	2
载运率%	46.10	41.33	33.11
增长百分点	-10.40	-10.47	-11.46

资料来源：各公司公告

国内票价有望逐步回稳

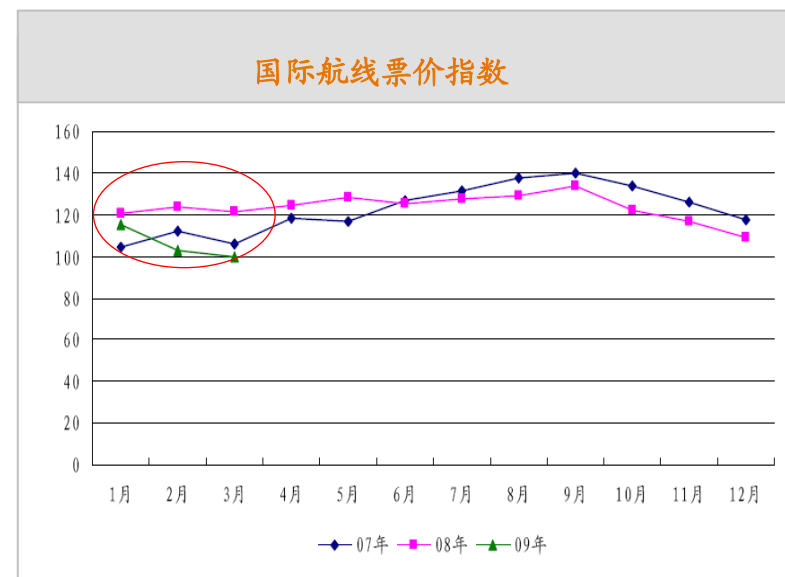
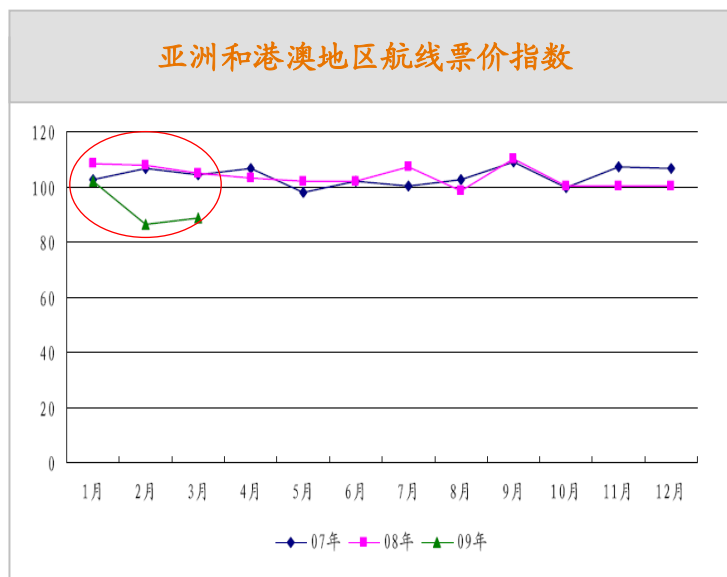
- 旺季到来
- 08年后后期票价基数低
- 国内机票从09年4月20日开始采用新计价方式



资料来源：《中国民用航空》

国际地区航线票价保持低位

- 市场环境不佳
- “两舱”收入比重下降



资料来源：《中国民用航空》

国际油价呈现“过山车”走势

- 08年国际原油价格呈现暴涨暴跌走势
 - 全年均价100美元/桶，同比增长39%
- 09年国际原油价格低位徘徊
 - 目前均价为50美元/桶
 - 预计全年60美元/桶，同比下降40%

