



2011 年航空需求有效面对宏观经济增速放缓

2010 年国际贸易复苏以及商业信心恢复促进了航空需求快速回暖，行业供求关系改善以及人民币升值加速共同刺激航空业盈利能力快速提升，整体盈利水平达到近年来高点。

2010 年航空业最大的亮点是国际航线以及货运航线的快速复苏，国际贸易回暖以及欧美发达经济恢复是最大驱动因素，预计全行业 2010 年业务增速有望达到 25%，同比 2009 年提高 11.6 个百分点，其中国际航线业务增速高达 50%。预计行业盈利水平同比 2009 年增长 200% 以上，航空主业盈利水平超过 2006-2007 年上一轮景气周期，达到近年来高点。

2011 年受宏观经济增长中枢下移以及基数效应影响，行业增速回归正常发展轨道，国民收入水平上升以及消费升级是我国航空需求有效面对宏观经济增速放缓的重要支撑因素，对 2011 年航空消费需求过度悲观并不可取，下半年行业需求趋于乐观。

2011 年航空市场供求关系有所缓解，行业需求受整体经济增长中枢下移影响，以及 2010 年基数效应（2010 年国际航线业务增速高达 50% 是不可持续的），预计行业增速回归正常发展轨道，考虑 GDP 增速以及需求弹性，预计行业增速有望达到 15% 水平，增速仍略高于供给，行业客座率、载运率以及票价水平有望维持现有景气水平。国内航空市场的消费属性是行业需求的重要支撑因素，我们对宏观经济增速放缓造成的行业需求下滑并不悲观。

2010 年国际原油 WTI 均价 79 美元/桶，同比上涨 21.54%，2011 年受制于高原油库存以及欧美经济复苏的曲折性，预计原油均价 85 美元/桶，同比上涨 7.59%，原油价格波动范围大幅度缩窄，对航空盈利能力影响趋于平淡。

当前美国商业原油库存仍维持在近年来高点，2011 年前两个季度，欧美发达经济体仍难见新的亮点，制约国际原油价格走势，虽然美国 QE2 短期对大宗商品价格走势有一定影响，但原油终端需求增长乏力决定了原油中期价格仍难以走出持续性上涨行情。

人民币汇率升值是 2010 年刺激航空股走势的重要因素，2011 年人民币仍面临较大的升值压力，美国经济困境以及全球贸易再平衡的政治压力决定了 2011 年人民币升值仍是贯穿航空业投资机会选择的重要因素，预计 2011 年人民币对美元升值幅度 3-5%，幅度有望超过 2010 年。

投资分析：2010 年航空业并购重组的完成，市场集中度提升以及定价能力的提高成为彻底改变航空盈利能力的重要支撑因素，2011 年行业景气度有望维持 2010 年的高位。策略方面，2011 年上半年受宏观经济增速放缓影响，投资有一定压力，下半年随着经济增速上升以及人民币升值预期加强，航空业投资机会显现。投资评级维持增持，重点公司中国国航、中国南航。机场板块关注有整体上市预期的上海机场。

航空

维持

增持

李磊

lilei@csc.com.cn

010-85130956

执业证书编号：S1440206070046

发布日期：2010 年 12 月 14 日

股价表现



相关研究报告

10.08.30	中国国航 2010 年中报简评：并购深航发挥效益，盈利预期上调 40%
10.08.31	东方航空 2010 年中报简评：吸收上航协同效益发挥，航空主业成功扭亏
10.10.29	南方航空 2010 年三季度简评报告：盈利略超预期，宏观经济下滑对行业需求影响有限



目录

2010 年航空业景气度大幅度提升	1
2011 年航空需求有效面对宏观经济增速放缓.....	5
2011 年航空业投资策略选择思考.....	12
航空类股股价表现与航空需求相关性分析	13
外部因素	16
油价	16
汇率	17
再融资补充资本	18
2011 年航空业投资策略和建议	18
风险分析	19

图表目录

图 1: 当前国际航空客运(RPK)和货运(FTK)均超过危机前水平	1
图 2: 2010 年两舱客户受益于全球贸易恢复, 增速提升明显.....	2
图 3: 经济舱业务增速低于两舱, 但绝对额已超过 2008 年危机前水平	2
图 4: 2010 年国际航线受益于欧美经济体复苏, 业务量增速有望达到 50%, 增速远好于预期.....	3
图 5: 2010 年国际航线客运人次有望达到 2000 万人次, 增速超过 30%	3
图 6: 2010 年国内航空市场需求恢复到正常发展水平.....	4
图 7: 2001-2010 年国内航空市场需求增速均值 15.28%, 基本保持稳定	4
图 8: 2010 年我国航空业供求关系有利于航空业盈利能力改善.....	5
图 9: 2005Q1—2010Q3 美国季度 GDP 增长示意图	6
图 10: 2005Q1—2010Q3 中国季度 GDP 增长示意图	6
图 11: IATA 预测 2011 年全球航空业供求关系大为缓解, 盈利水平出现下滑	7
图 12: 我国航空市场需求结构示意图	8
图 13: 2011 年国内航线需求基本保持稳定, 受宏观经济小幅下滑影响小	8
图 14: 2011 年我国航空市场需求收入弹性 (RTK%/GDP%)回归正常水平, 2001-2010 均值 1.54.....	9
图 15: 世界人均航空消费需求 (人次/年) 比较示意图.....	9
图 16: 2011 年民航业运力扩张速度变化不大.....	10
图 17: 2011 年预计国航单位客运、货运运价分别小幅上涨 1.87% 和 2%	11
图 18: 2011 年民航运输业盈利水平维持景气高位, 预计盈利增长 10.34%	12
图 19: 中国国航资本市场表现与行业月度需求增速趋势图.....	14
图 20: 美国当前原油库存维持在近年来高位, 制约 2011 年油价上升空间.....	17
图 21: 2011 年油价预计上升有限, 对航空业影响趋于平淡.....	17
图 22: 2011 年美元指数中期仍有下跌趋势.....	18
表 1: 2005 年以来燃油附加费征收一览表	10
表 2: 航空类上市公司盈利预测与评级	19



2010 年航空业景气度大幅度提升

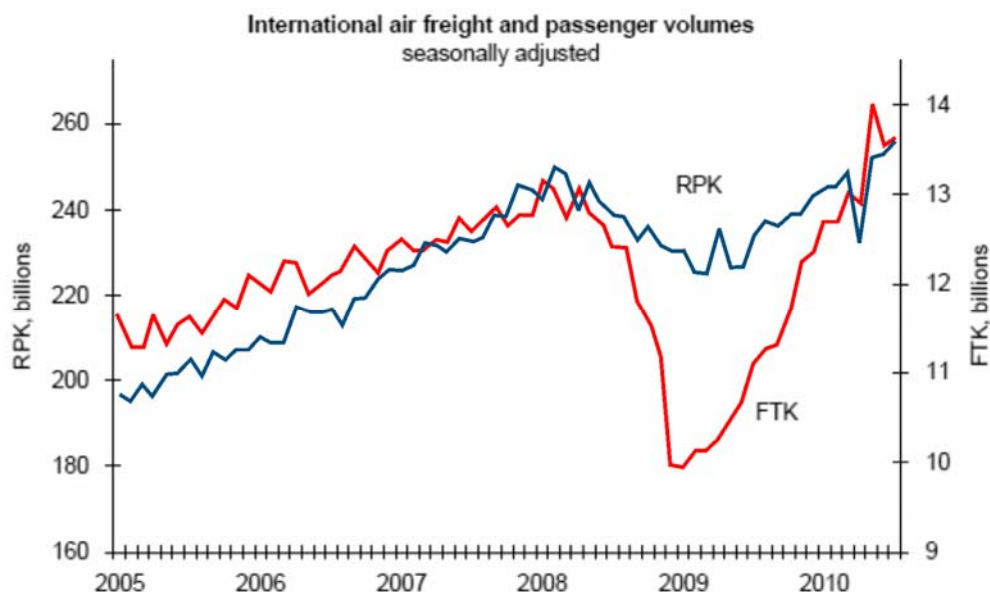
2010 年航空业最大的亮点是国际航线和货运航线的快速复苏，需求增速远高于国内航线，国际贸易复苏以及商业信心的恢复，尤其是各国大规模的财政刺激和宽松货币政策的实施，国际航线和货运航线从 2009 年 7 月触底之后，快速反弹，2010 年延续复苏趋势，成为推动航空业需求大幅度增长最主要驱动因素。

国际航线和货运航线成为推动 2010 年航空业需求大幅度增长的主要驱动因素

国际贸易是国际航线和货运航线的重要支撑因素，2010 年全球贸易受益于各国大规模财政和货币刺激政策，欧美发达经济体逐步走出低谷，贸易进出口延续 2009 年下半年复苏趋势，预计 2010 年全球贸易额同比增长 13.5%（WTO 数据），同比 2009 年下降 12.2%，复苏明显。

航空市场需求受益于贸易复苏和商业信息恢复，客运量和货运量大幅度提升，截止到 2010 年 9 月，全球航空客运量（RPK）和货运量（FTK）同比分别增长 8.3% 和 25.1%，货运市场对全球经济和贸易敏感性更高，反弹速度远高于客运市场。月度数据显示，当前全球航空市场需求（客运与货运业务量）均超过 2008 年全球金融危机爆发前水平。

