

航空运输业

储海

S1450209060208
021-62078961
Chuhai260@pingan.com.cn

孙超

联络人
0755-22625974
Sunchao484@pingan.com.cn

淡季向好，航空将迎来火热旺季

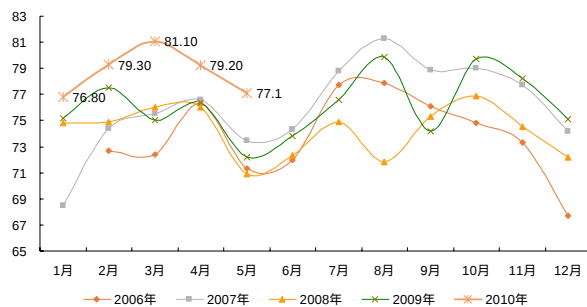
- **5月客座率依然保持高位，行业仍然供需紧张。**高客座率水平得以延续，说明民航运力供不应求的情况仍然存在。国内运力供给小增上升，国际运力供给恢复快速上涨势头。客运需求仍然保持旺盛状态，国际航线增长快于国内航线。货运需求维持爆发增长的态势，国际航空货运依旧增长迅速。
- **国航、东航、南航数据显示出不同特点。**5月份国航、东航的国内、国际及地区生产数据有较大幅度的恢复，总体生产量恢复到20%以上的增长。南航由于5月份受到南方雷雨天气的影响，造成国内航线运力与生产量增速均在20%以内。南航大幅度增加国际航班使国际航线增速保持40%以上的高位。
- **民航客源将6~8月份将保持高速增长。**根据目前掌握的6月份的运输情况看，我们预测今年暑期民航将迎来运输高峰，6~8月份各项生产数据仍将保持目前高速增长的态势。9月份之后，各项数据增长将有所放缓。
- **价格保持高位水平，各公司在淡季获得了良好的业绩。**今年以来，整个行业一直保持着较高的平均票价水平，这主要是两方面原因：一是供需矛盾造成的价格上涨，二是各航空公司主动维护价格水平。在价格因素的驱动下，各公司在5月份均取得了良好的经营业绩。全行业在传统的5月淡季取得了12.3亿的利润。
- **淡季不淡，民航将迎来火热旺季。**在对4月份国航、南航生产数据点评上我们明确提出，民航仍然处于景气周期，拐点到来为时尚早。5月份生产数据进一步强化了我们这种判断，并且在接下来的暑运旺季中，我们预计民航增速将进一步提升，并且在价格水平高涨的因素下，各航空公司将创造“相当不菲”的经营业绩，今年旺季将非常“火热”。
- **竞争结构变化将主导未来的行业的发展，航空股仍有一轮上涨机会。**在民航完成“东上”、“国深”重组之后，整个行业竞争由“三个梯队”转变为“三国鼎立”的局面。行业竞争结构变化带来的是价格竞争大幅度减少，各公司收益水平均有显著提高。加之今年以来民航需求的集中释放，带动了整个行业的高速发展，航空公司下半年将取得10年以来最好的经营业绩，我们首次给予行业“强烈推荐”评级。

一、5月客座率依然保持高位，行业仍然供不应求

客座率同比大幅度增长，淡季客座率依然维持高位水平

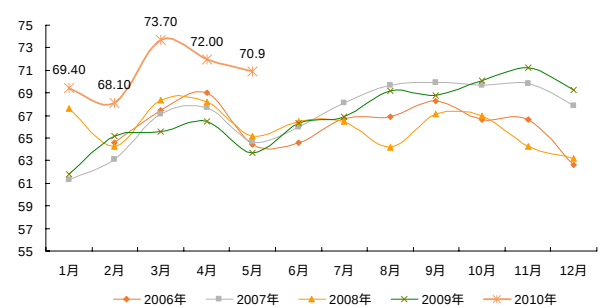
5月份全民航客座率水平为77.1%，继续保持高位水平，客座率同比增加4.8个百分点，环比降低2.1个百分点。5月份是民航的传统淡季，客座率一般处于全年的第二低谷之中，今年出现环比下降趋势属于正常波动，而同比差值较4月份有所放大，反映出淡季生产旺盛的现象。

