

供需格局演绎路径与未来趋势探讨

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《趋势性交易买点逐步到来》，

2009.6.22；

《新疆事件对航空业的影响分析》，

2009.7.15；

■ 航空业供需格局处于改善进程之中：

1、09 年以来航空供需格局处于改善进程之中：09 年以来，在国内航空需求的快速增长下，08 年 2 月份以来积累的剩余运力逐步被部分消化，行业供需格局由严重的供大于求逐步改善。

2、目前仍然处于供大于求阶段：从供需格局改善的路径与发展阶段来看，09 年上半年仍然处于由“谷底”向“供需平衡点”迈进的阶段，虽然供需格局在持续改善，但整体上仍然供大于求，持续改善的结论可以观察客座率、利用小时的相对变化趋势，整体上供大于求的结论可以观察客座率、利用小时的绝对水平以及 09 年上半年的票价水平和行业毛利率。

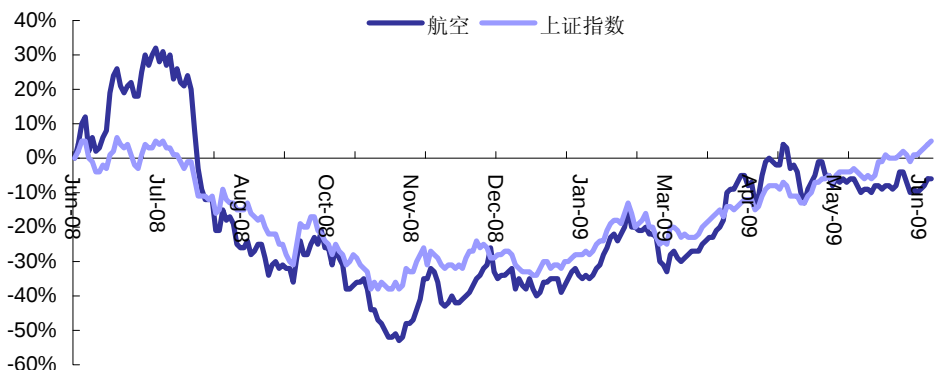
3、3 季度将提升至供不应求阶段：从年度的视角来看，09 年航空业供需格局会提升至 07 年的大概水平；如果将时间期限缩短至季度来看，3 季度将会提升至供不应求，这主要有两个方面的原因：一、季节性因素原因，一般而言，3 季度相对于 2 季度旅客吞吐量有一个较大的环比增长，而供给的环比增速则会显著的慢于需求的环比增速；二、基数原因，由于 08 年 3 季度由的低基数，09 年 3 季度的航空需求增速将会明显高于其他几个季度，从而 3 季度无论在同比还是环比上均会产生一个较大的边际供给与边际需求变化缺口。

■ 2010 年供需格局进一步改善的概率较大：

1、需求相对乐观：供需格局能否进一步改善关键看需求与供给增速配比，我们对 2010 年需求增速相对乐观，预计总体航空需求增速在 12%以上；

2、供给具有较大向上弹性：2010 年的供给增长则具有较大向上弹性，这主要来源于全球飞机租赁市场积累的大量运力，以及中国航空公司国际运力持续向国内航线的转移，我们认为，租赁运力的扩张与需求的增长高度相关，在需求低于预期的情况下，中国航空公司将通过租赁方式引进飞机占全部引进飞机的占比会保持在 20%的较低水平左右，在需求超于预期的情况下，估计中国航空公司通过租赁方式引进飞机占全部引进飞机的占比会迅速提升，从而弱化行业供需格局改善的程度，预计供给同比增速的下限在 10.5%左右，上限则依赖于需求的超预期程度，总体而言 2010 年供需格局进一步改善的概率较大。

最近 52 周股价表现



分析师

李军

021-50106015

lijunyjs@lhq.com

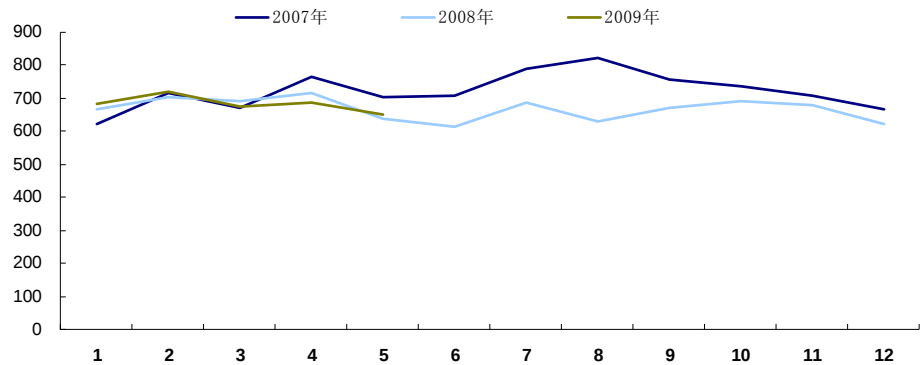
供需格局处于改善进程之中

1、供需格局：动态处于改善进程中

09年以来，在国内航空需求的快速增长下，08年2月份以来积累的剩余运力逐步被部分消化，行业供需格局由严重的供大于求逐步改善。

我们用客座率乘以利用小时来衡量航空业供需整体供需格局所处的阶段，主要原因在于客座率和利用小时均不能单独对行业的产能利用率进行衡量，利用小时较低反应了行业整体上仍然处于供大于求的格局，也是航空公司为了减少固定成本、维持一定的客座率水平所采取的主动措施，而客座率的比较也只有对应相同的利用小时才会有意义，基于客座率乘以利用小时指标，09年上半年航空供需格局较08年下半年明显改善。

