

趋势性交易买点逐步到来

——航空行业 2009 年中期策略报告

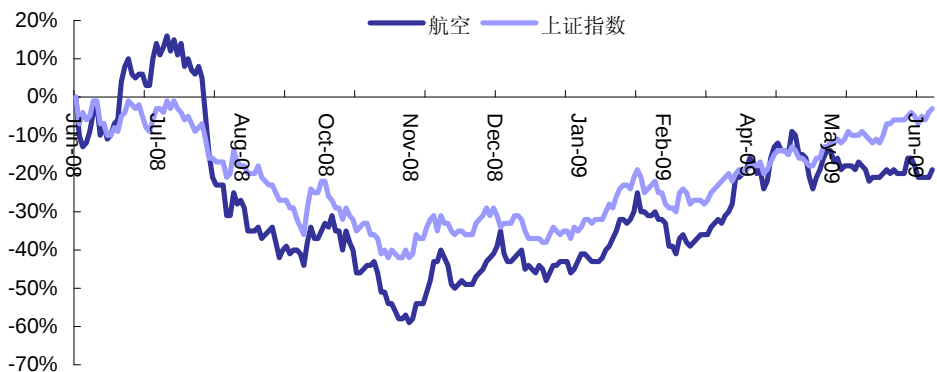
行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 通过对中国航空旅客吞吐量月度数据进行剔除季节性因素处理,我们发现:今年前四个月的国内航线旅客吞吐量月度环比增速接近 06 年、07 年的高速增长阶段环比增速水平,基于此,我们认为 3 季度国内航线旅客吞吐量同比增速有望接近 28%,2010 年航空旅客吞吐量同比增速有望在 12%以上。
- 行业边际供需缺口将在 3 季度陡然放大,带动利用小时与客座率的显著提升,我们预计 3 季度行业客座率有望接近 80%,基于行业客座率与毛利率的关系,我们预计 3 季度票价同比大幅下跌的趋势将明显改善,行业毛利率将达到 15%以上。
- 2010 年行业供需格局进一步改善为大概率事件,飞机引进方式中租赁方式占比接近 50%使得航空公司在运力扩张时具备调控空间,09 年以来航空公司大幅降低了租赁引进飞机数量,通过租赁方式引进的飞机占整个飞机引进的比例从过去的 50%左右迅速降低至 10%,同时 2009 年以来退租方式占全部退役飞机比从 07 年、08 年的 50%迅速提升至接近 80%,基于中国航空公司引进机队方式的配比情况,我们可以判断 09 年退租的飞机中有部分属于提前退租,我们预计在未来的较长一段时间内,租赁方式引进飞机占整个飞机引进的比例会保持在 10%至 20%之间,2010 年航空业的运力增速将不会出现较 09 年大幅增加的格局,预计行业座位数增速保持在 10%至 11%之间,同时基于我们对于 10 年行业需求的判断,我们认为在 2010 年行业供需格局进一步改善为大概率事件。
- 趋势性交易航空股的买点正逐步到来:前段时间甲型 H1N1 流感的发生加剧了票价的下降幅度,原油价格持续上涨强化了国内航油价格上涨的预期,我们认为随着甲型 H1N1 流感对航空需求负面影响的逐步散去以及国际大宗商品价格涨势的趋缓,结合旺季到来航空业绩驱动因素的全面好转,趋势性交易航空股的买点正逐步到来。

最近 52 周股价表现



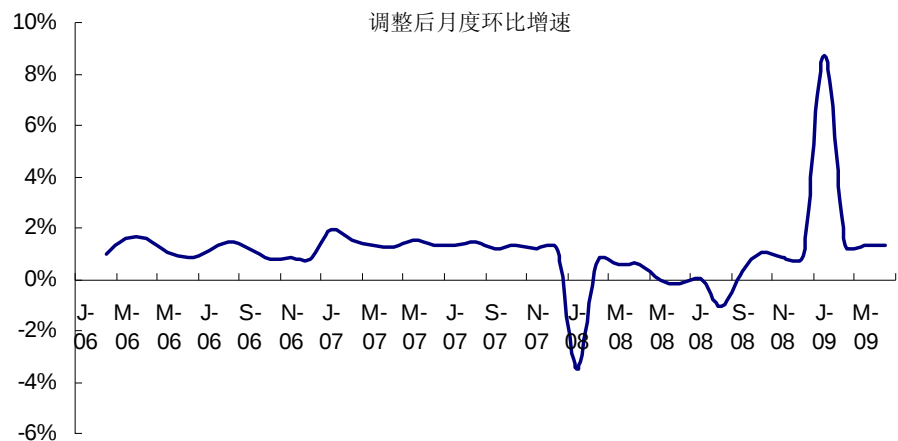
分析师
 李军
 021-50106015
 lijunyjs@lhqz.com

