

2010 年 03 月 26 日

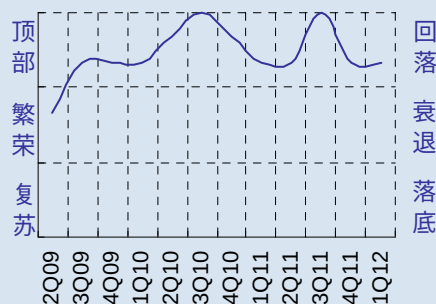
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	28.71
市场优化平均市盈率	29.70
国金航空运输指数	1456.27
沪深 300 指数	3229.13
上证指数	3019.18
深证成指	12086.90
中小板指数	5981.45



行业景气周期预期2Q09-1Q12



分析师:李莉芳

联系人:黄金香

 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

航空运输行业 2010 年 2 季度报告

—— 关注新增运力机型结构给航空景气带来的影响

减持

持有

增持

投资要点

- 消费升级仍将是航空行业需求保持快速增速的原动力，在此产业背景下，经济回升将继续推动航空需求的快速回升。
 - ◆ 目前温和的紧缩不会对航空需求产生重大影响，国内航线有望实现 15% 左右的同比增长；我国国际旅游进入加速普及阶段、国际欧美经济也在进一步复苏、并且叠加低基数的影响，我国国际航线有望出现报复式反弹。
- 整体运力投放增速有限，而窄体机和宽体机出现结构性差异
 - ◆ 首先闲置运能在 2009 年得到良好消化，而 2010 年整个行业的运力增速为 11% 左右，我们认为在一个相对管制的市场中，短期内行业运力增速较缓慢并不会因为需求的快速增长而改变。
 - ◆ 新增运力的机型结构出现分化，根据我们统计，2010 年窄体机增幅近 13%，而宽体机的增幅由于大飞机的推迟交付，增速只有 5% 左右。
 - ◆ 窄体机更适航于国内航线，而宽体机更适航于国际航线，这将使今年国际航线、尤其是国际长航线运力投放能力不足。
- 2010 年行业供需将持续改善，将使景气程度继续上升，尤其是国际航线
 - ◆ 新增运力机型的结构差异将使国内和国际航线景气改善程度出现差异，国内航线客座率将温和增长，但国际航线客座率将大幅提升。
 - ◆ 由于供需的改善，国内、国际航线的票价水平都将出现明显回升，并且国际航线的回升幅度预计将超过国内航线。
- 维持行业增持的投资评级，关注国际航线、管理改善及人民币升值。
 - ◆ 在航空估值已大幅提升的情况下，我们建议关注国际航线景气大幅回升给国航带来的投资机会、管理改善以及世博会给东航带来的业绩弹性；我们另外也提请关注业绩有望再超预期、严重低估的厦门空港。

图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	09PE	10PE	投资 评级	上期 评级
中国国航	12.41	7845.68	0.40	55.00%	0.62	31.03	20.02	买入	买入
ST东航	7.51	1801.95	0.21	66.67%	0.35	35.76	21.46	买入	买入
南方航空	7.32	1500.00	0.05	720.0%	0.41	146.4	17.85	买入	买入
厦门空港	20.26	297.81	0.98	11.22%	1.09	20.67	18.59	买入	买入
上海机场	18.56	1093.48	0.37	45.95%	0.54	50.16	34.37	持有	买入
白云机场	11.44	1015.00	0.47	10.64%	0.52	24.34	22.00	持有	持有
深圳机场	17	653.18	0.34	8.82%	0.37	21.56	19.81	持有	持有

来源：国金证券研究所

内容目录

行业回顾——国内国际航线、客货运全面走向繁荣	4
国内航线旅客量由高速增长回归温和增长	4
国际航线景气程度在快速回升	4
航空货运保持高速增长	6
2010 年行业展望——景气程度预计创下新高	7
航空需求有望继续保持快速增长，尤其是国际航线	7
运力投放增速有限，而窄体机和宽体机出现结构性差异	9
行业景气程度有望继续回升，机型结构分化将使国内国际景气程度出现差异	11
油价水平有望保持稳定，而人民币近期有望重启升值	13
航空运输行业投资策略	14
关注国际长航线景气大幅回升、管理改善、世博会和人民币升值	14
维持航空行业增持的投资评级	16
机场行业分析及投资策略	16
流量增长取决于当地航空消费升级所处阶段	16
扩建周期对导致盈利和 PE 水平的波动	18
维持机场行业增持评级，建议关注厦门空港	19
行业内重点公司简析	19
中国国航：买入	19
ST 东航：买入	21
厦门空港：买入	22

图表目录

图表 1：三大航国内航线 RPK 增长率	4
图表 2：三大航国内航线 ASK 增长率	4
图表 3：三大航国内航线客座率	4
图表 4：2007 年以来国内航线票价指数	4
图表 5：三大航国际航线 RPK 同比增长率	5
图表 6：三大航国际航线 ASK 同比增长率	5
图表 7：三大航国际航线的客座率水平	5
图表 8：亚洲内国际航线的票价指数	5
图表 9：亚洲外国际航线的票价指数	6
图表 10：中国国航航空货运增长率	6
图表 11：东方航空航空货运增长率	6
图表 12：南方航空航空货运增长率	7
图表 13：三大航航空货运转运率	7