图表1 5月份客座率水平同比保持高位水平



资料来源：公司公告

图表2 5月载运率水平同比保持高位水平



资料来源：公司公告

行业供给保持平稳增长

5月份行业供给仍然保持较为稳定的增长。今年以来全行业飞机引进速度保持了比较平稳的速度，每月引进飞机数量在15-18架左右。5月份全行业引进飞机18架，除一架ERJ190(90座位)支线飞机外，其余全部为A320型及B737-800型窄体飞机。飞机增长平稳使得三大航空运力增长也保持平稳增长。

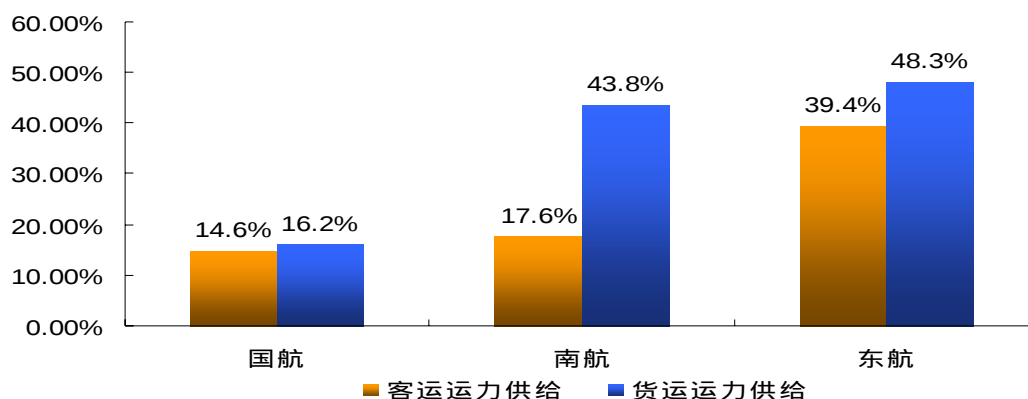
图表3 今年各月全民航飞机引进速度稳定

月份	宽体机	窄体机	支线飞机	货机	合计
2010年1月	0	13	0	0	13
2010年2月	0	15	4	2	21
2010年3月	1	14	2	1	18
2010年4月	0	16	2	0	18
2010年5月	0	15	1	0	16

资料来源：平安证券研究所

行业运力供给货运大于客运。由于货运市场的恢复，尤其是国际货运市场的恢复，三大航均加大了对货运市场的运力供给。三大航自2010年初开始，货运运力供给一直领先于客运。5月份行业延续这一趋势。

图表4 行业运力供给货运大于客运



资料来源：公司公告

行业需求恢复 20%以上增长速度

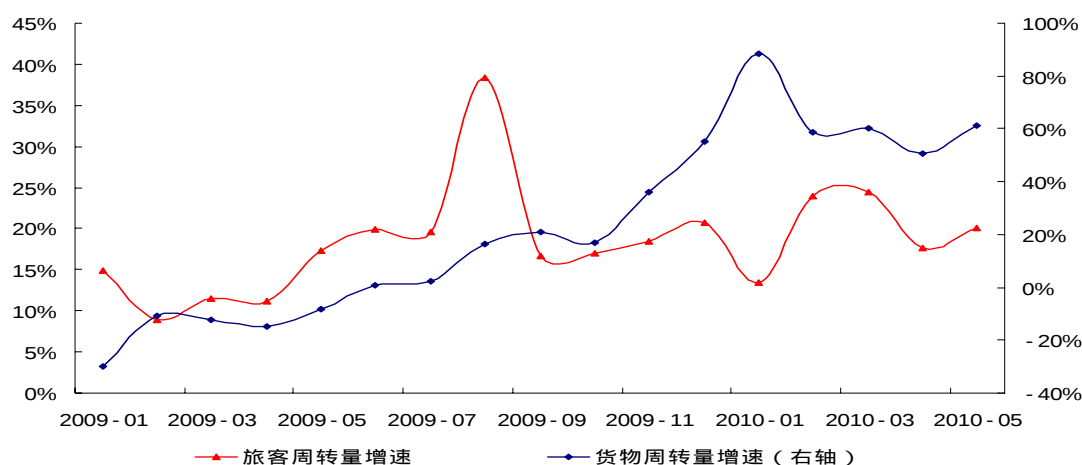
4 月份受到多重因素（航班换季、欧洲火山灰和清明节）的影响，行业需求增速呈现了明显下降趋势。由于行业仍然处于强景气周期之中，4 月份的偶然因素在 5 月初均已经不存在，因此 5 月份行业需求增速重新回到高位，带来的是需求增长快于运力增长，客座率同比明显提升。

