

策略研究/简评报告

策略简评：战略建仓航空板块

民生精品---策略简评报告

2011 年 2 月 14 日

分析师：张 琢 电话：010-85127665 邮箱：zhangzhuo@mszq.com 执业证书编号：S0130108043631

联系人：赵丽娜 电话：010-85127665 邮箱：zhaolina@mszq.com

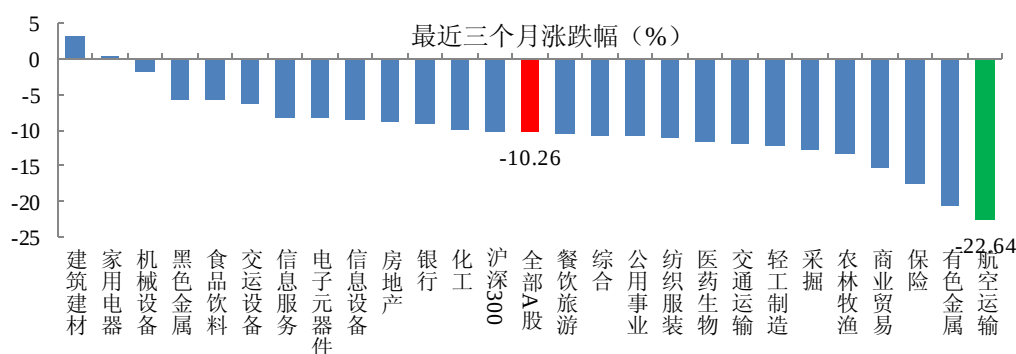
联系人：孙洪湛 电话：010-85127661 邮箱：sunhongzhan@mszq.com

去年 11 月份以来在强劲的行业基本面背景下，A 股市场上航空股却连续走低，部分个股下跌幅度甚至接近 50%，出现这种背离的主要原因有二，一是市场整体调整带来的系统性风险，二是高铁建设对航空分流的强烈预期。就市场层面来看，最坏的时候已经过去，流动性逐步回归常态、通胀逐步回落、经济增速回稳，我们看好未来几个月的指数表现；就行业层面来看，我们认为媒体过度放大了高铁建设对航空的负面影响，行业景气度仍将保持高位。目前航空板块整体处于历史估值最低点附近，随着预期逐渐清晰，航空股的投资机遇已经到来，未来将有 30% 以上的上涨空间。

一、航空股过去三个月跌幅最大、目前估值优势最突出

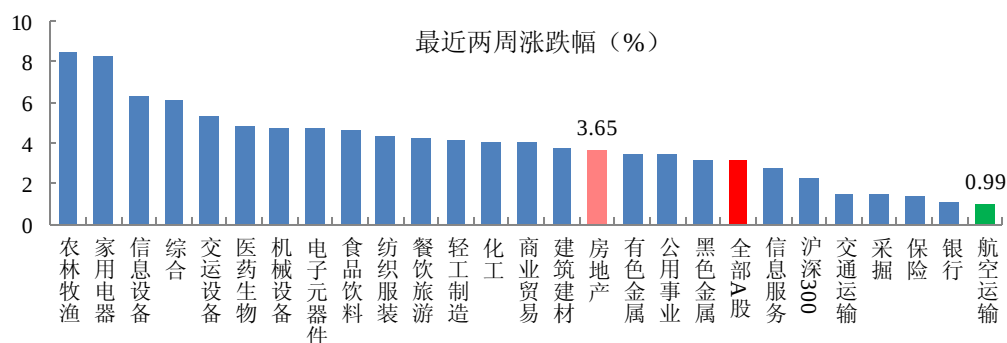
在过去三个月的市场调整中，航空股的跌幅位居各行业之首。全部 A 股跌幅 10%，航空板块则以 23% 的跌幅位居各行业之首，跌幅也高于弹性比较大的保险、有色、证券等行业，部分个股跌幅甚至接近 50%。这种现象主要是由两方面原因造成，一是市场整体调整带来的系统性风险，二是近期高铁建设加快推进对航空分流的强烈预期。从短期情况来看，最近两周虽然指数表现平平，但是个股分化非常明显，包括通讯、海运、房地产板块在内的部分低估值蓝筹股都出现了小幅上涨，航空板块仍然表现最为落后。