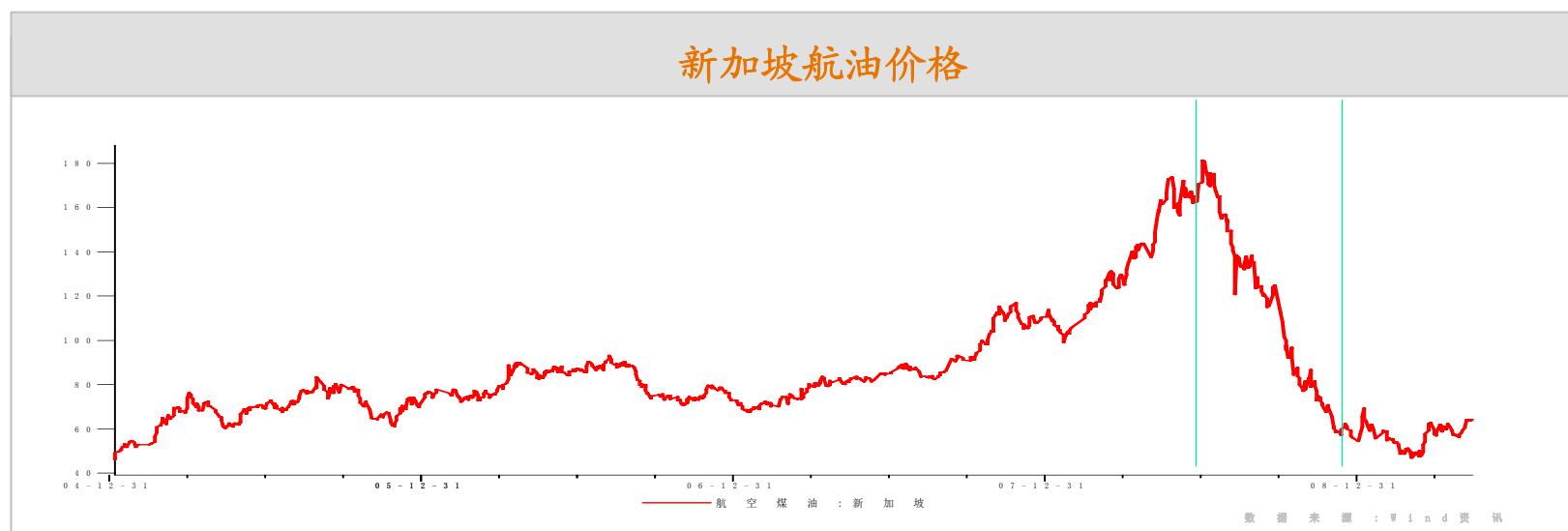
纽约轻质原油期货价格走势



资料来源: WWW.FUTURESOURCE.COM

航油成本有望大幅下降

- 国际航油价格和原油价格走势趋同
 - 08年新加坡航油均价121美元/桶，同比增长40%
 - 09年均价有望下降40%以上



航油成本有望大幅下降

- 国内航油价格大幅下降
 - 从08年10月开始连续下调，累计下降幅度接近50%
 - 目前国内价格基本和国际市场接轨
- 航油价格下降将大幅下降航空公司经营成本
 - 航油价格下降100元/吨的敏感性
 - 中国国航：EPS上升0.009元
 - ST东航：EPS上升0.025元
 - 南方航空：EPS上升0.033元
 - *ST上航：EPS上升0.035元
 - 海南航空：EPS上升0.018元
 - 不考虑用油量，09年国内航空公司航油成本将下降40%以上

航油套保合约：公允价值变动VS实际交割损失

- 08年套保合约产生巨额公允价值变动损失
 - 买入看涨期权、卖出看跌期权
 - 国航：公允价值损失74.72亿，实际交割损失4.48亿
 - 东航：公允价值损失63亿
- 09年国际油价低位回升，公允价值有望转回
 - 08年底WTI原油期货价格44.6美元/桶；09年3月31日为49.66美元/桶，上涨了12.8%；09年5月12日为58美元/桶，上涨30%
 - 国航：09年一季度公允价值转回9.89亿，实际交割损失9.48亿
 - 东航：09年一季度公允价值转回4.22亿，实际交割损失9.16亿
- 国航和东航合约到2011年到期，综合影响取决于油价变化、波动率以及交割时间

