

航空：升值、注资、重组的共振

增持（上调）

交通运输/民航/航空

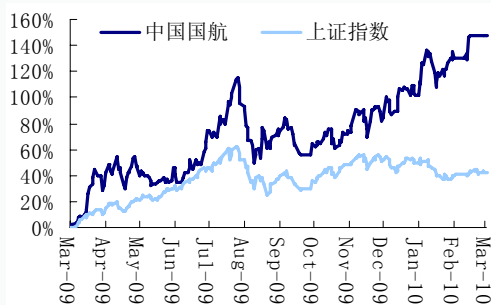
本报告关注点：

报告日期：2010年3月12日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相民航指数	4111	6.2%
天相流通指数	3640	3.96%
上证指数	3051	3.47%

中国国航股价表现（最近一年）



ST东航股价表现（最近一年）



天相交通运输组 李毅

010-66045558 liyi@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 在民航业2010年投资策略中，我们提出投资航空股的较佳时间为今年2、3月至5月。时至今日，行业各种利好预期开始浮现，并且共同交织，加深了我们对航空股二季度走势乐观的判断。在本篇报告中，我们将从升值、注资、重组、行业等方面来表明航空股的投资氛围在变好。

投资要点：

- 人民币升值启动时点或将临近。**天相宏观研究组认为人民币对美元在2010年下半年升值的预期比较强烈，我们认为4月底至5月前后是值得关注的升值启动点。目前NDF市场预期人民币升值约3%。以此计算，升值将分别增厚新东航、国航、南航EPS0.068元、0.063元、0.092元。南航的受益敏感性最大。
- 关注东航再获注资进展。**截至目前，三大航均获得或正在获得不同程度的注资。其中南航累计获得约137.5亿元资金，静态计算负债率将降至74.12%，每股净资产增厚至2.09元。东航经过两次注资共募得资金140亿元，且完成了对上航的吸收合并，目前其负债率降至93.9%，每股净资产由负转正为0.47元。我们认为东航今年或将通过引进战略投资者的方式继续获得百亿元以上的注资。目前国航也正拟通过非公开发行股票的方式募集65亿元资金，完成后其负债率将降至71.83%。
- 行业重组拉开帷幕。**2012年高铁的大规模开通或将促使行业在未来两年里继续涌现更频繁的、级别更高的重组事件。至于重组的方向，我们认为“国际化”“支线化”“政府扶持政策”是三个关键词。东航加入国际航空联盟、引入国际战略投资者、国航入主深航、南航与法航成立联营公司等都值得期待。在高铁尚未能产生大规模分流影响的今明两年中，我们寄望政府能出台民航战略规划、综合交通运输体系规划等政策来扶植民航业发展。
- 行业目前处在持续景气中。**从业务量、载运率、票价、油价等主要指标看，航空业目前处在持续景气中。在量价提升和成本压力不大的预期下，航空公司今年的主业盈利能力应会进一步改善。
- 上调行业评级至“增持”。**在主业盈利改善的背景下，升值、注资、重组等各种预期的交织共振，为当前投资航空股带来良好契机，因此我们上调航空行业评级至“增持”。行业中我们重点推荐ST东航（600115）、中国国航（601111）。

正文目录

1. 各种预期共振带来航空股投资机会.....	4
2. 人民币升值启动时点或将临近	4
3. 三大航注资回顾与展望	5
3.1 南航：两次注资后负债率降至 74%，再次直接融资可能性降低.....	5
3.2 东航：目前负债率约 94%，关注再次注资进展.....	7
3.3 国航：首获注资并将募得 65 亿元，后续关注收购扩张	9
4. 行业重组拉开帷幕	11
4.1 东上合并是新东航腾飞第一步	11
4.2 积极期待国航入主深航	12
4.3 南航国际化不甘示弱	12
4.4 企盼民航战略规划出台以应对高铁	13
5. 行业目前处在持续景气中	14
6. 上调航空行业评级至增持	18

图表目录

图表 1: 人民币对美元 2008 年下半年以来几乎没有升值.....	4
图表 2: 一年期 NDF 报价显示人民币升值预期强烈.....	4
图表 3: NDF 市场预期人民币对美元 2010 年升值约 3%、2011 年升值约 4%。.....	5
图表 4: 三大航对人民币升值的敏感性.....	5
图表 5: 南方航空第一次注资情况.....	6
图表 6: 南方航空第二次注资情况.....	6
图表 7: 南方航空经过两次发行后股本结构变化.....	6
图表 8: 南方航空经过两次发行后财务状况得到改善.....	7
图表 9: 东方航空第一次注资情况.....	7
图表 10: 东方航空第二次注资情况.....	8
图表 11: 东方航空经过两次发行、及合并上航后股本结构变化.....	8
图表 12: 东方航空经过两次发行、及合并上航后财务状况得到改善, 但负债率仍偏高.....	8
图表 13: 在假设方案下东航引入战略投资者后的主要指标变化.....	9
图表 14: 中国国航首次获得注资.....	10
图表 15: 中国国航注资后股本结构变化.....	10
图表 16: 中国国航注资后负债率降至 71.8%.....	10
图表 17: 合并后原上航股东共持股新东航比例 15%.....	11
图表 18: 部分航空公司所属的国际航空联盟.....	12
图表 19: 南航的国际地区收入占比低于国航东航.....	12
图表 20: 南航的国际地区收入客公里占比低于国航.....	13
图表 21: 国内航线货邮运输量月度情况.....	14
图表 22: 国际航线货邮运输量月度情况.....	14
图表 23: 国内航线旅客运输量月度情况.....	14
图表 24: 国际航线旅客运输量月度情况.....	14
图表 25: 中国国航国内航线可用货运吨公里情况.....	15
图表 26: 中国国航国际航线可用货运吨公里情况.....	15
图表 27: 中国国航国内航线可用座公里情况.....	15
图表 28: 中国国航国际航线可用座公里情况.....	15
图表 29: 行业正班客座率月度情况.....	16
图表 30: 行业正班载运率月度情况.....	16
图表 31: 近 5 年国内航线综合票价水平走势.....	16
图表 32: 近 5 年国际航线综合票价水平走势.....	16
图表 33: 国内及国际航油价格走势.....	17
图表 34: 三大航 PB 估值水平.....	18

