

中国航空，阴霾之后依旧是阳光

增持（维持）

专题研究

航空业研究

2009 年 6 月 26 日

主要观点：

- 伴随着工业化进程和经济的发展，民航的作用日益突出，成为综合交通运输体系的重要组成部分，特别是在长途客运和国际运输以及其他运输工具不能通达的地区。自二十世纪初民用航空诞生以来，随着航空技术的发展、运输组织管理水平的提高以及大型民用运输机的出现，世界民航业呈现快速的增长态势。
- 上个世纪 70 年代后期，受经济全球化、发达国家放松航空管制和向后工业化转变等因素的推动，国际民航取得了快速的发展，三十年间国际民航组织缔约国航空周转量和旅客周转量分别增加了 5 倍和 4.4 倍。未来自由化和多元化的进一步发展将为旅客提供更多的服务和更低廉的费用，从而进一步促进航空客运的强劲增长。
- 全球各个地区的经济增长速度和市场结构存在差异，航空客运增长也呈现出比较明显的地区性差异。随着亚太地区经济的迅猛增长，世界航空业经营者的目光已经投向这一地区，亚太地区空运市场成为行业的新的增长点。伴随着我国经济的稳定快速发展，曾经推动发达国家航空业快速增长的管理理念、管理模式、先进技术的逐步应用，民航的需求以及航空公司的服务水平将会得到持续的增长。
- 民航是各国国民经济的重要组成部分，航空客运周转量和总周转量与 GDP 的相关系数均达到 0.99，呈现出极为密切的相关性。不过航空业的波动性要显著大于 GDP 的波动性，突发事件则在一定程度上导致民航发展的波动性远大于国民经济发展的波动性。
- 上个世纪 80 年代，随着航空管制的放松，航程长、客流量大的黄金干线面临着激烈的竞争，为了提高规模优势，大型航空公司开始将“点对点”的航线结构调整成为枢纽-辐射式航线结构，从而大大优化了航线网络，提高了航空公司飞机、机组、航材等资源的利用率，进而提高了竞争力。随后，这种模式在全球得到广泛重视，迅速发展并不断完善，成为大型航空公司的主要竞争武器。
- 我国航空业要借鉴先进的经验，构建合理有效的枢纽辐射航线网络结构，借助联盟这一平台迅速融入到全球航空业，主要公司有望在中国民航业的快速增长中获得良好的发展。各公司的优势大小则决定了他们受益多少，围绕航线网络结构这一因素，行业内公司受益程度为，第一梯队主要包括中国国航、南方航空、东方航空和上海机场；第二梯队主要包括白云机场；第三梯队主要包括上海航空、海南航空、深圳机场、厦门空港。

分析师

王晓艳

Tel. : 010-59355907

Email: wangxiaoy@chinans.com.cn

行业指数相对沪深 300 表现



相关报告：

《航空业 2009 年 1 月投资月报》，2009 年 1 月 7 日

《航空业 2009 年 2 月投资月报》，2009 年 2 月 6 日

《航空业 2009 年 3 月投资月报》，2009 年 3 月 6 日

《航空业 2009 年 5 月投资月报》，2009 年 5 月 7 日

《航空业 2009 年 6 月投资月报》，2009 年 6 月 8 日

目 录

一、世界民用航空发展的主要趋势	1
1、拓展更加开放的天空	1
2、寻求更加合作的天空	2
3、瞩目更加年轻的天空	2
二、影响民航发展的主要因素	3
1、GDP决定航空业增长趋势	3
2、突发事件放大行业波动性	5
3、燃油成本压力不足放轻松	5
三、加快建设枢纽-辐射式航线结构系统	6
1、我国民航的发展潜力巨大	6
2、航空公司竞争力提升空间甚高	7
3、枢纽机场收入结构完善可期	7
四、中国航空市场长期向好	8
1、国际航空市场仍然低迷	8
2、国内航空市场平稳恢复	9
3、“二次重组”推动上海航空枢纽建设	10
五、主要公司分析	10

插图目录

图 1 国际民航组织缔约国航空周转量及增速.....	1
图 2 国际民航组织缔约国航空旅客周转量及增速.....	1
图 3 美国国际航线旅客运输量占比	3
图 4 中国国际航线旅客运输量占比	3
图 5 美国GDP与航空业相关性	3
图 6 美国GDP与航空业增速	3
图 7 中国GDP与航空业相关性	4
图 8 中国GDP与航空业增速	4
图 9 民航旅客运输市场旅客构成	4
图 10 航空运输和旅游	4
图 11 民航客运周转量占比	4
图 12 民航客运运距	4
图 13 民航客运量增速	5
图 14 民航客运周转量增速	5
图 15 全球航空业经营状况	5
图 16 民航客运周转量增速	5
图 17 国际燃油均价	6
图 18 燃油消耗水平	6
图 19 国内航油价格	6
图 20 美国机场布局	6
图 21 主要地区经济增长速度	8
图 22 全球航空旅客结构变化趋势	8
图 23 国际航空市场的RPK增速	8
图 24 国际航空市场的ATK增速	8
图 25 航空运输业主要指标增长速度	9
图 26 我国民航客座率	9
图 27 民航分航线旅客运输量增速	9
图 28 国际航线旅客运输量占比	9
图 29 国内航线票价指数	9
图 30 国际航线票价指数	9

1903 年，美国莱特兄弟发明第一架飞机成功上天，1919 年，法国与比利时之间开通了世界上第一条国际民航客运航线，航空运输成为一种新的交通运输工具。伴随着工业化进程和经济社会的发展，民航的作用日益突出，成为综合交通运输体系得重要组成部分，特别是在长途客运和国际运输以及其他运输工具不能通达的地区。一方面，人民收入水平提高、生活节奏加快、消费结构升级，航空运输以快速、舒适、安全、灵活等优势日益成为长途客运的重要方式，并且呈现出比重越来越大的趋势。另一方面，随着技术的增长，具有更高科技含量的新产品越来越多，这些产品体积小、附加值大、时效性要求高，航空货运成为重要的运输工具。自二十世纪初民用航空诞生以来，随着航空技术的发展、运输组织管理水平的提高以及大型民用运输机的出现，世界民航业呈现快速的增长态势。