汇兑收益难成09年业绩助推器

- 08年人民币兑美元升值6.43%，给航空公司带来巨额汇兑收益
 - 人民币兑美元升值1%的敏感性
 - 中国国航：EPS上升0.02元
 - ST东航：EPS上升0.05元
 - 南方航空：EPS上升0.05元
 - *ST上航：EPS上升0.03元
 - 海南航空：EPS上升0.03元
- 09年人民币兑美元难现大幅升值走势，汇兑收益将大幅减少

08年各航空公司汇兑收益情况

	08年汇兑净收益（亿）	08年总利润（亿）
中国国航	14.63	-108.52
ST东航	19.71	-139.85
南方航空	25.41	-47.48
*ST上航	2.81	-13.47
海南航空	5.25	-15.36

资料来源：各公司公告

08年12月9日民航局出台十项措施保行业发展

- 严控运力增长
- 落实国家财经政策，增强企业运营能力
 - 返还08年下半年和免征09年上半年民航基础设施建设基金
 - 对部分航空公司注资
 - 国航：申请中；东航：70亿；南航：30亿；上航：10亿；海航：30亿
 - 免征燃油附加营业税
 - 国际及港澳航班使用国产航油增值税返还
- 实行价格收费调节，实现资源优化配置
 - 票价、油价、机场收费、信息系统收费等
- 支持企业联合重组，提升抵御风险水平

2009年：局部复苏之年

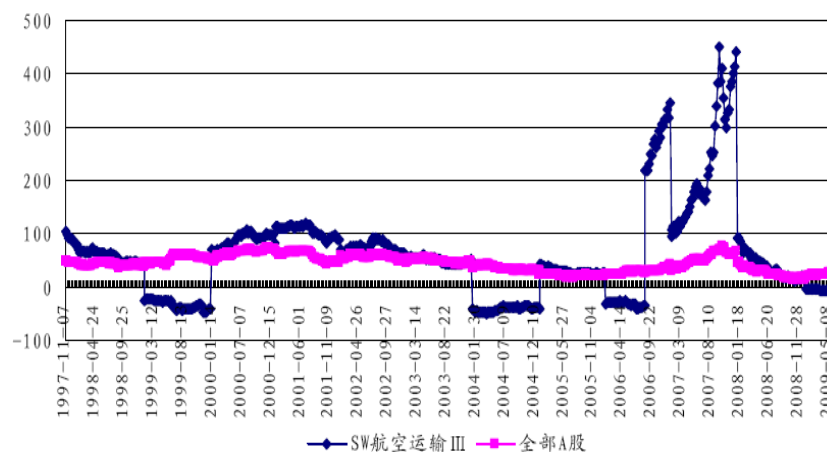
- 国内客运市场维持强势
 - 受全球经济影响小、扩大内需和经济刺激计划
- 国际客运市场和货运市场难言复苏
 - 全球经济复苏非短期内可以实现
- 行业有望全面扭亏为盈
 - 国内市场好转、航油成本下降、政策扶持、航油套保公允价值转回等

