

2010-05-12

行业研究 / 深度研究

航空

增持/ 维持评级

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214

021-50106015 lijunyjs@lhq.com

2008 不会重演

• **市场预期发生逆转：**近一个礼拜以来，随着大盘的深幅调整，航空股也出现了深度的回调，扣除恐慌性的抛盘因素导致的下跌外，市场预期的向下调整也不可否认的成为股价调整的主要因素之一，我们认为市场对于基本面的担忧主要体现在五个方面：1、全球经济二次探底、2008 年般需求的大幅下滑会重演；2、2010 年可能已经是行业高点，2011 年不容乐观；3、在 2010 年 1 季度较好的业绩基础上，2010 年 3 季度改善有限；4、客座率、票价在目前的基础上，向上空间有限；5、世博会严重低于预期。

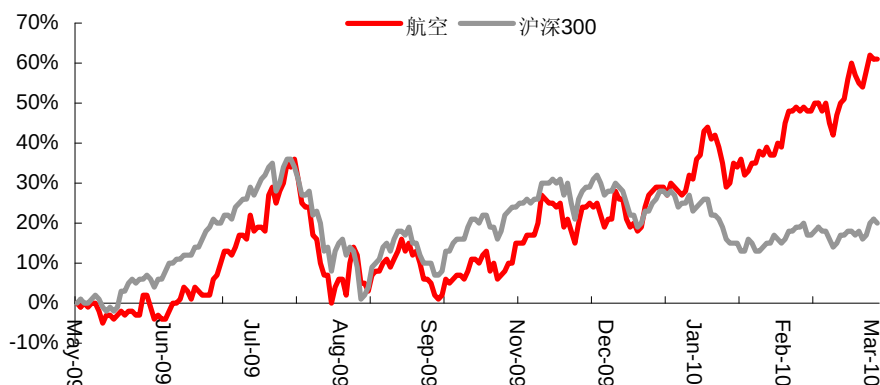
• **2008 不会重演：**即使考虑经济再次下滑情形下中国未来的消费增速，根据我们宏观的预测以及历史的国内航线需求与国内消费增速的关系，也可预计未来的国内航线需求增速保持在 13%以上；同时我们认为国际航线增速重演 2008 年的崩溃的局面概率极低，而未来可能出现的局面就是国际航线与国内航线一并增速呈现正常化，即绝对增速有所降低，但依然属于较为快速的增长区间。

• **2010 并非行业高点，2011 继续改善概率较大：**2011 年航空业盈利进一步改善的概率较大，主要理论基础为 2011 年行业供需格局仍将进一步改善，2011 年我们判断行业的需求、供给均将正常化，2011 年预计行业需求增速在 13%-15%之间，2011 年行业 ASK、座位数增速在 11%-12%之间，边际供需缺口依然存在，2011 年行业供需格局有望进一步改善。

• **2010 年 3Q 毛利率可较 2010 年 1Q 提升 10 个点，远期票价仍具较大提升空间：**我们认为正常情况下 2010 年 3 季度毛利率可比 1 季度提升 10 个点，同时在 2010 年票价同比上涨 10%的情况下仍然将具有较大提升空间。

• **航空股超跌，建议买入：**前段时间航空股的下跌反映了市场对于未来基本面的过分悲观预期，而行业趋势并未发生根本性逆转，建议投资者买入。

最近 52 周股价表现



市场预期发生逆转

近一个礼拜以来，随着大盘的深幅调整，航空股也出现了深度的回调，扣除恐慌性的抛盘因素导致的下跌外，市场预期的向下调整也不可否认的成为股价调整的主要因素之一。

市场永远没有错，错的只是市场预期，市场只是市场预期的反应，我们认为目前市场对于航空业未来基本面存在如下几个担忧：

- 1、全球经济二次探底、2008 年般需求的大幅下滑会重演；
- 2、2010 年可能已经是行业高点，2011 年不容乐观；
- 3、在 2010 年 1 季度较好的业绩基础上，2010 年 3 季度改善有限；
- 4、客座率、票价在目前的基础上，向上空间有限；
- 5、世博会严重低于预期。