图 1：在过去三个月的调整中，航空板块整体下跌 23%，位居各行业跌幅榜首位



资料来源：Wind, 民生证券研究所

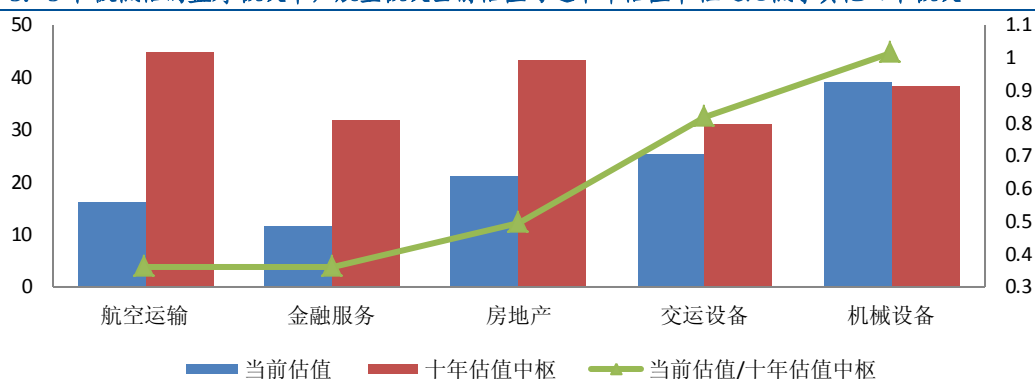
图 2：在过去两周的小幅反弹中，航空股表现最为落后



资料来源：Wind, 民生证券研究所

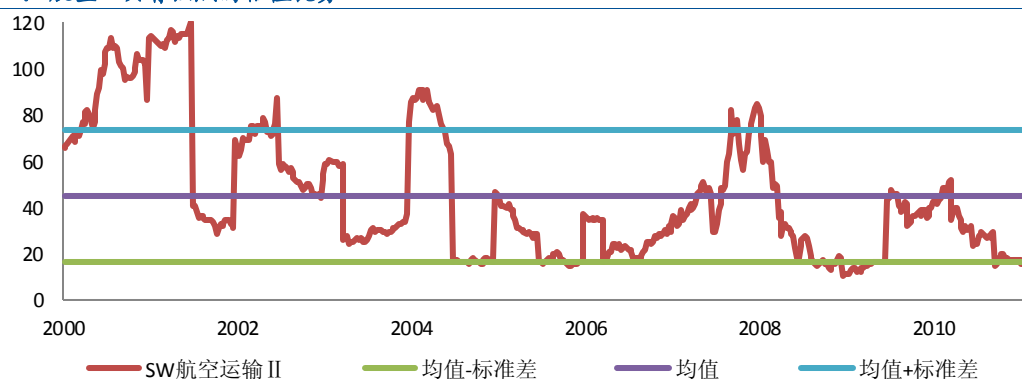
经过大幅调整后，相比其它蓝筹股，目前航空板块是全市场估值优势最突出的板块之一。横向来看，在航空运输、金融服务、房地产、交运设备及机械设备五大被低估的蓝筹板块中，航空板块当前估值与近十年估值中枢之比明显低于其他四个板块；纵向来看，航空运输当前估值（PE、PB）尚处于近十年估值波动范围的最低点，估值修复要求最为强烈。

图 3：5 个被低估的蓝筹板块中，航空板块当前估值与近十年估值中枢之比低于其他四个板块



资料来源：Wind, 民生证券研究所

图 4：航空业具有强烈的估值优势

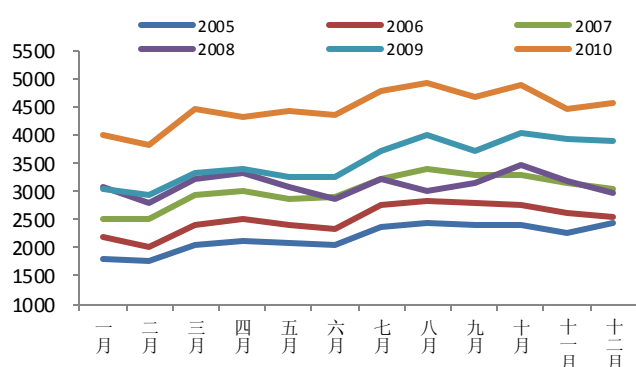


资料来源：Wind, 民生证券研究所

二、行业处于景气上升周期，业绩高增长可期

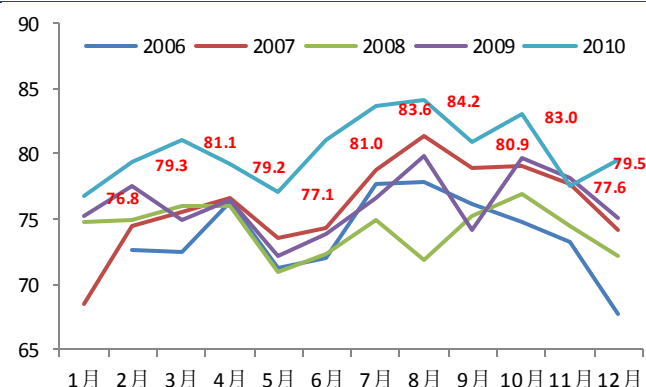
2010 年在需求快速增长，而航空运力适度有限投放条件下，民航运输周转量表现强劲，各月客座率屡创历史新高，航空运输业进入景气上升周期。12 月是航空运输业传统淡季，历史上看，98 至 09 年当月民航运输总周转量均出现环比下降，但 2010 年 12 月，无论从民航运输周转量还是客座率指标来看，均一改往日格局呈现出环比回升，延续了 2010 年的行业高景气度。预计 12 月行业利润将创出历史同期新高。

图 5：12 月航空运输量同比增速回升，环比出现正增长



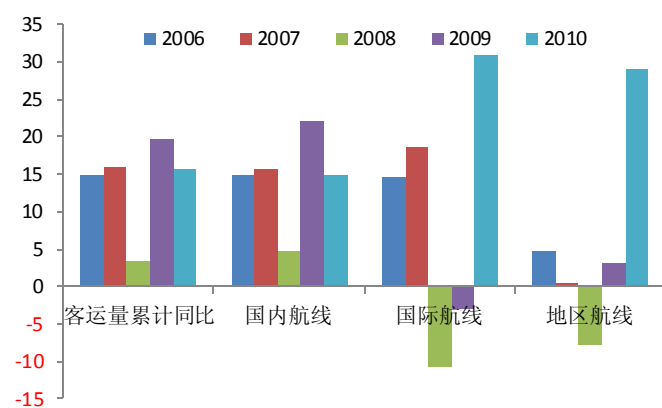
资料来源：wind，民生证券研究所

图 6：2010 年民航正常客座率指标显著高于历年同期



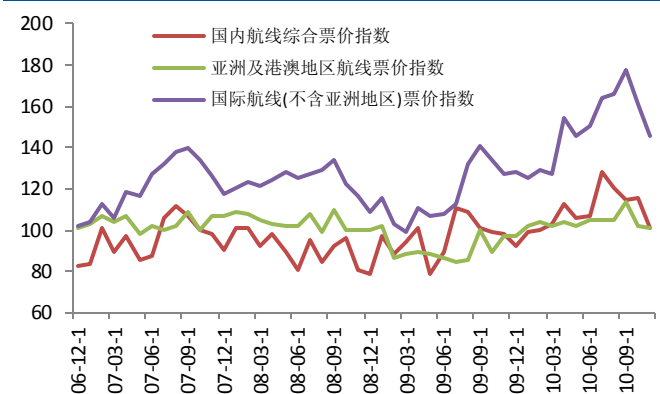
资料来源：wind，民生证券研究所

图 7：2010 年民航累计客运量同比增速显著增长



资料来源：wind，民生证券研究所

图 8：2010 年航线票价指数坚挺



资料来源：wind，民生证券研究所

具体来看，2010 年 12 月我国民航综合、国内、国际和港澳台地区的运输总周转量分别为 45.5、28.4、17.1 和 1.0 亿吨公里，同比增长 17%、11.3%、27.7%和 17.8%，环比增长 1.8%、3.2%、-0.4 %和 5.7%，整体来看同比与环比均呈现回升态势。就行业关键盈利指标客座率来看，2010 年在需求快速增长，而航空运力适度有限投放条件下，行业月度客座率屡屡创下近年新高，其中 12 月客座率在 11 月基础上提高近 2 个百分点。同时高客座率带了票价的显著提升，2010 年国内航线、港澳台和国际航线票价均出现较大幅度上涨。

三、高铁建设对航空的负面影响被高估

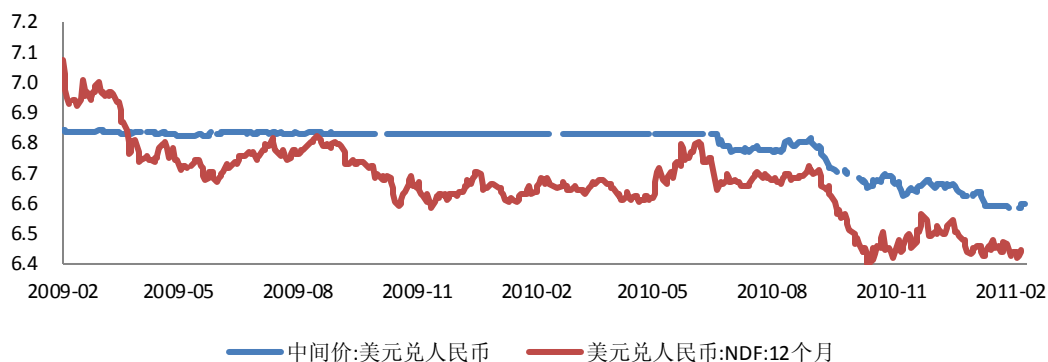
去年 11 月份高铁建设的加快推进也成为加大市场担忧情绪的原因。我们认为市场过度放大了高铁建设对航空的负面影响。

预计民航累计受高铁分流旅客为 5%-9%，如高铁网络贯通，民航累计供需缺口能达 5%-9%，则可认为基本能覆盖高铁对航空的负面影响。具体而言，东航、国航、南航、海航直接受高铁影响的航班量占其总航班量比重分别为 9%、8%、5%和 6%，均低于 10%，其中东航由于京沪线的开通，加上自身以上海为主营基地平均航距较短，因此受到高铁最大冲击，南航由于航线分布与 2011 年建成的高铁线路重叠性最低而只轻微受损。国航国际航线比例最高，因此虽然 2011 年开通京沪、京深线，与其航线覆盖程度较大，但其总体主营收入下降的幅度仍未超过东航。海航受冲击幅度小的原因类似南航，其主力航线并不沿高铁线路分布。

四、人民币升值加速和国际油价回调降低行业成本

人民币的持续升值带给航空公司的业绩提振作用依然明显。2 月 10 日人民币对美元汇率中间价报 6.5849，再创汇改以来新高。据民生证券宏观组预计，2011 年年底有望升至 1:6。当前，四大航空上市公司都持有大量的美元负债，其中国航、东航、南航持有规模较大。根据 2010 年三季报披露数据，若人民币升值 1%，南航、国航、东航和海航 EPS 分别增加 0.04 元、0.03 元、0.03 元、0.02 元。

图 9：短期人民币呈现加速升值态势



资料来源：Wind, 民生证券研究所

近期国际原油走势与国际大宗商品走势相背离，跌破 90 美金/桶，短期对各航空公司构成实质性利好。2 月 11 日 WTI 原油价格跌至每桶 85.58 美元，连续 11 天下跌创出 2011 年年内新低。根据近 5 年的 WTI 原油价格统计，目前 WTI 原油价格每桶 85.58 美元，超过均值 76.56 美元/桶 11.78%，接近均值上限，原油价格 2 月份出现下跌迹象，有助于航空运输成本下降，提高净盈利水平。

图 10: 近 5 年 WTI 原油价格的波动区间



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 11: 近 2 个星期 WTI 原油价格出现加速下跌迹象



资料来源: Wind, 民生证券研究所

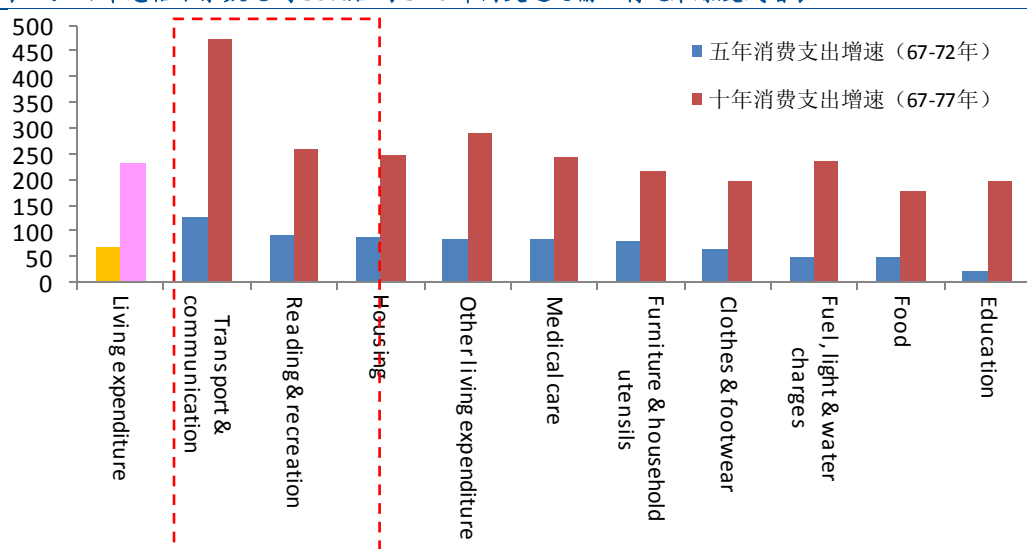
五、长期因素：消费升级带动我国航空业将进入景气高峰

日本在恩格尔系数达到 36% 后的五至十年的消费升级过程中, 交通通信业和休闲娱乐业将迎来需求的爆发式增长。从长期来看, 消费升级带动我国航空业将进入景气高峰。

第一, 从日本食品支出占消费支出的比重达到 36% 后的五至十年, 可选消费类如住房、家具家电、医疗保健、交通通信和休闲娱乐的支出占比显著上升。其中涨幅最大的是交通通信和休闲娱乐。

第二, 其中交通通信, 休闲娱乐和房地产板块是未来消费升级的代表方向。尤其是交通通信, 不仅支出占比十年间增长近 72%, 绝对支出额更是增长了 4.7 倍, 位居所有大类消费支出之首, 最具爆发式增长潜力。

图 12: 日本恩格尔系数达到 36% 后的 5-10 年内交通运输业将迎来爆发式增长



资料来源: Wind, 民生证券研究所

分析师及联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

赵丽娜，中央财经大学金融工程硕士，材料物理系学士。2010年加盟民生证券研究所，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铨
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。