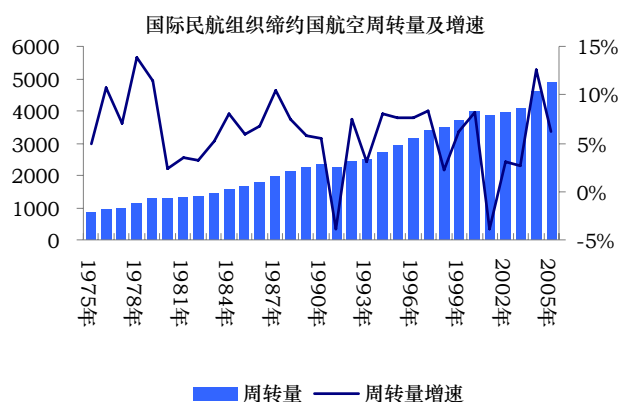
一、世界民用航空发展的主要趋势

1、拓展更加开放的天空

上个世纪 70 年代中期以前，各国政府对航空运输业实行严格管制的政策。上个世纪 70 年代后期，受经济全球化、发达国家放松航空管制和向后工业化转变等因素的推动，国际民航取得了快速的发展，三十年间国际民航组织缔约国航空周转量和旅客周转量分别增加了 5 倍和 4.4 倍。

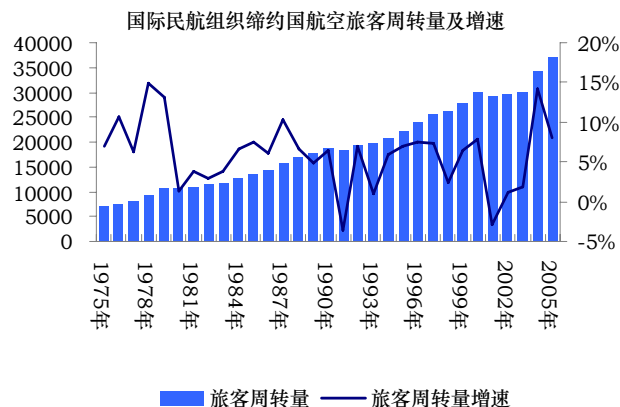
以美国为例，1978 年，美国通过了《航空公司放松管制法》，通过市场化对市场进出、定价、航线分配等方面进行管理，美国国内航空运输业发生了激烈的竞争。在十年优胜劣汰的过程中，整个航空业通过资源整合，行业集中度大幅上升，排名在前八位的航空公司的市场占有率增长了近 15%，三十年间美国航空周转量和旅客周转量都增加了 2.7 倍。与此同时，提高航空公司经营管理水平的各种管理理论、方式、技术也在这个阶段诞生，例如收益管理理论、“常旅客”奖励计划、枢纽辐射航线网络、代码共享、计算机订座系统等等，航空业发生了深刻的变革。在美国的影响下，英国、日本等发达国家也逐步放松了对航空业的管制。

图 1 国际民航组织缔约国航空周转量及增速



数据来源：民航局，民族证券

图 2 国际民航组织缔约国航空旅客周转量及增速



数据来源：民航局，民族证券

未来自由化和多元化的进一步发展将为旅客提供更多的服务和更低廉的费用，从而进一步促进航空客运的强劲增长。航空运输自由化主要针对航空运输的管理体制，包括两方面内容：一方面是国内航空运输的自由化，即“放松管制”；另一方面是国际航空运输的自由化，即“天空开放”。在七十年代后期美国放松管制的影响下，到目前世界上绝大多数国家都已经实行放松对航空运输经济性管理的政策，并继续向国际推进。1992年，美国提出“天空开放”的概念，即在双边航空运输协定中，为两国航空承运人提供各自地区完全市场进入许可，不受指定航空公司和运力的限制。在美国、欧洲以及其它一些国家的大力推行下，世界航空运输业走向“自由开放天空”。截至2007年，全球已有91个国家缔结了136份“天空开放”协定。

2、寻求更加合作的天空

航空联盟由来已久，60年代美国就开始使用这一方式，主要用于干线和支线的衔接，不过当时航空公司结盟甚少。直到20世纪80年代，美国放松航空管制之后，伴随着枢纽辐射航线网络的发展，航空联盟才开始蓬勃发展。1985年，代码共享协议已接近60个，几乎所有航空公司和主要地方航空公司都加入了代码共享协议，地方航空公司成为通过支线向大型航空公司干线输送客源的重要组成部分，地区航线75%的旅客来自于代码共享联盟。

全球性航空战略联盟则要到20世纪90年代才开始逐步形成。1997年，加拿大航、汉莎航、北欧航、泰国国际航以及美联航共同创立全球第一家战略性联盟——星空联盟，世界航空运输正式进入全球联盟时代。随后在1998年，英航、美利坚航、加拿大国际航、中国香港国泰航和澳大利亚快达航共同创建寰宇一家联盟。2000年，美国达美航、法航、大韩航、墨西哥航共同组建了天合联盟。联盟成员通过共享航空资源，扩大市场势力，降低成本，提高竞争力和经济效益。目前，三大联盟拥有全球航空客运市场70%以上的市场，而按销售收入排名前20位的航空公司都是三大航空联盟的成员。我国三大航已经有两家加入联盟，而东航也将计划在近期加入。我国航空公司发展较晚，借助航空联盟能够有效地拓展市场发展空间，完善航线布局，提高管理能力，进而提高航空公司的竞争力。