2008 年不会重演

我们相信，航空股如此的下跌，反映的绝不仅仅是后四个因素的预期，而是对于全球经济二次探底以及随之而来的类似于 2008 年所呈现的需求大幅下跌的预期，因此，我们首先对第一个问题进行阐述，而第一个问题的核心就是 2008 年的需求崩溃会重演吗？

首先我们需要回忆 2008 年到底发生了什么？市场对于 2008 年航空的大概记忆是 2008 年 2 月份以来，在雪灾等多重偶然因素与随之而来的全球经济调整的双重影响下，航空需求如雪崩般飞流直下。

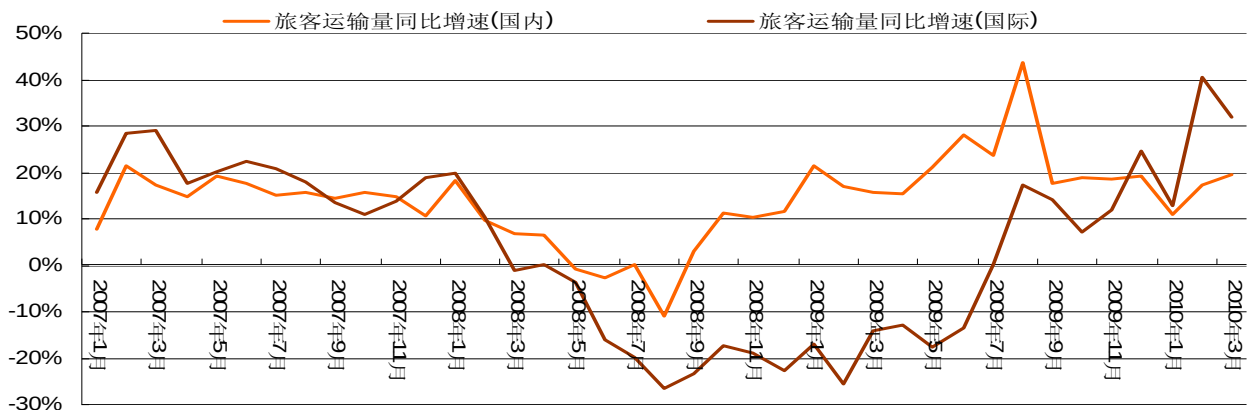
但我们应该注意一个非常重要的细节就是随着奥运会的结束，2008 年 10 月份起中国的国内航线迅速的恢复至 10%以上，而当时的国内、国际经济指标应当是最恶化之时，这说明即使在经济增速显著下降的时候，国内航线的正常需求依然能够保持 10%以上的同比增速。

究其原因，就回归到我们在 2009 年的报告《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》¹中所提出的国内航线潜在驱动因素逻辑，国内航线主要依赖于国内消费，因此我们看到的情况是在 2008 年 10 月份全社会零售品消费总额依然保持着 17.6%（经价格调整后）高速增长的情况下，因此在众多偶然因素消失后，2008 年 10 月份国内航线旅客增速迅速上弹到 10%以上。

即使考虑经济再次下滑情形下中国未来的消费增速，根据我们宏观的预测，在 2010 年的 2 至 4 季度，分别有望达到 16.8%、15.5%、15.9%，2011 年也有望达到 16%以上，根据历史的国内航线需求与国内投资与国内消费增速的关系，也可预计未来的国内航线需求增速保持在 13%以上。

