

航空业有望进入新一轮二元驱动周期

行业评级

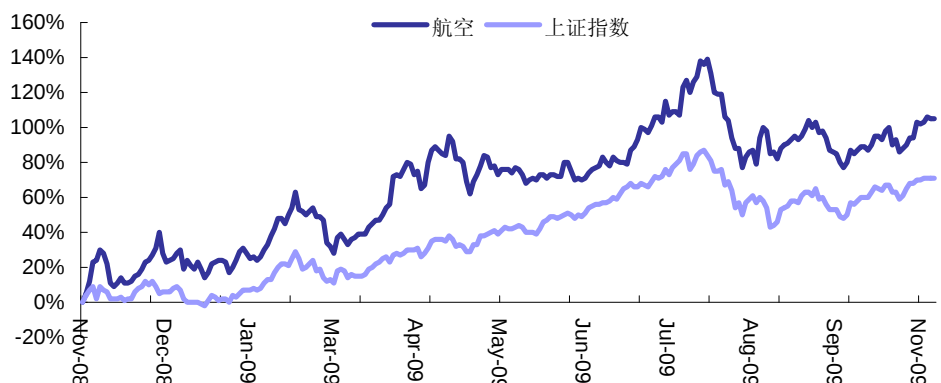
增持/ 维持评级

相关研究

- 1、《趋势性交易买点逐步到来》，2009.6.22；
- 2、《供需改善的逻辑与未来趋势探讨》，2009.7.26；
- 3、《期待下一个催化剂：国际航线“全面”复苏》，2009.9.22；
- 4、《三大航旺季表现不一》，2009.10.28。

- 需求随国际航线复苏而开始新一轮可持续健康增长：我们认为 2010 年在国内固定资产投资增速仍然较高、消费增速有望超预期的情况下，国内航线将继续保持快速增长，同比增速预计在 13%至 16%之间；国际航线将随进出口总额同比增速的转正而复苏，预计增速在 10%以上，总体而言，随着国际航线的正常化，需求端将由 2009 年的单靠国内航线支撑转向新一轮可持续健康增长。
- 供给增速继续保持稳定：考虑到供给的二元化结构，我们认为 2010 年租赁方式运力投放占总运力投放将继续保持较低比例，全行业客机总座位增速在 12%至 13%之间，在行业景气不断提升的背景下，行业平均利用小时有望提升 0.1 至 0.2 小时，行业 ASK 增速可能超过座位数增速 2%左右。
- 运价上涨可以期待：根据我们对于 2010 年航空需求与供给的判断，在 2010 年行业供需格局进一步改善为大概率事件，客座率的提升成为推动 2010 年票价上行的最主要推动力，同时甲型 H1N1 偶然冲击的消失、可能的成本推动均使得 2010 运价同比上涨值得期待。
- 世博会有望带来 2010 年航空需求超预期：经过我们的测算，每 1000 万世博会游客将刺激约 200 万国内航线需求、刺激约 100 万国际航线需求，相当于 2009 年全年国内、国际航线旅客吞吐量的 1%、6.6%，同时根据历次世博会的游客人数统计，明年世博会参观人数至少是“千万”数量级，因此我们估计明年世博会有望带来航空需求增速超预期。
- 航空业在 2010 年有望迎来新一轮二元驱动：伴随进出口总额复苏，国际航线有望重拾正增长，同时，随着进出口的复苏，预计 2010 年本币升值压力将逐步加大，国际航线复苏从收入端改善航空公司业绩、本币升值则通过减少航油成本和减少财务费用从成本端改善航空公司业绩，我们认为航空业在 2010 年进入迎来新一轮二元驱动周期，建议投资者超配航空股。

最近 52 周股价表现



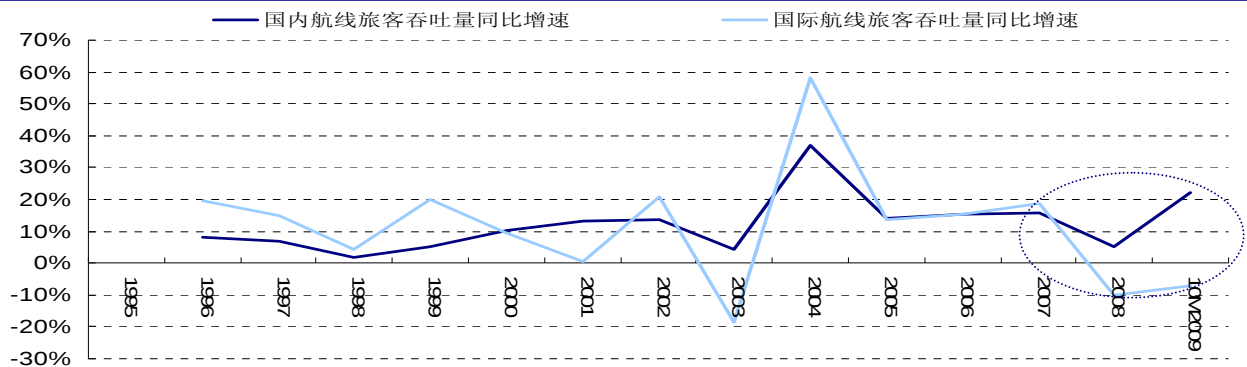
分析师
 李军
 021-50106015
 lijunyjs@lhq.com

再论航空需求

航空需求结构性分化原因的探讨

回首 2009 年前十个月中国航空需求的发展历程，我们一方面为国内航线增速如此之快感叹，同时又不禁为国际航线下降幅度之大、衰退时间之长而疑惑，因为在过去多年的时间里（除 1998 年、2003 年偶然事件影响外），国内、国际航线基本上均是同步快速增长，而自 2008 年以来却一半是火焰、一半是海水。

图 1：1995 年以来国内、国际航线旅客吞吐量增速发展趋势



资料来源：联合证券研究所、中国民航总局

弹性系数的失效

之所以略显啰嗦的谈及大家均熟悉的过去在于引出我们的思考，过去当我们考虑航空需求时谈及较多的一直为 GDP 增速、航空需求的弹性系数，但在 2009 年同样的 GDP 增速为何对国际、国内航线航空需求产生决然不同的影响呢？

