

行业趋势篇：把握行业的脉搏周期，迎接 5 年后的巅峰时刻

报告要点

独到观点：

- （1）暴涨暴跌的特征并不可怕，只要能把握住周期的节奏，就能带来丰厚的回报。
- （2）纷繁的月度数据，容易一叶障目，陷入迷茫。只有站在历史的高度，才能洞悉行业深处的脉搏。

● 强周期行业，发现周期就是发现机会

航空业受多种外部因素的影响，盈利能力比较脆弱，属于强周期行业，如果能够发现周期演变的规律，无疑将会带来巨大的投资收益。我们研究发现，需求增长、运力投放、成本变动等都具有较为明显的周期规律，每十年经历一个大的轮回，到目前为止已经是第四个轮回。而当前航空业正处于大周期的底部，因此我们预测，未来 5 年航空业将不断复苏与增长，直至达到下一个巅峰。

● 三大因素决定航空公司的生存前景，也是投资者的重要参考依据

国际航空公司的经验表明，精确的市场定位、严格的成本控制和高水平的收益管理是航空公司能够生存下来的三大关键因素。这不仅是航空公司的生存之道，也是投资者选择投资标的的重要参考依据。

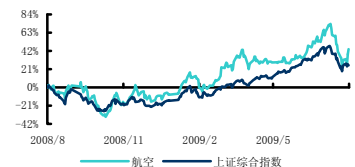
● 我国航空业投资前景不可限量，机遇就在眼前

随着航空消费的大众化和人民币的升值前景，我国的航空需求将不断增长，以美国为参照，我国至少还有 5 倍的增长空间。机场的修建、飞机的购买和飞行员的培养，正在为下一次繁荣周期的来临积蓄力量。从当前的时点来看，无论是行业利润，还是需求增速、供给增速，均处于历史谷底，未来 5-8 年将达到下一个繁荣的顶点。因此我们认为，从长周期的角度，目前投资航空业将会带来巨大的回报，而业务弹性最大或扩张最激进的航空公司，则是理想的投资标的。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
601111	中国国航	推荐
600221	海南航空	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

中国国航	08A	09E	10E
PE	-11.15	21.19	19.73
PB	5.03	4.01	3.33
EV/EBITDA	-29.89	10.61	9.40
海南航空	08A	09E	10E
PE	-12.54	27.24	21.30
PB	2.68	2.11	1.92
EV/EBITDA	87.65	13.32	11.20

相关研究

- 《航空票价周报 20090824——航空票价震荡并育有下调趋势》2009-8-24
- 《航空票价周报 20090817——航空票价小幅上涨》2009-8-17
- 《航空票价周报 20090803——航空票价高位震荡》2009-8-3

分析师：

吴云英

联系人：

杨志清

(8621)68751772

yangzq@cjsc.com.cn

正文目录

1. 脆弱的盈利能力导致了极强的周期特性	4
1.1 不可控因素太多	4
1.2 需求长期递增，但盈利却非常脆弱	4
1.3 强周期特征，投资思路必须是顺周期	6
2. 发现周期就是在发现机会	7
2.1 航空需求紧随经济周期，十年一轮回	7
2.2 运力交付周期进一步推波助澜	8
2.3 只要需求顺周期，成本波动不是问题	9
2.4 现在正是谷底，五年后将是另一个巅峰	9
3. 国际航空公司发展历史给我们的借鉴意义	10
3.1 两种经营理念各领风骚，精确定位将是企业生存的必要条件	10
3.2 价跌量升，对成本控制能力的要求会越来越高	11
3.3 收益管理的水平高低将直接影响到公司的利润	12
4. 我国航空业：前景不可限量，机遇就在眼前	12
4.1 需求：长期增长	12
4.2 供给：正在为下一次繁荣积蓄力量	15
4.3 时机：目前行业处于谷底，五年后将到达另一个繁荣顶点	17

图表目录

图 1: 航空业受太多不可控因素影响.....	4
图 2: 全球定班旅客运量呈单调递增趋势.....	5
图 3: 全球航空业的单位成本逐年上升.....	5
图 4: 全球航空业的盈利能力都很脆弱.....	5
图 5: 世界航空公司 50 年的累积净利率几乎为零.....	6
图 6: 美国航空公司股价的走势显示出很强的周期性.....	6
图 7: A 股航空行业指数走势显示出强周期特征.....	7
图 8: 全球运输周转量紧随 GDP 增速正在经历十年一次的轮回.....	7
图 9: 运力和运量呈现十年一周期的轮回.....	8
图 10: 飞机交付量与旅客周转量增速正好错位.....	8
图 11: 航空公司成本和收益的变化.....	9
图 12: 全球 GDP 和旅客周转量增速目前正处于谷底.....	9
图 13: 不同的航线网络结构各有千秋.....	11
图 14: 航空公司的业绩走势.....	11
图 15: 对航空价格需求曲线的理解能力将直接影响到公司利润.....	12
图 16: 人均可支配收入保持稳定增长.....	13
图 17: 国内综合票价指数基本低于 2004 年水平.....	13
图 18: 我国人口收入重心和航空消费曲线正在日益接近.....	13
图 19: 日元的升值刺激了国际出境游.....	14
图 20: 人民币的升值趋势也将刺激国际出境游快速增长.....	14
图 21: 美国人口可以看做中国人口的二八现象.....	15
图 22: 中国航空需求至少还有 3 倍增长空间.....	15
图 23: 中国的航空需求至少还有 5 倍的增长空间.....	15
图 24: 我国平均每年将建成 7.7 座机场.....	16
图 25: 我国飞机的数量呈加速增长状态.....	16
图 26: 我国旅客周转量增速正处于近十年的最低谷.....	17
图 27: 我国航空业净利润正处于近十年的谷底.....	18
表 1: 商务旅客和闲暇旅客的特点.....	10
表 2: 两种理念航空公司的特点.....	10
表 3: 目前在训飞行员数量和 09 年招飞计划.....	17
表 4: 近十年旅客周转量增速.....	18

独到观点:

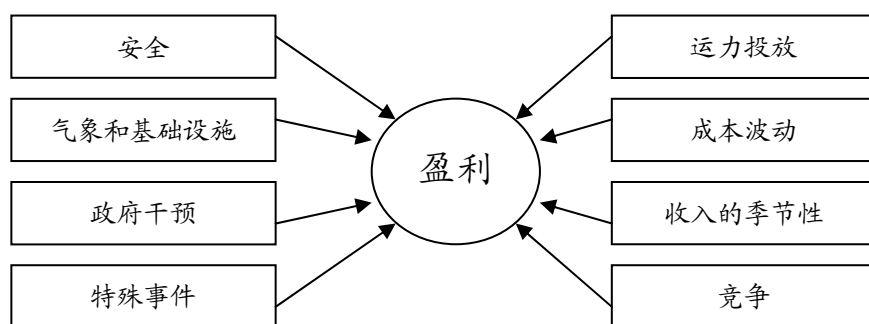
1. 暴涨暴跌的特征并不可怕，只要能把握住周期的节奏，就能带来丰厚的回报。
2. 纷繁的月度数据，容易一叶障目，陷入迷茫。只有站在历史的高度，才能洞悉行业深处的脉搏。

1. 脆弱的盈利能力导致了极强的周期特性

1.1 不可控因素太多

航空业是国家基础产业中最引人关注的一个部分，通常也是国民经济的领航者。但航空业同时还是一个超复杂的行业，多种因素都会对航空公司的经营产生重要影响。如图 1 所示，简单列出了 8 个会对航空公司的盈利产生影响的因素，而这些因素中，决大多数公司本身无法控制，其中的任意一项，均有可能给公司带来灾难性的后果。因此航空公司必须小心翼翼的克服诸多不利因素，发挥管理层的经营智慧，才能获取利润。