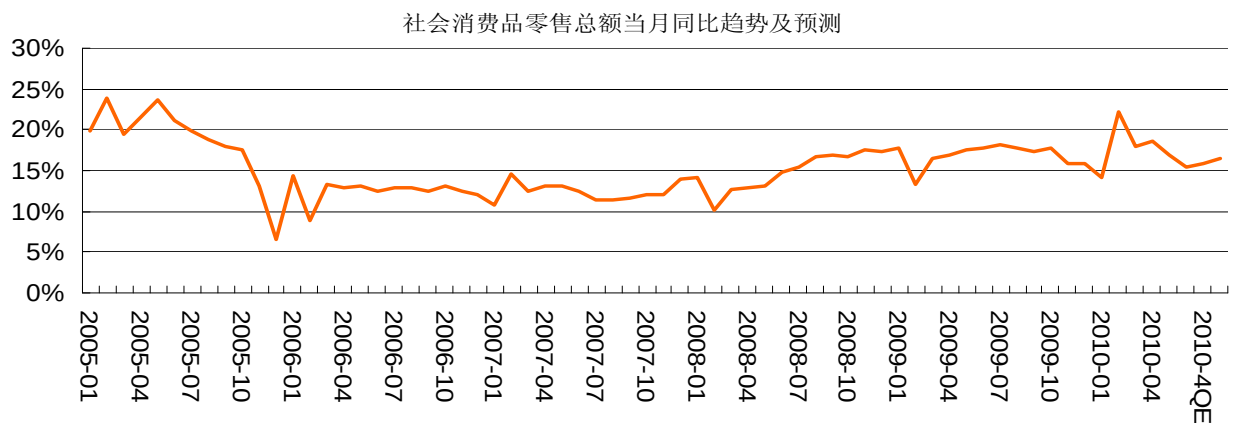
¹ 《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》，2009.11.26，为 2010 年度航空业投资策略报告。

