

航空运输行业 2010 年 4 季度报告

评级：增持 维持评级

行业点评

黄金香

分析师 SAC 执业编号：S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

航空股价上涨的逻辑和催化剂仍有效存在

事件

我们对上周与航空相关的事件一并进行点评，上周航空相关的主要事件包括：1、近期航空股出现了大幅上涨，节后六个交易日上涨了，超额收益明显；2、人民币升值加速，美国推迟公布汇率报告；3、十五中全会召开，将重点讨论分配制度改革，并且有专家称十二五规划将写入“收入与 GDP 同增”，从国富转为民富，加快提高居民收入和劳动者水平；

评论

国庆节后航空大幅上涨的原因分析：本轮航空大涨的其根本原因在于航空的基本面，而催化剂为大盘快速上涨以及人民币升值，我们也在 8 月 15 日的航空深度报告《美国和中国航空的浴火重生之路》以及我们 10 月 10 日的航空行业四季度策略报告《2010 年，业绩顶点？起点！》重点推荐航空，我们之前的主要观点如下：在中国经济结构转型的背景下，航空需求消费升级有望跟随居民收入的快速提升而保持快速增长，更值得关注的是无论从航空公司意愿、政府监管导向、波音空客的生产能力以及我国空域紧张等各个层面都导致未来我国运力供给增速趋缓，未来行业供需将持续改善，而高铁由于整体上对运力供给端的影响大于对需求端的影响，并不会改变此进程，因此我们认为 2010 年只是本来航空景气的起点，而非顶点，航空将有望迎来 EPS 和 PE 估值的双重回升，人民币升值也将成为催化剂，建议买入并超配。

虽然近期大涨，但航空上涨的基本面方面的逻辑仍然存在并有效。国航、南航和东航经过上涨后对应明年的市盈率分别还只有 13.8、13.1、13.6 倍，仍然还是处于周期性行业的低端，并没有反映未来业绩的持续较快增长（至少反映得不多），从近期数据看行业需求还是非常旺盛，而运力订单也未见大幅增加，因此从供需持续改善以及股价对基本面未充分反映的角度来讲，继续上涨的逻辑仍然存在。

人民币升值预计在本年度还有较大空间：由于美国等重新推出量化宽松政策，新兴市场国家的货币对美元的升值要明显高于人民币对美元的升值，三个月以来韩元、印度卢比等新兴市场国家对美元升值幅度 4.0-8.6%，平均升值幅度为 6.2%，而且这些货币的升值趋势还没有停止，但人民币仅升值 2.7%，因此从这个角度上看，本年度人民币升值还有较大空间。鉴于近期人民币升值的较快速度，美国推迟公布汇率报告，很可能将推迟到下月召开的 G20 会议后，我们认为在这之前人民币继续升值是大概率事件，我们预计本年度人民币升值幅度将达到 5-6%，从而有望进一步提升航空公司盈利预期。人民币升值是本轮航空股上涨的一个催化剂，我们认为人民币升值至少还将持续一段时间，不仅如此，人民币升值也还有望驱动热钱的涌入，从而进一步推动股指上涨。因此我们认为本轮航空股上涨的催化剂还将继续存在。

五中全会收入分配改革及民富政策未来将进一步驱动需求快速增长：随着我国收入分配改革的推进以及刘易斯拐点的到来，我们认为未来居民收入占 GDP 比重将有望逐步回升，从而驱动航空潜在需求增速与 GDP 增速的倍数关系将出现回升。虽然中国经济结构的转型将使我国经济增速有所下降，但对 GDP 倍数关系上升，从而使我国航空潜在需求增速在未来 10 年将有望保持在 15%以上的水平。有限的运力资源和快速增长在需求将有望使未来航空供需持续改善，航空公司将越来越发现不需要打太多折扣就能达到很高的客座率，未来必然减少机票的打折力度，由于今年的机票也就 65 折左右，这将驱动航空公司业绩弹性的进一步释放。