图 1: 航空业受太多不可控因素影响



资料来源：长江证券研究部

1.2 需求长期递增，但盈利却非常脆弱

- 随着国民收入增长与经济活动的日益频繁，全球的航空需求呈现单调递增的趋势。即使在经济出现重大波动的时候，如 1980-82 年，1991-93 年，2001-03 年，包括正在经历的 2008-2010 年，航空需求仅仅是出现增速的下滑，而绝对数量保持了稳定。根据 IATA 的预测，2008 年以后的增速被下调了 8%，2010 年以后将仍然保持稳步上升趋势。
- 我们比较了近 10 年全球航空业的成本，非燃油单位成本基本保持了稳定，在 40 美分/吨公里左右，而燃油单位成本则逐年增长。燃油成本的增长主要是由于价格的上涨造成的，这不仅抵消了科技进步带来的油耗节约，而且腐蚀了航空需求增长带来的规模效应，吞噬了航空公司的利润。
- 在多种因素的共同作用下，航空业的盈利能力非常脆弱。在近十年的经营中，行业毛利率在 -4%~4% 之间波动，大部分时间在 1% 左右。净利率则更加的严峻，除了在繁荣期能够达到 1-2% 的水平，其余均为负。盈利能力如此之低，只要稍有动静，行业的利润将出现大幅的振荡。

图 2：全球定班旅客运量呈单调递增趋势

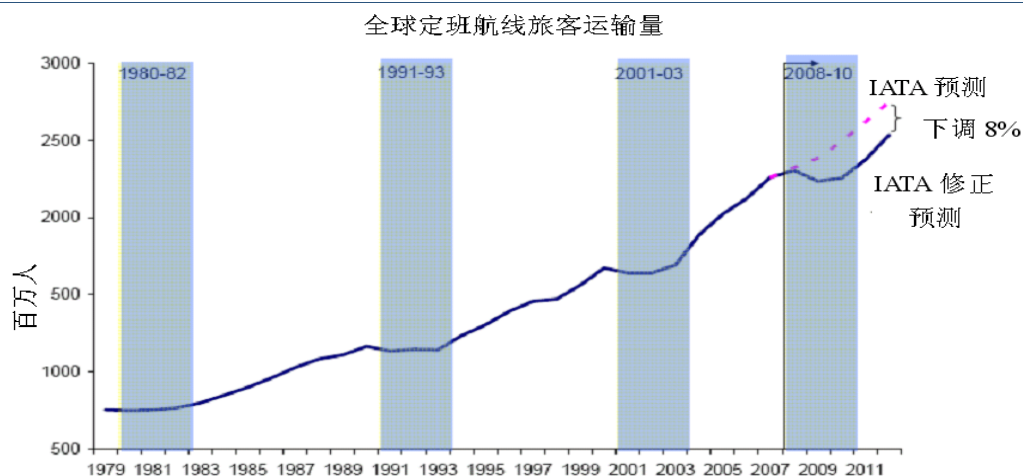


图 3：全球航空业的单位成本逐年上升

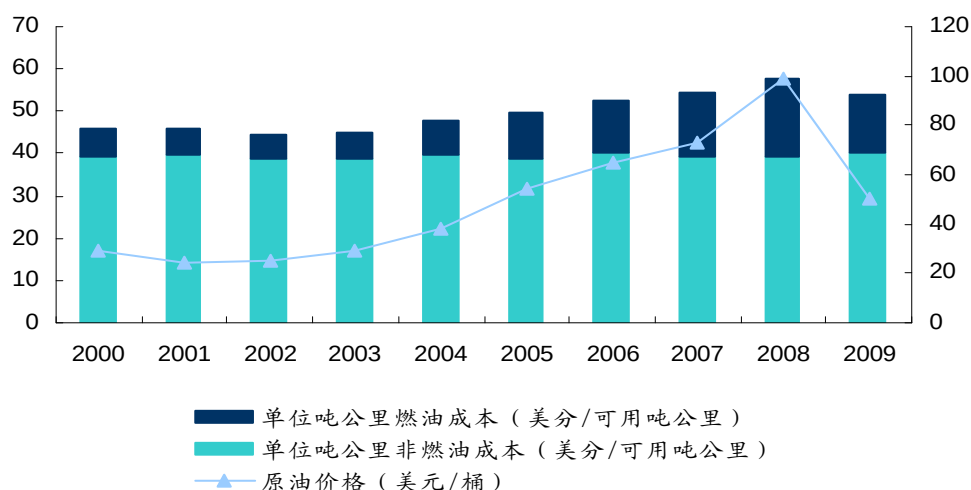
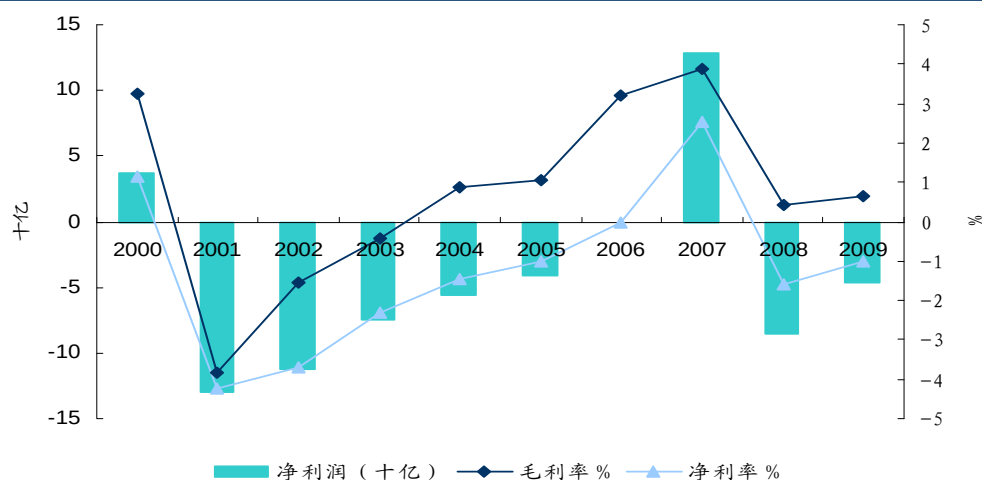


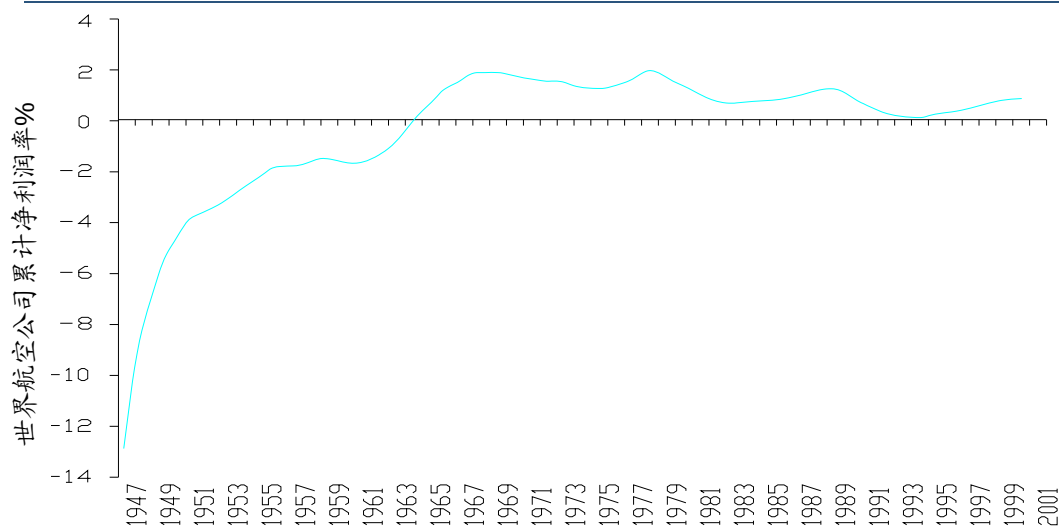
图 4：全球航空业的盈利能力都很脆弱



1.3 强周期特征，投资思路必须是顺周期

由于航空业的盈利具有大起大落的特征，我们认为该行业不适合作为长期的投资品种。我们对全球航空业 50 年的累积经营利润进行分析后发现，行业的累积利润几乎为零，也就是说航空业长期投资的价值很低。

