

2009 年 9 月 24 日星期四

增持

航空运输业

分析师： 冯磊

电 话： 010-88656213

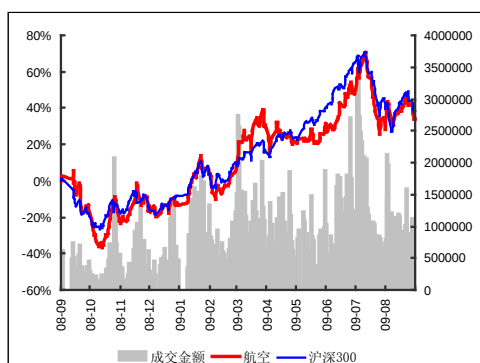
E-mail： fenglei@cindasc.com

航空运输业

——关注国际航线和货运复苏

行业相对表现

摘要



重点公司	投资评级
中国国航	增持
ST东航	增持

进入09 年，航空运输业迅速反弹，1-7 月，旅客运输量同比增长17.3%。7月份，客运量同比增长21.9%，其中国内同比增长23.6%。7，8月的靓丽表现为3季度奠定了较好基础，预计行业3季度业绩同比将会出现较大改善。

从历史经验看，人为因素导致的增速下降会随后马上出现反弹，预计10-11 月份很可能会出现淡季不淡的现象，预期四季度行业增速在12-15%之间。

5月份以来，客座率逐步攀升，旺季效应更加明显，8月更是提高到79.9%，行业运营效率进一步提高。

随着逐步好转的市场环境，未来几个月票价水平同比有望逐步提升。国际和地区市场票价水平的复苏过程虽然较慢，但也出现了好转趋势。

从月度数据来看，货运市场反弹态势正逐步展开。

推动航空运输业3 季度快速增长的原因主要是旺季效应和08年的低基数，预计客运增速在8 月份达到高峰，4季度国内客运市场增速将出现高位回落，保持在12%-15%左右。

到09年底，国际原油价格大幅上升的可能性不大，预计全年均价保持在65美元/桶左右，同比降幅为40%左右。

预计年内人民币汇率走势仍将保持相对稳定。

短期来看H1N1疫情对航空市场冲击不大。

我国宏观经济及世界经济的逐步回升，会带动整个行业，尤其是国际航线和货运业务的回暖，这种结构性的变化会带来盈利能力的提高，从而在一定程度上弥补国内业务季节性回落的影响。3 季度是航空公司全年业绩的主要来源，维持航空业买入的投资评级，建议关注国际航线和货运业务复苏最受益的中国国航和ST东航。

1. 国内航空运输市场保持较快增长

1.1 7月后航空运输增长突然加速

2008 年，航空运输业受到突发事件，奥运因素和外部需求放缓的三重影响，行业需求增长大幅放缓。全年旅客周转量同比仅增长 2.6%，增速下滑 15.1ppt，而根据历史上我国民航旅客周转量与 GDP 的相关关系分析，08 年旅客周转量增速应在 10% 左右。08 年被抑制的旅客流及 08 年运营数据的低基数为 09 年国内民航旅客周转量的大幅反弹创造了条件。

进入 09 年，航空运输业迅速反弹，1-7 月，完成旅客运输量 2102.79 万人，同比增长 17.3%。其中国内同比增长 20.2%、国际同比下降 14.6%、港澳地区同比下降 5.1%。

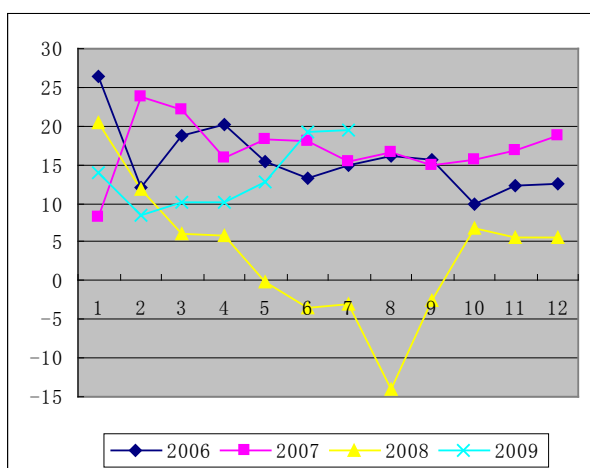
进入 7 月份，由于去年同期受奥运保障期流量限制的影响，行业运营基数较低，同比大幅增长，同时行业进入旺季，全球经济逐渐复苏，国际和地区航线明显恢复。7 月份，客运量同比增长 21.9%，其中国内同比增长 23.6%、国际同比增长 0.2%、港澳地区同比下降 3.9%。

