

[2009.11.10]

航空业：奥巴马将访华，人民币升值预期走强，关注航空股交易机会

✍ 吴 莉 孙丽萍
☎ 010-59312710 010-59312823
✉ wuli@gtjas.com sunliping@gtjas.com

本报告导读：

➤ 受奥巴马近期将访华刺激，人民币升值预期再次走强，航空股短期存在交易性机会。考虑到南航对汇率变动最为敏感，短期建议重点关注南航，其次为东航和国航。

投资要点：

- 本周末奥巴马将访华，人民币升值预期再次走强。15-18 日奥巴马总统将访华，重要议题之一是在清洁能源方面的合作。此外，市场预期人民币汇率问题也将是奥巴马访华期间美方向中国施压的重点之一。远期市场对人民币升值的预期再次走强。上周五一年期人民币无本金交割远期价格 NDF 收于 6.627，隐含市场预期未来一年人民币对美元的升值幅度达到 3.03%。
- 人民币兑美元升值，将使得各航空公司美元负债的账面价值减少，从而产生汇兑收益。人民币兑美元每升值 1%，将分别增厚南航、东航、国航、海航每股收益 0.042 元、0.030 元、0.025 元和 0.022 元，其中，南航对汇率的变动最为敏感。如果按照 1 年期 NDF 隐含的未来一年人民币升值幅度在 3% 左右计算，将分别增厚南航、东航、国航、海航 2010 年 EPS 0.125 元、0.090 元、0.074 元和 0.066 元。
- 国际油价以美元报价，人民币对美元升值，将使得航空公司能够在一定程度上对冲国际油价上涨带来的成本压力。人民币兑美元每升值 1%，将分别对冲南航、东航、国航、海航燃油成本 1.6 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元和 0.45 亿元，对每股收益的影响幅度分别为 0.015 元、0.012 元、0.009 元和 0.010 元。在人民币升值背景下，南航对冲油价上涨的能力最强。
- 需求回升，运力偏紧，2010 年行业供需格局向好。预计 10 年旅客运输量增速在 13%—14% 左右，而受 B787 延迟交付、老旧运力加速淘汰等因素影响，座位投放速度将降至 10% 以下，低于 13%-14% 的需求增速，供需格局将进一步改善，客座率和票价水平有望进一步提升。
- 受奥巴马近期将访华刺激，人民币升值预期再次走强，航空股短期存在交易性机会。考虑到南方航空对汇率的变动最为敏感，短期建议重点关注南方航空，其次为 ST 东航和中国国航。海南航空由于受海南国际旅游岛政策刺激，短期涨幅偏大，风险较大。
- 风险：甲流疫情恶化。

细分行业评级

航空运输业 增持

重点公司评级

公司	评级
中国国航	增持
海南航空	增持
南方航空	增持
东方航空	谨慎增持

近一个月航空股市场表现：

	近一个月涨幅
上证指数	8.67%
航空运输板块	9.81%
海南航空	34.05%
ST 东航	7.04%
南方航空	6.68%
ST 上航	4.74%
中国国航	4.54%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 本周末奥巴马访华，人民币升值预期再次走强

本周末开始，奥巴马总统将访华，重要议题之一是在清洁能源方面的合作。此外，市场预期人民币汇率问题也将是奥巴马访华期间美方向中国施压的重点之一。

为了配合奥巴马访华，增加其与中国谈判人民币汇率的筹码，近期中美贸易战升温：作为“轮胎特保案”的延续，5日美对华输美油井管征收最高达99.14%的反倾销税；6日中国商务部对美国汽车产品发起“双反”调查；同日美国国际贸易委员会初步裁定对从中国等国进口的铜版纸等产品征收“双反”关税。