图 5：世界航空公司 50 年的累积净利率几乎为零

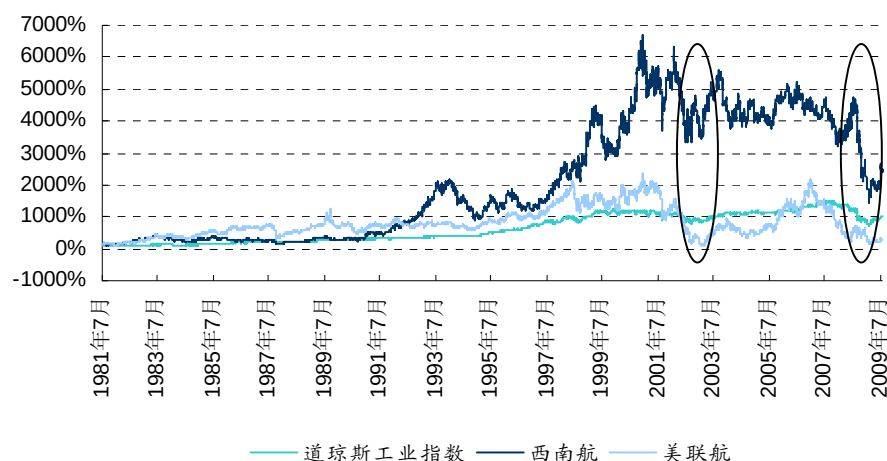


资料来源：IATA，长江证券研究部

我们选取美联航、西南航分别代表全服务航空公司和低成本航空公司，将这两家公司近 20 年的股价与道琼斯综合工业指数进行对比。我们发现，

- 两家航空公司的股票都在繁荣周期大幅领先于指数，代表全服务航空公司的美联航大约跑赢指数 1 倍，而代表低成本航空公司的西南航则跑赢指数 5-6 倍。
- 所不同的是，在衰退周期，美联航的股价又回到了起点，而西南航则表现出一定的抗周期性。这是由于美联航代表的全服务航空公司长期累积利润接近零，而西南航则是世界闻名的保持长期盈利的低成本航空公司。从世界航空公司的构成来看，由于综合服务航空公司占绝对优势，因此整个航空业也呈现出明显的强周期特征。

图 6：美国航空公司股价的走势显示出很强的周期性

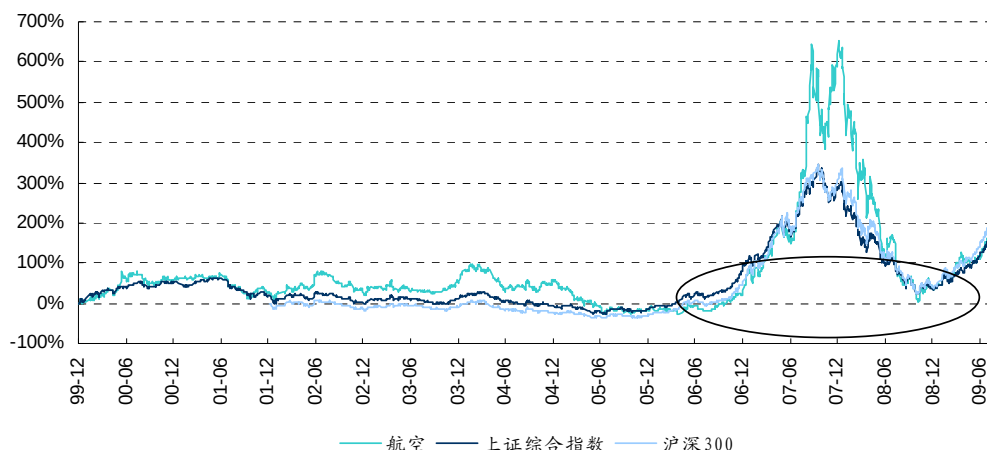


资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

将 A 股市场的航空行业指数与大盘走势进行对比，也呈现出类似的特征。航空业长期跑赢大盘，而在衰退期，股价又回到了起点。

因此我们可以得出结论，航空业具有极强的周期特性，投资思路必须是顺周期投资，这将给投资者带来丰厚的回报。

图 7：A 股航空行业指数走势显示出强周期特征



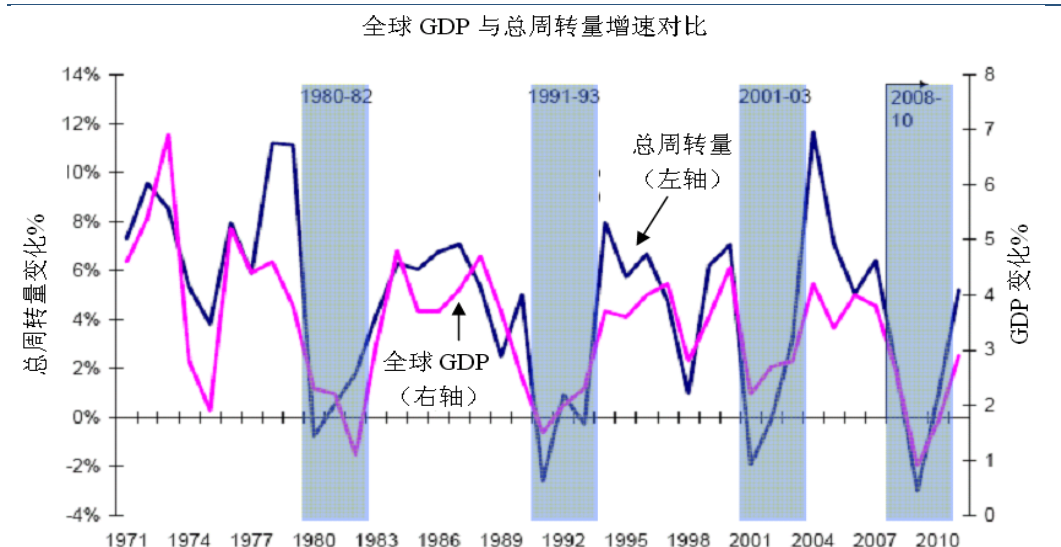
资料来源：BLOOMBERG，长江证券研究部

2. 发现周期就是在发现机会

2.1 航空需求紧随经济周期，十年一轮回

从全球 GDP 增速与旅客运输量增速的对比数据来看，航空总周转量与 GDP 具有高度相关性。根据长江证券的策略组的经济周期观点，十年为一个中周期，1980-82 年、1991-93 年、2001-03 年、2008-10 年分别是世界经济的萧条期。而全球航空总周转量增速则紧随 GDP 波动，倍率在 1.5~2 左右，呈现出非常明显的十年周期。

图 8：全球运输周转量紧随 GDP 增速正在经历十年一次的轮回

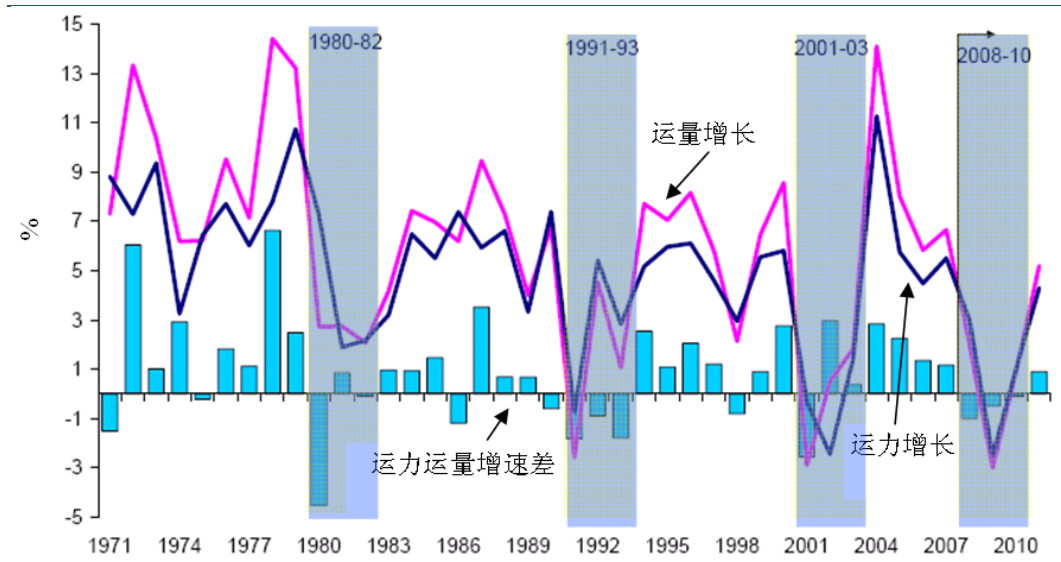


资料来源：IATA，长江证券研究部

2.2 运力交付周期进一步推波助澜

从运力和运量的变化来看，也是以十年为一个周期，在萧条期运力、运量均大幅下降，且运量下滑速度超过运力，出现供大于求的情况。而一旦度过萧条期，运量、运力快速上升，运量的增速大大领先于运力，行业表现为供不应求。

