

需求端愈发健康、投资航空股正当时

——航空业 2009 年 11 月份经营数据点评

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；

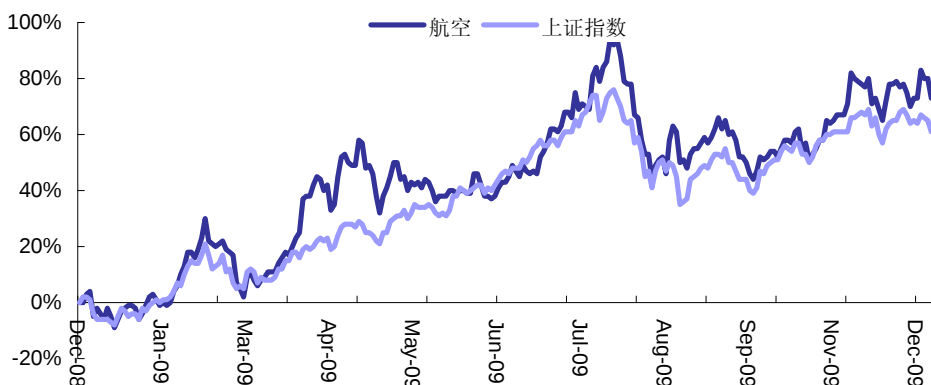
3、《期待下一个催化剂：国际航线“全面”复苏》，2009.9.22；

4、《三大航旺季表现不一》，2009.10.28；

5、《航空业有望进入新一轮二元驱动周期》，2009.12.3。

- **需求端愈发健康：**总体而言，我们认为 11 月份需求端数据表现良好，国内航线增速继续较快略超预期，国际逐步恢复，并在低基数效应下呈现出表观的高速增长（11 月份国内、国际航线旅客吞吐量分别同比增长 18.60%、11.80%），并且我们预计至少在未来一年的时间里国内、国际航线需求将继续呈现出均快速增长的态势，国内航空需求端重拾健康的二元驱动局面。
- **供给总量增速保持平稳：**11 月份，全行业飞机架数同比 2008 年 11 月份约增长 12.5%，增速基本保持稳定，同时根据我们的粗略统计，2009 年 11 月份全行业引进飞机 11 架，其中通过租赁方式引进飞机 2 架，全行业当月通过租赁方式引进飞机占比继续保持较低比例。
- **供需格局 11 月份好转明显，并超过 2007 年同期水平：**在国内航线继续快速增长并略超预期，国际航线逐步恢复的情况下，考虑综合利用率指标，09 年 11 月份行业供需格局较去年同期明显改善，并超过 07 年同期水平，综合利用率指标（综合利用率=客座率*日利用小时）2007 年至 2009 年 11 月份值分别为 707.07、677.95、719.44。
- **投资航空股正当时：**我们认为目前正是投资航空股的一个较佳时点，主要逻辑在于：1、首先我们看好 2010 年航空股投资机会，主要逻辑在于我们认为随着进出口总额的由负转正，国际航线实质性恢复将得以持续，同时在国内消费与投资的带动下，国内航线在 2010 年继续保持快速增长可以期待，并且供给增速将保持稳定，从而航空业在 2010 年供需格局进一步改善为大概率事件。再者从需求端来看，世博会有望带来航空需求的超预期，进出口总额的好转使得人民币升值压力进一步增强，航空业有望进入新一轮二元驱动周期。2、从投资时点上看，我们认为目前是较佳的投资时点，主要逻辑在于 11 月份开始国际航线的增速已经开始超过供给增速，并且在未来的较长时间内我们认为这一增速会持续，从而国际航线也逐步开始供需格局改善的进程。

最近 52 周股价表现



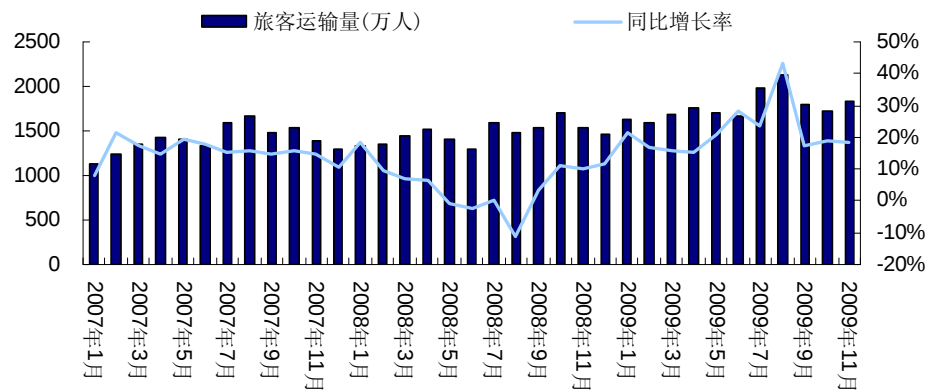
分析师
 李军
 021-50106015
 lijunyjs@lhqz.com

需求方：国内继续快速增长、国际随进出口总额逐步复苏

国内航线继续快速增长、增速略超预期

11 月份，全行业国内航线旅客吞吐量同比增长 18%，环比增长 6.89%，同比增速与 10 月份的 18.80% 基本持平，在 2007 年、2008 年 11 月份国内航线旅客吞吐量环比 10 月份分别下降 9.13%、9.91%，同比及环比增速数据表明：在翘尾因素消失后，国内航线 11 月份的同比增速超出我们预期。

图 1：全行业国内航线旅客吞吐量发展趋势

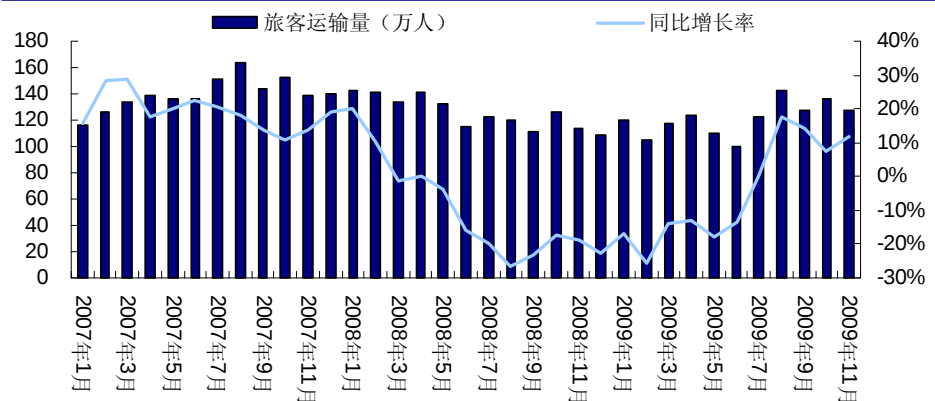


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

国际航线逐步恢复

11 月份，全行业国际航线旅客吞吐量同比增长 11.8%，环比下降 6.63%，同比增速高于 10 月份的 7.20%，在 2007 年、2008 年 11 月份国际航线旅客吞吐量环比 10 月份分别下降 6.63%、8.80%，同比及环比增速数据表明：国际航线正在逐步恢复。

图 2：全行业国际航线旅客吞吐量发展趋势



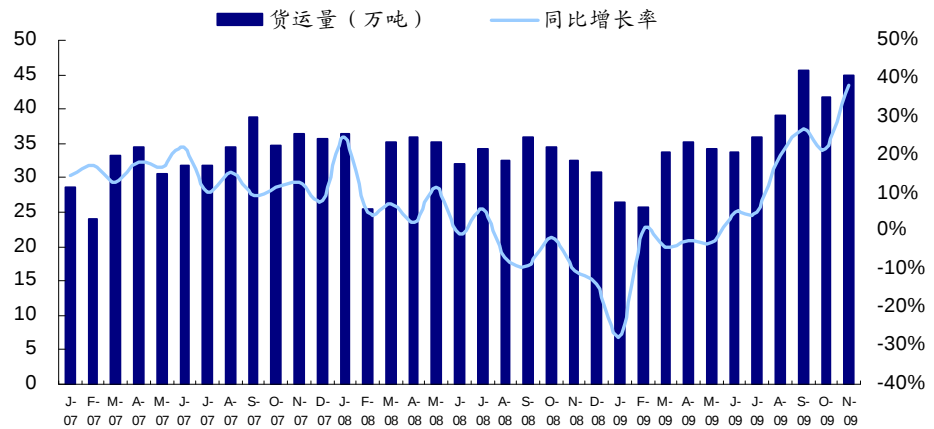
资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

货运恢复明显

11 月份，全行业货邮吞吐量同比增长 35.7%，环比增长 7.80%，同比增速远高于 10 月份的 20.30%，在 2007 年、2008 年 11 月份全行业货邮吞吐量环比 10 月份分别增长 4.47%、下降 5.13%，同比及环比增速数据表明：全行业货邮吞吐两恢

复明显。

图 3：全行业货邮吞吐量发展趋势



资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

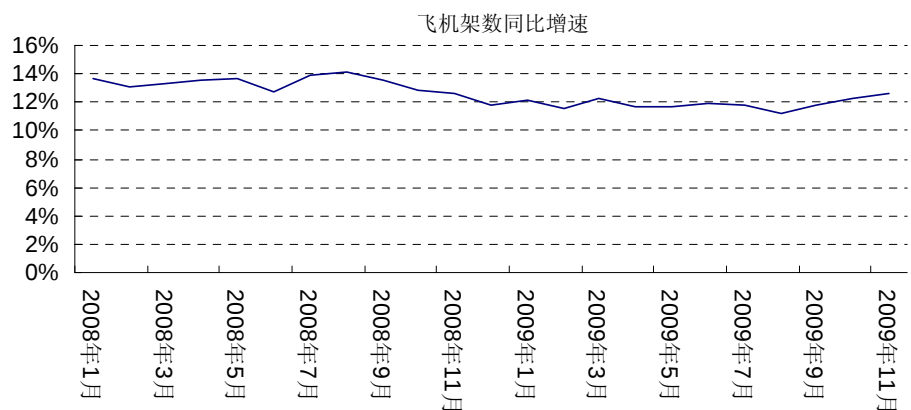
总体而言，我们认为 11 月份需求端数据表现良好，国内航线增速继续较快略超预期，国际逐步恢复，并在低基数效应下呈现出表观的高速增长，并且我们预计至少在未来一年的时间里国内、国际航线需求将呈现出均快速增长的态势，国内航空需求端重拾健康的二元驱动局面。

供给方：供给总量增速保持稳定、租赁运力占比持续保持较低比例

供给总量增速保持稳定

11 月份，全行业飞机架数同比 2008 年 11 月份约增长 12.5%，增速基本保持稳定。

图 4：全行业客机架数发展趋势

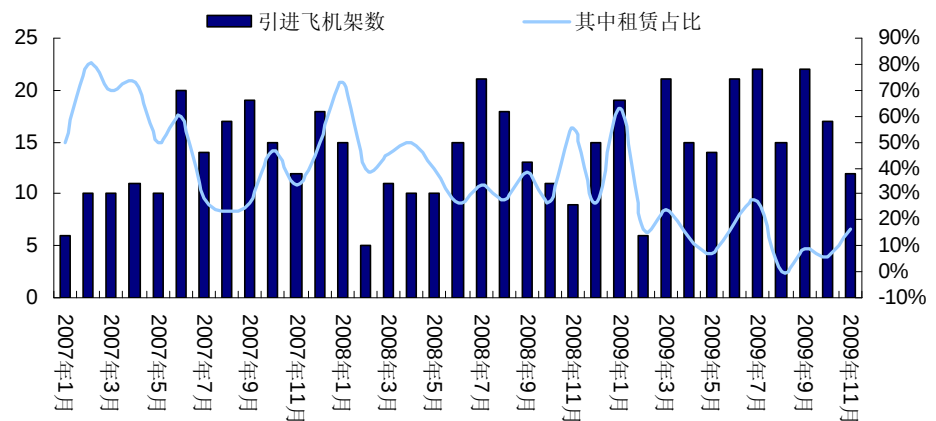


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

租赁运力占比持续保持较低比例

根据我们的粗略统计，2009 年 11 月份全行业引进飞机 11 架，其中通过租赁方式引进飞机 2 架，全行业当月通过租赁方式引进飞机占比持续保持较低比例。

图 5：全行业当月引进飞机及通过租赁方式引进飞机占比发展趋势



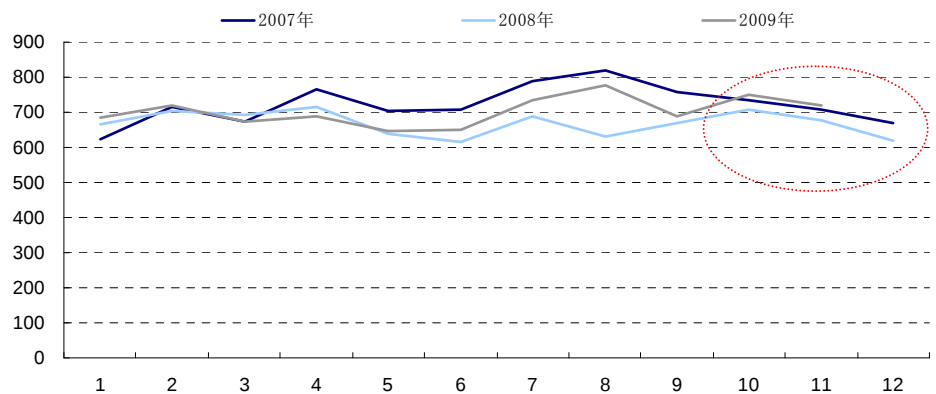
资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

供需格局：11 月份同比明显好转，并超过 07 年同期水平

综合利用率指标¹：同比明显好转，并超过 2007 年同期水平

在国内航线继续快速增长并略超预期，国际航线逐步恢复的情况下，考虑综合利用率指标，09 年 11 月份行业供需格局较去年同期明显改善，并超过 07 年同期水平。

图 6：全行业综合利用率指标发展趋势



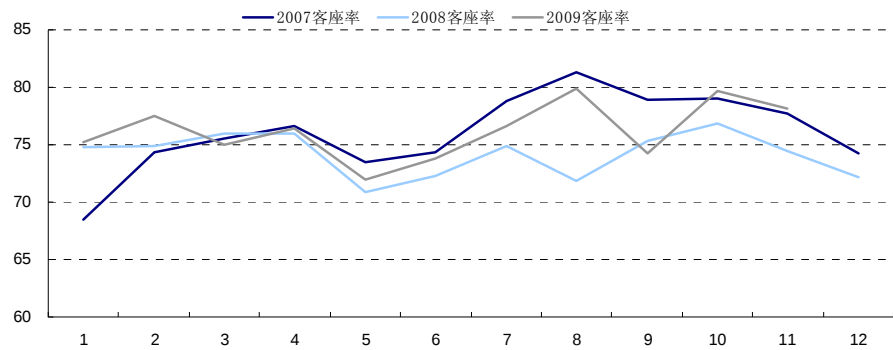
资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

11 月份行业客座率达到 78.2%，超过 07 年、08 年同期的 77.70%、74.50%。

¹ 我们所定义的综合利用率指标综合了客座率和利用小时两方面的情况，具体而言，综合利用率=客座率*利用小时。

图 7：全行业客座率指标发展趋势

单位：%

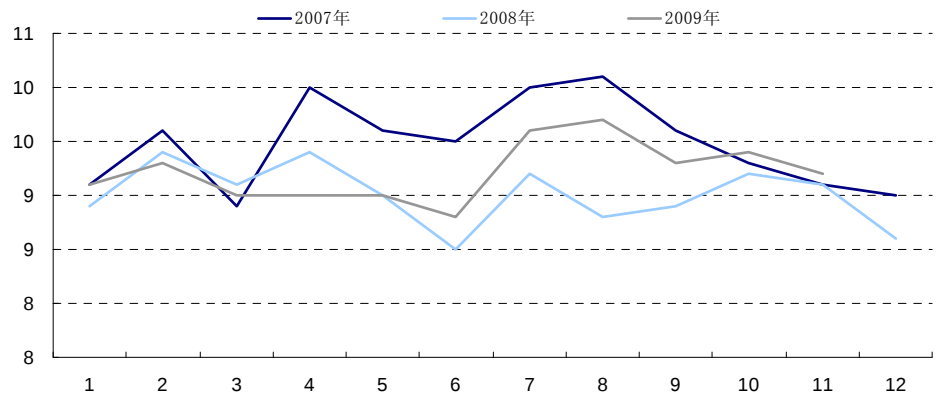


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

11 月份行业日利用小时达到 9.2 小时/日，超过 07 年、08 年同期的 9.1 小时/日。

图 8：全行业利用小时指标发展趋势

单位：小时/日



资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

行业投资评级：增持

增持航空股正当时

我们认为目前正是投资航空股的一个较佳时点，主要逻辑在于：

1、首先我们看好 2010 年航空股投资机会，主要逻辑我们认为随着进出口总额的由负转正，国际航线实质性恢复将得以持续，同时在国内消费与投资的带动下，国内航线在 2010 年继续保持快速增长可以期待，并且供给增速将保持稳定，从而航空业在 2010 年供需格局进一步改善为大概率事件。再者从需求端来看，世博会有望带来航空需求的超预期，进出口总额的好转使得人民币升值压力进一步增强，航空业有望进入新一轮二元驱动周期。

2、从投资时点上看，我们认为目前是较佳的投资时点，主要逻辑 9 月份开始随着国内航线翘尾因素的消失，国际航线的有效恢复是航空业需求端健康持续的必要条件，11 月份开始国际航线的增速已经开始超过供给增速，并且在未来的较长时间内我们认为这一增速会持续，从而国际航线也逐步开始供需格局改善的进程。

3、投资标的的选择：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。

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@lhzq.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@lhzq.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。