图 1：当前国际航空客运(RPK)和货运(FTK)均超过危机前水平



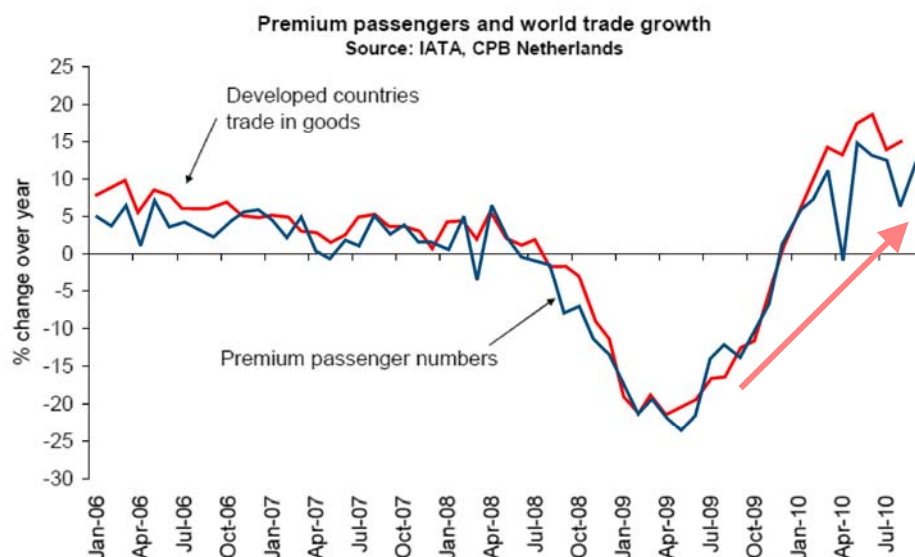
资料来源：IATA

高端客户（指两舱客户）回归是 2010 年航空业运价水平大幅度提升的重要支撑因素，2010 年国际贸易恢复以及商务活动再次活跃，高端客户业务量增速明显提升，截止到 2010 年 9 月，虽然从绝对量看尚未达到 2008 年初高点，但增速上升趋势与国际贸易保持一致，且增速快速经济舱。

经济舱主要与消费者信心指数和收入预期有关，受制于欧美经济复苏曲折性和高失业率制约，经济舱业务增速低于两舱客户，但绝对额已超过 2008 年危机前水平，且保持上升趋势。

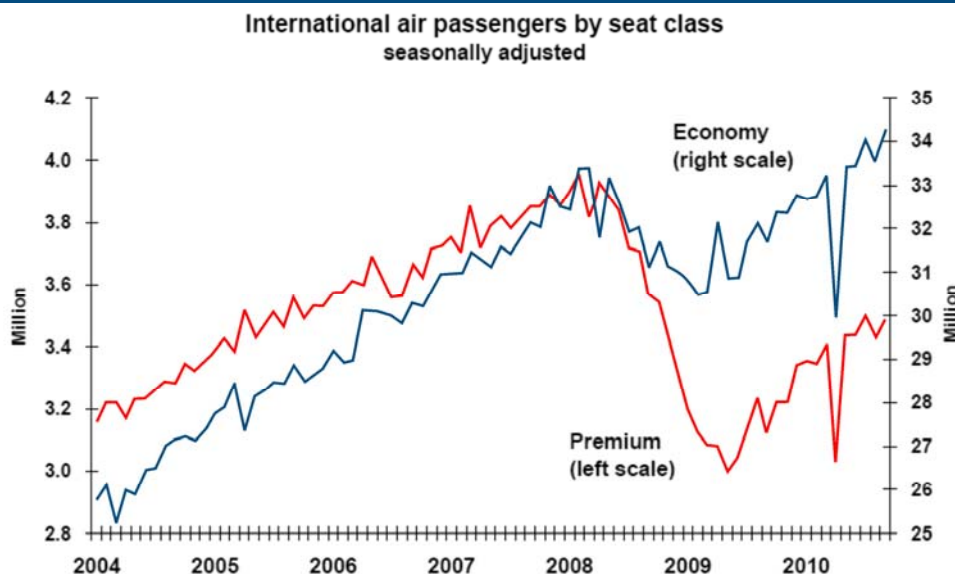


图 2：2010 年两舱客户受益于全球贸易恢复，增速提升明显



资料来源：IATA

图 3：经济舱业务增速低于两舱，但绝对额已超过 2008 年危机前水平



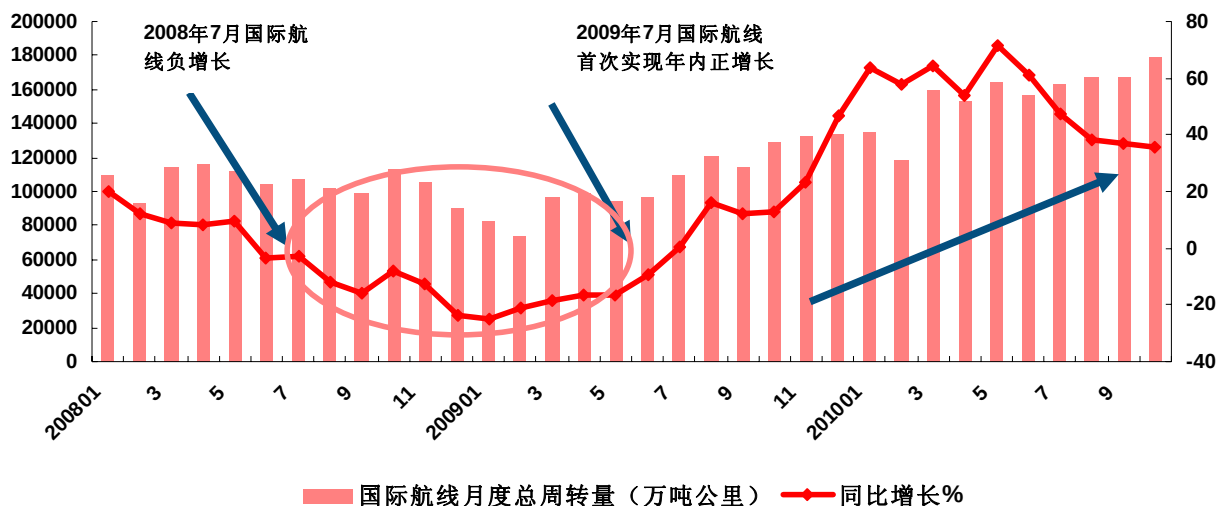
资料来源：IATA

国际航线（含国际货运航线）业务量占我国航空业务需求的 30%，2010 年受益于国际客运和货运业务增速的大幅度提升，以及各航空公司纷纷加大国际航线的运力投放，国际航线所占业务比重预计提高到 35%，同比提高 5 个百分点。

2010 年预计国际航线业务增速有望达到 50%，表现远好于预期，其中国际客运人次达到 2000 万人次，同比超过 30%，成为推动 2010 年民航业业务增速超过 25% 的重要驱动因素。

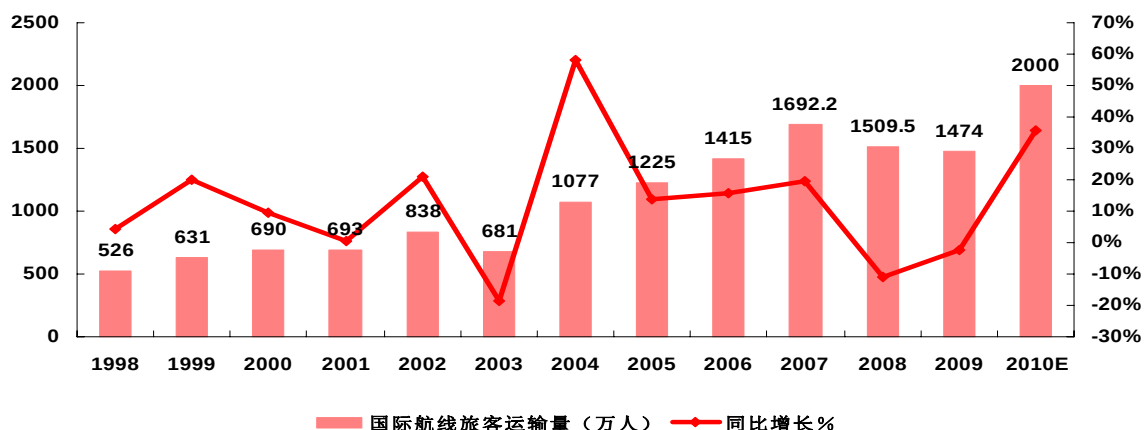


图 4：2010 年国际航线受益于欧美经济体复苏，业务量增速有望达到 50%，增速远好于预期



资料来源：中国民航总局网站

图 5：2010 年国际航线客运人次有望达到 2000 万人次，增速超过 30%

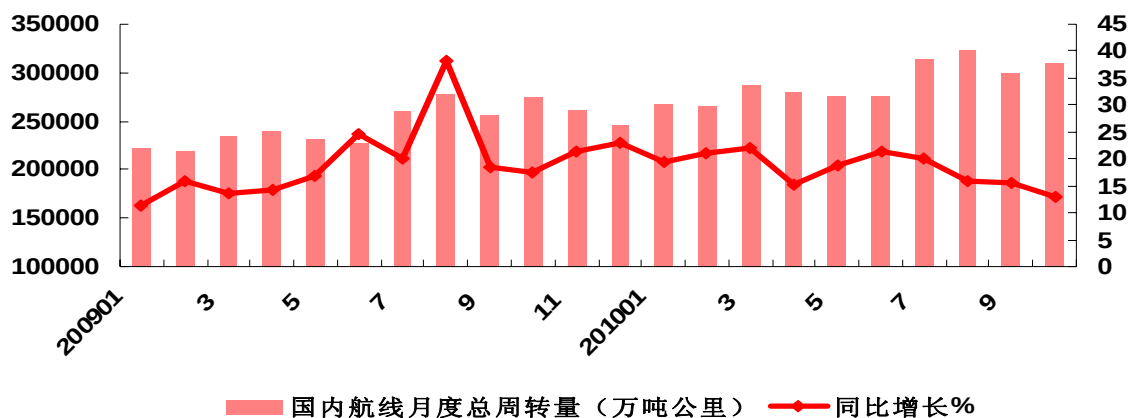


资料来源：中信建投研究所

国内航空市场（含港澳台航线）受益于航空消费升级以及宏观经济刺激政策，在 2009 年增速高达 20.2% 的基础上，2010 年业务增速预计仍高达 16.5%，恢复到正常发展水平（2009 年增速超过 20% 与 2008 年增速仅 4.61%，基数小有关），国民收入水平提升带来的消费升级是航空需求的重要保证。预计 2010 年国内航线（含港澳台）客运人次达到 2.5 亿人次，同比增长 15.87%。



