

深度报告

航空

航空行业 2010 年投资策略

推荐

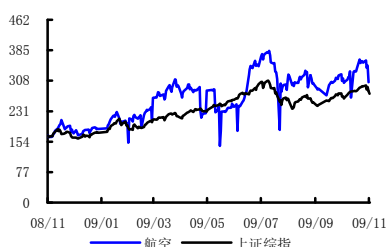
(上调评级)

2009 年 12 月 3 日

本报告的独到之处

- 对航空需求的驱动因素进行了详细分析
- 对供需改善对航空公司盈利的传导路线和盈利进行了分析

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《航空运输行业 09 年中期投资策略：关注流动性和通胀对行业的影响 (ppt 演讲稿)》——2009-7-3

分析师：黄金香 CFA

电话：010-82252922

E-mail: huangjxiang@guosen.com.cn

行业投资策略

供需明显改善和人民币升值双轮驱动

● 明年航空需求将有望保持 15% 以上的增长

我国人均 GDP 刚超过 3000 美元，产业正处于航空消费由高端向大众化转变的阶段，在此背景下，2010 年 GDP 增速反弹以及 M1 的快速增长将带动航空需求的快速增长，我们认为航空需求将保持 15% 以上的增长。

● 飞机运力供给将在 12% 左右

2010 年行业新增运力投放预计在 12% 左右，而由于 2008-2009 年航空公司采用退租等方式退出了大量飞机，同时推迟了部分飞机的引进时间，而 2009 年国内航线高增长基本消化了潜在闲置运能，ASK 增速预计也将在 12% 左右。

● 行业供需将明显改善，带动客座率和票价水平回升

行业需求增速将超过行业供给增速预计 3-5 个百分点，这将使客座率上升约 3 个百分点，可能创下历史新高，并提升行业飞机日利用小时，行业的竞争将趋缓，从而有望带动票价水平回升。

● 人民币升值有望重启，将给航空公司带来较大汇兑收益

预计人民币将升值 3-5%，这对于拥有巨额美元负债的航空公司将带来重大利好，航空公司将因此产生较大的汇兑收益。

● 上调航空公司投资评级，由“谨慎推荐”到“推荐”。

航空主业的盈利将有望获得显著改善；同时由于人民币有望升值 3%-5%，这将给航空公司带来较大的汇兑收益，航空业有望重拾 2007 年上涨的逻辑：供需明显改善+人民币升值，实现盈利的双轮驱动。我们上调行业评级至推荐，建议投资者重点关注中国国航和南方航空，我们上调中国国航、南方航空的投资评级由谨慎推荐到推荐。我们维持机场行业谨慎推荐的投资评级，继续推荐厦门空港、维持上海机场谨慎推荐的投资评级。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值	昨收盘 (元)		EPS		PE	投资评级
		(百万元)	2009-11-27	2009E	2010E	2009E		
601111	中国国航	97398.33	7.95	0.37	0.54	22	推荐	
600029	南方航空	46740.83	5.84	0.08	0.33	73	推荐	
600897	厦门空港	5140.20	17.26	0.95	1.05	18	推荐	
600009	上海机场	28692.41	14.89	0.35	0.48	43	谨慎推荐	

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们判断明年行业需求增速将超过行业供给增速，并带动飞机日利用小时和客座率的回升，并有可能创下新高，从而使行业景气将进一步好转，航空票价水平也将进一步回升，航空主业的盈利将有望获得显著改善；同时由于人民币有望升值3%-5%，这将给航空公司带来较大的汇兑收益，航空业有望实现盈利的双轮驱动——供需明显改善+人民币升值。

我们上调行业评级至推荐，建议投资者重点关注中国国航和南方航空，我们上调中国国航、南方航空的投资评级由谨慎推荐到推荐。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设是明年 GDP 的增长不会低于 9%，国际经济缓慢复苏，航空需求同比增速将超过 15%，而航空运力增速将为 12%左右。

与市场的不同之处

市场认为航空需求增速将比较温和，我们认为在航空消费大众化的产业背景下，M1 的快速增长和 GDP 增速反弹有望使航空需求增速保持 15%以上的增速。并且我们对供需改善对航空盈利明显改善的传递路径进行了详细分析，并且认为其弹性可能会超过市场预期。

市场预期高速铁路将对航空需求产生较大影响，我们认为其影响在 2010-2011 年非常小，可能在 2012 年会有一定影响。

股价变化的催化因素

人民币升值重启，旅客增速超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、如果中国宏观经济增长再度趋缓，将导致其客货运业务增长不能达到预期；
- 2、流行病可能会对航空需求产生影响。
- 2、人民币对美元汇率仍保持稳定或者贬值。

内容目录

行业 09 年回顾：经济复苏和低基数带来高增长	5
国内航线保持高速增长，客座率和票价出现回升	5
国际航线缓慢复苏	6
航空货运回升明显，忠实反映了经济活力的加强	7
航空需求有望继续保持快速增长	8
由高端向大众化的转变将推动航空消费增长另一个黄金十年	8
经济回升以及M1 高增长将带动 2010 年航空消费快速增长	9
高铁在 2012 年之前对航空需求的影响非常小	10
国际经济复苏以及低基数将带动国际航线的较快增长	11
总结：预计航空需求将保持 15%以上的增长	11
航空运力增速将温和增长	11
部分运力退出和流量高增长使闲置运能得到良好消化	11
2010 年飞机运力增速约为 12%左右	12
供需改善将带动航空主业经营出现明显改善	13
供需明显改善，航空客座率和飞机利用小时有望创下历史新高	13
票价水平有望出现明显回升	13
燃油附加征收将减轻油价成本压力	14
航空主业的盈利将出现明显改观	15
人民币有望升值将使航空公司获得巨额汇兑收益	16
汇兑收益预计将在明年重新产生	16
行业投资评级及投资建议	17
双轮驱动，航空公司业绩将明显改善，上调行业评级至推荐	17
机场行业将受益于航空消费的快速增长，维持谨慎推荐评级	18

图表目录

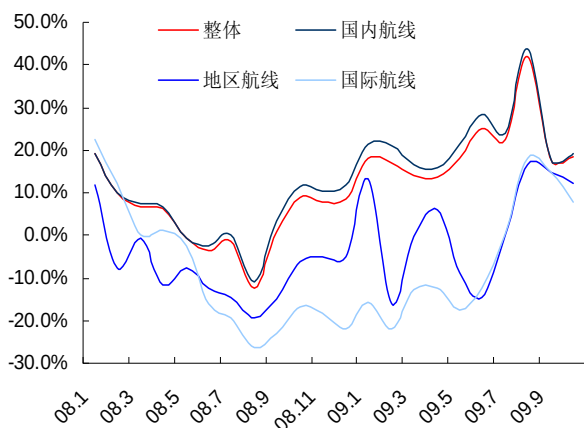
图 1: 08 年 1 月-09 年 10 月国内、国际、地区航线增速	5
图 2: 08 年 1 月-09 年 10 月客座率和货邮载运率	5
图 3: 截止 09 年 10 月的三大航国内航线 RPK 同比增长率	5
图 4: 截止 09 年 10 月的三大航国内航线 ASK 同比增长率	5
图 5: 截止 09 年 10 月的三大航国内航线的客座率	6
图 6: 截止 09 年 10 月的国内航线票价指数	6
图 7: 国际航线各月的旅客量水平	6
图 8: 国际航线 RPK 同比负增长率有所缩窄	6
图 9: 三大航国际航线运力投放增速较低	7
图 10: 国际航线客座率同比出现明显回升	7
图 11: 07 年以来内航亚洲及地区航线票价指数	7
图 12: 07 年以来亚洲外国际航线票价指数	7
图 13: 08 年以来国航的货运业务增长率	8
图 14: 08 年以来南航的货运业务增长率	8
图 15: 08 年以来东航的货运业务增长率	8
图 16: 08 年以来国航、东航的货邮载运率	8
图 17: 日本人均 GDP 超过 3000 美元后的旅客增长情况	9
图 18: 我国历年航空旅客构成变化	9
图 19: 航空旅客增速与 GDP 增速的比较	10
图 20: 中国航空旅客增速与 M1 增速的相关性	10
图 21: 我国 07-08 冬春季长、中、短程航线旅客比例	10
图 22: 我国将于 2009-2010 年完工的高铁线路	10
图 23: 全球和欧美 PMI 在快速反弹	11
图 24: 我国历年国内、出境旅客增长率	11
图 25: 国航、南航历年飞机利用小时情况	12
图 26: 2007 年以来三大航各月的客座率情况	12
图 27: 08-10 年三大航飞机运力增长情况	12
图 28: 2010 年三大航预计引进的飞机型号数量及比重	12
图 29: 2008 年以来航空客座率与票价指数的相关性	13
图 30: 三大航的旅客结构	13
图 31: 三大航 04-08 年客公里收益同比增长率	14
图 32: 三大航 04-08 年 ASK 同比增速	14
表 1: 国内航线燃油附加费征收的静态分析	15
图 33: 07 年以来的国内和新加坡航空煤油价格	15
图 34: 国航 2009 年原油采购价格	15
图 35: 2010 年经济回升情况下对航空盈利的传递路径	16
图 36: 09 年中报三大航的美元负债金额	17
图 37: 人民币升值 5% 假设下对 2010 年 EPS 影响	17