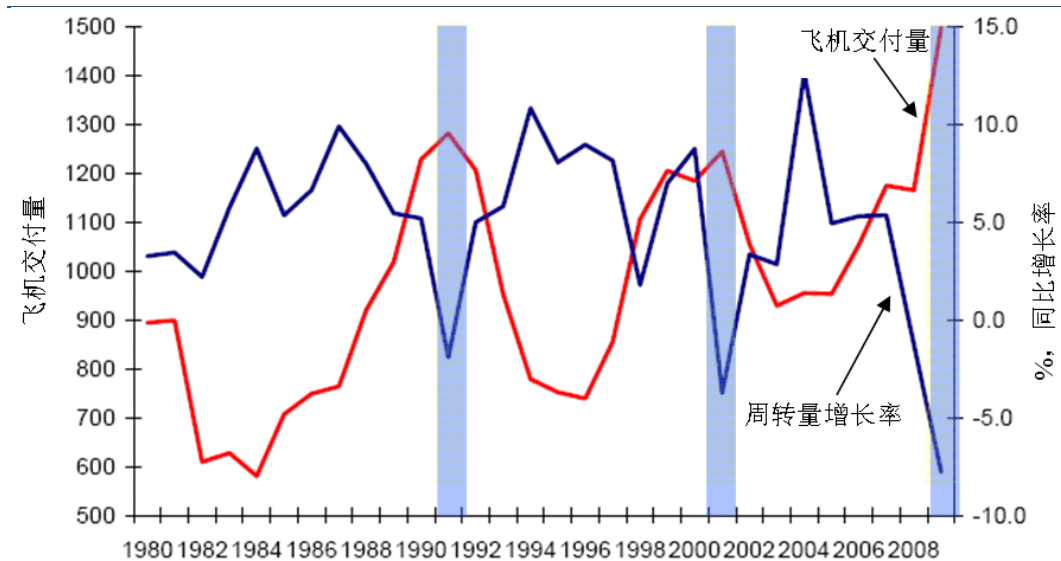
图 9：运力和运量呈现十年一周期的轮回



资料来源：IATA，长江证券研究部

出现这一现象是由于运力交付周期也正好是十年一个轮回，在1991年、2001和2009年是飞机交付的高峰期，此时对应的周转量增速则位于谷底，这加大了该时期运力的过剩程度，对航空公司的业绩形成极大的负面压力。而航空周转量增速最快的期间，则是飞机交付量较低的时候，这加剧了运力的紧张。因此运力的交付周期，对行业的盈利周期起到进一步推波助澜的作用。

图 10：飞机交付量与旅客周转量增速正好错位



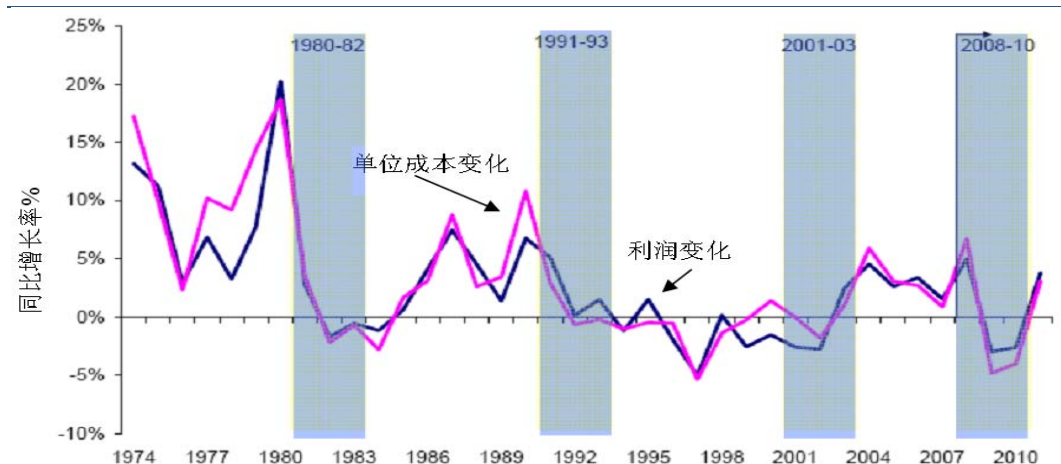
资料来源：IATA，长江证券研究部

2.3 只要需求顺周期，成本波动不是问题

在繁荣周期中，由于需求的增长，燃油、人工等价格都会上涨，航空业的成本也随之上升，对利润形成负面影响。但是我们经过对比近 30 多年的数据后发现，成本上升的时候，利润也会上升，成本和利润基本是同向变动，这说明在繁荣周期中，航空公司有足够的的能力转嫁成本，从而获得利润的提高。而反过来，在萧条期，即使成本下降，也难以抵挡收入下降的速度，造成利润下滑。

因此我们认为，对于一个较长的时期来说，成本的波动不是一个很重要的因素，只要需求是顺周期，航空公司的利润就会快速增长。

图 11：航空公司成本和收益的变化

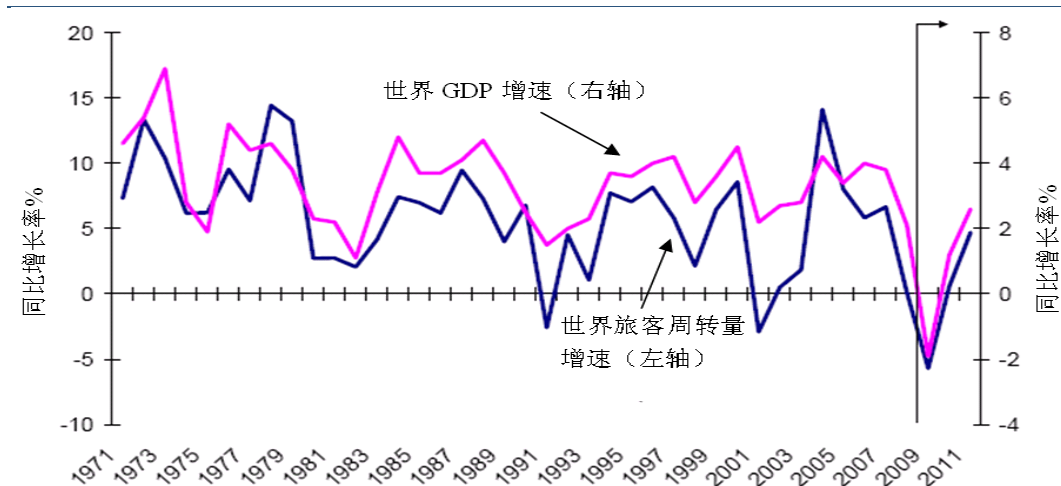


资料来源：IATA，长江证券研究部

2.4 现在正是谷底，五年后将是另一个巅峰

当发现了航空业的周期特性后，我们将这一特性应用于现在所处的时期。我们可以非常明显的发现，无论是经济增长还是航空需求增长，我们现在都处于最低谷。如果我们上面发现的十年一轮是正确的话，那么至少在未来的半个周期即 5-8 年内，整个行业会呈现单边上扬的趋势。也就是说，五年后行业将到达另一个巅峰。