投资建议

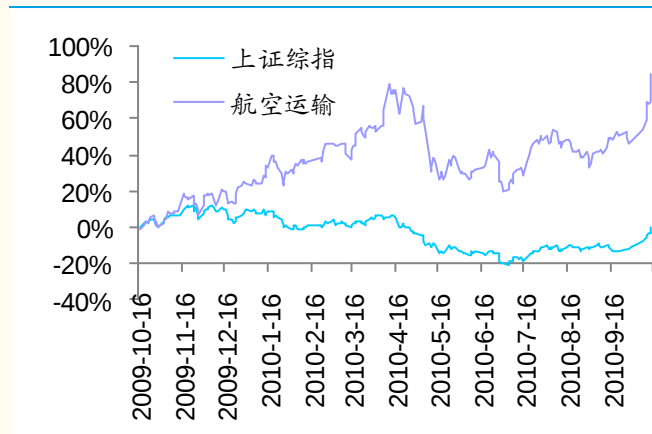
我们维持行业“增持”评级，认为无论从基本面还是催化剂的角度看，航空股上涨的逻辑仍然有效存在，而这将有望继续推动股价的上涨，估值角度上说，未来业绩实现可持续发展的预期将会逐步被市场所接受，因此我们坚持认为航空估值将向类消费股靠齐，由于消费股普遍还有 30-40 倍的市盈率，而航空主业盈利未来几年的复合增长率应当不会低于 20%（按照 ASK 增长 12%+销售净利率提升一个百分点的保守假设），从这个角度，中期航空股应当可以给予对应明年 20 倍 PE，因此国航、南航和东航的合理价格水平应当到 22、16 和 13 元，相对现在的估值预计还有 30%-40%的空间，我们继续推荐中国国航、南方航空和东方航空。

本周事件点评

点评一：国庆节后航空大幅上涨点评

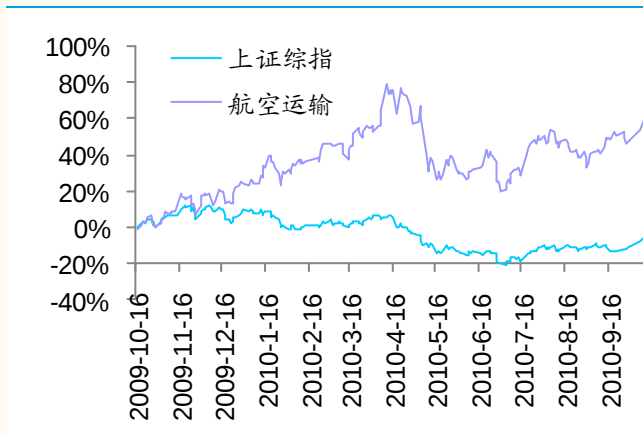
- 节后航空股出现大幅上涨行情，其中南方航空上涨 29.83%，中国国航上涨 28.26%，东方航空上涨 16.84%。
- 对于本轮上涨行情，我们认为其根本在于航空的基本面，而催化剂为大盘快速上涨以及人民币升值。
- 首先对于基本面。我们认为基本面是航空出现大幅上涨的根本驱动力，同样受益于人民币升值的造纸板块并没有出现大幅上涨。对于基本面，我们坚持我们一直强调的观点，详见我们 8 月 15 日的航空深度报告《美国和中国航空的浴火重生之路》以及我们 10 月 10 日的航空行业四季度策略报告《2010 年，业绩顶点？起点！》，我们在此再简单强调我们的观点：在中国经济结构转型的背景下，航空需求消费升级有望跟随居民收入的快速提升而保持快速增长，更值得关注的是无论从航空公司意愿、政府监管导向、波音空客的生产能力以及我国空域紧张等各个层面都导致未来我国运力供给增速趋缓，未来行业供需将持续改善，而高铁由于整体上对运力供给端的影响大于对需求端的影响，并不会改变此进程，因此我们认为 2010 年只是本来航空景气的起点，而非顶点，航空周期性将出现明显弱化，将展现类消费股特征，但之前股价还是按照业绩顶点给的估值，因而未来航空将有望迎来 EPS 和 PE 估值的双重回升，有别于欧美在行业生命周期进入衰退期后才完成行业的整合，我国航空业在成长期就已经完成行业整合，我国航空业将具备价值+成长的双重优势。
- 其次对于催化剂。本轮上涨的主要催化剂是大盘快速上涨以及人民币升值，我们认为即使没有这些因素，由于股价最终要反映基本面，因而股价最终还是能够实现上涨，但短期上涨的幅度将会明显缩窄，因而如果将航空股的基本面比喻为蓄势待发的火箭的话，那么人民币升值和大盘上涨就是火箭升空的导火线。

图表1：一年以来航空股与上证综指走势对比



来源：国金证券研究所

图表2：2010 年以来航空股与上证综指走势对比

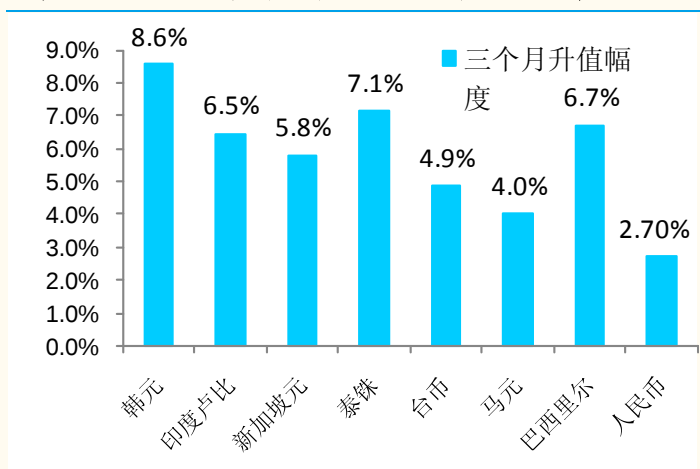


- 我们认为，虽然经历了上周的大幅上涨，我们认为航空股价很大程度上还没有完全 price in 我们一直强调的业绩持续快速增长的预期，我们认为航空股继续上涨的基本面和催化剂并没有发生改变：我们的理由如下：
- 我们判断未来消费还将保持快速增长（详见我们下面的点评），我们预计潜在需求增速应当不会低于 15%，但是由于航空公司对于高铁的谨慎预期、空域紧张以及民航局的监管导致未来几年运力引进缓慢，而且我们认为未来全球会有很大的老旧飞机换新的需求，这将进一步导致波音空客的生产吃紧，我们判断未来我国航空的供需改善将是可持续的。
- 经过本轮的大幅上涨，实际上周期性行业的估值或多或少都有明显恢复，而国航、南航和东航经过上涨后对应明年的市盈率分别还只有 13.8、13.1、13.6 和倍，甚至还是处于周期性行业的低端，并没有反应未来业绩的持续较快增长（至少反映得不多），因此从基本面来讲，继续上涨的理由还在。
- 从催化剂的角度讲，我们认为人民币升值还将持续（详见我们下面的点评），而场外资金及热钱的涌入也可能使大盘继续上涨，因此航空上涨的催化剂也还在。
- 因此我们认为航空股将有望继续上涨，即使航空股出现回调，我们认为回调的幅度也不会太深，而且很可能在短暂回调之后继续上涨。
- 从估值角度上说，未来业绩实现可持续增长的预期将会逐步被市场所接受，因此我们坚持认为航空估值将向类消费股靠齐，由于消费股普遍还有 30-40 倍的市盈率，而航空主业盈利未来几年的复合增长率应当不会低于 20%（按照 ASK 增长 12%+销售净利率提升一个百分点假设），国航盈利在未来 3-5 年内可望突破 200 亿，从这个角度，航空股应当可以给予对应明年 20 倍 PE，因此国航、南航和东航的合理价格水平应当到 22、16 和 13 元，相对现在的估值还有 30%-40%的空间。

点评二：人民币大幅升值及美国推迟汇率报告点评

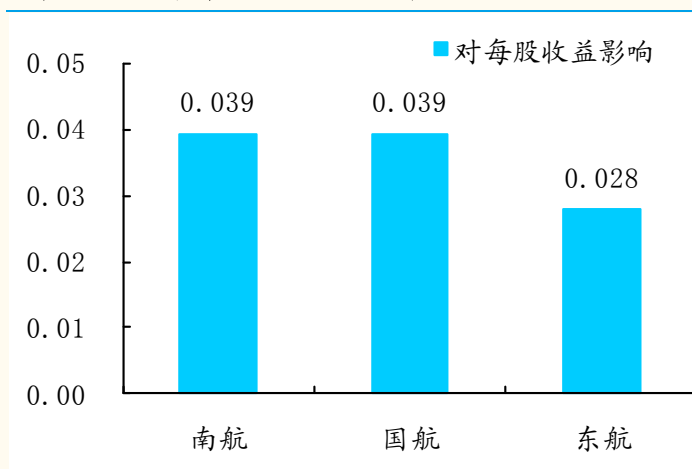
- 近期人民币升值明显加速，从汇改以来，人民币对美元升值已经达到了 2.73%（图 3），鉴于人民币升值的较快速度，美国推迟公布汇率报告，我们认为本年度人民币还有较大的升值空间：
- 由于美国等重新推出量化宽松政策，再加上经济增速差异和贸易失衡，新兴市场国家的货币对美元的升值要明显高于人民币对美元的升值，三个月以来韩元、印度卢比等新兴市场国家对美元升值幅度 4.0-8.6%，平均升值幅度为 6.2%，而且这些货币的升值趋势还没有停止，但人民币仅升值 2.7%，而我国的经济情况和承受力应当不比这些国家差，因此从这个角度上看，本年度人民币升值还有较大空间。
- 其次，美国推迟汇率报告，其财长盖特纳在声明中说，“在未来几个星期中，美国将和有关方举行一系列非常高端的会议，其中包括二十国集团（G20）财长和央行行长会议、亚太地区财长和央行行长会议。这些会议将对落实相关政策、促进一个更加强劲、可持续和平衡的世界经济发挥重要作用。因此，财政部将推迟公布下半年的汇率报告。”。我们认为从政治的角度上，人民币升值也还有继续的空间。
- 整体上，我们认为全年人民币升值的幅度很可能将超过之前 3%左右的预期，很可能会达到新兴市场的平均水平 5-6%的升值幅度。