航空业

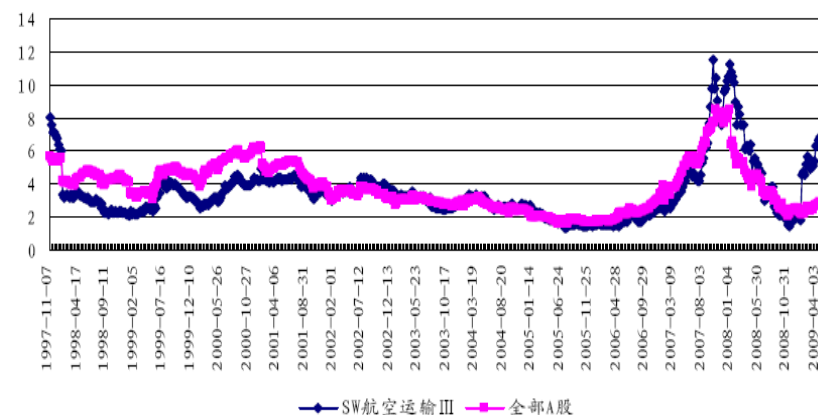
相对估值纵向比较

- 航空公司业绩波动幅度大、PE呈现跳跃式分布
- PB走势基本和大盘同步，但现处于高位
- 09年航空公司扭亏为盈, PE将重现正值

A股航空股静态PE走势和大盘比较



A股航空股静态PB走势和大盘比较



资料来源: WIND

中原证券研究所
CCSC

相对估值横向比较

- 重点航空股09年估值水平高于A股平均水平
- 09年全行业扭亏带来的趋势型转变值得关注

重点公司估值表 单位：元，倍

	每股收益		每股净资产	收盘价	市盈率		市净率
	08A	09E	1Q09		08A	09E	1Q09
中国国航	-0.77	0.30	1.75	6.68	- -	22.27	3.82
ST 东航	-2.86	0.10	-2.37	4.92	- -	49.20	- -
南方航空	-0.74	0.20	1.11	5.46	- -	27.30	4.92

资料来源：中原证券研究所

航空业

相对估值横向比较

- 相比海外市场估值不占优势
- 相比H股有较大溢价
- 立足国内市场的A股航空公司有良好的发展前景。09年行业面临的趋势转变将带来交易机会

A/H股溢价程度 单位：%

	中国国航	ST东航	南方航空
A股(人民币)	6.68	4.92	5.46
H股(港币)	3.68	1.32	1.83
溢价率	106.13	323.26	238.81

海外市场航空股估值水平 单位：倍

证券名称	代码	股价	09EPS	2010EPS	09PE	2010PE	近5年平均PE
国泰航空	293 HK Equity	10.30	-0.07	0.49	N/A	21.02	1.39
中华航空	2610 TT Equity	8.95	-0.20	0.26	N/A	34.56	1.07
长荣航空	2618 TT Equity	9.25	-0.09	0.20	N/A	46.72	1.17
全日空	9202 JP Equity	367.00	-8.07	0.01	N/A	28230.77	2.35
日本航空	9205 JP Equity	189.00	-18.16	2.99	N/A	63.13	7.63
大韩航空	003490 KS Equity	41400.00	4578.00	4973.00	9.04	8.33	0.71
新加坡航空	SIA SP Equity	11.90	0.54	0.85	22.24	14.00	1.24
马来航空	MAS MK Equity	3.14	0.06	0.16	49.84	19.26	2.09
亚洲航空	AIRA MK Equity	1.15	0.11	0.14	10.27	8.21	N/A
新西兰航空	AIZ AU Equity	0.87	0.08	0.13	14.36	8.57	N/A
快达航空	QAN AU Equity	1.93	0.06	0.13	31.13	14.85	1.24
维珍兰	VBA AU Equity	0.28	-0.04	0.03	N/A	10.58	2.55
亚太均值(剔除全日空 2010年PE)					22.81	22.66	2.14
英国航空	BAY LN Equity	160.00	-0.21	-0.18	N/A	N/A	1.87
EASYJET	EZJ LN Equity	286.50	0.09	0.28	32.56	10.12	1.40
法荷航空	AIRF LI Equity	N/A	-1.45	-1.11	N/A	N/A	N/A
汉莎航空	LHA GR Equity	9.36	0.35	0.71	26.44	13.15	1.31
奥地利航空	AUA AV Equity	4.03	-1.19	-0.26	N/A	N/A	0.65
瑞安航空	RYA ID Equity	3.26	0.03	0.25	120.74	12.94	2.66
欧洲均值					59.91	12.07	1.58
美国航空	AMR US Equity	5.02	-0.43	1.82	N/A	2.76	N/A
西南航空	LUV US Equity	6.95	0.39	0.57	17.96	12.17	1.75
大陆航空	CAL US Equity	10.79	0.73	3.07	14.74	3.52	9.49
JETBLUE	JBLU US Equity	5.20	0.46	0.61	11.23	8.58	2.27
美联航	UAUA US Equity	4.92	-4.30	1.10	N/A	4.48	N/A
达美航空	DAL US Equity	6.37	0.71	2.00	9.04	3.18	N/A
加拿大航空	AC/A CN Equity	1.20	-3.19	-0.33	N/A	N/A	N/A
美洲均值					13.24	5.78	4.50