图 12：全球 GDP 和旅客周转量增速目前正处于谷底



资料来源：IATA，长江证券研究部

3. 国际航空公司发展历史给我们的借鉴意义

3.1 两种经营理念各领风骚，精确定位将是企业生存的必要条件

在航空业中，所有的旅客通常被分为两种，商务旅客和休闲旅客。这两种旅客具有截然不同的特征，商务旅客看重服务，而休闲旅客则看重价格。因此，航空公司根据重点目标客户群体的不同，也分别采用了两种经营理念，全服务理念 and 低成本理念。

表 1: 商务旅客和休闲旅客的特点

旅客种类	价格	航班时刻	座位舒适性	最小停留时间	订票时间
商务旅客	不在乎	在乎	在乎	在乎	晚
休闲旅客	在乎	不在乎	不在乎	不在乎	早

资料来源：长江证券研究部

- 在全球主要航空公司排名中，我们看到比较多的是全服务航空公司，这是因为它们采用市场份额战略，拥有庞大的机队和航空网络，在周转量、起降架次等重要指标上均居于前列。同时还能获得政府的支持和补贴，成为国家重要的对外形象。不过由于成本较高，盈利指标不如低成本航空。
- 而相比之下低成本航空公司则不那么起眼，机队规模较小，航线网络也通常不在重要的干线机场，在运营指标上居于偏后的位置。但是低成本航空由于采用了利润最大化战略，在盈利指标上优于全服务航空公司。

表 2: 两种理念航空公司的特点

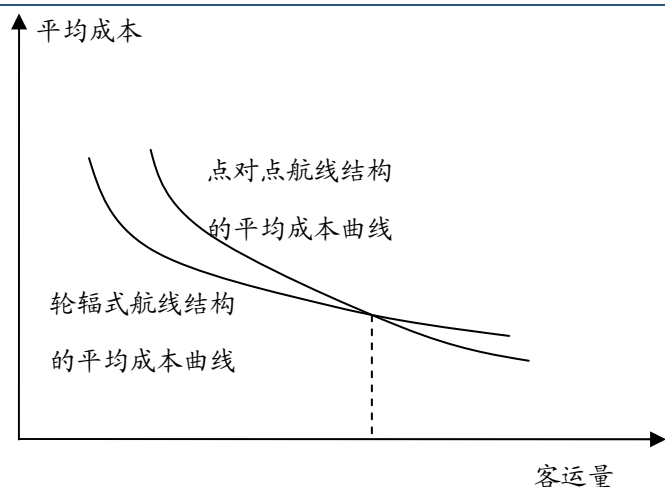
特征	全服务航空公司	低成本航空公司
竞争战略	市场份额战略	利润最大化战略
机型	混合机型	单一机型
产品设计	长/短途、代码共享、网络联盟	短途
过程设计	全服务、设有商务舱和经济舱	无花边服务、经济型
成本	高的运营、维修成本	低的运营、维修成本
机场	干线/支线机场	支线机场
航线网络	中枢辐射网络	点对点网络
代表航空公司	美联航、汉莎航、新加坡航	美西南航、EASYJET

资料来源：长江证券研究部

从全球范围内来看，两种类型航空公司均在市场上占有一席之地，站在不同的角度来看，各有优缺点。例如，行业对轮辐式航线结构和点对点结构孰优孰劣一直存在分歧，而实际情况是两种类型的航空公司分别采用各自的航线网络均能获得收益。研究表明，轮辐式航线结构在需求较小的时候成本较低，比较合适此时采用。当需求较大时，点对点航线则更加能节约成本。

因此对于航空公司而言，属于什么类型并不重要，重要的是能否精确定位目标客户群体，准确把握市场变化并选择适当的战略，这才是公司生存下来的必要条件。

图 13：不同的航线网络结构各有千秋



资料来源：长江证券研究部

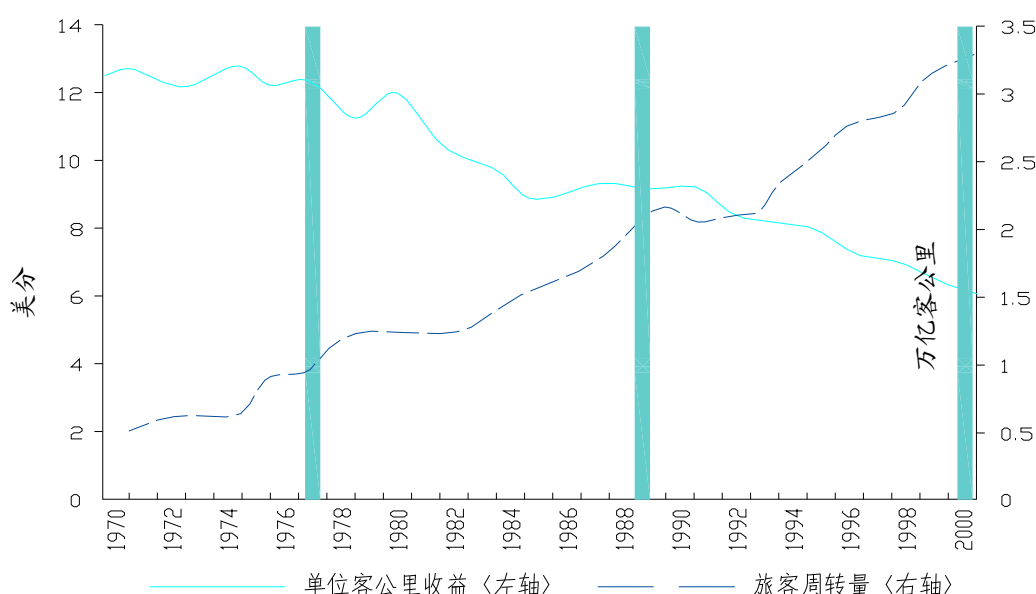
3.2 价跌量升，对成本控制能力的要求会越来越高

从航空业整体的发展趋势来看，虽然航空需求能够保持单调递增，但是单位旅客的收入却不断下降，而且有加速的趋势。这可以归结为以下几个方面：

- 产能扩张和科技进步带来的成本降低，可以实行有竞争力的票价
- 对价格敏感的休闲旅客比例的增加，摊低了人均旅客收入
- 收益管理系统的应用和发展使得航空公司能通过折扣减少空置座位
- 激烈的竞争导致票价下滑

因此，对航空公司而言，由于整体盈利能力脆弱，不管采用哪种经营战略，控制成本的能力都日益变得重要。

图 14：航空公司的业绩走势



资料来源：IATA，长江证券研究部

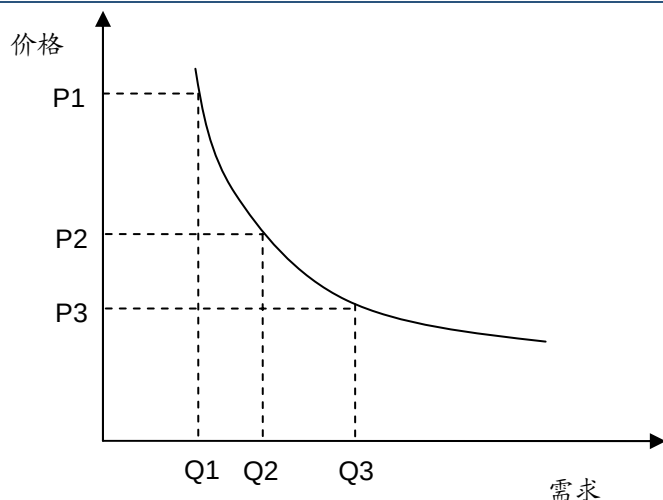
3.3 收益管理的水平高低将直接影响到公司的利润

- 市场习惯使用载运率、客座率和飞机利用率等指标反映航空公司的经营状况，但是在激烈的竞争中，由于票价折扣的增大，容易产生叫座不叫好的情况，因此“收益管理”已经成为航空公司目前的必修课程。
- 所谓收益管理，是指航空公司运用预测和优化等科学决策理论和手段，把产品按不同的价格适时地卖给不同类型的顾客，从而实现收入最大化的过程。美利坚航将收益管理表述为：收益管理是一套在正确的时间、正确的地点，把正确的产品（座位）销售给正确的旅客的方法，是为了实现收入最大化而进行的有选择地接受和拒绝订座的过程。
- 收益管理的涉及的两个核心问题是：差别定价和座位存量控制。差别定价是依据顾客需求的多样性以及在不同时刻座位对于旅客的价值的差别等因素，将座位设定为不同价格的过程。座位存量控制是对未来任一给定航班上不同等级票价所对应的座位数的限制过程。