图1、2007年以来分区域航空需求月度增速发展趋势



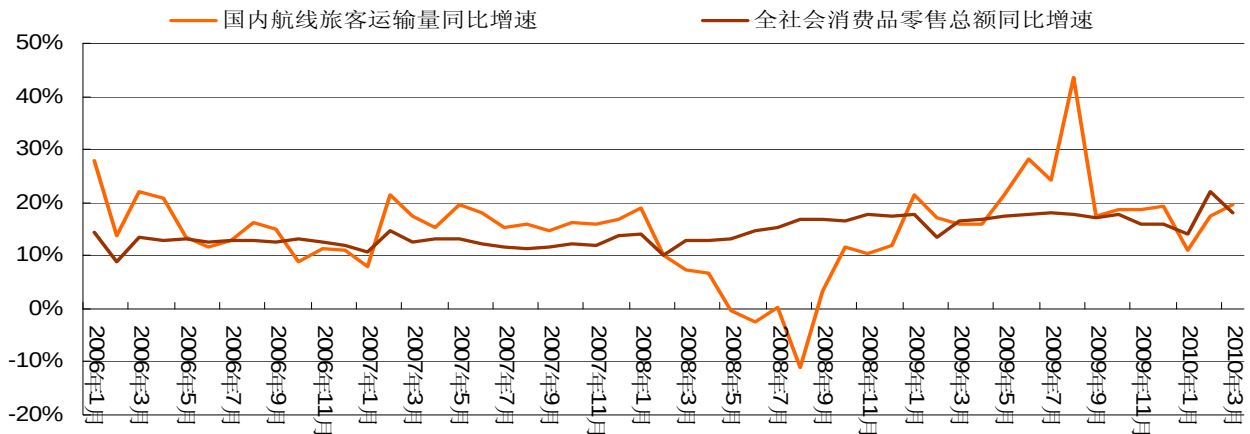
资料来源：华泰联合证券研究、中国民航总局

图2、国内航线旅客吞吐量增速与消费（社会消费品零售总额）增速的历史相关关系



资料来源：华泰联合证券研究、CEIC

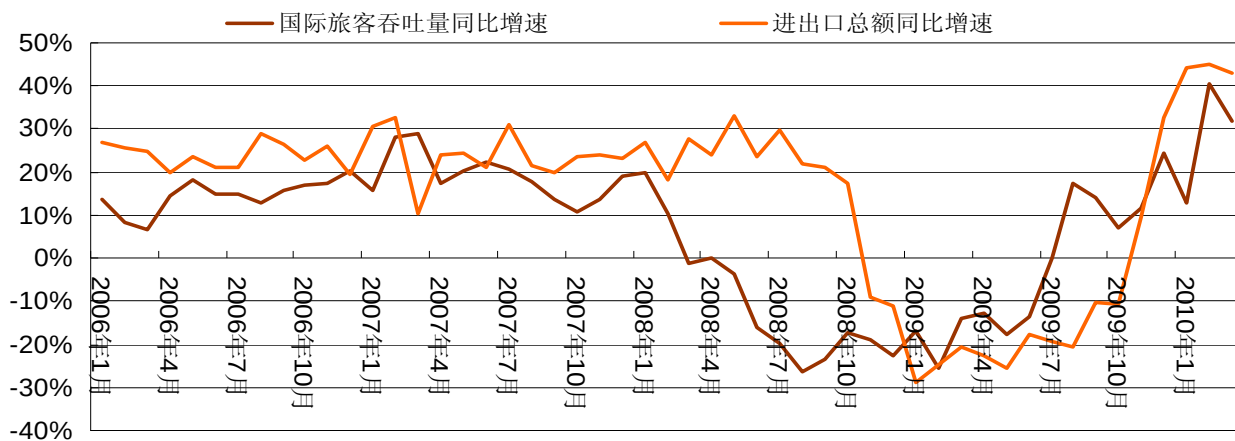
图3、中国消费（社会品零售总额）增速趋势与预测



资料来源：华泰联合证券研究、CEIC

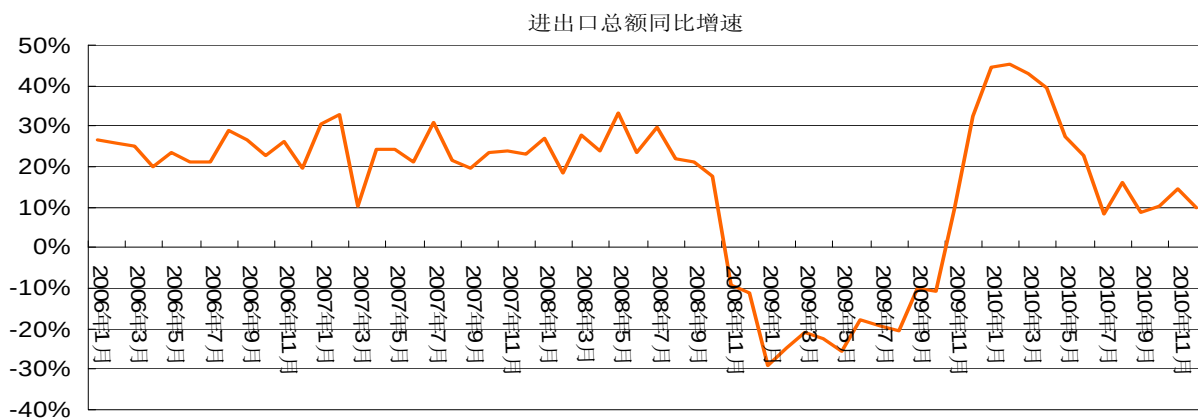
对于国际航线，依据我们在 2009 年的报告《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》²中所提出的国际航线潜在驱动因素逻辑，国际航线依主要依赖于中国的进出口总额，而对于经济再次下滑情形下，以及基期效应的带动下，预计 2010 年 7 月份开始进出口总额同比增速将显著降低，但我们宏观对于 2010 年中国进出口总额的增速预测依然会有不错的增速，这一点与 2008 年、2009 年上半年时不可同日而语，因此依此逻辑国际航线需求再次出现负增长的概率微乎其微，而继续保持较高增速的趋势仍将持续，顶多在下半年随着进出口总额增速的下滑而绝对增速有所降低，同时考虑美国的情况已经今非昔比，我们认为国际航线增速重演 2008 年的崩溃的局面概率极低，而未来可能出现的局面就是国际航线与国内航线一并增速呈现正常化，即绝对增速有所降低，但依然属于较为快速的增长区间。

