

航空

一内、外部因素力挺行业持续景气

投资评级 推荐

投资要点:

宏观经济展望

- 国内经济将在四季度稳步发展，通胀压力逐渐减弱
- 人民币升值加速，航空业受益巨大

行业发展前景

- 中国航空市场已经进入新一轮高速增长周期
- 行业恢复良性竞争
- 区域规划带来更多增长动力
- 09年民航市场需求增加了17%、运力增加了12%；10年为20%和11%，而预计在3年内，行业运力供给增长将在10-12%之间，行业保持在供不应求的状态，而且这状态由于运力交付的滞后（至少需要2年时间）将在3年内持续。

四季度投资策略

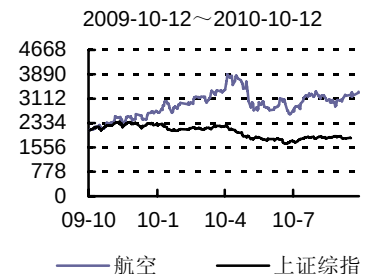
- 我们认为，目前中国航空市场已经进入新一轮高速增长周期，在行业竞争趋于理性和区域规划为市场带来更多增长动力、世界和国内经济企稳健康发展以及人民币加速升值的预期下，旅客、货物周转量不仅频创历史新高而且预计将在未来 1-2 年内继续增长。对于航空上市公司来说，在文中所述的众多内外部因素综合影响下，将保持良性健康发展，更是不排除三季报大超市场预期、人民币升值保持目前速度以及政府出台更多相关利好政策等突发事件的影响使行业走势在四季度大幅超越大市，我们对于整个行业给予“推荐”评级。

2010 年 10 月 12 日

主要数据

行业指数	3339.75
上证指数/深圳成指	2738.74/11468.54
公司家数	7
总市值(百万元)	346018.98
流通市值(百万元)	272497.32

52 周行情图



相关研究报告

《》，2009-10-29

《国元证券公司研究-中国国航 2009 三季报点评》，2009-10-29

《国元证券公司研究-南方航空 2009 三季报点评》，2009-10-29

联系方式

研究员:	胡德全, 周海鸥
职业证书编号:	S0020208060732
电 话:	021-68889174-1937
电 邮:	hudequan@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

宏观经济展望

- 国内经济将在四季度稳步发展，通胀压力逐渐减弱

8月份居民消费价格（CPI）同比上涨3.5%，涨幅比7月扩大0.2个百分点；工业品出厂价格（PPI）同比上涨4.3%，涨幅比7月回落0.5个百分点。物价涨幅持续放大主要有两方面原因：

首先是翘尾因素，去年同期CPI处于相对低点，对今年产生一定滞后影响，不过，未来几个月内，该因素对物价的影响将逐渐回落；

另一方面，8月部分食品价格出现明显上涨。其中蔬菜价格同比上涨15.2%，在所有商品类别中涨幅居首。9月初以来，根据农业部每日价格数据来看，农产品批发价格整体有所下降，农产品价格可能会供应短缺和节假日消费的影响过后看，在接下来的一段时间内继续下降，稳定在略低于目前的水平。直接导致CPI同比和环比由当前水平回落。预计9月CPI仍将维持8月水平，但到年末会有所回落。

图1. 居民消费价格（CPI）



资料来源：国家统计局

图2. 居民消费价格指数（CPI）：食品



资料来源：国家统计局

同时，8月中国制造业经理人采购指数PMI为51.7%，比7月提升0.5个百分点，停止了之前连续三个月的回落。PMI重新回归上升通道，表明中国制造业经济总体仍呈现增长态势，不会出现深度回调。相信随着信贷增长和投资增速继续向均值水平回归，经济增长过热的风险将下降；基于CPI即将进入下行趋势的判断，预计年内加息的可能性不大。经济增速二季度回落至10.3%，但回落幅度有限，预计全年GDP仍可达到10%左右的增长。国内经济的稳步健康发展，不仅有利于二级市场稳步上扬，更是为民航业发展提供了坚实基础。