旅客吞吐量增长无忧

数据表现：扣除季节因素后，目前国内航线增速恢复至 06 年、07 年水平

由于航空运输的季节性特征明显，我们很难简单通过环比的数据来对航空运输量的增速进行判断，同时，由于 08 年 2 月份以来的雪灾、奥运等偶然因素的影响，通过 09 年同比数据也难以对表观的同比增速进行客观判断，因此，我们对 05 年以来的中国国内航线旅客吞吐量月度数据进行剔除季节性因素处理，剔除季节因素后，我们发现，今年前四个月的国内航线旅客吞吐量月度环比增速接近 06 年、07 年的高增长阶段环比增速水平，09 年前两个月国内航线的高增长可以通过运力的放大来解释（前两个月国际航线运力向国内航线运力转移明显），而三月份、四月份国内航线实际增速接近理论增速则明显表明航空运输业在中国的高增长并未结束。

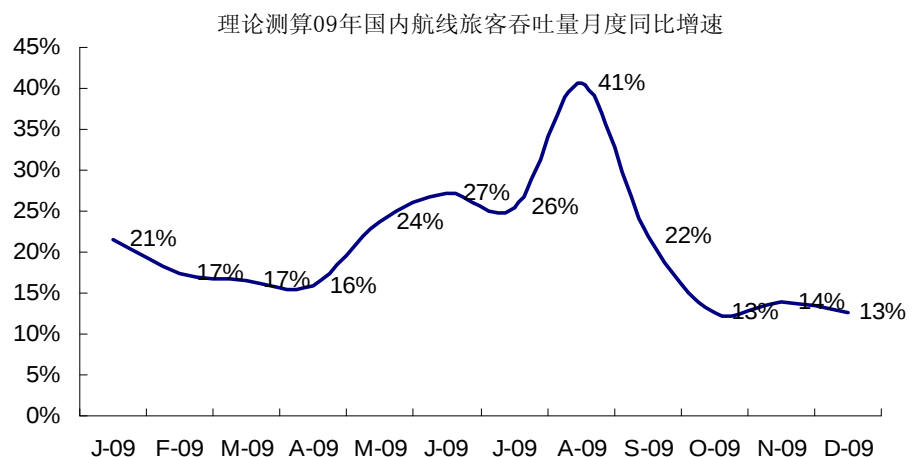
图 1、剔除季节因素后正常年度国内航线月度环比增速在 1.1%至 1.3%之间



数据来源：联合证券研究所

我们假设 09 年的国内航线旅客吞吐量环比增速保持在 1.1%左右，则 09 年 3 季度的国内航线同比增速接近 28%，全年国内航线同比增速接近 20%。

图 2、理论测算 09 年 3 季度国内航线同比平均增速接近 28%：假设环比 1.1%

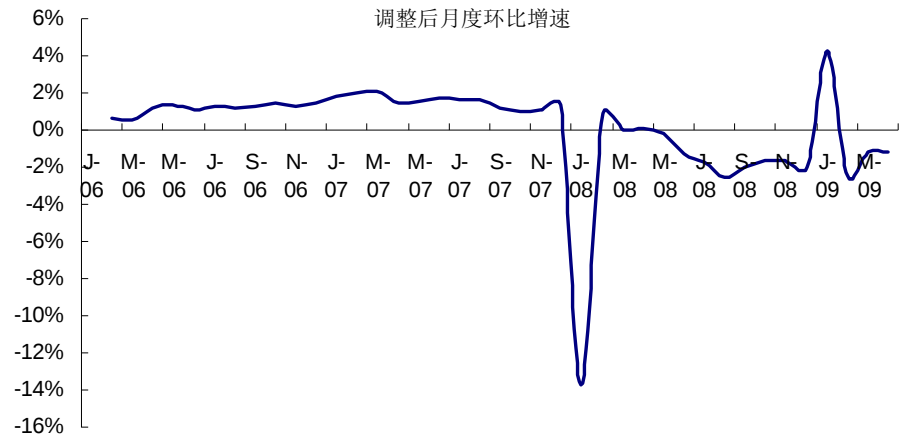


数据来源：联合证券研究所

数据表现：国际航线旅客吞吐量环比增速仍然为负

通过对 05 年以来国际航线旅客吞吐量进行季节性处理，我们发现正常 06 年、07 年中国国际航线旅客吞吐量的月度环比增速在 1.1%至 1.5%之间，08 年下半年以来中国国际航线旅客吞吐量的月度环比增速在-2%左右，目前（09 年 3 月份、4 月份）在-1.1%左右，说明目前中国的国际航线仍然处在环比恶化的阶段。

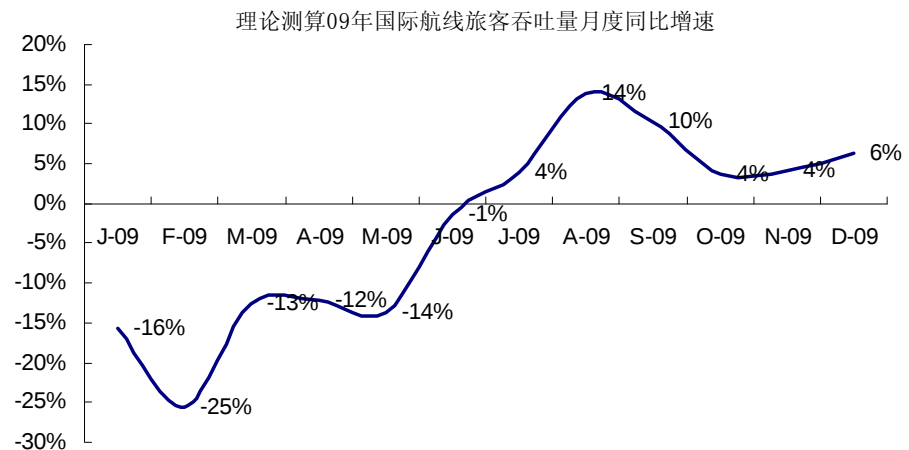
图 3、剔除季节因素后正常年度国际航线月度环比增速在 1.1%至 1.5%之间



数据来源：联合证券研究所

鉴于国际经济形势的触底，我们假设 09 年 5 月份开始的国际航线旅客吞吐量不再环比下降，则 09 年 3 季度的国际航线同比增速接近 5.5%，全年国际航线同比增速接近-3%。