图4、中国国际航线旅客吞吐量同比增速与进出口总额同比增速之间的相关关系



资料来源：华泰联合证券研究、CEIC

图5、中国进出口总额增速趋势与预测



资料来源：华泰联合证券研究、CEIC

在上述的逻辑下，我们认为 2008 年般需求的大幅下滑不会重演，在经济下滑的背景下，增速会有所降低，但绝对增速依然较高，不改变行业供需格局改善的进程。

² 《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》，2009.11.26，本文为 2010 年度航空业投资策略报告。

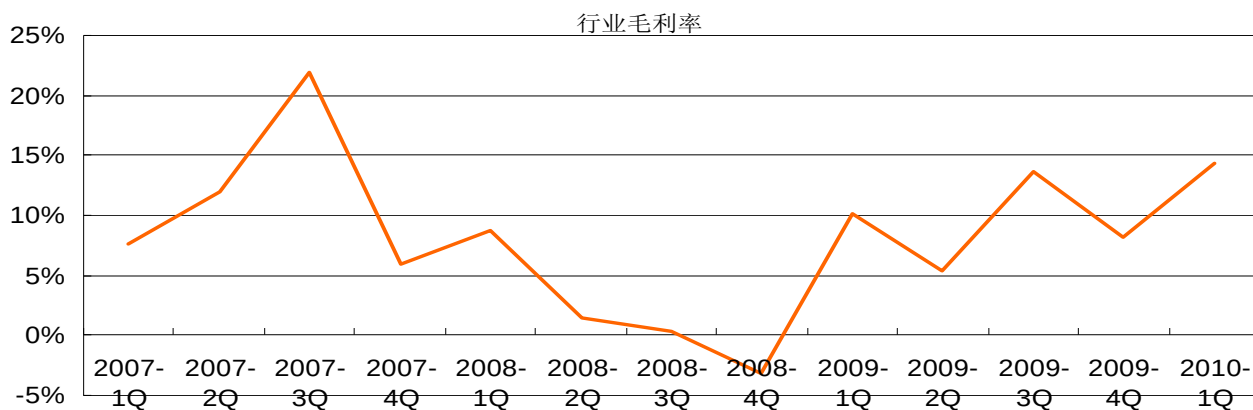
2010 并不是行业高点，2011 继续改善的概率较大

2011 年航空业盈利进一步改善的概率较大，主要理论基础为 2011 年行业供需格局仍将进一步改善，2011 年我们判断行业的需求、供给均将正常化，需求正常化意味着 2008 年以来的航空需求表观增速异常将逐步正常，2011 年预计行业需求增速在 13%-15% 之间，供给正常化意味着行业利用小时将提升幅度有限，2011 年行业 ASK、座位数增速在 11%-12% 之间，边际供需缺口依然存在，2011 年行业供需格局有望进一步改善。

2010 年 3Q 毛利率较 2010 年 1Q 毛利率可提升 10 个点

持 1 季度业绩较好基础上 3 季度改善有限观点的投资者主要理论依据为 2010 年 1Q 的毛利率已经比较高，则 3 季度毛利率应提升空间有限，对于这个问题我们有必要看一下航空业历史的毛利率水平变化趋势，2007 年 3 季度行业毛利率达到 21.88%，根据我们的判断，在 2010 年 3Q 行业的综合利用率水平（客座率和利用小时）要超过 2007 年，因此基于我们所持的毛利率决定于综合利用率水平的理论，我们认为 2010 年 3Q 行业的毛利率水平肯定要超过 2007 年，但是具体高到 22% 之上的什么位置？确实难以判断。

