

航空运输 II

民航业迎来三国时代：黄金十年，各显神通

投资要点

- **中国国航：优秀的企业管控能力奠定坚实的长期盈利基础。**通过飞机日利用率、客座率、载运率、RASK、营业总成本水平、单位油耗等指标测算，国航运营效率、盈利水平、成本控制均较大幅度优于东航和南航；共飞航线上，国航 RASK、平均折扣普遍高于同行，没有明显短板市场；此外国航在华北、华东、西南、中南等主要市场航线网络日趋合理，国际业务优势明显进一步提升其未来盈利空间。
- **东方航空：盈利能力改善明显，最具增长潜力的航空公司。**一季度数据显示：东航平均票价同比增长 21.13%，客公里收入增长 18.6%，座公里收入增长 24.74%，各项指标均较大幅度超过国航和南航；预计世博会将为东航带来近 30 亿的超额利润；此外东航入天合联盟的修炼过程将真正解决以前导致亏损的诸多管理问题。2008 年东航业绩已触底，新东航的发展前景可期。
- **南方航空：受国家经济、政策影响最大的公司。**人民币升值对南航利润影响最大，每升值 3%将增厚南航 EPS0.13 元；国家经济发展、消费升级带来的高端需求将直接影响南航高端服务战略的实施效果；05 年以来，航空需求中小城市增长快于大城市，中西部地区快于东部，与国家经济发展思路非常吻合。南航作为国内航线布局最广、运力投放最大的航空公司受国家经济、政策影响最大，其中高铁 2012 年四纵四横贯通，南航是三大航空公司中受冲击最大的。
- **受益于经济结构转型，中国民航未来十年仍将高速发展。**国家已将民航强国建设提升到战略高度；国家经济结构转型以及行业政策扶持将带动航空业发展；此外航空票价长年趋稳而人均可支配收入大幅提升将加速带动航空消费能力提升。我们认为未来十年中国民航需求达到 12%的年复合增长率属大概率事件，而供给略低于需求增速，将进一步提升行业整体盈利空间。
- **业绩预测与投资建议。**航空股票具备高弹性高贝塔的特性，目前的超跌状况并不代表实际行业经营状况的恶化。我们认为受多方利好支撑，2010 年航空业盈利超历史水平属大概率事件，预计国航、东航、南航 EPS 分别为 0.77、0.47、0.48，动态 PE 为 13.53、16.43、13.63。按照 20 倍 PE 估值，给与行业推荐评级。
- **风险提示：**政策影响、外部经济环境恶化、油价上涨、突发性事件。

股票简称	股价 (6.4)	EPS			PE			目标价
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	
中国国航	10.42	0.77	0.8	0.81	13.53	13.03	12.86	15.4
东方航空	7.72	0.47	0.51	0.54	16.43	15.14	14.30	9.4
南方航空	6.54	0.48	0.47	0.45	13.63	13.91	14.53	9.6

研究员：高利

联系人：陈娟

Tel: 010-59370835

Email: chenjuan@hczq.com

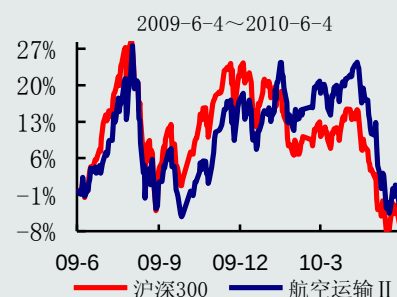
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：首次评级

推荐公司及评级

公司名称及代码 评级

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、中国民用航空业三国演义的大幕正式拉开.....	4
1.1 中国民航是一个同质化竞争程度相当高的行业.....	4
1.2 中国三大航掌控全国 85%的市场份额.....	4
1.3 三大航主战场盈利能力不占明显优势.....	4
二、中国国航竞争能力分析：优秀的企业管控能力奠定坚实的长期盈利基础.....	6
2.1 运营效率和盈利水平行业领先.....	6
2.2 成本控制多管齐下，效果显著.....	7
2.3 共飞航线经营业绩全面开花，没有明显的短板市场.....	8
2.4 航线网络布局合理，提升未来盈利空间.....	9
三、东方航空竞争能力分析：盈利能力改善明显，最具增长潜力的航空公司.....	10
3.1 东、上合并协同效应价值已显现，并超预期.....	10
3.2 世博会给新东航羽化成蝶带来千载难逢的机遇.....	12
3.3 加入天合联盟全面提升公司竞争力，真正解决导致亏损的诸多管理问题.....	14
四、南方航空竞争能力分析：行业内受国家经济、政策影响最大的航空公司.....	14
4.1 刺激内需政策影响南航业绩.....	14
4.2 人民币升值的最大受益者.....	16
4.3 高端服务短期内效益尚未显现，长期价值增值效应可期.....	16
五、受益于经济结构转型，中国民航未来十年仍将高速发展.....	18
5.1 国家已将民航发展提升到战略高度.....	18
5.2 经济结构调整加速，促进航空业快速发展.....	18
5.3 航空票价长年趋稳，人均可支配收入增长提速带动航空消费能力提升.....	20
5.4 政策优惠促进行业发展.....	20
5.5 航空快线布局应对高铁冲击波.....	21
六、业绩预测与投资建议.....	21
6.1 业绩预测核心假设：.....	21
6.2 三大公司预测假设：.....	21
6.3 投资建议：推荐.....	22
七、风险提示.....	23

图表目录

图表 1 国内民航市场份额图.....	4
图表 2 国内民航市场份额图（含控股）.....	4
图表 3 三大航座公里收益国内市场分地区对比图（2010 年 1-4 月）.....	5
图表 4 三大航平均折扣率国内市场分地区对比图（2010 年 1-4 月）.....	5
图表 5 三大航客座率率国内市场分地区对比图（2010 年 1-4 月）.....	5
图表 6 飞机日利用率（2000-2009）.....	6
图表 7 客座率曲线图.....	6
图表 8 载运率曲线图.....	6
图表 9 RASK 三大航对比图.....	7
图表 10 中国国航利润构成图.....	7
图表 11 南方航空利润构成图.....	7
图表 12 东方航空利润构成图.....	7
图表 13 单位营业总成本水平国航最低（2007-2009）.....	7
图表 14 三大航成本水平对比表（2009）.....	8
图表 15 国航单位油耗水平最低.....	8
图表 16 三大航共飞航线 RASK 分地区对比图（2010 年 1-4 月）.....	8
图表 17 共飞航线平均折扣分地区对比（2010. 1-4）.....	9
图表 18 共飞航线客座率分地区对比（2010. 1-4）.....	9
图表 19 三大航分地区市场份额对比图（2009 年）.....	9
图表 20 北京地区始发航线网络图.....	10
图表 21 成都地区始发航线网络图.....	10
图表 22 上海虹桥机场出港旅客人数比例图.....	11
图表 23 上海浦东机场出港旅客人数比例图.....	11
图表 24 2010 年 1 季度三大航盈利指标同比增速对比图.....	11
图表 25 2010 年上海机场旅客吞吐量预测（不含世博会增量）（单位：人次）.....	12
图表 26 世博会游客人数日统计.....	12
图表 27 2010 年上海机场旅客吞吐量预测（含世博会增量）（单位：万人次）.....	13
图表 28 2010 年上海市场世超额旅客人数（单位：万人次）.....	13
图表 29 2010 年上海市场世博会超额收益（单位：万元）.....	13
图表 30 2000-2009 年旅客吞吐量同比增长图（分大、中小城市）.....	14
图表 31 2000-2009 年旅客吞吐量同比增长图（分中西、东部地区）.....	15
图表 32 民航 RPK 和社会消费总额同比增速对比图.....	15
图表 33 三大航国内市场份额分地区对比图（2010. 1. 1-4. 20）.....	15
图表 34 2010 年人民币升值 3%对航空公司盈利影响.....	16
图表 35 分航线全价票旅客占总座位数比重（2010. 3. 18-5. 24）.....	16
图表 36 四条高端经济舱覆盖航线旅客数据对比（2010. 3. 18-5. 24）.....	17
图表 37 城镇居民家庭人均消费支出.....	17
图表 38 城镇居民家庭人均消费支出增长速度.....	18
图表 39 旅客运输量和飞机架数增长曲线图（1995-2020）.....	18
图表 40 民航客运量同比增长与内需对 GDP 增长的拉动.....	19
图表 41 相关性测算.....	19
图表 42 GDP 增速与 RTK 增速对比.....	19
图表 43 城镇居民家庭人均可支配收入.....	20
图表 44 关于国际和地区航线运输收入免征营业税的相关影响.....	20
图表 45 三大航空公司股票介绍（截至 2009. 5. 27）.....	22
图表 46 三大航业绩预测.....	22

一、中国民用航空业三国演义的大幕正式拉开

2009 年，民航业国进民退的现象越演越烈，东星失辉、鹰联折翼，深圳航空作为国内最大的民营航空企业被中国国航收编，将整个国进民退的大戏推向了最高潮。民航市场逐渐演变为三国鼎立的竞争格局：东航、上航合并；南航控股厦航；国航控股深航、山航；三大航在川航的实际股份总额占到了 59%。2010 年伊始，中国民航三国演义的大幕正式拉开。

1.1 中国民航是一个同质化竞争程度相当高的行业

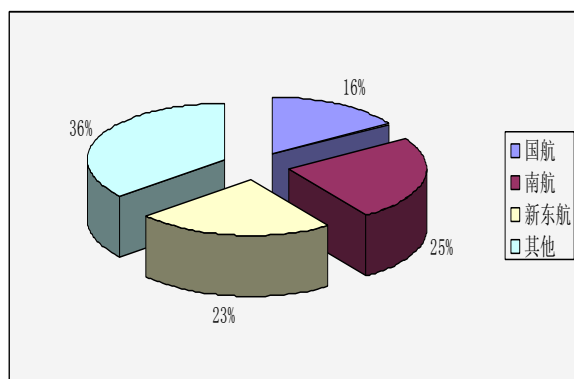
中国民航从 2000 年开始逐步进行行业整合，形成南航、国航、东航三大航空集团。虽然从 2005 年起，以低成本、民营为显著特点的航空公司逐步进入市场，但三大航空集团的市场份额一直占全民航的绝大多数。民营航空的进入更多的意义在于增强市场活力。2009 年以来，民航业“国进民退”，三大航的市场份额日益扩大，民航市场逐渐形成三国鼎立的竞争格局。

中国三大航空公司无论在资本规模、市场份额还是在经营内容上都十分接近。每家航空公司都有自己的国内航线和国际航线，其提供的航线和服务也没有明显的差别。同质化的竞争格局，使得我们可以通过全方位的对比分析，来深度剖析南航、国航和东航的市场竞争能力和未来发展潜力。

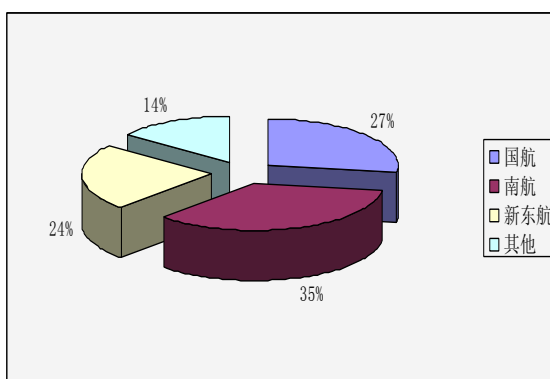
1.2 中国三大航掌控全国 85%的市场份额

根据 2010 年 1 月 1 日到 4 月 20 日的国内航空旅客人数测算，国航、南航、新东航（含上航）的旅客人数总额占到了 64%，如果三大航的算上各自的控股航空公司，如深航、厦航等，市场份额将达到 85%。

图表 1 国内民航市场份额图



图表 2 国内民航市场份额图（含控股）



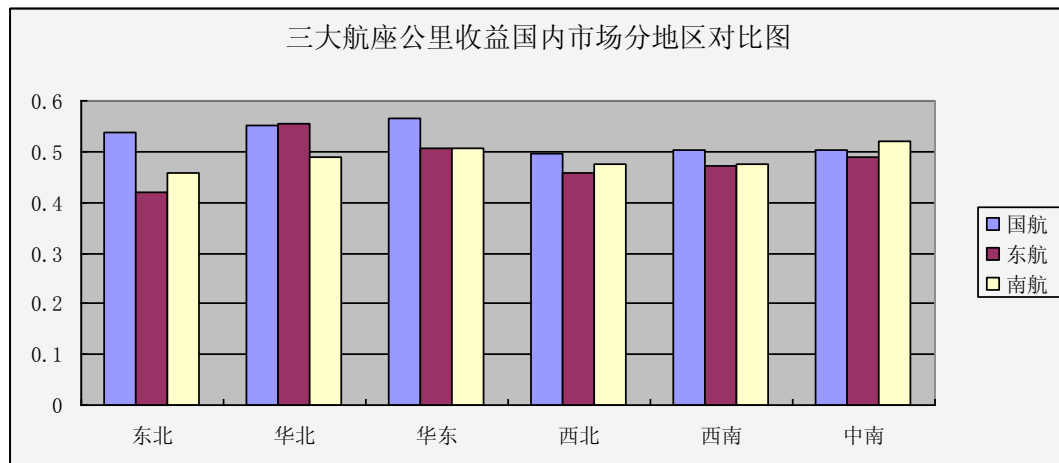
资料来源：中航信，华创证券研究所

1.3 三大航主战场盈利能力不占明显优势

国内主要市场，三大航各霸一方，但其主战场单位盈利能力却不占明显优势。我们将国内市场分为 6 大地区对三家航空公司进行座公里收益、平均折扣、客座率的测算。根据市场份额来看，东航在华东地区市场份额最高，南航在中南地区占据绝对优势，国航主要占据华北市场。虽然三大航空公司在各自的主阵地上都占据大比例的市场份额，但从单位盈利水平上讲并不占明显优势。虽然公司规模一定程度上提升了其所在地区的议价能力，但是客座率往往低于行业竞争者，从而中和了公司的有效收益率。这与各公司在主战场的运力投入偏多有关，

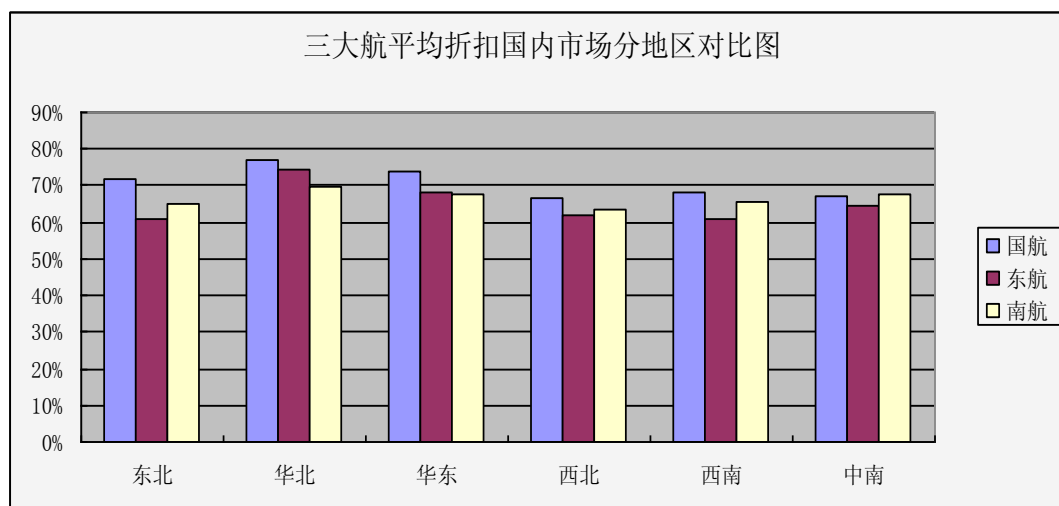
航空网络布局存在进一步改善的空间。

图表 3 三大航座公里收益国内市场分地区对比图（2010 年 1-4 月）



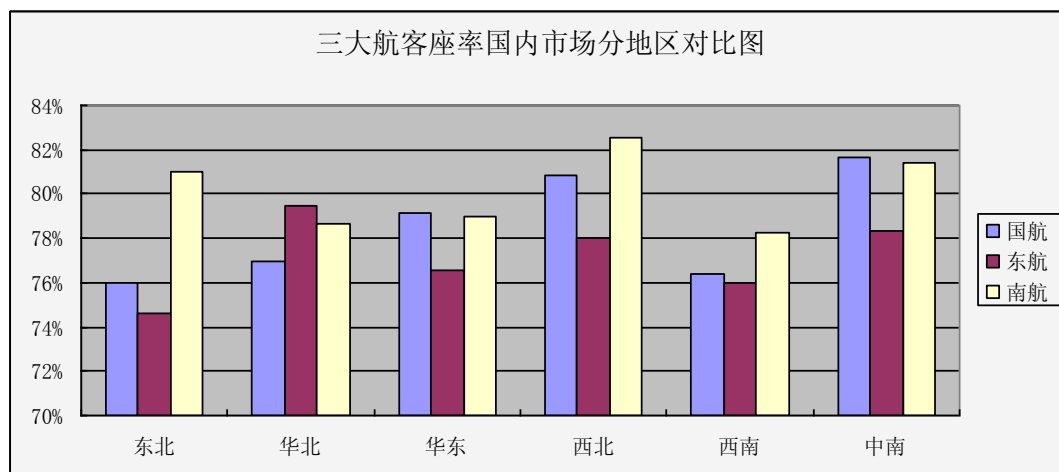
资料来源：华创证券研究所

图表 4 三大航平均折扣率国内市场分地区对比图（2010 年 1-4 月）



资料来源：华创证券研究所

图表 5 三大航客座率率国内市场分地区对比图（2010 年 1-4 月）



资料来源：华创证券研究所

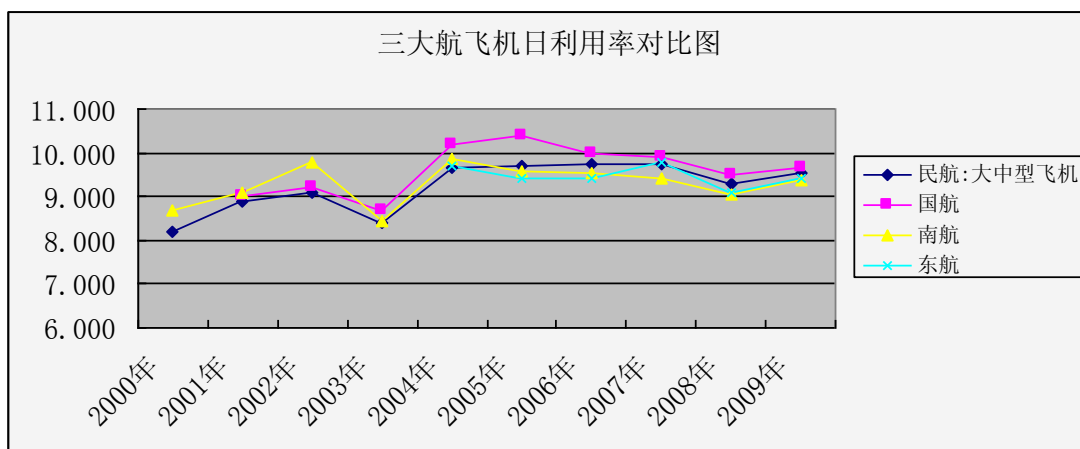
二、中国国航竞争能力分析：优秀的企业管控能力奠定坚实的长期盈利基础

中国国航是国内盈利能力最强的航空公司。我们通过各项指标和大量数据的分析得出：国航优秀的盈利能力并不是来源于某一块优势或某一个概念，而是在经过持续的苦修内功后，其企业管控的各个方面均达到了国内领先水平。这为其今后有效把握民航快速发展的时机，持续盈利奠定了强大、坚实的基础。

2.1 运营效率和盈利水平行业领先

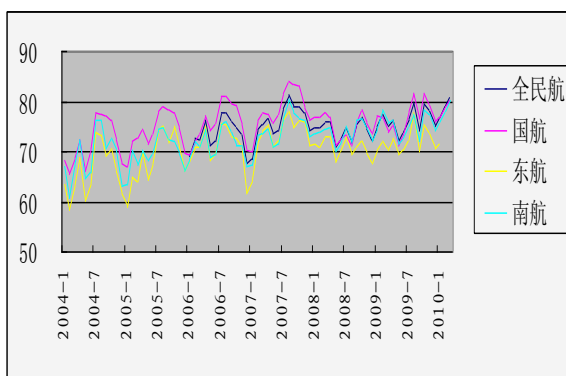
通过对飞机日利用率、客座率和载运率三项指标的数据分析，可以看出：近年来中国国航的各项指标均好于行业平均水平，并远远好于南航和东航。人机比也是居三大航最优。根据公布的 2009 年年报显示，国航的人机比为 91，南航为 133，东航为 179。

图表 6 飞机日利用率（2000-2009）



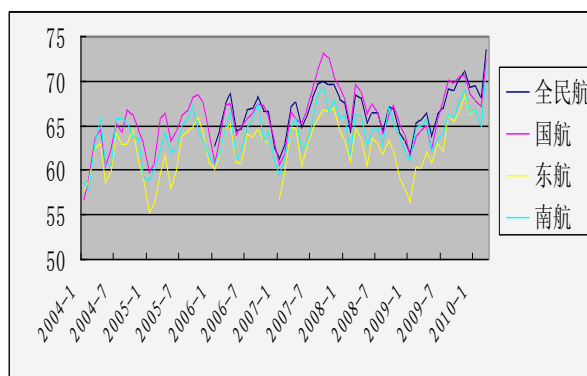
资料来源：CEIC

图表 7 客座率曲线图



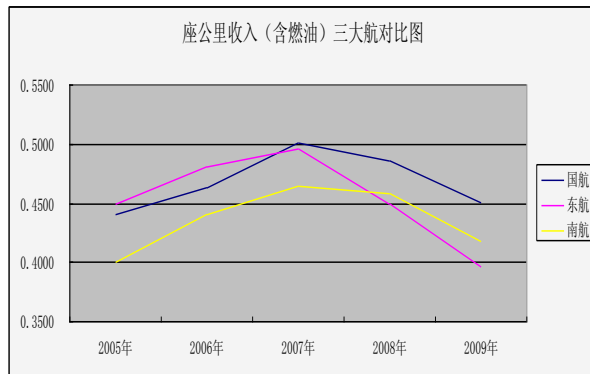
资料来源：CEIC

图表 8 载运率曲线图



国航单位盈利水平、利润结构以及主业盈利能力均显示出强大的优势。根据公布的 2009 年年报数据统计各航空公司 RASK 显示，中国国航从 2007 年起一直保持较高水平的 RASK。并且主业盈利能力很强。除去 2008 年，由于全面爆发的全球经济危机以及冰冻灾害、汶川地震、奥运安保措施等诸多因素影响，公司主业产生 22.12 亿的亏损外，其他年份均实现盈利。

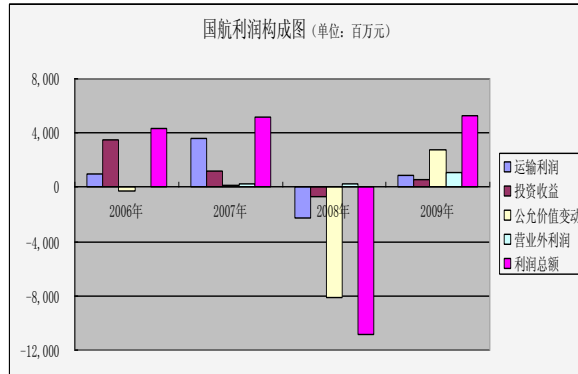
图表 9 RASK 三大航对比图



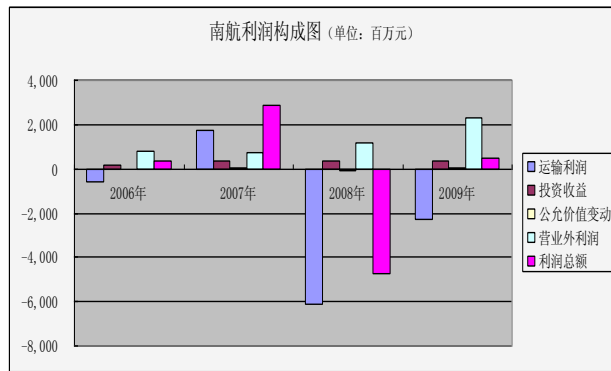
*座公里收入 (含燃油) = 客运收入 / 座公里

资料来源: 公司年报

图表 10 中国国航利润构成图

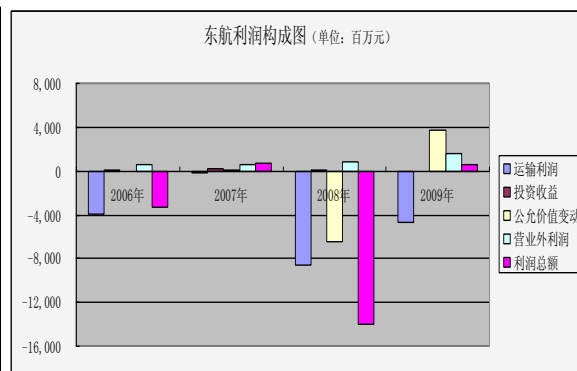


图表 11 南方航空利润构成图



资料来源: 公司年报

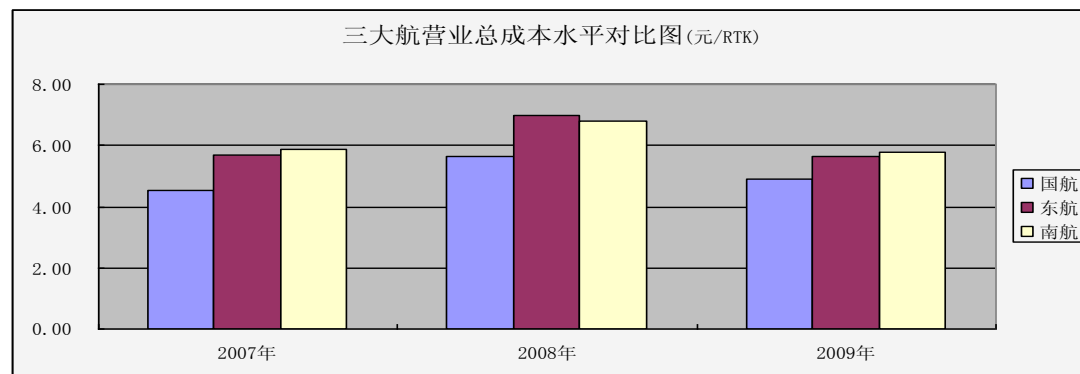
图表 12 东方航空利润构成图



2.2 成本控制多管齐下, 效果显著

我们采用单位营业总成本水平和单位耗油量两项指标测算三大航空公司的成控能力。测算表明, 中国国航项指标均高于其他两家航空公司。国航多年来一直进行严格、有效的成本潜力挖掘, 推行过程管理和控制为中心的成本节约思路起到了显著的效果。2009 年, 中国国航采取的领先于其他航空公司的成本控制措施有: 通过推行人员总量零增长有效控制人工成本; 通过加强融资和债务筹划降低财务成本; 通过航路优选、APU 节油等降低运营成本; 通过建立市场预警机制来降低单位营运成本等等。

图表 13 单位营业总成本水平国航最低 (2007-2009)



备注: 营业总成本水平 = 营业总成本 / 运输总周转量; 营业总成本 = 营业成本 + 三项费用 + 营业税金及附加 + 资产减值损失

资料来源: 公司年报, Wind, 华创研究所

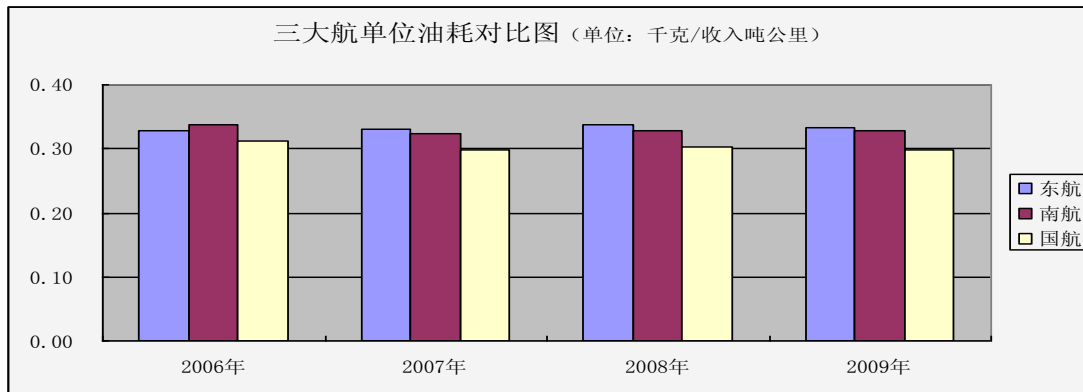
敬请阅读正文之后的免责声明

图表 14 三大航成本水平对比表（2009）

成本水平（元/RTK）	南航	东航	国航
营业成本	4.89	4.71	4.08
营业税金及附加	0.16	0.13	0.15
销售费用	0.42	0.38	0.37
管理费用	0.18	0.19	0.16
财务费用	0.14	0.21	0.12
资产减值损失	0.01	0.01	0.02
营业总成本	5.79	5.63	4.88

资料来源：公司年报，华创研究所

图表 15 国航单位油耗水平最低



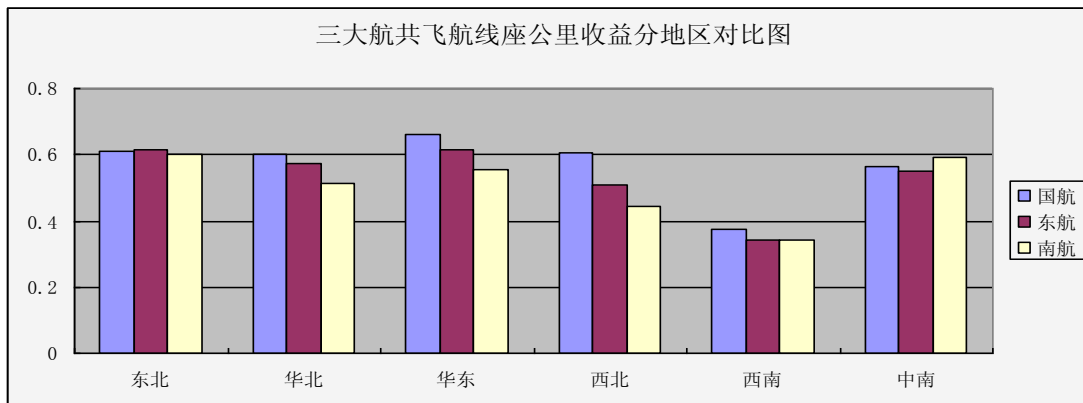
备注：单位油耗=航空耗油总量/运输总周转量

资料来源：公司年报，华创研究所

2.3 共飞航线经营业绩全面开花，没有明显的短板市场

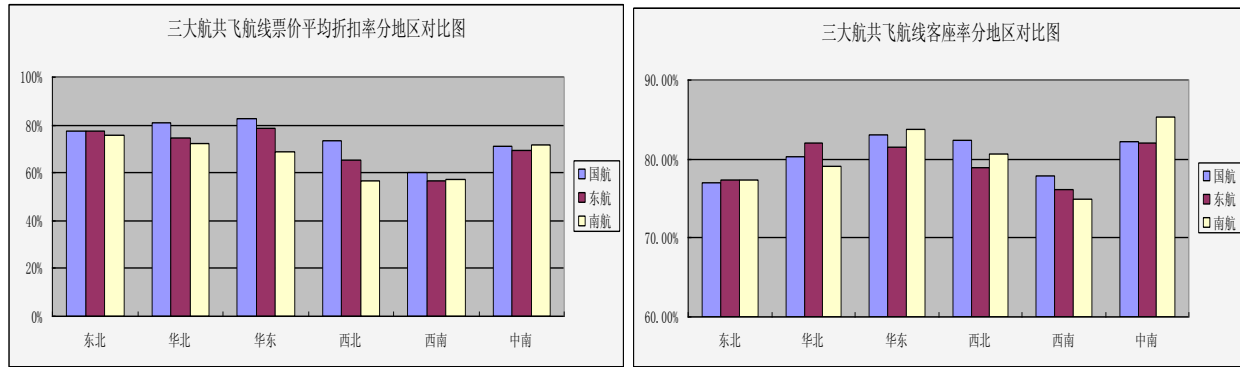
我们选取了 2010 年 1-4 月三大航空公司共同执飞的航线（以下称“共飞航线”）的航班订座数据进行初步的分析，相同的市场环境有利于对各航空公司的经营业绩进行较客观的比较。分析得出，国航在相同的市场环境下，相对于其他公司的航线经营业绩全面开花，除中南地区受南航强势地位影响，华北、华东、西北、西南地区 RASK 均高于东航、南航，票价的平均折扣也普遍偏高，显示了国航低投入、高回报的经营管理效率。

图表 16 三大航共飞航线 RASK 分地区对比图（2010 年 1-4 月）



资料来源：华创证券研究所

图表 17 共飞航线平均折扣分地区对比（2010.1-4） 图表 18 共飞航线客座率分地区对比（2010.1-4）

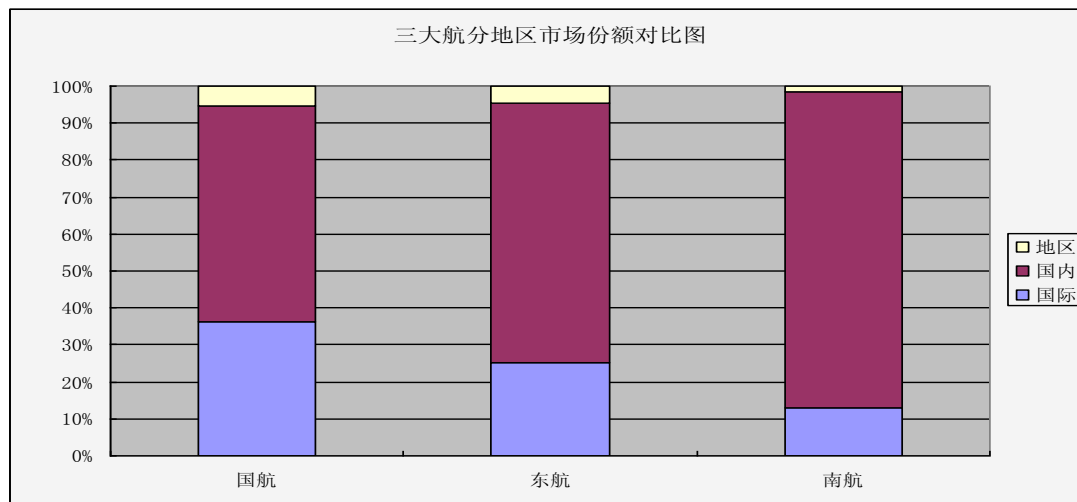


资料来源：华创证券研究所

2.4 航线网络布局合理，提升未来盈利空间

国际、国内航线发展均衡。中国国航是以北京为枢纽，以公、商务客户为导向构建国际、国内重点城市间高质量的航线网络布局。其国际、国内航线发展均衡。按照 2009 年年报公布的座公里数据统计，中国国航国际市场占比 36.2%，国内市场占比 58.33%，地区市场占比 5.47%。

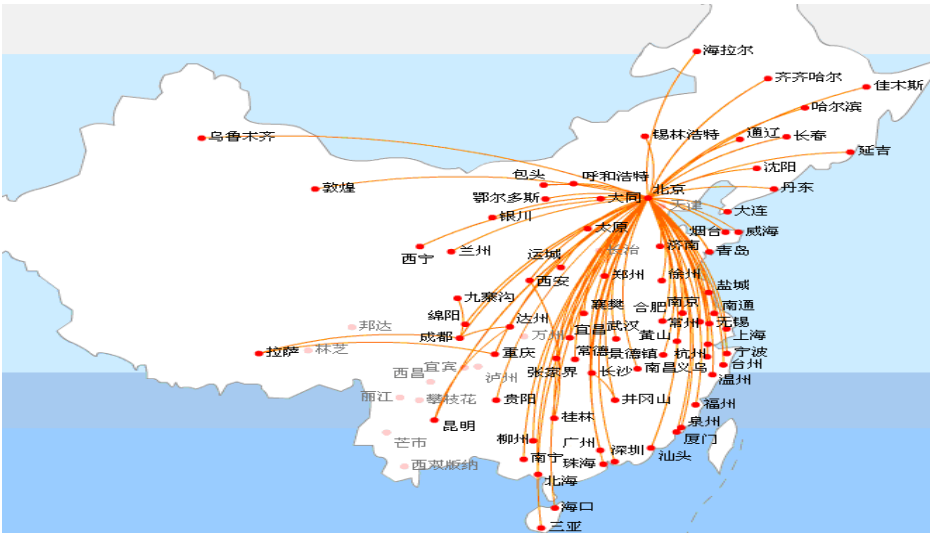
图表 19 三大航分地区市场份额对比图（2009 年）



资料来源：公司年报

国内航线布局日趋完善。中国国航在国内主要干线网络密集。在国内航线网络构建方面，国航已占据华北、西南两大市场主要份额。近年来扩张动作频繁，先后加大运力投入占领华东、华南地区市场。投资山东航空，收购东星航空、深圳航空，增持国泰，并在上海与国泰航空共同成立新的国货航，至此，国航在国内主要市场均已布局完毕，航线网络布局堪称国内航空公司最优，这有力地保证了公司未来的盈利水平。

图表 20 北京地区始发航线网络图



资料来源：公司官方网站

图表 21 成都地区始发航线网络图



资料来源：公司官方网站

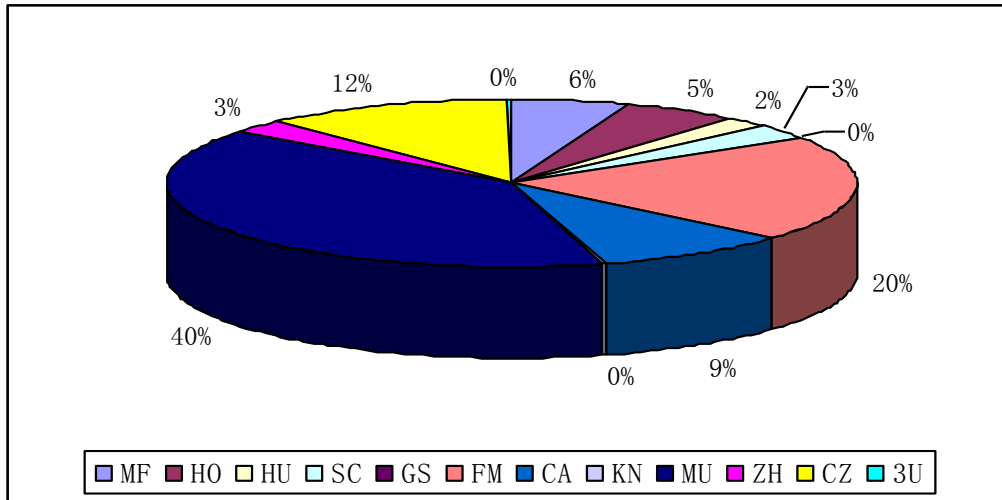
三、东方航空竞争能力分析：盈利能力改善明显，最具增长潜力的航空公司

3.1 东、上合并协同效应价值已显现，并超预期

东航、上航的整合正往广度与深度发展。原先东航和上航的航线高度重叠，部分航线已超过一定的饱和度，相互之间的竞争影响了整体的收益水平。东上合并后，统一编排航线运力，优化航线网络。初期来看，已经起到了在占据绝对份额的市场上增强议价能力，量价齐升的效果。

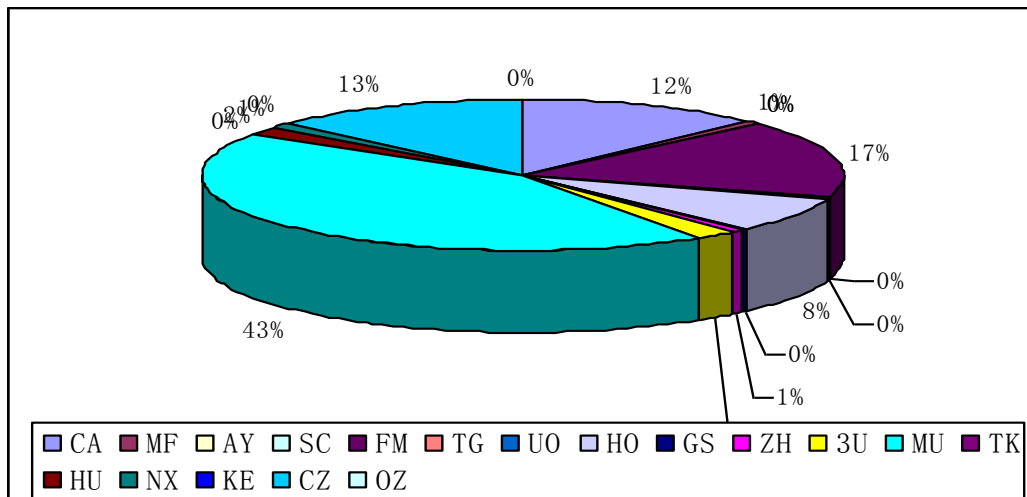
通过市场调查的数据测算，2010 年以来，东航和上航合计在上海浦东、虹桥两场的旅客运输人数均达到了总数的 60%。市场份额的增加，使得整合优势突显。我们选用一季度业绩进行粗略测算，可以有效降低世博会的影响。数据显示：东航一季度平均票价水平同比增幅 21.13%，客公里收入增幅 18.6%，RASK 增幅 24.74%，各项指标均较大幅的超过了国航和南航。撇除受国内市场复苏等因素导致平均票价水平和单位收入水平的提升之外，东航盈利能力增长速度大幅度超过国航和南航的主要原因还是整合带来的超额收益。

图表 22 上海虹桥机场出港旅客人数比例图



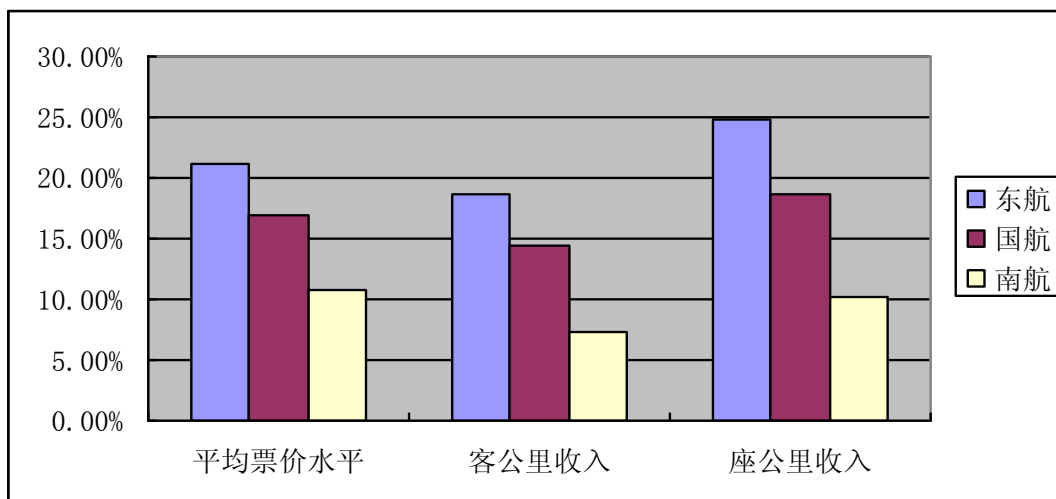
资料来源：中航信、华创证券研究所

图表 23 上海浦东机场出港旅客人数比例图



资料来源：中航信、华创证券研究所

图表 24 2010 年 1 季度三大航盈利指标同比增速对比图



资料来源：华创证券研究所

国航公布消息，与深航进行业务整合后将产生 17 个亿的协同效应价值。东航和上航的规模
敬请阅读正文之后的免责声明

与国航和深航的规模相比差不多，通过国航的数据我们推断东、上整合所产生的协同价值将超过国、深合作。我们知道：两个航空公司密切整合，其产生的协同价值主要体现在机务工程，地服、营销资源共享以及客货运收益水平增加等方面。机务工程方面，合作双方可以共享机队的备用发动机从而减少备发数量，共享机务维修人员从而减少外送维修业务。地服和营销方面，资源的整合将大大节约营运成本。同时，通过市场份额增加带动票价议价能力的提升。由于东航本身运营成本占收入的比重较大，运营成本的控制上存在比国航更大的改善空间，再加上市场份额增加带动票价议价能力上升的速度比国、深合作显著，关于这一点我们在上文已有论述。综合以上各方面的原因，我们认为，东航和上航的整合产生超过 17 个亿的协同效应价值属于大概率事件。

3.2 世博会给新东航羽化成蝶带来千载难逢的机遇

作为 2010 年上海世博会指定航空公司，已为世博准备了 5 年。从 2006 年起，东航就在机队规模、市场建设规划、航线网络开发、空地服务、航班运行控制等多个方面，围绕世博会的举办展开了全方位的准备工作。此前，世博会的历次海外推广活动，东航均全程参与，大大提升了东航的国际形象。为期 183 天的世博会必将让东航充分利用好这个平台，厚积勃发。

世博会预计给东航带来近 30 的超额利润属大概率事件。我们预计，受行业复苏等因素影响，根据旅客运输量与宏观经济的相关性分析，我们预计 2010 年，民航市场旅客需求将增长 15%-20%。假设上海浦东、虹桥两场 2010 年旅客吞吐量不受世博会影响增速将达到 17%，即 6761 万人次，其中 5-10 月为 3516 万人次。

图表 25 2010 年上海机场旅客吞吐量预测（不含世博会增量）（单位：人次）

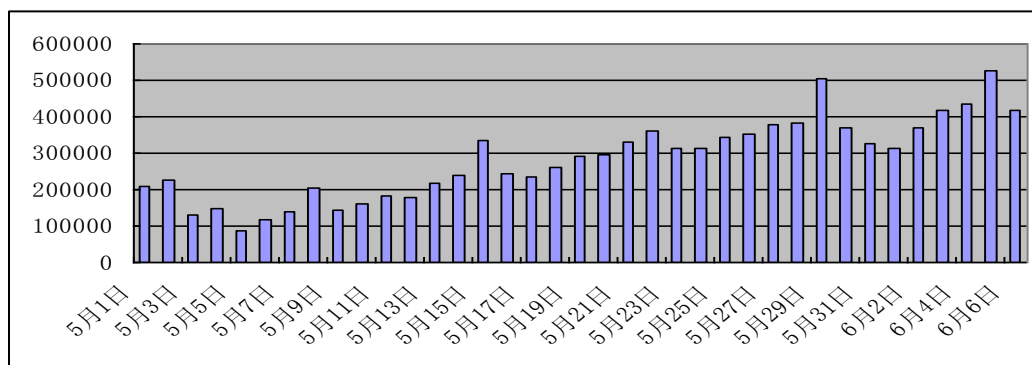
旅客吞吐量	2008 年	2009 年	2010 年（增速 17%）	2010 年 5-10 月（预测）
浦东	28,235,691	31,921,000	37,347,570	19,420,736
虹桥	22,877,404	25,863,352	30,260,122	15,735,263
合计：	51,113,095	57,784,352	67,607,692	35,156,000

备注：2010 年 5-10 月预测数以过去三年该范围占全年总数的比例 52%为测算比例。

资料来源：CEIC, 华创证券研究所

根据此前的世博局发布消息，世博会参会人数中的航空旅客将达到 1350 万人次。也有预测达 1600 万人次。世博会运营一个多月来的实际旅客人数逐渐走高，最高峰达到了日入园数 52 万人次，基本符合此前预期。我们在下面的敏感性分析中给出了航空旅客人数为 1300 万的预测。同时，我们针对世博会参会的航空旅客中纯粹因参观世博会而产生的净增加额占总人数比例给出 30%，35%和 40%三种不同的假设。

图表 26 世博会游客人数日统计



资料来源：世博会官方网站

图表 27 2010 年上海机场旅客吞吐量预测（含世博会增量）（单位：万人次）

2010.5-10 月上海机场旅客总吞吐量		世博会参会人数中的航空旅客		
		1000	1350	1600
空运净增加额占世博会空运总数比例	30%	4296	4386	4476
	35%	4426	4531	4636
	40%	4556	4676	4796

资料来源：华创证券研究所

根据此前民航华东空管局的消息，世博会期间整个航班量的增长率为 30%。则我们假设如果供需状况不改善的话，即旅客增长 30%至 3876.47 万人次，则盈利状况将保持平稳增长。超过这一数字，得到的将是较之往年的超额收益。因为航班量已经限定，绝大多数运营成本已经固定，变动成本可以忽略不计。旅客的增加只会带动客座率的上升以及超额收益的增加，而不再增加大额成本。

我们按保守估计，假设世博会参会人数中的航空旅客为 1300 万人是大概率事件，则根据净增加额的比重分别测算出供需相抵后的超额旅客人数分别为：419 万人，549 万人和 679 万人次。我们再假设世博会期间的平均票价分别为 800 元/人，900 元/人和 1000 元/人三个等级，来进行敏感性分析，从而测算出上海市场因世博会合计产生的超额收益总数。

图表 28 2010 年上海市场世超额旅客人数（单位：万人次）

超额旅客人数		世博会参会人数中的航空旅客		
		1300	1450	1600
空运净增加额占世博会空运总数比例	30%	419	509	599
	35%	549	654	759
	40%	679	799	919

资料来源：华创证券研究所

图表 29 2010 年上海市场世博会超额收益（单位：万元）

上海市场世博会超额收益		超额旅客人数（单位：万人次）		
		419	549	679
平均票价 （单位：元）	800	335,304	439,304	543,304
	900	377,217	494,217	611,217
	1000	419,130	549,130	679,130

资料来源：华创证券研究所

通过以上测算，我们认为平均票价 900 元，航空旅客净增加额占比 35%为大概率事件。而东航世博会期间占上海的市场份额达 60%，因此我们测算出东航因世博会的超额收益在 29 亿元左右，影响 EPS 增厚 0.25 元。以上的测算过程，我们没有考虑供给增速小于需求增速带动整体票价上升所带来的超额收益，仅考虑了客座率上升带来的超额收益。因此，世博会效应带给东航的超额收益很可能大于该预测。

数据统计，东航受世博会效应等多方利好因素影响，4 月份、5 月份的营业收入均在 60 亿元左右，累计利润总额近 8 亿元，而去年同期亏损达 5 个多亿，业绩同比有大幅度的增长。

3.3 加入天合联盟全面提升公司竞争力，真正解决导致亏损的诸多管理问题

整合、世博会仅仅是外在的给了东航改善的机会，但是如果内部运营问题一直得不到有效解决，再好的外部环境也不可能根本性的、长久的改变东航的运营能力。

目前东航与天合联盟已签署意向性协议，尽管正式加入天合联盟还需要一段过程，但加入天合联盟无疑给了东航一次苦修内功的机会，这将给东航带来一次彻底改变经营现状的机遇。

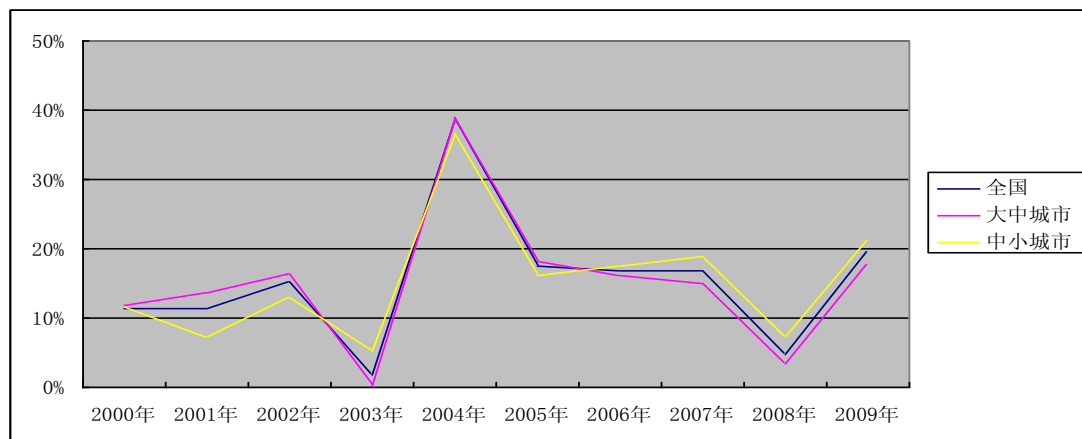
东航需要全方位的配合联盟进行自我完善，以达到真正入盟的标准和要求。这就是说，在接下来的时间里，东航将在网络建设、航班编排、分销渠道、枢纽建设、信息化建设等多个方面借鉴联盟成员先进的经营理念和管理经验进行改革，这为东航提供了一次非常好的能全面提升公司整体竞争力的机会，真正解决以前导致东航亏损的诸多问题。此外，加入天合联盟还能够通过共享联盟资源和开展业务合作来扩大市场份额、增加客源和收入，并通过联合采购、联合销售以降低运营成本。

四、南方航空竞争能力分析：行业内受国家经济、政策影响最大的航空公司

4.1 刺激内需政策影响南航业绩

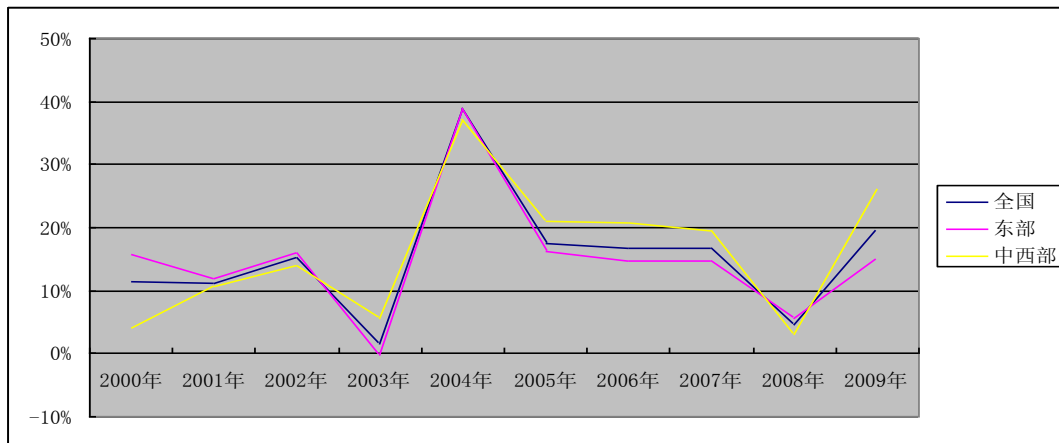
2009 年在国际大环境持续恶化的背景下，我国民航业逆势飘红，很大一部分原因是得益于国家刺激内需政策的影响。我们由下图看到：2005 年以来国内运输增长呈现出来一些特点与国家经济发展思路和拉动内需政策非常吻合：中小城市机场业务量增长快于大中城市机场增长，中西部地区运输增长快于东部发达地区增长。此外，通过对社会消费总量数据的监测发现，除去 2003 年非典引起的旅客需求量大幅下滑以及次年需求的报复性反弹之外，其他年份的社会消费品零售总额（住宿和餐饮业）月度同比增长速度基本和民航 RPK 同比增速相一致。因此我们认为国家刺激内需、拉动经济和国内消费能力的政策效果将影响航空业的需求。

图表 30 2000-2009 年旅客吞吐量同比增长图（分大、中小城市）



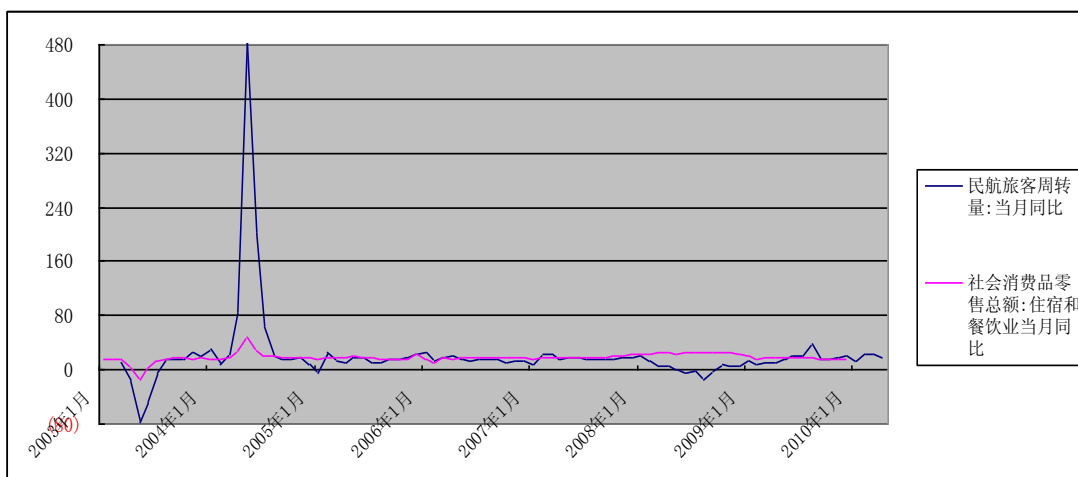
资料来源：CEIC，华创证券研究所

图表 31 2000-2009 年旅客吞吐量同比增长图（分中西、东部地区）



资料来源: CEIC, 华创证券研究所

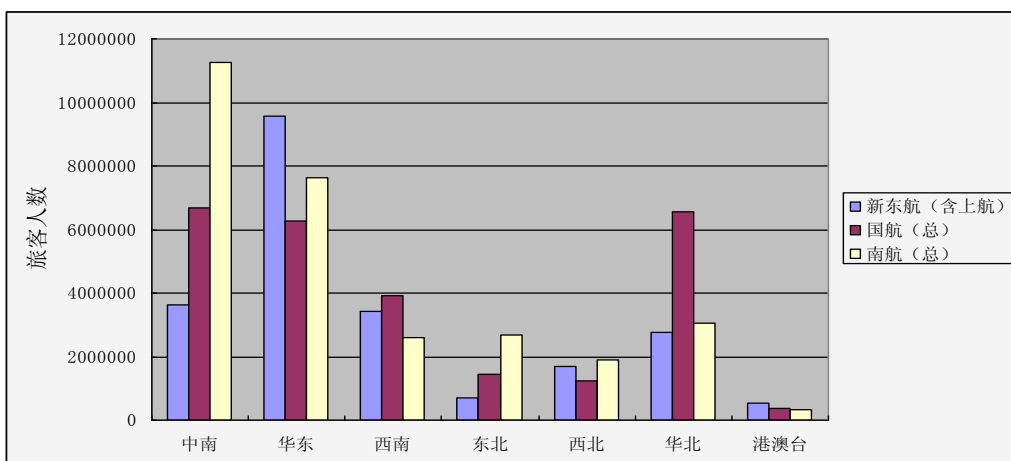
图表 32 民航 RPK 和社会消费总额同比增速对比图



资料来源: WIND

南航作为国内航线布局最广、运力投放量最大的航空公司，是行业内受国家刺激内需政策影响最大的航空公司。南航在国内拥有最密集的通航点，相比较东航、国航的干线网络布局，尤其是提前布局中西部城市和中小城市，从长远来看伴随着国家的刺激内需、战略转型很可能带来超额的利润空间。

图表 33 三大航国内市场份额分地区对比图（2010.1.1-4.20）



资料来源: 华创证券研究所

敬请阅读正文之后的免责声明

4.2 人民币升值的最大受益者

处于上升阶段的发展中国家，生产率增加较快，伴随着经济增长，货币会经历一个持续的升值过程，日本和德国的经验如此，新兴市场国家也是一样。因此我们认为，中国面临着人民币升值的压力将是未来一段时间内伴随着经济增长的一个趋势。而最有可能的人民币升值路径是：首先小幅扩大波动区间，实现 1-3% 左右的小幅升值，其次再寻求更大的灵活性。我们预计未来三年，人民币年升值在 3% 左右。

南航作为国内美元负债规模最大的航空公司自然是人民币升值过程中最大的行业受益者。根据 2009 年年报公布的数据，我们估计目前三大航空公司的美元负债规模，并测算如果人民币升值 3% 将增厚南方航空的每股收益 0.13 元左右。

图表 34 2010 年人民币升值 3% 对航空公司盈利影响

	美元负债(亿人民币)	总股本(亿)	汇兑收益增加(亿元)	净利润增加(亿元)	EPS 增加(元)
南方航空	450	80.04	13.50	10.53	0.13
ST 东航	412	112.77	12.36	9.64	0.09
中国国航	395	122.51	11.85	8.89	0.07

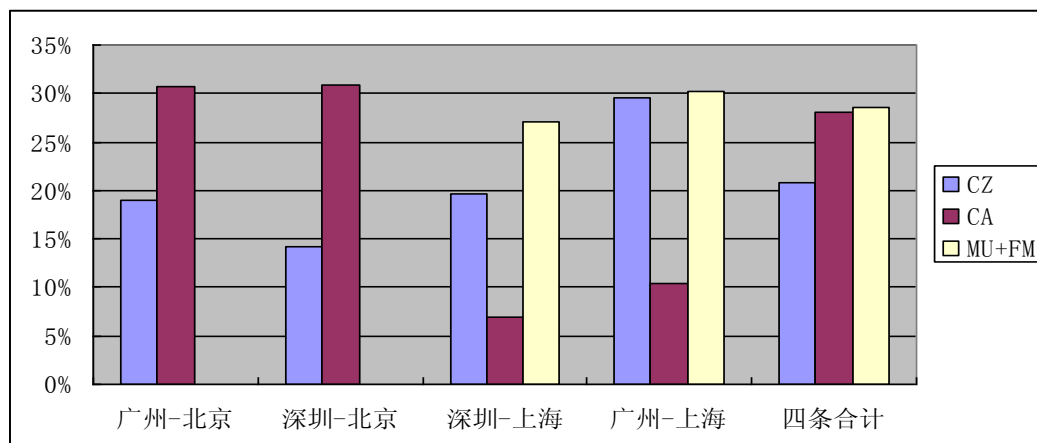
资料来源：公司年报，华创证券研究所

4.3 高端服务短期内效益尚未显现，长期价值增值效应可期

2009 年公司开始实行高端客服经理制。2010 年 3 月 18 日，南方航空正式推出高端经济舱服务。其主要特色是每个航班设 24-53 个座位，其间距比普通座位调增 10cm，并针对该部分旅客优先办理值机、登机、行李手续。南航将逐步改造 300 架性能优越的飞机，到 7 月份总计将有 7000 个高端经济舱座位投入市场。高端服务正在成为南航的发展趋势。

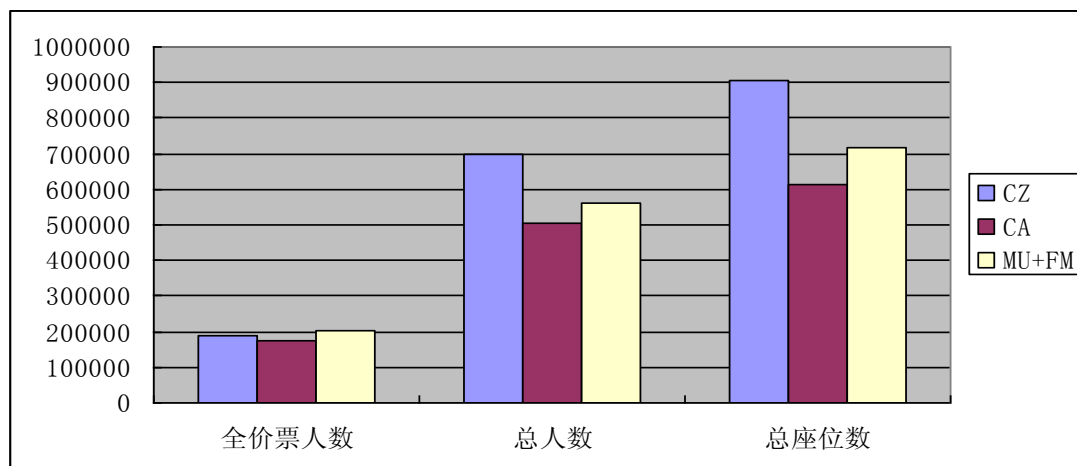
从短期效果看，高端经济舱的优势尚未显现。我们通过对 3 月 18 日至 5 月 24 日，南航试运营高端经济舱的四条航线，即广州、深圳飞北京、上海的航线进行旅客数据统计。统计发现：南航在这四条航线上全价票旅客占总座位数的比重并没有高于国航和东航。飞北京航线上国航全价票比重最高，飞上海航线上东航全价票比重最高。其全价票旅客总额亦不占优势。这说明高端经济舱短期内效果并未显现，这与公司的市场推广、营销能力、常旅客维护以及配套服务也有关系，需要作进一步盈利潜力挖掘。具体高端经济舱收益情况我们将在后面的南航调研报告中做进一步分析阐述。

图表 35 分航线全价票旅客占总座位数比重（2010.3.18-5.24）



资料来源：中航信，华创证券研究所

图表 36 四条高端经济舱覆盖航线旅客数据对比（2010.3.18-5.24）



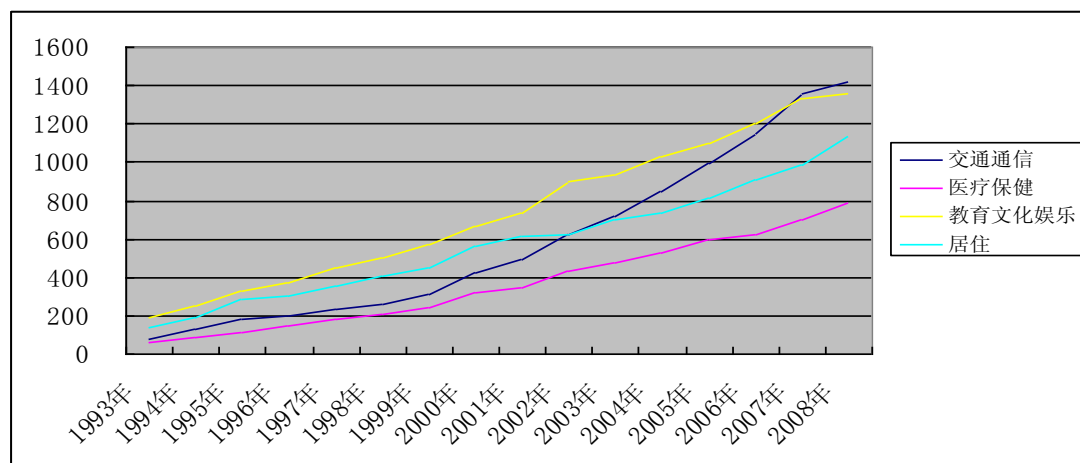
资料来源：中航信，华创证券研究所

虽然目前高端经济舱尚未取得明显的经营收益，但我们仍认为高端服务伴随着中国经济的发展和消费升级是一个必然的趋势。我们的观点基于以下因素：

帕列托的二八效率法则指出：投入和产出之间普遍存在着不平衡的关系，对 20%的重要客户的投入往往可以带来 80%的收益。这也就是说，每个顾客对企业的贡献率是不同的。对于高端客户，往往只需花较少的成本就能带来较大的利润回报。

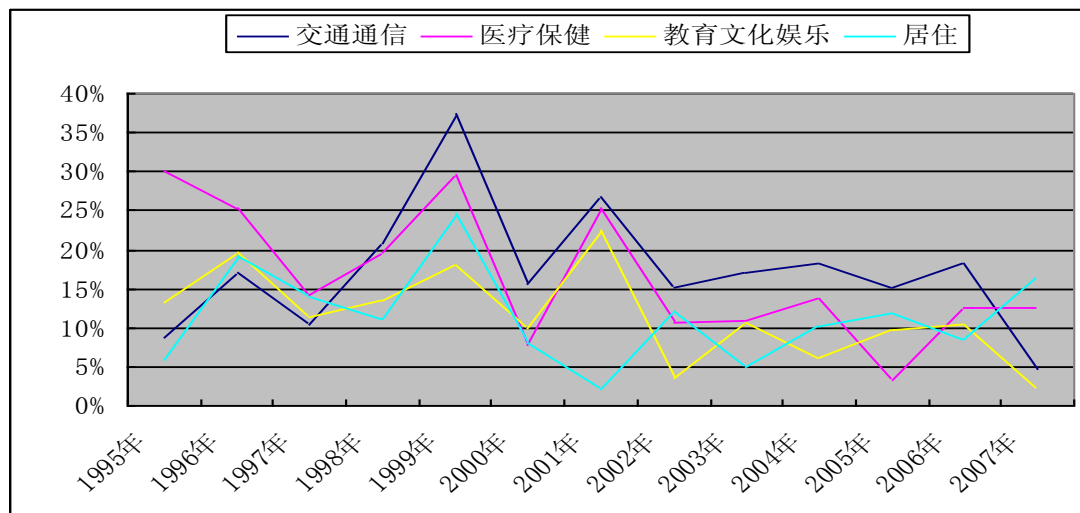
中国 30 年的改革与经济发展，已经积累了深厚的内需动力，目前中国正处于第三次消费升级转型期。在此期间增长最快的当属教育、娱乐、文化、交通、通讯、医疗保健和居住等相关消费。而在这些产业中，按城镇居民家庭人均消费支出口径统计，交通通信不论从支出的增长速度还是净增加值上都居几类消费支出之首。WIND 数据显示：自 90 年代末，交通通信的人均消费支出增长速度明显高于医疗保健、教育文化娱乐和居住支出，并在 2007 年超过了一直保持领先的教育文化娱乐产业。交通行业消费的升级、消费结构的转型意味着居民出行方式的转变，对舒适、便捷、高效服务的追求，也就必然催生出对高端服务的需求。而南方航空提前布局高端客户群，用差异化来避开航空市场上激烈的同质化竞争，将提升其未来的盈利潜力。

图表 37 城镇居民家庭人均消费支出



资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 38 城镇居民家庭人均消费支出增长速度



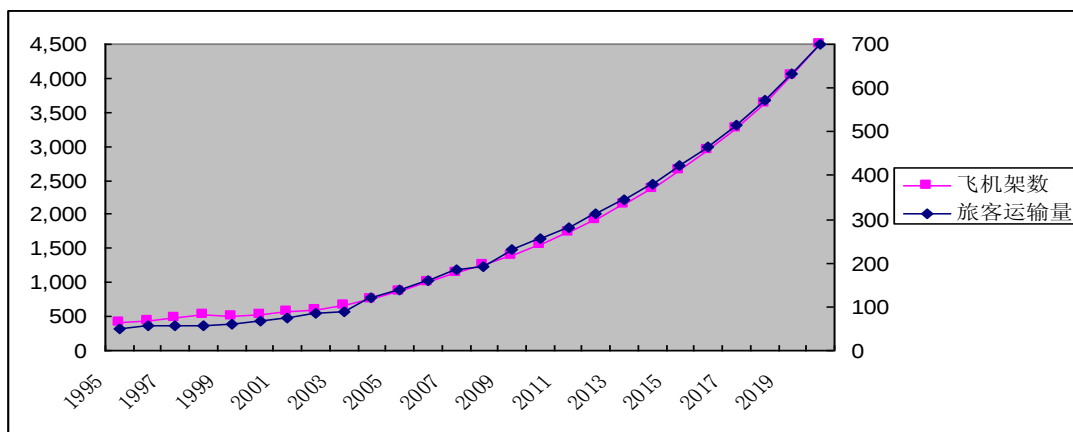
资料来源: WIND, 华创证券研究所

五、受益于经济结构转型，中国民航未来十年仍将高速发展

5.1 国家已将民航发展提升到战略高度

年初，民航总局下发的《关于建设民航强国的战略构想》正式提出：到 2020 年，旅客运输量达到 7 亿人次，飞机架数达到 4500 架，即目前美国民航市场的状态，航空运输开始成为大众化的出行方式。到 2030 年，中国航空公司国际市场份额位居世界前两位，本国国际市场份额达到 60%，中国将有一家航空公司牵头组建全球航空联盟，航空运输服务质量位居世界前列，创新的航空运输服务模式或产品被其他国家采用。根据现有飞机架数和旅客运输量测算，如果要达到民航总局的战略构想，未来十年内民航市场的供给和需求增速将明显快于 2005 年以前。按构想中的数据测算，未来十年飞机架数的复合增长率为 10.64%，旅客人数的复合增长率为 11.18%，供给小于需求增速，客座率和平均票价水平可能将进一步提高，盈利空间增大。

图表 39 旅客运输量和飞机架数增长曲线图（1995-2020）



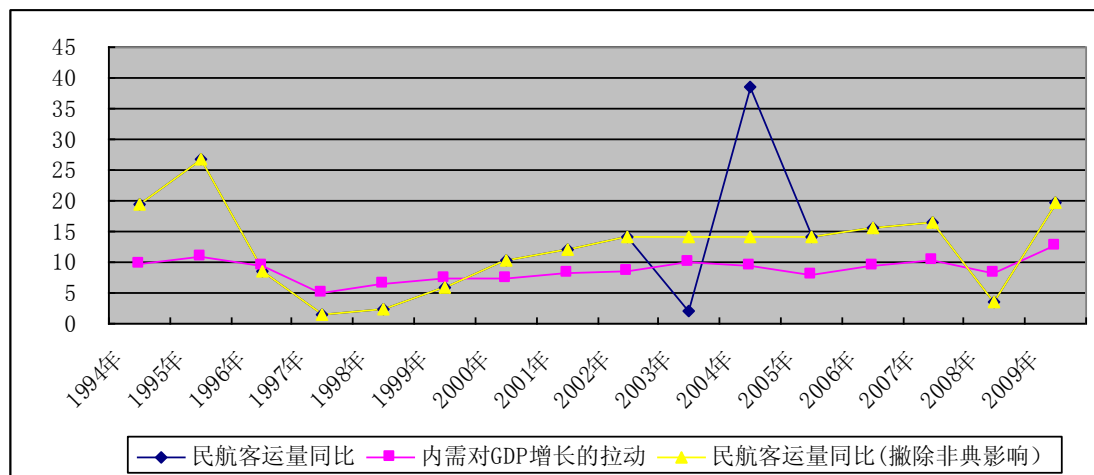
资料来源: 华创证券研究所

5.2 经济结构调整加速，促进航空业快速发展

国家经济结构调整加速，国家近几个季度的政策变动已基本确认未来的经济将从投资与出口拉动模式转变为以消费和投资推动内需增长、拉动经济的模式。结构转型分阶段看，近期主

要是强调基础建设,解决医疗、社保、基础教育等问题。在居民生活保障得到进一步提高之后,将着重考虑居民收入分配问题,促使居民收入增长与财政收入增长保持同步。2010 年以来,国家主要领导人多次在重要场合阐述了加快推进城镇化建设、改善国民收入分配格局、加强社会保障体系建设等观点。从国家转型战略的思路来看:保障体系的健全将增强居民消费动力,收入的改善将提升居民消费的能力。而航空消费作为消费升级后重要的消费需求之一,将迎来快速发展的春天。

图表 40 民航客运量同比增长与内需对 GDP 增长的拉动



资料来源: WIND, 华创证券研究所

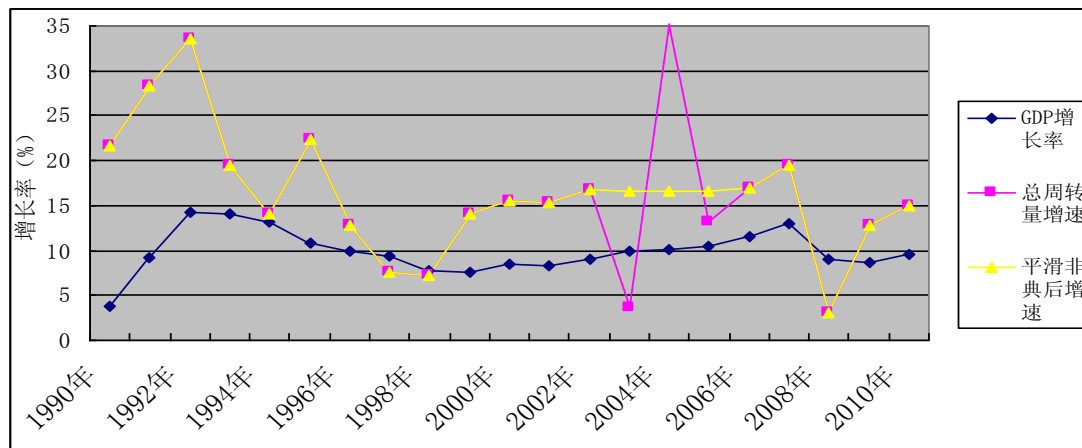
我们从上图的曲线可以得出除去 2003 年非典影响外,民航旅客运输量同比增长率与内需对 GDP 增长的拉动存在较大的正相关性。假设民航客运量同比增长率为 Y, 内需对 GDP 拉动为 X, 两者之间的关系基本可以表达为: $Y=3X-15$ 。两组数据的相关性系数为 0.82, R-square 为 0.7。因此,伴随着国家经济转型,未来几年内需对 GDP 的拉动可以保持在 9-9.5%的水平。根据该相关性测算,民航客运量的增速可达到 12-13.5%的水平。