图 4、理论测算 09 年 3 季度国际航线同比平均同比增长 5.5%



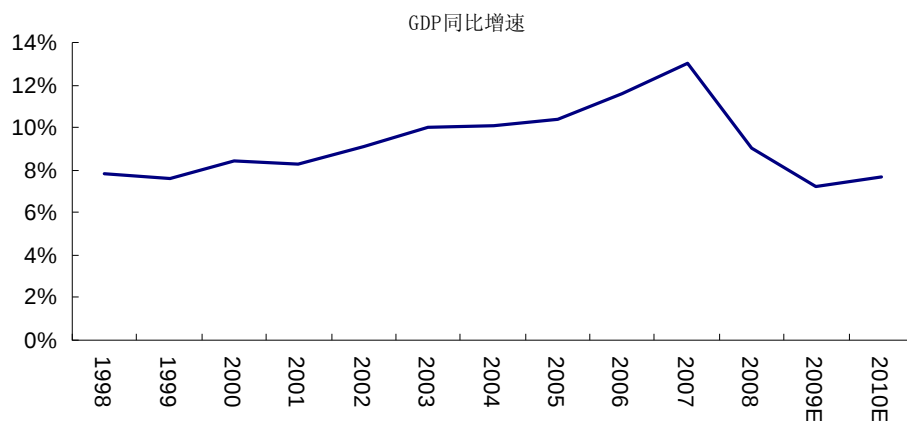
数据来源：联合证券研究所

内在机理：航空业在中国的高增长阶段并未结束

在过去的十几年间，中国航空运输业快速发展，旅客吞吐量增速平均约为同期 GDP 增速的 1.5 倍，类似于全球航空业 1970 年之前的境况，经过 08 年的多种打击之后，在 08 年底市场对未来几年中国航空业的未来增速产生了极度悲观的预期，09 年前几个月的国内航线旅客吞吐量数据表明：航空业在中国的高增长阶段并未结束，至于其内在机理，我们认为主要有两个：一、中国自身的经济增长仍然处于快速增长阶段，带动航空需求快速增长；二、中国部分地区目前仍未在航空运输的有效覆盖范围之内，目前民用机场的建设将上述地区不断纳入航空运输的有效覆盖范围内，激发了潜在航空需求转化成现实的航空需求。