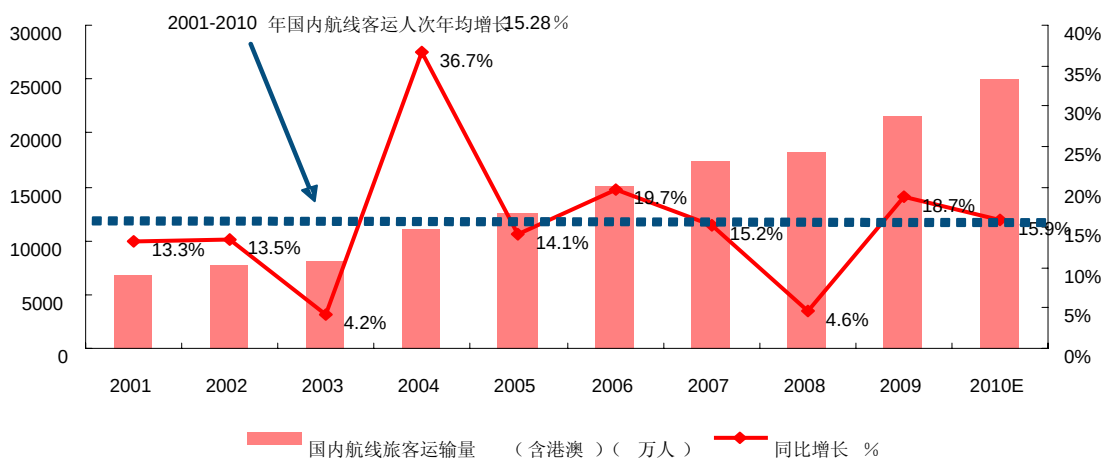
图 6：2010 年国内航空市场需求恢复到正常发展水平



资料来源：中信建投研究所

需要说明的是我国航空业国内市场需求增速基本保持稳定，2001-2010 年客运人次年均增速为 15.28%，除 2003 年非典以及 2008 年奥运之外，需求增速基本保持稳定，国内航空市场需求增长弹性维持在 1.5 左右。

图 7：2001-2010 年国内航空市场需求增速均值 15.28%，基本保持稳定



资料来源：中信建投研究所

供求关系改善是航空业 2010 年景气度大幅度提升的重要因素

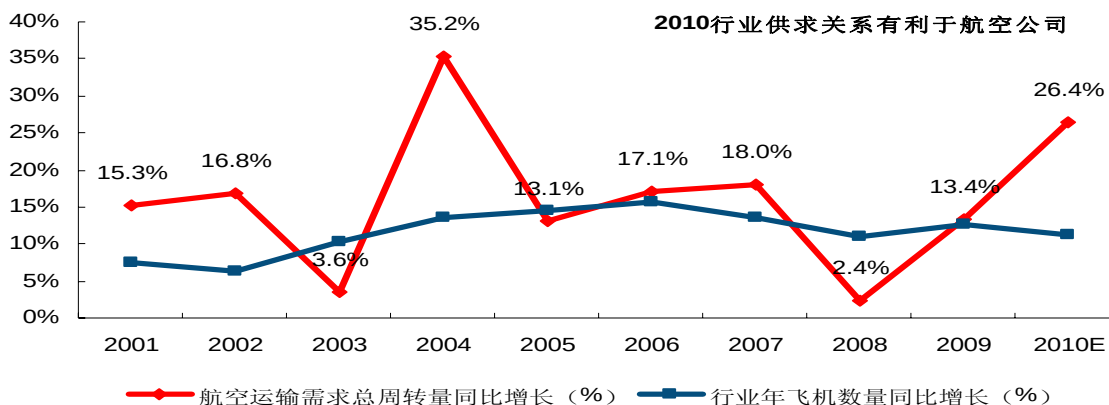
2010 年全球航空市场需求受益于全球贸易恢复以及欧美发达经济体复苏，预计增速达到 11%，其中客运和货运分别增长 7.7% 和 19.8%，而同期运力扩张仅 7%，行业客座率、综合载运率以及定价水平均获得良好的恢复，IATA 预计全球航空客运和货运运价水平分别提高 7.3% 和 7.9%，而 2009 年同期分别下跌 14% 和 14.2%。

我国航空业景气表现远高于全球航空业平均水平，2010 年受益于国际航线和货运航线复苏，行业需求 (RTK) 增速预计达到 26.3%，其中客运 (RPK) 和货运 (FTK) 业务增速分别达到 20% 和 40%，表现远优于国际平均水平。同期民航业运力扩张受制于 2008-2009 年行业低迷，尤其是 2008 年全行业近 300 亿元的历史性亏损，运



力扩张相对有限，预计 2010 年行业可用吨公里（ATK）增速为 15%，需求增速远高于运力扩张速度，行业供求关系非常有利于航空业盈利能力提升。

图 8：2010 年我国航空业供求关系有利于航空业盈利能力改善



资料来源：中信建投研究所 WIND

截止 2010 年 10 月，民航业正班客座率和正班载运率分别达到 80.7% 和 71.9%，分别提高 4.4 个和 5.3 个百分点。

供求关系改善在提升航空运输企业运营效率的同时，也促进了行业票价水平提升，同时 2009 年 11 月开始复征的燃油附加费政策在需求大幅度增长条件下，有效地转移到下游消费市场，综合作用提升了行业票价水平，2010 年预计民航业单位客运运价水平和货运运价水平分别增长 10% 和 25%。

业务量大幅度增长、票价水平提升以及下半年人民币升值加速共同推动民航业盈利能力大幅度改善，有效地弥补的燃油套保收益下降和行业政策补贴取消带来的不利影响，航空主业盈利能力提升显著，预计 2010 年民航业（指航空运输企业）实现净利润达到 290 亿元，同比 2009 年增长幅度高达 290%，达到历史最高水平。

2011 年航空需求有效面对宏观经济增速放缓

当前航空业面临的最大的风险是宏观经济增速放缓，这也是周期类公司面临的共同困境

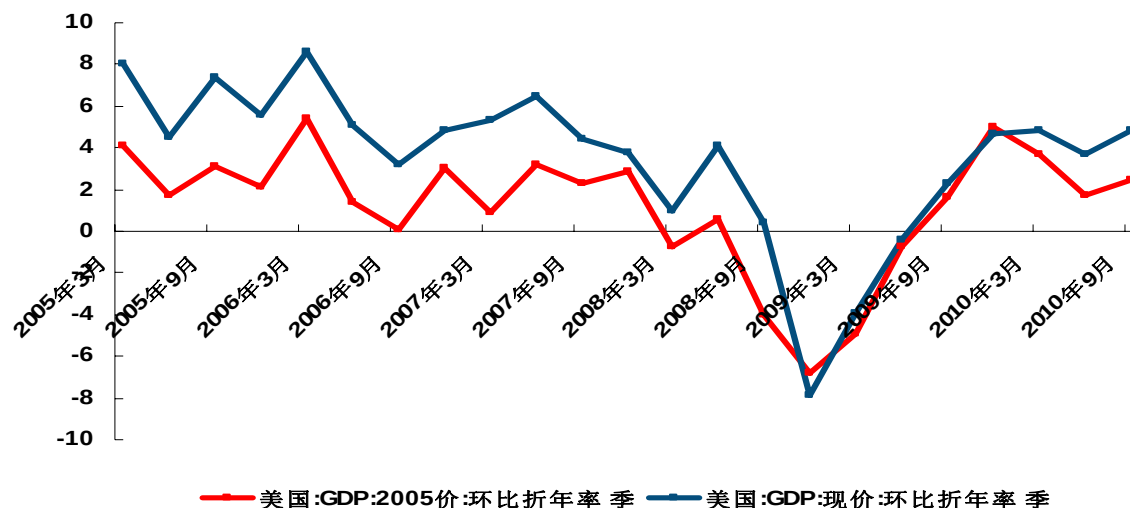
从海外经济来看，美国经济在 2009 年三季度开始复苏之后，进入 2010 年延续复苏步伐，最新数据显示 3 季度美国 GDP 环比年化增速达到 2.5%，已连续五个季度保持增长态势，但失业率仍居高不下，维持在 9.6% 水平，大规模财政和货币刺激政策，以及企业库存重建是推动 GDP 增长的重要因素。

美国经济缓慢复苏和企业库存重建对航空业的影响，表现为国际航线客运和货运业务量的大幅度增长，这一点在 2010 年前三个季度表现的非常明显。

当前资本市场上最担心的是，此轮美国经济复苏很大程度上来自于企业库存重建，进入 2010 年四季度和 2011 年上半年，随着企业库存重建周期结束以及财政刺激政策效应的递减，美国经济增速将会放缓，对航空业影响将表现为国际航线和货运业务需求增速将明显下降，这也是制约当前航空股投资机会选择的重要因素。



图 9：2005Q1—2010Q3 美国季度 GDP 增长示意图

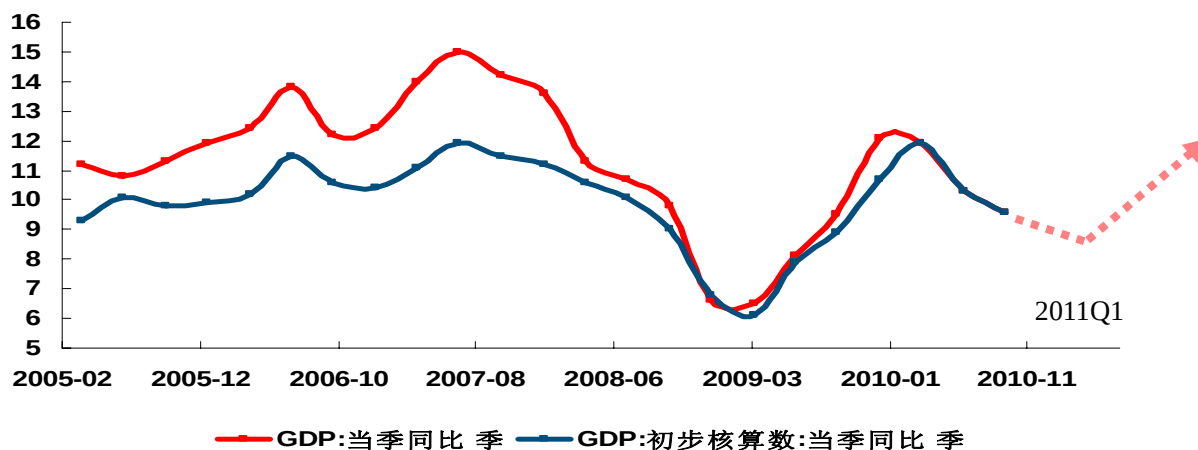


资料来源：中信建投研究所 WIND

从国内经济来看，2011 年国内宏观经济增速面临中枢下移的风险，具体来看，来源于 2011 年房地产投资增速下滑、政府 4 万亿投资项目增速放缓以及贸易进出口增速下降，同时在面临通胀上行压力之下，新增信贷规模将受制约，这些共同作用于 2011 年的宏观经济，导致 2011 年宏观经济增速放缓，根据研究所宏观组预测，2011 年 GDP 增速 9.3%，同比 2010 年下降 0.9 个百分点。