1. 各种预期共振带来航空股投资机会

在 2009 年 12 月 18 日发出的民航业年度投资策略《主业盈利改善，关注事件驱动》中，我们提出，2010 年航空公司主业盈利将进一步改善，关注事件驱动是投资航空股的有效方法，并认为 2010 年 2、3 月至 5 月是投资航空股的较佳时间。时至今日，人民币升值、政府注资、行业重组等各种预期开始浮现，并且共同交织，加深了我们对航空股二季度走势乐观的判断。

在本篇报告中，我们将从升值、注资、重组、行业情况等四个方面来表明航空股的投资氛围在变好。

2. 人民币升值启动时点或将临近

2008 年下半年金融危机爆发以来人民币对美元汇率基本保持稳定，而 2009 年外汇贷款增速大幅上升和外汇存款增速大幅下降说明人民币的升值压力在增大。

今年 2 月底以来，多家部委和相关部门开始调研人民币升值对劳动密集型产业、机电、以及加工贸易等行业的影响。3 月 5 日温家宝总理在政府工作报告中表示，“2010 年将继续完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”。但 3 月 6 日央行行长周小川在答记者问中表示，尽管当前经济出现了复苏的迹象但复苏的基础并不巩固，因此汇率政策从非常规型回归到常规型要慎重选择时机。

天相宏观研究组也认为人民币在 2010 年下半年升值的预期比较强烈。至于升值启动的时点，由于 4 月 15 日美国财政部将进行年度汇率报告，以及 5 月初新一轮的中美战略与经济对话将就贸易和外汇进行讨论，因此我们认为 4 月底至 5 月前后是一个可以关注的时点。

图表 1：人民币对美元 2008 年下半年以来几乎没有升值



数据来源：央行，天相投顾

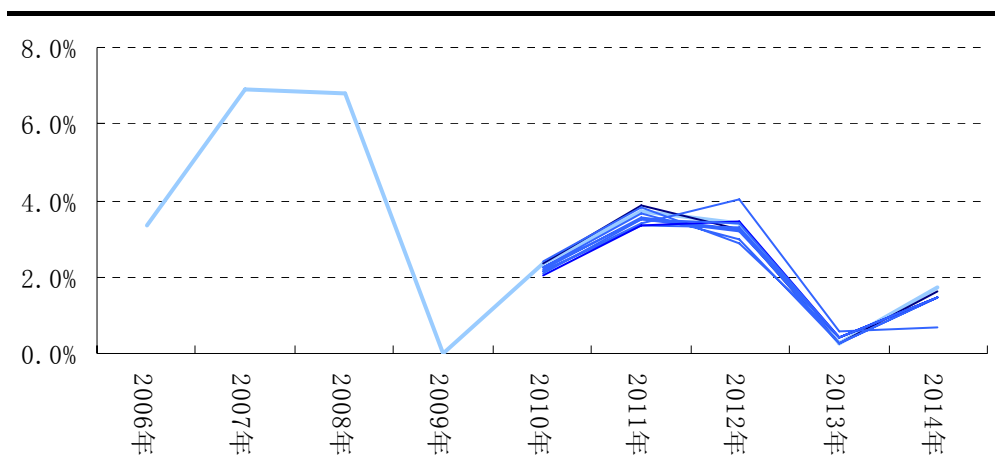
图表 2：一年期 NDF 报价显示人民币升值预期强烈



数据来源：BLOOMBERG，天相投顾

我们根据 2009 年中报的美元负债情况计算，人民币对美元如果升值 1%，将分别增加 ST 东航（合并上航后）、中国国航、南方航空净利润 2.57 亿元、2.72 亿元、3.08 亿元，增厚 EPS0.023 元、0.021 元、0.031 元，南方航空的受益敏感性最大。目前 NDF 市场预期 2010 年人民币对美元升值约 3%，2011 年升值约 4%。按 3% 计算，可以分别增厚三大航 2010 年 EPS0.068 元、0.063 元、0.092 元。尽管升值的幅度不如 2007 年，但我们认为升值启动本身就可为航空股带来投资机会。

图表 3：NDF 市场预期人民币对美元 2010 年升值约 3%、2011 年升值约 4%。



数据来源：BLOOMBERG，天相投顾

图表 4：三大航对人民币升值的敏感性

公司	升值1%增加净利润（亿元）	总股本（亿股）	升值1%增加EPS	升值3%增加EPS	升值4%增加EPS
ST东航	2.57	112.77	0.023	0.068	0.091
中国国航	2.72	129.93	0.021	0.063	0.084
南方航空	3.08	100.83	0.031	0.092	0.122

来源：公司公告，天相投顾 注：国航、南航总股本均为非公开发行后的预期值。

3. 三大航注资回顾与展望

3.1 南航：两次注资后负债率降至 74%，再次直接融资可能性降低

自金融危机以来南方航空已获得或正在进行的注资共有两次，累计获得约 137.5 亿元资金，其中南航集团注资 45 亿元，其他九名特定投资者贡献 94.5 亿元。这两次注资（将）使得南方航空总股本由 65.6 亿股增加至 100.8 亿股，南航集团的控股比例由 50.38% 变为 51.5%。

图表 5：南方航空第一次注资情况

非公开发行	发行对象	发行股数（万股）	发行价（元或港币/股）	募集资金（万元）
A股	南航集团	72,115	3.16	227,883
H股	南龙控股	72,115	1.14	72,115
合计		144,230		299,998

数据来源：公司公告，天相投顾

注：第一次注资的预案发布时间为 2008 年 12 月 10 日，完成时间为 2009 年 8 月 21 日；南航集团 30 亿元注资来源为财政部划拨的国有资本经营预算。

图表 6：南方航空第二次注资情况

非公开发行	发行对象	发行股数（万股）	发行价（元或港币/股）	募集资金（万元）
	南航集团	13,251	5.66	75,001
A股	其他9名特定投资者	163,427	5.66	924,997
	小计	176,678	5.66	999,997
H股	南龙控股	31,250	2.73	75,075
合计		207,928		1,075,072