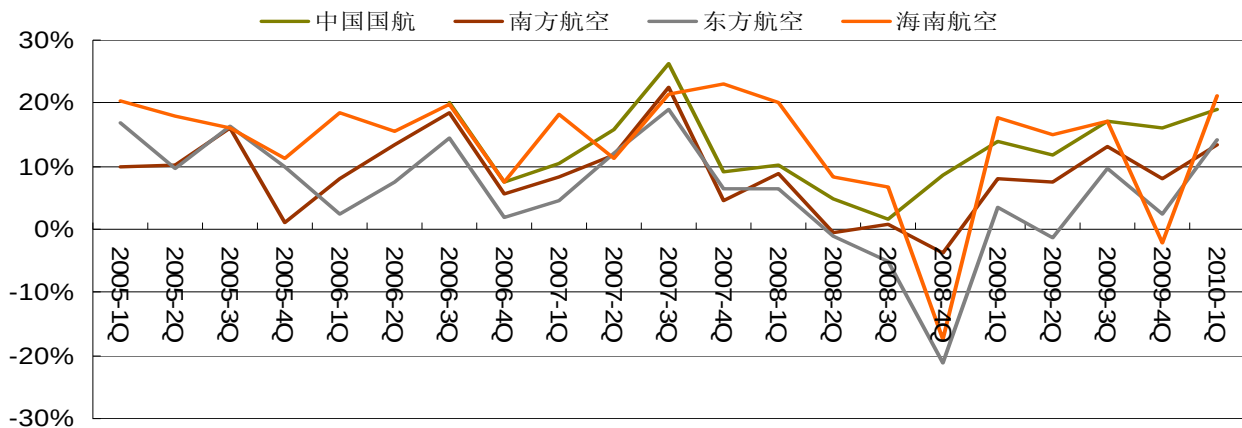
图6、行业季度毛利率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究

如果在 2010 年 3 季度行业毛利率可以达到 25% 的水平，则高于 2010 年 1Q 毛利率约为 10 个点，以中国国航为例，其在 2007 年 3 季度毛利率已经达到 26.35%，根据客座率、利用小时发展趋势的判断，我们公司公司在 2010 年 3Q 毛利率水平要超过 2007 年同期，即要超过 26.35% 的水平，中国国航在 2010 年 1Q 毛利率约为 18.92%，因此可以基本判断中国国航在 2010 年 3Q 的毛利率水平比 2010 年 1Q 也可提升 8 至 10 个点。