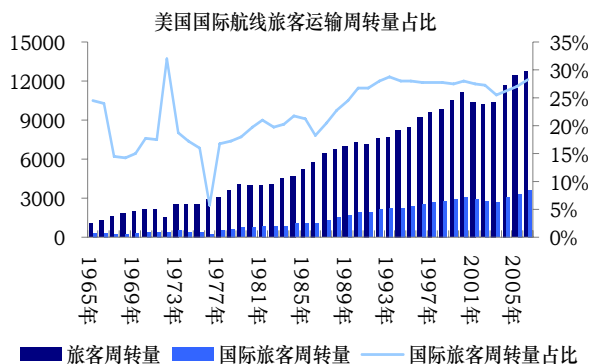
3、瞩目更加年轻的天空

由于全球各个地区的经济增长速度和市场结构存在差异，因此航空客运增长也呈现出比较明显的地区差异性。目前，北美、欧洲和亚太地区三大航空市场占全球市场份额近90%。随着亚太地区经济的迅猛增长，世界航空业经营者的目光已经投向这一地区，亚太地区空运市场成为行业的新的增长点，并将扮演愈来愈重要的角色。根据国际航协的预测，2011年，亚太地区所占客运份额将提高至27%，其在世界市场中所占的客运份额将高于美国，而亚太地区定期国际航班的旅客人数将达到世界国际旅客总数的半壁江山。

其中，发展中国家——特别是中国将成为是一个重要的市场。一方面，发展中国家经济增长，国民可支配收入大幅增长，将进一步促进航空运输的增长。另一方面，随着收入水平的逐步提高，航空运输增长将从前期的境内和短途，逐步向后期的境外和长途发展。我国幅员辽阔，人口众多，经济持续快速增长，人民生活逐步提高，可支配收入不断增加，消费水平逐步提高和升级，这些因素都将首先促进国内航空运输发展；而随着改革开放的不断深入，中国经济与世界经济接轨，进一步融入世界经济体系，发展旅游外贸的必要性和重要性不断增强，这些必须有国际航空运输作为支撑，对外交往的日益增多将对航空运输产生更大需求。目前，我国正处于前期这一阶段。未来随着我国对外开放程度的加大，航空运输特别是国际航空运输将获得

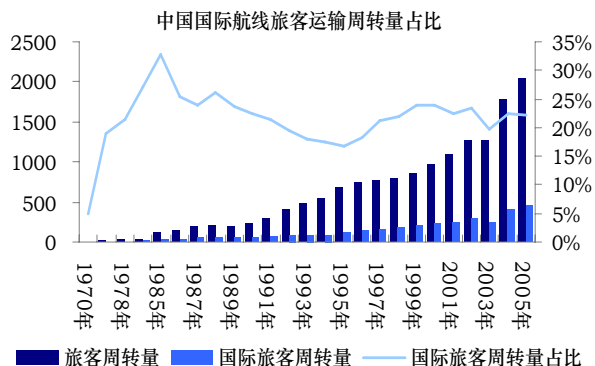
更快的发展。

图 3 美国国际航线旅客运输量占比



数据来源：民航局, 民族证券

图 4 中国国际航线旅客运输量占比



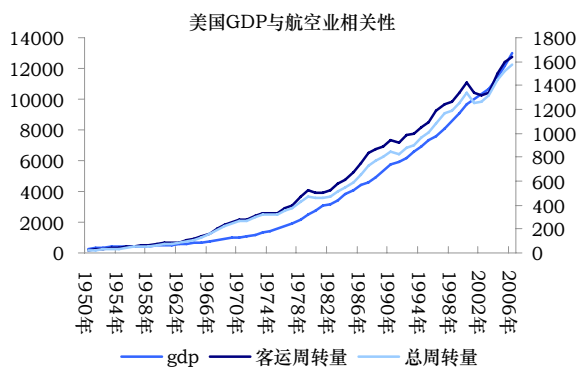
数据来源：民航局, 民族证券

二、影响民航发展的主要因素

1、GDP 决定航空业增长趋势

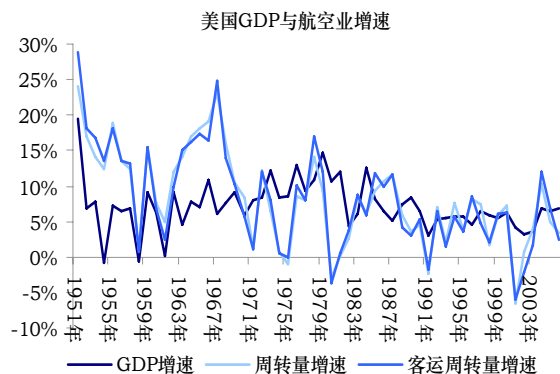
民航是各国国民经济的重要组成部分，是现代服务业的重要组成部分，为国民经济的发展提供强有力的支撑。美国在世界民航业中一直处于领先地位，其民航承担了国内中长距离客运以及国际客运功能。经过将近百年的发展，美国已经形成了比较完善的航空网络。由于民航和国民经济息息相关，因此我们可以看到，在我们统计到的美国长达 60 年的民航发展中，其客运周转量和总周转量与 GDP 的相关系数均达到 0.99，呈现出极为密切的相关性。而从增速来看，航空业与 GDP 增速呈现出基本一致的波动性，不过航空业的波动性要显著大于 GDP 的波动性。

图 5 美国 GDP 与航空业相关性



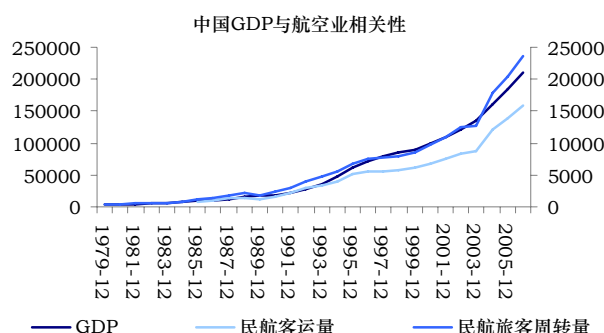
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 6 美国 GDP 与航空业增速