数据来源：公司公告，天相投顾

注：第二次注资的预案发布时间为 2010 年 3 月 9 日，预计将在半年内完成；南航集团注资 15 亿元来源为财政部划拨的国有资本经营预算。

图表 7：南方航空经过两次发行后股本结构变化

单位：万股	第一次非公开发行完成前	比例	第一次非公开发行完成后	比例	第二次非公开发行完成后	比例
南航集团	330,000		402,115		415,366	
南龙控股H	0	50.38%	72,115	59.32%	103,365	51.50%
亚旅实业H	535		535		535	
A股社会公众股东	150,000	22.86%	150,000	18.74%	313,427	31.09%
H股社会公众股东	175,592	26.76%	175,592	21.94%	175,592	17.41%
A股股本小计	480,000	73.16%	552,115	68.98%	728,793	72.28%
H股股本小计	176,127	26.84%	248,242	31.02%	279,492	27.72%
总股本合计	656,127	100.00%	800,357	100.00%	1,008,285	100.00%
日期	2009年8月			2010年底之前		

数据来源：公司公告，天相投顾

如果第二次注资顺利完成，南方航空的财务状况将得到大幅改善，静态计算资产负债率将下降至 74.12%，降到近三年最低，每股净资产也增厚至 2.09 元。预计第二次非公开发行募得的 107.5 亿元将全部用于偿还公司近两年到期的银行贷款。以一年期人民币贷款基准利率 5.31% 的 90%，即 4.78% 计算，南航每年可节省财务费用 5.14 亿元，减轻约 20% 的利息支出负担。

南航在完成两次注资后，负债率降至合理水平，预计今后再进行直接融资的可能性比较小，我们对公司的关注点也将转移至其拓展航空主业方面。

图表 8：南方航空经过两次发行后财务状况得到改善

单位：亿元	2006年	2007年	2008年	2009年三季度	第二次发行完成后
有息负债总额	492.0	497.6	546.9	591.0	483.5
有息负债利息费用	25.9	28.8	26.6	16.4	-
负债总额	634.3	677.6	735.6	793.4	685.9
资产总额	753.7	824.5	830.0	925.4	925.4
资产负债率	84.16%	82.18%	88.62%	85.73%	74.12%
归属母公司所有者权益	100.0	122.3	70.0	103.3	210.8
总股本（亿股）	43.7	43.7	65.6	80.0	100.8
每股净资产（元/股）	2.29	2.80	1.07	1.29	2.09

数据来源：公司公告，天相投顾

3.2 东航：目前负债率约 94%，关注再次注资进展

东方航空是三大航中获得政府注资力度最大的一个，经过两次注资，东方航空共募得资金 140 亿元，其中东航集团注资 100 亿元，其他九名特定投资者贡献 40 亿元。通过这两次注资以及合并上海航空，公司总股本由 48.7 亿股增加到目前的 112.8 亿股。东航集团的控股比例由 59.67% 变为 59.94%。

在第二次注资完成和吸收合并上航后，东方航空的资产负债率降至 93.94%，每股净资产由负值转正为 0.47 元。

图表 9：东方航空第一次注资情况

非公开发行	发行对象	发行股数（万股）	发行价（元或港币/股）	募集资金（万元）
A股	东航集团	143,738	3.87	556,264
H股	东航国际	143,738	1.14	143,738
合计		287,475		700,002

数据来源：公司公告，天相投顾

注：第一次注资的预案发布时间为 2008 年 12 月 30 日，完成时间为 2009 年 7 月 1 日；东航集团 70 亿元注资来源为财政部划拨的国有资本经营预算。

图表 10：东方航空第二次注资情况

非公开发行	发行对象	发行股数（万股）	发行价（元或港币/股）	募集资金（万元）
	东航集团	49,000	4.75	232,750
A股	9名特定投资者	86,000	4.75	408,500
	小计	135,000	4.75	641,250
H股	东航国际	49,000	1.4	60,368
	合计	184,000		701,618

数据来源：公司公告，天相投顾

注：第二次注资的预案发布时间为 2009 年 7 月 13 日，完成时间为 2009 年 12 月 24 日；东航集团 30 元资金来源可能为国家注资。

图表 11：东方航空经过两次发行、及合并上航后股本结构变化

万股	第一次非公开发行完成前	比例	第一次非公开发行完成后	比例	第二次非公开发行完成后	比例	合并上航后	比例
东航集团	290,400	59.67%	434,138	74.64%	483,138	70.54%	483,138	59.94%
东航国际H	0		143,738		192,738		192,738	
A股社会公众股东	39,600	8.14%	39,600	5.12%	125,600	13.11%	295,084	26.17%
其中上海联和、锦江集团、中银集团持股	0	0	0	0	0	0	108,979	9.66%
H股社会公众股东	156,695	32.20%	156,695	20.24%	156,695	16.35%	156,695	13.90%
A股股本小计	330,000	67.80%	473,738	61.19%	608,738	63.53%	778,222	69.01%
H股股本小计	156,695	32.20%	300,433	38.81%	349,433	36.47%	349,433	30.99%
总股本合计	486,695	100.00%	774,170	100.00%	958,170	100.00%	1,127,654	100.00%
日期	2009年7月		2009年12月		2010年1月			

数据来源：公司公告，天相投顾

图表 12：东方航空经过两次发行、及合并上航后财务状况得到改善，但负债率仍偏高

单位：亿元	2006年	2007年	2008年	2009年三季报	第二次注资及吸收合并上航后
负债总额	564.7	635.7	842.5	740.1	819.6
资产总额	603.0	671.4	731.8	711.9	872.5
资产负债率	93.65%	94.69%	115.12%	103.96%	93.94%
归属母公司所有者权益	38.3	35.7	-110.7	-28.2	52.7
总股本（亿股）	48.7	48.7	48.7	77.4	112.8
每股净资产	0.79	0.73	-2.27	-0.36	0.47

数据来源：公司公告，天相投顾

东航的再次注资预期

东方航空董事长刘绍勇近期在不同场合中表示，2010 年东航除了进行市场结构调整以外，还将努力调整负债结构，通过继续争取资金注入，引进战略投资者特别是引进国际投资者，来使资产负债率降低到 85%以下，减轻财务负担，促进良性发展。

至于引入谁做战略投资者，前期有外电报道称，东航否认了“其寻求向来自中东和欧洲的投资者出售 20%股权”的传闻。结合历史情况和东航开拓国际航线的战略，我们认为新加坡航空依然是最值得预期的对象。

我们尝试对东航引入战略投资者的方案做出预期。在东航集团控股比例维持在 50%以上、国际战略投资者持股约 20%、发行后东航负债率降至 85%等原则下，我们假设的方案如下，即东航以 3 港元/股价格分别向国际战略投资者、东航集团非公开发行 30 亿 H 股、10 亿 H 股，募集资金约 106 亿元；其中，国际战略投资者需投入 80 亿元、东航集团需投入 26 亿元。在此方案假设下，东航的股本将由 112.8 亿股增加至 152.8 股，每股净资产由 0.47 元增厚至 1.04 元。