行业 09 年回顾：经济复苏和低基数带来高增长

国内航线保持高速增长，客座率和票价出现回升

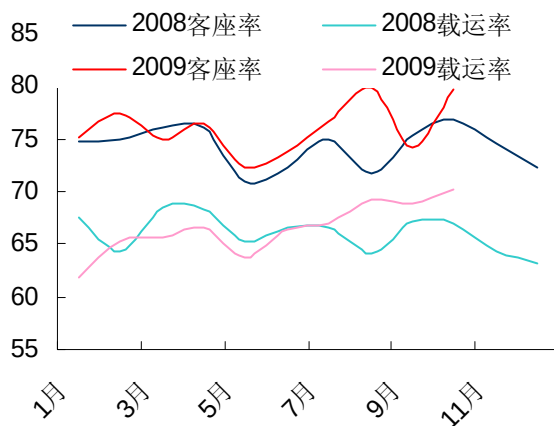
我们曾于 09 年春节投资策略报告《受抑制需求的释放有望带动行业快速增长》中指出：受 08 年地震和奥运等因素抑制的需求将在 2009 年得到释放，并带来行业的快速增长，而国内经济的快速复苏进一步推动了航空消费的快速增长，截止到 10 月，国内航线的同比增长率达到了 22.5%，三大航的客座率全面超过 2008 年的水平，并接近 2007 年同期水平，裸票价格水平也同样接近 2007 年。