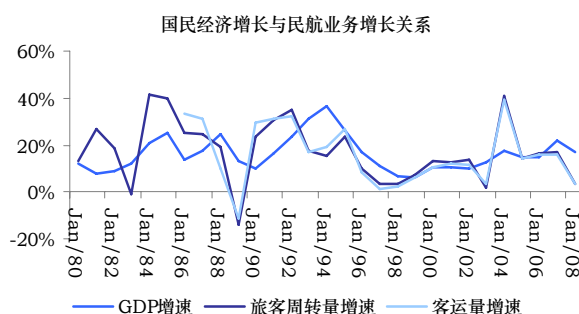
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 7 中国 GDP 与航空业相关性



数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

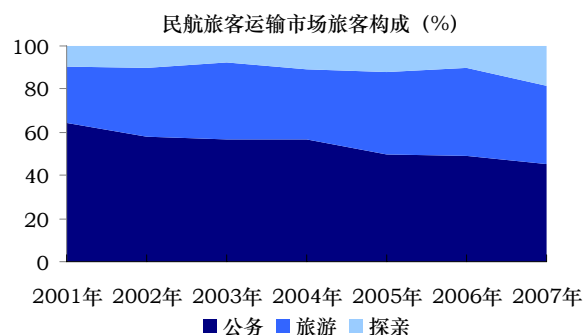
图 8 中国 GDP 与航空业增速



数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

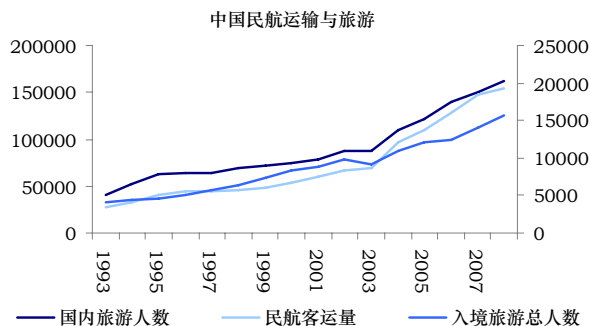
与美国相比，我国民航起步较晚，发展时间也较短，目前年人均乘机次数仅为美国的 1/17 左右，年航空客、货周转量分别只有美国的 1/5 和 1/4 左右。不过与 GDP 高度相关的特征也已经反映在我国民航业的发展当中。在我国改革开放后的三十年间，我国的民航业与 GDP 的相关系数也达到了 0.99 以上。

图 9 民航旅客运输市场旅客构成



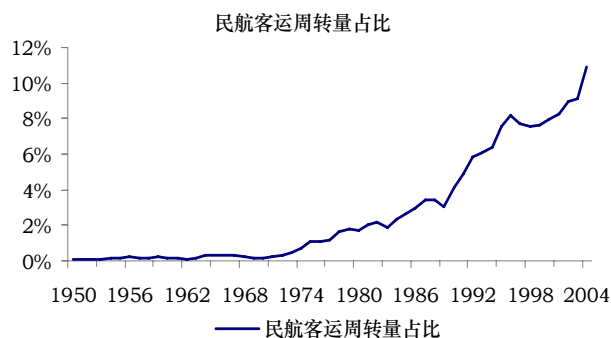
数据来源：民航局, 民族证券

图 10 航空运输和旅游



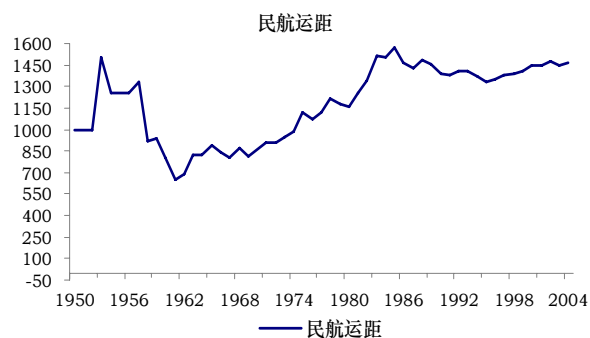
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 11 民航客运周转量占比



数据来源：民航局, 民族证券

图 12 民航客运运距



数据来源：民航局, 民族证券

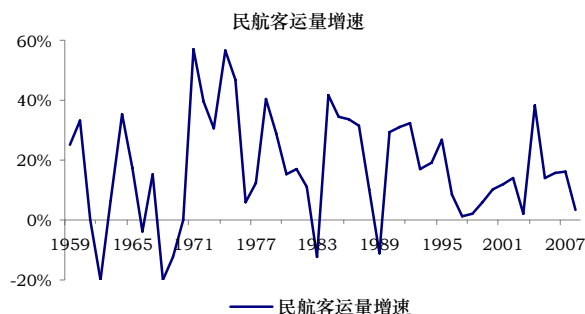
从民航旅客运输市场的构成来看，我国民航旅客主要由公务、旅游和探亲三部分组成，伴随着国民经济的增长、国民收入水平的提高以及消费结构的升级，因旅游、探亲等私人因素带来的航空出行次数将会越来

越多。而随着对外开放程度的逐步增加，我国民航的国际航空业务也将得到快速的增长。民航占交通运输客运周转量的比重已经由 50 年代初不到 1% 增加到现在的 10% 以上，而运距也逐步增长，目前保持在 1500 公里左右的水平。

2、突发事件放大行业波动性

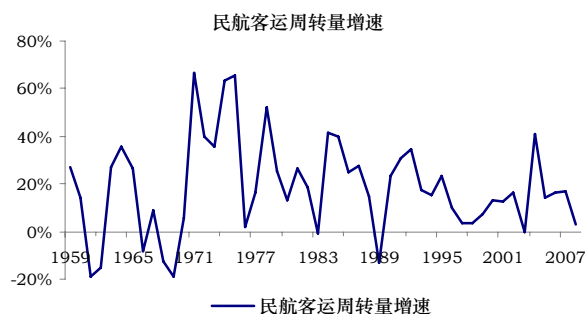
虽然民航与 GDP 的增长保持密切的相关性，但是由于民航是一个非常敏感的行业，因此，突发事件对民航的影响程度非常明显，并且加大了行业的波动性。从图中，我们可以看到，在遭遇突发事件的情况下，民航客运业务会直接下滑，旅客运输量和周转量增速会明显下降，甚至负增长。当事件影响消除之后，民航客运业务又会出现显著回升。这些事件在一定程度上导致 GDP 增速与民航业务增速幅度出现不一致的态势，即民航发展的波动性远大于国民经济发展的波动性。从已经发生的突发事件对行业的影响程度来看，政策性因素要大于经济性因素的影响。