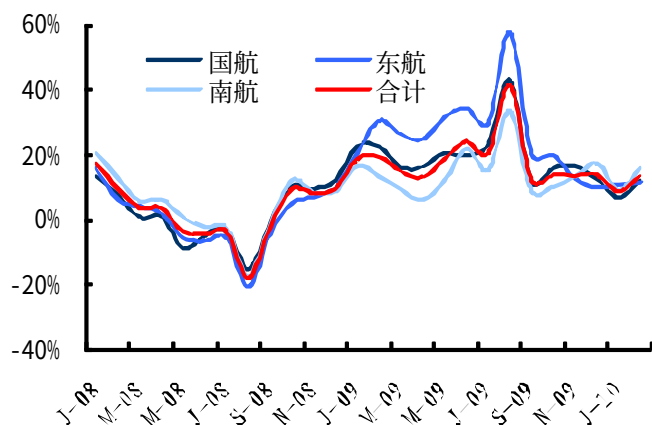
图表 14：日本人均 GDP3000 美元后的航空增长率	7
图表 15：过去十年我国航空旅客结构的变化.....	7
图表 16：航空旅客增速对 GDP 增速的先导作用.....	8
图表 17：航空旅客增速与 2 个季度后 GDP 增速同步	8
图表 18：航空旅客增速与 M1 增速的相关度很高.....	8
图表 19：我国 M1 增速仍维持在高位	8
图表 20：美国 PMI 指数出现 V 型反弹.....	9
图表 21：欧元区 PMI 指数出现 V 型反弹	9
图表 22：我国三大航波音 787 和空客 380 预计交付情况.....	10
图表 23：2010-11 年三大航宽体机和窄体机的增长速度	11
图表 24：三大航未来几年宽体的引进数量	11
图表 25：2010 年国内航线与窄体机运力预计增速对比.....	12
图表 26：2010 年国际航线增速与窄体机运力增速对比.....	12
图表 27：经济增长对航空盈利的传导图.....	12
图表 28：国内和国际航油价格走势	14
图表 29：人民币对美元的即期及远期	14
图表 30：基于 09 年中报和增发影响后的美元负债额.....	14
图表 31：三大航对人民币每升值 1%所带来的 EPS 增厚	14
图表 32：2007 年三大航国内、国际 RPK 比重	15
图表 33：2007 年中国国航国际航线地区收入来源.....	15
图表 34：东航 2001 年以来各年利润率	16
图表 35：三大航除燃油成本外的吨公里成本.....	16
图表 36：上海浦东机场流量增速	17
图表 37：上海虹桥机场流量增速	17
图表 38：白云机场流量增速.....	17
图表 39：深圳机场流量增速.....	17
图表 40：厦门空港流量增速.....	18
图表 41：上市各机场旅客增速与行业平均增速的对比	18
图表 46：首都机场各航空公司的市场份额	20
图表 47：成都机场各航空公司的市场份额	20
图表 48：深圳机场各航空公司的市场份额	21
图表 49：香港机场主要航空公司的市场份额.....	21

行业回顾——国内国际航线、客货运全面走向繁荣

国内航线旅客量由高速增长回归温和增长

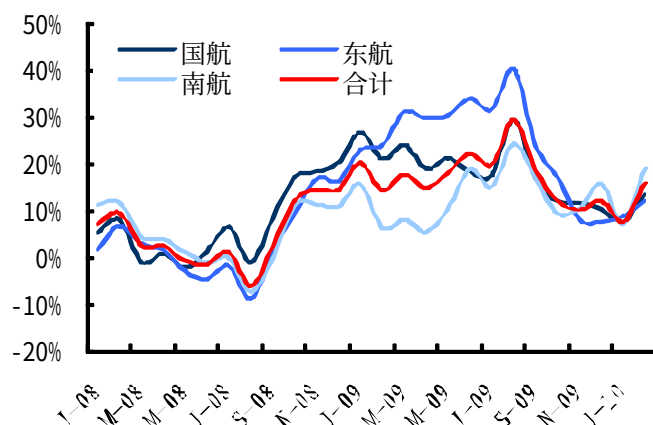
- 国内航线保持较快增长，整体客座率有所回升，而票价水平回升较明显。
- 在经过 2008 年的大幅调整后，低基数以及国内经济的快速复苏带动 2009 年国内航线高增长，增长率达到 22.2%。同样由于基数原因，国内航线增长率出现回归，1 月份整体增长率下降到 11% 左右，2 月份增长 17.5%。
- 09 年客座率比 08 年有明显回升，但 10 年 1-2 月国内航线的客座率回升幅度不大，国航、东航和南航 1-2 月国内航线客座率分别降低 0.9，增长 0.2 和降低 0.4 个百分点。
- 票价水平将有较明显的回升（09 年的高客座率一定程度上也是票价折扣力度较大刺激出来的需求），1 月份价格指数上涨了约 2 个点，2 月份的上漲幅度达到 13%。整体上国内航线的景气程度仍在上升。

图表1：三大航国内航线 RPK 增长率

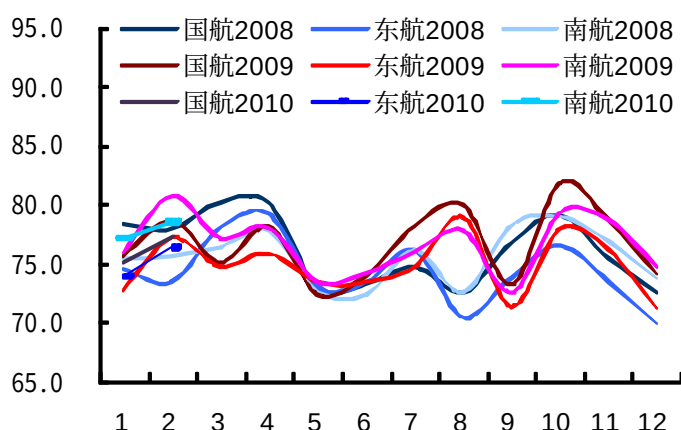


来源：公司公告 国金证券研究所

图表2：三大航国内航线 ASK 增长率

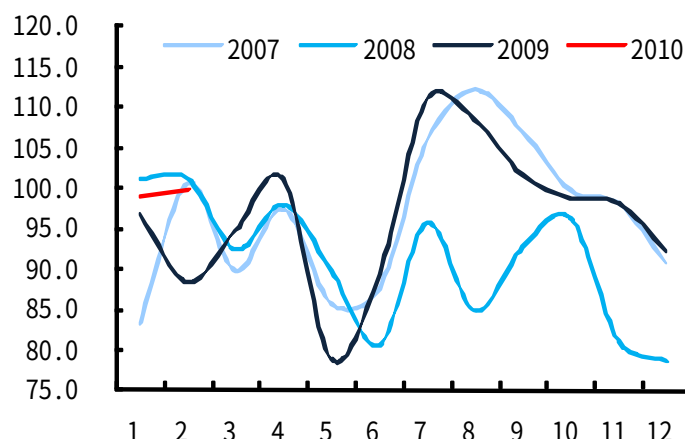


图表3：三大航国内航线客座率



来源：公司公告 CAAC 国金证券研究所

图表4：2007 年以来国内航线票价指数

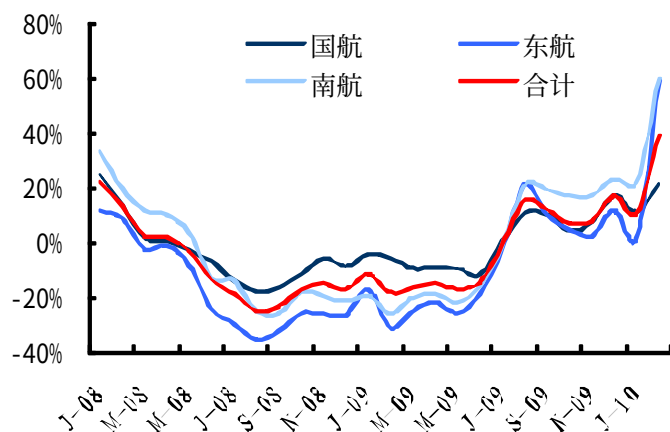


国际航线景气程度在快速回升

- 随着国际经济逐步走出低谷并开始走向复苏，国际航线的景气程度在快速回升，由于去年国际航线大幅负增长，低基数和景气回升的双重驱动下，国际航线在显现国内航线 2009 年的高增长态势。

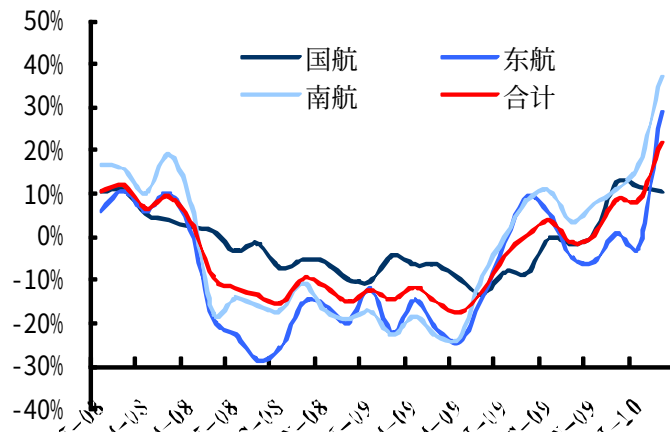
- ◆ 自 09 年 8 月份以来，国际航线开始恢复性增长，并且增长速度有逐步提高的趋势，10 年 1-2 月国航、东航、南航 RPK 分别同比累计增长 16.1%、26.5%和 40%（2 月份更高，但有春节因素影响，因此 1-2 月累计数值更有意义）。
- ◆ 由于国际航线的快速增长，航空公司也加大的国际航线的运力投放，但整体上仍低于需求增速，导致国际航线的客座率出现了大幅回升，三大航 2 月客座率分别达到了 82%、74%和 75%，超过了过去任何年份春节期间的国际航线客座率水平，并且达到了国际航线最旺盛的 2007 年暑期水平。
- ◆ 高客座率带来高票价水平，亚洲内国际航线的票价水平接近去年春节期间的水平，而亚洲外国际航线票价水平更是超过历史同期。

图表5：三大航国际航线 RPK 同比增长率

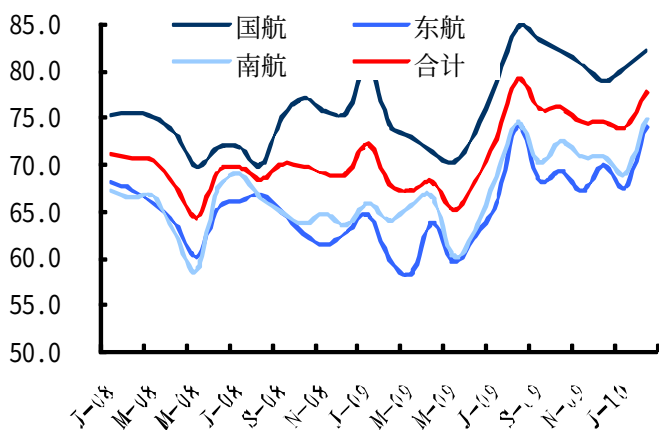


来源：公司公告 国金证券研究所

图表6：三大航国际航线 ASK 同比增长率

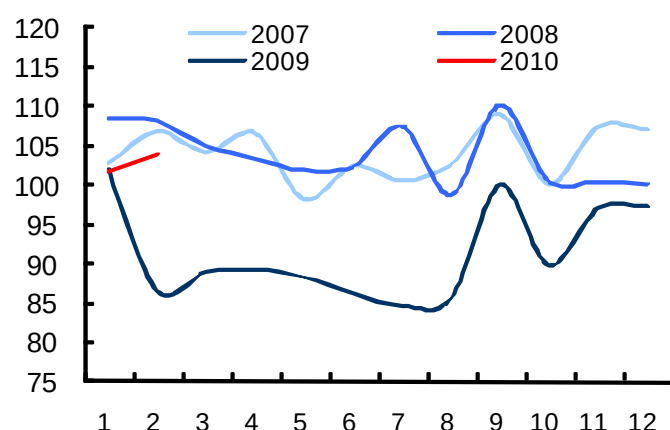


图表7：三大航国际航线的客座率水平

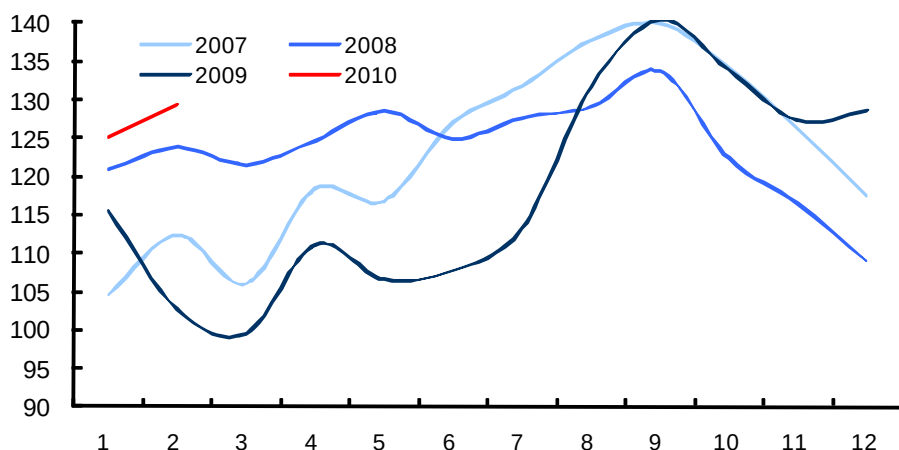


来源：公司公告 CEIC 国金证券研究所

图表8：亚洲内国际航线的票价指数



图表9：亚洲外国际航线的票价指数

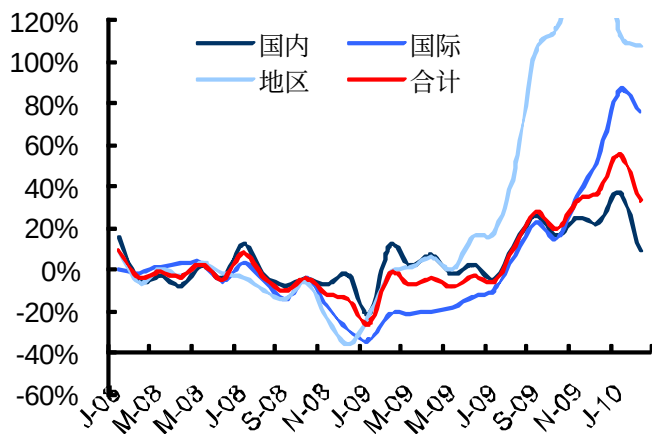


来源：CEIC 国金证券研究所

航空货运保持高速增长

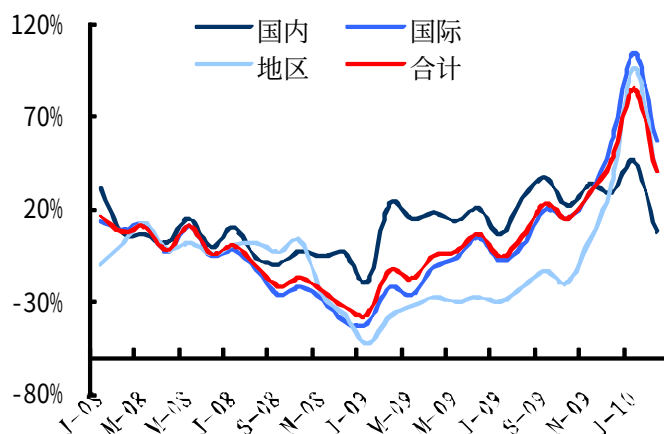
- 航空货运基本上是经济的同步指标，经济的恢复带动航空货运出现明显回升。
 - ◆ 08 年 6 月航空货运国际和地区航线出现大幅下降，而 08 年 8 月开始国内航线也出现大幅下跌，09 年二季度开始，货运量开始逐月回升。
 - ◆ 至 1 月份，国航、东航和南航国内航线的同步增速分别为 37%、46% 和 43%，而国际航线的同比增速分别为 76%、105%和 235%。2 月份无论是绝对量还是同步增长率均出现大幅下降，但这主要是春节因素的影响（历年春节期间航空货运均会出现环比的大幅下降）。
 - ◆ 航空货运的载运率也超过了 08 和 09 年同期的水平。

图表10：中国国航航空货运增长率

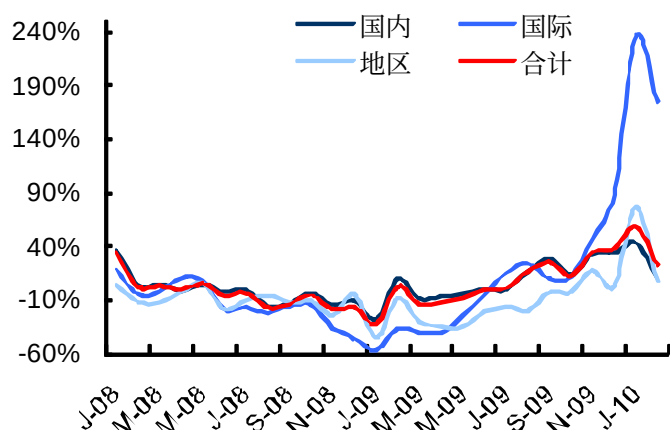


来源：公司公告 国金证券研究所

图表11：东方航空航空货运增长率

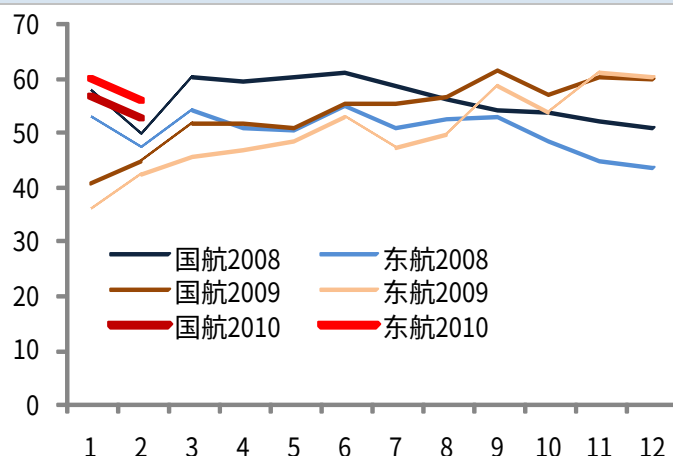


图表12：南方航空航空货运增长率



来源：公司公告 国金证券研究所

图表13：三大航航空货运载运率

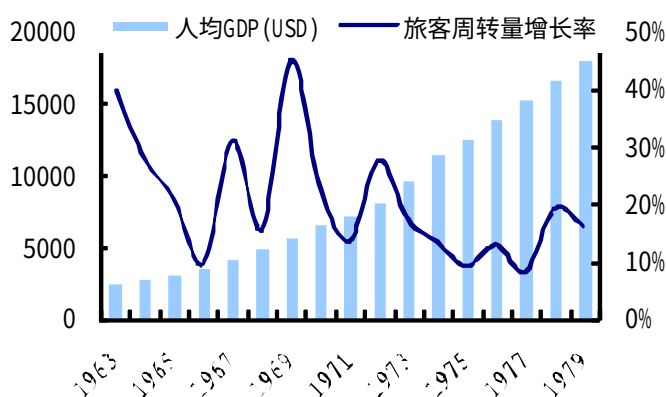


2010 年行业展望——景气程度预计创下新高

航空需求有望继续保持快速增长，尤其是国际航线

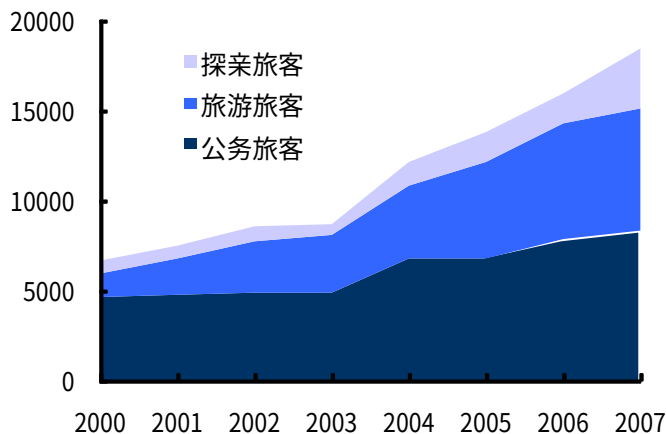
- 任何行业就发展速度而言，在由高端向大众消费转变的普及化阶段往往是行业增速最快的阶段，我国人均 GDP 刚刚突破 3000 美元，消费升级仍将是航空行业需求保持快速增速的原动力，未来十年仍将是我国航空行业快速增长的黄金十年。
- ◆ 以日本为例（图 14），日本在人均 GDP 超过 3000 美元后的十年里，航空旅客增速年复合增长率达到了 23%，远远高于其 GDP 的年复合增长率（16%）左右，航空增速大约是其 GDP 增长的 1.5 倍。
- ◆ 我国航空旅客构成（图 15）也可以看到，2000 年以来航空旅游探亲旅客占比快速提升，目前已经取代商务旅客成为我国航空旅客的主流。旅游探亲旅客的复合增长率（27%）为 GDP 增长率（10%）的近三倍，而商务旅客的复合增长率（8%）甚至低于 GDP 增长率

图表14：日本人均GDP3000 美元后的航空增长率



来源：Wind CAAC 国金证券研究所

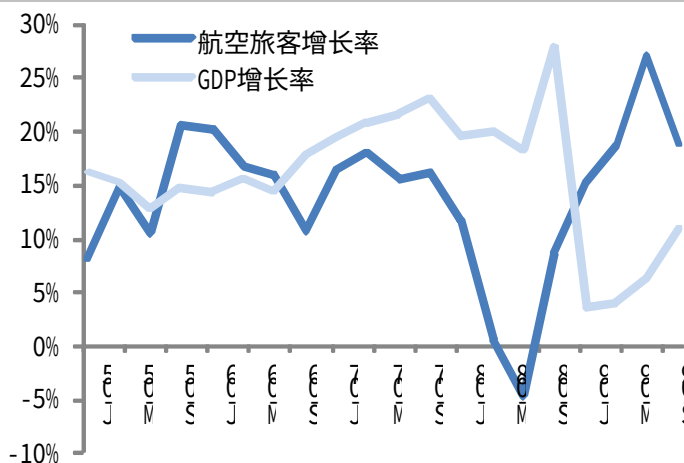
图表15：过去十年我国航空旅客结构的变化



- ◆ 由于我国经济发展的巨大差异，我们认为中西部地区将进入国内航线消费升级的高增长期，而东部地区预计将逐步将进入由国内游普及到国际游普及的阶段。
- ◆ 高铁将不会对此进程产生重大影响，关于高铁对航空业影响的分析请关注我们近期将发出的高铁对整个交通运输格局影响的报告。

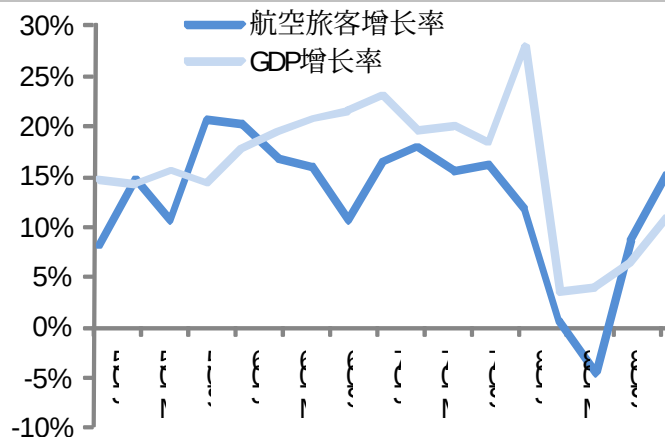
- 预计紧缩不会对航空需求产生重大影响，但需要密切关注
 - ◆ 由于我国航空尚处于消费升级的早期阶段，整体上仍偏于高端消费，因此航空消费受经济影响的波动性比较大。但是**航空客运增速往往是中国经济的先行性指标**，从图 16、图 17 中可以看到，**航空旅客增速基本上领先于 GDP 增速 4-6 个月左右**，因此经济状况并不是航空需求的一个先行指标。

图表16：航空旅客增速对 GDP 增速的先导作用



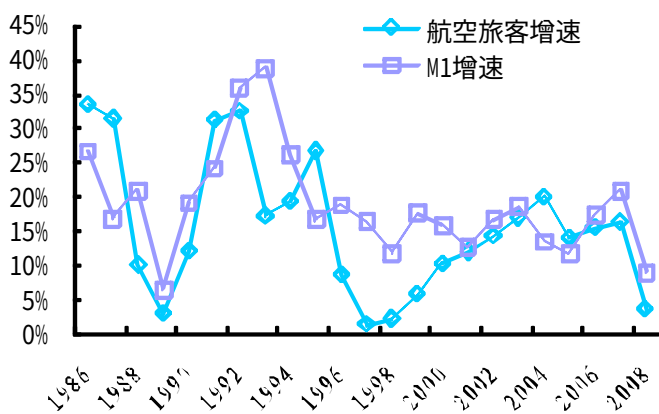
来源：Wind 国金证券研究所

图表17：航空旅客增速与 2 个季度后 GDP 增速同步



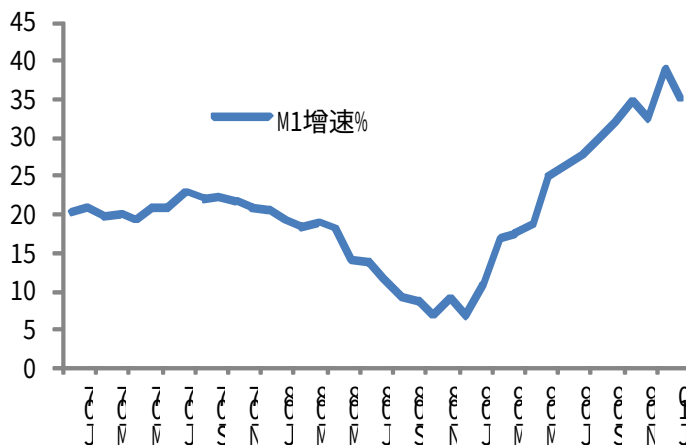
- ◆ 但是，M1 增速与航空旅客增速具有明显的相关性（图 18），从过去的经验看，当 M1 的增速高于 20% 的情况下，航空增速将能够保持较高速增长，增长率一般会高于 15%，但货币紧缩导致 M1 增速低于 15% 的情况下，航空增速会出现比更猛烈的下降。整体上，我们认为 **M1 增速对航空需求将能够起到非常关键的先导性作用**。
- ◆ 从需求的角度上说，我们认为核心在于中国经济和货币紧缩的力度，从过去的经验看，持续性力度很大的紧缩将对半年左右之后的航空需求产生影响。
- ◆ 由于目前情况来看，由于政府投资增速出现大幅下降，经济出现过热的风险在降低，因此政府紧缩的力度可能不会很大，至少不会影响实体经济的运行。而目前 M1 的增速还高达 30% 左右（图 19），国金宏观认为全年 M1 增速预计也不会低于 20%，从历史经验看，这种增速足以支持航空需求的快速增长，我们预计国内航线将同比增长 15% 左右，我们预计增长率将出现前高后低的现象。

图表18：航空旅客增速与 M1 增速的相关度很高



来源：Wind 国金证券研究所

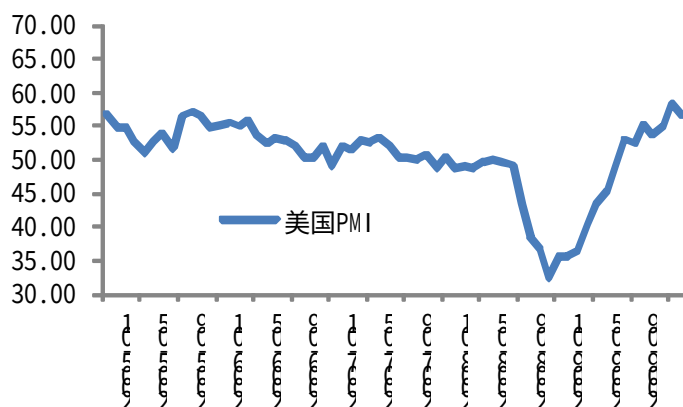
图表19：我国 M1 增速仍维持在高位



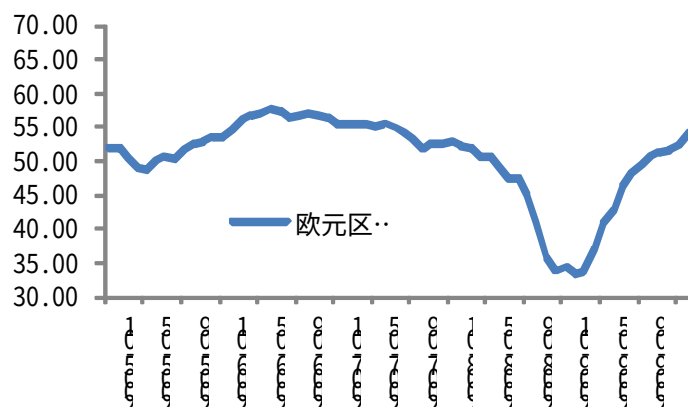
■ 需求快速回升以及低基数将有望带动国际航线的报复式反弹

- ◆ 一方面，当居民收入达到一定程度后，国内游已经不能满足其需求，我们将有望进入国际旅游的加速普及阶段（尤其是东部地区），同时中国经济进一步全球化以及在全球经济地位的快速上升将带动国际商务旅客的稳步增长，我们认为**未来国际航线的增速将高于国内航线，而且在国际航线上国内旅客的增速将高于外国旅客，从而逆转目前国际航线上外国旅客占比更高的局面。**
- ◆ 另一方面，国际欧美经济有望进一步复苏，欧美的 PMI 指数均出现了 V 型反弹，可以看到全球 PMI 和美国 PMI 指数均已经超过了 2007 年的水平，而欧洲也已经反弹至 50 以上，显示经济活力在明显加强，而失业率也有望于 2010 年见顶，我们认为欧美经济的复苏将是驱动国际航线反弹的另一个重要因素。

图表20：美国 PMI 指数出现 V 型反弹



图表21：欧元区 PMI 指数出现 V 型反弹



来源：Bloomberg 国金证券研究所

- ◆ 在经历 2008 年下半年到 2009 年上半年的国际航线的恐慌性大幅下跌后，正常需求的恢复以及新增需求的增长将使国际航线出现报复式反弹，**我们预计 2010 年国际航线的同比增速将有望达到 18%左右，同时相对于国际航线需求增长，我们提示更应当关注国际航线运力投放的限制。**
- 从一个长期的角度看，我国正加速进入产业升级阶段，产品的高价值趋势和时间敏感性将更加明显，再加上目前航空货运的基数很低，我们认为未来航空货运将迎来高速发展，货运增速将高于客运增速，在此背景下，航空货运将继续高速增长，全年将有望保持很高的景气程度。

运力投放增速有限，而窄体机和宽体机出现结构性差异

- 运力投放首先要强调的是闲置运能在 2009 年得到良好消化，这使得今年的运力增速将主要取决于新增运力情况。
 - ◆ 在 08 年的行业危机中，航空公司一方面采用退租等方式退出了大量飞机，同时推迟了部分飞机的引进时间，另外在 08 年三季度到目前航空公司很少签订新的飞机引进订单。
 - ◆ 另外，由于 2009 年国内航线超预期的快速增长，使得航空公司的飞机利用效率得到大幅提升，如国航的飞机利用小时已经接近历史新高，显示闲置运能已经得到快速消化。
- 在需求增长比较确定的情况下，在一个相对管制的市场中，短期内行业运力增速较缓慢并不会因为需求的快速增长而改变。
 - ◆ 在经历了航空业 08 年的巨亏以及国有资本的注入之后，民航总局和国家发改委的政策导向是充分利用现有运力，提升航空公司的客座率和收益水平，以解决航空公司盈利和生存的问题，因此对飞机运力的引

进的审批会比较严格，而航空公司也偏谨慎，目前还是消化已引进和待引进的运力为主。

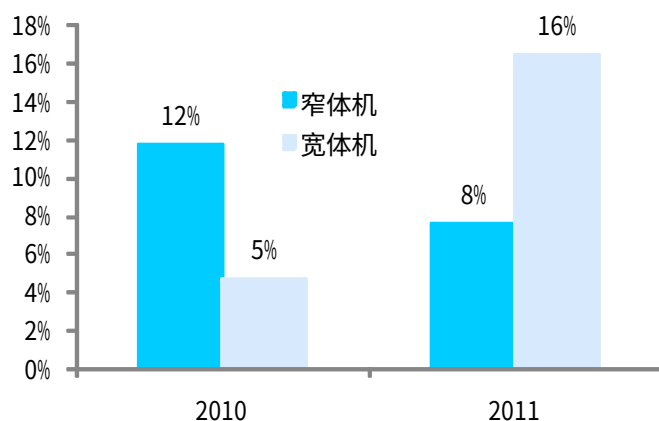
- ◆ 由于订购飞机一般有两年左右的前置期，因此订购飞机短期内对运力供给不会产生压力。
- ◆ 而在飞机租赁方面，湿租租期一般 1 年以上，而干租短一般在 5 年到 7 年以上，而在航空业上次景气高峰——行业供需改善的 2007 年，也就国航通过与国泰航空的关系通过湿租的方式引进过少数几架飞机，预计短期租赁行为将不会对行业供给产生影响。
- ◆ 根据我们对行业运力引进的跟踪，预计 2010 年三大航运力供给增速将为 10%左右，全行业预计将在 11%左右，预计 2011 年的增长率将比 2010 年有所回升，初步预计在 12%左右。
- **新增飞机的机型结构出现分化，2010 年窄体机增幅近 13%，而宽体机的增幅由于大飞机的推迟交付，增速非常缓慢（5%左右），这将使今年国际航线运力投放能力不足，但将加大未来几年大飞机的交付强度。**
 - ◆ 2005 年中国航空公司与波音和空客签署协议，引进 5 架 380 和约 57 架 787 飞机，原定交付时间主要集中在 2008 年-2010 年，这也是这两年我国宽体机引进的主体。
 - ◆ 但由于制造商的原因，这些飞机交付时间均大幅推迟（图 22），这也导致我国航空公司 2008-2010 年三年间宽体机的交付量大幅下降，如图 24 所示，2009 年三大航的宽体机甚至出现负增长，我们预计 2010 年宽体机的交付量将有所回升，但交付时间可能更多地集中在下半年。
 - ◆ 这种状况使得 2010 年直到 2011 年上半年国际航线的运力可能都会比较吃紧，在需求回升的情况下，航空公司并没有足够的合适运力进行投放。
 - ◆ 当然，由于推迟交付，我们预计 2011-2013 年将是这些大飞机的集中交付时间，叠加之前预订的预计 11-13 年交付的宽体机，将可能导致 2012-2013 年宽体机出现大幅增长（如图 24，没考虑旧飞机的退出）。
 - ◆ 由于行业交付的飞机主要是窄体机，而 2010 年宽体机的交付量非常少，因此导致 2010 年三大航窄体机的增长率将达到 12%左右，而其他中小航空公司的运力引进基本上都会集中在窄体机上，预计整个行业的窄体机估计将达到 14%左右，而宽体机增速将只有 5%左右。

图表22：我国三大航波音 787 和空客 380 预计交付情况

	机型	原定交付时间	实际交付时间
中国国航	15架波音787	2008年年中到2010年年底交付	预计将推迟到2012年，也有可能从2011年开始接收，尚未完全确定
东方航空	15架波音787	2008年6月开始交付，至2010年8月	有可能进一步推迟、部分取消甚至全部取消
南方航空	10架波音787和5架空客380	787：2008年7月至2010年8月交付；380：2007-2010年交付	预计2011年将接收2架380，3架787，12年接收剩下3架380，3-4架787

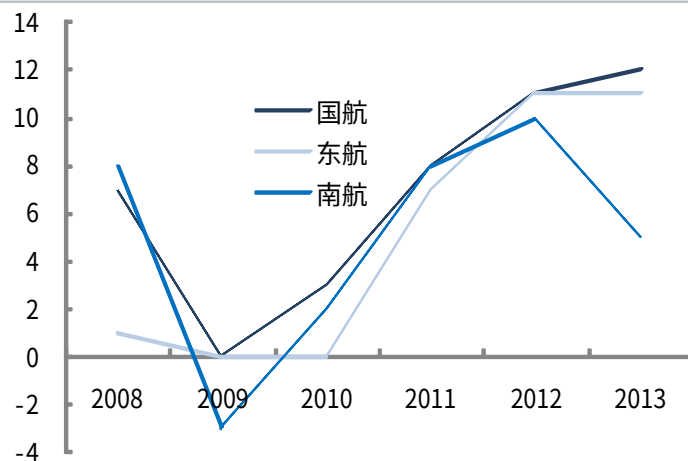
来源：国金证券研究所

图表23：2010-11 年三大航宽体机和窄体机的增长速度



来源：国金证券研究所

图表24：三大航未来几年宽体机的引进数量



行业景气程度有望继续回升，机型结构分化将使国内国际景气程度出现差异

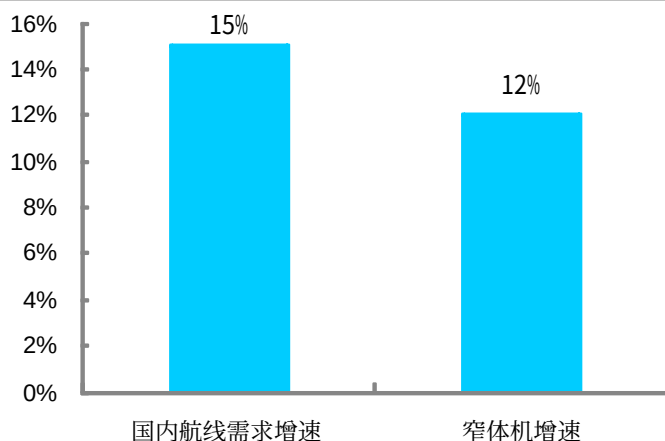
■ 2010 年行业供需将持续改善，将使景气程度继续上升

- ◆ 根据我们对行业需求的分析，国内航线预计将同比增长 15%左右，而国际航线预计将同比增长 18%左右，整体增速将达到 16%左右。相对于之前的预测，国际航线的增速预计将超过国内航线增速。
- ◆ 行业运力的供给预计 2010 年将在 11%左右。
- ◆ 由于航空业是由供需决定的周期性行业，今年需求增速将明显高于供给增速，行业竞争的激烈程度将会出现下降，景气程度将出现明显回升。