● 人民币升值加速，航空业受益巨大

2010年6月，根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，央行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。9月21日，人民币兑美元最高升至6.6987，为自2005年中国汇改以来首次升破6.70水准。值此，人民币在截止当天的九个交易日累计升值1.35%。市场甚至预计，未来几周，中国会将人民币兑美元推升至6.6，这标志着自9月初以来升幅接近3%。

图3. 人民币中间汇率走势



资料来源：CEIC，国元证券研究中心

航空业上市公司持有大量美元负债，人民币升值将直接带来巨大的汇兑收益。航空公司由于业务需要通常背负外币负债，但公司一般都以人民币结算的收入和经营现金流，因此当人民币升值时公司未来所需用于支付美元债务的财务费用和贷款本金将减少。由于航空公司外币负债总额普遍较高，例如2009年外币负债折合成人民币，中国国航、南方航空、东方航空和海南航空分别为403亿元、469亿元、357亿元和146亿元，因此人民币升值将明显降低航空公司经营成本，提升公司业绩并且一定程度上降低资产负债率。（事实上自2005年汇改至2009年，人民币已经累计升值17.5%，根据航空上市公司披露的数据计算，累计兑汇收益合计达到了205亿人民币。）

若人民币2010年升值3%，则将分别为南航（增发前）、国航、东航和海航将分别带来0.137元、0.077元、0.074元和0.85元的每股收益贡献。单从业绩弹性的角度出发，推荐顺序依次是南方航空、中国国航和东方航空。

图 4. 人民币升值对航空公司业绩影响敏感度分析

	南方航空	中国国航	东方航空	海南航空
外币负债折合人民币（亿元）	469	403	357	146
人民币升值 1%增加 EPS（元）	0.046	0.026	0.025	0.028
人民币升值 2%增加 EPS（元）	0.091	0.051	0.049	0.057
人民币升值 3%增加 EPS（元）	0.137	0.077	0.074	0.085
人民币升值 4%增加 EPS（元）	0.183	0.103	0.099	0.113
人民币升值 5%增加 EPS（元）	0.229	0.128	0.123	0.142

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

另外，考虑到人民币升值窗口打开后，将会持续较长时间，航空公司将在中长期受益航油进口价格的下降以及租赁成本的降低也将增厚航空上市公司业绩。

行业发展前景

● 中国航空市场已经进入新一轮高速增长周期

09 年我国民航业率先复苏，总周转量、旅客周转量和货邮周转量在 08 年低基数的基础上，分别增长了 13.74%、17.53%和 6.33%。2010 年上半年民航市场的反弹力度更大，上半年实现总周转量、旅客周转量和货邮周转量分别为 253.84 亿吨公里、1912.64 亿人公里和 82.84 亿吨公里，分别增长了 31.7%、21.5%和 58.5%。虽然下半年由于去年同期基数较高，航空业务量增速可能放缓，但全年业务量大幅增长的态势已成定局。

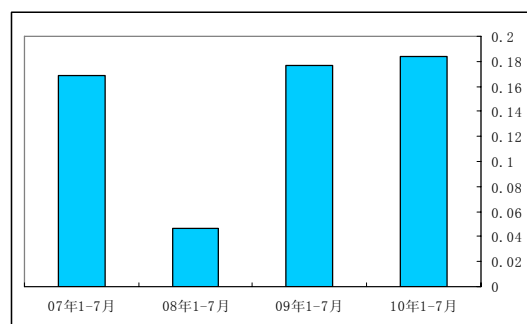
客运方面，今年 1-7 月，中国航空市场运送旅客 151.8 百万人次，创了历史新高，而且同比增长了 18.4%。高于 09 年同期的 17.7%和 07 年同期的 16.9%。说明中国航空运输市场已经完全恢复，而且正值强劲上升轨道。增长速度已经超过近年来的最好水平，标志着中国民航市场已经进入新一轮高速增长的新周期。