从三大航空公司公布的 8 月份经营数据来看，8 月份的数据更加鼓舞人心：国航、南航、东航收费客公里分别同比增长了 34%、31% 和 44%，分别环比增长了 19.5、17.4 和 26 个 PPT。

9 月 15 日-10 月 8 日，北京将加强安检，相对控制航空流量，将导致行业短期增速下滑，预计增速可能下滑至 20% 左右。但 7、8 月的靓丽表现已经奠定了较好基础，预计行业 3 季度业绩同比将会出现较大改善。

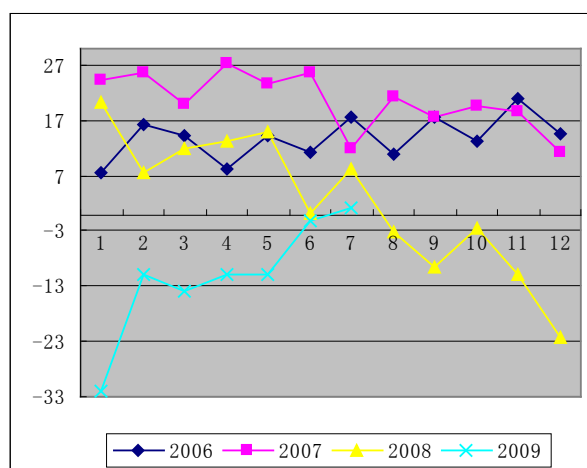
从历史经验看，人为因素导致的增速下降会随后马上出现反弹，我们预计 10-11 月份很可能会出现淡季不淡的现象。由于 07、08 年的第四季度行业增速均保持在 10% 左右，预期四季度行业增速在 12-15% 之间，