同是航空需求、根却不同

我想问题的关键在于引致国内、国际航线航空需求为 GDP 的不同部分，航空运输作为经济活动引致的过程需求，伴随着投资与消费活动，那么国内航线的需求应主要与国内投资与国内消费相关，而不是与 GDP 总量相关，因为 GDP 包含一个重要因素为净出口，而国际航线的需求应主要与进出口总额相关，而不是 GDP 主要构成的净出口，因为无论出口活动抑或进口活动的实现都将伴随着对航空客运的需求（国际航线目前与国内消费相关程度不高在于国内休闲为目的旅客在中国国际航线旅客占比中仍然较低）。

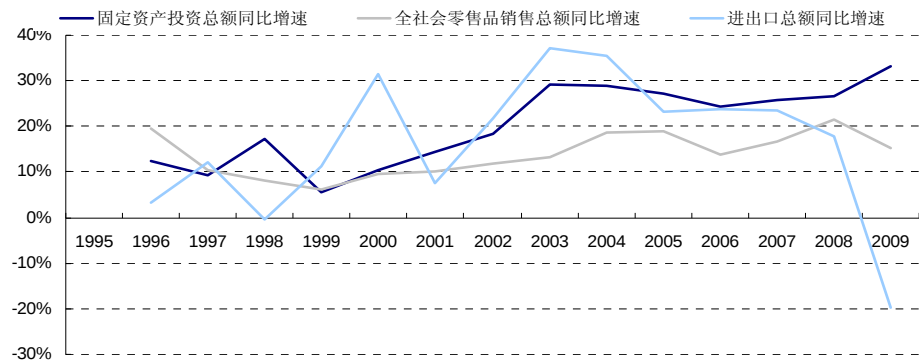
历史的巧合与另一个开始

在过去的长时间里固定资产投资增速、全社会零售品销售增额增速、进出口总额增速相对稳定，所以我们观察的结果是：一、国内、国际航线旅客吞吐量增速趋势上基本比较同步，（源自结构的相对稳定）；二、国际航线增速略微快于国内航线增速（源自进出口总额增速相对其他两项而言增速较高）。

但自 2008 年 10 月份以来，伴随着欧美等发达经济体金融经济危机的深化，中国进出口总额增速开始显著下降，而国内的固定资产投资增速（在政府的财政、货币政策的刺激下）和全社会零售品销售总额依然保持快速增长，因此我们看到 08

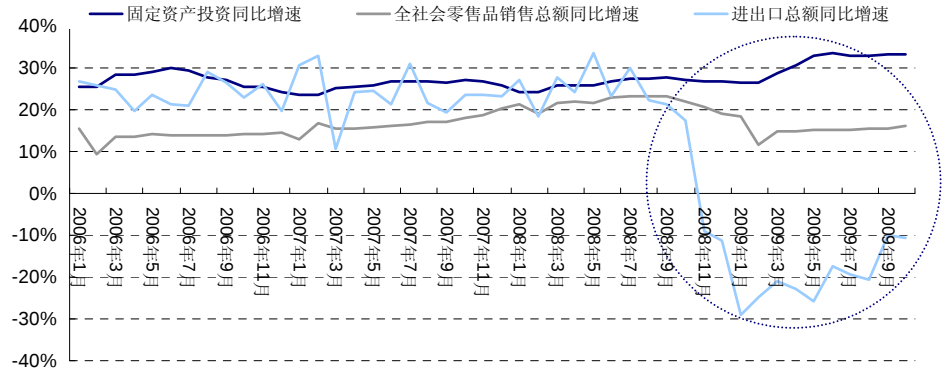
年以来中国的国内航线航空需求、国际航线航空需求表现截然不同。

图 2：中国固定资产投资、社会消费品零售总额、进出口总额发展趋势



资料来源：联合证券研究所、CEIC

图 3：中国固定资产投资、社会消费品零售总额、进出口总额发展趋势

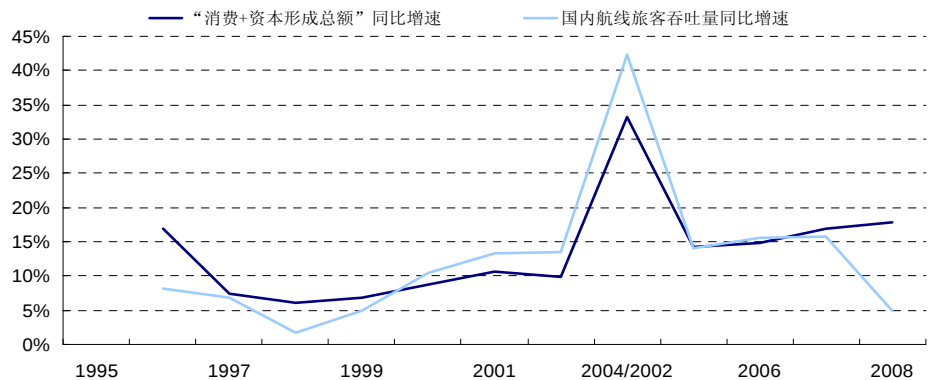


资料来源：联合证券研究所、CEIC

国内航线航空需求与“固定资产投资+全社会零售品总额”高度相关

基于上述我们对于航空需求驱动因素的分析，我们认为国内航空需求与国内的消费与固定资产投资息息相关，1995 年以来的数据也很好的证明了这一点（08 年国内航空需求增速与“消费+固定资产”增速的背离主要为众所周知的偶然影响）。

图 4：国内航空需求增速与“消费总额+资本形成总额”增速相关性趋势¹



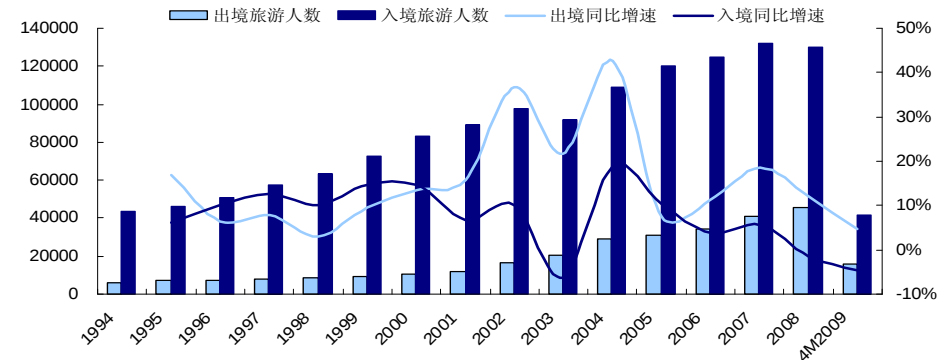
资料来源：联合证券研究所、CEIC

¹ 考虑到 2003 年非典的偶然冲击，我们在此处剔除了 2003 年的同比增速，并采用 2004 年同比 2002 年同比增速指标代替。

国际航线航空需求与进出口总额高度相关

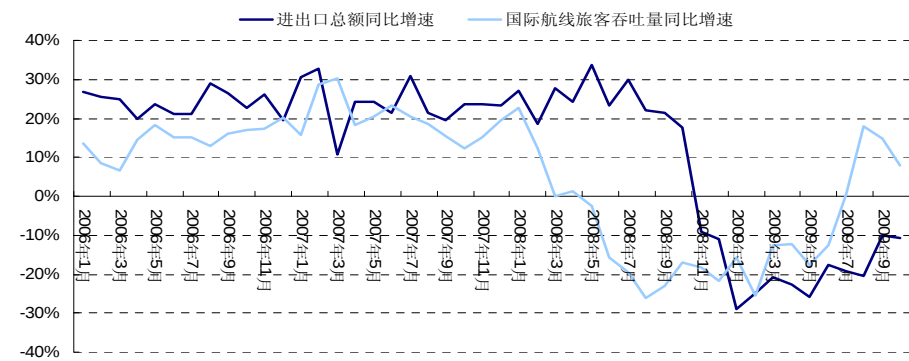
同理，我们认为中国的国际航线需求高度与进出口总额的相关性程度更高，而不是中国的GDP总量，尤其在由外国人出入境引发的国际航线需求仍然在国际航线旅客占主要部分的格局下，但可以预期的是，在未来随着由中国人出入境引发的国际航线需求在国际航线旅客占比的逐步提高，中国的国际航线需求也逐步从依赖于进出口总额转向很大部分的依赖于国内的消费支出。

图 5：中国出境旅游人数、入境旅游人数发展趋势



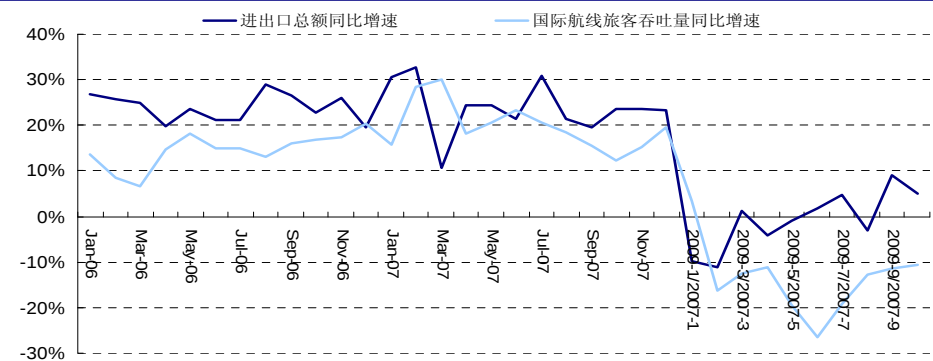
资料来源：联合证券研究所、CEIC

图 6：中国国际航线增速与中国进出口总额相关性趋势



资料来源：联合证券研究所、CEIC

图 7：调整后的中国国际航线增速与中国进出口总额相关性趋势²



资料来源：联合证券研究所、CEIC

² 考虑到 2008 年一系列偶然事件的冲击，我们剔除掉 2008 年月度同比数据，2009 年月度同比数据用 2009 年数据同比 2007 年得到。

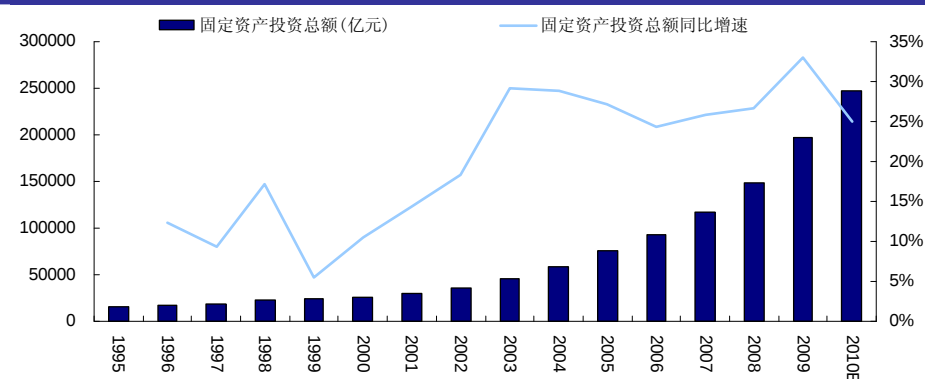
2010 年航空需求预测

国内航线需求：关注消费的超预期表现

投资活动带动的航空需求增速呈下降趋势

在一系列政府政策的刺激下，2009 年中国的固定资产投资增速超过 30%，根据我们宏观以及市场的一致预期，2010 年固定资产投资增速约为 20%，将低于 2009 年，由此因素所引发的国内航线航空需求增速应低于 2009 年。

图 8：固定资产投资发展趋势



资料来源：联合证券研究所、CEIC

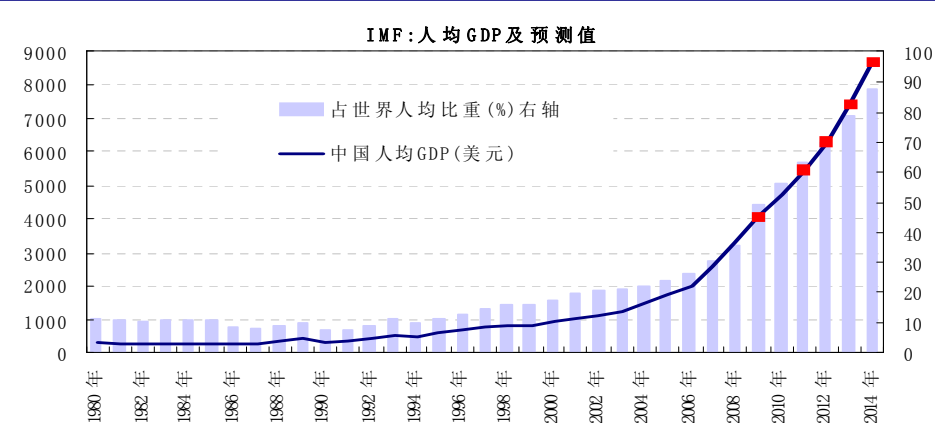
消费升级有望带来国内航线需求的超预期表现

市场在看待 2010 年宏观经济时，总体看法是经济的驱动力在于消费继续平稳，投资可能略有下降，净出口有所恢复，经济增长更加平衡，但从消费端来看，存在超预期表现的可能，主要基于如下几个理由：

1. 人均 GDP 水平到达大消费时代的临界点

2008 年，我国人均 GDP 超过 3000 美元，日本在上个世纪 60 年代高速增长所带来的大消费时代正是从人均 GDP3000 美元左右起步（以 2008 年价格计算）。

图 9：我国人均 GDP 及占世界人均 GDP 的比重



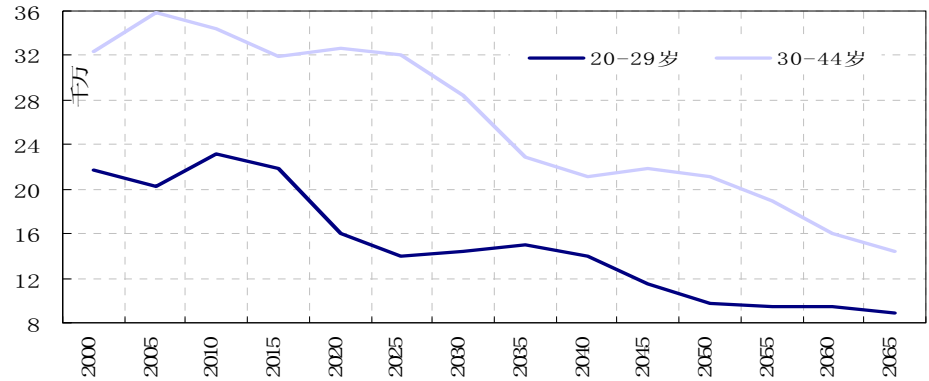
资料来源：联合证券研究所、IMF

注：2009 年及以后年份数据为 IMF 预测值

2. 杠杆化消费人群逐步成为社会主体消费力量

2010 年开始，消费观念更新、加大财务杠杆进行消费行为更为普遍的 20-29 岁人群将进入高峰期，这就是从人口结构的角度来看未来消费增长的内在驱动力。

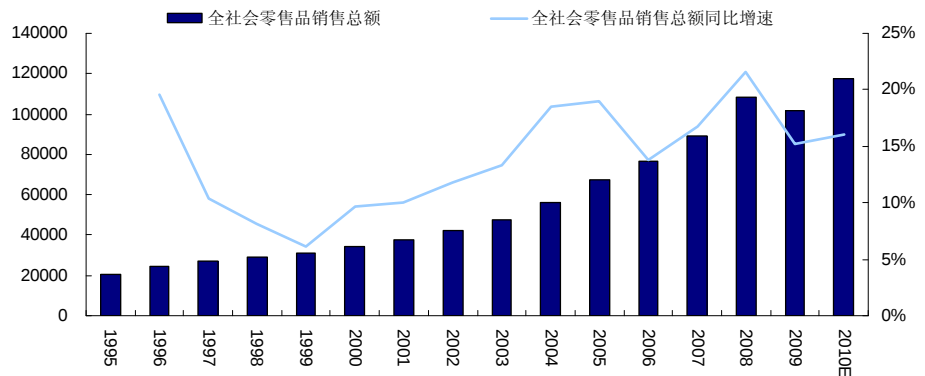
图 10：我国中青年人口高峰期将出现



资料来源：联合证券研究所

同时从中国家庭负债消费扩张能力来看，加大负债比率的现实条件非常充分，同时加之政府一系列刺激消费政策，预计 2010 年消费具有超预期的可能，从而带动国内航线航空需求。

图 11：全社会零售品销售总额发展趋势



资料来源：联合证券研究所、CEIC

综合 2010 年固定资产与消费增速，我们预计 2010 年国内航线增速在 13%-16%

在假设 2010 年固定资产投资增速为 20%、全社会零售品销售总额增速在 16% 的假设条件下，我们预计 2010 年国内航线增速在 13% 至 16% 之间³。

国际航线需求：将随进出口总额的复苏而实质性复苏

目前并未出现明显实质性复苏，但为期不远

基于我们所提出的国际航线驱动因素框架，我们发现在历史上中国国际航线增速与进出口总额增速高度相关，但在 2009 年这种情况发生了一些变化，从图 7 可以看出，经调整后的 2009 年/2007 年国际航线增速相比 2009 年/2007 年进出口

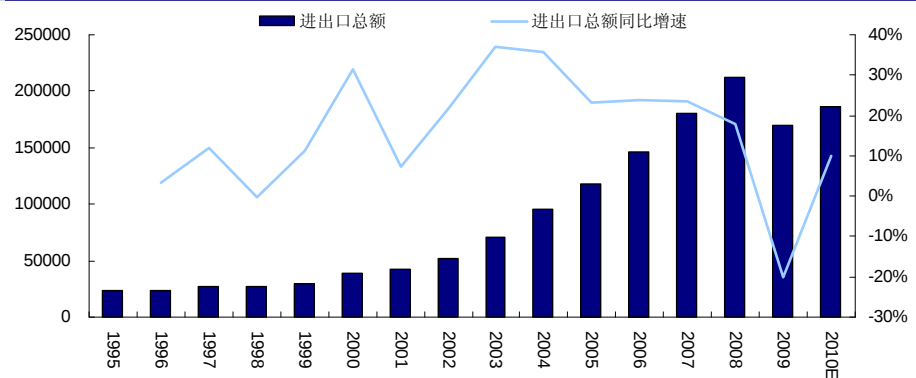
³ 此预测并未考虑世博会的促进影响，关于世博会对于航空需求的刺激作用，文中有专门分析。

总额增速同步性与前几年的趋势出现了一定的背离，使得我们观察到的 2009 年国际航线表观同比增速其实完全源于 2008 年由于偶然因素所导致的翘尾因素影响，而基于进出口总额驱动的国际航线其实低于预期（见图 7），但从历史的趋势上判断，伴随着进出口总额重拾正增长，由进出口总额带动的国际航线也必然会很快实现实质性复苏。

国际经济再平衡背景下的中国进出口发展趋势

根据我们宏观的判断，2010 年进出口总额将重拾正增长，预计增速在 10% 以上。

图 12：进出口总额发展趋势



资料来源：联合证券研究所、CEIC

综合 2010 进出口总额增速，我们预计 2010 年国际航线增速在 10% 以上

在假设 2010 年进出口总额同比增速为 10%、并无重大偶然事件冲击的假设条件下，我们预计 2010 年国际航线增速在 10% 以上⁴。

个性化因素：关注世博会的超预期表现

基于奥运会的记忆，市场对世博会实际对旅游的带动不敢乐观，我们认为世博会与奥运会的本质区别在于奥运会的首要目的在于保证比赛的进行，因此会议具有一定的封闭性，而世博会则是开放的吸引游客来观赏各国的成果，因此我们认为世博会对航空、旅游的带动有可能会超过市场预期。

1、世博会总体参观人数预计

根据近年来世博会的参观人数以及经济发展水平等因素，官方预计 2010 年上海世博会的参会人数在 7000 万左右，事实上对参观人数的准确估计难度很大，但从历史上历次世博会的参观人数来看，至少参观人数是“千万”数量级的可以确定无疑。

⁴此预测并未考虑世博会的促进影响，关于世博会对于航空需求的刺激作用，文中有专门分析。

表 1：近十二届世博会举办城市与参会人数

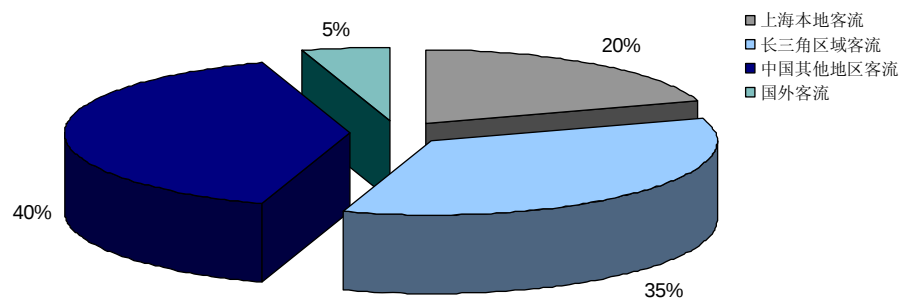
举办时间	举办城市	类别	举办持续时间（天）	参观人数（万人）
2010	中国上海	综合类	184	7000（预计）
2005	日本爱知	综合类	185	2205
2000	德国汉诺威	综合类	153	1800
1998	葡萄牙里斯本	专业类	132	1013
1993	韩国大田	专业类	93	1401
1992	意大利热那亚	专业类	184	1858
1986	加拿大温哥华	专业类	165	2211
1982	美国诺克斯韦尔	专业类	152	1113
1981	日本神户	专业类	180	1610
1975	日本冲绳	专业类	183	349
1974	美国斯波坎	专业类	184	4800
1970	日本大阪	综合类	183	6422

资料来源：联合证券研究所

2、参观客流地域来源分析

历次世博会参观者的来源地信息的表明，国内参观者比例最高达到九成，综合考虑各种因素，世博会官方预测，2010 年上海世博会的客流构成大概为本地占 25%；长三角区域客流占 30%；中国其他区域客流占 40%；国外客流占 5%。

图 13：2010 年上海世博会客流来源地预测



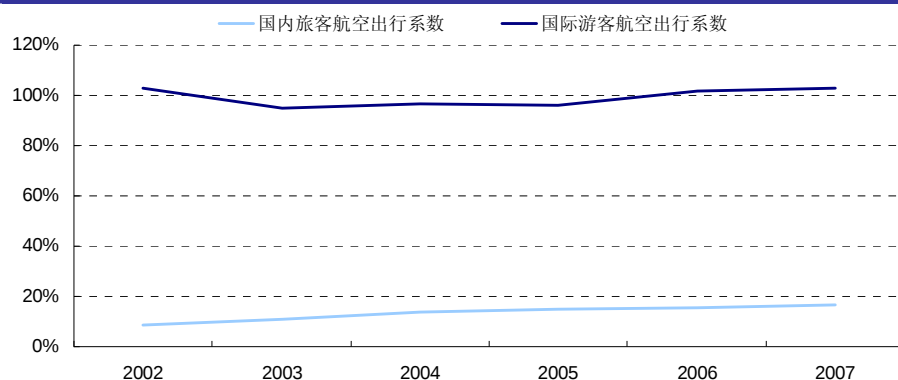
资料来源：联合证券研究所、上海世博局

3、对国内、国际航线的影响分析⁵

通过我们运用“进出上海游客的航空出行系数”进行的分析，进出上海的国内游客通过航空到达和离开的比例约占 16.5%，进出上海的国际游客通过航空到达和离开的比例接近 100%，说明上海的国际游客基本上均采用航空的交通方式进出上海。

⁵ 此处的航空出行系数计算原理如下：国内游客航空出行系数=上海当年两场国内航空旅客/当年到达上海的国内游客人数*2（乘以 2 的基本假设为 1 个旅客到达上海与离开上海产生两次潜在航空需求）；国际游客航空出行系数=上海当年两场国际航空旅客/当年到达上海的国际游客人数*2。

图 14: 根据上海国际、国内航线旅客与上海旅游人数测算的航空出行系数



资料来源: 联合证券研究所

基于上述的进出上海游客航空出行系数和上海 2010 年上海世博会游客来源比例的假设 (上海本地游客不刺激航空需求), 我们测算出 2010 年上海世博会刺激的国内、国际航空需求。

表 2: 上海世博会刺激航空需求预测

假设参观人数	刺激国内航线需求(万)	刺激国际航线需求(万)
2000	448	200
3000	672	300
4000	896	400
5000	1120	500
6000	1344	600
7000	1568	700

资料来源: 联合证券研究所

运力总量投放继续保持稳定、结构投放逐步趋于稳定

运力投放的二元结构保证座位数总量投放稳定增长

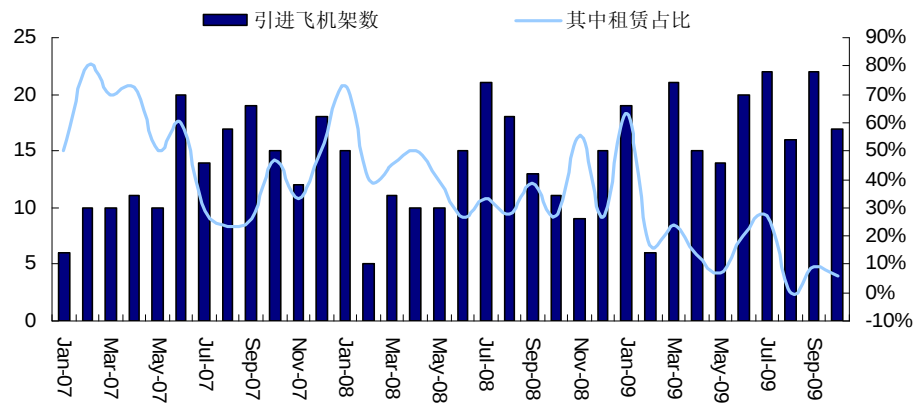
运力投放的二元结构

所谓运力投放的二元结构是指航空公司的运力供给来自于两个方面: 一、自购订单; 二、当期租赁, 在过去相当长的时间内, 当期租赁运力在航空公司运力供给中占据的比例在 40%至 50%之间。

预计 2010 年租赁飞机占比继续保持较低比例

09 年以来, 租赁运力投放显著降低, 当期租赁运力在航空公司运力供给中占据的比例降至在 10%至 20%之间, 2010 年在需求没有远超预期的情况下, 我们预计租赁运力供给将持续保持降低的增速。

图 15：2007 年以来月度引进飞机数以及租赁飞机占比发展趋势

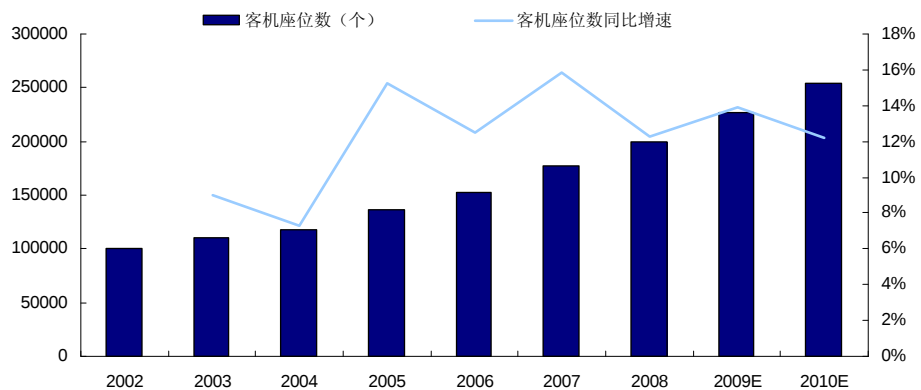


资料来源：联合证券研究所、CEIC

2010 年总座位增速预计保持在 12-13%之间

在我们预计当期租赁运力在航空公司运力供给中占据的比例降至在 10%至 20% 之间的假设下，我们预计 2010 年全行业座位数同比增速在 12%-13%之间。

图 16：全行业客机座位数发展趋势



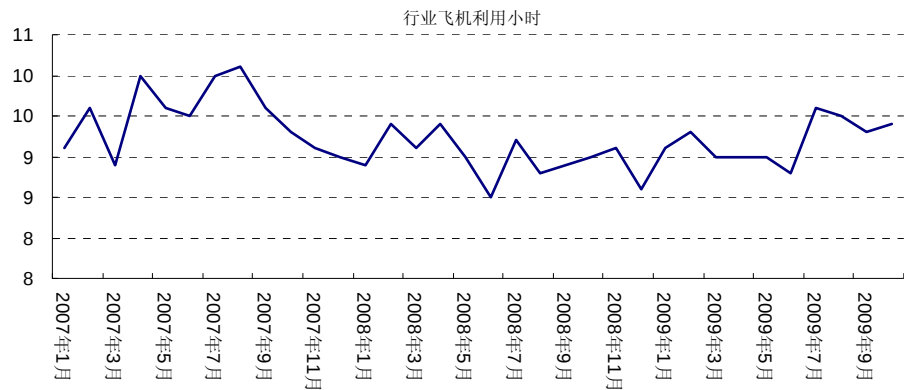
资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

利用小时因素使 2010ASK 增速可能高于座位数增速 2%-3%

2009 年行业平均利用小时从 2008 年的 9 个小时左右将提升至 9.2 个小时左右，在行业景气较高的情况下，利用小时可提升至 9.5 个小时左右，根据利用小时与 ASK 之间基本的接近线性的关系，在 2010 年行业平均利用小时每提升 0.1 小时的情况下，行业 ASK 增速将高于座位数增速约 1%。

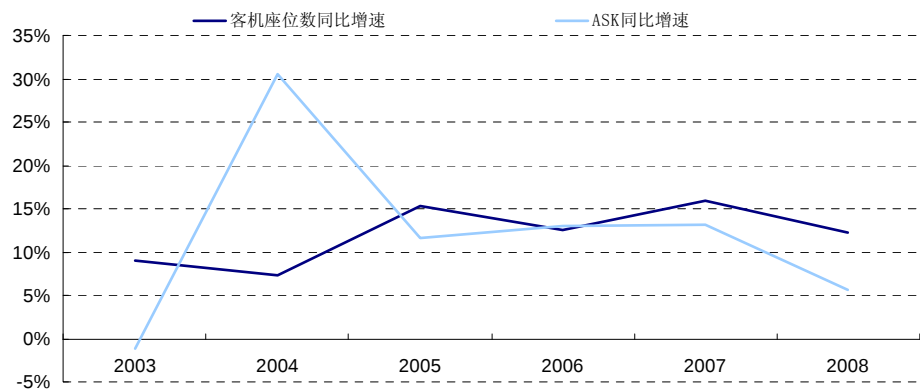
需要指出的是，利用小时的上升一般是在行业景气提升的前提下发生，因此由于航空公司主动提升利用小时所带来的 ASK 增速提高与已有订单交付所导致的座位数被动增长意义完全不同，因此我们在考察行业景气时，主要考虑座位数增长与旅客吞吐量之间的增速配比。

图 17: 利用小时发展趋势



资料来源: 联合证券研究所、CEIC

图 18: ASK 与座位数波动的不同步

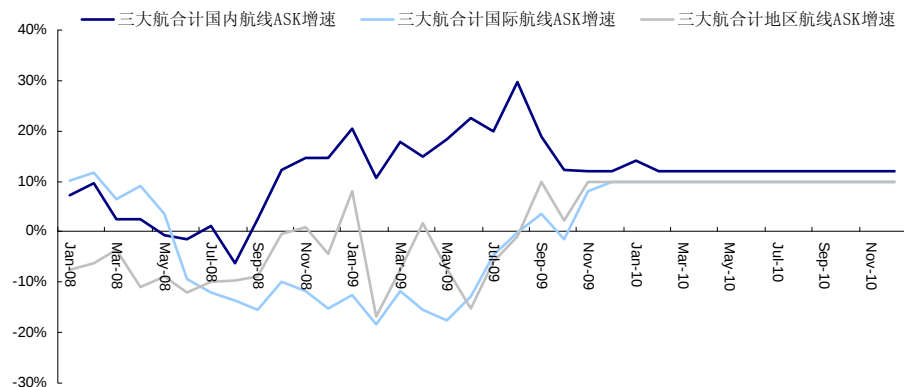


资料来源: 联合证券研究所、CEIC

国际航线复苏将使 2010 年国际、国内运力增速逐步趋同

我们判断 2010 年国际航线、国内航线增速可能基本趋同, 2009 年国内、国际航线需求增速严重背离所导致的国际航线运力转移将大为缓解, 2010 年国际航线、国内航线的 ASK 增速将逐步趋同。

图 19: 三大航 ASK 分区域发展趋势



资料来源: 联合证券研究所、中国民用航空总局

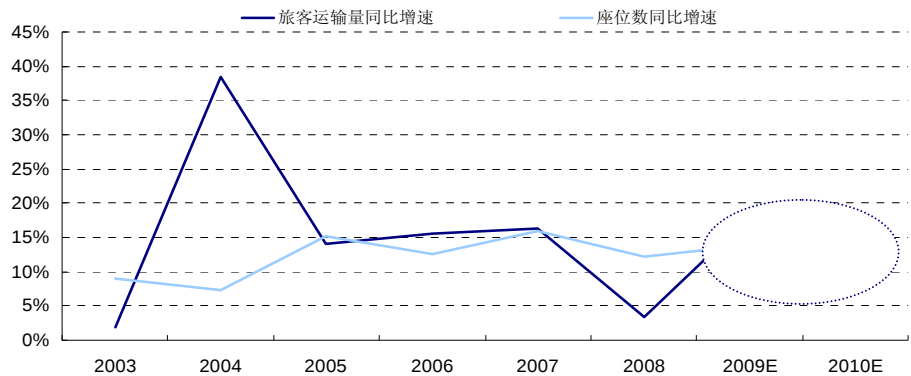
运价上涨可以期待

一、最大的基础：供需格局的改善

根据我们对于 2010 年航空需求与供给的判断，在 2010 年行业供需格局进一步改善为大概率事件，客座率的提升成为推动 2010 年票价上行的最主要推动力。

2010 年需求增速有望大于供给增速

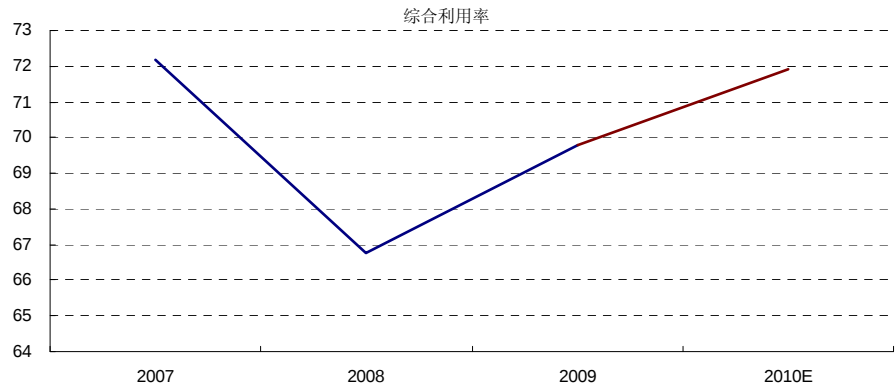
图 20：全行业座位数增速与旅客吞吐量增速发展趋势



资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

客座率乘以利用小时指标有望提升

图 21：客座率乘以利用小时指标发展趋势

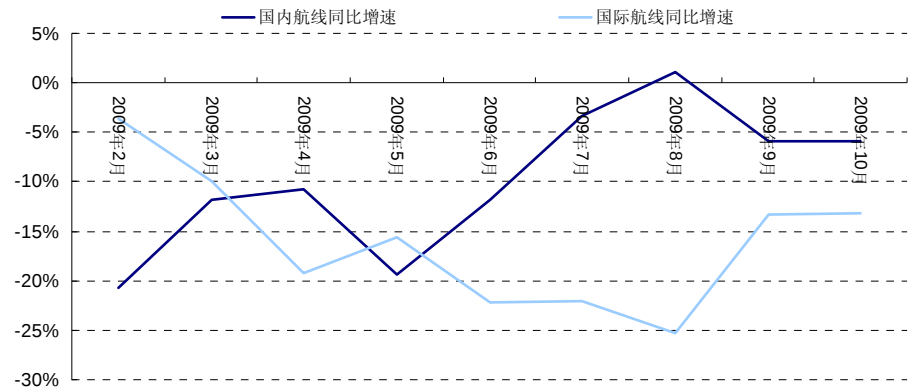


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

二、H1N1 偶然性冲击的消失

受甲型 H1N1 流感的影响，2009 年 4 月份开始国内、国际航线票价指数的下跌幅度超过了基本面的影响，我们预计 2010 年从同比来看票价水平同比上升为大概率事件。

图 22：08 年以来分区域航线吨公里收入发展趋势

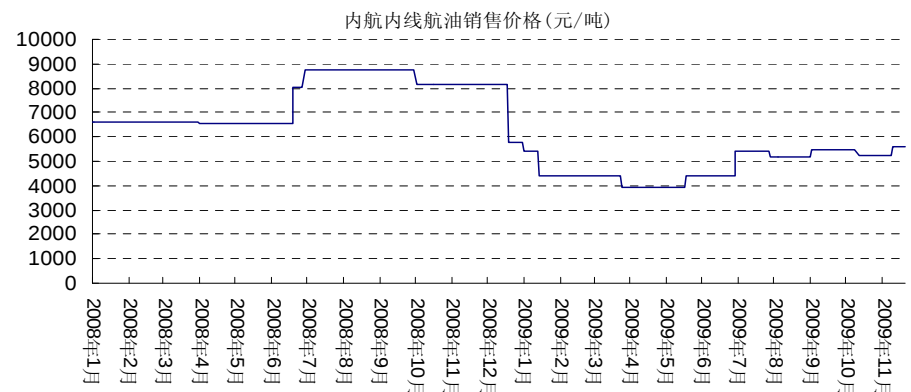


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

三、可能的成本推动

截至 2009 年 11 月 20 日，2009 年内航内线航油销售平均价格在为 4784 元，目前内航内线销售价格为 5580 元/吨，对应的原油价格约为 78 美元/桶，在假设 2010 年原油价格保持在目前水平的情况下，2010 年的内航内线航油销售价格大约为 5580 元/吨，高于 2009 年约 16.7%，航油成本目前在航空公司的主营成本中占比接近 40%，航油成本的上涨在目前的供需格局下能部分的推动航空公司运价上涨，尤其在 2009 年 11 月 12 日民航总局、发改委推出航空客运燃油附加费与航油价格联动的机制后，航空客运燃油附加费成为连接航油价格与运价水平最为直接的纽带。

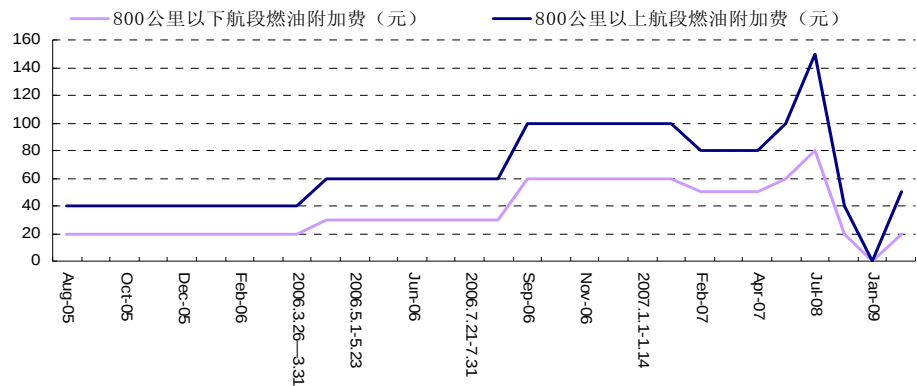
图 23：08 年以来内航内线航油销售价格发展趋势



资料来源：联合证券研究所、发改委

考虑对票价的挤出效应后，燃油附加费至少相当于增加了各航段的全价水平，假设 2010 年各航空公司按照目前的标准征收燃油附加费，相当于增加 2010 年全价水平约 3.7%，考虑到 2009 年全年基本上均无燃油附加费，因此在供需水平不发生恶化的情况下，预计此举能够提高 2010 年票价水平约为 3.7%。

图 24：航空燃油附加费收取历史



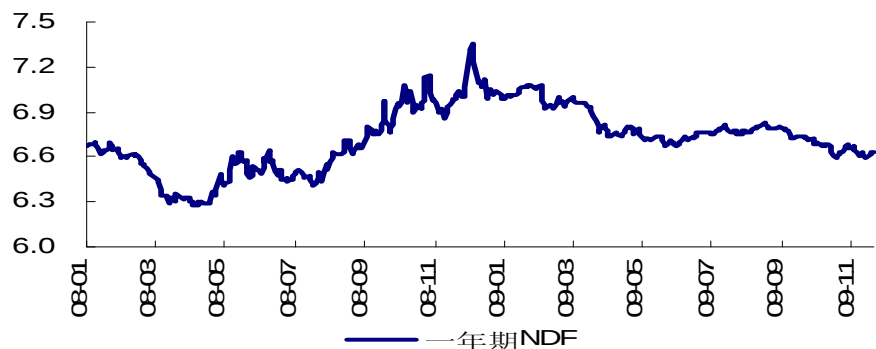
资料来源：联合证券研究所

预期的人民币升值：从成本费用端显著改善航空公司业绩

人民币升值对航空公司成本费用端具有显著正面影响

人民币升值预期加强

图 25：NDF 反映的人民币升值预期



资料来源：Bloomberg，联合证券研究所

主要航空公司美元负债

表 3：主要航空公司美元负债

公司名称	美元负债（亿美元）	折合成人民币（亿人民币）	人民币升值 1%对 EPS 影响
中国国航	59	403	+0.02 元/股
南方航空	68	463	+0.04 元/股
东方航空	46	313	+0.03 元/股
海南航空	4.5	31	+0.01 元/股
上海航空	6	41	+0.02 元/股

资料来源：联合证券研究所、公司资料

注：美元负债为截至 2009 年 6 月 31 日数据

投资评级

维持行业“增持”投资评级

基于 2010 年国内航线继续保持快速增长、国际航线随进出口总额复苏，行业供需格局进一步改善的预期，以及人民币升值预期，我们维持行业“增持”的投资评级。

国际航线随进出口总额复苏在即，航空股投资良机逐步到来

我们认为国际航线的复苏是航空股能否实现供需格局可持续改善的首要因素，同时，进出口总额的复苏可能使得对航空股成本费用段影响较大的人民币升值预期增强，基于我们宏观分析师的判断，11月份进出口总额将重拾正增长，2010年进出口总额同比增速在10%以上，因此基于我们的分析逻辑，我们认为国际航线很快即将随进出口总额恢复正增长而复苏，同时人民币升值预期有望随进出口的复苏而加强，航空业有望进入新一轮二元驱动周期，投资航空股的良机正逐步到来。

投资标的的选择与重点上市公司盈利预测

投资标的选择的逻辑

基于国际航线复苏，我们首选国际航线业务占比最大以及在目前的供需格局下市场控制力最强的中国国航，随着2010年供需格局的不断改善，我们选择在行业越过盈亏平衡点之后弹性最大以及对人民币升值最为敏感的南方航空，同时基于世博会对航空需求刺激可能的超预期，我们选择受益最大的东方航空。

重点上市公司盈利预测

表 4：重点航空上市公司盈利预测与投资评级

公司名称	收盘	08PES	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	评级
中国国航	7.76	-0.75	0.33	0.18	NA	23.51	43.11	增持
南方航空	5.28	-0.60	0.03	0.132	NA	176.00	40.61	增持
东方航空	5.61	-1.80	0.01	0.18	NA	561.00	31.16	增持

资料来源：联合证券研究所、注：收盘价为2008年11月24日价格

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 3932 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

未经书面授权，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。