图表 13：在假设方案下东航引入战略投资者后的主要指标变化

	负债率	总股本（亿股）	每股净资产（元/股）	东航集团控股比例	国际战略投资者持股比例	A股社会公众股东比例	H股社会公众股东比例
发行前	93.94%	112.8	0.47	59.94%	0%	26.17%	13.90%
以3港元/股价格分别向国际战略投资者、东航集团非公开发行30亿H股、10亿H股，募资约106亿元	83.80%	152.8	1.04	50.79%	19.64%	19.32%	10.26%

数据来源：天相投顾

3.3 国航：首获注资并将募得 65 亿元，后续关注收购扩张

中国国航是三大航中获得政府注资最晚、也是财务状况最好的一个。在中航集团前期获得 15 亿元财政划拨后，中国国航 3 月 12 日发布了非公开发行预案。公司拟向包括中航集团在内的 10 名特定投资者非公开发行股票，预计将募集资金 65 亿元，其中中航集团注资 24 亿元，其他 9 名特定投资者贡献 41 亿元。发行后公司总股本由 122.5 亿股增加到 129.9 亿股。中航集团的控股比例由 51.82%变为 51.28%。

鉴于前期已用自有资金收购了国货航少数股东股权，因此公司此次募得的资金将全部用于补充流动资金。届时中国国航的资产负债率将由 76.41%进一步降低至 71.83%，成为三大航中最低的；公司的每股净资产也将由 1.93 元增厚至 2.32 元。以当前一年期借款利率 5.31%利率水平测算，65 亿元可为公司每年节约利息费用 3.45

亿元。值得关注的是，国航此次募得的资金并不像南航那样直接偿还银行贷款，而是用来补充流动资金，“不差钱”的状态值得我们关注国航后续的收购扩张行为。

图表 14：中国国航首次获得注资

非公开发行	发行对象	发行股数（万股）	发行价（元或港币/股）	募集资金（万元）
	中航集团	15,700	9.58	150,406
A股	其他9名特定投资者	42,800	9.58	410,024
	小计	58,500	9.58	560,430
H股	中航有限	15,700	6.62	91,462
	合计	74,200		651,892

数据来源：公司公告、天相投顾

注：此次注资的预案发布时间为 2010 年 3 月 12 日，预计半年内完成；中航集团注资中有 15 亿元来自财政部划拨的国有资本经营预算。

图表 15：中国国航注资后股本结构变化

亿股	发行前	比例	发行后	比例
中航集团	49.49	51.82%	51.06	51.28%
中航有限	13.99		15.56	
国泰航空	22.18	18.10%	22.18	17.07%
A股公众股东	15.64	12.77%	19.92	15.33%
H股公众股东	21.21	17.31%	21.21	16.32%
总股本合计	122.51	100.0%	129.93	100.0%

数据来源：公司公告、天相投顾

图表 16：中国国航注资后负债率降至 71.8%

单位：亿元	2006年	2007年	2008年	2009年三季报	注资完成后
负债总额	498.9	568.6	786.1	779.1	779.1
资产总额	820.0	883.0	989.0	1,019.6	1,084.6
资产负债率	60.85%	64.39%	79.49%	76.41%	71.83%
归属母公司权益	301.0	312.9	197.7	236.1	301.1
总股本（亿股）	122.5	122.5	122.5	122.5	129.9
每股净资产	2.46	2.55	1.61	1.93	2.32

数据来源：公司公告、天相投顾

4. 行业重组拉开帷幕

2009 年以来航空行业的变革事件不绝于耳，诸如东星航空主要资产被中国国航接手、鲲鹏航空接受河南政府注资更名为河南航空、大新华快运变更为天津航空、金鹿航空拟增资扩股为首都航空、东北航空拟被地方政府国有化、大田全资收购奥凯航空等等。如果说全球经济危机是过去一年里航空行业大震荡的重要因素的话，那么 2012 年高铁的大规模开通或将促使行业在未来一两年里继续涌现更频繁的、级别更高的重组事件。

至于重组的方向，我们认为“国际化”“支线化”“政府扶持政策”是三个关键词。

4.1 东上合并是新东航腾飞第一步

2009 年 7 月东航发布了以 1: 1.3 比例换股吸收合并上航的预案，截至 2010 年 1 月底，换股工作已经完成，新东航的总股本增加 16.95 亿股，增至 112.77 亿股。合并后原上航股东共持有新东航股本比例约 15%。

图表 17：合并后原上航股东共持股新东航比例 15%

万股	原上航股东	转换比例	持有新东航股份	占新东航总股本比例
A股	上海联和投资	1: 1.3	50,240	4.46%
	锦江国际集团	1: 1.3	40,033	3.55%
	中银集团	1: 1.3	18,705	1.66%
	原其他上航股东	1: 1.3	60,505	5.37%
合计			169,484	15.03%

数据来源：公司公告、天相投顾

注：吸收合并预案发布时间为 2009 年 7 月 13 日，完成时间为 2010 年 1 月 28 日。

两航协同效应方面，从 3 月 8 日的媒体信息上了解到，4 月份东航将宣布加入一家国际航空联盟（我们认为加入星空联盟或天合联盟的可能性较大），届时东航和上航的航班将完全整合。据刘绍勇预计，东航上航完全整合后，将有望增加利润 10-15 亿元。

两航合并是在上海打造亚太乃至国际航空枢纽的战略背景下促成的，因此我们有理由预期，为了这一战略的实现，将来会有更进一步的支持新东航发展的政府扶持行为。2010 年新东航的国际战略为加入航空联盟和引入战略投资者，这两者的实施必将加速东航开拓国际航线的步伐。

图 表 18：部分航空公司所属的国际航空联盟

航空公司	上海航空	新加坡航空	中国国航	国泰航空	南方航空	法国航空	东方航空
加入的联盟	星空联盟	星空联盟	星空联盟	寰宇一家	天合联盟	天合联盟	4月公布

来源：天相投顾

4.2 积极期待国航入主深航

近期深圳航空高级顾问李泽源涉嫌经济犯罪被调查而导致深航控股权动荡。李泽源实际控制深航 65% 股权、中国国航和深圳地方政府则分别控制 25%、10%。作为第二大股东，目前中国国航接手深航的预期最为强烈。深航总资产逾 240 亿元，拥有各类飞机 134 架，经营国内国际航线 200 多条。如果能拿下深航，则国航的国内航线布局也将从华北、西南延伸至华南。孔栋在两会期间表示，“从战略上讲，深航对我很重要，而且入主深航，我很期待。”