图 1：旅客周转量月度增速 %



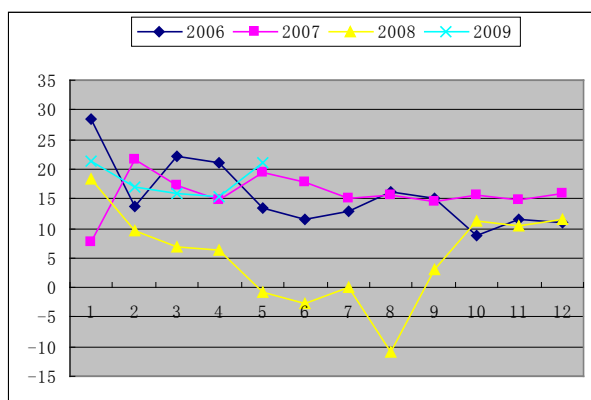
数据来源：民航总局

图 2：货邮周转月度增速 %



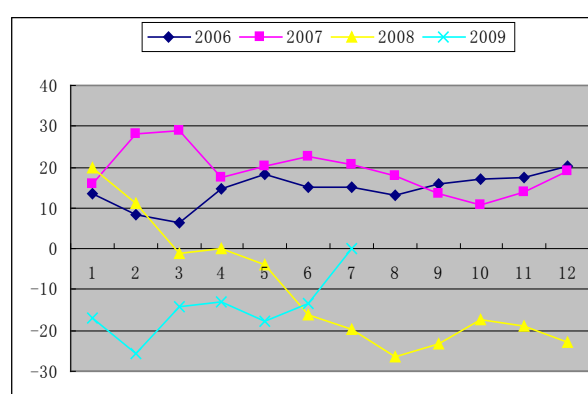
数据来源：民航总局

图 3：国内旅客运输量月度增速 %



数据来源：民航总局

图 4：国际旅客运输量月度增速 %



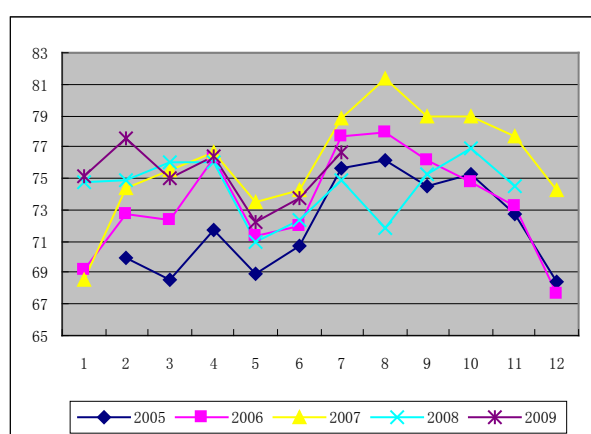
数据来源：民航总局

1.2 客座率逐步恢复历史高位

由于国家对于运力调控力度的加大、各航空公司应对经济危机主动调整运力扩张速度以及低票价策略的实施，使得 1-7 月整体客座率情况较为平稳。民航业客座率为 75.24%，同比增长了 0.99 个百分点。特别是 5 月份以来，客座率逐步攀升，旺季效应更加明显，8 月更是提高到 79.9%，仅次于 07 年历史最高的 81.3%，行业运营效率进一步提高。

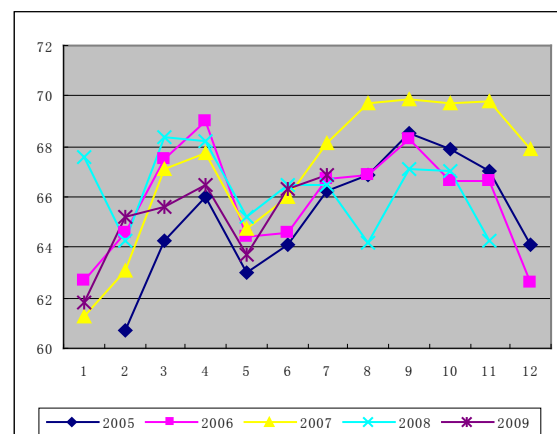
由于国内市场情况较好，三大航纷纷将国际航线运力转投国内市场，使得国内市场竞争愈加激烈，国内航线客座率也未同步于客运量的快速增长，三大航中只有南航的国内航线客座率同比是增长的；国际地区航线则正好相反，由于运力的大幅消减，客座率受需求下降影响较小。

图 5：行业客座率 %



数据来源：民航总局

图 6：行业载运率 %



数据来源：民航总局

1.3 票价水平开始止跌回升

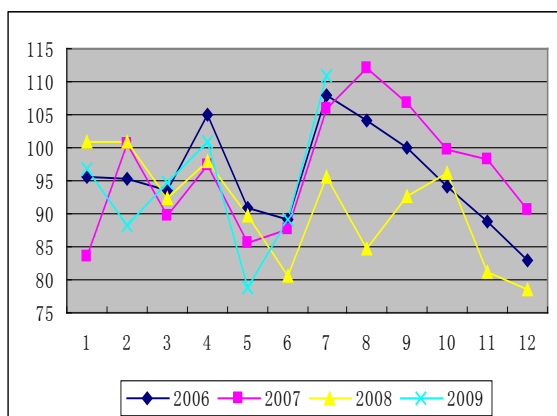
上半年，由于各大航空公司运力结构调整，在一定程度上加剧了国内市场的竞争，国内裸票价格同比下降。进入旺季以来，国内航线综合票价同比提升 15%以上，基本达到去

年含燃油附加费的水平。

而国际和地区航线票价明显下降。需求的大幅萎缩、高端客户流失、运力的相对过剩以及航空公司采取的低价促销措施是票价水平明显回落的主要原因。

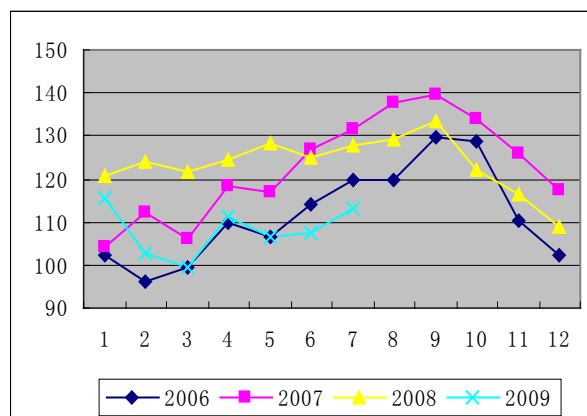
不过，随着航空旺季的到来、08 年同期较低的基数以及逐步好转的市场环境，未来几个月票价水平同比有望逐步提升。7 月份国内航线综合票价指数为 110.9，不但超过了 08 年的水平，也高于 07 年同期 105.8 的数据。国际和地区市场票价水平的复苏过程虽然较慢，但也出现了好转趋势。