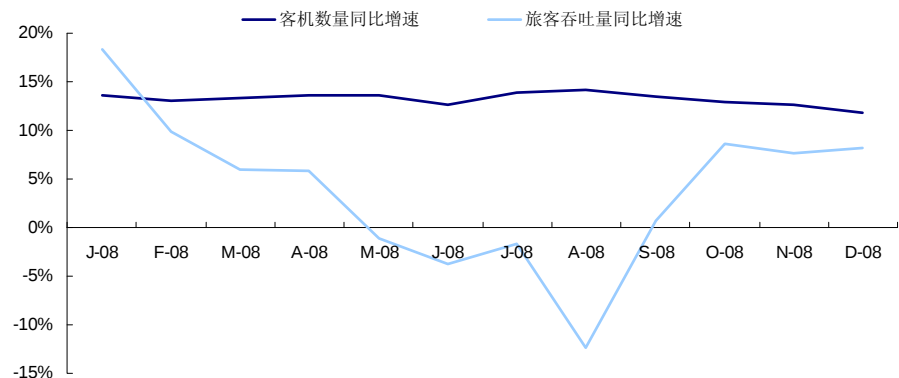
图 1：07 年以来航空业综合供需状况发展趋势



数据来源：联合证券研究所、中国民航总局、CEIC

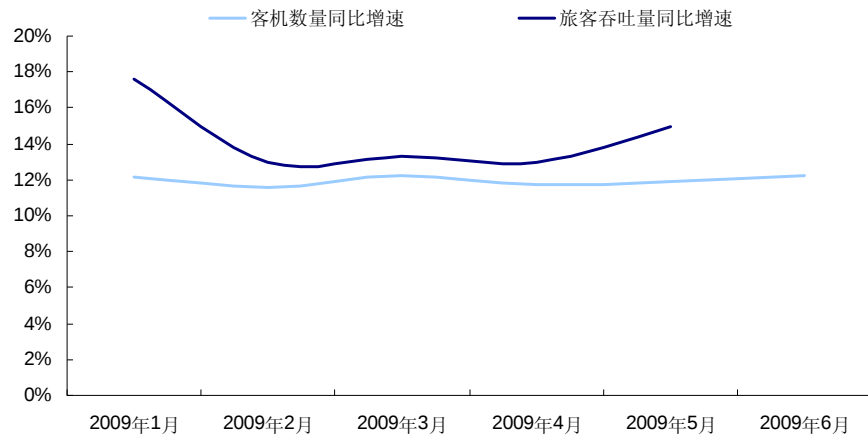
09年以来行业供需格局改善的基础在于边际需求（旅客吞吐量同比增速）增速超过边际供给（座位数同比增速）的增长。