图 13 民航客运量增速



数据来源：民航局，民族证券

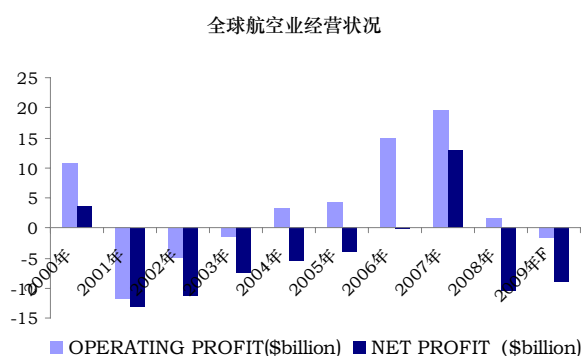
图 14 民航客运周转量增速



数据来源：民航局，民族证券

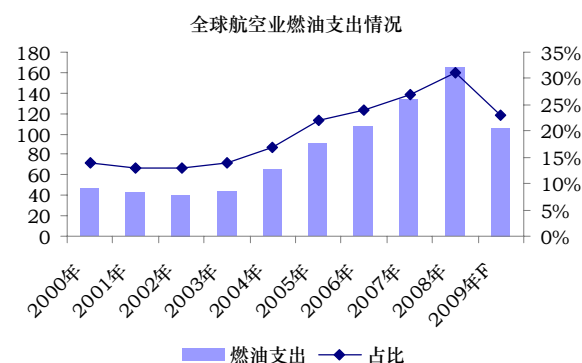
3、燃油成本压力不足放轻松

图 15 全球航空业经营状况



数据来源：IATA，民族证券

图 16 民航客运周转量增速



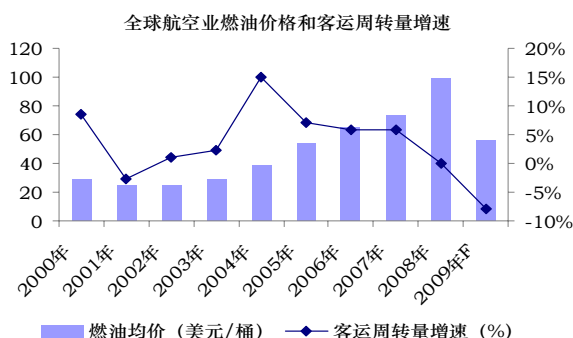
数据来源：IATA，民族证券

虽然航空公司的竞争力体现在机队规划、机型选择、航线决策、服务等多方面内容上，但是油价却越来越成为一个重要的因素。在全球航空业的发展中我们可以看到，由于竞争日益激烈，特别是在全球经济形势

不景气的情况下，对经济环境高度敏感的航空运输业期待保持正常利润水平的愿望越来越难以实现，而油价的上扬则进一步粉碎了整个行业的期望。

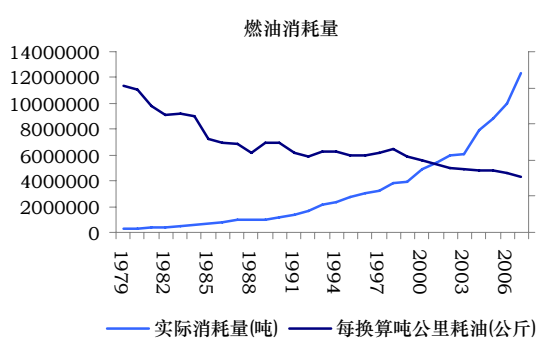
从 2000 年开始的 9 年当中，全球航空业有 8 年都亏损，累计亏损总额达到 600 亿美元。从支出中我们可以看到，由于油价的不断攀高，航空公司的燃油成本支出也快速上升，08 年，燃油成本占总成本的比重增加到 30%以上，而国内航空公司的燃油成本占总成本的比重则高达 40%以上，这无疑是航空公司的沉重负担。虽然多年来，航空公司已经通过各种节支、降耗方式降低燃油消耗水平，但是我们从图中也可以看到，在现有的技术水平下，未来的空间会逐步下降，燃油价格对行业的影响程度将会越来越大。

图 17 国际燃油均价



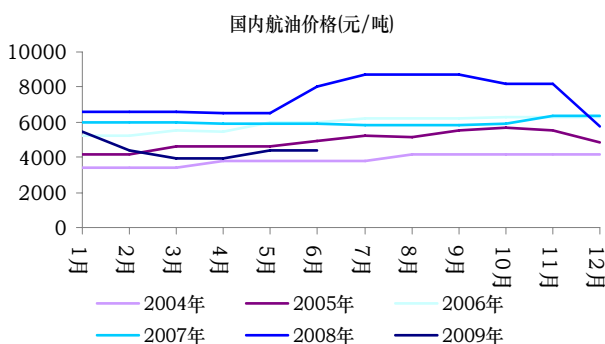
数据来源：IATA, 民族证券

图 18 燃油消耗水平



数据来源：民航局, 民族证券

图 19 国内航油价格



数据来源：IATA, 民族证券

图 20 美国机场布局



数据来源：美国航协

三、加快建设枢纽-辐射式航线结构系统

1、我国民航的发展潜力巨大

虽然自改革开放以来，我国民航业取得了较快的成长，平均增速在 15%以上，但是与民航业比较发达的国家相比，我国民航仍然有巨大的增长空间。以美国为例，目前我国民航周转量仅相当于美国上世纪 70 年代后期的水平，旅客周转量则相当于美国上世纪 70 年代初的水平。而我国的人口数量远大于美国，工业化的进程远没有结束，航空运输业自由化的脚步也慢于西方发达国家。伴随着我国经济的稳定快速发展，曾经推动发达国家航空业快速增长的管理理念、管理模式、先进技术的逐步应用，民航的需求以及航空公司的服