图表 41 相关性测算

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	-15.36539363	5.69401832	-2.698514962	0.019362487
X Variable 1	3.162853006	0.64094303	4.934686674	0.000345159

资料来源: 华创证券研究所

图表 42 GDP 增速与 RTK 增速对比

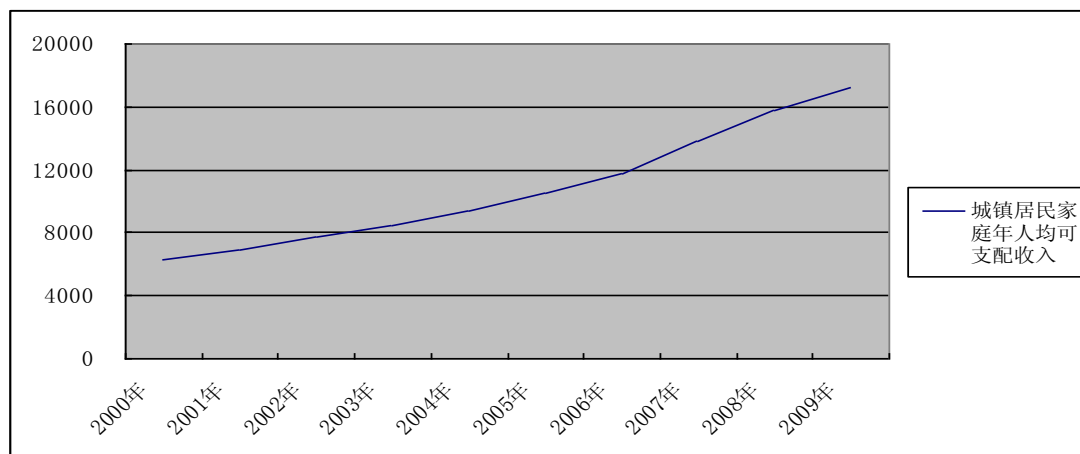


资料来源: CEIC, 华创证券研究所

5.3 航空票价长年趋稳，人均可支配收入增长提速带动航空消费能力提升

从数据上显示，2000 年以来，我国人均可支配收入水平大幅提升，增长了近 3 倍。尤其是 2007 年以来增速明显提升。而航空票价全价面额多年来一直保持平稳。2000 年以来，除 2004 年有过 15% 左右的上调，没有做过任何变动。航空公司仅仅是根据市场环境做票价折扣的调整。这反映，航空票价的增速远远低于人均可支配收入的增长。而且在航空运输大众化的道路上，这一现状仍将得到持续。

图表 43 城镇居民家庭人均可支配收入



资料来源: Wind

5.4 政策优惠促进行业发展

国家近年来采取了诸多优惠政策来扶持民航业的发展，注资、民航建设基金返还、免征燃油附加营业税、国际及港澳航班使用国产航油增值税返还、起降费减免等等。面对 2008 年的经济下滑，民航总局出台了十项措施来促进行业发展，这也是民航能快速走出亏损泥潭，2009 年实现全行业盈利的重要因素。根据国家战略发展规划，预计在今后较长一段时间内，扶持中国民航发展，做强做大，将是民航业的主基调。

近日，财政部、国家税务总局联合下发了《关于国际运输劳务免征营业税的通知》。规定自 2010 年 1 月 1 日起，对国内单位或者个人提供的国际运输劳务免征营业税。此项税政一方面旨在降低对外贸易成本，促进外贸发展，另一方面也有助于提升航空公司的盈利能力和国际竞争力。

图表 44 关于国际和地区航线运输收入免征营业税的相关影响

单位: 亿元	国航	东航	南航
减免营业税额	5.49	1.71	1.13
适用营业税率	3.21%	3.16%	3.03%
税前利润影响额	5.49	1.71	1.13
净利润影响额	4.12	1.28	0.85
总股本	129.93	112.77	101
EPS 影响	0.0317	0.0114	0.0084

资料来源: 公司公告

以上营业税额的影响数据是基于 2009 年业绩计算的，由于 2009 年国际经济不景气，国际航线的运力投入和收入都有所降低，预计今年的国际航线收入会有较大幅度的增加，因此对

5.5 航空快线布局应对高铁冲击波

根据我国《中长期铁路网规划》，2013 年前，我国将建成“四横四纵”高速客运专线和三个城际高速客运系统。届时，主要城市间的列车运行时间将会进一步缩短，对我国民航业将会造成较大的冲击。尤其是 2012 年京沪高铁贯通，将对航空业构成巨大考验。

为应对高铁带来的冲击，目前各大航空公司都开始有针对性的打造航空快线网络。南航作为国内运力最大的航空公司，先是开通武广空中快线和长广空中快线，提出了“公交式快速通道”的概念，后又试水空铁联运。东航推出 8 条空中快线，涉及上海至北京、武汉、广州、深圳、香港、西安等多个地区，与此同时还推出了 18 条准快线，这些将成为新东航未来的拳头产品。而国航继去年从北京至成都、重庆、上海、杭州、广州和香港的“国航快线”后，今年又分别与深航、山航联合推出北京至深圳、青岛的快线。航空公司这种通过提高自身服务效率，提供随到随走的便捷流程，大大增强了与高铁的竞争力。

我们预计，国航因国际航线优势明显以及未来几年国际航线需求增速，2012 年高铁四纵四横贯通对国航的影响在三大航中最小，RPK 仍保持 10% 的增长速度。南航受高铁的冲击相对明显，2011 年、2012 年公司业绩将可能出现回调。

六、业绩预测与投资建议

截至 5 月 27 日，航空业内三大航空公司滚动市盈率分别为：南航 36.18，东航 68.13，国航 22.49。近期受大盘影响以及航空业利好因素相继兑现等影响，股价大幅下挫后在低位震荡。自 4 月 16 日至 6 月 3 日，上证综指下跌 18.46%，航空指数下跌近 30%。航空股票具备高弹性、高贝塔的特性，目前的超跌状况并不代表实际行业经营状况的恶化，股价将随行业业绩持续向好、大盘反弹得以改变，带来超额收益。建议关注大盘反弹时航空股的投资机会。

我们认为 2010 年航空业经营受多方利好支撑，业绩高于 2007 年超预期属大概率事件。预测 2010 年中国国航、东方航空、南方航空 EPS 分别为 0.77 元、0.47 元、0.48 元。对应动态 PE 为 13.53、16.43、13.63。受行业供、需关系将持续改善、以及市场份额集中带动良性竞争的影响，2011 年行业整体的单位收益水平将进一步提高，盈利水平仍具改善空间。

6.1 业绩预测核心假设：

- 假设人民币 2010 年升值 3%，影响国航、东航、南航 10 年汇兑收益分别为 5.93、6.18 和 6.75 亿元；2011 年、2012 年业绩预测均按升值 3% 测算。
- 受全球经济环境影响，油价年内难有上涨空间，下降空间亦有限，维持 WTI 均值 76-77 美元/桶的预测，11 年、12 年油价略有上涨，但涨幅不大。
- 国家近期除航线补贴外，没有民航建设基金返还等优惠政策出台。
- 未来三年国内市场竞争格局及三大航市场份额基本保持不变。

6.2 三大公司预测假设：

国航：

- 中国国航控股深航，4月深航并入国航合并报表将使国航规模增加25%。
- 2010年RPK同比增长19%，客公里收益增长17%。
- 考虑到国航成本控制方面的绝对优势，预测2010年-2012年营业成本占营业收入百分比为76-78%。
- 国航国际航线优势明显以及未来几年国际航线需求增速，预测2012年高铁贯通对国航的影响在三大航中最小，RPK仍保持10%的增长速度。

东航：

- 东、上合并，新东航规模增加25%。
- 受世博会、外部经济环境改善等因素影响，2010年RPK同比增长20%，客公里收益增长20%。
- 成本控制方面东航基础较差，受入天合联盟及重组影响有改善的预期，但需要时间。预测2010-2012年营业成本占营业收入百分比81%左右。
- 根据前文测算，世博会将为东航带来近30亿元的超额收益。

南航：

- 受公司战略调整影响，借亚运会之机布局国际网络，2010年南航国际、地区业务大幅增长影响，假设地区与国际航线RPK同比增长40%，国内RPK增长16%。
- 一季度南航转让珠海MTU获得投资收益11.06亿元，增厚EPS0.14元。
- 高端服务等战略实施效果在利润中得以体现需要加以时日，而高铁的冲击又是迫在眉睫，预测2011年、2012年公司业绩将略微回调。但是受国家经济发展及其国际业务大幅增长影响，回调之后南航业绩仍将步入上升通道。

图表 45 三大航空公司股票介绍（截至 2009.5.27）

股票简称	股票代码	总股本 (亿元)	收盘价	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	预测市盈率 (未来1年)	市净率	市销率 (TTM)
南方航空	600029	80.04	7.03	562.65	36.18	21.27	4.78	0.94
东方航空	600115	112.77	7.67	864.91	68.13	28.83	39.58	1.86
中国国航	601111	122.51	11.42	1399.1	22.49	21.37	5.36	2.56

资料来源：Wind

图表 46 三大航空公司业绩预测

股票简称	收盘价 (6.4)	EPS			PE			目标价
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	
中国国航	10.42	0.77	0.8	0.81	13.53	13.03	12.86	15.4
东方航空	7.72	0.47	0.51	0.54	16.43	15.14	14.30	9.4
南方航空	6.54	0.48	0.47	0.45	13.63	13.91	14.53	9.6

资料来源：华创证券

6.3 投资建议：推荐

4月16日以来，上证综指下跌18.46%，航空指数下跌30%。航空股票具备高弹性高贝塔的特性，而目前超跌状况并不代表实际行业经营状况的恶化。股价将随大盘反弹得以改变带来

超额收益。我们认为受多方利好支撑，2010 年航空业盈利超历史属大概率事件，国航、东航、南航 EPS 分别为 0.77、0.47、0.48，动态 PE 为 13.53、16.43、13.63。受行业供需关系持续改善、市场份额集中带动良性竞争影响，2011 年盈利状况仍具改善空间。

结合国内航空股历史 PE 水平，同时考虑到 2012 年高铁四纵四横贯通给三大航空公司带来的冲击，我们认为行业 2010 年 20 倍 PE 相对合理。由此，国航、东航、南航的目标价分别为 15.4 元、9.4 元和 9.6 元，给与行业推荐评级。

七、风险提示

航空业属于受国家经济影响较大的周期性行业。因此外部市场环境对航空公司的业绩有重大影响。我们关注政策变化、外部经济环境恶化、需求低预期、油价上涨已经突发性事件等因素带来的投资风险。

航空运输成本下降空间有限，将影响利润增长。业内普遍知道国内航空公司单位成本水平高于美国等国外先进航空公司，并将其归结为经营管理能力的问题。这只是一方面，更多的原因是：飞机进口关税、增值税高企；维修技术垄断，增加维修成本；中国为保飞行安全，均适用现代化程度非常高的飞机，折旧成本高，而美国航空平均机龄远高于中国，很多老飞机基本折旧完毕。这就意味着公司 80%以上的不可控成本均高于美国等先进国家，而且短期内难以得到改善，这将对国内航空公司的利润空间产生重大影响。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801