上周五一年期人民币无本金交割远期价格 NDF 收于 6.627，隐含市场预期未来一年人民币对美元的升值幅度达到 3.03%。远期市场对人民币升值的预期再次走强。

图 1：8 月中旬以来美元兑人民币汇率持续走低

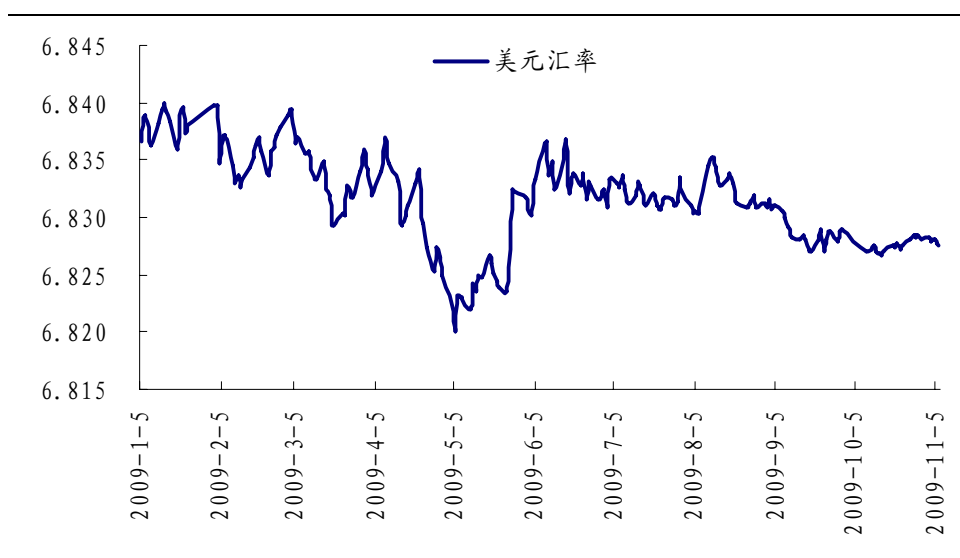
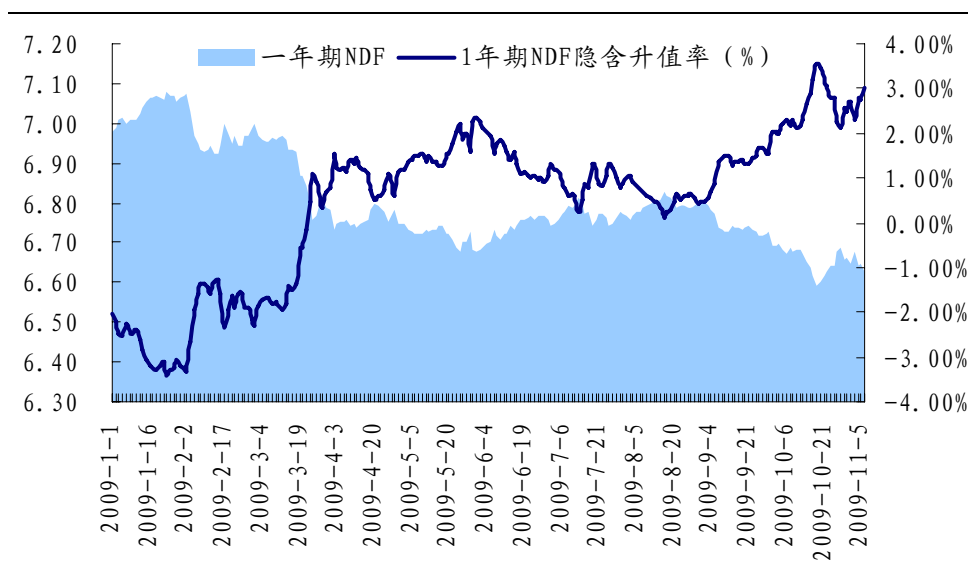


图 2：上周五一年期 NDF 收于 6.627，隐含市场预期未来一年人民币对美元的升值幅度达到 3.03%，市场对于人民币升值的预期再次走强



2. 人民币升值对航空业的影响

由于航空业特殊的资产负债结构以及成本构成，汇率波动对航空业的影响体现在汇兑损益和航油成本两个方面：

➤ 美元负债产生汇兑收益

国内航空公司主要的运输设备如飞机、发动机、及航材设备等基本是从国外进口或以租赁方式引进，因此拥有大量美元负债。截至 09 年中期，南航、东航、国航、海航美元负债分别高达 444 亿元、309 亿元、403 亿元和 103 亿元 RMB，占各公司债务总额的比重分别为 55%、41%、52%和 23%。

人民币兑美元升值，将使得各航空公司美元负债的账面价值减少，从而产生汇兑收益。根据我们测算，人民币兑美元每升值 1%，将分别增厚南航、东航、国航、海航每股收益 0.042 元、0.030 元、0.025 元和 0.022 元，其中，南航对汇率的变动最为敏感。如果按照 1 年期 NDF 隐含的未来一年人民币升值幅度在 3%左右计算，将分别增厚南航、东航、国航、海航 2010 年 EPS 0.125 元、0.090 元、0.074 元和 0.066 元。

表 1：人民币升值对各航空公司业绩的影响程度

	负债结构			人民币升值对 EPS 的影响（元）		
	负债总额（亿元）	美元负债总额（亿元 RMB）	美元负债比例	升值 1%	升值 2%	升值 3%
南方航空	802	444	55%	0.042	0.083	0.125
东方航空	758	309	41%	0.030	0.060	0.090
中国国航	770	403	52%	0.025	0.049	0.074
海南航空	443	103	23%	0.022	0.044	0.066

资料来源：公司中报、国泰君安证券

➤ 对冲油价上涨

航油成本占各航空公司营业成本的 30%-40%，是最大的成本支出项目。由于国际油价以美元报价，人民币对美元升值，将增加人民币的对外购买力，使得航空公司能够在一定程度上对冲国际油价上涨带来的成本压力。

根据我们测算，人民币兑美元每升值 1%，将分别对冲南航、东航、国航、海航燃油成本 1.6 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元和 0.45 亿元，对每股收益的影响幅度分别为 0.015 元、0.012 元、0.009 元和 0.010 元。在人民币升值背景下，南航对冲油价上涨的能力最强。

表 2：人民币升值对油价上涨的对冲幅度

	年航油用量（百万吨）	人民币升值 1%，对冲燃油成本（亿元）	增厚 EPS（元）
南方航空	330	1.60	0.015
东方航空	260	1.20	0.012
中国国航	320	1.50	0.009
海南航空	90	0.45	0.010

资料来源：国泰君安证券

3. 需求回升，运力偏紧，2010 年行业供需格局向好

➤ 低基数效应消除后，客运量增速回归长期均衡值，预计 10 年增长 13%-14%

9 月份国内航线旅客运输同比增长 17.8%，较 8 月份 40% 左右的增速出现较大幅度回落。随着 08 年北京奥运会所造成的低基数效应的消除，国内航线旅客运输量增速正在向 15% 左右的长期均衡值回归。展望 2010 年，在国内经济持续回暖的驱动下，商务和旅游出行将更为活跃，按照市场预期 10 年 GDP 增速 10% 左右、及 1.5 倍的弹性系数计算，预计全年国内航线旅客运输量增速将在 15% 左右。同时，目前国际航线需求复苏的迹象也很明显：7 月份旅客运输量恢复正增长，最新 9 月份增速为 14.9%。在全球经济复苏的驱动下，预计 2010 年国际航线旅客运输量增速将恢复至 10% 左右。加权计算 2010 年行业整体旅客运输量增速在 13%-14% 左右。

➤ 多因素导致 10 年行业运力增速降至 10% 附近，供需格局向好

按照十一五规划，2006-2010 年行业运力年均增长 12%。但受多方面因素影响，2010 年全行业实际运力投放速度将低于十一五规划：首先，50 多架 B787 飞机要延迟到 2010 年底以后才能交付；其次，2009-2010 年民航局暂停受理新设航空公司的申请；此外，2009 年各航空公司加大了对老旧飞机淘汰力度。预计 2010 年全行业实际座位投放速度将降至 10% 附近，低于 13%-14% 的需求增速，市场供需格局向好，客座率和票价水平将进一步提升。

图 3：四大航空公司运力投放速度

	飞机座位数（个）			增速	
	2008A	2009E	2010E	2009E	2010E
中国国航	44,088	46,778	50,608	6.1%	8.2%
南方航空	57,368	60,870	69,029	6.1%	13.4%
东方航空	39,083	41,656	44,732	6.6%	7.4%
海南航空	12,675	17,267	19,785	36.2%	14.6%
合计	153,214	166,571	184,154	8.7%	10.6%

资料来源：国泰君安证券（注：由于各家航空公司 10 年具体的飞机退出计划还未确定，上表中计算 10 年运力投放速度仅考虑新飞机的交付，未考虑老旧飞机退出）

➤ 全球经济尚未企稳背景下，国际油价大幅上涨的概率不大

国际油价波动是目前行业面临的最大的不确定性因素，预计在全球经济仍处于复

苏阶段尚未企稳的背景下，2010 年国际油价出现大幅上涨的概率不大。同时，目前国内航线燃油附加费尚未恢复、国际航线燃油附加费也处于历史较低水平，通过恢复征收国内航线、提高国际航线燃油附加费标准航空公司能够转嫁一半以上的油价上涨成本。并且在供需向好的情况，航空公司转嫁燃油成本的能力也相对较强。

4. 人民币升值预期走强，关注航空股交易机会

受奥巴马近期将访华刺激，人民币升值预期再次走强，航空股短期存在交易性机会。考虑到南航对汇率的变动最为敏感，短期建议重点关注南航，其次为东航、国航和海航。

表 3：主要航空股业绩预测与估值

	股价	EPS			每股净资产	PB	评级
		2009E	2010E	2011E			
中国国航	8.10	0.35	0.27	0.31	1.99	4.1	增持
海南航空	6.04	0.23	0.27	0.33	1.84	3.3	增持
南方航空	5.67	0.05	0.14	0.16	1.29	4.4	增持
ST 东航	6.02	0.10	0.07	0.16	-0.44		谨慎增持

作者简介:

吴莉: 中国人民大学会计硕士, 3年证券行业从业经验。2006年6月-2008年3月, 天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究; 2008年4月进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究。

孙利萍: 中国人民大学会计专业硕士。1999年进入证券分析行业。2005年获得新财富航空机场行业第三名, 2007年获得新财富航运港口铁路公路行业第五名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com