图 7：国内航线综合票价指数



数据来源：民航总局

图 8：国际航线票价指数



数据来源：民航总局

1.4 货运持续低迷

货运市场由于受全球经济危机影响，整体表现不佳。1-7 月份，全行业货邮运输量完成 225.29 万吨，同比下降 5.8%，完成货邮周转量 62.24 亿吨公里，同比下降 11.5%。国际航线的增速明显低于国内航线，1-7 月份国内航线货邮运输量同比下降 2.1%，国际和港澳航线分别同比下降 20.4%和 14.6%。

不过，从月度数据来看，反弹态势从 09 年初开始正逐步展开。7 月份，国内市场同比增长 4.1%，连续两个月正增长，国际市场同比增长 1.1%，是继 08 年 7 月以来首次正增长，地区市场跌幅也在大幅收窄。

由于航空货运市场和国际经济关联度紧密，预计未来货运市场将呈现在不断反复中持续反弹的态势，预计全年货运周转量同比跌幅将收窄到 10%以内。

2. 4季度展望

推动航空运输业 3 季度快速增长的原因主要是旺季效应和 08 年的低基数，我们预计客运增速在 8 月份达到高峰，4 季度国内客运市场增速将出现高位回落，保持在 12%-15%左右。

国际经济的不断转暖将带动国际航线的快速恢复，从 IATA 公布的数据来看，国际航空业收费客公里增速已触底回升，我们预计国际航线 4 季度将继续回升。国际客运业务在国航和东航的收入中占比较高，分别占其 08 年客运收入的 40%和 30%。

从主要国家 PMI 指数来看,欧美经济 3 季度经济复苏情况较好,预示着我国出口同比增速将出现明显好转,这将带动航空货运市场的进一步走强。从地区来看,由于珠三角地区最先受到经济危机的冲击,08 年基数低,因此在经济复苏过程中,表现也最好。货运业务在国航和东航的收入中占比较高,分别占其 08 年总收入的 13.6%和 13%,南航仅占 6.3%。

受经济危机的影响,08 年 4 季度国内航线客座率和裸票价格为 2004 年以来同期最低,低基数效应仍将延续。若航空公司运力增长控制得当,4 季度票价水平虽然较 3 季度有所回落,但仍将超过 1,2 季度。

3. 国内油价逐步与国际接轨

油价对航空公司影响巨大,国内航空业主营成本的近 40%是航油成本,航油是航空公司最大的一笔支出。航油价格的下降极大地减轻了航空公司的成本压力。根据敏感性分析,如果国内航油价格每下降 100 元/吨,将分别增加国航、东航、南航、海航和上航每股收益 0.012 元、0.026 元、0.03 元、0.02 元和 0.04 元。

在经历了 08 年的大起大落后,09 年国际油价呈现低位震荡的走势。截止 09 年 9 月 24 日,国际原油均价为 65.89 美元/桶,同比大幅下降了 39%。到 09 年底,国际原油价格大幅上升的可能性不大,预计全年均价保持在 65 美元/桶左右,同比降幅为 40%左右。

在进行了成品油定价机制改革后,国内成品油价格和国际油价的联动性加强。截至 09 年 9 月 24 日,国内航油价格年内已经经过了 4 次下调和 3 次上调,9 月份国内航油零售价 5440 元/吨,预计 3 季度国内航油价格环比提升 28%,然而由于 08 年 3 季度国内油价处于上一轮上涨周期的波峰,同比仍大幅下降近 40%。目前国内外航油价差较小。虽然国内航油价格的调整频度加大,但基于国际原油和航油价格同比去年有大幅下降,预计 09 年国内航油均价也将有 40%的降幅。

目前的 WTI 价格为 65.89 美元/桶,比二季度末回落 9%,有航油套保的国航和东航基本没有公允价值转回。因此国航和东航 3 季度业绩相比半年报不会出现大幅变动。

未来原油市场在经历 OPEC 大幅减产、以中国为代表的发展中国家需求率先出现增长两个阶段之后,目前进入了以美国为首的发达经济体需求回升的阶段。结合当前供给保持稳定、发展中国家需求继续强劲的背景下,我们预计原油价格在未来 12 个月出现温和上涨,航空公司面临一定的成本压力。

图 9: 我国航油价格与国际航油价格比较 单位: 元/吨



数据来源：Bloomberg

表 1：航油涨价的敏感性分析

	耗油量 (万吨)	国内加油量 (万吨)	航油上涨 100 元/吨对 EPS 的影响
中国国航	320	150	-0.012
南方航空	330	270	-0.03
东方航空	270	140	-0.026
上海航空	60	50	-0.04
海南航空	90	65	-0.02

数据来源：信达证券

表 2：2009 年以来国内燃油调整时间及幅度

时间	调整幅度	航油出厂价	航油零售价	上调项目
2009-1-1	-330	5050	5420	下调航油采购补贴
2009-1-15	-1060	3990	4360	下调航油出厂价
2009-3-25	-430	3560	3930	下调航油出厂价
2009-5-19	460	4020	4390	上调航油出厂价
2009-6-30	1030	5050	5420	上调航油出厂价
2009-7-29	-280	4770	5140	下调航油出厂价
2009-9-2	300	5070	5440	上调航油出厂价

数据来源：民航总局

4 人民币汇率基本稳定

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

航空公司是人民币升值的最大受益者。本币升值后，国内航空公司将降低债务负担，改善资产负债结构，并通过一次性的汇兑损益大幅提升公司当期业绩，同时经营成本也将因本币升值而下降。人民币汇率升值收益是 06、07 年行业利润增长的重要来源，行业累计受益超过 170 亿元。

09 年来，人民币汇率年内一直保持了较平稳的态势，对航空公司业绩基本没有影响。国际清算银行 15 日公布的数据显示，8 月人民币实际有效汇率指数为 117.38，月度环比升值 1.16%。8 月人民币实际有效汇率升值，主要受美元指数走弱，人民币对美元汇率有所抬升所致。受美元指数持续下跌影响，近期人民币对美元中间价一路走高，创下 3 个多月以来的最高水平。24 日，人民币对美元中间价为 6.8272，较 6 月底的 6.8303 变动不大。

我们预计年内人民币汇率走势仍将保持相对稳定。一方面，美元可能步入中长期贬值通道。尽管美元不会对欧元或日元大幅贬值，但美元的真实购买力可能严重缩水，美元对新兴市场国家货币可能显著贬值。美国政府从来都不会承认“弱势美元”的好处，但这并不会妨碍美国政府通过美元贬值来获得真实收益——经常账户的改善以及真实债务的降低。另一方面，目前人民币缺乏大幅升值的基础。海关数据显示，8 月份我国出口形势仍不乐观。

4 H1N1疫情影响不大

进入 3 季度以来，甲流疫情又卷土重来，8 月下旬感染人数急剧增加，并且随着新生开学，多个省市出现部分学校甲流聚集性病例增多的情况，截至 9 月 16 日，我国内地 31 个省区累计报告 10221 例甲流确诊病例，其中已治愈 6098 例。

春季时暴发的甲流疫情大部分为输入性病例，而此次疫情出现了社区的集中暴发，因此感染人数剧增，且流行速度更快。从现有疫情来看，甲型流感病毒毒力未发生变化，依然是可防、可控、可治的，主要是由季节变化引起的，并且我国已生产出了相应的疫苗。根据有关的信息报告，“十一”黄金周各地出境游人数创新高。因此短期来看此次疫情对航空市场冲击不大。

5. 估值和投资策略

航空业作为一个趋势投资的品类，低基数效应依然将在四季度延续——预计行业四季度在国际需求复苏和“十一”黄金周的拉动下，RPK 同比增长 12%—15%左右。08 年 4 季度受国际经济危机影响，国内票价水平跌落往年同期低谷，4 季度价格同比提升可延续，燃油价格变化不会太大，因此 4 季度主业盈利能力好于上半年。