那么在实际应用中，不同航空公司对价格需求曲线的预测和理解会不一样，那么最终的结果就是运营收入出现差距。例如：对旺季或淡季到来时机判断有分歧时，两家航空公司会分别采用不同的票价，而判断准确的一方自然将获得较高的收益。

因此从长期来看，不可变成本会保持稳定，而可变成本压缩必然会出现瓶颈，收益管理水平的高低就成为决定航空公司盈利能力的重要变量。

图 15: 对航空价格需求曲线的理解能力将直接影响到公司利润



资料来源：长江证券研究部

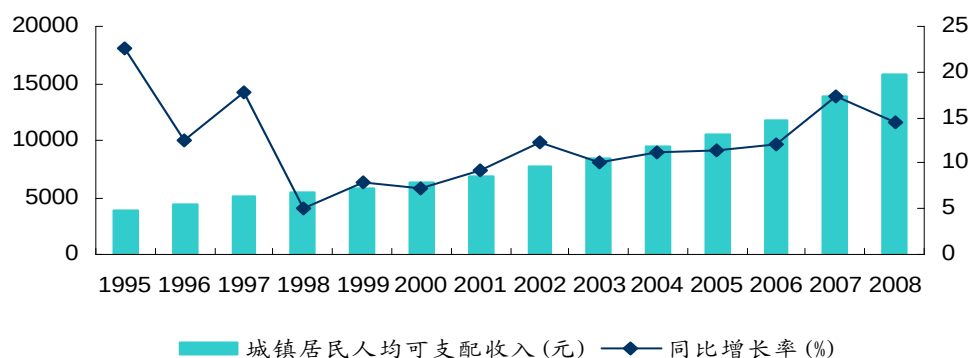
4. 我国航空业：前景不可限量，机遇就在眼前

4.1 需求：长期增长

4.1.1 人民收入的增长和票价的走低将使航空日益大众化

- 我国的城镇居民人均可支配收入在近十几年来保持了稳定的增长速度，增速在 10% 以上，绝对值在 2008 年底已经超过 1.5 万元。我们预计，随着绝对值的不断提高，收入增速会有所下滑，但是保持增长的趋势不会改变。

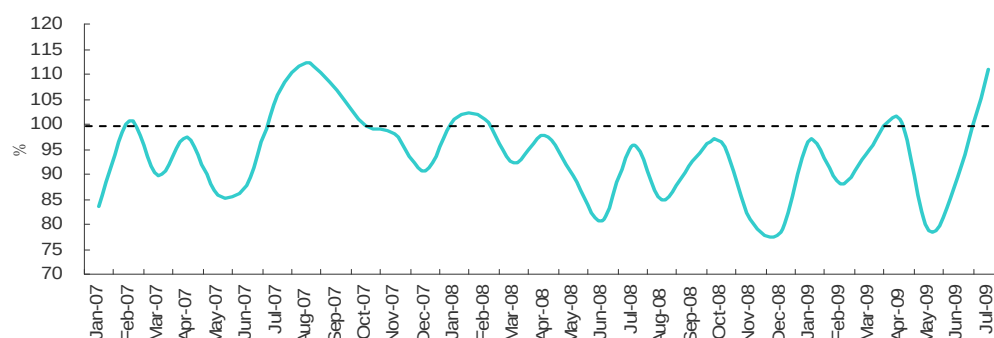
图 16: 人均可支配收入保持稳定增长



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

- 而国内机票的价格则呈现不断走低趋势。以 2004 年 1 月的票价为基数 100，在需求旺盛的 2007 年，也仅有第二和第三季度超过 100，其余时间大都低于 100。这和美国的历史非常相似，票价呈下降趋势，但是运输需求却不断增长。

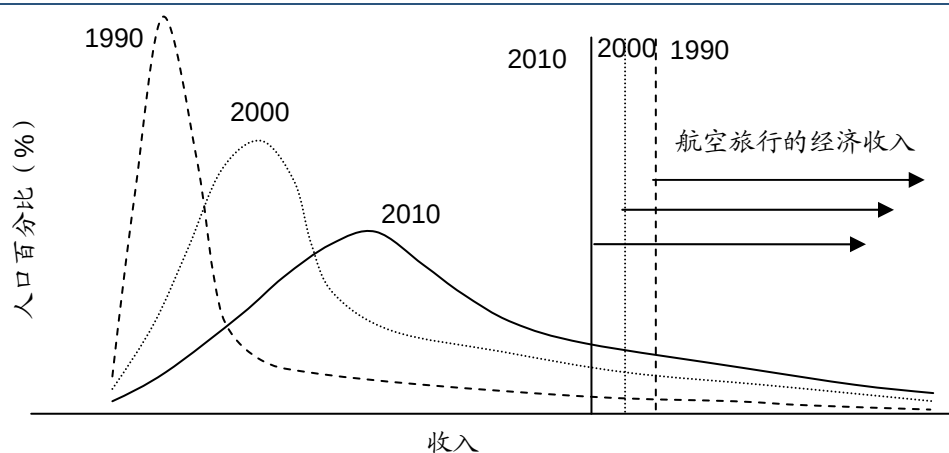
图 17: 国内综合票价指数基本低于 2004 年水平



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

- 从我国人口的收入结构来看，重心正在不断上移。低端收入的人口比例逐渐减少，高收入人口比例日益加大。而随着航空票价的不滑，航空消费曲线随之缓慢下移，有能力进行航空消费的人群越来越多，需求也就不断释放出来。我们认为航空消费将日益大众化，未来增长的潜力巨大。

图 18: 我国人口收入重心和航空消费曲线正在日益接近

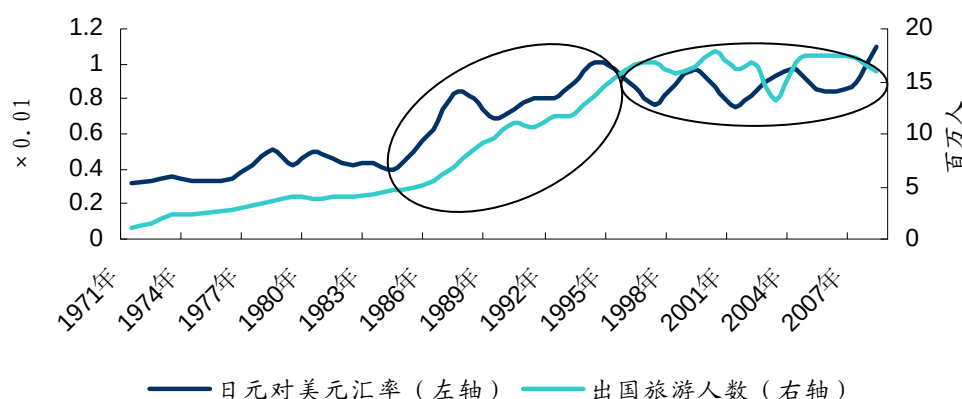


资料来源: 长江证券研究部

4.1.2 汇率的走势将刺激更多的国际出境游

对比日本历史上汇率与出境游人数的关系，我们可以清楚的看到本币升值与出境游人数具有高度的相关性。尤其在升值最快的八十年代中期到九十年代中期，出国旅游人数也紧跟着快速上升。此后汇率进入了相对稳定期，而出国旅游人数也保持了相对稳定。

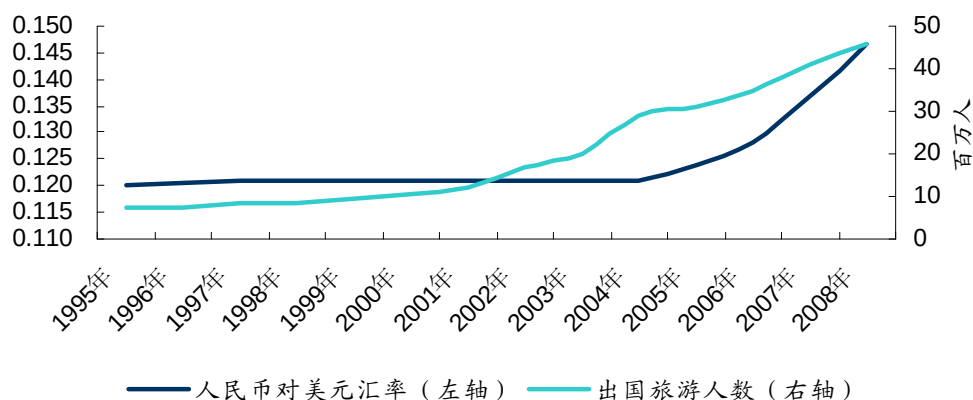
图 19：日元的升值刺激了国际出境游



资料来源：CEIC，长江证券研究部

而在中国，自 2005 年逐步放开汇率之后，人民币呈现不断升值的趋势，出国旅游人数也呈现快速上升的势头。根据长江证券宏观策略组的判断，人民币将保持长期升值的势头，随着人民收入的提高和人民币国际购买力的增强，出国旅游也将成为一项大众消费项目，国际航空需求将会快速增长。

图 20：人民币的升值趋势也将刺激国际出境游快速增长



资料来源：CEIC，长江证券研究部

4.1.3 航空需求趋势为单调递增，长期 5 倍的空间基本无悬念

在 2009 年的策略报告《脚踏实地，稳健增长》中，我们对中国航空需求的长期发展趋势进行了分析，并以美国为对比对象，得出结论：中国的航空需求沿着美国的足迹增长，落后美国 35 年，未来至少有 5 倍的增长空间。

现在我们从另外一个角度，相对更加保守的角度来分析中国未来航空需求的增长前景。

➤ 按照二八比例对中国人口进行划分，20%为高端收入群体，80%为低端收入群体，那么

中国的高端收入群体与美国全国人口大体相当。

- 假定中国目前所有的航空需求全部由高端收入群体产生，则人均乘飞机次数为 0.72 次。
- 如果中国的这部分人群的乘机次数达到美国的平均水平，则至少还有 3 倍的增长空间。
- 如果中国的另外 80%人口也产生部分乘机需求，我们假设中国总需求不超越美国现在的水平，那么中国至少还有 5 倍的增长空间。

图 21：美国人口可以看做中国人口的二八现象

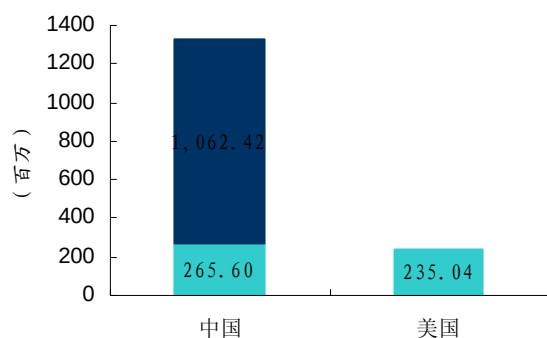
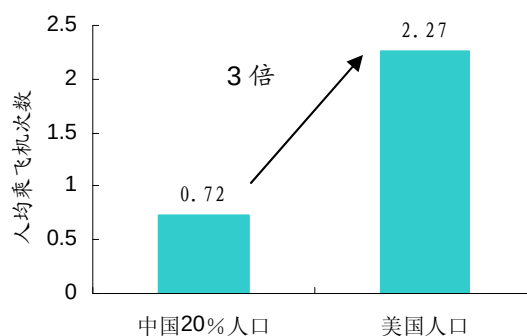


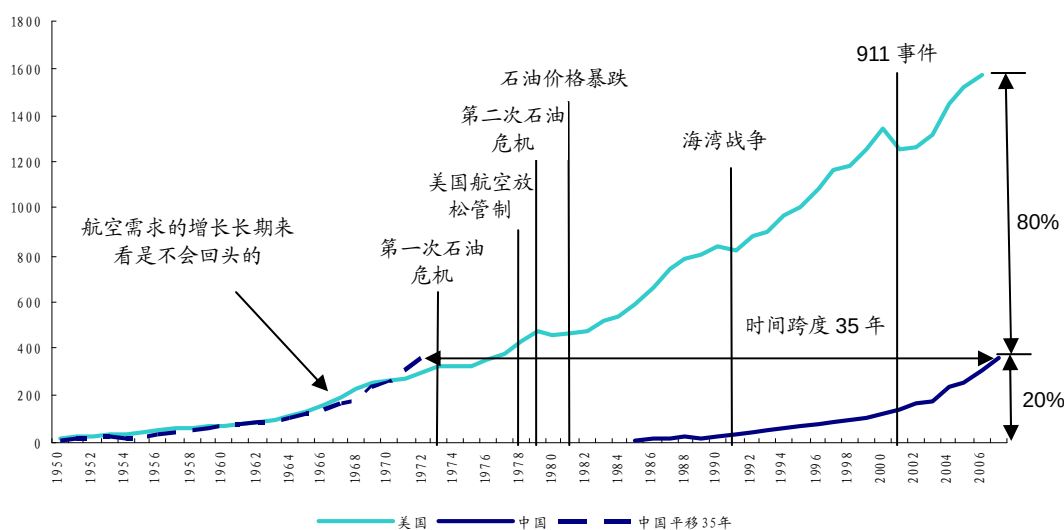
图 22：中国航空需求至少还有 3 倍增长空间



资料来源：CEIC，长江证券研究部

资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 23：中国的航空需求至少还有 5 倍的增长空间



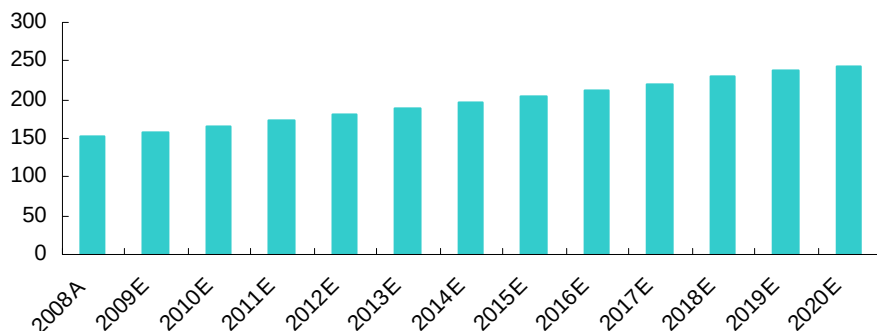
资料来源：中国民用航空，长江证券研究部

4.2 供给：正在为下一次繁荣积蓄力量

4.2.1 机场的大力修建将为更多地区的航空需求提供载体

截止 2008 年，我国境内民用航空通航机场共有 158 个，其中定期航班通航机场 152 个，西部和中部地区还有很多城市没有机场。根据民航总局的规划，到 2020 年，全国通航机场将达到 244 个，较 08 年增长 92 个，平均每年建成 7.7 座。机场的大规模修建，为航空需求的进一步释放提供了载体。

图 24：我国平均每年将建成 7.7 座机场

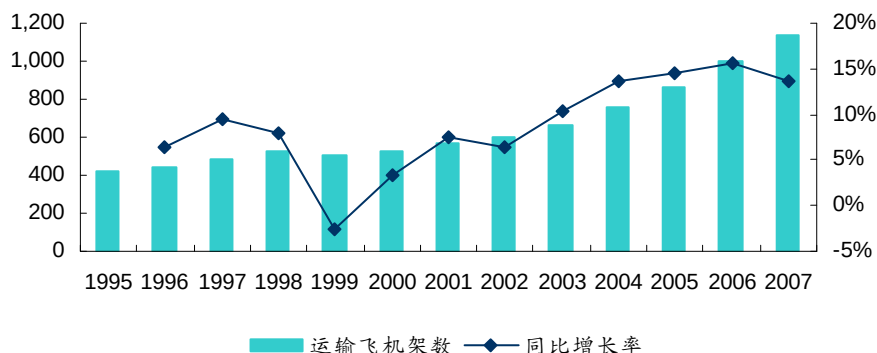


资料来源：长江证券研究部

4.2.2 飞机的采购与飞行员的培养为下一次繁荣准备了充足的运力

我国的飞机数量在近十年中呈现了加速增长，近 5 年基本保持了 13% 的增速。对于未来飞机的采购速度，很难获得具体的数据，只能从公开的资料中大致知道运力增长会在 10% 左右。现在我们根据飞行员的培养数量来大致估算运力投放速度。

图 25：我国飞机的数量呈加速增长状态



资料来源：CEIC，长江证券研究部

- 从公开资料可以轻易的知道，我国的飞行员存在短缺，有资料称未来 3-5 年我国飞行员缺口会达到 8000-10000 人。我们按照最保守的估计，假设飞行员不短缺，和运力投放相匹配。
- 假设现行的订单式飞行员培养模式不变，飞行员的培养渠道仍然是民航飞行学院、南航飞行学院、北航飞行学院和航空公司培养的自费飞行员。空军转业的战斗机飞行员和国外聘用的外籍飞行员我们由于无法获得相关数据，假设为 0，这是相当保守的一种估计。
- 经过我们的粗略统计，在培养的飞行员数量如下表所示。由于所有数据来源均来自于互联网，可能还有其他航空公司也在培养自费飞行员，因此真实数据只可能更多。按照我们最保守的估计，现在每年新培养的飞行员大约为 1600 人，3 年之后，这一数值将达到 2200 人。

表 3：目前在训飞行员数量和 09 年招飞计划

项目	民航 飞行学院	南航 飞行学院	北航 飞行学院	南航 自费	深航 自费
在校人数	3000	520	1000	450	220
培养周期	四年	四年	四年	两年	两年
2009 招飞人数	1300	未知, 假设为 200	未知, 假设为 300	250	220

资料来源：长江证券研究部

➤ 飞行员与飞机的人机比大致为 15~20:1，我们取中间值 17.5 人/机。这样一来，目前每年投入使用的飞机至少在 90 架以上，3 年以后每年投入使用的飞机至少在 125 架以上。以现有的运输飞机 1200 架为基数，考虑基数的不断增长，每年运力的投放速度至少应该在 7%-8%。由于我们的诸多假设前提都取的非常保守，因此我们认为外界盛传的每年运力增长 10% 应该是一个相对中性的增速。

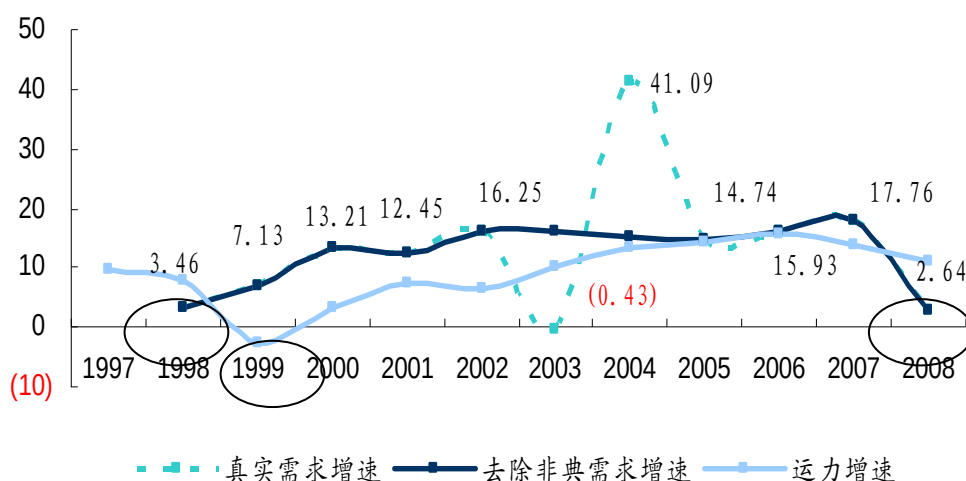
我们认为，随着行业的复苏与需求的快速增长，现在累积的运力将会带来意想不到的惊喜，下一个繁荣期将会更加的令人期待。

4.3 时机：目前行业处于谷底，五年后将到达另一个繁荣顶点

对我国近十年来的行业供需增速和净利润进行分析后发现：

- 2008 年的旅客周转量增速已经降到了近十年的低点，甚至低于亚洲金融风暴的 1998 年，这与我们前面谈到的十年一个周期完全吻合。
- 运力投放的低点将和上一轮周期相似，推迟一年到来，即 2009 年，这也与民航总局控制运力引进的措施完全吻合。
- 随着行业需求的复苏和运力的控制，2009 年供需将大致平衡，或者运量略超运力。随后，需求将轻松的超越运力每年 8%-10% 的增速。
- 行业净利润也在 2008 年到达最低值，2009 年随着民航总局各项扶持政策的出台，将会出现微利，随后将会不断增长。

图 26：我国旅客周转量增速正处于近十年的最低谷

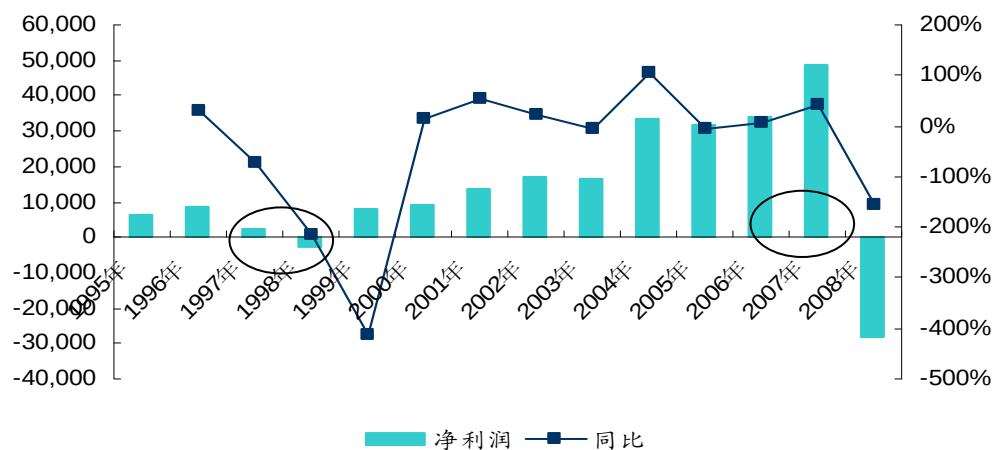


资料来源：CEIC，长江证券研究部

表 4：近十年旅客周转量增速

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
周转量增长率(%)	3.46	7.13	13.21	12.45	16.25	(0.43)	41.09	14.74	15.93	17.76	2.64
飞机架数增速(%)	7.84	(2.49)	3.33	7.40	6.36	10.30	13.55	14.46	15.64	13.63	11.02
供需增速差	(4.38)	9.61	9.88	5.05	9.89	(10.73)	27.54	0.28	0.29	4.13	(8.38)

资料来源：长江证券研究部

图 27：我国航空业净利润正处于近十年的谷底


资料来源：CEIC，长江证券研究部

因此，我们对行业的判断是：

- 目前正处在谷底，未来将不断的复苏与增长，直至 5-8 年后下一个繁荣周期的顶点。
- 由于航空业具有极强的周期特性，因此站在长周期的角度，选择此时投资航空业，将会在未来带来巨额的回报。
- 目前进行激进扩张或业务弹性大的航空公司，将在未来 3-5 年内取得爆发式增长。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。