图 2：08 年以来月度旅客吞吐量增速与飞机架数增速发展趋势



数据来源：联合证券研究所、中国民航总局

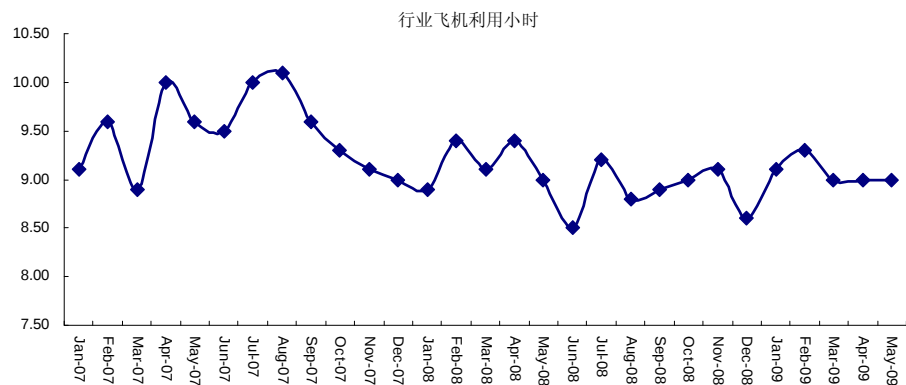
图 3：09 年以来月度旅客吞吐量增速与飞机架数增速发展趋势



数据来源：联合证券研究所、中国民航总局

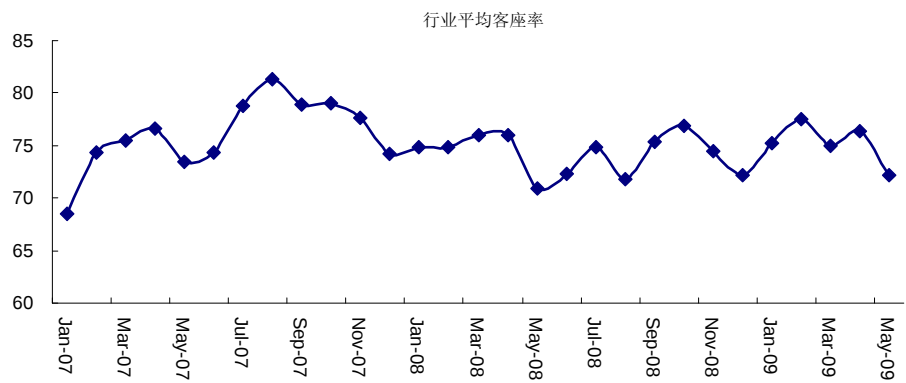
09 年以来行业平均利用小时从 08 年下半年平均的 8.8 个小时提升至 09 年上半年的 9.1 个小时，客座率从 08 年下半年平均的 74%提升至 09 年上半年的 75.26%。

图 4：07 年以来行业飞机平均日利用小时发展趋势



数据来源：联合证券研究所、CEIC

图 5：07 年以来行业飞机平均客座率发展趋势

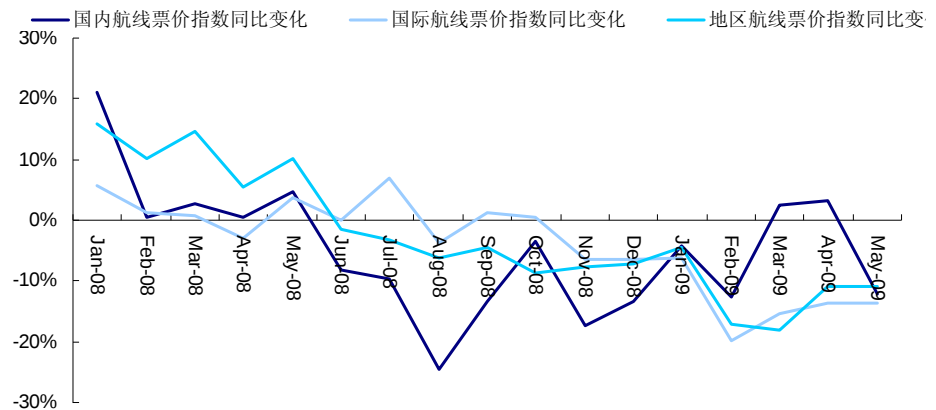


数据来源：联合证券研究所、CEIC

供需格局：静态仍然供大于求

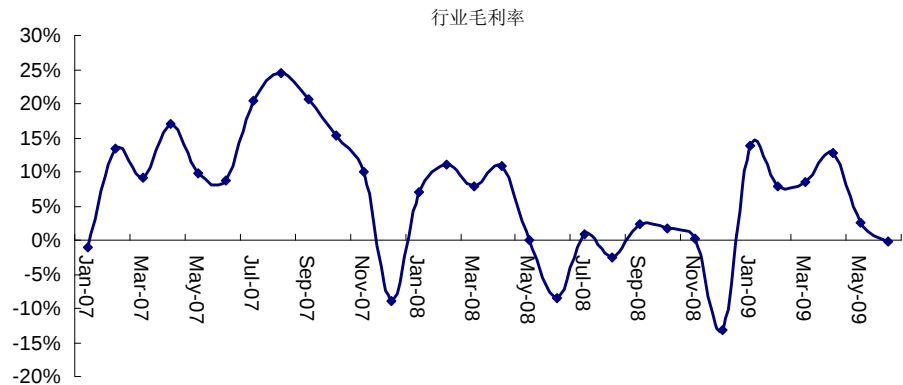
基于“客座率乘以利用小时”指标，我们可以看出，09年以来的航空业整体供需格局环比08年下半年改善明显，但是同比08年上半年，基本上处于持平状态，从供需格局改善的路径与发展阶段来看，09年上半年仍然处于由“谷底”向“供需平衡点”迈进的阶段，虽然供需格局在持续改善，但整体上仍然供大于求，持续改善的结论可以观察客座率、利用小时的相对变化趋势，整体上供大于求的结论可以观察客座率、利用小时的绝对水平以及09年上半年的票价水平和行业毛利率。