- 同步大市
 - 不具备长期投资价值
 - 无法保持盈利稳定性、派息少
 - 交易性的投资机会
 - 09年行业面转好带来的投资机会
 - 注资、重组等事件驱动型投资机会
- 适合风险偏好型投资者

重点公司限售股解禁情况

重点公司股份解禁时间表和解禁比例 单位：万股，%

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
中国国航	09-08-18	620667.89	首发原股东限售股份	378.69	50.66
ST 东航	2010-01-13	290400	股改限售股份	733.33	59.67
南方航空	2010-06-18	330000	股改限售股份	220	50.30
海南航空	09-09-29	178151	股改限售股份	113.93	50.46

资料来源：WIND

- 航空业务量增长取决于国内和全球经济的复苏情况
- 未来油价走势和航空公司套保公允价值变化对业绩的影响
- 航空公司财务结构风险
- 来自高速铁路的直面竞争
- 甲型流感的影响

中国国航（601111）：仍是国内民航业的翘楚

■ 公司概况

- 国内最具影响力的航空公司

■ 投资亮点

- 不考虑非经常性损益，08年和09年一季度在三大航空公司中业绩最优
- 09年一季度收费客公里增长7.2%、收费货运吨公里下降20.8%
 - 三大航空公司中最好
 - 国内客运大幅增长18.9%
- 燃油成本大幅下降、套保公允价值损失转回
- 09年一季度负债率78.79%，财务结构相对安全
- 有望获得政府注资

航空业

中国国航（601111）：仍是国内民航业的翘楚

■ 投资评级

- 增持

■ 风险揭示

- 宏观经济对业务量影响
- 套保公允价值变动和实际交割损失的影响
- 甲型流感影响

盈利预测

	2007A	2008A	2009E
营业收入（亿元）	497.39	529.70	556.19
增长比率（%）	14.58	6.50	5
净利润（亿元）	38.81	-91.49	36.75
增长比率（%）	30.37	- -	- -
每股收益（元）	0.33	-0.77	0.30
市盈率（倍）	20.24	- -	22.27



南方航空（600029）：受益于国内市场复苏

■ 公司概况

- 国内市场份额最高的航空公司

■ 投资亮点

- 受到全球经济危机影响相对较小
 - 国内业务占82%、货运业务占6%
- 未高位参与套保期权合约
- 航油成本大幅下降，业绩对油价变动的敏感性较高
- 业绩对汇率波动的敏感性较高

南方航空（600029）：受益于国内市场复苏

■ 增持

- 宏观经济对业务量影响
- 油价走势
- 甲型流感影响
- 估值风险

	2007A	2008E	2009E
营业收入（亿元）	558.73	564.27	598.13
增长比率（%）	18.23	0.99	6
净利润（亿元）	18.52	-48.29	13.12
增长比率（%）	786.12	- -	- -
每股收益（元）	0.42	-0.74	0.20
市盈率（倍）	19.50	- -	27.30



*ST上航（600591）：置于死地而后生

■ 公司概况

- 国内地方航空公司的领先者

■ 投资亮点

- 09年面临退市风险将成为知耻而后勇的最大动力
- 航油成本大幅下降，业绩对油价变动的敏感性较高
- 政策扶持改善财务状况（注资10亿、民航基础设施建设基金返还和免征）
- 有望分享2010年世博会盛宴
- 和东航的重组将成为股价的支撑因素

航空业

*ST上航（600591）：置于死地而后生

■ 投资评级

- 增持

■ 风险揭示

- 宏观经济对业务量影响
- 套保公允价值变动和实际交割损失的影响
- 甲型流感影响
- 退市风险和重组的不确定性
- 估值风险

盈利预测

	2007A	2008E	2009E
营业收入（亿元）	123.10	133.73	140.42
增长比率（%）	22.82	8.64	5
净利润（亿元）	-4.35	-12.49	0.87
增长比率（%）	--	--	--
每股收益（元）	-0.40	-1.16	0.08
市盈率（倍）	--	--	60.25



免责条款

■ 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上

■ 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上

■ 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用



谢 谢

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122

 中原证券研究所
CCSC

2009/6/17