图表3：三个月以来新兴市场国家货币对美元升值幅度



来源：国金证券研究所

图表4：人民币升值的敏感性分析



- 根据我们对最新三大航美元负债的跟踪，人民币每升值 1%，南航、国航和东航的 EPS 增厚幅度将达到 0.039、0.039 和 0.028 的水平，如果人民币升值由预期的 3%上升到 6%，那么南航、国航和东航的本年度业绩将分别再上调 0.12、0.12 和 0.084 元。
- 人民币升值是本轮航空股上涨的一个催化剂，我们认为人民币升值至少还将持续一段时间，不仅如此，人民币升值也还有望驱动热钱的涌入，从而进一步推动股指上涨。因此我们认为本轮航空股上涨的催化剂还将继续存在。

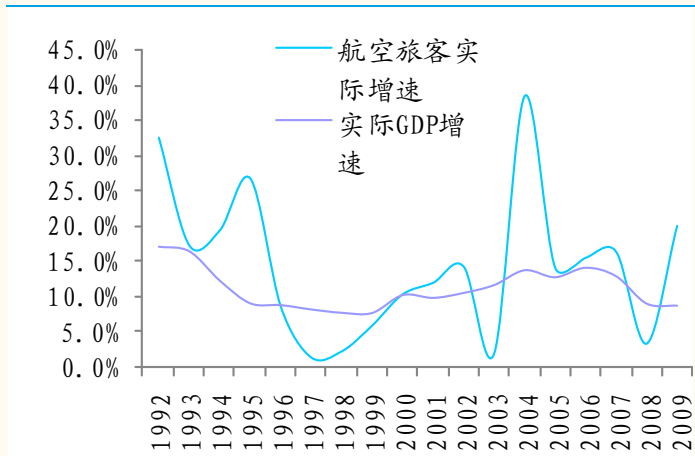
点评三：五中全会召开，着重收入分配改革及推进由国富到民富的转变

- 15-18 日十七届五中全会召开，重点讨论十二五规划，据报道，将强调加强收入分配改革，并且有专家称十二五规划将写入“收入与 GDP 同增”，从国富转为民富，加快提高居民收入和劳动者水平。我们认为政策的推动叠加刘易斯拐点的到来，我国未来将有望进入居民收入快速提升的阶段，而这将驱动航空消费升级加速，从而驱动航空需求保持快速增长。
- 我国过去航空增速与 GDP 的倍数关系平均为 1.5 倍左右，而日本在 1960-1980 年的高速增长期间，其航空增速与 GDP 的比重达到了 2 倍以上，我们认为我国航空增速与 GDP 比重较低的主要原因是我国收入增速持续慢于 GDP 增速，从图 6 也可以看到，我国劳动者报酬占 GDP 的比重不断下降，由 90 年代末的 55%大幅下降到 2007 年的 40%。
- 随着我国收入分配改革的推进以及刘易斯拐点的到来，我们认为未来居民收入占 GDP 比重将有望逐步回升，从而驱动航空潜在需求增速与 GDP 增速的倍数关系将出现回升，我们可以看到这两年的数据就有所上升，2009 年 GDP 增速为 8.7%，而航空旅客增速为 20%，预计 2010 年 GDP 增速为 10%，而航空旅客增速预计将达到 18%，整体倍数比之前有明显回升。虽然中国经济结构的转型将使我国经济增速有所下降，但居民收

入的上升有望驱动航空需求对 GDP 增速的倍数上升，从而使我国航空潜在需求增速在未来 10 年将有望保持在 15%以上的水平。

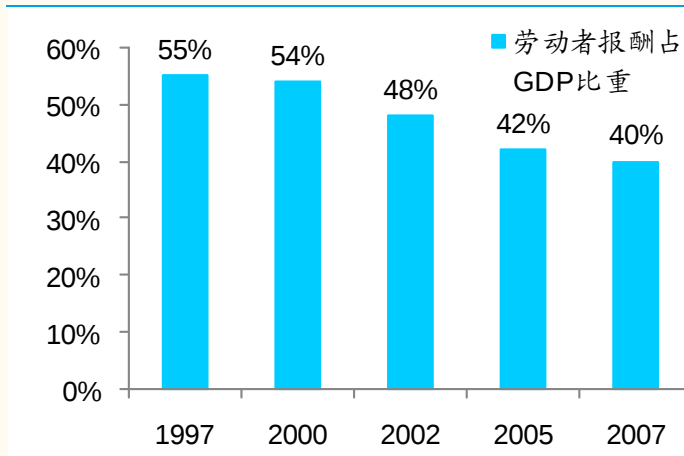
- 未来我国航空业运力供给将受到很多条件的限制，其中包括航空公司对待高铁的谨慎预期、行业监管的趋于严格、航空公司追求利润而不是盲目追求规模的转变、空域的紧张以及波音空客的生产能力限制等，这导致未来运力增速将比较缓慢，而潜在需求的快速增长预计将使我国运力的紧张程度将进一步加大，在空域问题没有解决之前这种状况很难改变（而据我们的了解，空域问题的解决并非一朝一夕的事情）。
- 有限的运力资源和快速增长在需求将有望使未来航空供需持续改善，航空公司将越来越发现不需要打太多折扣就能达到很高的客座率，未来必然减少机票的打折力度，由于今年的机票也就 65 折左右，这将驱动航空公司业绩弹性的进一步释放。
- 我们预计只需要 ASK 增长 12%而收益率水平提升 1 个百分点，航空盈利增速就能达到 20%-30%。

图表5：我国航空旅客与 GDP 增速对比

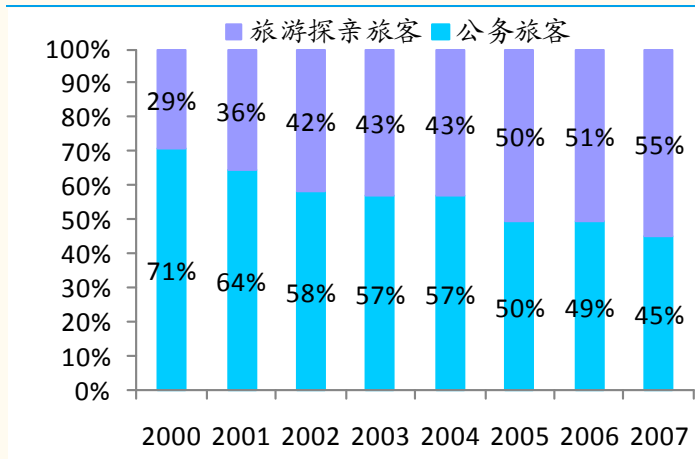


来源：国金证券研究所

图表6：2000 年后我国居民收入占 GDP 比重不断下降

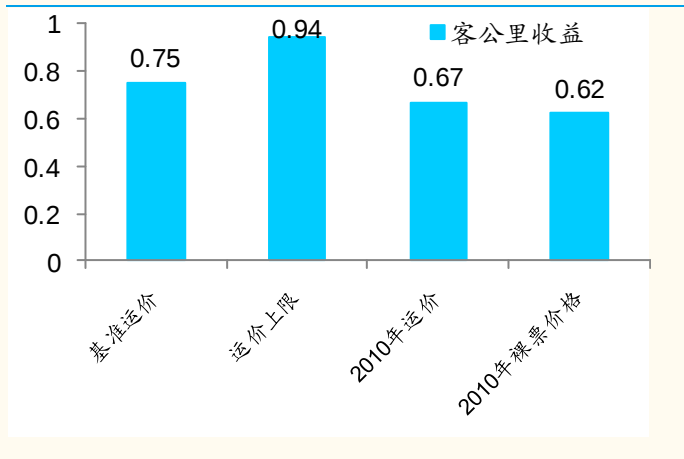


图表7：我国休闲旅客逐步取代商务旅客成为主流



来源：国金证券研究所

图表8：我国休闲旅客的同比增速远高于商务旅客



- 我们判断从一个 3-5 年的视角来看，由于国内航线是封闭的市场，取决于国内的供需关系，而国际航线是相对开放的市场，取决于全球需求与运力的紧张程度，由于空域等原因，预计未来国内航线供需的紧张程度将超过国际航线，因此我们认为以国内航线为主南航仍将具有更大的业绩弹性，而国航东航也将受益于国内供需改善以及全球运力的紧张。我们继续推荐中国国航、南方航空和东方航空。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室