图表 5. 民航旅客运输量

图表 6. 07-10 年 1-7 月民航旅客运输量增速同比



资料来源: CEIC, 国元证券研究中心



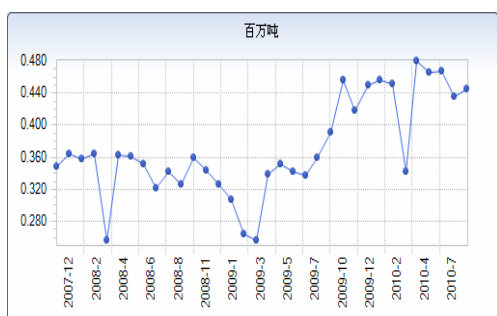
资料来源: CEIC, 国元证券研究中心

客运分航线来看, 由于国内经济从经济危机中受伤较小、恢复较早, 因此也带领了国内航空客运市场较国际市场更早企稳; 国际和港澳台客运航线恢复时间较晚, 但目前仍然处于快速反弹的阶段, 目前三大航空公司都积极地将业务重点向国际航线偏移, 特别是南方航空, 自加入了“天合联盟”以来, 不断开拓国际长途航线, 目前国际业务已经从09年中报为总利润贡献13%上升到了10年中期的18%; 而且政府也逐渐意识到国际航线对国内民航企业的重要性, 在民航年中会议中指出, 将扩大国际航线税费减免种类和范围以及对特殊国际远程航线进行补贴。从图表5可以看到, 自09年12月起, 民航旅客运输量快速反弹, 相信这个势头将在三季度保持, 在四季度持稳。

货运方面, 2010年1-7月中国民航行业货邮运输量达到309万吨, 同比增长37.4%, 双双达到历史最高水平。在全部周转量增长中, 国际货运周转量的增长贡献率达到43.26%, 成为此轮民航增长新的亮点。

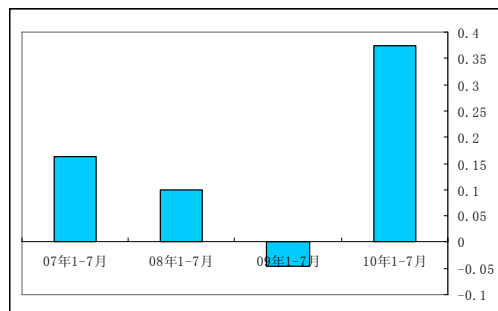
回顾历史, 在国内航空公司货运业务发展未成熟之时引入了国际大鳄, 导致市场被大幅抢占, 货运成为航企短板, 但经济危机之后, 基于国内经济形势更为坚挺, 对国内民航企业来说是发展货运业务的大好机会, 同时, 政府也正在研究相关政策支持我国航空货运业务, 包括货运补贴政策以及三大航空公司货运资产整合。航空货运市场也进入了黄金发展期。

图表 7. 货邮运输量



资料来源: CEIC, 国元证券研究中心

图表 8. 07-10 年 1-7 月货邮运输量增速同比



资料来源: CEIC, 国元证券研究中心

今年上半年，四大航空上市公司都取得了十分亮丽的中报数据：国航净利润为 46.94 亿，同比增长 60%，EPS 为 0.41 元；东航净利润为 19.44 亿，同比增长 49.73%，EPS 为 0.18 元；南航净利润为 20.76 亿，同比增长 5363.16%，EPS 为 0.26 元；海航净利润为 5.57 亿，同比增长 218%，EPS 为 0.14 元。从目前的情况来看，三季度旺季持续、四季度可能淡季不淡，民航业全年业绩有望超过 07 年的高点。

态势。值得注意的是，大中型飞机和小型飞机日利用率走势完全相反。上半年大中型飞机日利用小时为 9.77 小时，同比上升 0.37 小时。而小型飞机为 5.32 小时，同比却下降了 0.48 小时，一定程度上也反应了干线市场和支线市场的冷热不均。

航空业未来 1-3 年发展趋势：

短期来讲，10 年为航空行业 3 年左右的景气周期的第一年；大方向上看，目前国内市场类似于美国 50 年代到 70 年代时的航空业大发展阶段。不仅货运市场在今年获得大幅增长（货运为行业先行指标），而且客运由于城市化建设、消费升级（个人可支配收入增长）和行业供求关系发生变化（下文详述）也将获得长足发展。国际货币基金组织的一项研究显示：当人均 GDP 在 1500 美元-5000 美元时，国民每人每年坐飞机的次数，将由 0.01 次迅速增长为 0.5 次左右。2009 年，我国人均 GDP 为 3700 美元，国内居民平均每人每年乘坐飞机次数为 0.17 次。未来几年，我国经济仍将保持较快增长，人均 GDP 仍有较大上升空间，航空运输需求增长的潜力依然很大。

另一方面，行业内市场集中度的提高（三大航 09 年大规模重组以后，市场占有率从 65% 升至 75%）使寡头更具有议价能力，而且寡头垄断的局面在未来长时间内很难改变。从全球范围看，航空运输业的市场集中度不断提高已经成为一个趋势。欧洲航空公司经过近五年的重组兼并，基本上形成了以法荷航、汉莎航和英航为主的市场格局。国际金融危机的爆发，加快了美国国内航空公司的重组兼并进程，三角航兼并西北航，美联航合并大陆航，使美国航空市场基本形成了美联航、三角航、美洲航、西南航四分天下的市场新格局。在未来较长时期内，我国三大航与海航共分并存的市场格局也难以改变。近期有报道指出，民航局正在酝酿提高新成立航空公司的注册资金门槛，客运航空公司注册资本将由原来的 8000 万元提高到 8-10 亿元，货运公司将提高到 5-8 亿元，这样就大幅度提高了行业进入的门槛。面对国外航空公司和国内高铁的激烈竞争，未来五年内，中国民航业的市场集中度很可能会进一步提升，但提升的幅度不会太大。

我们认为：景气周期取决于宏观经济和运力交付期，在明后年，中国宏观经济有望保持在 8% 以上的整体增速，按照宏观经济波动 1 个百分点将导致民航业波动 1.5 个百分点来计算，民航仍将至少保持 12% 左右的增速；另一方面，由于 08 年底民航市场才逐渐恢复，各大航空公司反应

不及，运力引进滞后，再加上运力到位需要2年左右的时间，因此在明后年，整个行业仍将处于供给增量小于需求增量的景气周期中。预计如果宏观经济不出现大波动，没有小概率事件发生（战争、非典等），市场将保持15%的年复合增速，甚至更高。

● 行业恢复良性竞争

经过09年国内民航企业的大规模重组，大大提高了行业集中度。原本市场参与者分为三级，第一级为三大航空公司，即国航、南航和东航；第二级为六个较小型的地方性航空企业，为深航、上航和厦航等；第三级则是春秋、吉祥、奥凯等小型民航企业，市场竞争激烈且处于无序状态；重组以后，市场形成了三国鼎立的局面：国航系包括了国航、深航和山东航空；东航系为东航和上航；南航系为南航、厦航和川航。三大航空公司的市场占有率总和在08、09年为64.9%和65.14%，预计今年将达到75.8%左右。

而行业集中度的上升将给航空公司带来价格控制力的提升：这能使航空公司保持足够的毛利率的同时降低价格波动的幅度和频率；使行业不再为恶性竞争而盲目增加攻击，引进运力；同时集中度的增加也有利于拓展国际市场，增强公司应对经营风险的能力。

另一方面，09年民航市场需求增加了17%、运力增加了12%；10年为20%和11%，而预计在3年内，行业运力供给增长将在10-12%之间，行业保持在供不应求的状态，而且这状态由于运力交付的滞后（至少需要2年时间）将在3年内持续。