图 1：08 年 1 月-09 年 10 月国内、国际、地区航线增速



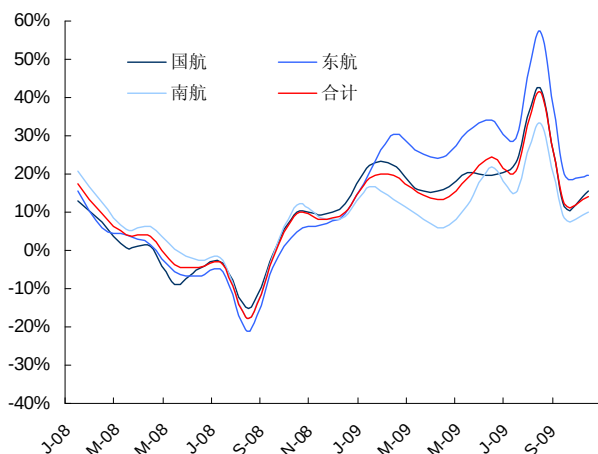
资料来源：CAAC，国信证券经济研究所

图 2：08 年 1 月-09 年 10 月客座率和货邮载运率



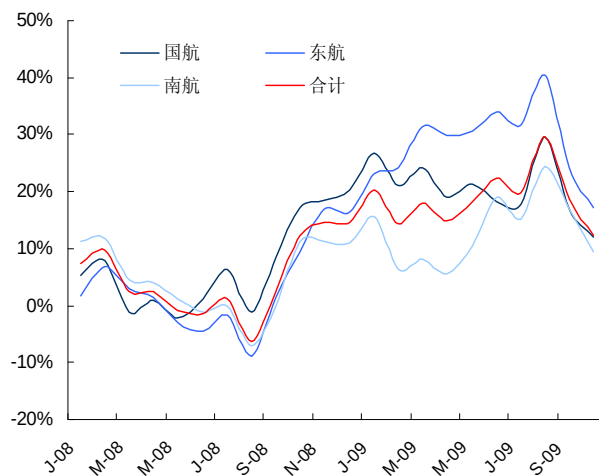
资料来源：CAAC 国信证券经济研究所

图 3：截止 09 年 10 月的三大航国内航线 RPK 同比增长率



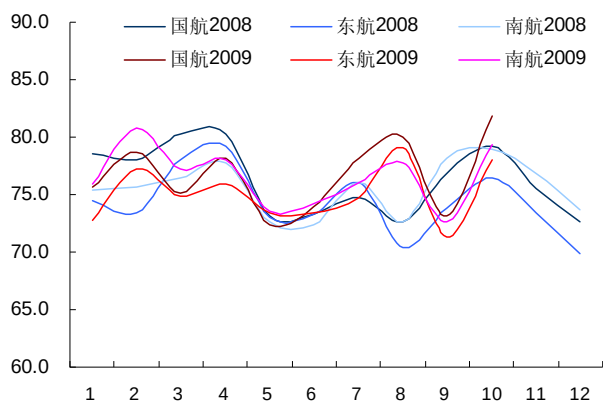
资料来源：CAAC，国信证券经济研究所

图 4：截止 09 年 10 月的三大航国内航线 ASK 同比增长率



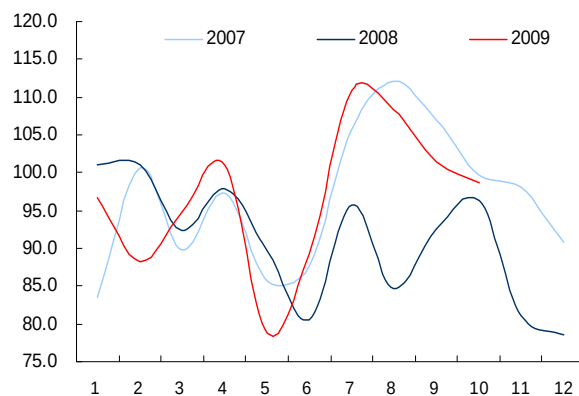
资料来源：CAAC 国信证券经济研究所

图 5: 截止 09 年 10 月的三大航国内航线的客座率



资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所

图 6: 截止 09 年 10 月的国内航线票价指数

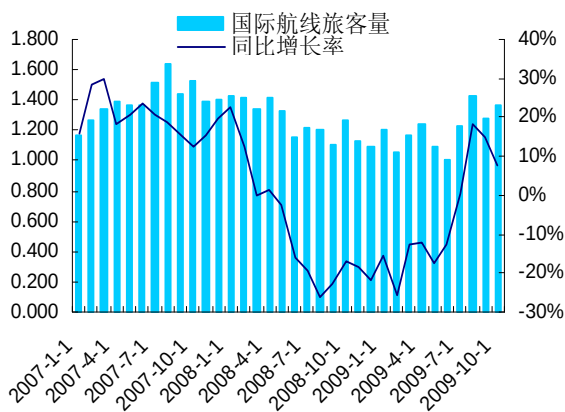


资料来源: CAAC 国信证券经济研究所

国际航线缓慢复苏

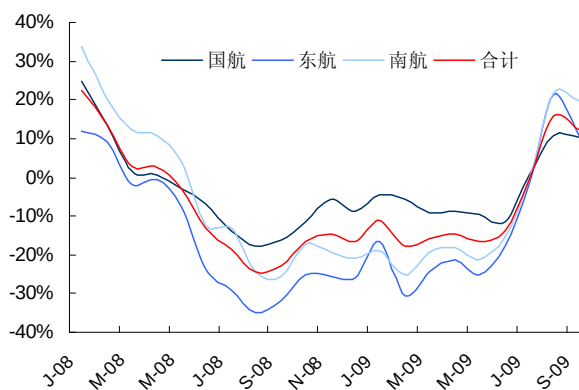
国际经济 09 年整体在底部徘徊并缓慢复苏, 国际航空客运与全球经济状况相当, 基本上处于缓慢复苏之中, 从图 1 可以看到, 国际航线的增速明显低于国内航线, 直至 7 月份才恢复正增长, 10 月的客运量仅恢复到 2007 年旅客量的 90% (图 7), 但由于航空公司在国际航线上运力投放的压缩 (图 9), 使得国际航线的客座率出现明显回升 (图 10), 至 10 月三大航整体客座率已经接近 07 年, 亚洲外国际航线的裸票价格水平已经和 07 年相当, 但亚洲内国际航线的价格水平尚处于较低水平。

图 7: 国际航线各月的旅客量水平



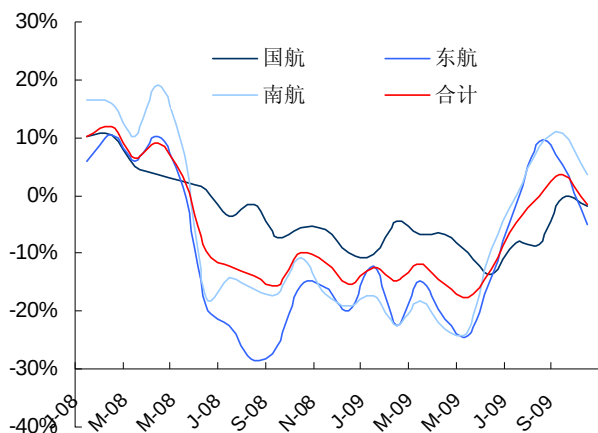
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 8: 国际航线 RPK 同比负增长率有所缩窄



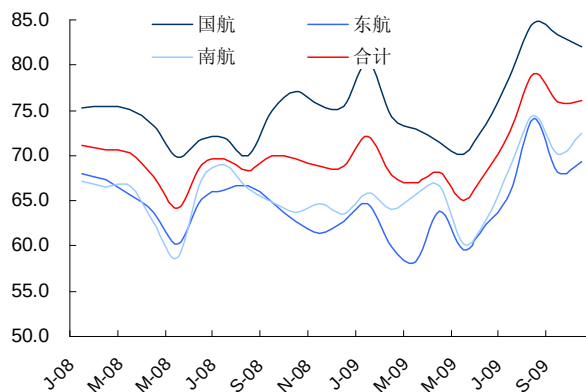
资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

图 9：三大航国际航线运力投放增速较低



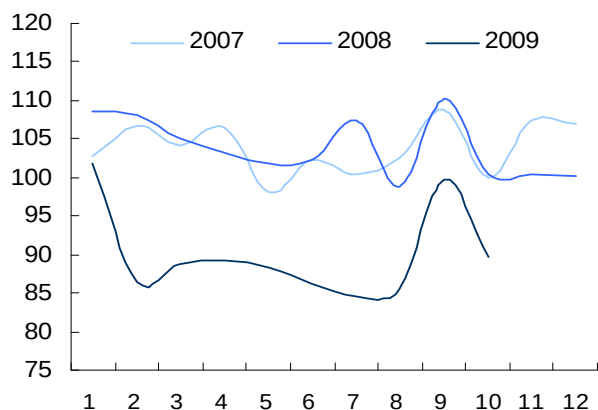
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 10：国际航线客座率同比出现明显回升



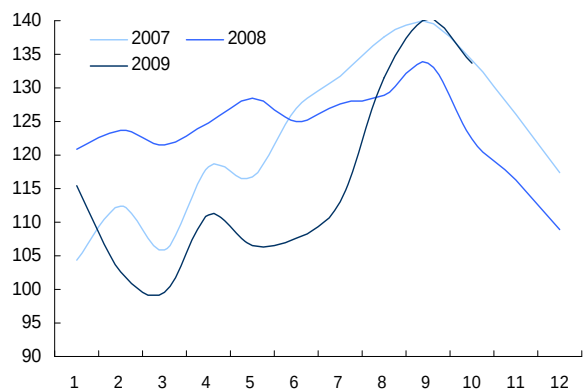
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 11：07 年以来内航亚洲及地区航线票价指数



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 12：07 年以来亚洲外国际航线票价指数

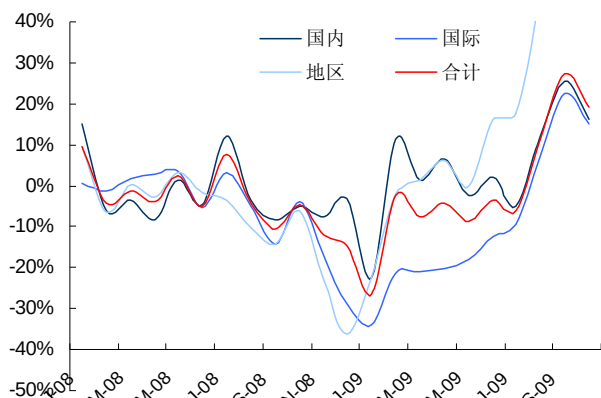


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

航空货运回升明显，忠实反映了经济活力的加强

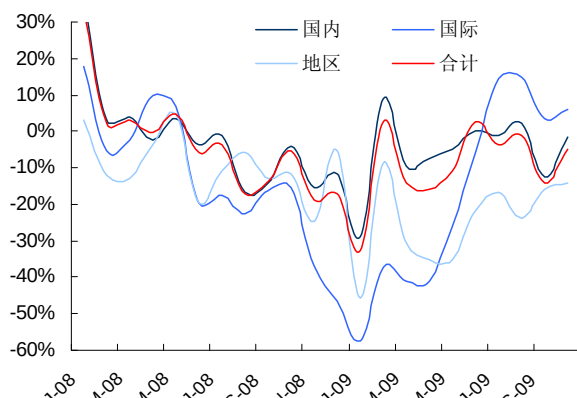
与航空客运是经济的先导性指标不同，航空货运基本上是经济的同步指标，今年国内航空货运一季度就率先反弹，而国际航空货运直到 8 月份才开始出现反弹，目前无论是国内、国际和地区航线实现了较快的复苏势头，三大航除南航外航空货运均保持了较快增长（图 13、14、15），而航空的载运率也实现了 V 型反弹，据了解，航空货运的价格从年初到现在也反弹了三倍左右。

图 13: 08 年以来国航的货运业务增长率



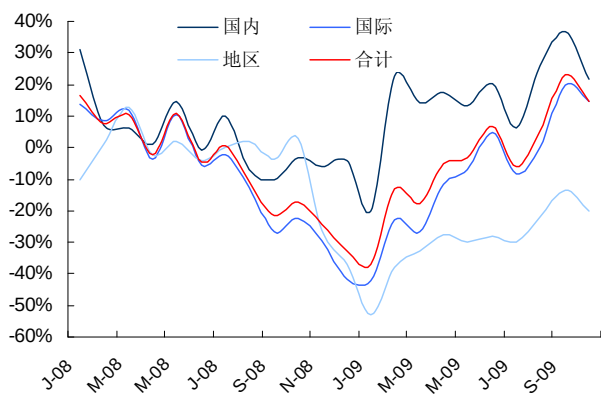
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 14: 08 年以来南航的货运业务增长率



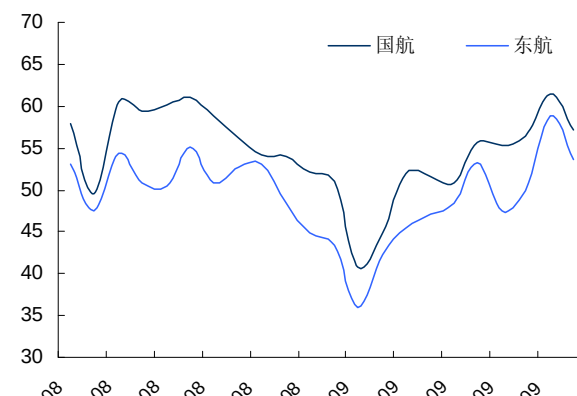
资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 15: 08 年以来东航的货运业务增长率



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 16: 08 年以来国航、东航的货邮载运率



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

航空需求有望继续保持快速增长

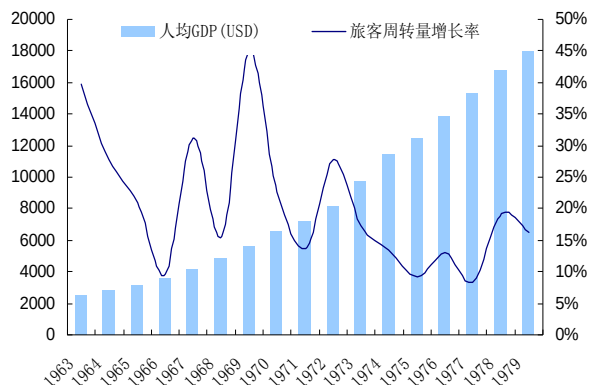
由高端向大众化的转变将推动航空消费增长另一个黄金十年

我们认为,对短期航空增速的预测必须放在产业发展阶段来看,在不同的产业阶段,行业具有自身不同的特征和发展动力,其受宏观经济的影响也不尽相同。从航空业来看,航空业将经历高端消费到逐步大众消费的转变阶段,即由奢侈品向大众消费品的转变。首先就发展速度而言,行业在由高端向大众消费转变的普及化阶段往往是行业增速最快的阶段,在普及后将下滑至低速发展阶段;其次就受宏观经济的影响而言,两仓旅客仍是高端消费,受经济的影响仍较大,但经济仓旅客的受影响程度将大幅降低。

我国人均 GDP 在 2008 年超过 3000 美元,从国外情况看,这正是航空消费由高端向大众化转变的快速阶段,从图 17 可以看到,日本在人均 GDP 超过 3000 美元后的十年里,航空旅客增速年复合增长率达到了 23%,远远高于其 GDP 的年

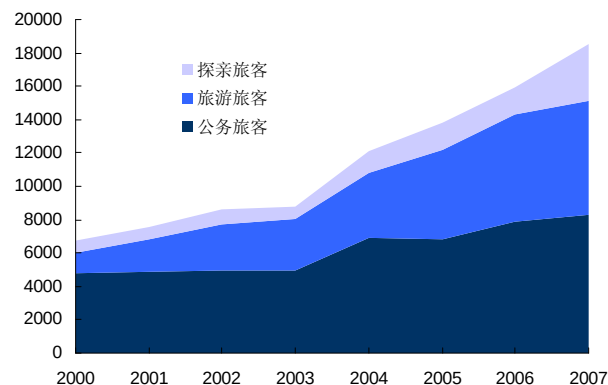
复合增长率（16%）左右，航空增速大约是其 GDP 增长的 1.5 倍。从我国航空旅客构成也可以看到，2000 年以来航空旅游探亲旅客占比快速提升，目前已经取代商务旅客成为我国航空旅客的主流。因此，我们认为我国仍处于航空消费大众化的快速普及阶段，航空消费仍将在未来十年保持快速增长（当然前提是中国经济将能够保持持续较快增长），未来十年仍将是航空消费快速增长的黄金十年。

图 17：日本人均 GDP 超过 3000 美元后的旅客增长情况



资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

图 18：我国历年航空旅客构成变化



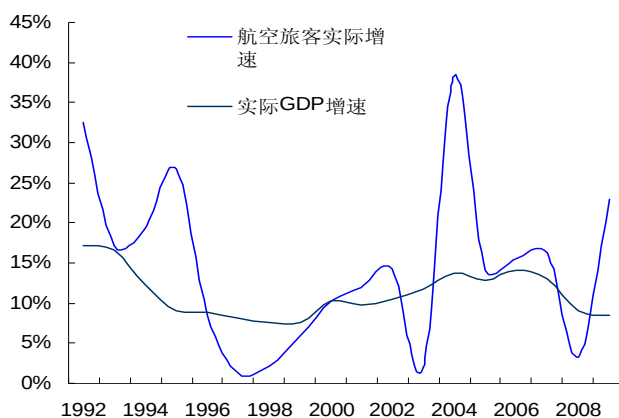
资料来源：CEIC 国信证券经济研究所

经济回升以及 M1 高增长将带动 2010 年航空消费快速增长

我们曾经对航空旅客增速与实际 GDP 进行回归分析，得到的结论是两者的线性关系为“航空需求增速= $-0.11+2.22 \times \text{GDP 增速}$ ”（图 17），即 GDP 上升或下降一个百分点，航空需求会上升或下降超过 2 个百分点，而 2009 年虽然 GDP 增速预计仅有 8.5% 左右，航空增速却高达 23%，主要原因一是基数原因，二是 GDP 构成中出口由正贡献转向负贡献，即 GDP 增长主要来源于投资和消费，但旅客构成中国际航线占比很低，主要是受国内需求驱动，三是航空大众化的趋势使得航空消费受经济趋缓的影响程度在降低。由于预期 2010 年经济将比 2009 年进一步回升，GDP 增速预计将回升 1-2 个百分点，这将驱动航空消费实现较快增长。

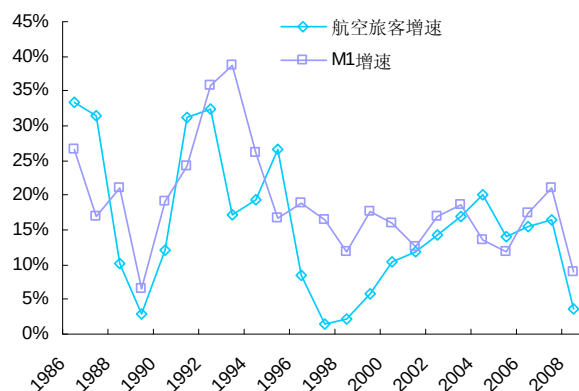
同时，我们也注意到一个非常有意思的现象，即 M1 增速与航空旅客增速具有明显的相关性（图 18），虽然相关系数仅为 57%，但从图上可以直观地看到两者的相关性，而且在历史上如果 M1 增速超过了 20% 的情况下，航空消费往往出现爆发性的增长，比如 1991-1995 年、2007 和 2009 年，对于这种现象的解释如果用货币中性的理论的话，那至少会带来居民名义可支配收入和企业利润的名义上升，货币幻觉会推动休闲旅客的出游和商务旅客出差，从而带动航空业出现快速增长。从目前的情况看，M1 增速出现了进一步上升的趋势，即存款活期化还在进一步加强，预计明年 M1 的增速仍将达到 20% 左右，而且上半年的增速有望更高，我们认为这将驱动航空消费在大众化趋势的产业背景下的快速增长，尤其是国内航线和国际的中短程航线。