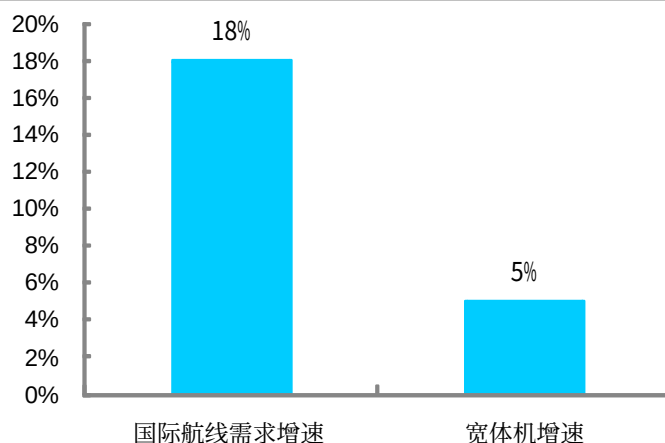
■ 机型引进的结构性差异将使国内和国际航线景气改善程度出现差异。

- ◆ 由于国内航线绝大多数都适合窄体机，而宽体机相对更适航国际航线，我们可以对比两者之间的差异（图 25、26），我们可以看到国内航线和窄体机的增速比较接近，而国际航线与宽体机的增速相差很大。
- ◆ 虽然可以有部分窄体机运力将投入到国际航线上，也可以有部分国内航线的宽体机转移到国际航线，但整体上宽体机的低速增长使国际航线的适航运力增速将大幅降低，而需求同比回升幅度又将非常明显，因此，预计国际航线的客座率将有望创下新高。2011 年国际航线的景气程度也有望维持在高位，直到 2012 年以后才可能将出现下降。
- ◆ 国内航线的增速与适航运力的增速差距相对较小，考虑到部分国内航线运力将转移到国际航线，预计国内航线的需求与运力的差距会相对较小，预计将相差 2-3 个百分点。

图表25：2010 年国内航线与窄体机运力预计增速对比

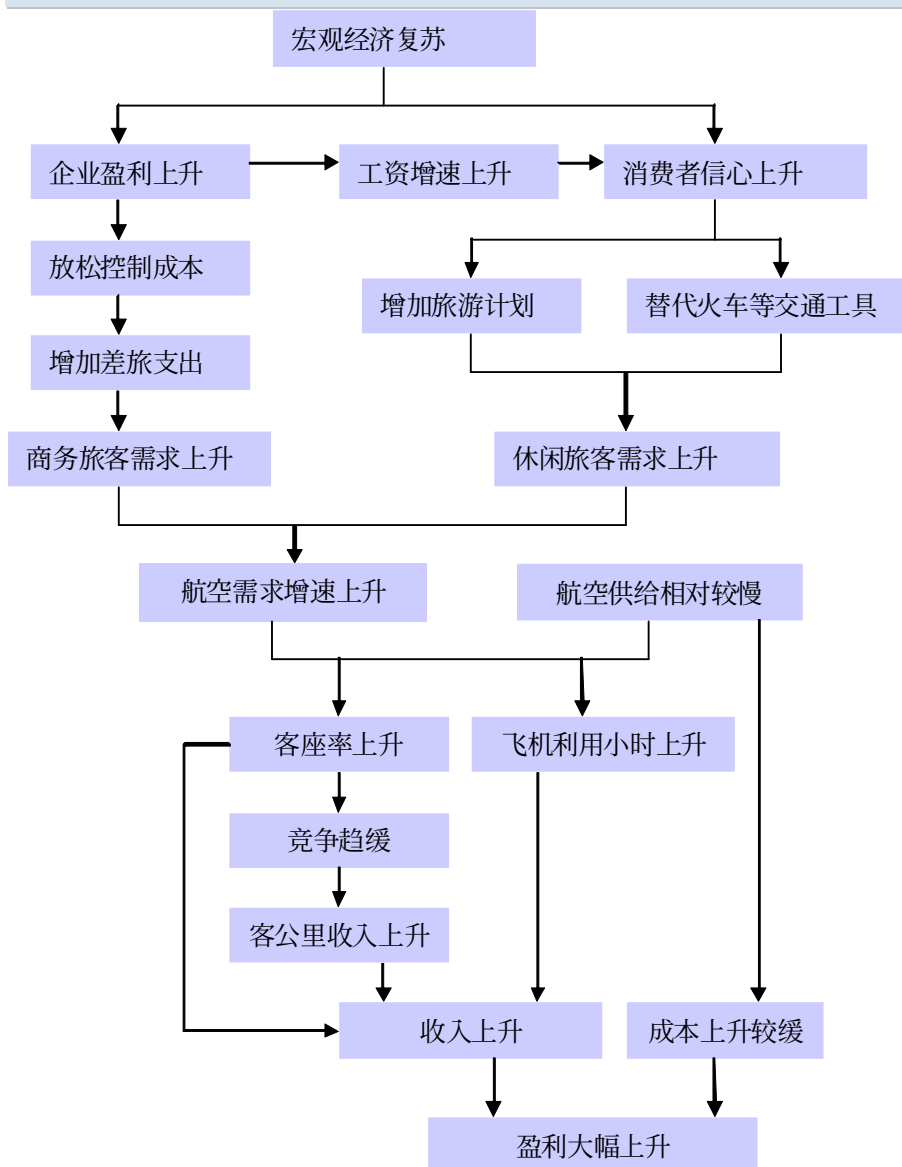


图表26：2010 年国际航线增速与窄体机运力增速对比



来源：国金证券研究所

图表27：经济增长对航空盈利的传导图



来源：国金证券研究所