图 6：07 年以来行业票价指数发展趋势



数据来源：联合证券研究所、CEIC

图 7：07 年以来行业月度毛利率发展趋势



数据来源：联合证券研究所、CEIC

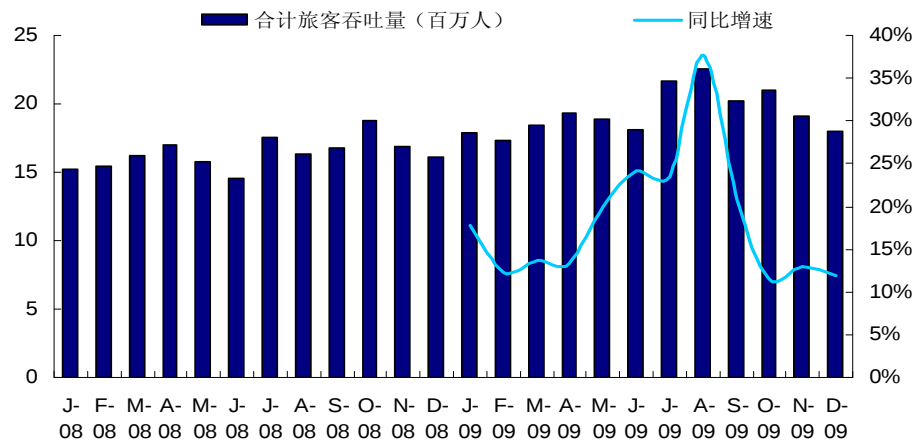
09年上半年整体供需格局的供大于求是出现“量增而利润不增”（扣除主要航空公司的合约亏损转回和民航建设基金返还）的内在原因，也导致市场对航空业由春节以来旅客吞吐量快速增长而乐观，进而由于经营利润并未出现同比的增长而悲观，我们认为这是周期性行业从底部开始恢复阶段的典型特征，而问题的关键是行业供需格局能否进一步的改善，直至达到供需平衡甚至供不应求。

供需格局：三季度将提升至供不应求阶段

09 年供需格局将恢复至 07 年水平

如果从年度来衡量，基于 09 年全行业旅客吞吐量约 18% 的同比增速假设，09 年全年的行业供需基本上能达到 07 年的供需状态，这个结论的得出主要在于 08 年、09 年的供给与需求的增长配比结果，08 年全行业旅客周转量同比增长 2.6%，旅客吞吐量同比增长 3.3%，而全行业座位数同比增长约为 11.5%，新增的供给剩余约为 8%，09 年预计全行业飞机座位数增速约为 11%，我们预期全行业旅客吞吐量同比增速约为 18%，则 09 年新增的需求缺口约为 7%，基本上能够弥补 08 年行业增速大幅下降所产生的供给剩余，使得行业的供需格局基本恢复至 07 年的平均水平。

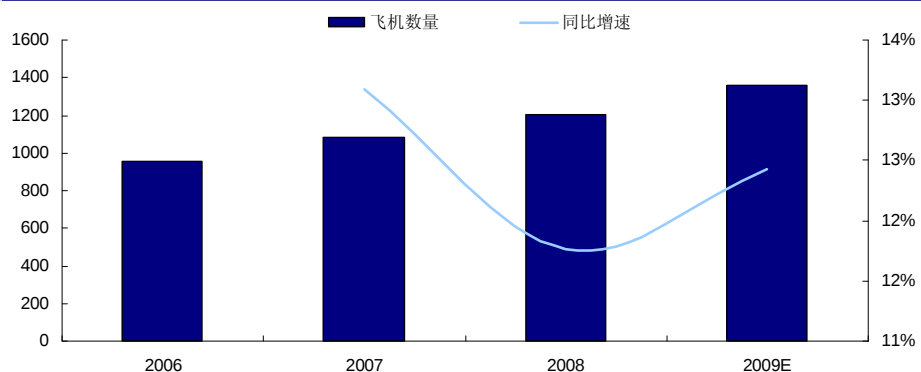
图 8：09 年中国航空旅客吞吐量预测



数据来源：联合证券研究所、CEIC

注：具体预测过程见报告《趋势性交易买点逐步到来》

图 9：06 年以来全行业客机数量发展趋势



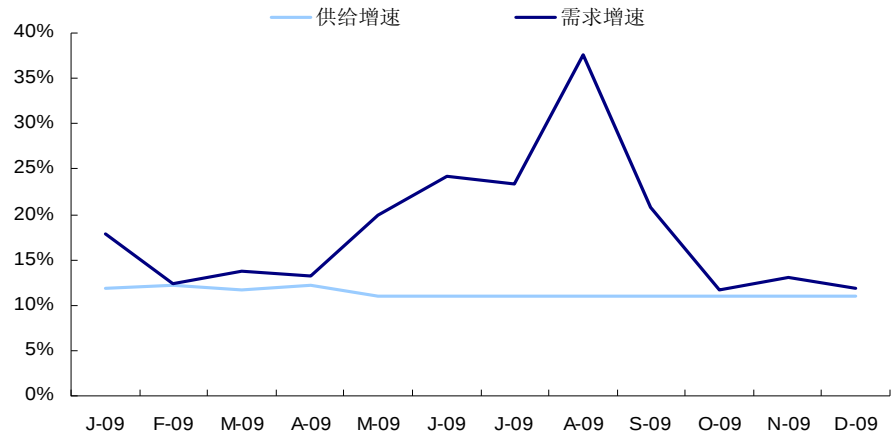
数据来源：联合证券研究所

3 季度供需格局将呈现环比、同比均大幅改善

从年度的视角来看，09 年航空业供需格局会提升至 07 年的大概水平；如果将时间期限缩短至季度来看，3 季度将会提升至供不应求，这主要有两个方面的原因：一、季节性因素原因，一般而言，3 季度相对于 2 季度旅客吞吐量有一个较大的环比增长，而供给的环比增速则会显著的慢于需求的环比增速；二、基数原因，由于 08 年 3 季度由的低基数，09 年 3 季度的航空需求增速