经济仍然保持相对快速增长

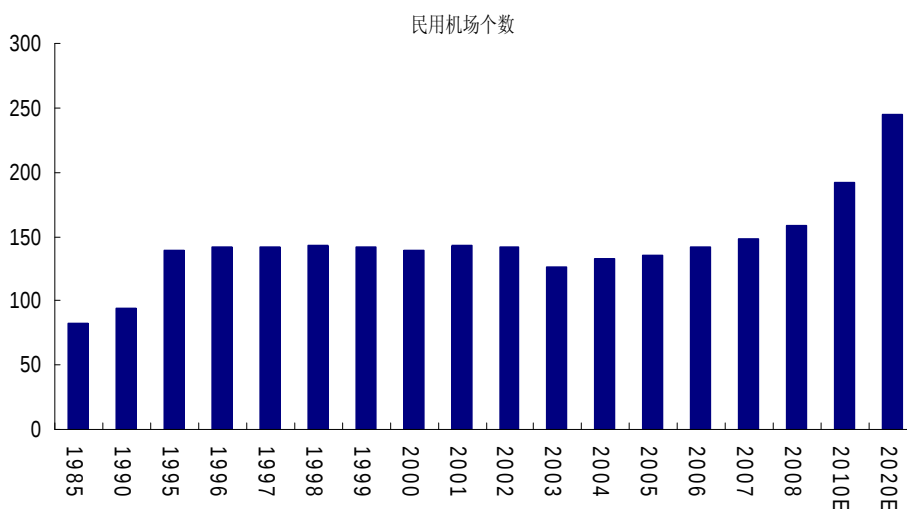
图 5、世界银行预测的中国 GDP 增速



数据来源：世界银行

航空覆盖区域逐步增加，激发潜在航空需求向现实需求转化

图 6、中国民用机场发展速度



数据来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

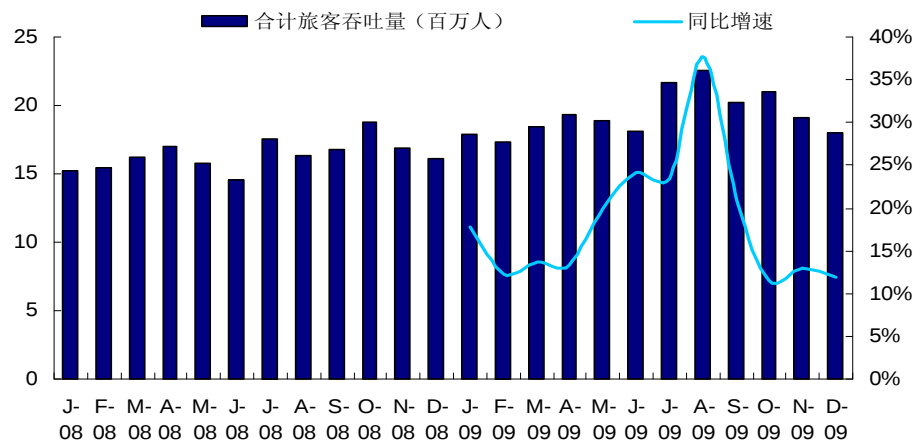
价格大幅下跌趋势有望在 3 季度大为改善

3 季度客座率将大幅提升

基于我们对于 09 年中国航空吞吐量的预测, 09 年 3 季度国内航线旅客吞吐量同比增速有望达到 28%至 30%, 国际航线旅客吞吐量同比增速有望达到 5.5%, 合计旅客吞吐量在 3 季度的同比增速应该在 25%以上, 09 年全年的合计旅客吞吐量同比增速可望达到 18%, 从而带到客座率的大幅提升。

3 季度合计旅客吞吐量同比增速有望超过 25%

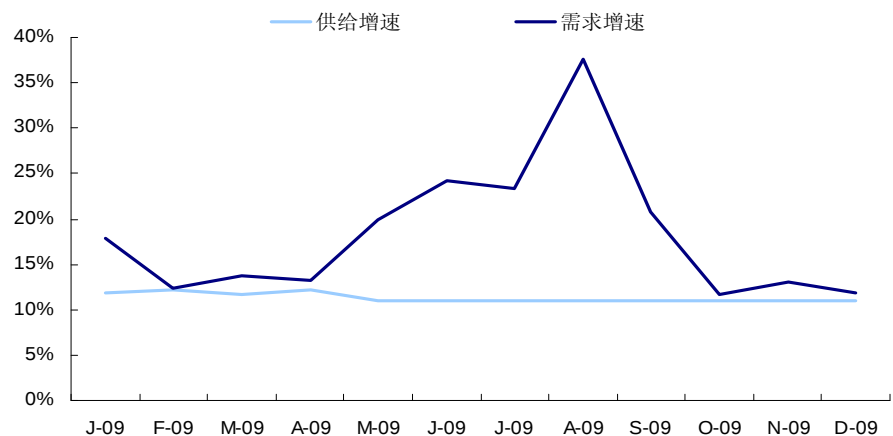
图 7、09 年中国旅客吞吐量预测



数据来源：联合证券研究所。

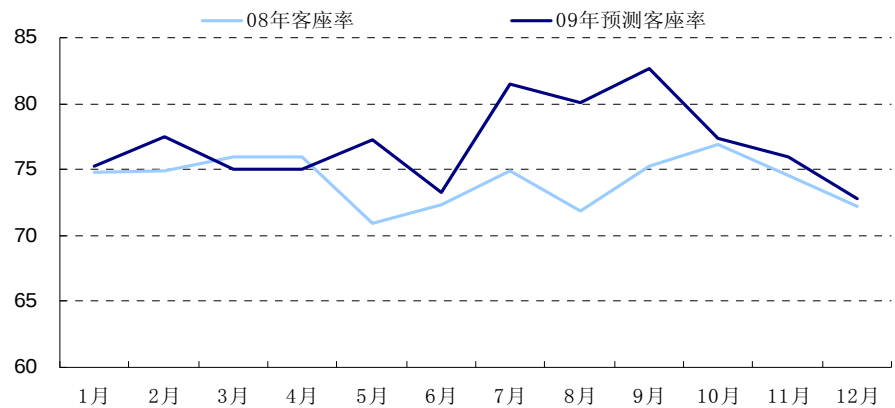
供给与需求缺口在 3 季度将陡然放大, 导致利用小时和客座率显著提升

图 8、3 季度供需缺口开始陡然放大



数据来源：联合证券研究所。

图 9、3 季度客座率将显著提升



数据来源：联合证券研究所。

3 季度毛利率有望提升至 15%以上

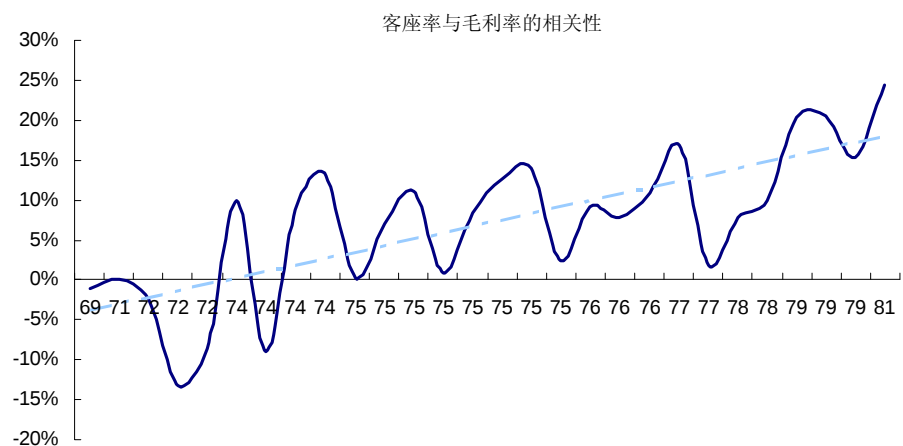
单纯看票价的局限

票价不仅仅和供需格局有关，和成本也相关，在不同的阶段，推动票价波动的主导因素不同，在供给显著小于需求阶段，票价波动主要来自于客座率，如果此阶段航油价格无显著性变化，则票价水平能现对反映出行业的盈利能力，在供需相对平衡阶段，票价波动主要来自于以航油成本为主的成本推动，在此阶段票价很难对行业的盈利能力进行表征。

毛利率与客座率高度相关

我们认为，航空公司在制定相应的票价战略时，会综合考虑单位收入与单位成本因素，实现其收益的最大化，因此毛利率指标更能反映出在某一阶段航空公司盈利能力的强弱。根据前述对于 3 季度客座率的判断，我们认为正常情况下 3 季度客座率将提升至 80%以上，航空业毛利率有望达到 15%以上，背后的因素有供需格局的改善以及实际航油成本的同比大幅下降。

图 10、毛利率与客座率之间的相关性更强



数据来源：联合证券研究所。

2010 年供需进一步改善为大概率事件

对 2010 年供给不必过分担心

目前国内航空公司在手未交付的波音和空客订单约为 658 架，考虑到 B787 和 A380 的实际座位数，折合成标准的单通道飞机约为 730 架，上述订单的最晚交付日期为 2015 年。考虑到国内航空公司在 2005 年至 2007 年签署了大量的订单合同，因此在 09 年、10 年应该是交付高峰，同时由于 A380、B787 的延迟交付，预计在 2010 年国内航空公司自购订单交付的数量将 2009 年将同比增加。

图 11：中国航空公司在手未交付的波音飞机订单

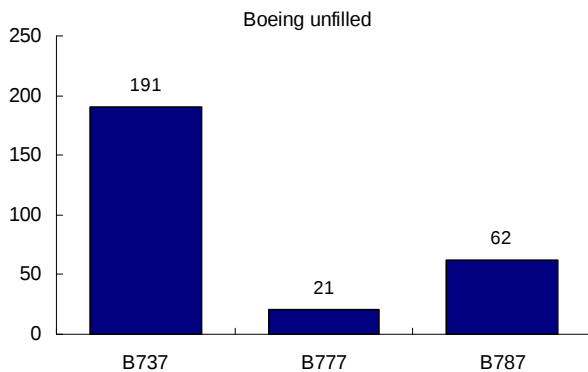
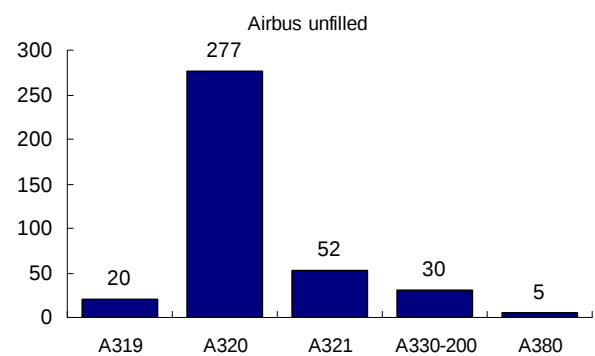


图 12：中国航空公司在手未交付的空客飞机订单



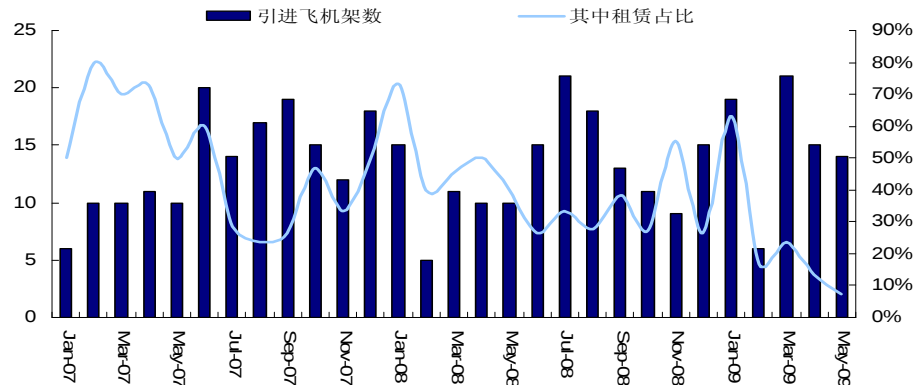
资料来源：波音网站、空客网站

但是我们对 2010 年的运力供给不必过分担心，主要原因在于在中国航空机队的构成中租赁方式（包括融资和经营租赁）占比接近二分之一，在需求相对较弱时，航空公司会减少租赁飞机数量。

从下表可以看出，09 年以来，随着自购引进飞机的逐步交付，航空公司大幅降低了租赁引进飞机数量，通过租赁方式引进的飞机占整个飞机引进的比例从过去的 50% 左右迅速降低至 10%，我们预计在未来的较长一段时间内，租赁方式引进飞机占整个飞机引进的比例会保持在 10% 至 20% 之间，2010 年航空的运力增速较不会出现较 09 年大幅增加的局，预计行业座位数增速保持在 10% 至 11% 之间。

租赁飞机占全部运力引进比例呈降低趋势

图 13、07 年引进飞机中租赁方式占比

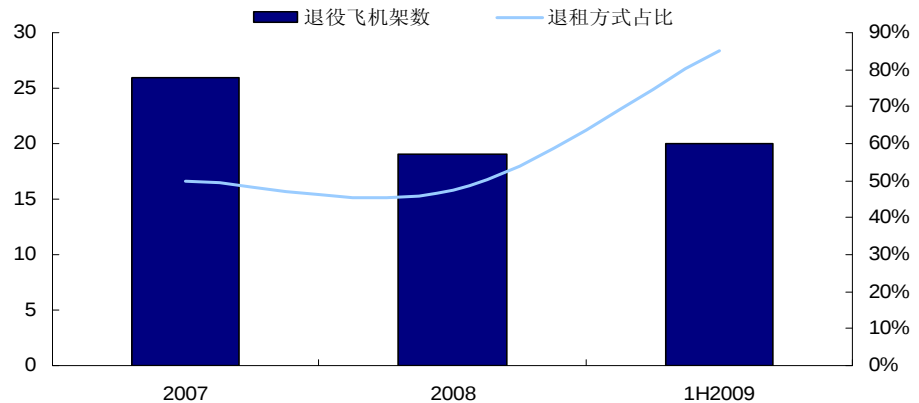


数据来源：联合证券研究所。

提前退租行为也会降低行业供给

基于中国航空机队的方式占比，我们发现在过去的几年中退租的飞机占全部退役飞机的比例一直保持在 50%左右，但 2009 年以来退租方式占全部退役飞机比从 07 年、08 年的 50%迅速提升至接近 80%，基于中国航空公司引进机队方式的配比情况，我们可以判断 09 年退租的飞机中有部分属于提前退租，虽然每年退租的飞机架数相对较少，但也部分的降低了行业的运力供给。

图 14、07 年退役飞机中退租方式占比



数据来源：联合证券研究所。

需求：预计 2010 年需求仍将保持快速增长，增速在 12%以上

基于前述的季节性调整分析并假设在 09 年国内航空需求保持 1.1%的月度环比增速，则全年的航空需求有望在 13%以上。我们也可以从另外一个角度来阐述航空业快速增长的，目前中国的航空业仍然处于快速增长阶段，在此阶段航空需求增速约为 GDP 增速的 1.5 倍，2009 年第一季度 GDP 同比增速为 6.1%，而同期中国国内旅客吞吐量同比增长 18%，全部航线旅客吞吐量同比增长 10.9%，即使考虑到 08 年 2、3 月份国内航线由于偶然因素基数较低的因素，我们将 08 年 2、3 月国内航线旅客吞吐量同比增速调升为 15%，隐含的 09 年 1 季度国内航线旅客吞吐量同比增速也在 13.8%，比上同期 GDP 倍数在 1.5 倍以上，因此 2010 年在经济逐步恢复，GDP 增速能够达到 8%的假设下，我们预计航空需求增速能够达到 12%以上。

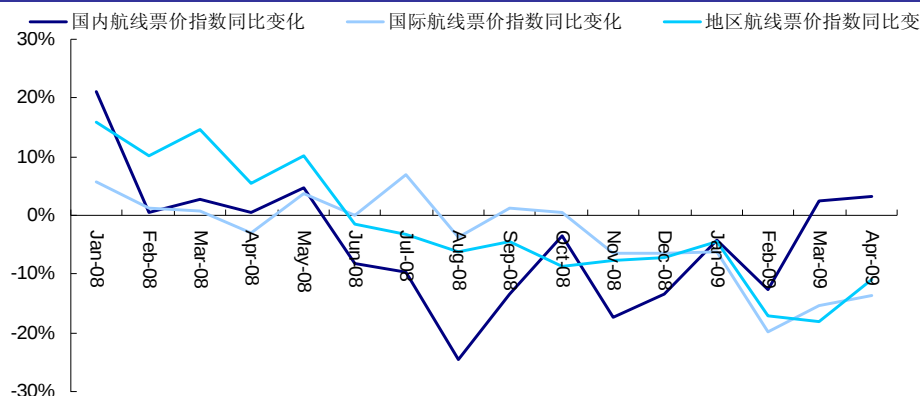
市场的担心与转机

市场的担心

甲型流感蔓延不止，旺季乐观预期落空

基于上一次 SARS 疫情对于航空业短期的巨大冲击，市场对此次甲型 H1N1 流感对航空需求的影响心有余悸，从 4、5 月份的票价水平来看，甲型 H1N1 流感抑制了国内航线的票价水平回升、加剧了国际航线票价水平的下跌（加总燃油附加费的影响，09 年 4、5 月份国内航线收益水平分别同比约同比下降 10%、19%，国际航线收益水平同比下降约 19%、16%，航线收益水平同比下降幅度较 3 月份明显加剧。）

图 15、4、5 月份收益水平同比下降幅度显著增加



数据来源：联合证券研究所。

石油价格持续上涨，强化国内航油价格上调预期

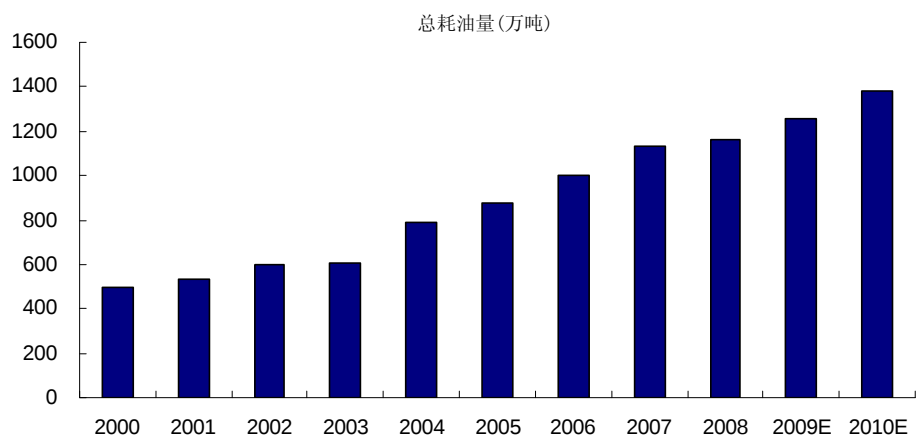
在目前的原油价格下，国内航油理论出厂价高于实际出厂价约 900 元/吨，与国际原油价格基本保持联动的新加坡航油价格在目前的基础上每上涨 1%，国内航油理论出厂价将上涨约 50 元/吨，增加全体航空运输业成本约 6.5 亿元。

图 16、国内航线理论出厂价与实际出厂价吻合程度时变趋势



数据来源：联合证券研究所。

图 17、中国航空业耗油发展趋势



数据来源：联合证券研究所、CEIC。

转机在哪里？

甲型流感疫情得到控制

截至目前，全球甲型 H1N1 流感感染人数（确诊减去治愈和死亡）仍处在净增加的阶段，我们认为感染人数存量的稳定和下降是甲型 H1N1 流感对航空运输业负面影响逐步消除的转机标志。

图 18：全球甲型 H1N1 流感感染人数发展趋势

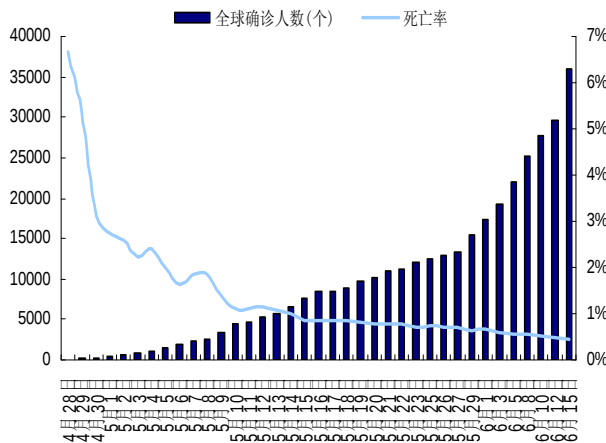
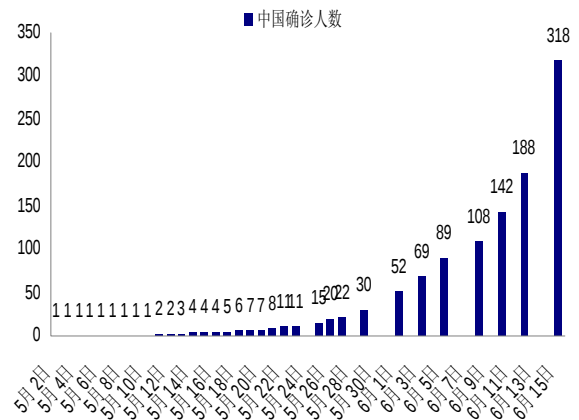


图 19：中国甲型 H1N1 流感感染人数发展趋势



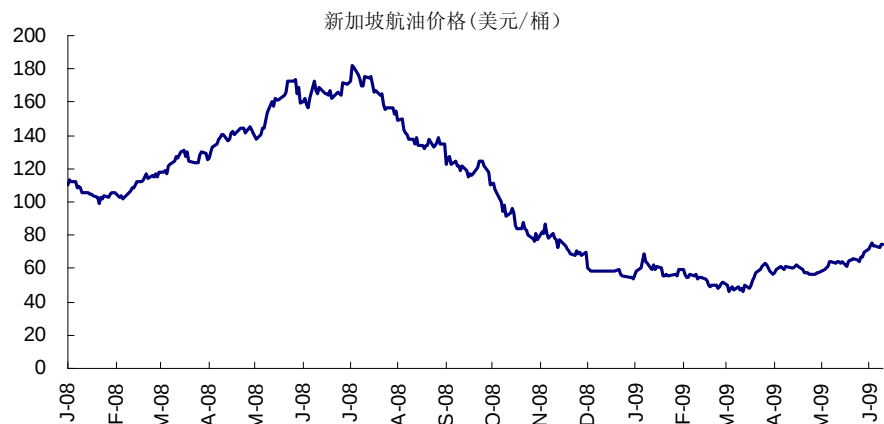
资料来源：联合证券研究所

石油价格的阶段性调整

在大部分时间里，航油成本成为影响航空公司利润的仅次于供需格局的重要因素，而与此同时，航油价格的变动方向又可预测性不强，因此当石油价格持续上涨时，关于石油价格的乐观预期使得市场会对航空公司的盈利产生相对悲观预期，反之亦成立。

前段时间各国宽松货币政策所造成了流动性过剩，因此一段时间以来，市场关于未来通过通胀的预期上升，原油等国际主要大宗商品价格在过去的一个月里持续上涨，恶化了航空业的盈利预期，但是由于全球主要发达经济体的经济恢复尚不十分明显，市场对未来油价走势存在一定争议，如若石油价格能够出现阶段性调整，则对航空业而言意味着一定转机。

图 20、新加坡航油价格走势



数据来源：联合证券研究所，bloomberg

投资策略

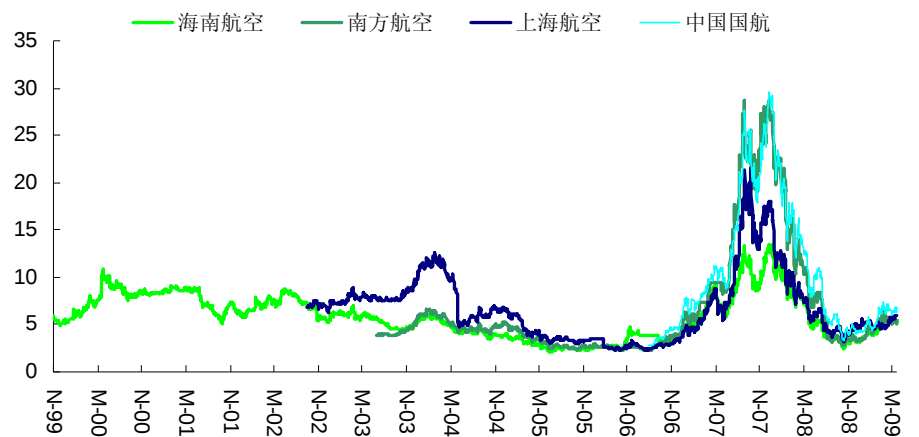
趋势性交易买点逐步到来

前段时间甲型 H1N1 流感的发生加剧了票价的下降幅度，原油价格持续上涨强化了国内航油价格上涨的预期，我们认为随着甲型 H1N1 流感对航空需求负面影响的逐步散去以及国际大宗商品价格涨势的趋缓，结合旺季到来航空业绩驱动因素的全面好转，趋势性交易航空股的买点正逐步到来。

A 股航空股目前的 PB 水平显著高于国际同行，主要航空公司的 A、H 股价差在 2 至 3 倍，反映了目前国内 A 股航空股缺乏足够的安全边际。但如果基于有足够安全边际的投资理念，中国 A 股航空股历次的上涨都显得有些荒谬，但重要的事实是每次它都发生了。

如果从 A 股的估值历史这个角度来看，目前的 PB 估值水平接近历史平均水平，根据 A 股的估值弹性来看，如果连续两年行业的基本面能够持续好转，则目前的 PB 估值水平存在继续提升空间，即使 PB 保持目前水平，盈利的结果导致每股净资产的增加也会提升目前的股价水平。

图 21、A 股主要航空上市公司的 PB 估值历史



数据来源：联合证券研究所，CEIC

重点公司

中国国航

作为国内航线结构最优的航空公司，在国内航线票价控制水平上要优于国内其他航空公司，09 年以来通过运力从国际航线向国内航线转移，截至 5 月份国内航线旅客吞吐量和 RPK 分别实现了 18.2%和 18.6%的同比增长，3 季度随着 08 年低基数以及国际经济形势的企稳，预计国际航线也有望实现正增长，同时 08 年大幅计提的合约账面价值亏损的转回也将会增加 09 年收益，预计 09 年、10 年公司将实现每股收益 0.35 元/股、0.31 元/股，维持“增持”的投资评级。

南方航空

作为国内航线规模最大的航空公司，09 年以来国内航线旅客吞吐量增长乏力，

这主要有三个方面原因：一、珠三角外向型经济所受的冲击最大；二、公司 08 年同期增速相对其他公司较高，基数较高；三、公司偏旅游的长航线结构，**随着夏季旅游旺季到来，预计公司在 3 季度的旅客吞吐量增速相对其他航空公司预计有较大改善**，预计公司 09 年、10 年实现每股收益 0.34 元/股、0.39 元/股，，维持“增持”的投资评级。

海南航空

公司大股东大新华航空有限公司采取了“旅游+航空+航空衍生服务”以及“与其他股东与地方政府合资”两大战略近年来大举扩张机队规模，09 年以来公司的机队扩张在国内几大航中居首，截至 5 月份底公司飞机架数同比增加接近 30%，预计公司 09 年、10 年实现每股收益 0.17 元/股、0.20 元/股，维持“增持”的投资评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。