图表5 三大航运力的增长慢于生产量的增长

单位：百万	国航		东航（含上航）		南航（含厦航）	
	5月	增幅	5月	增幅	5月	增幅
座公里	9006.78	14.50%	9429.42	8.90%	11530.69	17.20%
客公里	7058.12	25.90%	7193.38	17.00%	8654.95	22.90%
客座率(%)	78.36	7.13Pt	74.83	5.14Pt	75.06	3.46Pt

资料来源：公司公告

图表6 行业旅客与货物周转量恢复快速增长趋势



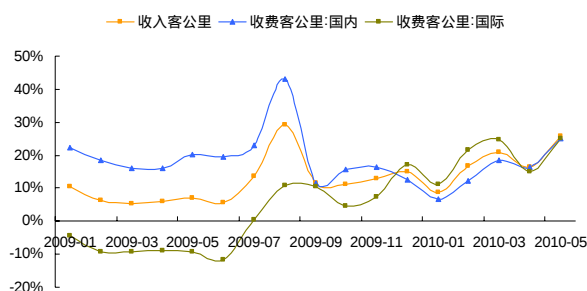
资料来源：公司公告

二、国航、东航、南航数据显示出不同特点

三大航虽然均表现出了运量、运力的高速增长，但成因却不尽相同。

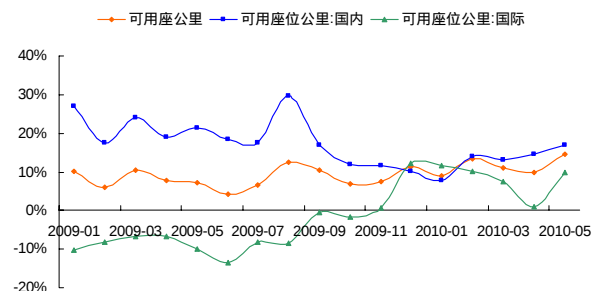
国航运力运量保持稳定增长。国航运力增长保持较为平稳，其国内运力增长 15%左右，国际运力仅增长 10%左右，运量增长超过运力近 10 个百分点，我们判断国航一方面有意识控制运力引进速度，另一方面北京、成都、深圳等主基地时刻紧张，使得其通过提高运输效率实现运量增长，国航国内、国际航线客座率均能保持在 77%以上。可以看出，稳步发展，防止冒进，确保较高的利润水平是国航的基本经营思路。

图表7 国航生产量增长国内、国际保持一致



资料来源：公司公告

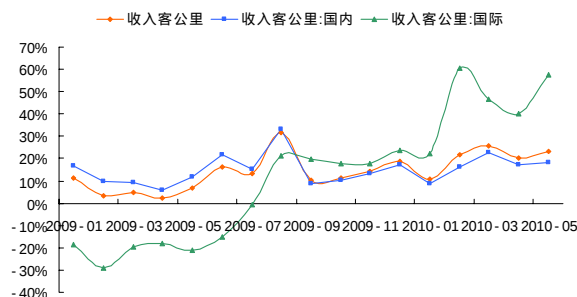
图表8 国航运力供给国际慢于国内



资料来源：公司公告

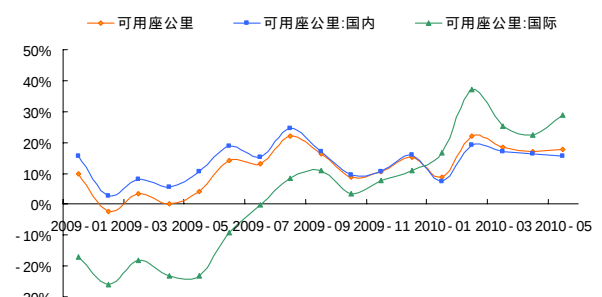
南航主动加大对国际航线的运力运量投入。南航在国际化战略转型的主导思路下，明显加大了国际运力的投放，自年初运力增速一直保持在 20%以上，甚至接近 30%，而国内运力投入保持在 15%左右。发动全公司力量保障国际航线的策略产生较好的效果，南航国际航线运量增速接近 60%，客座率提升约 10 个百分点。

图表9 南航国际航线有较好的投入产出



资料来源：公司公告

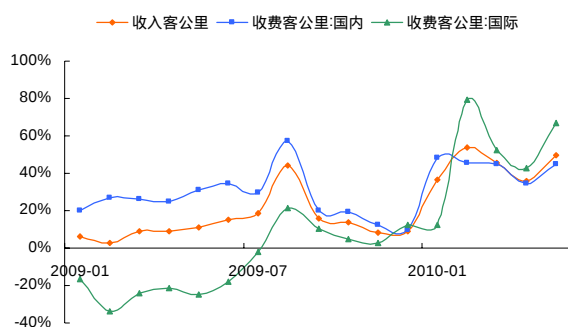
图表10 南航加大了对国际市场的投入



资料来源：公司公告

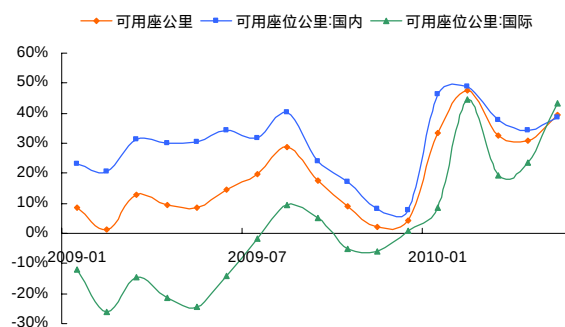
东航国内航线增长稳定，国际航线增长明显。东航国内航线运力、运量自年初开始保持平稳较高的增长速度，客座率有小幅提升，这主要是得益于国内民航较高的景气程度。自 3 月份以来，东航国际运力投入逐渐加大，并且获得了良好的投入产出，国际航线客座率增长 10 个百分点以上，主要原因在于一方面东航国际航线基数低，客座率也较低，另一方面受益于国际航空市场复苏和世博会的召开，上海国际航线快速回暖。

图表11 东航国际旅客增长较快



资料来源：公司公告

图表12 *东航国际国内运力供给增速趋同



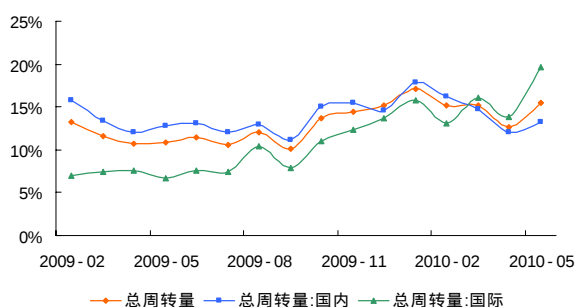
资料来源：公司公告

*注：东航2010年数据包括上航，2009年数据未包括上航。

三、民航客源将 6-8 月份将保持高速增长

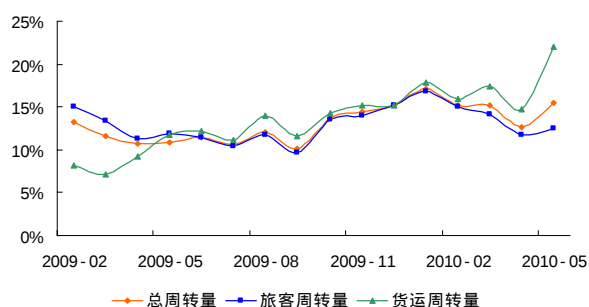
为了消除 2008 年民航负增长造成的低基数效应，我们测算了民航三年复合增长率，结果显示：1、民航总周转量 3 年复合增长率自 2010 年以来持续保持 15% 以上的增长，并且国际增速大于国内；2、民航客货运周转量三年复合增长率保持 10% - 15% 左右的平稳增长，货运增长大于客运；3、由于 2007 年是民航上一个强景气周期，在这个基础上的平稳增长，说明此轮民航强景气周期是扎实有效，而非一时的反弹增长。按照 5 月份的复合增长率计算，今年暑期民航将迎来运输高峰，6-8 月份各项生产数据同比仍将保持目前高速增长的趋势。9 月份之后，各项数据增长将有所放缓。

图表13 总周转量复合增长率逐渐上升



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表14 行业客货运复合增长率出现明显上扬



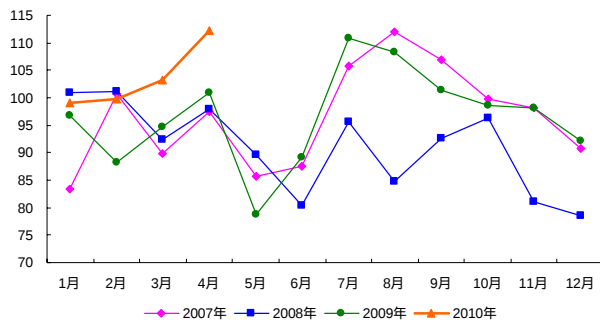
资料来源：公司公告 平安证券研究所

四、价格保持高位水平，各公司在淡季获得良好的业绩

今年以来，整个行业一直保持着较高的平均票价水平，这主要是两方面原因：一是供需矛盾造成的票价上涨，二是各航空公司主动维护价格水平。在价格因素的驱动下，各公司在 5 月份均取得了良好的经营业绩。全行业在传统的 5 月淡季取得了 12.3 亿的利润。

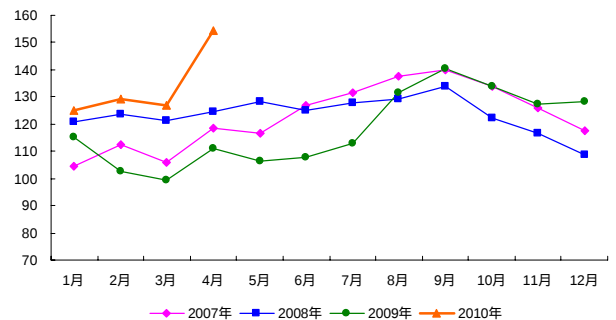
平安证券航空业 2010 年中期策略中已经提出，目前中国民航的竞争结构已经由“三个梯队”重新转变为“三国鼎力”，在竞争态势均衡的情况下，价格战将不再是竞争主旋律，市场中居于主导地位的航空公司将能够使平均票价稳定在较高的水平上。

图表15 国内航线综合票价指数处于历史高位



资料来源：公司公告 平安证券研究所

图表16 国际航线回暖抬升国际航线票价指数



资料来源：公司公告 平安证券研究所

五、淡季不淡，民航将迎来火热旺季

平安证券研究所在 4 月份国航、南航生产数据点评上曾经提出，“民航仍然处于景气周期，拐点到来为时尚早”。5 月份生产数据进一步强化了我们这种判断，并且在接下来的暑运旺季中，我们预计民航增速将进一步提升，并且在价格水平高涨的因素下，各航空公司将创造“相当不菲”的经营业绩，今年旺季将非常“火热”。

图表17 2010年下半年民航运输生产量增速预测

预测	2010-06	2010-07	2010-08	2010-09	2010-10
总周转量	37.3%	33.2%	30.7%	36.0%	24.8%
旅客周转量	22.4%	21.9%	18.9%	24.2%	12.9%
货物周转量	72.8%	59.7%	58.2%	62.6%	53.7%

资料来源：平安证券研究所

六、人民币升值“锦上添花”

随着人民币汇率重新盯住“一揽子”货币，人民币升值将是大势所趋。按照 2009 年年报公布的各公司外币负债情况计算，人民币对美元每升值 1%，将给国航、南航、东航分别带来约 4.2、3.9、1.1 亿元的净利润贡献，EPS 相应增加 0.03、0.05、0.01 元。

七、竞争结构变化将主导未来的行业的发展，航空股仍有一轮上涨机会

行业竞争结构变化使价格竞争大幅度减少，各公司收益水平均有显著提高。加之今年以来民航需求的集中释放，带动了整个行业的高速发展，**我们预计航空公司下半年将取得 10 年以来最好的经营业绩，并且将超出此前市场对行业的盈利预期，我们首次给予行业“强烈推荐”评级。**

国航目前已经形成了稳定的经营模式，在国内主干线市场占据较大市场份额，并且北京航线网络枢纽的日渐成熟，将使国航的盈利水平领先行业，其盈利能力也将更加稳定。

东航受益于世博会带来的巨大航空客源，随着世博会参观人数不断攀升，以及内地各省鼓励参观世博会的政策出台，上海航空市场将在行业景气基础上叠加世博因素，出现超预期高增长。由于东航占据上海 50% 的市场份额，供不应求拉动的收益水平上涨将大大提升公司盈利能力。

南航受益于国内经济快速增长，随着内陆和沿海地区经济互动及产业转移不断增加，南航遍布于全国各地的分子公司将获得越来越快的增长。

图表18 三大航全2010年全年盈利预测（不包括汇兑损益影响）

股票名称	EPS		P/E		EV/EBITDA	
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
中国国航	0.80	0.75	15.72	16.10	12.40	10.30
南方航空	0.46	0.40	14.68	16.53	9.80	8.80
东方航空	0.47	0.42	18.35	19.48	12.20	10.40

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257