中国宏观经济在 2008 年遭遇全球性金融危机之后，GDP 季度同比增速在 2009 年一季度达到周期性低点，2009 年在政府大规模经济刺激政策和超宽松货币政策共同作用下，实体经济快速复苏，并在 2010 年一季度达到景气高点，进入 2010 年随着宏观调控政策逐步收紧以及信贷政策收缩，季度 GDP 增速逐季下滑，三季度 GDP 增速下降到 9.6%，同比一季度增速下降 2.3 个百分点，根据研究所宏观组预测本轮季度 GDP 增速下滑趋势将维持到 2011 年一季度，之后再次进入上升周期。2011 年一季度 GDP 增速应是 2011 全年度的低点。

图 10：2005Q1—2010Q3 中国季度 GDP 增长示意图



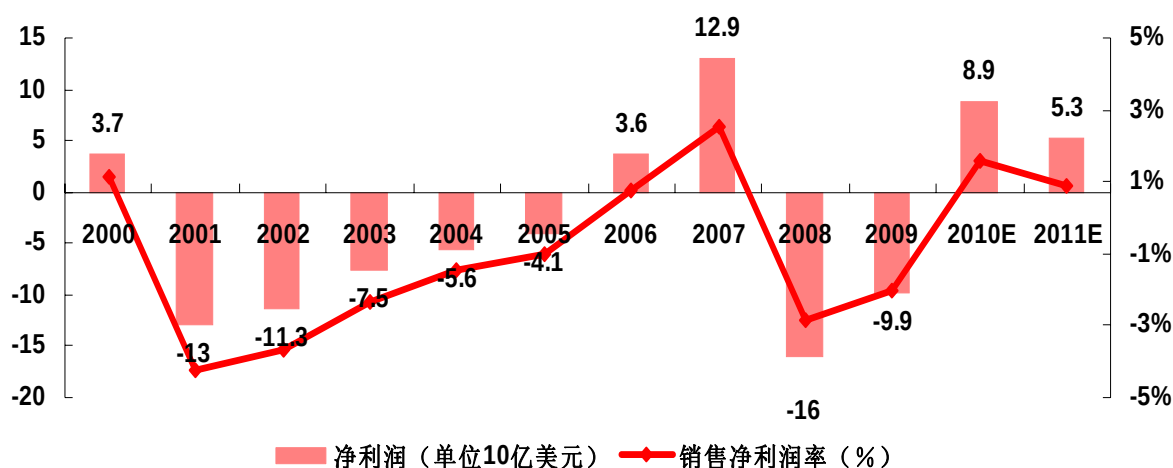
资料来源：中信建投研究所 WIND



受国内和国外宏观经济增速预期放缓影响，当前航空业资本市场表现不理想，即使考虑到 2010 年前三季度航空业盈利水平达到历史高点。

对 2011 年全球航空业盈利能力的判断，国际航空运输协会（IATA）2010 年 10 月给出了相对保守的盈利预测，预测 2011 年全行业实现盈利 53 亿美元，同比 2010 年预测的 89 亿美元，下降 40%，逻辑依据是全球经济 2011 年随着经济刺激政策效用的递减以及企业库存重建周期的结束，全球航空业需求（RTK）增速将从 2010 年的 11% 放缓到 2011 年的 5%，需求增速大幅度下降，而同期运力扩张（ATK）速度仍达到 6%，与 2010 年 7% 相比，下降并不明显，2011 年全球航空业供求关系将大为缓解，行业定价水平难以在 2010 年大幅度上升基础上进一步上涨，基本维持不变。

图 11：IATA 预测 2011 年全球航空业供求关系大为缓解，盈利水平出现下滑



资料来源：中信建投研究所 IATA

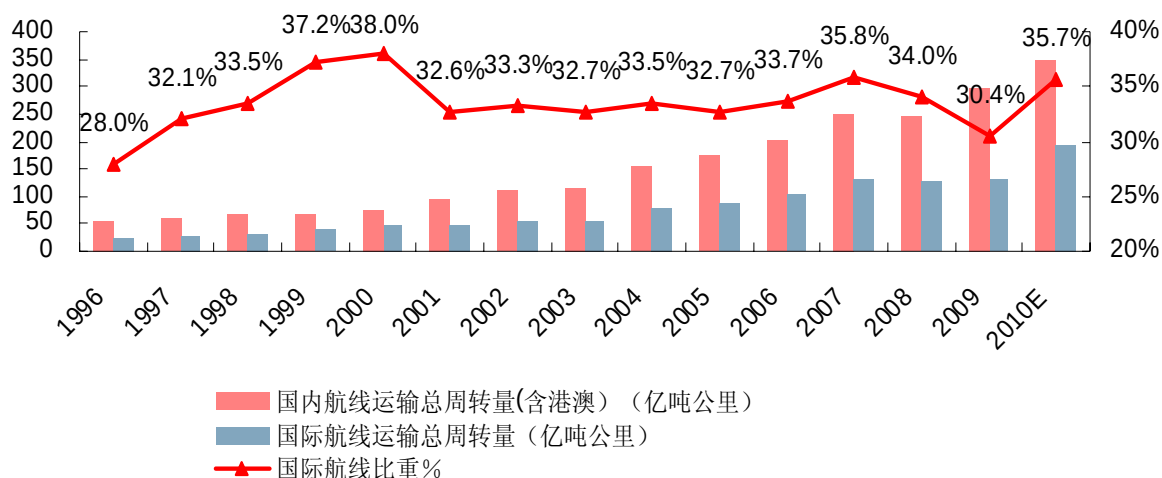
关于 IATA 对于 2011 年全球航空业的趋势判断，从逻辑上，我们是认可的，2011 年全球航空业供求关系将趋于缓和，2010 年需求增速远高于供给增速的局面在 2011 年将难以再现，但对中国民航业 2011 年需求增速的过度悲观也并不可取，中国航空市场需求的特殊性以及市场结构的变化，决定了 2011 年中国航空市场需求将有效面对宏观经济增速放缓。

2011 年中国民航业需求仍有望达到 15%，需求仍略大于供给

2011 年 GDP 增速预计放缓到 9.3%，同比下降 0.9 个百分点，中国民航需求结构中，国内航线需求占 65%（2010 年末数据），盈利能力更是行业绝对主力，国际航线和货运航线盈利能力相对有限。国内航线受益于国民收入提升和航空消费升级，需求增长的稳定性远高于国际航线和货运航线。从过去 10 年来看，2001-2010 年国内航线客运人次年均增长 15.28%，除 2003 年非典和 2008 年奥运之外，增长基本保持稳定，对 GDP 的需求弹性基本维持在 1.5 左右，国内航线需求对突发事件更敏感，对宏观经济小幅波动不敏感，2011 年国内航空市场需求仍有望达到 15% 增速。