务水平将会得到持续的增长。

2、航空公司竞争力提升空间甚高

枢纽-辐射式航线结构系统（Hub-and-Spoke System，简称 HSS）是指通过枢纽机场衔接航班、中转旅客，实现城市之间的空中联结。在上世纪 60 年代，美国的一些干线航空公司为了占领市场、控制成本，开始尝试从“点对点”运营模式向 HSS 模式转变。80 年代，随着航空管制的放松，航程长、客流量大的黄金干线面临着激烈的竞争，为了提高规模优势，大型航空公司开始将“点对点”的航线结构调整成为枢纽-辐射式航线结构，从而大大优化了航线网络，提高了航空公司飞机、机组、航材等资源的利用率，进而提高了竞争力。随后，这种模式在全球得到广泛重视，迅速发展并不断完善，成为大型航空公司的主要竞争武器，全球排名前 20 位的航空公司基本都拥有 HSS。美国和欧洲的经验说明了这种模式是世界上航空公司运营的有效模式。

在这种模式下，航空枢纽港将形成大量的中转航班，美国通常采用一家航空公司集中的续程航班，而欧洲则主要采用航空公司之间合作的联程航班，中转航班和续程航班的联接将经过严密的规划。一般说来，一家航空公司只设有一个航空枢纽港，或设有占主导地位的枢纽港和非主导地位的枢纽港。从美国的机场布局中，我们可以清楚地看到枢纽-辐射式航线结构的布局，经过多年的发展和完善，美国不但形成了全球最大的客运和货运枢纽机场，成为全球航空市场的重要枢纽，也在国内各地区形成了相应的地区性枢纽。

与美国相比，我国的机场目前还处于“点对点”航线结构中。在国际航线中，大部分外航都因为拥有优势的航线结构而占有绝对的份额。以中美航线为例，美国航空公司能够按照协定用完所有班次，而中国航空公司只用了 60%。航线结构的劣势在一定程度上使得中国航空公司在国际航线上处于劣势。目前，我国航空业面临的竞争环境已经不仅仅是国内航空公司的竞争，而且还要面对众多经营多年、经验丰富、水平较高的国外航空公司的竞争。因此，我们不能再慢慢的从“点对点”航线结构模式逐步摸索经验，发展到枢纽-辐射航线结构模式，而是要借鉴先进的经验，尽可能的加快步伐，构建合理有效的航空网络，并通过借助联盟这一平台迅速融入到国际航线网络中，在国际航空枢纽港占取一席之地，避免在未来的世界航空竞争格局中退至“国际支线”的角色。

3、枢纽机场收入结构完善可期

在枢纽辐射航线结构系统中，航空枢纽是航空客运快速中转、集散的节点，目前全球形成了 39 个航空旅客吞吐量超过 3000 万人次的大型枢纽机场和 21 个航空货运吞吐量超过 100 万吨的货运枢纽，世界排名前 20 位的机场都是航空枢纽港。由于大型枢纽机场能够对区域经济产生积极的集聚、辐射和带动效应，因此各国、各地区纷纷把构建国际航空枢纽作为提升国家或地区竞争力的战略措施。

目前，在欧洲、北美和亚太地区三个主要航空市场中，欧洲和北美地区的航空枢纽均已定型。而亚太地区的航空市场潜力尚未完全挖掘，特别是中国市场。目前除了香港和新加坡机场之外，东亚地区仍然需要具有竞争力的国际枢纽港。而就地理位置、经济发展、市场需求、机场条件、空域资源、客货源流向等条件而言，我国的北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场都有望成为国际或地区性的枢纽机场。

正是由于航空枢纽具有显著的集聚效应，能够带来巨大的客流、商流、资金流、信息流，因此航空枢纽

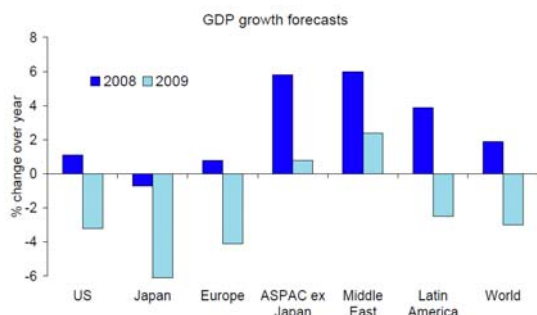
港则可以在服务于航空业的同时，获得大量的非航收入，非航收入将随着吞吐量的上升而增加，根据统计，旅客吞吐量在 1000 万人次以上的机场，非航空性收入一般占到机场总收入的 70%，对于吞吐量在 100 万人次以内的机场，非航空性收入一般占到机场总收入的 50%。目前我国的机场都还没有达到这个水平，伴随着网络布局的完善和吞吐量的增长，航空枢纽机场的非航收入还存在非常大的增长空间。

四、中国航空市场长期向好

1、国际航空市场仍然低迷

正如前面我们所言，民航与经济的增长密切相关，因此，国际经济的低迷使得国际航空市场的恢复需要假以时日。一方面，从航空客运市场区域而言，日本以外的亚太地区、中东地区经济有望率先走出低谷，恢复增长，相应的航空客运市场也将逐步回升。另一方面，从航空客运市场结构而言，这次金融危机在一定程度上改变了航空市场的需求结构，从图中我们可以看到，头等舱和公务舱的客运量最高降幅高达 20%以上，而经济舱的下降幅度最高不到 10%。这种改变能够持续多长时间，我们尚不得而知，但是短期内这种结构的改变是难以恢复的，以此为利润增长点的航空公司的经营战略将会受到较大的影响。而我国航空公司的“两舱”业务应该说尚在起步阶段，所以这种结构性转变对国内航空公司的影响相对较小。