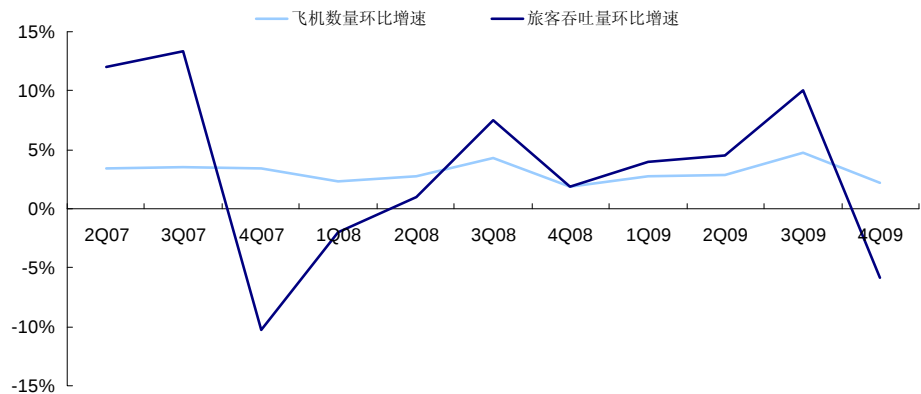
将会明显高于其他几个季度，从而 3 季度无论在同比还是环比上均会产生一个较大的边际供给与边际需求变化缺口

图 10: 09 年 3 季度供给与需求同比增速比较



数据来源：联合证券研究所

图 11: 09 年 3 季度供给与需求环比增速比较



数据来源：联合证券研究所

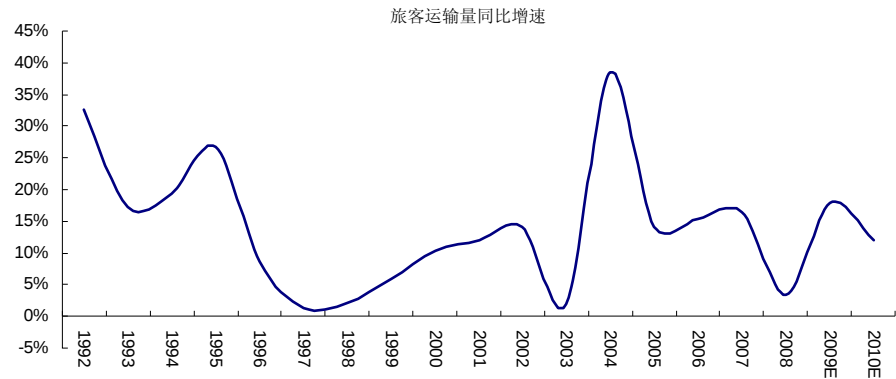
供需格局：2010 年进一步改善概率较大

我们将从供给与需求两个角度来对 2010 年航空业的发展趋势进行阐述，航空业由于需求的弹性过大并且极易受到偶然事件的冲击，探讨过于长期的需求增长显得总是难以令人信服，我们只是站在目前的时点上对未来做出理性预期；对于 2010 年的供给，在如下三个因素的影响下，市场持中性偏悲观态度：一、全球航空市场的持续负增长使得全球飞机租赁市场积累大量运力，使得 2010 年中国的航空运力供给存在较大的向上弹性；二、中国自身积累了大量的未交订单；三、中国航空公司国际运力持续向国内航线转移，我们的观点如下：“需求应充分乐观，预计同比增速在 12% 以上，继续保持快速增长；供给则存在较大弹性，供给同比增速的下限在 10.5% 左右，上限则依赖于需求的超预期程度，总体而言 2010 年供需格局进一步改善的概率较大。”。

2010 年需求应充分乐观

我们在中期策略报告《趋势性交易买点逐步到来》中曾重点阐述过中国国内航空业仍然处于快速增长阶段的内在机理和数据表现，此处就不在赘述，基于我们的分析逻辑，在 2010 年经济逐步恢复，GDP 增速能够达到 8% 的假设下，航空需求增速能够达到 12% 以上。

图 12：2010 年中国航空旅客运输量预测



数据来源：联合证券研究所、CEIC

2010 年供给具有较大弹性

从全球范围来看，2010 年航空业存在巨大的供给剩余，这一点从 Boeing、Airbus 的累积未交订单以及全球航空吞吐量的持续负增长对比即明，但是与海运市场的全球运力角逐全球市场所不同的是，中国的国内航空市场相对封闭，国际航空市场的剩余运力只能通过如下两种方式影响国内航空市场运力供给：一、通过租赁市场；二、中国航空公司的国际航线向国内航线转移；我们对于通过租赁市场影响中国航空市场的运力供给持如下观点：“租赁运力的扩张与需求的增长高度相关，在需求低于预期（即 2010 年航空需求增速低于 10%）的情况下，估计中国航空公司通过租赁方式引进飞机占全部引进飞机的占比会保持在 20% 的较低水平左右，与 2009 年上半年持平，在需求超过预期（即 2010 年航空需求增速高于 13%）的情况下，估计中国航空公司通过租赁方式引进飞机占全部引进飞机的占比会迅速提升，从而弱化行业供需格局改善的程度，简而言之，全球飞机租赁市场的运力过剩因素不会使 2010 年的中国航空市场变的更差，但会在一定程度上降低 2010 年的中国航空市场变好的程度”；对于中国航空公司的国际航线运力向国内航线的转移因素，我们认为目前除非在国际航线未来继续负增长的极端情况下，目前的国际航线运力向国内航线转移的空间已经相对有限。

全球飞机租赁市场积累大量过剩运力

图 13: 全球主要飞机租赁公司空客未交订单

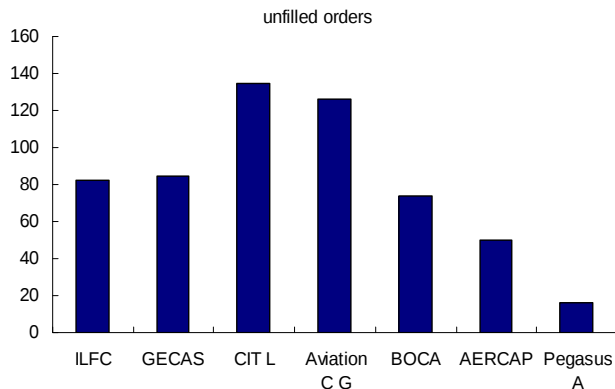
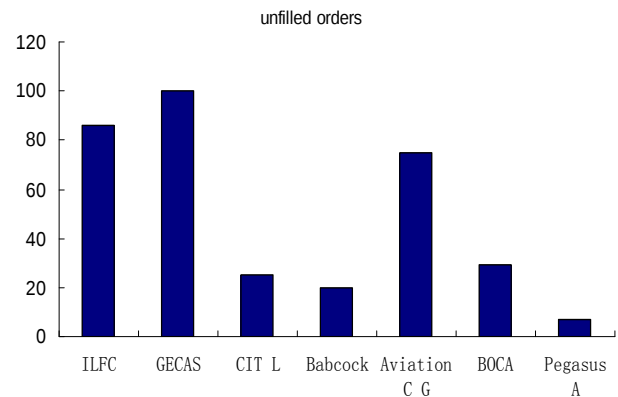


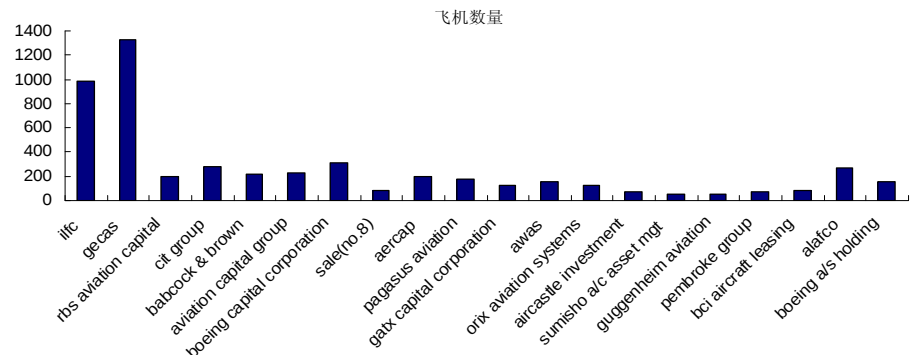
图 14: 全球主要飞机租赁公司波音未交订单



数据来源: 联合证券研究所、Boeing、Airbus

目前全球主要租赁公司在运营的机队数量超过 5000 架, 前十大飞机租赁公司在手订单 (仅统计波音系列和空客系列) 接近 1000 架, 由于航空公司自身也拥有大量在手订单, 并且 2009 年、2010 年为交付高峰, 因此在目前低迷的航空需求下, 大量的到期租赁飞机将会回流至飞机租赁公司蓄水池, 同时加之飞机租赁公司自身到期交付的订单, 目前全球飞机租赁公司拥有大量可对外租赁的运力。

图 15: 全球主要飞机租赁公司机队数量

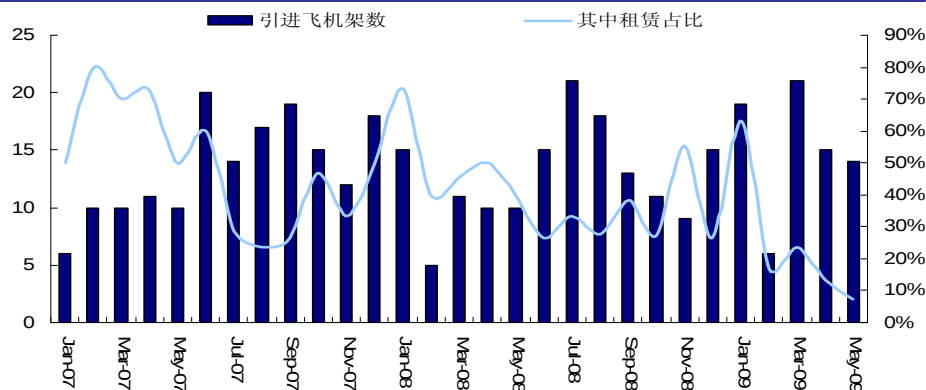


数据来源: 联合证券研究所

航空公司在市场低迷时显著降低租赁飞机数量

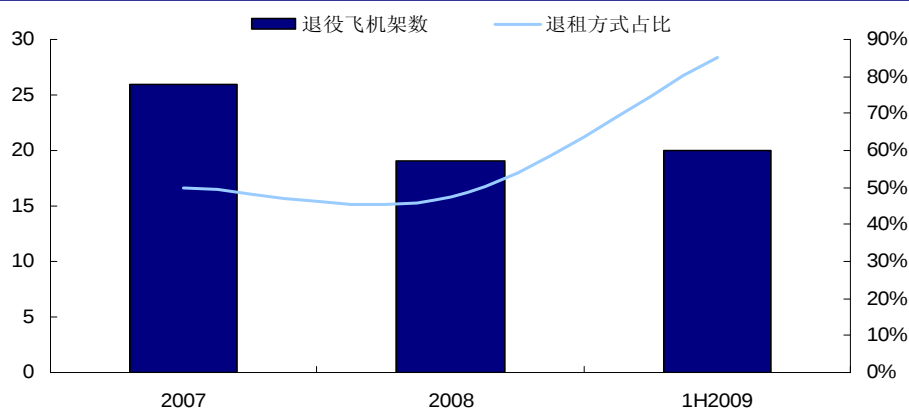
虽然全球飞机租赁市场存在大量剩余运力, 但在市场低迷时, 航空公司必然会降低租赁飞机的数量 (见图 16), 同时对于到期的租赁运力将不再续租 (见图 17), 因此, “租赁蓄水池” 基本上不会成为航空熊市时的加速器。

图 16: 2007 年以来中国租赁飞机占全部引进飞机占比趋势



数据来源: 联合证券研究所、中国民用航空总局

图 17: 2007 年以来退役飞机中退租方式占比



数据来源: 联合证券研究所、中国民航航空总局

自购订单提供未来五年平均 8.5% 的运力增长

目前国内航空公司在手未交付的波音和空客订单约为 658 架, 考虑到 B787 和 A380 的实际座位数, 折合成标准的单通道飞机约为 730 架, 上述订单的最晚交付日期为 2015 年。上述自购订单使得未来五年中国航空运力的复合增长率在 8.5% 左右。

图 18: 中国航空公司在手未交付的波音飞机订单

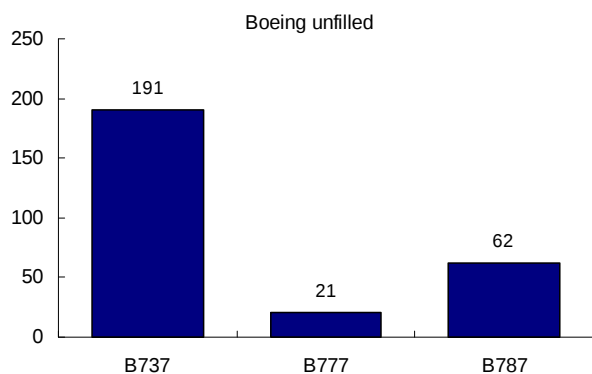
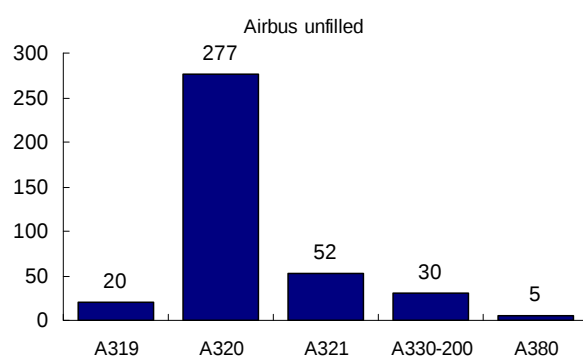


图 19: 中国航空公司在手未交付的空客飞机订单



数据来源: 联合证券研究所、波音网站、空客网站

国际航线运力继续向国内航线转移的空间有限

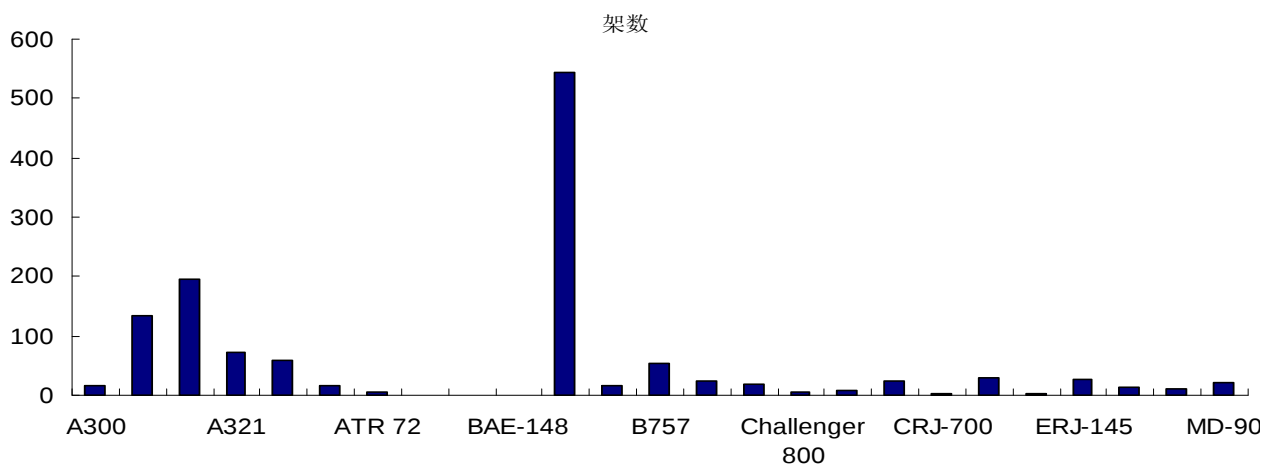
中国航空公司国际航线运力向国内航线的转移分为两种方式：一、将执行国际航线的大飞机通过调换的方式向国内航线的转移；二、国际航线减少航班航次实现运力向国内航线的转移。