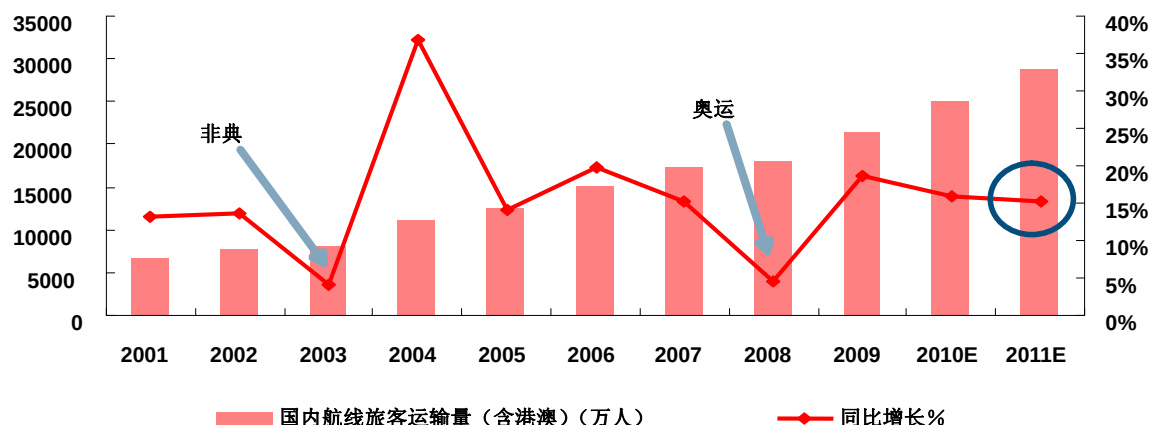


图 12：我国航空市场需求结构示意图



资料来源：中信建投研究所

图 13：2011 年国内航线需求基本保持稳定，受宏观经济小幅下滑影响小



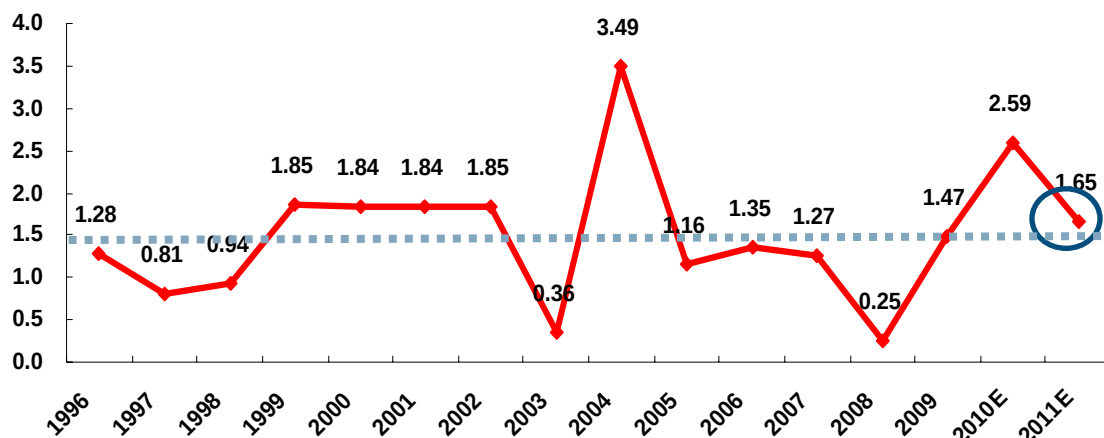
资料来源：中信建投研究所

国际航线（含国际货运航线）2010 年业务增速高达 50%，成为 2010 年航空业最大的看点，进入 2011 年，受欧美库存周期结束影响，上半年需求增速预计会出现较大幅度的回落，但考虑到 2011 年下半年，根据研究所宏观和策略组的观点，预期 2011 年下半年，美国经济将进入以投资为先导的中周期繁荣，国际航线（含货运航线）在渡过上半年需求增速下滑的困难局面之后，有望在 2011 年下半年重新进入新一轮增长周期，预期国际航线需求增速虽同比 2010 年近 50% 增速大幅度放缓，但全年仍有望达到 16% 增速。

综合国内和国际航线年度趋势判断，2011 年行业需求增速虽面临宏观经济增速放缓的不利影响，但增速仍有望达到 15%，回归正常发展水平，2010 年行业需求增速超过 25% 有其特殊性。



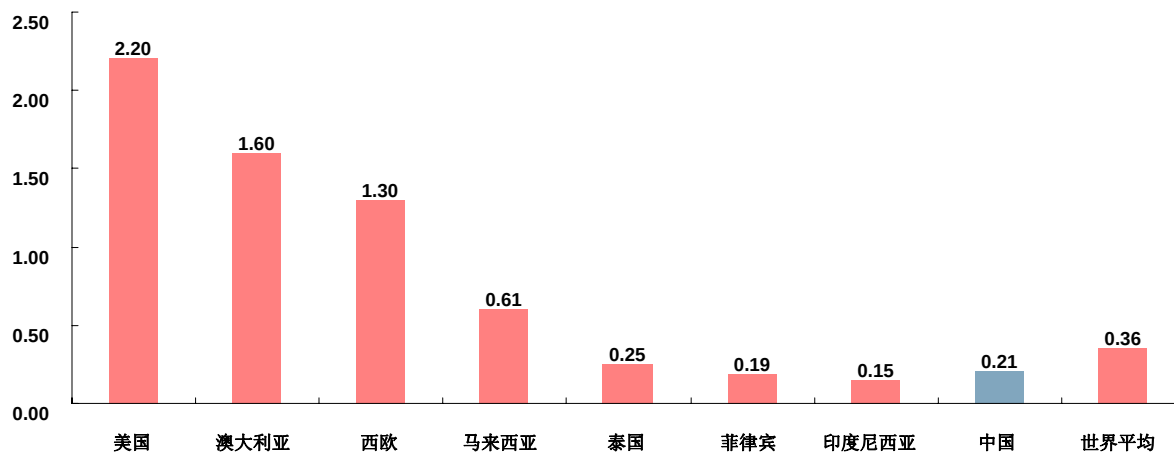
图 14：2011 年我国航空市场需求收入弹性（RTK%/GDP%）回归正常水平，2001-2010 均值 1.54



资料来源：中信建投研究所

从航空业需求增长潜力来看，2010 年全国航空客运人次 2.7 亿人次，同比增长 17.13%，人均仅 0.21 次/年，远低于世界平均 0.36 人次/年水平，未来需求增长空间是乐观的。

图 15：世界人均航空消费需求（人次/年）比较示意图

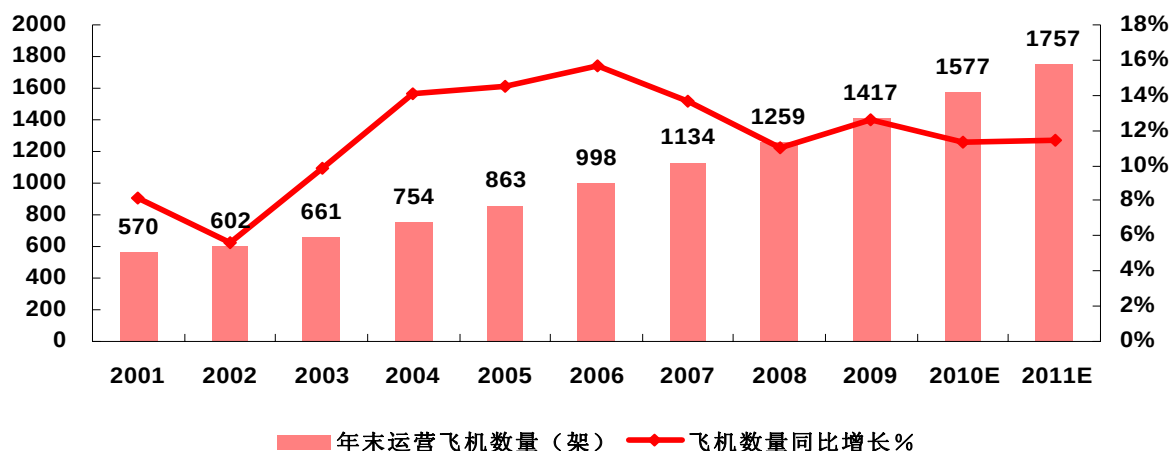


资料来源：中信建投研究所

从供给看，2011 年全行业预计净增加飞机数量达到 180 架次，年末达到 1757 架次，座位数增加 10-12%，供给仍略低于需求增速，从绝对量看净增飞机数量大于 2010 年的 160 架次，但相对增速为 11.41%，同比 2010 年的 11.29%，基本持平。由于飞机采购计划一般提前 2-3 年，因此 2011 年飞机运力扩张速度变化不大。



图 16：2011 年民航业运力扩张速度变化不大



资料来源：中信建投研究所、WIND

2011 年民航业供求关系趋于中性的行业背景，决定了驱动行业盈利水平的核心要素，客座率、综合载运率以及定价水平相对波动不大，民航业仍可保持相对较高的景气度，但要想在 2010 年历史性盈利记录水平基础上实现更高层次的增长，难度也是比较大的。这是所有周期性行业面临的投资困境，也是 2010 年下半年周期性行业资本市场表现不佳的重要因素。

定价水平：2011 年单位运价水平预测小幅上扬 2% 左右

定价水平大幅度提升是推动民航业 2010 年业绩大幅度增长的核心要素，受益于行业供求关系改善以及燃油附加费政策实施，预计全行业单位客运运价水平同比增幅超过 10%，对宏观经济形势敏感性更高的货运运价水平更是大幅上涨超过 25%，展望 2011 年行业供求关系趋于中性，但受益于 10 月份之后燃油附加费政策上调，行业单位运价水平仍有一定程度的小幅上升，初步预测 2% 左右。

表 1：2005 年以来燃油附加费征收一览表

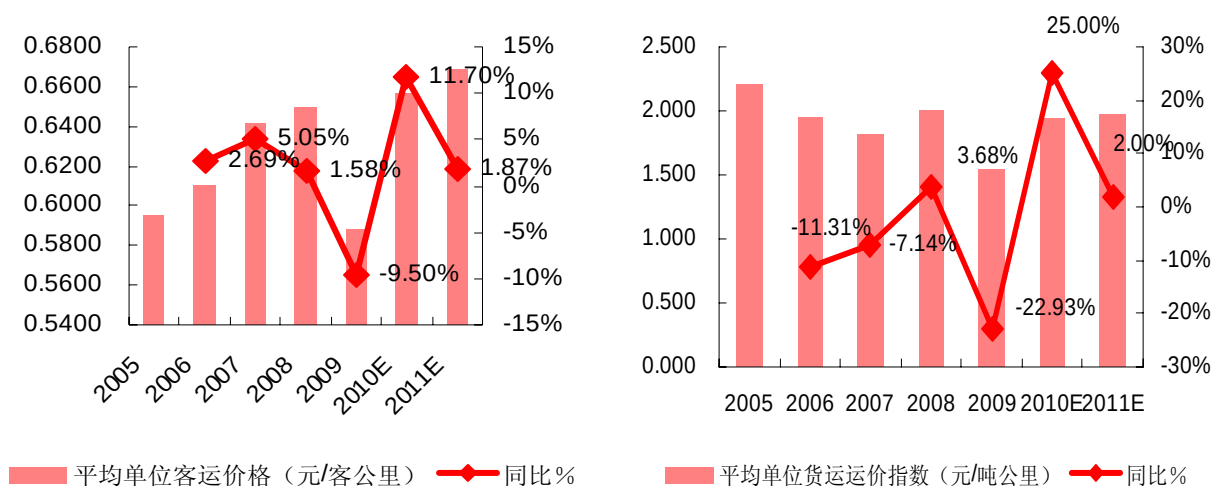
	国内航线 800 公里以内（元）	国内航线 800 公里以上（元）	内容
2005 年 8 月 1 日	20	40	开始征收
2006 年 4 月 1 日	30	60	上调 10-20 元不等
2006 年 9 月 1 日	60	100	上调 30-40 元不等
2007 年 1 月 17 日	50	80	下调 10-20 元不等
2007 年 11 月 5 日	60	100	上调 10-20 元不等
2008 年 7 月 1 日	80	150	上调 20-50 元不等
2008 年 12 月 25 日	20	40	大幅度下调 60-110 不等
2009 年 1 月 15 日	0	0	全部取消
2009 年 11 月 14 日	20	50	再次征收
2010 年 4 月 6 日	20	40	800 公里以上下调 10 元
2010 年 10 月 27 日	40	70	上调 20-30 元不等