图 21 主要地区经济增长速度



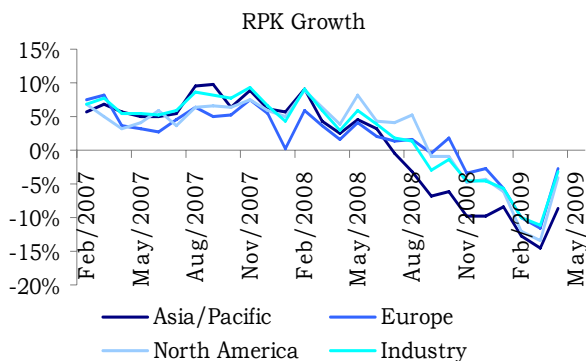
数据来源：EIU

图 22 全球航空旅客结构变化趋势



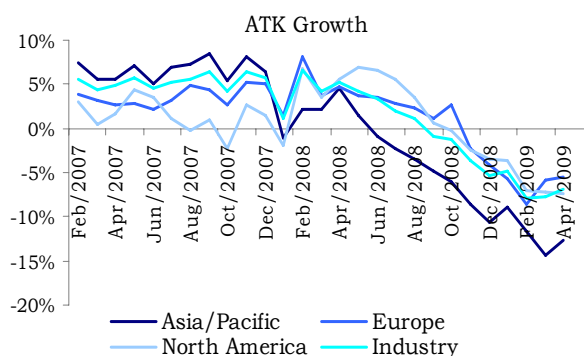
数据来源：IATA

图 23 国际航空市场的 RPK 增速



数据来源：IATA

图 24 国际航空市场的 ATK 增速

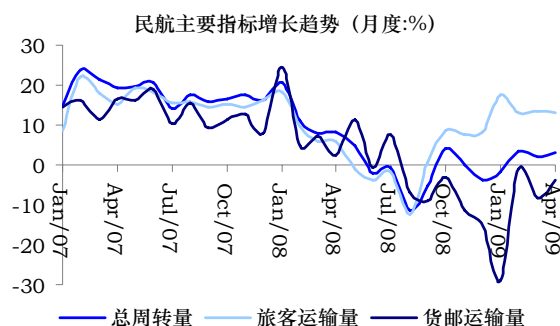


数据来源：IATA

2、国内航空市场平稳恢复

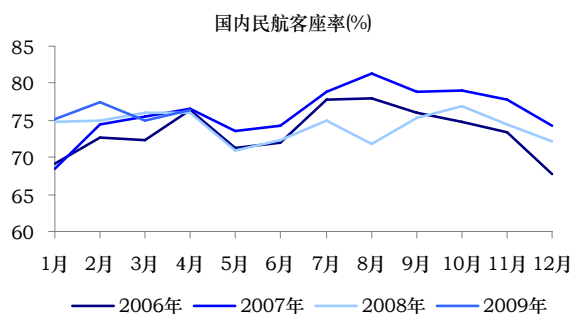
与国际市场相比，国内航空市场已经从去年9月份开始逐步恢复，只是由于世界经济低迷的影响，恢复速度并没有呈现出报复性增长的态势，并且国内航线和国际航线、客运和货运呈现出明显的差异。由于短期内对国内航空公司影响最大的需求来自于国内航空客运市场，因此，国内航空客运市场的回升将会提高航空公司的收入水平。

图 25 航空运输业主要指标增长速度



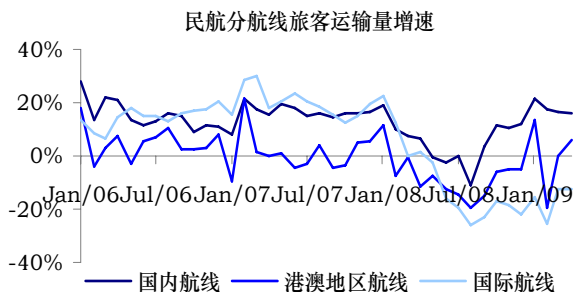
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 26 我国民航客座率



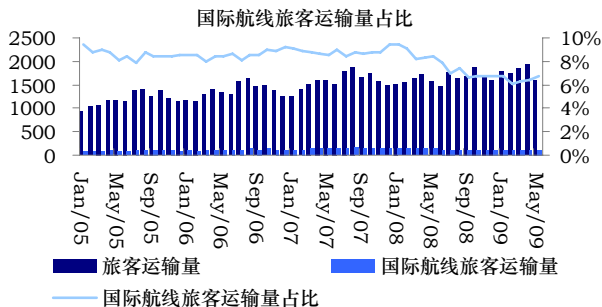
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 27 民航分航线旅客运输量增速



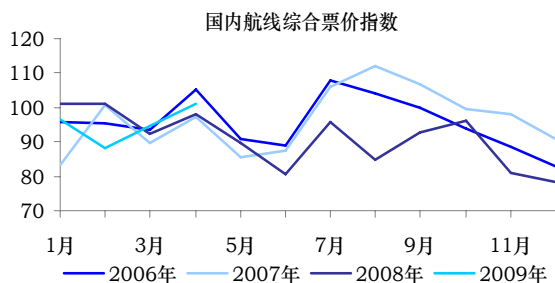
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 28 国际航线旅客运输量占比



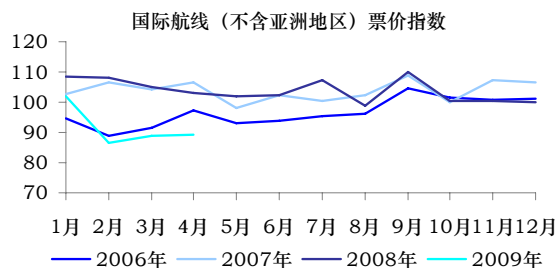
数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 29 国内航线票价指数



数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

图 30 国际航线票价指数



数据来源：统计局, 民航局, 民族证券

3、“二次重组”推动上海航空枢纽建设

6月8日，东航和上航同时宣布，涉及与公司相关的重大重组事宜而无限期停牌。这次重组可以称作是中国航空运输业的“二次重组”，而重组的目的可以与打造上海航空枢纽结合起来看。2004年11月1日，推进上海航空枢纽建设领导小组在北京通过了《上海航空枢纽战略规划》。根据该规划，上海航空枢纽建设的总体目标是：力争经过若干年努力，构建完善的国内国际航线网络，成为连接世界各地与中国的空中门户，最终成为世界航空网络的节点。上海航空枢纽的功能定位是，集本地运量集散功能、门户枢纽功能、国内中转功能和国家中转功能为一体的大型复合枢纽。