图 19: 航空旅客增速与 GDP 增速的比较



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

图 20: 中国航空旅客增速与 M1 增速的相关性



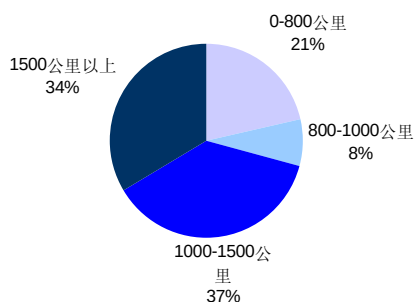
资料来源: Wind 国信证券经济研究所

高铁在 2012 年之前对航空需求的影响非常小

我们在 2009 年年度策略大报告中对高铁对航空的影响进行了专题研究, 我们认为里程越短的航线受铁路替代的影响越大, 我们认为航空与高速铁路竞争的临界点为航程 800-1000 公里, 高于 1000 公里, 航空将具有竞争优势, 低于 800 公里, 高速铁路会有竞争优势, 日本和台湾在高铁开通之后国内航线出现了大幅负增长。由于我国国内航线以长航线为主, 所以受高铁的影响会比国外小很多, 但由于中短程航线 (1000 公里以内) 旅客还是占到中国旅客量的近 30%, 因此在高铁全部开通后, 还是会对中国航空需求产生一定影响。

但由于高铁建设普遍在 2012-2013 年集中建成投入使用, 在 2009-2010 年建成的高铁线路很少, 而且大多都是里程非常短的城市对之间 (图 20), 这些航线的旅客量非常小, 影响比较大的也仅有武广线, 而武汉到广州以及长沙到广州一年的旅客量合计也就在 100 万左右, 不到我国旅客量的 0.5%, 2011 年计划建成的也只有厦深客运专线。因此, 高铁建设我们认为这对 2010-2011 年航空需求的影响会非常小。

图 21: 我国 07-08 冬春季长、中、短程航线旅客比例



资料来源: CAAC 国信证券经济研究所

图 22: 我国将于 2009-2010 年完工的高铁线路

线路名称	里程 (公里)	计划完工时间
武广客运专线	995	2009
甬台温客运专线	163	2009
温福客运专线	298.4	2009
福厦客运专线	273	2009
郑西客运专线	456.6	2009
沪杭客运专线	158.5	2010
广深港客运专线	147.9	2010

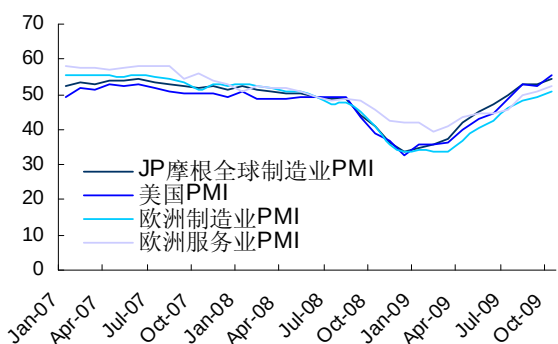
资料来源: 国信证券经济研究所

国际经济复苏以及低基数将带动国际航线的较快增长

如上面图 2009 年我国国际航线全年仍为负增长，2008 年 1-10 月的旅客量比 2008 年同期下降了 13.9%，比 2007 年同期下降了 6.4%，但由于欧美经济的复苏和低基数原因，09 年三季度开始恢复正增长，我们认为这一趋势将延续到 2010 年，欧美经济有望进一步复苏，如图 21，欧美的 PMI 指数均出现了 V 型反弹，可以看到全球 PMI 和美国 PMI 指数均已经超过了 2007 年的水平，而欧洲也已经反弹至 50 以上，显示经济活力在明显加强，而失业率也有望于 2010 年见顶，我们认为欧美经济的复苏将是驱动国际航线反弹的一个重要因素。

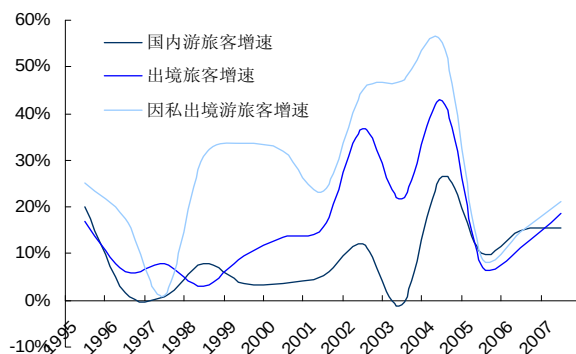
而另外一个因素将是中国经济以及中国居民出境游的增长，我们一直认为未来国际航线的增速将高于国内航线，两者也是支持我们这个判断的重要因素，一方面，中国经济进一步全球化以及在全球经济地位的快速上升将带动国际商务旅客的增长，另一方面，当居民收入达到一定程度后，国内游已经不能满足其需求，国际旅游将日渐普及，因此我们认为国际航线未来增长的驱动力量将进一步多元化。

图 23：全球和欧美 PMI 在快速反弹



资料来源：Bloomberg 国信证券经济研究所

图 24：我国历年国内、出境旅客增长率



资料来源：国信证券经济研究所

总结：预计航空需求将保持 15% 以上的增长

我们认为在中国航空消费大众化的产业背景下，预计的国内经济较快增长、M1 的持续高速增长以及国外经济的复苏将带动 2010 年我国航空需求的快速增长，而高速铁路并不会对此产生什么负面影响，我们认为明年国内航线将保持 15%-18% 的同比增速，而国际航线在国际经济复苏和低基数的影响下，也有望获得 12%-15% 的增长速度，整体航空 RPK 增速预计将达到 15% 以上的增长水平。

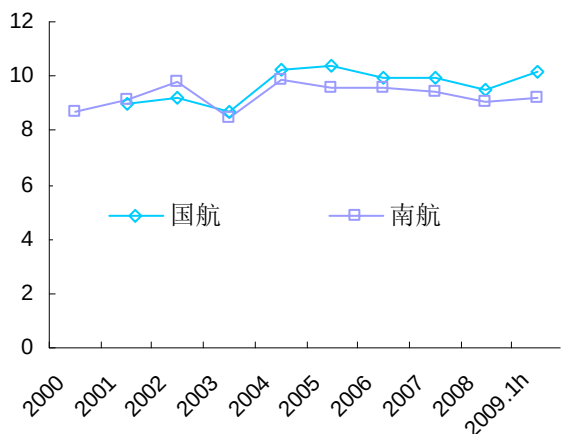
航空运力增速将温和增长

部分运力退出和流量高增长使闲置运能得到良好消化

2008 年航空业的萧条给航空盈利带来重创的同时，也给行业之后健康发展做出了贡献，这主要表现在运力控制方面，航空公司一方面采用退租等方式退出了大量飞机，同时推迟了部分飞机的引进时间，另外在 08 年三季度到目前航空公司很少签订新的飞机引进订单。另外，由于 2009 年国内航线超预期的快速增长，使得航空公司的飞机利用效率得到大幅提升，如国航的飞机利用小时已经接近历史新

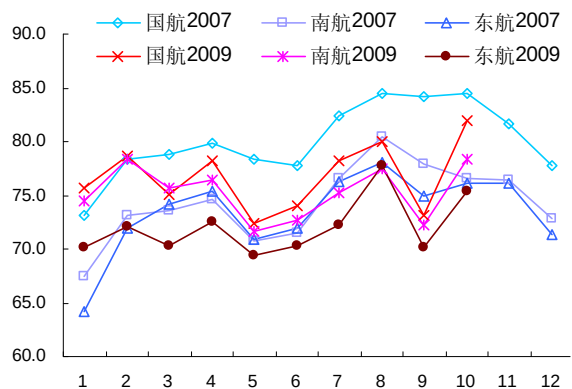
高，至 09 年四季度航空公司的客座率也已经接近 2007 年的高峰水平。飞机利用小时和客座率的大幅回升意味着行业过剩运能得到很好的消化，2010 年航空业不再像 2009 年一样还需要消化各航空公司 2008 年的闲置运能，这将使得未来运力供给增长更多地取决于新增运力。

图 25： 国航、南航历年飞机利用小时情况



资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

图 26： 2007 年以来三大航各月的客座率情况

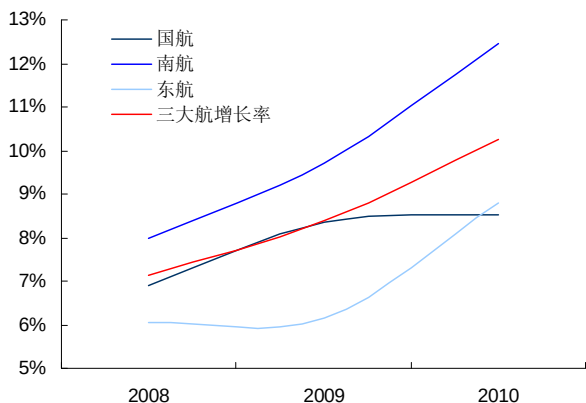


资料来源：国信证券经济研究所

2010 年飞机运力增速约为 12%左右

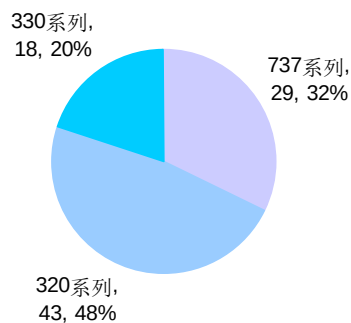
由于波音 787 和空客 380 均被推迟引进，因此 2010 年飞机运力增速将温和增长，经过我们的测算，三大航的飞机座位供给增速约为 10%（图 23），其中国航和东航的同比增速约为 9%，而南航的增速约为 12%，而其他中小航空公司的运力增速将高于三大航增速，但据了解，增速大多将低于 2009 年，海航的增速预计为 15%左右，整体行业增速我们认为将在 12%左右，将大幅低于我们预计的 15%以上的需求增速。三大航预计引进的飞机 80%左右是窄体机，以 320 系列（占比约 48%）和 737 系列（占比约 32%）为主，而其他中小航空公司引进的预计也将主要是窄体机，这与下一年度国内航线的需求预计仍将高于国际航线需求增速相吻合。

图 27： 08-10 年三大航飞机运力增长情况



资料来源：国信证券经济研究所

图 28： 2010 年三大航预计引进的飞机型号数量及比重



资料来源：国信证券经济研究所

供需改善将带动航空主业经营出现明显改善

供需明显改善，航空客座率和飞机利用小时有望创下历史新高

根据我们上面对航空需求与供给增加的影响分析，我们预计航空需求明年的增速将在 15%-17% 左右，而供给增速预计将在 12% 左右，明年行业的供需将出现明显改善，而经过行业萧条导致的飞机退出以及 2009 年国内航线的超预期增长，行业的闲置运能在很大程度上得到消化，因此明年行业的供需预计将出现明显改善，行业需求增速将超过行业供给增速预计 3-5 个百分点。

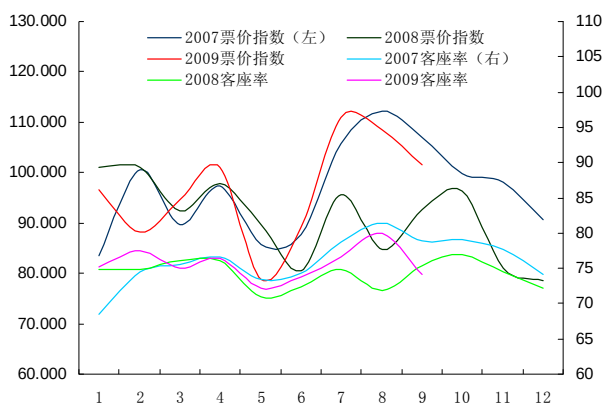
由于 2009 年飞机日利用小时已经比较高，因此这将带动客座率提升 3-5 个百分点，而 2009 年行业整体的客座率比 2007 年下降约 3 个百分点左右，也就是行业的整体客座率 2010 年有望超过 2007 年而达到历史新高，飞机利用小时提升幅度虽然有限，但也有望达到历史最高水平。

票价水平有望出现明显回升

由于供需改善并带来客座率提升，航空公司之间的竞争将趋缓，不需要过于诉求于价格竞争，这将减少航空的折扣从而带来票价水平的上升。我们曾对《中国民用航空》杂志公布的票价指数与行业客座率相关性进行回归分析，票价指数的波动性大于客座率的波动性，即客座率的上升或下降会引发票价水平更大幅度的上升或下降（图 29）。由于我们预期 2010 年客座率将比 2009 年提升 3-5 个百分点，我们认为航空公司的票价水平有望得到明显回升，在剔除燃油附加费之后，我们认为裸票价格将有望至少提升 3 个百分点左右。

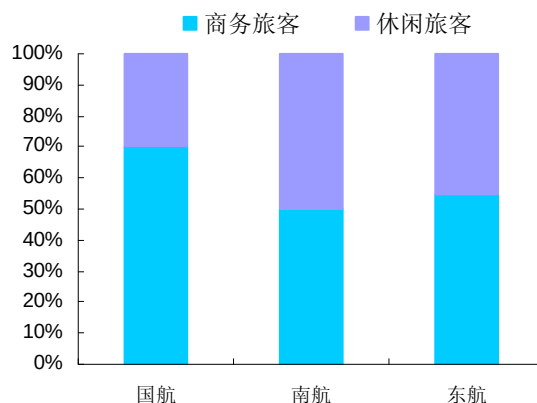
根据消费属性的不同，我们把航空旅客分为休闲旅客和商务旅客（三大航的旅客结构如图 31），相对而言，休闲旅客是价格敏感型旅客，整体上，航空公司吸引这一类旅客的主要手段是提供比竞争对手更低的票价水平，因此在竞争激烈的情况下，票价水平难以提升。而商务旅客更偏向于时间敏感型，对价格因素的敏感性不高，更关注的是航班时刻以及参与常旅客计划所带来的积分利益，因此能够接受更高的价格水平。在 2010 年供需改善票价提升的情况下，预计商务旅客占比高的航空公司（国航）仍将保持行业内最高的客公里收入水平和盈利能力，但休闲旅客占比高的航空公司（南航）将最受益于供需改善，从而将具有更大的业绩弹性。

图 29：2008 年以来航空客座率与票价指数的相关性



资料来源：CAAC 国信证券经济研究所

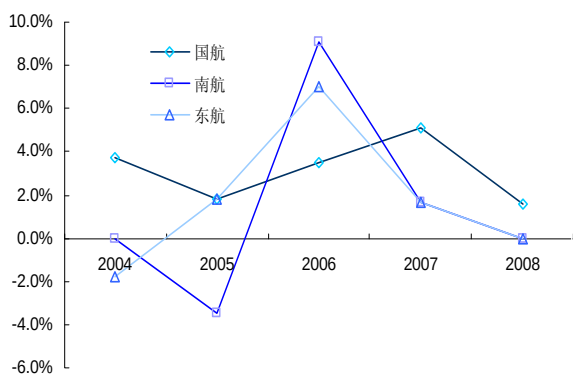
图 30：三大航的旅客结构



资料来源：国信证券经济研究所

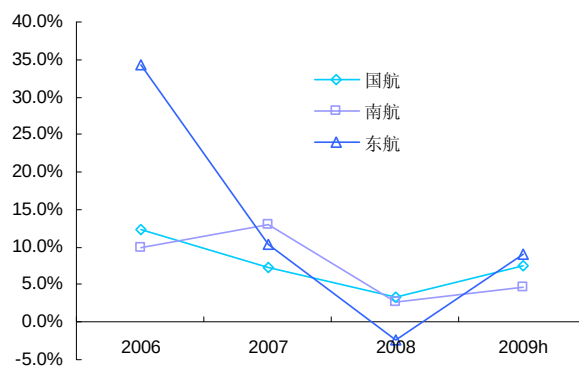
除了旅客结构之外，航空公司自身运力的增速与行业需求增速的差距也将对公司客公里收入的票价水平的提升幅度产生影响，图 32 是三大航客公里收入的同比增长率，我们可以对比分析在供需改善的 2006 年和 2007 年，在 2006 年，三大航的客座率比上年提升了一个点左右，而南航的座公里收益同比增长了 9.1%，而国航仅同比增长 3.5%，而 2007 年，行业客座率提升了 3 个百分点左右，国航座公里收入同比增长 5.1%，而南航上升了 1.7%，以符合增长率看，南航的提升幅度高出国航 1 个百分点，但从年度来看，还与航空公司该年度的运力投放有关，及在行业供需改善的情况下，运力投放越少的航空公司相对票价水平提升更快（如图 33，06 年南航运力投放速度偏慢，但 2007 年国航偏慢，这也导致 2006 年南航和 2007 年国航的票价水平提升幅度更高），尽管 2010 年南航运力投放速度较国航快，但幅度相差不像 2007 年那么明显，由于其休闲旅客占比更高，我们认为南航将更具有业绩弹性，但国航、东航由于运力投放较慢，也将具有较强的业绩弹性。

图 31：三大航 04-08 年客公里收益同比增长率



资料来源：CAAC 国信证券经济研究所

图 32：三大航 04-08 年 ASK 同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

燃油附加征收将减轻油价成本压力

从 6 月 30 日航空煤油价格由 4020 元/吨上升到 5050 元每吨开始，国内航空煤油价格一直高于 4140 元每吨的基准价，但燃油附加费一直未能批准征收，使航空公司需要自行消化航空煤油价格上涨所带来的成本增加，导致旺季航空公司的盈利能力未见明显回升。11 月，我国建立了国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制，将民航国内航线旅客运输燃油附加由现行统一规定收取标准的方式，改为由航空公司在规定范围内自主确定具体收取标准，并且规定以国内航空煤油价格每吨 4140 元为基准油价，2010 年 4 月 1 日前，国内航空煤油综合采购成本每吨超出基准油价 100 元，燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002908 元。对于收取方式的变化，我们曾预计主流航空公司将按照政策允许的上限收取燃油附加费，这与航空公司之后的措施一致。

我们曾做测算，经过我们的测算，如果以 800 公里以下 20 元/旅客、800 公里以上 50 元/旅客计算，对 2010 年三大航的静态影响如下表（假设国航、南航、东航 800 公里以下旅客占比分别为 20%、40%和 30%）：

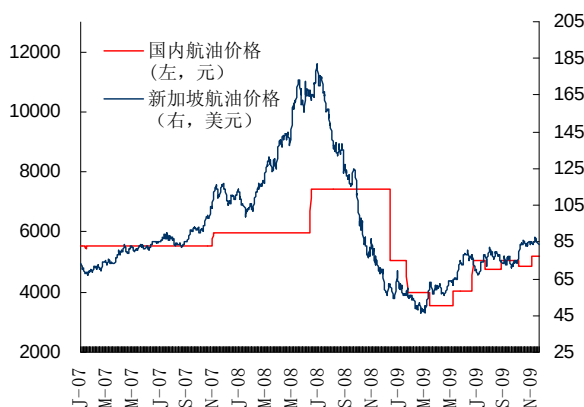
表 1: 国内航线燃油附加费征收的静态分析

	10 年预计国内旅客量	其中: 800 公里以内	其中: 800 公里以上	对收入的静态影响	对利润的静态影响	折合 EPS 静态增加
国航	3,352	670	2,681	142,609	106,957	0.09
南航	6,049	2,420	3,630	222,285	166,714	0.21
东航	5,285	1,585	3,699	209,526	157,145	0.14

资料来源: 国信证券经济研究所

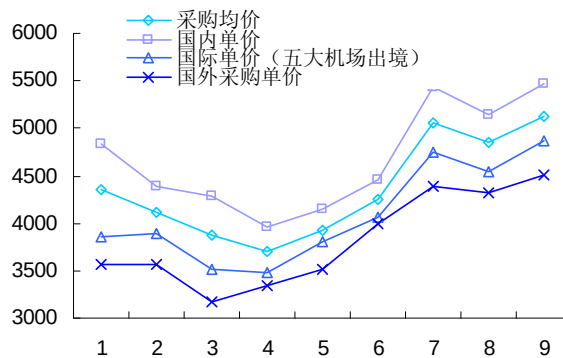
由于全球经济尚在缓慢复苏,我们认为如果油价暴涨将极大的拖累全球经济的复苏前景,因此无论从需求推动上还是全球政府的意愿上,油价均很难继续出现爆发式增长,因此,我们认为油价有望在 2010 年保持相对稳定的局面,这将有利于航空公司主业盈利的恢复,即使油价进一步上涨,在供需预计将明显改善的情况下,预计航空公司也将具有更强的成本传导能力(例如 2006 年),我们预计 2010 年的航油均价比 2009 年上升 25%左右。