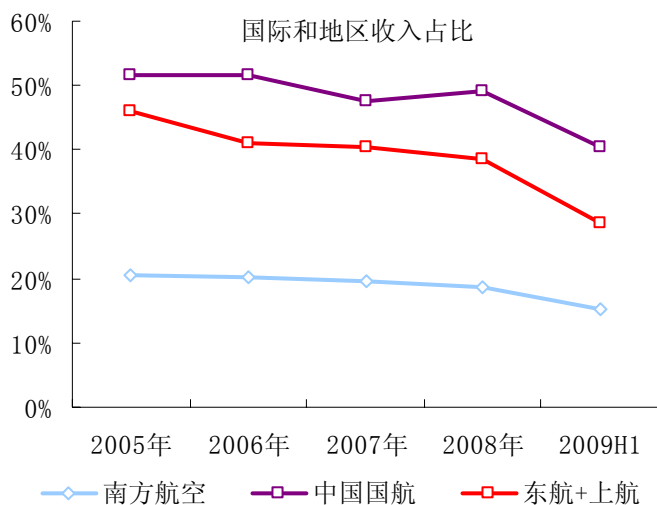
有媒体报道深圳航空今年将完成审计和评估工作。尽管我们认为以广州作为基地的南方航空也有可能争得一部分深航股权，但最终的控股权仍有可能花落国航。事实上，在李泽源出事后不久国航副总樊澄既被委任深航党委书记，国航财务部总经理李有强也被任命为深航财务总监和总会计师。可以说深航现在的日常经营已被国航控制。因此深航控股权彻底明确之前，国航已经可以开始将深航的运营朝向对自身有利的方向进行。

此外，中国国航 2 月底还与国泰航空签订框架协议，拟以国货航为平台，成立合资货运公司。其中，国航持有国货航 51% 的股权、国泰航空实际控制 49% 股权。合资公司将以上海和北京为主要运营基地，并计划于今年二季度开始营业。得到国泰航空的管理经验和货运网络后，国货航的发展也有望走上快车道。

4.3 南航国际化不甘示弱

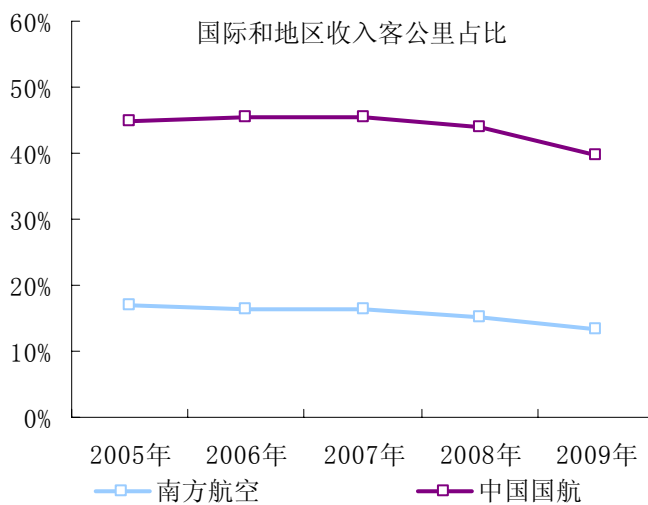
从近几年的数据看，南方航空国际和地区航线收费客公里占公司总的收费客公里比重为 12% 至 15%，收入占比也只在 15% 至 20% 之间，远低于中国国航和新东航的水平。在面对国内高铁和民营航空的压力下，南方航空也在努力新开国际航线。

图表 19: 南航的国际地区收入占比低于国航东航



数据来源: 公司公告, 天相投顾

图表 20: 南航的国际地区收入客公里占比低于国航



数据来源: 公司公告, 天相投顾

据法国《回声报》报道, 南方航空将与法国航空组建联营公司。新公司预计今年 10 月挂牌, 主要运营巴黎到广州航线。

货运方面, 罗来君 3 月 9 日在第四届 IATA 全球货运年会上宣布, 南航货运将于 2010 年 11 月之前正式加入天合货运联盟。南航货运正计划开辟从浦东、广州至维也纳、纽约、达拉斯等欧美主要城市的国际全货运航线。

4.4 企盼民航战略规划出台以应对高铁

2012 年“四纵四横”的高铁客运专线将建设完成, 届时我国经济最发达、人口最密集的长三角、珠三角、环渤海、长江沿线等地区均将被覆盖, 也就是说国内 60% 以上的民航市场都将受到冲击。刘绍勇分析认为, 500 公里以下的距离, 高铁对航空的影响是颠覆性的, 大多数航线都会取消; 500 到 800 公里是重大影响, 高铁会拿走 30% 到 40% 的客流; 800 到 1200 公里会拿走 15% 到 20% 的客流。

在高铁尚未能产生大规模分流影响的 2010 和 2011 年里, 我们寄望政府出台相关政策来扶植民航业的发展。具体可以关注的政策有:

(1) 确立民航战略规划。出台《关于加快发展民航业的意见》, 在国家层面确立民航战略地位和战略规划; 同时从空域体制、资本结构、产业布局和服务流程方面加快民航改革。如空域管理方面, 加大空域资源开发, 加快京广、京沪和沪广“平行航路”建设, 建立自由飞行区域, 减少飞行禁区。

(2) 制定综合交通运输体系战略。对航空、铁路和高速公路进行统一规划, 发挥各种交通工具的优势, 统筹建设综合交通运输体系, 推动空地联运建设来对航空业打造全球交通网络形成有力支持。

除了政策预期外, 在高铁压力下, 一方面三大航有可能将直接增加或通过收购来运营高铁不能通达的支线业务, 另一方面三大航将加快“走出去”的步伐, 与国外优秀航空公司重组, 向大集团发展, 提升国际竞争力。总之, 我们认为在未来一

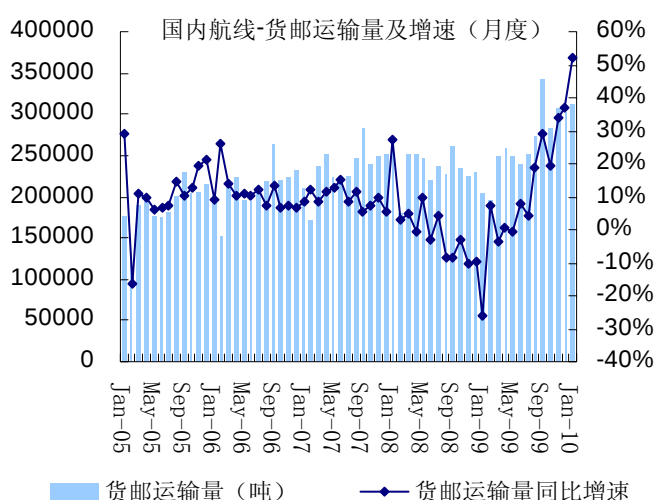
两年来里或可能出现超出市场预期的航空并购重组行为。

5. 行业目前处在持续景气中

从业务量、载运率、票价、油价等主要指标看，航空行业目前处在持续景气中。

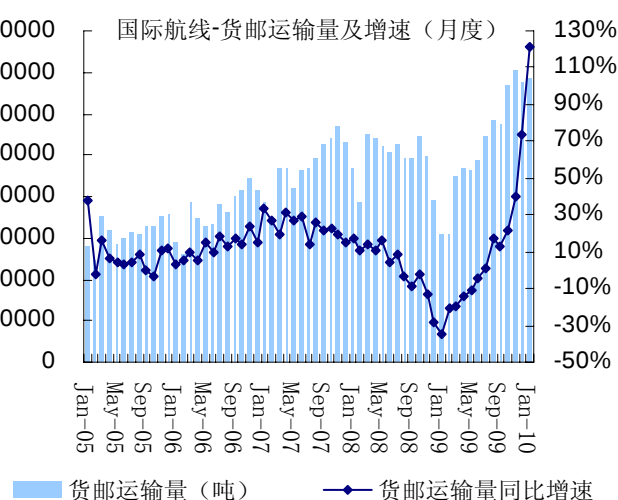
2010 年 1 月全行业国内航线、国际航线分别实现货邮运输量 31.38 万吨、13.69 万吨，环比均好于 12 月，同比分别增长 52.4%、120.8%。虽然大幅的增速有去年低基数的原因，但从绝对量上看却已超过历史最好水平。

图表 21：国内航线货邮运输量月度情况



数据来源：民航局，天相投顾

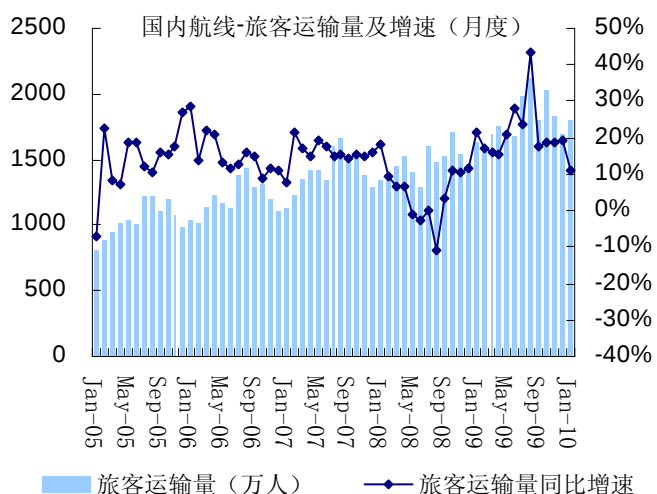
图表 22：国际航线货邮运输量月度情况



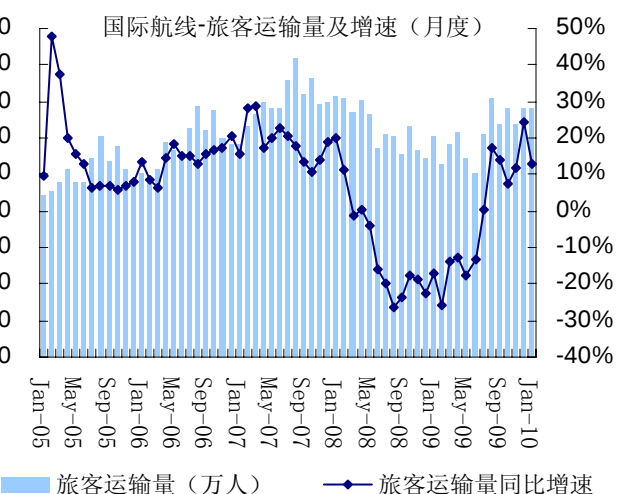
数据来源：民航局，天相投顾

2010 年 1 月国内航线实现旅客运输量 1805 万人，同比增长 10.9%，继续保持较快增长。国际航线实现旅客运输量 136.3 万人，同比增长 13%。李家祥在两会期间透露，2 月份国际旅客运输量增速达 49%。以此来看，2 月份国际航线旅客运输量将达到 157 万人，快接近 2007 年最好水平。

图表 23：国内航线旅客运输量月度情况



图表 24：国际航线旅客运输量月度情况



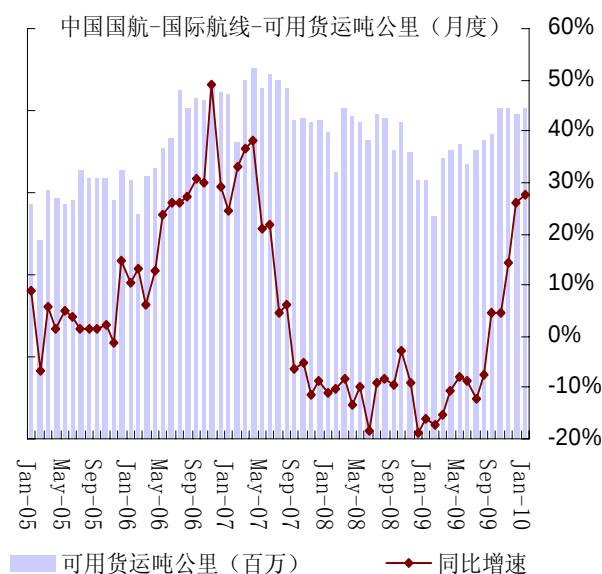
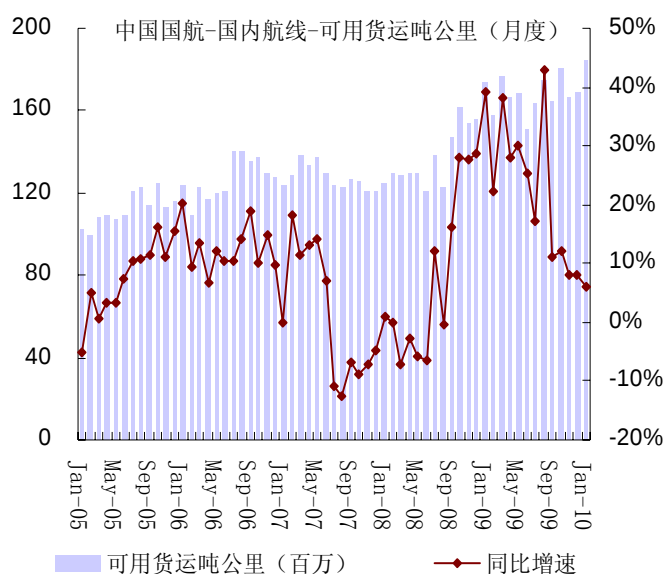
数据来源：民航局，天相投顾