第一种方式相对容易，目前已经发生，但目前仍然主要是日韩、东南亚航线的国际中短程航线的大飞机向国内航线的调换，对于执行国际长航线的大型飞机调换至国内市场面临着较大困难，首先在于单通道飞机的航程有限，如 A320-200 的典型航程为 5500 公里，A321-100 的典型航程为 4350 公里，A319 的典型航程为 6850 公里，B737-300 的最大燃油航程为 4175 公里，B737-700 的最大燃油航程为 6038 公里，而典型的国际长航线的航程一般超过 1 万公里，因此对于第一种方式我们需要关心的是截至目前执行中国的中短程国际航线（主要指日韩、东南亚、大洋洲）是否仍然有大量的双通道大飞机，为此我们统计了中国航空公司执行的北京首都国际机场国际航线航班情况，统计结果显示（2009 年 7 月 24 日数据），在中国航空公司执行的北京首都国际机场国际中短程航线航班中，目前只有 20% 的航班为 A330、B767 等双通道大型飞机执行，其余均为 B737、A320 等单通道飞机，而且 A330、B767 等双通道大型飞机执行的航线主要为北京至新加坡、北京至香港、北京至东京等几条主要航线，因此我们可以认为通过第一种方式转移国际运力至国内航线的空间已经非常有限。

1、中国航空运输飞机中大型机座位数占比接近 27%

截至 2009 年 6 月 30 日，中国民航运输机队约为 1300 架，其中 B737、A319、A320、A321、MD 系列五种主力单通道机型架数占比接近 75%，座位数占比约为 70%；ATR72、CRJ 系列、BAE 系列、Challenger 系列、Do 系列小飞机机型架数占比约为 9%，座位数占比约为 2.8%；A300、A330、A340、B747、B757、B767、B777 七种主力双通道机型架数占比约为 16%，座位数占比约为 27.2%。

图 20：中国民航运输机队主要机型



数据来源：联合证券研究所

2、中国航空公司执行的北京出港国际中短程航班大型机占比接近 20%

表 1：中国航空公司北京出港国际中短程航班机型配备

到达城市	每周执行航班总数	机型	执行数量	大型机执行航班占比
冈山	3	B737	3	0.00%
香港	35	A330	14	45.71%
		A320	19	
		B777	2	
		A320	33	
首尔	47	B777	5	14.89%
		A330	2	
		B737	7	
		B737	12	
大阪	19	A320	7	0.00%
		B737	12	
胡志明	4	B737	4	0.00%
马尼拉	7	B737	7	0.00%
金边	7	A320	7	0.00%
东京	29	B767	22	100.00%
		A330	7	
曼谷	7	A320	7	0.00%
名古屋	14	B737	14	0.00%
千岁	1	B737	1	0.00%
河内	12	A320	5	0.00%
		B738	7	
福岡	7.5	B737	7.5	0.00%
乌兰巴托	7	B738	7	0.00%
吉隆坡	12	A330	7	100.00%
		B757	5	
大邱	3	JET	3	
札幌	1	JET	1	
卡拉奇	2	B757	2	100.00%
仰光	3	B737	3	0.00%
桃园	3	JET	3	
伊斯兰堡	1	A310	1	0.00%
仙台	2.5	B738	2.5	0.00%
平壤	3	B733	3	0.00%
广岛	2.5	B733	2.5	0.00%
达卡	7	B733	7	0.00%
釜山	9.5	B738	6	0.00%
		JET	3.5	
光州	1	JET	1	
新加坡	20	B738	7	65.00%
		B767	13	
合计	270		58	20.00%

数据来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

注：与外航共享航班平均分配航班数量

对于第二种方式，我们认为发生的首要前提是国际航线在未来的较长时间内仍然持续保持负增长，同时国内航线有新的航班时刻，基于我们对于国际经济形势的判断，在 2010 年国际航线继续持续负增长的概率很小，因此在未来将国际长航线的运力转移至国内航线的可能性很小。

投资评级

基于我们对于航空业供需格局演绎路径的判断，我们认为航空业的盈利具有持续好转的趋势，维持行业“增持”的投资评级。

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 3870 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。