资料来源：中信建投研究所



以国航为例，2010 年国航盈利预计大幅度增长超过 150%，其中定价水平大幅度增长发挥重要作用，预计 2010 年国航单位客运和货运运价水平分别增长 11.7% 和 25%，2011 年受供求关系改善影响，预计分别小幅上涨 1.87% 和 2%。

图 17：2011 年预计国航单位客运、货运运价分别小幅上涨 1.87% 和 2%



资料来源：中信建投研究所

市场结构改变提升行业未来定价能力

需要说明的是，2010 年我国民航业最重要的变化是市场集中度的大幅度提升。年初“东上”航最终完成吸收合并，上航退市成为东航的全资子公司，3 月国航正式完成对深圳航空的股权收购，深航成为国航控股子公司，一系列并购重组带给航空业的直接结构是三大航市场份额的快速提升，以 2008 年经营数据为例，并购重组之后，三大航市场份额从重组前的 70.1%（以 RTK 统计）提升到重组完成后的 80.67%，提高 10.57 个百分点。

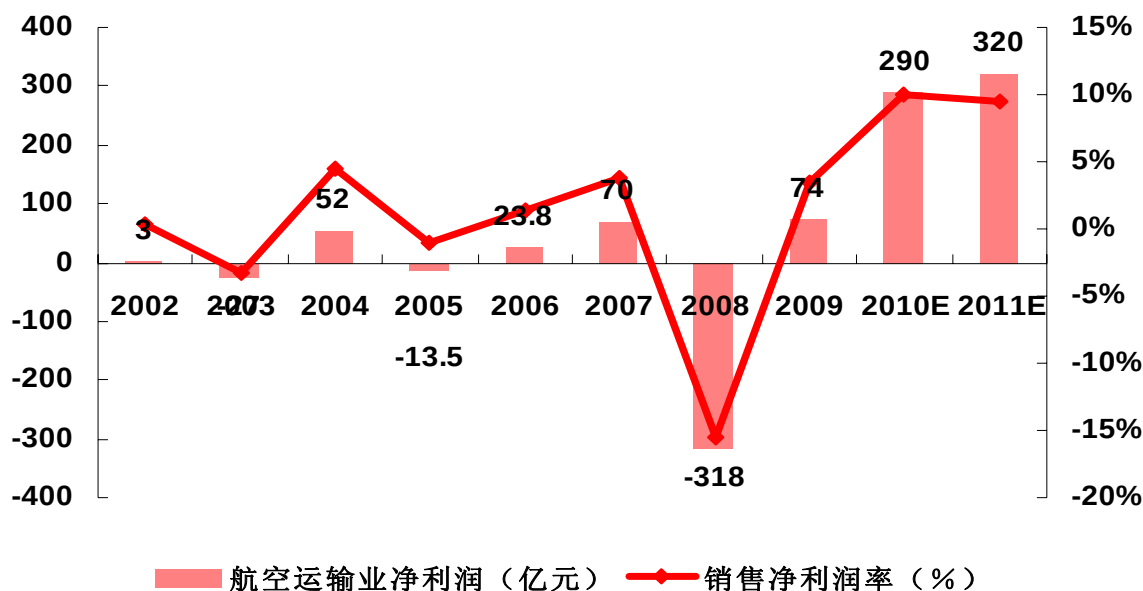
市场结构的变化，集中度提升有利于航空公司发挥协同效应，这一点在东上重组中可以看出，年初东航吸收完成上航之后，东航在上海航空市场份额得到有效提升，**2010 年上半年按旅客吞吐量统计，东航占虹桥机场和浦东机场份额分别为 53.15% 和 37.61%，同比 2009 年分别提高 16.13 个和 9.4 个百分点**，东航在上海基地航空市场的定价能力得到明显提高。

我们认为 2010 年成功实施的一系列并购重组将有利于航空公司有效面对 2011 年行业供求关系出现的新的变化。

综合考虑航空业供求关系、定价水平以及油价、汇率走势，预测 2011 年航空运输业维持景气高位，全年利润水平达到 320 亿元，同比增长 10.34%，在宏观经济增长中枢下移的背景下，对行业需求的过度悲观并不可取，但要想在高盈利水平基础上，继续获得高成长性，可能性也不大。



图 18：2011 年民航运输业盈利水平维持景气高位，预计盈利增长 10.34%



资料来源：中信建投研究所、WIND

对周期性行业而言，在 2010 年高盈利水平的基础上，2011 年要想获得更高成长性可能性相对有限，这也决定了 2011 年航空业投资策略不同于 2010 年行业景气上升初期的投资策略，这也是本文讨论的重点。

2011 年航空业投资策略选择思考

在 2009 年底，我们对 2010 年航空业的投资策略判断是航空业面临行业景气度快速上升初期，2010 年将面临高质量增长可期的局面，具体内容见《2010 年航空业投资策略报告：高质量增长可期》，在行业景气度快速上升阶段，航空业的投资策略相对简单，那就是买入持有策略。

事实证明，2010 年航空运输股虽然经历了 4 月份宏观调控带来的大盘暴跌以及 10 月份之后美元贬值带来的过山车行情，但整体涨幅仍远远高于大盘指数，买入持有是最好的策略选择。

进入 2011 年，考虑到航空业缺乏资本市场极度青睐的高成长性、主题类投资、新型战略性新兴产业概念等等一系列吸引眼球的故事和题材，让我们不得不对新年度的航空业投资策略进行谨慎性思考。

我们认为当前航空股作为周期性行业的一支，具有两大优势，一是估值优势，二是人民币升值预期，目前航空股 2010 年 PE 估值水平仅 13-15 倍，为历史低点，二是 2011 年人民币升值仍是大概率事件。

四季度和 2011 年上半年航空业（指国际航线和国际货运航线）虽然面临着美国库存周期效应递减的不利环境，但在美联储持续量化宽松政策刺激下，美国经济再次陷入衰退的风险也并不大，国际航线需求增速虽明显放缓，但也不会出现急剧恶化的局面。国内市场方面，国内航空需求的消费属性决定了，宏观经济增速小幅下滑对行业需求影响相对有限，在国民收入水平提升刺激下，国内航空消费弹性仍维持相对稳定的局面。国内航空市场需求相对稳定的局面以及 2010 年行业集中度明显改善局面确保了航空业维持较好的盈利水平，从而为航



空业投资机会选择提供坚实的估值基础。

人民币升值预期是贯穿航空业投资机会选择的重要支撑因素。纵观 2005 年之后航空股的资本市场走势，人民币升值因素是刺激航空股股价表现的重要驱动因素。对 2011 年人民币升值预期判断，市场普遍的观点是大概率事件，美国当前经济复苏乏力，缺乏新的经济增长点，消费者开支占 GDP 比重高达 70.8%（2009 年），但在去杠杆化的过程中增长有限，国内私人投资虽有所增长，但趋势放缓且占 GDP 比重仅 11.3%（2009 年），政府开支在财政赤字压力之下，继续大幅度增长潜力有限，因此当前美国重点加强出口战略，希望出口成为新的经济增长点，并提出全球贸易再平衡观点，美元中期将维持贬值趋势，人民币 2011 年面临的升值压力仍将长期存在。

因此 2011 年航空业投资策略选择依赖于对 2011 年宏观经济趋势的判断以及人民币升值时点的判断。在行业盈利能力成长性难以超出预期的背景下，时机策略选择成为成功投资的关键因素，这一点与 2010 年航空业的买入持有策略形成较大差异。

按照研究所宏观和策略组的预测观点，2011 年一季度是季度 GDP 增速的低点，随后 2、3、4 季度逐季度上升，内在逻辑观点判断是，随着国内经济二次去库存周期结束，终端消费结构变化带来投资结构变化，进而传导到整个实体经济，2011 年下半年宏观经济出现一定程度上的中周期繁荣，对航空业需求影响将表现为先抑后扬，从这个逻辑观点出发，我们对 2011 年下半年航空市场需求表示乐观。

对人民币升值时点判断是个比较困难的问题，人民币升值不仅是个经济问题，更是一个政治问题。2010 年 6 月和 9 月的两次升值时点，均是政治、经济等诸多问题综合作用下形成的结果。6 月 21 日开始实施的人民币兑美元升值是 5 月中美第二轮战略与经济对话达成协议的延续，9 月开始实施升值来源于美联储再次提出量化宽松政策，美元大幅度贬值开始，并在 11 月初美联储正式提出 QE2 达到高潮。

对 2011 年人民币升值时点判断，仍将依赖于中美双方经济形势和政治力量的博弈，初步判断上半年国内宏观经济面临高通胀和政策紧缩压力，在国内宏观经济形势面临诸多困难时期，人民币汇率调整概率不大，下半年随着国内经济形势好转，以及贸易进出口预期改观，人民币升值概率较大，但仍需关注中美政治力量的博弈，2010 年 6 月 21 日人民币突然开始升值就超出了绝大多数研究机构预测，当时二季度国内宏观经济在政府一系列调控政策出台后，已开始掉头向下。

综合 2011 年宏观经济形势和人民币升值预期判断，我们认为 2011 年航空业投资机会将在下半年更加趋于乐观，上半年尤其是一季度面临行业需求增速大幅度放缓以及国内紧缩政策预期背景下，航空股难以走出独立行情，下半年国内宏观经济触底回升以及人民币升值预期加速，航空股投资机会将趋于乐观。

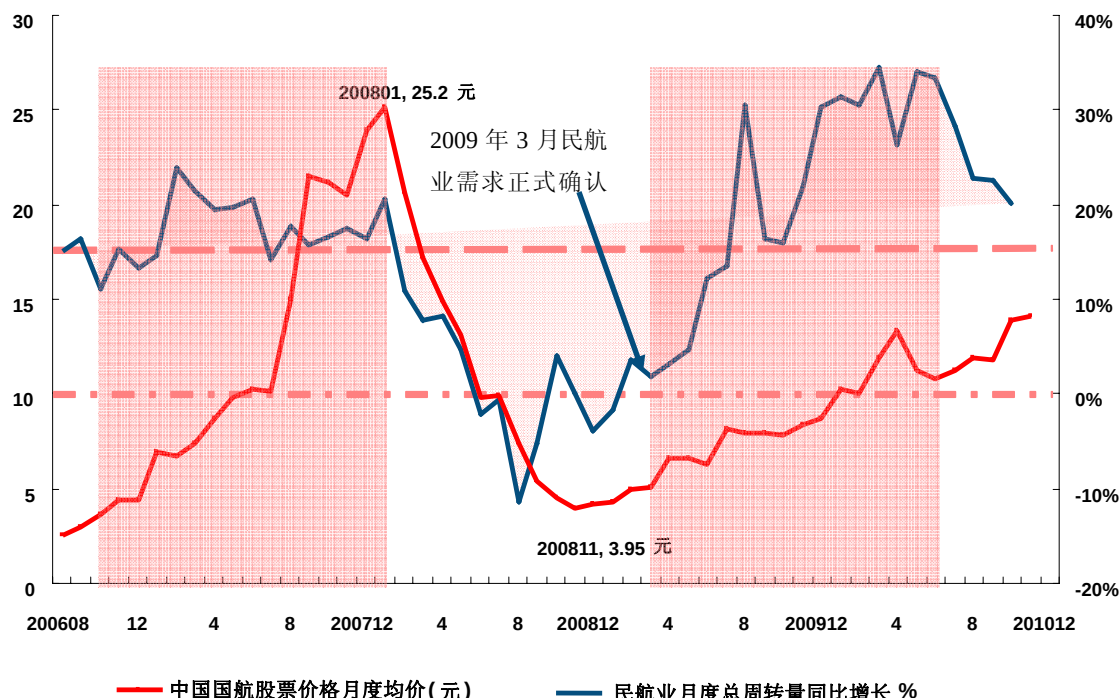
航空类股股价表现与航空需求相关性分析

作为周期性行业，航空业的资本市场表现与行业需求周期性波动密切相关，本节初步探讨航空类股股价表现与行业需求相关性分析，股价表现选择以国航月度收盘均价为代表，行业需求选择行业月度运输总周转量同比增速为代表。

航空股资本市场表现与行业需求变化基本上保持同步



图 19：中国国航资本市场表现与行业月度需求增速趋势图



资料来源：中信建投研究所、WIND、民航总局网站

数据显示，中国国航 2006 年 8 月登录国内 A 股市场之后，赶上 2006-2007 年上一轮宏观经济景气上升周期，同时人民币持续升值助推国航股价表现，2006、2007 年人民币兑美元分别升值 3.24% 和 6.46%，同期民航业月度运输总周转量同比增幅维持在 15%-20% 之间，月度运营数据的良好表现成为股价持续维持牛市的可靠保障。这一轮股价牛市到 2008 年 1 月达到高点，同期民航业月度业务量增速也达到景气周期的拐点。股价表现和需求变化基本同步。

进入 2008 年国际金融危机全面爆发，国内宏观经济也进入下行周期，航空市场需求增速也大幅度回落，并在 2008 年 8 月受奥运因素影响达到业务增速下降周期的低谷，同比下跌 11.5%，之后几个月受奥运因素结束、春节因素、经济波动因素等影响，月度运营增速出现反复，直到 2009 年 3 月民航业需求复苏才正式得到确认，当月航空运输总周转量同比增长 1.9%，之后随着宏观经济回暖，行业需求进入新一轮上升周期。同期 2008 年国航股价持续大幅度下跌，并于 2008 年 11 月达到下跌周期的低谷，同比年初高点，累积跌幅高达 84.32%，可见周期性行业股价波动范围之大。

需要指出的是 2008 年人民币兑美元升值幅度仍高达 6.43%，但股价表现仍大幅度下挫，可见决定航空股资本市场表现的核心要素来源于航空主业需求变化，人民币汇兑收益只是起到“锦上添花”的作用。

公司股价 2008 年 11 月达到低点，之后随着股票市场回暖而上涨，离航空市场需求正式确认复苏的 2009 年 3 月提前了 4 个月，与股票市场是实体经济先行指标，晴雨表相一致，也说明航空市场需求（客运和货运）是宏观经济变化的真实反应（2009 年 1 季度 GDP 增速 6.1%，为本轮经济下降周期低谷），航空市场需求与实体



经济基本保持同步。

2009年3月开始，航空业进入新一轮景气上升周期，2009年7月国际航线需求开始复苏之后，行业需求月度增速迅速上升，进入2010年上半年行业需求复苏进度进一步上升，月度增速超过30%，尽管2010年4月政府连续出台了一系列宏观调控措施，出于对宏观经济二次探底的担忧导致股票市场4-6月大幅度下挫，国航股价同期跌幅达到20%，但2010年二季度航空需求数据显示行业需求仍维持在30%的高景气区间。7月之后，随着对宏观经济二次探底担忧的缓解，航空类股随着大盘反弹而反弹。整体200811-201011航空股股价基本维持震荡向上的格局。

2011年航空股资本市场分析判断

进入2010年下半年，受同比基数影响，航空业月度需求增速逐月回落，从6月份的33.4%回落到10月份的20.2%，前文中提高制约当前航空股走势的主要因素是宏观经济增速放缓带来的需求下降风险。当前需要回答的问题是航空需求下降到什么程度将导致行业盈利大减以及当前估值水平能否支撑需求下降的风险。

我们的观点是，考虑2011年行业新增运力增速维持在10-12%，因此只有当行业需求增速大幅度下降到10%以下时，行业盈利能力才大幅度削弱，四季度以及2011年上半年受国内和国际经济双重影响，是航空业运营相对困难时期，但行业需求增速低于10%的概率非常有限，国内航空消费的稳定性将发挥重要作用。估值分析，2010年航空运输业盈利能力大幅度增长已没有悬念，预测同比增幅高达290%，取得历史性记录，目前估值维持在13-15倍PE之间，处于历史最低水平。我们认为当前估值水平，即使考虑到2011年上半年的经济增速放缓所带来的风险，下跌空间也非常有限。2008年实体经济遭遇快速下滑的风险在2011年上半年不会发生。

在行业整体估值水平下跌风险有限的背景下，需要回答的问题是，能否有上升空间，启动时间点在哪里。

我们的观点是，考察2006-2007年上一轮经济景气上升周期的股价表现，行业月度需求增速维持在15-20%之间和人民币中期升值趋势，是支撑股价走出长期牛市的两个最主要驱动因素，其中前一个因素更为核心。对2011年人民币中期升值的走势，是大概率事件，已分析较多，在此不再展开，分歧点在于升值时点的判断。现在需要回答的问题是，航空业月度需求在四季度以及2011年上半年增速放缓趋势已形成的背景下，何时才能再次恢复到15-20%的景气阶段。

我们的观点是，考虑到航空需求是实体经济真实的反应，既不是先行指标也不是滞后指标，因此对宏观经济的判断就成为观察航空需求的重要参考指标。根据研究所宏观和策略组的分析判断，2011年下半年宏观经济有望进入中周期繁荣，海外市场2011年上半年仍缺乏亮点，但进入2011年下半年美国经济体有望在私人部门投资拉动下逐步复苏，航空需求在2011年下半年有望扭转需求增速下滑趋势，再次恢复上涨。

考虑到上一轮股票市场领先实体经济复苏4个月，我们认为2011年航空股票在二季度之后将有更多表现机会，同时根据前文分析，人民币升值在2011年下半年发生的概率更大，共同推动航空股市场表现。

基本结论：

综合航空股资本市场的历史表现和2011年行业趋势判断，我们认为在经历了2008年痛苦的洗礼之后，随着2009-2010年行业集中度的提升以及国内、国际宏观经济的逐步恢复，2011年航空业仍将保持高景气度，投资策略方面，当前较低的估值水平以及国内航空市场的消费属性，决定了行业当前估值水平下跌空间有限。2011



年上半年航空业面临宏观经济增速放缓带来的运营压力，有一定投资压力，但二季度之后，随着实体经济的逐步恢复，以及人民币升值预期的加强，行业蕴含更多的投资机会。整体我们认为始发于 2008 年 11 月本轮航空股牛市上升周期并未结束。

外部因素

油价

2010 年国际原油价格在欧美经济曲折复苏以及新兴市场国家快速增长的交织中，维持震荡走势，WTI 年初价格为 79.62 美元/桶，年末预计维持在 85 美元一线，全年波动范围维持在 70-90 之间，波动范围大幅度缩窄，全年均价预计 79 美元/桶，同比 2009 年 65 美元均价，上涨 21.54%，油价波动对航空业运营压力大幅度放缓。

2011 年影响油价的几个重要因素：全球经济、美元汇率、商业库存等仍将发挥作用。2011 年上半年预期欧美发达经济体仍将缺乏亮点，而目前美国商业原油库存仍维持在近年来的高点制约了国际原油价格上升空间。中国是近几年国际原油消费市场最重要的增长点，也是国际资本市场上长盛不衰的话题，但 2011 年中国原油消费需求预计将有所下滑。