图 33: 07 年以来的国内和新加坡航空煤油价格



资料来源: CAAC 国信证券经济研究所

图 34: 国航 2009 年原油采购价格

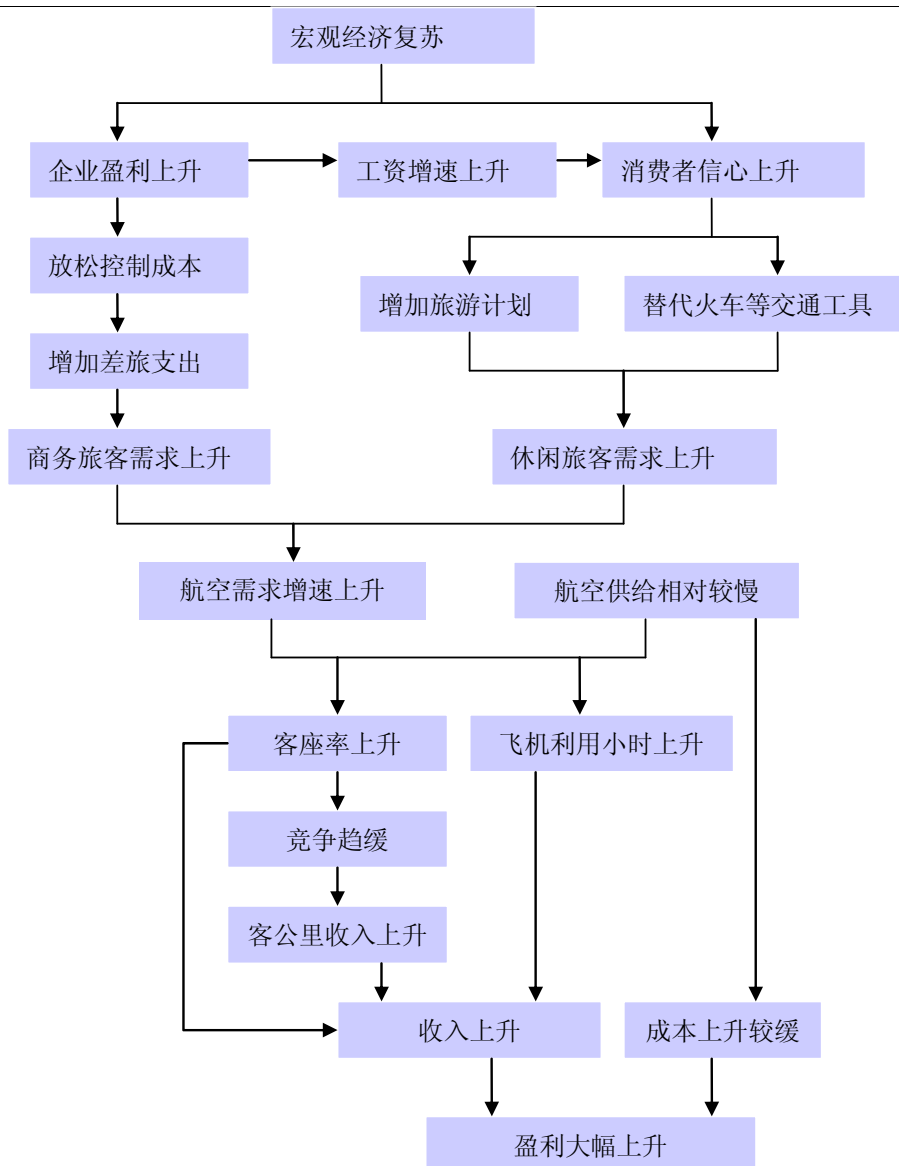


资料来源: 国信证券经济研究所

航空主业的盈利将出现明显改观

在 2010 年经济进一步回升的假设下,我们预计航空公司的盈利将出现明显改观,图 35 是在经济回升情况下航空主业盈利增加的传递路径图。我们可以看到,从客货运输量、飞机利用小时、客座率和票价水平以及成本相对较慢的增速等多维度促进航空公司盈利的大幅反弹,我们预计航空公司的主业盈利将出现明显改观。

图 35：2010 年经济回升情况下对航空盈利的传递路径



资料来源：国信证券经济研究所

人民币有望升值将使航空公司获得巨额汇兑收益

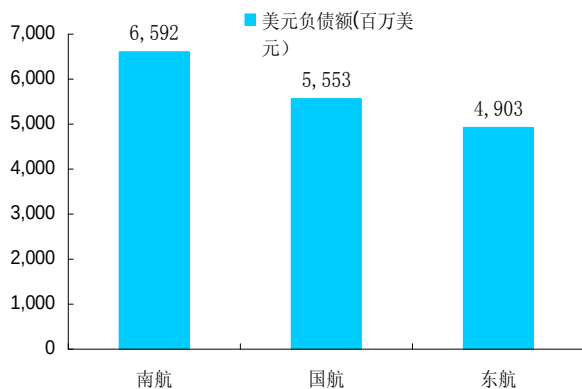
汇兑收益预计将在明年重新产生

从 2009 年 6 月，人民币对美元汇率一直保持稳定，升值脚步基本停止。人民币升值是 2007 年航空股大行情产生最主要的两个催化因素之一。由于中美贸易持续失衡，我们认为未来人民币仍有升值的可能性与必要性，在中国经济复苏基本巩固的情况下，面对欧美施压和全球贸易的再平衡，近期人民币升值的预期越来越强，热钱已经开始涌入赌人民币升值。人民币升值对航空股的利好首先是航空公司拥有大量的美元负债而产生巨额汇兑收益、其次是航空公司进口航油和航材时能减轻航

空公司的负担，当然也有不利的一面，就是对部分以美元计价的国际航线收入可能会有所受损，但幅度远低于其利好程度。

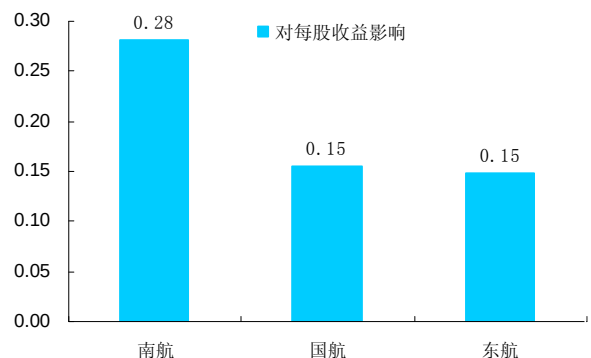
图 23 是 2009 年中报三大航的美元负债情况，可以看到三大航均拥有巨额的美元负债，南航、国航和东航分别为 65.92 亿、55.53 亿和 49.03 亿美元，如果人民币升值 5% 的情况下，南航、国航和东航分别产生 0.28、0.15 和 0.15 元每股的汇兑收益。

图 36: 09 年中报三大航的美元负债金额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 37: 人民币升值 5% 假设下对 2010 年 EPS 影响



资料来源：国信证券经济研究所测算

行业投资评级及投资建议

双轮驱动，航空公司业绩将明显改善，上调行业评级至推荐

我们判断明年行业需求增速将超过行业供给增速，并带动飞机日利用小时和客座率的回升，并有可能创下新高，从而使行业景气将进一步好转，航空票价水平也将进一步回升，航空主业的盈利将有望获得显著改善；同时由于人民币有望升值 3%-5%，这将给航空公司带来较大的汇兑收益，航空业有望重拾 2007 年上涨的逻辑：供需明显改善+人民币升值，实现盈利的双轮驱动。

我们预计国航、东航的客座率将有望提升 3 个百分点左右，而南航由于运力供给较快，客座率预计提升 2 个百分点左右，同时预计裸票价格水平将比 2009 年提升 3 个百分点左右，同时由于燃油附加费的征收，实际客公里收益水平将有望比 2009 年提升 8-10 个百分点。由于我们预计人民币升值 3-5%，我们按中间值升值 4% 进行测算。根据这些假设，我们预计国航、南航和东航 2010 年的每股盈利分别为 0.54、0.33 和 0.15 元。

由于明年供需将出现明显改善，并且预计人民币将升值而产生大额汇兑收益，我们上调行业评级至推荐，建议投资者重点关注中国国航和南方航空，我们上调中国国航、南方航空的投资评级由谨慎推荐到推荐。而东方航空我们认为其业绩改善将是渐进的过程，目前其估值相对于中国国航和南方航空还是偏高，我们维持其中性的投资评级。

机场行业将受益于航空消费的快速增长，维持谨慎推荐评级

机场虽然难有爆发性增长，但受益于国内航线、航空货运的高增长以及国际航线的回升，作为业绩有确定性增长的品种仍有配置价值，我们维持机场行业谨慎推荐的投资评级。我们继续推荐厦门空港，其腹地经济正处于航空消费由高端消费向大众消费的转变阶段，未来几年流量将持续快速增长，而公司未来几年资本开支较小并且具有更强的管理能力，公司估值水平也是几大机场中最便宜的，继续建议积极配置。另外，上海机场收益于国际航线的复苏以及上海世博会的建设，从估值上可能并不很便宜，因此我们维持谨慎推荐的投资评级；由于面临扩建以及巨大的资本开支，我们仍维持深圳机场和白云机场中性的投资评级（有关机场详细分析请关注我们之后将推出的行业深度报告）。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价		EPS		P/E		P/B			评级
		2009-11-27	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2008	2009E	2010E	
中国国航	601111	7.95	-0.75	0.37	0.54	0	22	4.93	0.00	0.00	推荐
南方航空	600029	5.84	-0.60	0.08	0.33	0	73	6.68	0.00	0.00	推荐
ST 东 航	600115	6.15	-1.80	0.20	0.20	0	31	0.00	0.00	0.00	中性
厦门空港	600897	17.26	0.65	0.95	1.05	26	18	4.57	0.00	0.00	推荐
上海机场	600009	14.89	0.45	0.35	0.48	33	43	2.35	0.00	0.00	谨慎推荐
白云机场	600004	9.56	0.42	0.44	0.49	23	22	1.88	0.00	0.00	中性
深圳机场	000089	7.14	0.14	0.33	0.35	49	22	2.60	0.00	0.00	中性

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 喆	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				