数据来源：民航局，天相投顾

针对国际经济复苏的预期，航空公司的运力调配开始向国际航线倾斜。以中国国航为例，2010年1月国航可用货运吨公里国内航线增长了6.1%，增速回落，而国际航线增长了27.6%，增速提升。客运方面亦是如此，1月国内航线可用座公里增长了7.7%，国际航线增长了11.5%。

图表 25：中国国航国内航线可用货运吨公里情况

图表 26：中国国航国际航线可用货运吨公里情况

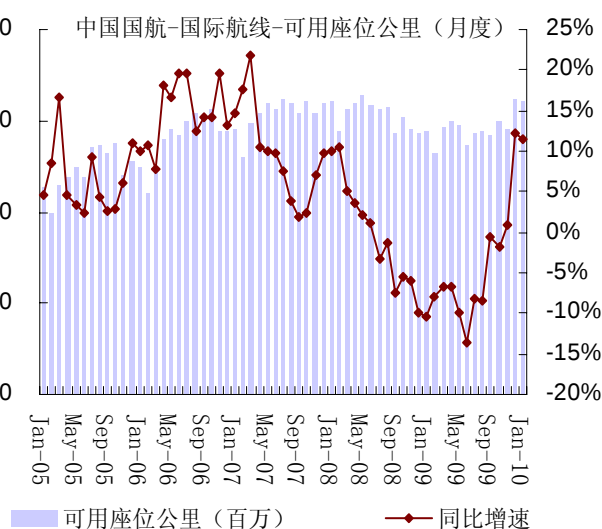
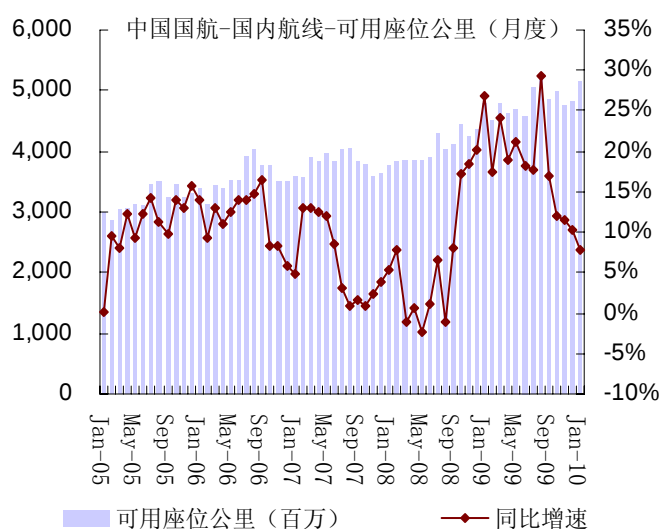


数据来源：民航局，天相投顾

数据来源：民航局，天相投顾

图表 27：中国国航国内航线可用座公里情况

图表 28：中国国航国际航线可用座公里情况



数据来源：民航局，天相投顾

数据来源：民航局，天相投顾

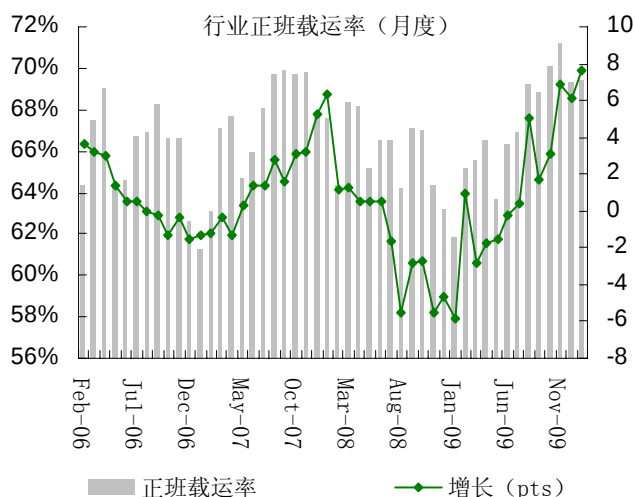
从运营效率方面看，2009 年下半年以来行业正班客座率和载运率均在逐步提升中，而且近几个月的载运率已接近 2007 年最好水平。

图表 29：行业正班客座率月度情况



数据来源：民航局，天相投顾

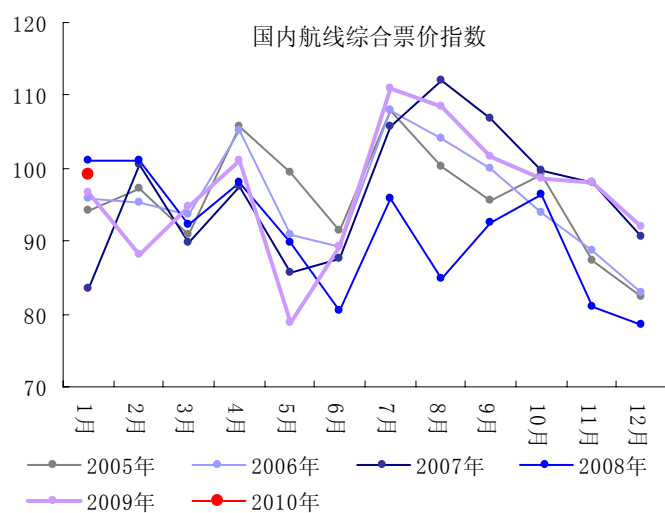
图表 30：行业正班载运率月度情况



数据来源：民航局，天相投顾

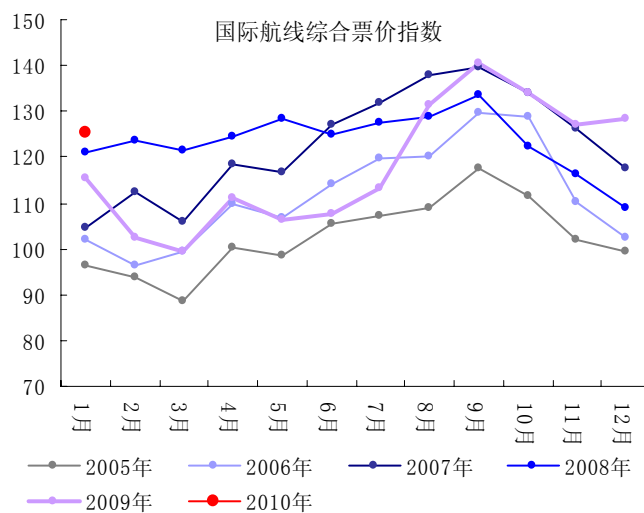
票价方面，2009 年 7 月份以来国内航线和国际航线的综合票价水平一扫低迷，整体上优于近几年的同期值。2010 年 1 月国内航线和国际航线的综合票价指数分别为 99.1、125.2，仍然处在有利水平。

图表 31：近 5 年国内航线综合票价水平走势



数据来源：民航局，天相投顾

图表 32：近 5 年国际航线综合票价水平走势



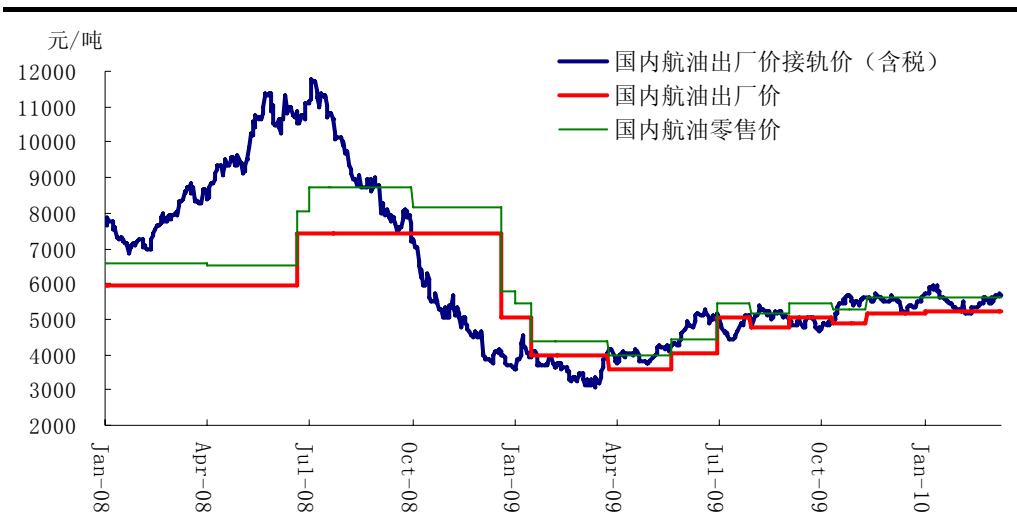
数据来源：民航局，天相投顾

油价方面，近来油价上涨趋势缓和了很多。2009 年国内航油出厂价接轨价格的季度平均值分别为 3673 元/吨、4065 元/吨、4954 元/吨、5433 元/吨，而 2010 年以

来的平均价格为 5510 元/吨，环比去年四季度仅增长了 1.4%。

尽管我们预计全年航油价格要同比增长 30%左右，但国内航线旅客运输燃油附加复征将在很大程度上为航空公司消化掉一部分成本压力。

图表 33：国内及国际航油价格走势



数据来源：天相投顾

以中国国航为例，我们从航油实际采购成本和航油套保业务两个方面来讨论航油价格对公司 2010 年业绩的影响将不会显著。

首先，中国国航 2008 航油采购成本约 211 亿元、2009 年预计为 140 亿元，在平均油价上涨 30%和用油量增长 6%的假设下，预计 2010 年其航油采购成本约 190 亿元，再减去国内航线旅客运输燃油附加复征带来的 22 亿元收入增量，则 2010 年国航的用油成本将仅增约 30 亿元。

航油套保方面，2008 年、2009 年前三季度及 2009 全年（预测）国航航油套保分别实现公允价值变动收益-74.7 亿元、46.6 亿元、58 亿元，实现交割亏损 4.5 亿元、26.5 亿元、28 亿元。由于目前持有的套期保值合约中相当部分已陆续交割，而且随着持仓结构的调整和油价变动趋缓，我们预计 2010 年航油套保的影响将在 5 亿元级别，而且可能是受益。

综合以上因素，我们认为在量价提升和成本压力不大的预期下，尽管难以量化，但可以预期航空公司今年的主业盈利能力将进一步改善。孔栋在两会期间也表示，预计国航 2010 年的业绩将好于去年。

6. 上调航空行业评级至增持

我们认为，在主业盈利改善背景下，人民币升值、政府注资、行业重组等各种预期的交织共振，为当前投资航空股带来良好契机。因此，我们重申航空股在第二季度的投资机会，并上调航空行业评级至“增持”。

图表 34：三大航 PB 估值水平

代码	公司	股价	总股本	市值	每股净资产	市净率
600115	新东航	6.84	112.8	771	0.47	14.55
601111	中国国航	11.64	129.9	1512	2.32	5.02
600029	南方航空	6.95	100.8	701	2.09	3.33

来源：天相投顾 注：股价选取 3 月 11 日收盘价；南航、国航总股本为增发后的预期值，单位为亿股；市值单位为亿元，每股净资产是按三季报数据和注资情况静态计算。

三大航中，南方航空目前的 PB 估值最低，对人民币升值的收益程度也最大。但在今明两年航空公司的国际化加速过程中，我们更看好中国国航的先发优势和新东航的地理优势；在可预期的重组事件中，也对东航和国航更为有利。因此，我们对航空公司的推荐顺序依次为 ST 东航（600115）、中国国航（601111）、南方航空（600029）。

风险提升：利率变动风险、航油套保业务风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002