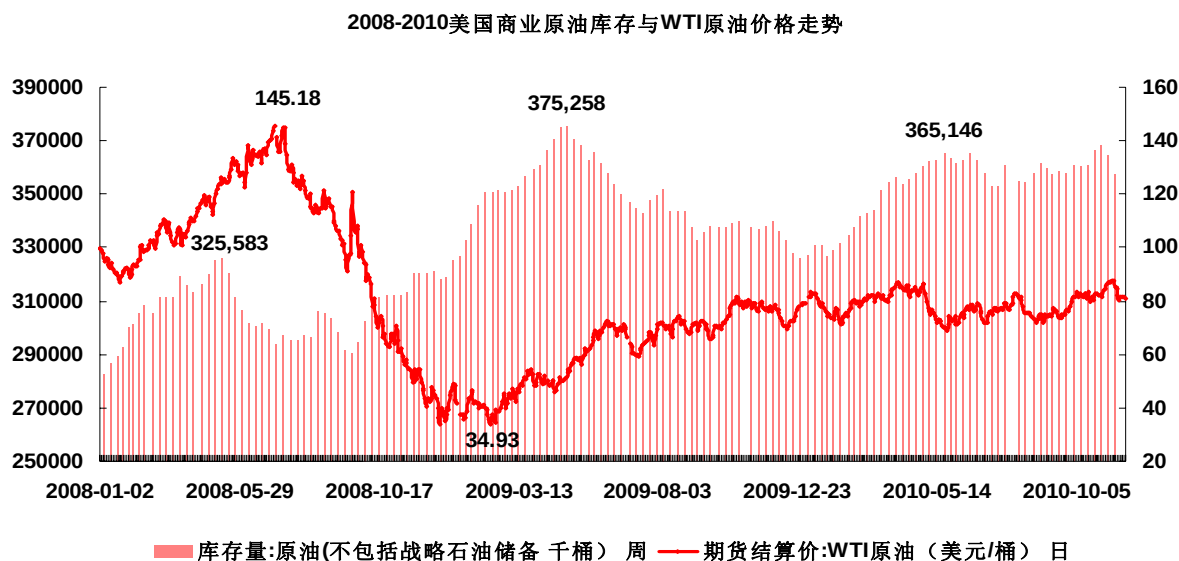
根据 EIA 最新预测数据，2010-2011 年国际原油消费分别为 8633 万桶/日和 8777 万桶/日，分别增长 2.4% 和 1.7%，净增 200 万桶和 140 万桶，其中中国分别为 905 万桶和 958 万桶，增速分别为 8.8% 和 5.9%，净增 73 万桶和 53 万桶，2010-2011 年中国需求增量占全球原油增量的 36%，但 2011 年中国原油需求无论是增速和绝对增量均有所下滑。

预计 2011 年国际原油均价 WTI 85 美元/桶，同比增长 7.59%，对航空业运营压力影响趋于平淡。全年走势预计先抑后扬，上半年受欧美经济表现低迷影响，油价不振，下半年随着全球经济形势改善，小幅攀升。近期美联储推出 QE2 计划，我们认为短期对大宗商品价格走势有一定影响，但原油终端需求增长乏力决定了原油中期价格仍难以走出持续性上涨行情。

国内航油零售价格受国际油价波动影响，从年初的 5590 元/吨，上调到 10 月份的 6030 元/吨，预计全年均价 5849 元/吨，同比上涨 20.2%，同期航空公司征收燃油附加费标准从年初 20-50 元/客上调到年末的 40-70 元/客，受益于需求旺盛，油价上升成本很大程度上向下游消费领域转移，航空公司盈利影响有限。

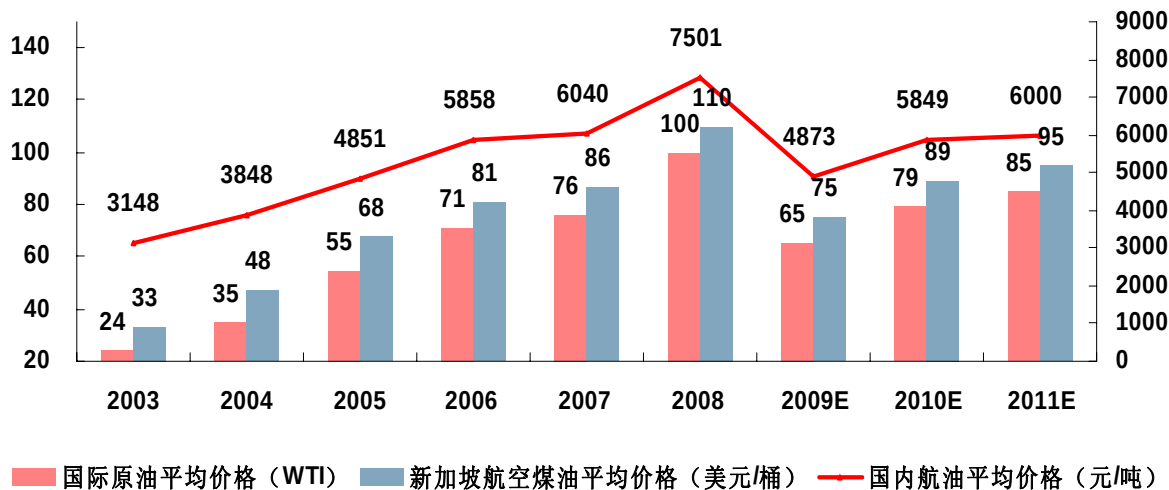


图 20: 美国当前原油库存维持在近年来高位, 制约 2011 年油价上升空间



资料来源: 中信建投研究所、WIND

图 21: 2011 年油价预计上升有限, 对航空业影响趋于平淡



资料来源: 中信建投研究所、WIND

汇率

2011 年人民币对美元升值仍是大概率事件, 升值预期将贯穿整个年度航空业的投资分析。2010 年 6 月人民币兑美元再次升值以来, 累积年度升值达到 2.53%, 2011 年美国实体经济缺乏新的增长点的困境以及国内保守政治实力的加强, 决定了人民币仍将面临中期持续升值压力。2010 年预计升值幅度 3%, 2011 年有望达到 3-5% 幅度, 升值时点的判断取决于中美双方政治、经济的多方博弈, 个人认为下半年概率更大些。



图 22：2011 年美元指数中期仍有下跌趋势



资料来源：中信建投研究所、WIND

再融资补充资本

在 2008 年航空业遭遇历史性亏损之后，2009 年各航空公司纷纷寻求注资，东航、南航、上航、海航分别获得注资 140 亿、30 亿、10 亿、30 亿元，合计 210 亿元，2010 年南航和国航分别实施定向增发方案，募集资金分别为 107.5 亿元和 65 亿元，截止到目前已实施完毕，2009-2010 年航空业共合计获得资本金补充 382.5 亿元，再加上 2010 年航空运输业预计利润达到 290 亿元，整个航空业资本金实力获得大幅度提升，资产负债率也稳步下降，非常有利于 2011 年行业盈利能力的提升。

2011 年航空业投资策略和建议

前文中已指出，2011 年航空业投资策略不同于 2010 年航空业盈利能力大幅度提升初期阶段的策略选择，“买入持有策略”是 2010 年航空业投资策略的最佳选择，进入 2011 年航空业在已达到历史最佳盈利状态的基础上，想要获得更高成长性的概率已大为降低，初步预测 2011 年航空运输业盈利增长为 10.34%，在行业盈利能力成长性已难以超越预期的背景下，行业投资策略更加注重对宏观经济季度周期性波动以及人民币升值时间窗口的判断。

正如前文中分析指出，2011 年上半年航空业面临宏观经济增速放缓的不利局面，股价表现有一定市场压力，但当前的估值水平和国内航空市场的消费属性奠定了航空估值空间下跌的有限性，下半年随着宏观经济季度增速的提升以及人民币升值预期的加大，行业面临较佳的投资环境。

下表是航空业相关上市公司的盈利预测和投资评级，需要说明的是，作为周期性行业，传统的年度 PE、PB 估值方法仅供参考，航空业盈利能力的短期、中期趋势变化才是航空股投资策略选择的更为重要的决策依据。



表 2：航空类上市公司盈利预测与评级

代码	名称	EPS			PE			PB			投资评级
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2010E	
601111	中国国航	1	1.1	1.12	12.90	11.73	11.52	3.90	2.91	2.33	增持
600029	南方航空	0.61	0.72	0.71	15.16	12.85	13.03	3.36	2.67	2.21	增持
600115	东方航空	0.61	0.6	0.55	11.82	12.02	13.11	4.81	3.52	2.72	增持
600009	上海机场	0.63	0.7	0.75	19.98	17.99	16.79	1.74	1.58	1.45	增持
600004	白云机场	0.5	0.55	0.6	18.20	16.55	15.17	1.62	1.46	1.34	增持
600897	厦门空港	0.92	1	1.11	17.96	16.52	14.88	3.11	2.57	2.22	中性
88	深圳机场	0.38	0.41	0.37	15.26	14.15	15.68	1.70	1.53	1.38	中性

资料来源：中信建投研究所，股价以 2010-11-26 为准。

风险分析

当前航空股面临的重大风险是宏观经济增速放缓带来的需求增速下降，虽然我们对 2011 年上半年行业需求增速下降已有所预期，但欧美发达经济体迟迟未能有效复苏仍是我们担心之所在，进入四季度和 2011 年上半年企业库存增速放缓带来的行业需求影响（主要是国际航线）仍需密切跟踪。

油价因素，我们对 2011 年整体油价走势判断相对中性，对行业影响相对平淡，预计区间仍维持在 70-90 美元之间，但不排除突发事件影响，超出预测上限，对行业构成短期冲击。

高铁竞争，2008-2010 年铁路固定资产投资规模年均增长高达 48.38%，预计 2011 年达到投资顶点，“四横四纵”的高铁网预计 2012 年底全部运营，对航空业影响主要表现在 2013 年，目前高铁建设加速，项目建成有提前趋势，目前市场关注度最高的京沪高铁，预计 2011 年国庆左右建成，2012 年春节前投入运营，整个项目比计划提前大半年投入运营，但对 2011 年行业需求不构成影响。需要说明的是单独一条高铁运营对整个航空业需求影响相对有限，高铁全网冲击更多表现在 2013 年，航空需求变化更多依赖于宏观经济的波动。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

李磊：中国人民银行总行金融研究所金融学硕士 交通运输行业研究员（航空、铁路、公路），专注于交通运输行业周期性研究以及前瞻性分析，善于把握行业投资机会选择，《中国民用航空》定期撰稿人。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。