图7、四大航空公司 2005 年以来季度毛利率发展趋势



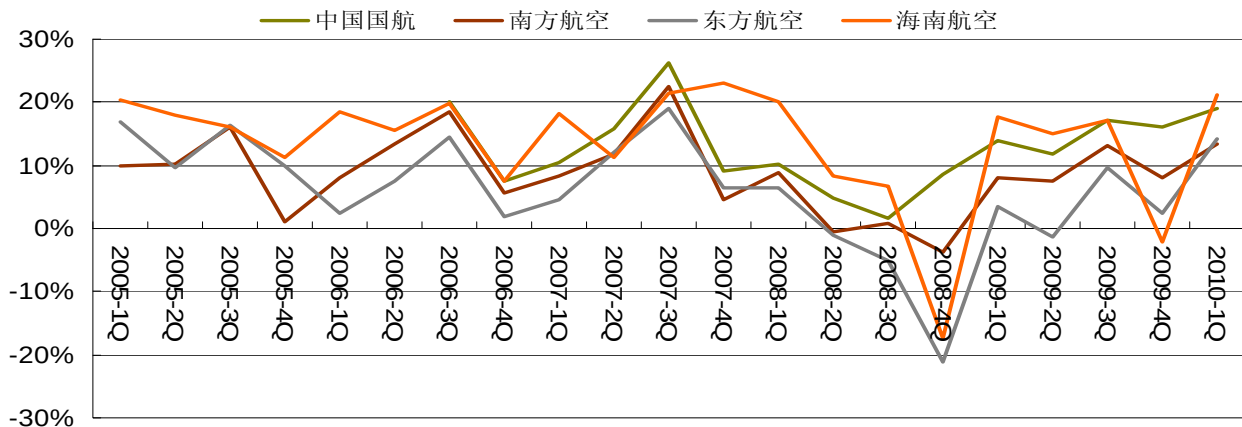
资料来源：华泰联合证券研究，各公司定期报告

在 2010 年基础上票价仍有较大提升空间

根据我们的预测，在 2010 年全行业平均客座率可接近 80%，客公里收益水平约为 0.61 元/客公里至 0.62 元/客公里，客观而言，80%的平均客座率水平已经较高，往上空间可能有限，但如果我们观察北美航空公司的客座率数据，发现北美航空公司的客座率在高峰的季度能够达到 85%，退而言之，假设 80%的客座率即为一个较高的上限，那么，在潜在的需求增速超过供给增速的情况下，在客座率已经难以再大幅提升的情况下，航空公司必然会通过提升票价的方式过滤部分需求，以达到需求与供给的平衡，因此，关键的问题不在于客座率有无提升空间，而在于在目前的票价体制下，客公里收入是否有提升空间，从两个方面可以说明，这个答案是肯定的。

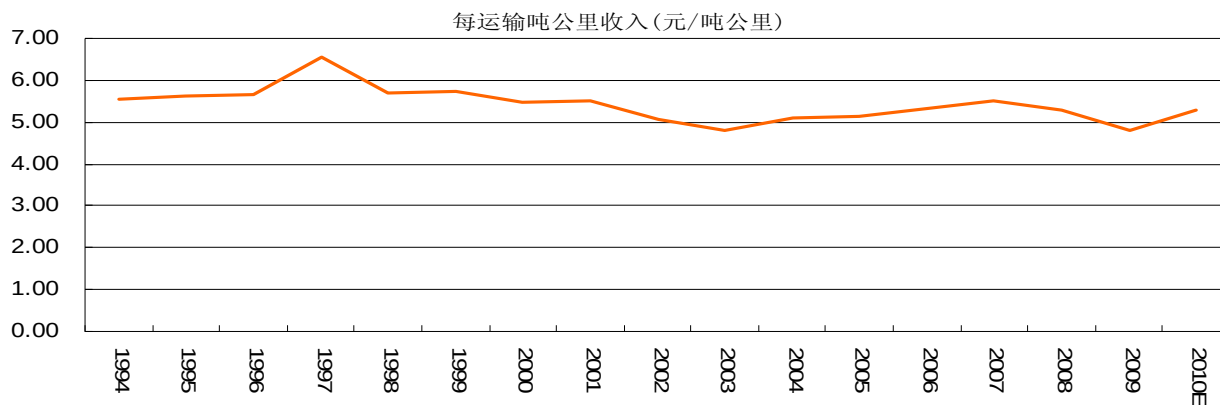
- 1、在 2010 年吨公里收入同比增长 10%的情况下，2010 年吨公里收益才接近 2008 年水平，低于 2007 年约 5%。
- 2、在 2010 年客公里收入同比增长 10%的情况下，国内航线整体相当于票价的 7 折水平。

图8、1999 年以来行业客座率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究，各公司定期报告

图9、1994年以来行业运价（吨公里收入）发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究，各公司定期报告

航空股超跌，建议买入

根据前述分析，我们认为前段时间航空股的下跌反映了市场对于未来基本面的过分悲观预期，而行业趋势并未发生根本性逆转，建议投资者买入。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.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
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com