我国宏观经济及世界经济的逐步回升，会带动整个行业，尤其是国际航线和货运业务的回暖，这种结构性的变化会带来盈利能力的提高，从而在一定程度上弥补国内业务季节性回落的影响。同时考虑 3 季度，是航空公司全年业绩的主要来源，我们维持航空业买入的投资评级，建议关注国际航线和货运业务复苏最受益的中国国航和 ST 东航。

无论是纵向比较还是横向比较，目前航空股的估值水平都不算低，三大航的 A/H 股平均溢价水平高达 120%。由于航空公司未来几年大多出现亏损，因此采用 PB 和 EV/EBITDA 对航空公司进行比较。国际航空公司 PB 普遍在 1 倍左右，A 股航空公司，特别是东方航空估值偏高。从历史上看，A 股航空股目前的市净率估值离低点尚有距离，估值并不安全。

国内航空公司 A 股股价相对 H 股溢价水平较高，估值较国际可比公司也偏高，而且估值水平明显高于大盘，估值缺乏吸引力。

然而，随着经济逐步复苏、旺季所带来的经营状况的逐步改善、事件性的驱动因素仍会给板块带来一定的波段操作的机会。建议关注国际航线和货运逐步走出低谷带来的投资机会。

表 4：国际航空公司估值对比

	代码	货币	股价	PB			EV/EBITDA		
				08E	09E	10E	08E	09E	10E
新加坡航空	SIA SP	SGD	13.44	1.20	1.15	1.10	7.11	4.93	4.28
国泰航空	293 HK	HKD	12.86	1.28	1.22	1.16	8.88	7.61	6.36
全日空	9202 JP	JPY	251	1.40	1.32	1.24	12.52	9.19	7.49
日本航空	9205 JP	JPY	134	2.39	1.82	1.47	29.01	8.68	6.60
马来西亚航空	MAS MK	MYR	3.04	1.42	1.38	1.27	-6.58	19.30	5.26
泰国航空	THAI TB	THB	22.4	0.74	0.70	0.68	6.10	5.31	4.92
快达航空	QAN AU	AUD	2.84	1.08	1.04	1.00	3.53	3.00	2.66
亚州航空公司平均				1.36	1.23	1.13	8.65	8.29	5.37
奥地利航空	AUA AV	EUR	4.41	3.94	5.25	3.17	6.52	4.99	4.46
汉莎航空	LHA GR	EUR	11.84	0.85	0.84	0.80	3.43	2.50	1.97
法国航空	AF FP	EUR	12.05	0.63	0.66	0.66	9.58	5.20	3.80
阿拉斯加航空	ALK US	USD	27	1.27	1.06	0.92	2.89	2.57	2.42
西南航空	LUV US	USD	9.65	1.53	1.50	1.42	6.98	4.58	3.60
大陆航空	CAL US	USD	16.81	4.92	6.99	4.48	11.21	4.14	3.47
美利坚航空	AMR US	USD	8.02	-0.79	-0.60	-0.53	17.69	4.85	4.91
达美航空	DAL US	USD	9.05	4.51	5.90	6.83	9.32	4.17	4.16
国际航空公司平均				2.70	2.22	8.45	4.12	3.60	1.46
中国国航（H）	753 HK	HKD	4.5	2.33	2.10	1.88	8.87	7.85	6.99
南方航空（H）	1055 HK	HKD	2.52	2.00	1.80	1.64	9.73	7.91	7.28
东方航空（H）	670 HK	HKD	2.69	-10.72	25.62	16.92	14.20	10.40	8.68
H 股平均				-2.13	9.84	6.81	10.93	8.72	7.65
南方航空（A）	600029 CH	CNY	5.14	3.49	3.19	3.18	8.53	6.87	6.13
东方航空（A）	600115 CH	CNY	5.48	-12.89	14.27	8.33	19.35	11.03	9.14
中国国航（A）	601111 CH	CNY	7.63	3.30	3.42	2.98	8.97	7.44	6.47

数据来源：Bloomberg

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司(以下简称“本公司”)认为可靠的已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证报告信息已做最新变更,也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,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询价。在任何情况下,本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保,投资者据此投资,投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址: 北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编: 100045

传真: 010-88656483

网址: www.cindasc.com

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。