我们认为：由于公司国内市场占有量最大，机群数量也在国内最大，因此公司将更大地受益于供不应求的市场态势。

● 区域规划带来更多增长动力

近两年，中央为振兴地方经济、促进产业结构调整，颁布了众多区域振兴规划，具体如下：

地区	规划名称	批准日期
重庆	《重庆两江新区总体规划方案》	—
新疆	《新疆区域振兴规划》	—
吉林	《中国图们江区域合作开发规划纲要》	2009-11-16
江西	《鄱阳湖生态经济区规划》	2009-12-12
山东	《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》	2009-12-3

广东	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008—2020）》	2009-1-8
福建	《关于支持福建加快建设海峡西岸经济区意见》	2009-5-6
陕西	《关中—天水经济区发展规划》	2009-6-10
江苏	《江苏沿海地区发展规划》	2009-6-10
辽宁	《辽宁沿海经济带发展规划》	2009-7-1
安徽	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	2009-7-26
广东	《横琴岛总体发展规划》	2009-8-14
中部	《促进中部地区崛起规划》	2009-9-23
海南	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	2010-1-5

区域规划对民航市场增长的促进将随着规划的深入落实而逐渐显现，规划内巨额的投资必然会带来人流和物流等各方面的运输需求。事实上在今年的新疆会议之后，南航和海航已经增开了多条进疆的航线，整个民航新增的进疆往返航班超过了180个，今年上半年新疆民航共运输旅客同比增长超过17%。

同样的例子也发生在被规划为副省级新区重庆“两江新区”和被定位为“国际旅游岛”的海南。交通行业的发展是区域规划中十分重要的一部分，因为它是区经济中各行业、地方相衔接的纽带，随着区域规划在四季度的进一步落实，民航市场的发展将得到进一步的推进。

四季度投资策略

我们认为，在市场集中度保持相对稳定的情况下，只要供求缺口存在，航空公司的盈利能力就仍能得以继续维持。只要不发生大规模的经济衰退、自然灾害和流行性疾病等突发事件，我国航空公司明年仍能保持一个相对稳定的盈利格局。但是，鉴于特殊的行业性质，这个供求缺口将很快缩小，在未来 2—3 年后，市场供大于求的局面可能将再次出现，我国航空公司将再度步入新一轮过度竞争与行业亏损周期。

目前来讲，中国航空市场已经进入新一轮高速增长周期，在行业竞争趋于理性和区域规划为市场带来更多增长动力、世界和国内经济企稳健康发展以及人民币加速升值的预期下，旅客、货物周转量不仅频创历史新高而且预计将在未来1-2年内继续增长。虽然自08年底起，航空股股价开始上升，截至目前平均已经跑赢大市多达将近40个百分点，但由于目前航空企业整体10年动态市盈率为17倍，不仅低于交通运输行业的17.6倍，更是低于整个市场的20倍。对于航空上市公司来说，由于高铁对民航分流影响在10-12年并不能完全释放，因此在上文所述的众多内外部因素综合影响下，将保持良性健康发展，更是不排除三季报大超市场预期、人民币升值保持目前速度以及政府出台更多相关利好政策等突发事件的影响使行业走势在四季度大幅超越大市，我们对于整个行业给予“推荐”评级。

附：航空板块最近市场表现

简称	最新日期	最新价格 (元)	涨跌幅(%)							
			最新	本周	本月	本年	近一月	近三月	近六月	近一年
航空指数	2010-10-11	3,466.32	3.79	3.79	8.28	28.79	14.51	21.08	-8.42	64.14
中国国航	2010-10-11	12.99	4.51	4.51	9.25	33.78	13.35	18.74	-6.07	68.48
海南航空	2010-10-11	6.24	3.31	3.31	5.76	-6.17	9.28	12.43	-28.11	34.48
海航 B 股	2010-10-11	0.89	3.26	3.26	3.38	34.34	14.14	21.98	-2.42	80.49
东方航空	2010-10-11	8.25	2.87	2.87	8.70	33.93	16.86	20.44	-7.92	48.92
南方航空	2010-10-11	8.87	2.66	2.66	7.13	46.37	19.38	39.69	0.34	69.27
山航 B	2010-10-11	13.96	-1.69	-1.69	0.14	115.24	39.88	126.62	108.14	143.00

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn