

油价回落，数据回暖，交易性机会出现

行业评级

中性/ 维持评级

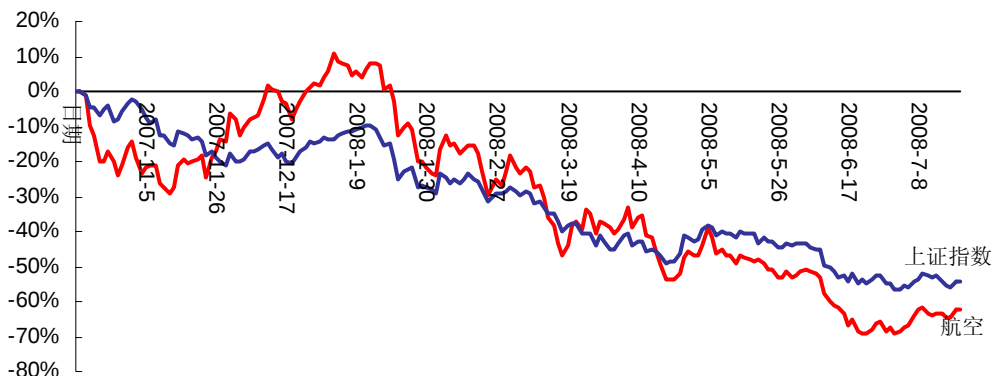
相关研究

2008/12/31

《航空：供需恶化 机场：重归防御》

- 春运客源有三个主要特征：1、客源结构以探亲 and 旅游为主；或者说自费为主，相比全年大部分时间对价格更为敏感；2、旅客单向特征：节前返乡，节后返城；3、波动较为明显：春运中段客流（初三—初五）较为平淡。
- 需求层面：腊月十九至腊月二十八客源增速维持在 19.3%，和春运期间的客源增速 19.4% 基本相当。我们的理解是国内航油价格回落以及燃油附加费取消，对于航空需求刺激比较明显。但随着春运结束，预计行业增速或将随着自费旅客比重降低而回落。
- 供给层面：座位数增长速度高于航班增速，说明单班次提供座位同比增长；最为可能的解释是运营国际航线的大机型调整至国内航线以后，大机型班次比重同比提高。
- 客座率：可以分为节前节后两个阶段：节前客座率日均同比下降 1.83 个百分点左右，初一到初十行业客座率同比提升 4-5 个百分点。
- 盈利：预计航空公司 09 年春运期间盈利能力和 08 年春运基本持平。
- 成本：油价下调 1060 元，和国际油价基本持平，超出我们预期。我们认为航空公司运营成本下降带动旅客乘机成本降低，会对需求形成正面刺激。但同时变动成本比例下降，意味着航空公司具有提高飞机利用率以摊薄固定成本的潜在动力。
- 修正对于 09 年航空业务量预测，将原来对 RPK 的预测由 4.6%-6.7% 调升至 8.6-10.7%。同时对 ASK 的预测调升至 10-12%。09 年主要航空公司主业能否扭亏，仍取决于航空公司蜜月之后的市场博弈。
- 关注交易性机会：航空公司 09 主营能否扭亏依然很不确定，但确定的是 09 年相对 08 年必然大幅减亏。预计一季度航空公司主营亏损仍将扩大，但二季度有望同比减亏。建议短期关注航空业的交易性机会。

最近 52 周股价表现



分析师
 陈建生
 82492804
 chenjs@lhq.com

春运客源的特征

客源结构以探亲 and 旅游为主，票价降低对运量刺激更为明显

春运期间旅客构成以旅游客和探亲客为主，或者说以自费旅客为主的结构特征，对价格更为敏感。1月15日（腊月二十）燃油附加费全部取消，对于旅游和探亲的航空需求刺激，和全年相比具有更为明显的刺激作用。

客流单向性：航空公司具有更强价格控制力

节前节后春运客流具有明显的单向性：节前为返乡高峰，节后为返城高峰。就单条航线而言，航空公司的平均票价依然高于平时。比如节前返乡平均为8折以上票价，意味着回程平均价格在4折左右即可实现年均票价。航空公司在价格单向联营，亦是同理。比如北京-上海统一8折，而回程（上海-北京）不进行价格联营，同样可以实现控制价格的目的。

客流波动较大：长假期间客流回落快，价格竞争激烈

返乡高峰过后、回城高峰到来之前的3-5天，客流量从峰值回落较快，航空公司客流锐减，以及单向性消失后，价格竞争激烈。此时航空公司飞机利用率较低，票价控制能力亦较弱。

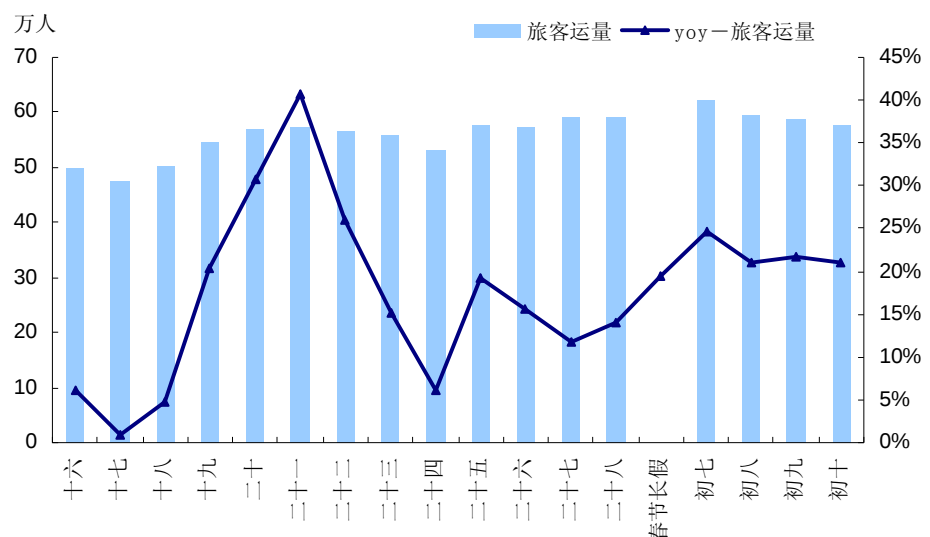
春运需求分析：综合票价降低刺激自费需求

国内航油价格回落以及燃油附加费取消，对于航空需求刺激比较明显

腊月十九至腊月二十八客源增速维持在19.3%，和春运期间的客源增速19.4%基本相当。我们的理解是国内航油价格回落以及燃油附加费取消，对于航空需求刺激比较明显。

长假后航空旅客运输量依然维持在20%以上的增速，从数据看，一直维持到2月4日。但随着春运结束，预计行业增速或将随着自费旅客比重降低而回落。

图1、春运期间旅客运输量以及增速



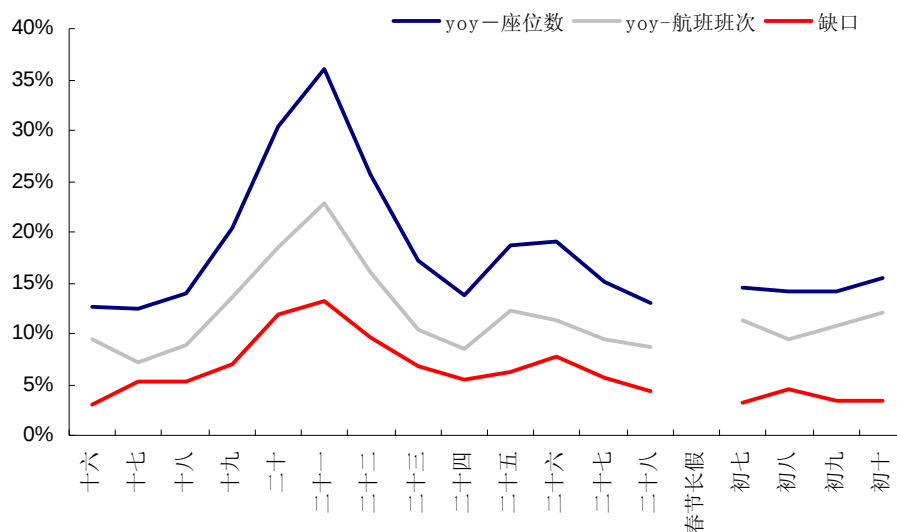
数据来源：CAAC，联合证券研究

供给：大机型转飞国内，单航班提供座位数增加

大飞机转飞国内，可供座位数增速快于航班增速

下图显示春运期间航班座位数增速高于航班班次增速约 3-5%。其主要原因是国际航线需求回落较快，航空公司将运营国际航线的大飞机调整至国内航线。比如 B747 飞欧美航线每天一班，飞国内航线每天至少可以飞 4 个航段。因此大机型所飞班次占比提升，导致单个班次可供座位数同比增加。

图 2、春运期间航班班次和提供座位数增速

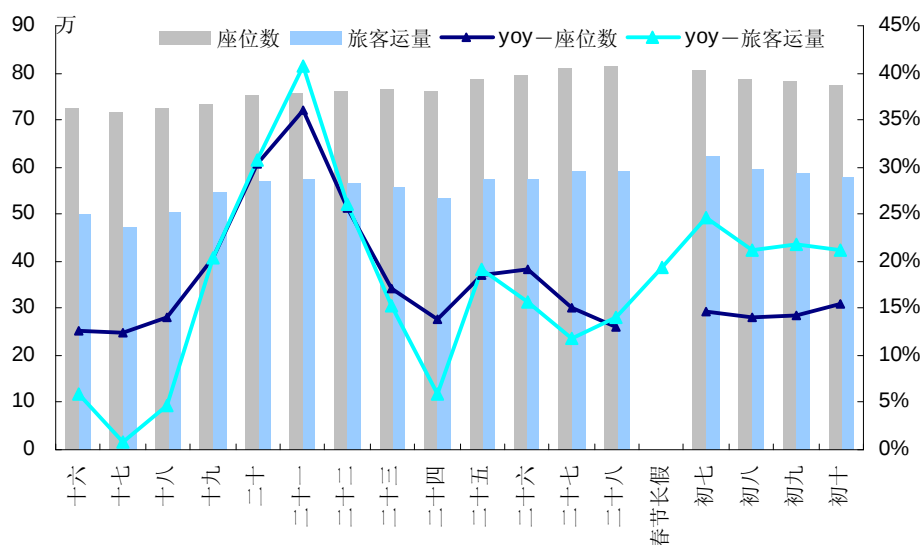


数据来源：CAAC，联合证券研究

客座率：节前同比下降，节后强劲提升

旅客运量和座位数同比增速显示，春节前航空公司可供座位数增速快于旅客运量增速，数据显示航空公司春节期间以及长假后 4 天航空公司加大了运力控制力度，将可供座位数同比增速控制在 15% 以下。

图 3、春运期间旅客运量、座位数以及同比增速

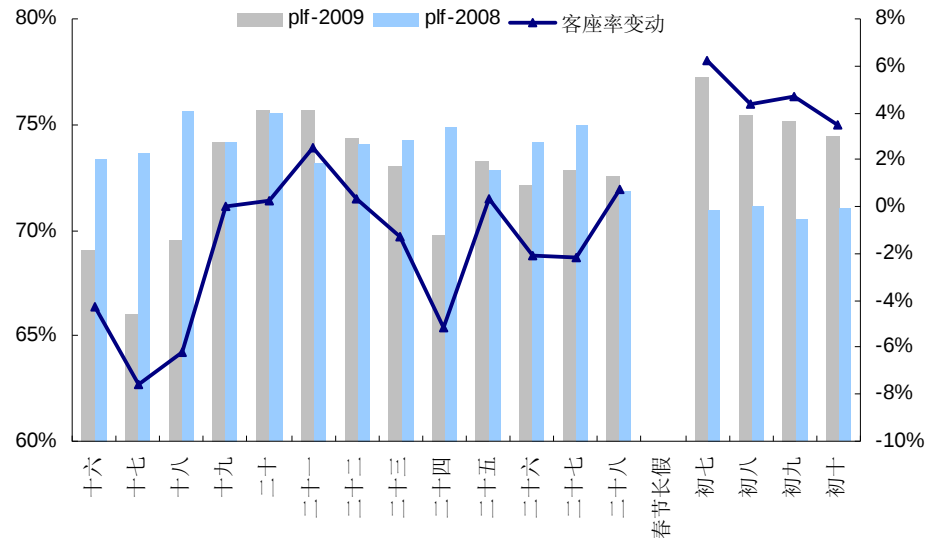


数据来源：CAAC，联合证券研究

节后行业运力投放控制良好，客座率快速提升

全行业节前客座率同比下降 1.83 个百分点，预估节后航空公司在有效控制控制运力投放的努力下，行业客座率同比上升 4-5 个百分点。

图 4、春运期间客座率以及同比增速



数据来源：CAAC，联合证券研究

春运盈利：预计与 08 年大致持平

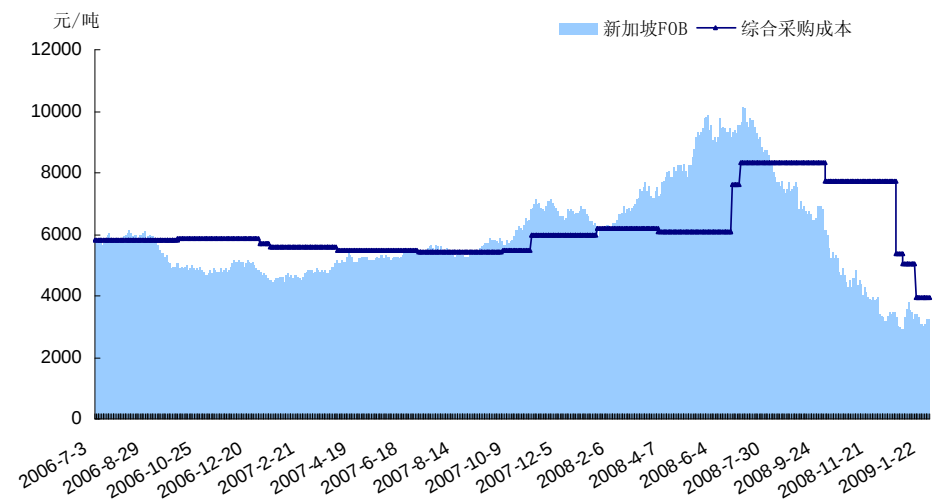
预计春运行业盈利与 08 春运大致持平

我们对于 09 春运期间的整体判断是，全行业盈利与 08 春运大致持平，剔除燃油附加费后的票价折扣亦 08 年大致持平。

成本：油价大幅下调，超出我们预期

油价下调 1060 元，和国际油价基本持平，超出我们预期。我们认为航空公司运营成本下降带动旅客乘机成本降低，会对需求形成正面刺激。但同时变动成本占比下降，意味着航空公司具有提高飞机利用率以摊薄固定成本的潜在动力。

图 5、航煤国内综合采购成本和新加坡 FOB



数据来源：BLOOMBERG，联合证券研究

修正对于 09 年航空业务量预测, 将原来对 RPK 的预测由 4.6%-6.7%调升至 8.6-10.7%。同时对 ASK 的预测调升至 10 - 12 %。09 年主要航空公司主业能否扭亏, 仍取决于航空公司蜜月之后的市场博弈。

关注交易性机会, 维持“中性”评级

建议短期关注航空业的交易性机会, 提示将航空公司配置提升至“标配”

航空公司 09 主营能否扭亏依然很不确定, 但确定的是 09 年相对 08 年必然大幅减亏。预计一季度航空公司主营亏损仍将扩大, 但二季度有望同比减亏, 因此一季度航空公司业绩有望出现拐点。建议短期关注航空业的交易性机会, 提示将航空公司配置提升至“标配”。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.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
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

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