作为航空枢纽港，上海浦东机场将拥有大量的中转航班，其基地航空公司或其联盟伙伴将完成大量的续程航班。然而上海的现状是，竞争激烈，市场份额居多的东航和上航在上海的市场份额分别只有35%和15%，不足以担此重任。而国内另外两个枢纽机场——首都机场和白云机场则分别有国航和南航占有绝对市场份额。在这种情况下，整合资源将成为一种可行的办法。航空运输业是一个国家的战略性行业，中国迫切需要一家或几家具备国际竞争力的、世界级的大型航空公司参与国际竞争，否则整个中国民航将被边缘化，国家利益将推动中国民航业的资源重组。我们对这一事件持乐观态度。

五、主要公司分析

目前在国内A股市场上市的航空机场类公司主要有9家，分别是中国国航(601111)、南方航空(600029)、东方航空(600115)、上海航空(600591)、海南航空(600221)、上海机场(600009)、白云机场(600004)、深圳机场(000089)、厦门空港(600897)。结合前面所述，我们可以看到，每个公司都有其优势所在，都有有望在中国民航业的快速增长中获得良好的发展，而其优势大小则决定了他们受益多少。本文主要从航线网络结构这个方面来分析行业的发展，因此这里我们就围绕这一因素对行业内公司受益程度进行排序，将其分为以下三个梯队。其中，第一梯队主要包括中国国航、南方航空、东方航空和上海机场，作为骨干航空公司的中国国航、南方航空和东方航空，在中国民航的发展中将担负起增强国际竞争力的重任，而上海机场则需要承担国际航空枢纽的重任；第二梯队主要包括白云机场；第三梯队主要包括上海航空、海南航空、深圳机场、厦门空港。下面我们择取六家公司进行评述：

(1) 中国国航：中国国航是国内唯一一家载国旗航空运输企业，总部位于北京，充分享有政治中心、文化中心所带来的优越性。公司重点建设以北京枢纽、成都区域枢纽和上海国际门户枢纽为核心的航线网络，在北京、拉萨、成都等重要市场和核心航线中拥有较多的市场份额，拥有国内比较完善的航线网络和最大的国际航线网络，是国际业务最多的国内航空公司。目前，公司在不断调整和优化机队结构，稳步推进枢纽网络发展，不断提升中转服务能力，实施以支线航空、国内航班支撑远程国际航班的战略，在枢纽-辐射航线网络结构建设中先行一步。

(2) 南方航空：南方航空是国内规模最大的航空公司，总部位于广州，地处华南交通枢纽，可以尽情享受珠三角地区的经济增长带来的成果。此外，公司在深圳、珠海、汕头、厦门、海口、郑州、武汉、长沙、桂林、贵阳等地区都有航线基地，在国内市场占有率最高，其国内客运收入在总收入比重达到80%。南方航空具有国内最大的机队规模和良好的航线资源，未来将更加侧重于建立国际与国内航线有机衔接、国内干线与支线互相补充的航线网络，以新白云机场为枢纽铺设枢纽辐射航线网络。

(3) 东方航空：东方航空总部位于上海，以上海为核心枢纽，以西安、昆明为区域枢纽。上海正迅速向建设国际经济贸易中心、金融中心和航运中心发展，进出口贸易、商务活动、文化艺术交流将促进航空运输市场的繁荣。公司更换新的管理层之后，在管理水平、人员结构、品牌形象、员工士气上大有改观，业务增速也开始恢复，连续 6 个月保持 20% 以上的幅度，与其他两大航空公司的差异逐步减小。东方航空在部分高收益的国际航线客运和货运业务具有一定优势，而与上航的重组将会进一步提高其在上海市场的话语权，完善公司的网络布局。近三年是公司转型的重要时期，世博会、注资等将有效推动公司的发展。

(4) 上海机场：作为一家正在向枢纽型机场方向发展的上市公司，上海机场近来吊足了人们的胃口，集团整体上市犹抱琵琶半遮面，市面传言沸沸扬扬，而整体上市方案却并无时间表，土地价格是整体上市的主要难题之一。作为集团公司对股东的承诺以及公司经营发展现状来看，公司整体上市是必然趋势。在客货流量的高速增长下，上海机场非航空性业务经营模式的改变和货运枢纽地位的基本确立将不断提高上海机场的盈利能力，上海机场不但会在业务规模上建成名副其实的大型国际枢纽机场，还会成为依托机场资源的大型商业交流中心。

(5) 白云机场：白云机场是华南地区枢纽机场，得益于深圳机场和香港机场流量趋于饱和、南方航空运力投放增长，机场起降架次和旅客吞吐量均显示出良好的增长势头。目前，联邦快递亚太转运中心已经正式投产运营，分流了部分香港货运中心的业务，不过国际经济的不景气使得货运业务并没有达到预期。随着国际经济的复苏，白云机场的货运业务有望得到快速发展，而货机的使用又能够提高航空资产的利用率，进而提高公司的盈利能力。

表 1 重点公司盈利预测及投资评级（采用 2009 年 6 月 26 日收盘价）

代 码	简 称	每股收益（EPS）				动态市盈率（PE）			评级
		08	09E	10E	11E	09E	10E	11E	
600009	上海机场	0.45	0.42	0.56	0.69	37.1	27.9	22.6	谨慎推荐
600004	白云机场	0.42	0.43	0.54	0.63	22.7	18.1	15.5	谨慎推荐
601111	中国国航	-0.75	0.24	0.32	0.37	29.1	21.8	18.9	谨慎推荐
600029	南方航空	-0.74	0.28	0.35	0.38	18.9	15.1	13.9	谨慎推荐
600115	ST 东航	-2.86	0.06	0.2	0.25	88.8	26.7	21.3	谨慎推荐

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构客户部联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn