

航空业上半年经营情况专题研究

三驾马车需求强劲 未来发展走势各异

强烈推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

淡季向好，航空将迎来火热旺季
(2010.06.21)

飞得稳才能飞得高：结构转变带来上升动力——平安证券2010年下半年航空行业策略
(2010.06.18)

份额决定竞争力——东方航空调研简报
(2010.06.04)

放开两舱票价有效提升各公司业绩
(2010.05.22)

研究员

联系人：孙超
S1060110050082
0755-22625974
Sunchao484@pingan.com.cn

研究员：储海
S1450209060208
021-62078961
Chuhai260@pingan.com.cn

- 1、中国民航上半年的快速增长是三驾马车共同向好的结果。全行业上半年总周转量实现平均32.32%的高增长，这种“高景气”程度并非是单一因素引起的，而是政府投资、国际经济回暖和欧美企业补库存需求三重因素叠加影响而形成。
- 2、上半年民航实现高质量增长，行业发展理性有序。飞机日利用率、客座率、载运率和平均票价指标均在高位运行，民航实现了从飞机运力——运能——生产量——收入——利润一系列环节的高效率。同时，行业并没有因为今年的高景气而大量购买飞机，理性有序发展的思路得到执行。
- 3、国内客运高位增长的原因：供需矛盾和行业重组。上半年中国民航净增运力90架，运力增长缓慢使国内市场供需矛盾进一步扩大。重组效应提升平均票价，并使民航淡季旺季的经营水平同步上涨。未来，区域经济增长将为民航带来长期成长的机遇。
- 4、国际客运增长与全球市场同步，未来增长空间广阔。中国国际客运市场与全球民航紧密相关，受到中国及欧美地区经济的复苏，亚太市场上半年以13.2%的增长速度领跑全球市场。国际航线将成为民航2011年之后的主要增长点。
- 5、国际货运井喷式增长源于需求爆发，下半年增速将放缓。国际货运周转量上半年累计增长82.1%，关键因素是欧美企业补库存需求。随着补库存进程的结束，下半年国际货运的增长速度将降至30%左右，运力增长和价格竞争将使得行业盈利水平受到威胁，下半年盈利水平增长将明显放缓。
- 6、未来一年国内民航业仍将保持良好的业绩，三驾马车走势各异。内在增长驱动因素的不同，造成三驾马车的“奔跑”速度也迥异。国内客运市场增长稳健，持续盈利能力增强，是各公司的“现金牛”，国际客运有望高速增长，成为行业成长的“未来明星”，国际货运的盈利水平“喜忧参半”。
- 7、三大航中报预测：国航、东航、南航中报预期税后净利润分别为：51、26、24亿元，相应的EPS分别为：0.42、0.21、0.32元。鉴于对行业下半年及明年上半年形势继续看好，我们维持对行业的“强烈推荐”评级。

股票名称	股票代码	股票价格 2010-08-03	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	
中国国航	601111	12.47	-0.77	0.42	0.85	0.80	-	24	14.67	15.59	强烈推荐
东方航空	600115	8.20	-2.86	0.08	0.50	0.45	-	109	16.40	18.22	推荐
南方航空	600029	7.50	-0.74	0.05	0.46	0.40	-	135	16.48	18.56	推荐
海南航空	600221	6.09	-0.40	0.09	0.32	0.25	-	70	19.03	24.36	推荐

正文目录

一、超预期的精彩纷呈：2010 年上半年航空运输业回眸	5
1.1 民航上半年增长是三驾马车共同快速拉动的结果	5
1.2 上半年民航实现高效率增长	7
1.3 民航兼具周期特征与消费特征——宏观经济与个人消费需求的双重效应	9
二、第一驾马车：国内客运增长稳定，寻找突破	10
2.1 主干市场增速稳定，新兴市场快速崛起	10
2.2 国内运力供给趋于放缓加剧了国内航空供不应求的局面	10
2.3 世博会对国内客运增长的贡献不可忽视	11
2.4 机会在于把握区域经济增长对航空出行需求的巨大刺激作用	11
三、第二驾马车：国际客运方兴未艾	12
3.1 国际航线增长快速，得益于全球经济复苏以及国际贸易的增长	12
3.2 出入境旅游成为国际客运增长的主要推动力量	13
3.3 国际航线将加快三大航的客运增长速度	13
四、第三驾马车：国际货运追求长期的盈利能力	14
4.1 上半国际货运高增长主要原因在于欧美企业补库存过程	14
4.2 下半年需求放缓带动增速回落	15
4.3 价格高涨导致上半年国际货运盈利大幅增长	15
4.4 国际货运业运力增长有放大的趋势，载运率、运价有下降趋势	16
五、趋势预测	16
5.1 国内客运将延续上半年强劲走势	16
5.2 国际客运维持稳定高速增长，运力投放有加速趋势	17
5.3 国际货运下半年货运量绝对值保持高位，增速将明显放缓	18
5.4 行业发展的主题词	18
综述	19
六、各公司中报预测	19
6.1 国航：主营业务贡献占比最大	19
6.2 东航：公司业绩华丽转身，主业绩有大幅度增长	19
6.3 南航：主业盈利能力呈现前低后高，投资收益提升业绩	19

图表目录

图表 1	三驾马车占据了中国民航近90%的运输量	5
图表 2	09年国内旅客总周转量占据半壁江山	5
图表 3	航空总周转量保持强劲增长趋势	6
图表 4	国内旅客运量保持稳定快速增长	6
图表 5	国际旅客运输量增长明显	6
图表 6	国际航空货运成为新的增长“亮点”	6
图表 7	国际货运带动上半年民航生产快速增长	7
图表 8	自09年7月国际航空货运开始快速增长	7
图表 9	行业飞机日利用率稳定在9.5小时左右	7
图表 10	今年飞机日利用率与07年基本持平	7
图表 11	行业客座率处于历史高位	8
图表 12	货运保持旺盛推高载运率水平	8
图表 13	国内票价指数水平维持在100以上	9
图表 14	国际票价指数呈现爆发式增长	9
图表 15	民航客运增长变化领先GDP增长变化	9
图表 16	IT产品出口直接拉动民航国货运的增长	9
图表 17	国内客运增长向次干线机场转移	10
图表 18	次干线机场旅客增长领先全行业	10
图表 19	国内飞机引进以窄体机为主	11
图表 20	上半年东航调整机队结构的动作最为明显	11
图表 21	上半年行业引进机型以窄体机为主	11
图表 22	全球国际客运量恢复到金融危机前水平	12
图表 23	多项地方区域发展规划上升为国家战略	12
图表 24	全球国际航线客座率保持平稳水平	12
图表 25	外国游客增多带动了国际航线的增长	13
图表 26	入境游前十大客源市场呈现高增长	13
图表 27	国航自年初加大的国际运力投放	14
图表 28	东航自年初加大国际运力投放	14
图表 29	南航自去年9月增加国际航线运力	14
图表 30	国航国际航线客座率领先行业	14
图表 31	全球货运与经济形势密切相关	14
图表 32	美国企业存货销售比显示强烈补库存需求	14

图表 33	国内宏观景气程度仍然有提升的空间.....	15
图表 34	美欧经济恢复进程仍然在继续	15
图表 35	单位货运收入处于高位.....	16
图表 36	运力供给增长缓慢推高了载运率及运价	16
图表 37	亚太地区的需求增长快于运力供给增长	16
图表 38	2010年下半年双通道飞机引进速度加快	16
图表 39	国航国内客运保持20%左右增长速度	17
图表 40	南航国内客运下半年有缓慢增长趋势	17
图表 41	国航国际航线呈现稳健增长趋势	18
图表 42	东航国际航线呈现爆发性增长	18
图表 43	各公司中报预测	20

一、超预期的精彩纷呈：2010 年上半年航空运输业回眸

1.1 民航上半年增长是三驾马车共同快速拉动的结果

■ 国内客运、国际客运、国际货运是中国民航业发展的三驾马车

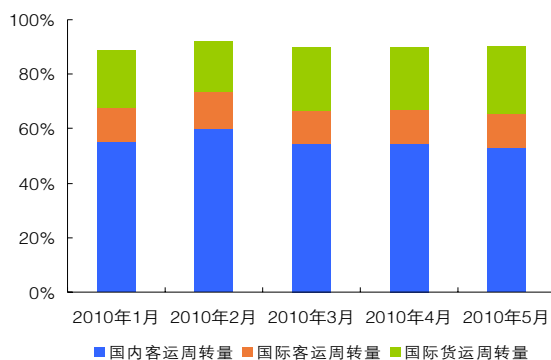
2010 年上半年中国民航经历了十年来最“景气”的一年。但是，除了中国经济在政府救市政策下首先走出金融危机这个重要原因之外，高增长背后一定还有更深层次的原因。

中国民航与中国经济一样，早已不再是独立世界经济之外的体系，从增长的驱动因素来分析，驱动中国民航的是三驾马车：国内客运、国际客运和国际货运。

三驾马车各自增长的驱动因素不同，对中国民航的贡献也不同，未来发展的趋势也不同，三个“不同”决定了对中国民航未来趋势的判断，需要分而析之。

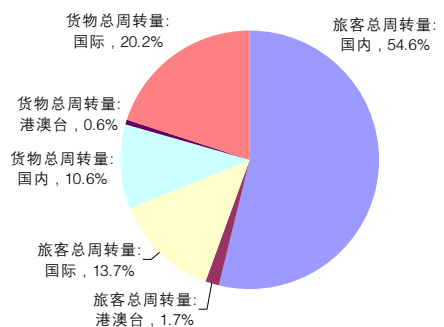
以 2010 年 1-5 月全民航周转量数据计算，三驾马车占据了民航总周转量的 90.26%。其中，国内客运周转量占据绝对多数，达到 55.57%，成为中国民航增长的基石。国际客运周转量占比达到 12.41%，说明中国国际客运还不具备明显优势，对中国民航发展的贡献还十分有限。国际货运周转量占比为 22.28%，虽然国际货运遭受了 08 年重创，但占比数相对 08 年上涨 2 个百分点说明了国际航空货运自 09 年以来强劲恢复。

图表1 三驾马车占据了民航近90%的运输量



资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

图表2 09年国内旅客总周转量占据半壁江山



资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

■ 历史上的三驾马车

中国民航的历史上，国内客运一直是高增长的主要驱动力，增长速度保持稳定。自 2000 年之后，国际客运及货运的增长速度常常超过国内客运，但受国际经济影响，增长的波动性也非常明显。

自 2000 年以来，除 2003、2008 两年由于非典及金融危机造成民航增长放缓之外，中国民航国内客运量 2000-2009 年的复合增长率达到了 15.2%。

北京奥运会之后，北京国际航空枢纽初步形成，中国国际客运航线竞争力得到比较明显的提升，增长率也明显加快，自 2008 年 6 月以来，国际客运的 2 年复合增长率达到 16.5%，是较 2006 年以来 4 年复合增长率的两倍。

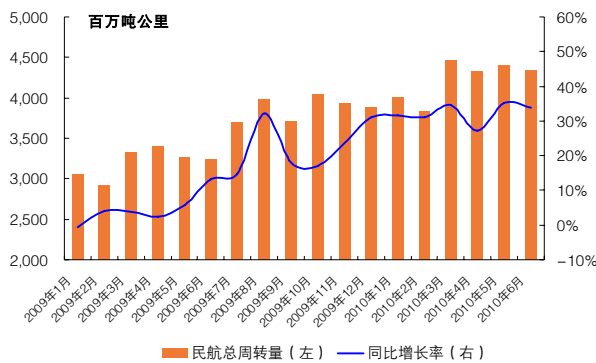
国际航空货运一直以来是中国民航的“软肋”，中国航空公司在与国际航空货运巨头的较量中，往往处于下峰。自 2009 年下半年以来，随着我国国际贸易的恢复，国际航空货运出现大幅度反弹式增长，成为这一轮航空增长的领跑者。

■ 2010 年上半年三驾马车齐增长，国际客货运增长成为亮点

2010 年我国民航运输生产量大幅增长。全行业完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量 253.8 亿吨公里、1.26 亿人次和 264.1 万吨，同比增幅分别高达 31.7%、17.6%和 38.6%。

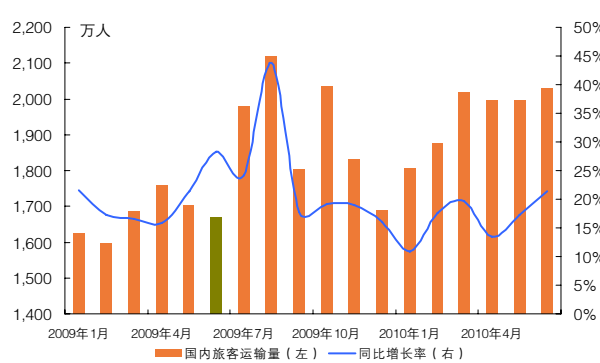
在全部周转量增长中，三驾马车的增长贡献达到了 90.41%，其中国际货运周转量的增长贡献达到 43.26%，成为此轮民航增长的最重要动力，国际客运受限于比例较低，但增长贡献仍然超过占比，国内客运贡献达到 34.6%，但相对超过 5 成的总周转量占比来说，增长稍显缓慢。

图表3 航空总周转量保持强劲增长趋势



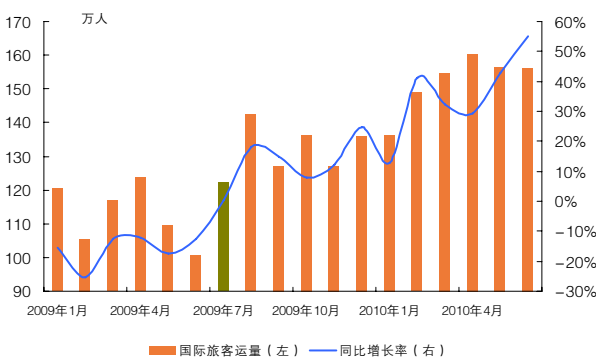
资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

图表4 国内旅客运力保持稳定快速增长



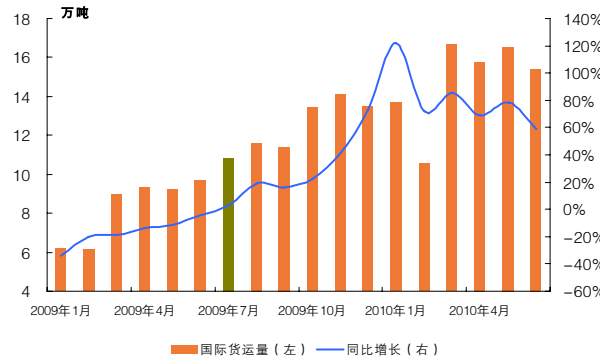
资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

图表5 国际旅客运输量增长明显



资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

图表6 国际航空货运成为新的增长“亮点”



资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

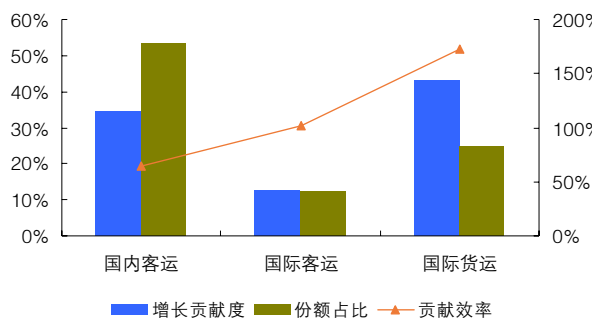
■ 三驾马车高速增长启动时间不同，原因也各不相同

三驾马车在此轮民航高增长的过程中，所起作用的时间、幅度、贡献及增长原因各不相同，不能一概而论：

- 1、自 2009 年 9 月开始，受到国家经济刺激计划的支撑，在各种投资项目陆续进入投产高峰期之后，国内客运增速逐渐稳定在 18%-22%之间，平稳增长说明需求持续保持旺盛，2010 年上半年需求保持了旺盛状态。
- 2、自 2010 年 2 月开始，受到欧美经济好转以及中国进出口贸易复苏的影响，国际客运运量开始同比大幅度增长，至今仍保持较高的增速。
- 3、2009 年 11 月受到我国外贸进出恢复产生的强大需求刺激，加之同期的低基数效应，国际航空货运量开始大幅度增长，带动整个航空生产量的上升。

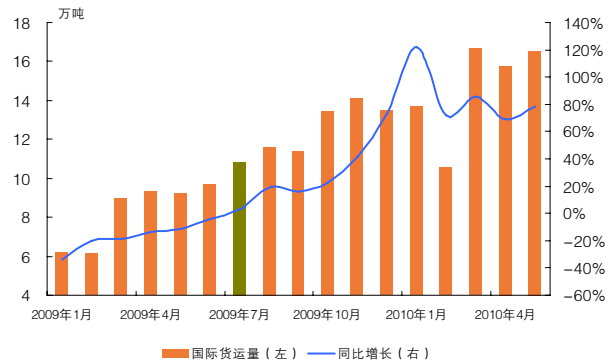
总而言之，2010 年上半年全行业高速增长是三驾马车共同增长的综合结果，国际货运拉动效应明显，国内客运增长稳健，国际客运上涨迅速。

图表7 国际货运带动上半年民航生产快速增长



资料来源：平安证券研究所

图表8 自09年7月国际航空货运开始快速增长

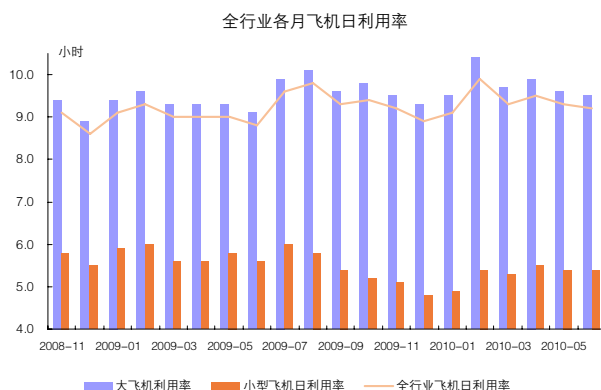


资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

1.2 上半年民航实现高效率增长

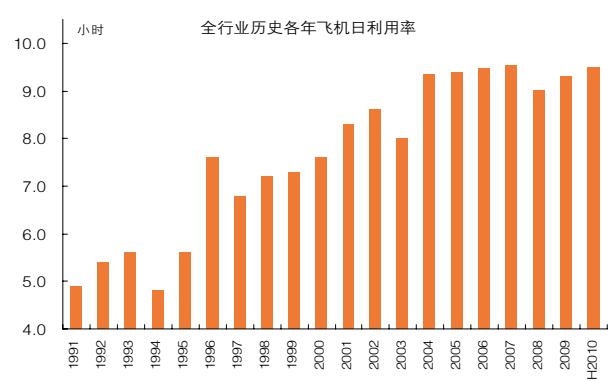
■ 飞机日利用率维持稳定

图表9 行业飞机日利用率稳定在9.5小时左右



资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

图表10 今年飞机日利用率与07年基本持平



资料来源：《从统计看民航》，平安证券研究所

飞行日利用率是运力使用效率指标。2010 年上半年民航需求旺盛，日利用率却没有显著提升，主要原因是：

- 1、受到航权时刻等限制，各公司无法大量增加航班，尤其是主干航线上航班时刻趋于饱和。
- 2、今年以来，由于民航局严格控制临时航班的申请和审批。
- 3、今年旺季预期强烈，各公司为保证暑期旺季运力能够保障充分，有意识在 4-6 月份相对保守。
- 4、飞行员紧缺的现状还没有得到根本的改观。

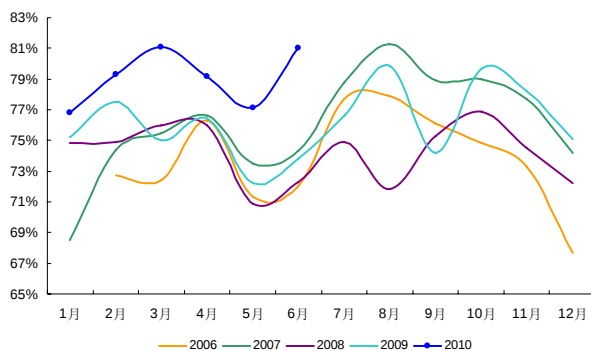
我们认为除今年旺季期间有希望达到 9.8-10 小时/天的高位外，全行业飞机日利用率保持在 9.5 小时将是未来一至两年的常态。

■ 客座率、载运率保持高位，没有出现大起大落

自年初以来，行业持续保持高客座率，尤其是今年各月客座率水平均为历史同期的峰值。客座率高涨，使航空公司的运力得到充分利用，旅客增长这反映今年行业运营的几大特点：

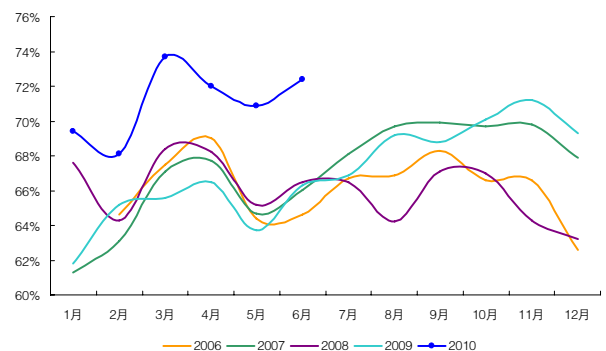
- 1、从客座率、载运率的变化曲线看，行业虽然仍有明显的淡旺季特点，但淡旺季没有出现大起大落的现象。
- 2、航空公司的高客座率一般出现在每年的春运和暑运，但 2010 年客座率高点却出现在了 3 月及 6 月两个传统淡季。淡季不淡，民航上半年的整体运力保持较高的利用率。
- 3、货运载运率在 5、6 两月仍然维持了 70%以上的水平，说明我国国际货运在回程方面得到了有效的改善。

图表11 行业客座率处于历史高位



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表12 货运保持旺盛推高载运率水平



资料来源：民航局，平安证券研究所

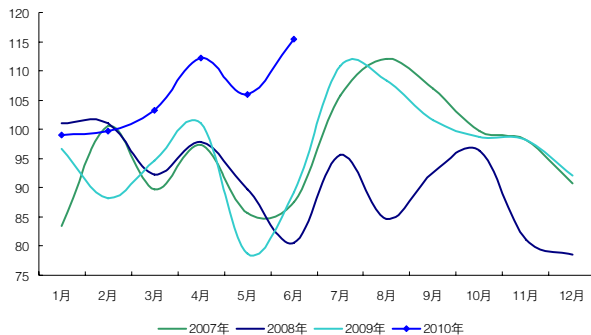
■ 价格保持较好是民航上半年真正的点睛之笔

2010 年上半年，民航持续保持价格高位。无论是国内票价还是国际票价，均处于历史同期的最高位。正如平安航空运输业 2010 年中期策略提出的，导致票价升高的两个重要因素：

- 1、高客座率推高票价水平，这是行业景气的表现。
- 2、行业重组完成之后，集中度上升导致航空公司维持票价的能力提高。

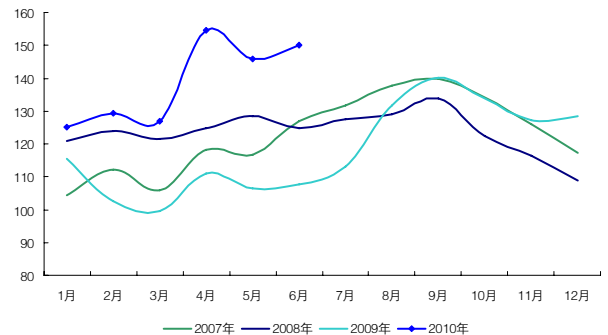
在行业旺季期间，我们认为票价上涨主要由第一个因素造成，而淡旺季节之间票价水平差距，可以看出行业对票价水平的控制能力在提升。

图表13 国内票价指数水平维持在100以上



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表14 国际票价指数呈现爆发式增长



资料来源：民航局，平安证券研究所

中国民航实现了高效率的增长，我们认为基于以下几点原因：

- 1、行业增长主要体现在生产效率的提升，而非运力的大幅度投入。
- 2、客座率在淡旺季的变化，并没有引起行业的价格大幅度波动。价格的上涨是基于理性的行业控制，行业在价格和客座率、载运率之间保持了平衡。

1.3 民航兼具周期特征与消费特征——宏观经济与个人消费需求的双重效应

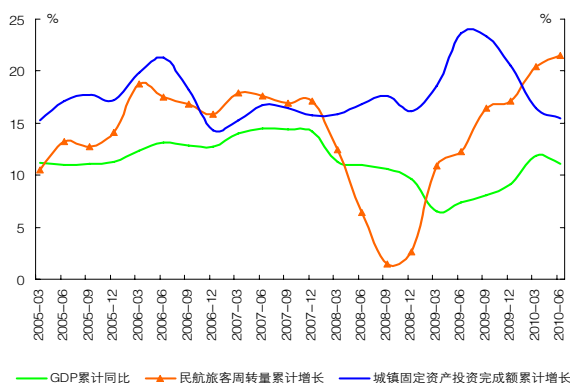
目前我国民航的旅客构成与西方欧美国家仍然有比较大的差异，中国的民航旅客构成中，按出行目的分类，公务、旅游和其它事由出行的比重分别为 55%、35%、10%。

由于公务出行需求主要受到宏观经济景气程度和投资项目需求的影响，而旅游出行取决于居民家庭可支配收入水平，因此我们认为在目前中国经济的发展阶段，民航仍然是偏重于周期特征，随着交通成本在居民日常支出中比例的降低，民航消费特征将趋于明显。

■ 上半年宏观经济提升拉动行业发展效应明显

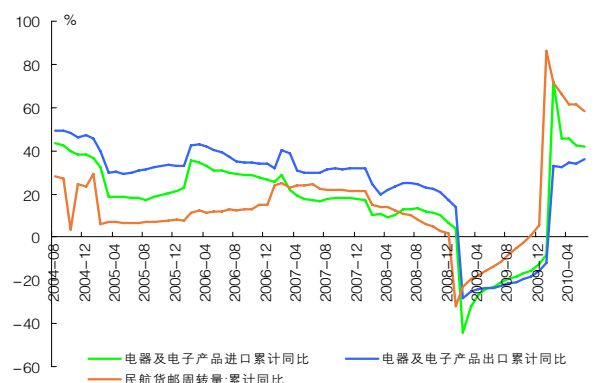
上半年我国 GDP 增长率达到 11.1%，直接拉动民航出行需求。通过计算 2001 年至 2010 年上半年民航平均增速与 GDP 平均增速的关系，民航客运周转量增长率是 GDP 增长的 1.42 倍。自 09 年以来，民航增长速度是 GDP 增长的 1.9 倍。按照上半年 GDP11.1%增长趋势计算，全年民航增长速度将超过 20%。

图表15 民航客运增长变化领先GDP增长变化



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表16 IT产品出口直接拉动民航国货运的增长



资料来源：民航局，平安证券研究所

二、第一驾马车：国内客运增长稳定，寻找突破

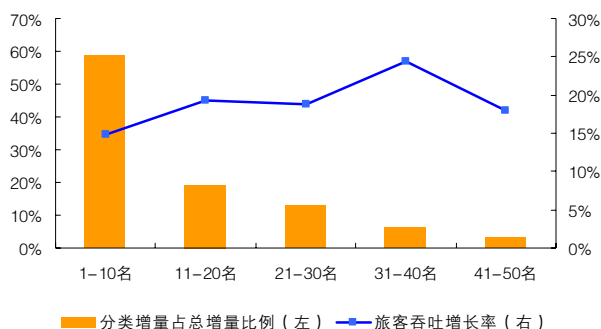
2.1 主干市场增速稳定，新兴市场快速崛起

国内客运市场作为我国民航的“第一驾马车”，也是“车头”，今年上半年以来增长始终保持稳定，为全民航的快速增长起到了“稳定器”的作用。

■ 次干线省会及经济热点城市将成为国内客运的主要增长点

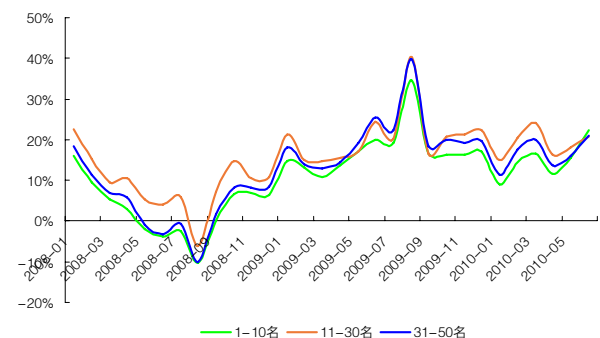
- 1、国内旅客吞吐量排名前 50 名机场中，排名 1-10 名的机场上半年增加的旅客吞吐量总和占到全部 50 个机场吞吐量增量的 59%，这说明国内主干航线市场仍然是国内客运增长的主力军。
- 2、上半年，前 10 名机场的旅客吞吐量增速仅为 14.89%，慢于 16.9% 的机场平均增速。受到航班时刻限制是主干机场无法快速增长的关键原因
- 3、民航增长的生力军在于 11-30 名的次干线机场。这 20 个机场的吞吐总量占全部 50 个机场的 32.77%，平均增速为 19.07%，是这一部分机场的增长抬高了机场的整体增速。这部分机场均是各地区的经济中心城市或旅游城市，受到国家区域发展政策和当地经济发展的共同作用，成为国内客运新的增长点和各公司竞相争夺的市场。

图表17 国内客运增长向次干线机场转移



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表18 次干线机场旅客增长领先全行业



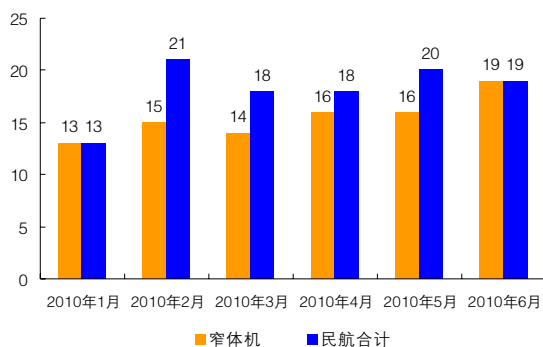
资料来源：民航局，平安证券研究所

2.2 国内运力供给趋于放缓加剧了国内航空供不应求的局面

上半年国内民航共净增 90 架飞机，按照 6 月 31 日全民航共 1501 架飞机计算，运力增长仅为 6%，相比于上半年国内客源增长近 20%，国内客运供不应求的局面进一步加剧，从而推高了客座率和平均票价。

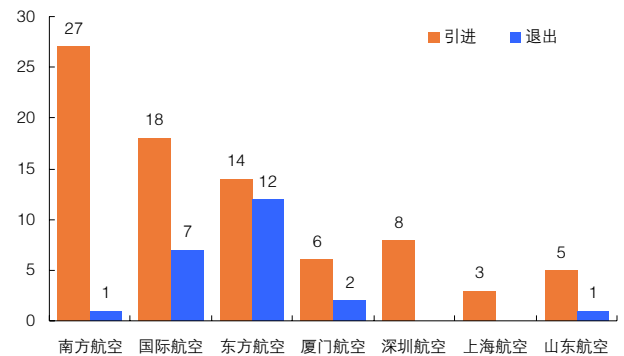
上半年国内民航运力引进以窄体机为主，窄体机比例达到 83.8%，说明一方面各公司在国际航线运力引进方面更为谨慎，进一步调整宽、窄体机的比例，另一方面，各公司利用新引进的窄体机置换即将退出运营的诸如 MD、737-300 等老旧机型。

图表19 国内飞机引进以窄体机为主



资料来源：平安证券研究所

图表20 上半年东航调整机队结构的动作最为明显



资料来源：平安证券研究所

图表21 上半年行业引进机型以窄体机为主

飞机型号	1月	2月	3月	4月	5月	6月	总计
A319				1			1
A320-200	6	4	6	5	7	9	37
A321-200		5	5	3	3	2	18
A330-200		1	1		1	1	4
A330-300			1		1	1	3
B737F		1		1			2
B737-700			1	2	1		4
B737-800	7	5	1	4	5	7	29
B777F		1	1				2
CRJ200		1					1
ERJ145		1		1			2
ERJ190LR		1	2	1	2	1	7
MA60		1					1
总计	13	21	18	18	20	21	111

资料来源：平安证券研究所

2.3 世博会对国内客运增长的贡献不可忽视

目前世博会的累计入园人数已经超过 3000 万人，由于世博会的巨大号召作用，全国各地到上海旅游的人数激增，同时专程乘坐飞机前往上海参观世博的人也越来越多，直接刺激了航空客源的上涨。

5、6 月份上海虹桥、浦东机场旅客吞吐量增长均超过 40%，根据一季度两机场的增长情况看，按两个机场正常增长率为 20%，那么世博会带来的航空旅客增量大约为每月 100 万人。按此计算，上海世博会带来 600 万的航空旅客增量，预期占 2010 年全行业旅客运输量的 2.4% 左右。

2.4 机会在于把握区域经济增长对航空出行需求的巨大刺激作用

未来两年，国内航空客运由于受到航班时刻和空域的限制，生产量将无法实现大幅度增长。但随着地区经济增长和居民消费能力的提高，我国还将会出现一批客流快速上升的地区，机会就存在于这些潜力地区未来的政策走向和产业发展。

图表22 多项地方区域发展规划上升为国家战略

地区	规划名称	批准日期	具体区域
海南	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	2010-1-5	海南全境
广东	《横琴岛总体发展规划》	2009-8-14	珠海横琴岛全境
安徽	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	2009-7-26	合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、池州、巢湖、滁州、宣城九市，以及六安市的金安区和舒城县
江西	《鄱阳湖生态经济区规划》	2009-12-12	南昌、景德镇、鹰潭3市，以及九江、新余、抚州、宜春、上饶、吉安市的部分县（市、区）
陕西	《关中—天水经济区发展规划》	2009-6-10	陕西省西安、铜川、宝鸡、咸阳、渭南、杨凌、商洛（部分区县）和甘肃省天水所辖行政区域
辽宁	《辽宁沿海经济带发展规划》	2009-7-1	大连、丹东、锦州、营口、盘锦、葫芦岛6个沿海城市所辖行政区域
吉林	《中国图们江区域合作开发规划纲要》	2009-11-16	吉林省范围内的长春市、吉林市部分区域和延边州（简称长吉图）
山东	《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》	2009-12-3	东营市、滨州市和潍坊市、德州、淄博、烟台市的部分地区
广东	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008—2020）》	2009-1-8	广东省的广州、深圳、珠海、佛山、江门、东莞、中山、惠州和肇庆市为主体
江苏	《江苏沿海地区发展规划》	2009-6-10	连云港、盐城和南通三市所辖全部行政区域
福建	《关于支持福建加快建设海峡西岸经济区意见》	2009-5-6	福建全境
重庆	《重庆两江新区总体规划方案》	-	重庆嘉陵江长江环抱的大片北部区域以及北碚区的蔡家镇
新疆	《新疆区域振兴规划》	-	新疆全境

资料来源：国家发改委，平安证券研究所

三、第二驾马车：国际客运方兴未艾

3.1 国际航线增长快速，得益于全球经济复苏以及国际贸易的增长

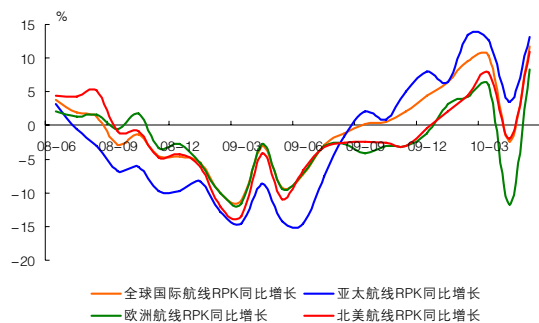
■ 全球国际航线均呈现出复苏状态

国际航空运输在经历了4月份欧洲火山灰事件之后，再次呈现出强劲的复苏形势，客源需求已经回升并高出08年金融危机之前的1%的水平。

由于5月份全球国际运力增长仅为4.8%，远远落后于客源的增长，这使得5月份全球国际航线客座率在季节调整后达到78.7%，据IATA公布的数据，全球国际航线客座率已经连续6个月接近79%。

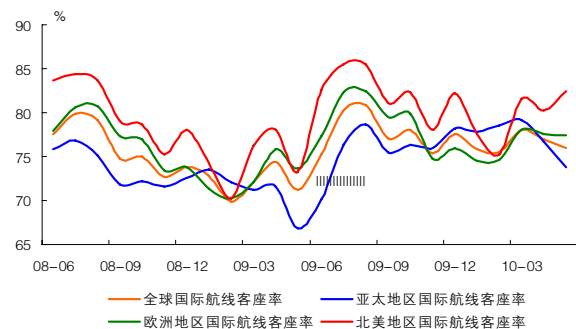
中国国际航线的增长不再是“独立行情”，而是国际航空运输复苏的一个真实写照。

图表23 全球国际客运量恢复到金融危机前水平



资料来源：IATA，平安证券研究所

图表24 全球国际航线客座率保持平稳水平



资料来源：IATA，平安证券研究所

■ 亚太地区领跑全球国际航线，中国市场仍然受人瞩目

亚太地区国际航线 5 月份同比增长率达到 13.2%，连续 10 个月超过欧洲和美洲国际航线，其中中国国际航线增长尤其令人瞩目。

今年以来，中国国际航线运输实现大幅度增长，6 月份同比增长达到 55% 以上，三大国际门户机场的国际旅客吞吐量均超过 30% 以上，国际航线票价指数也屡创新高。中国国际航线的超常规增长，主要源于三个方面：

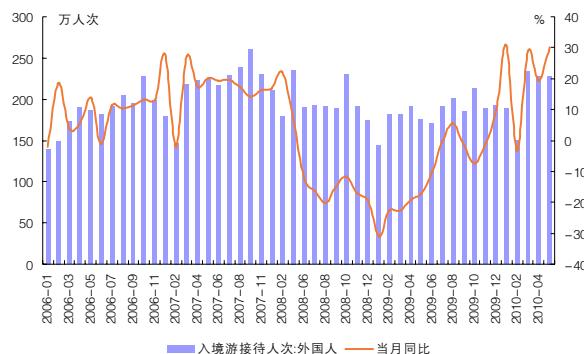
- 1、国际航线客源增长，中外客源比逐渐持平，改变了过去外国客源占绝对优势的情况。
- 2、三大航从今年开始，均开始大力发展国际航线，三大航不断抽调动力回归国际市场，同时大量增加国际航线数量和密度。
- 3、外航加大了对中国市场的投入，上半年外航在首都机场的起降架次增长 9%，高于 6% 的平均水平，外航在首都机场的旅客运量增速也超过机场国际航线平均水平。

3.2 出入境旅游成为国际客运增长的主要推动力量

2010 年上半年，外国人入境 1255.4 万人次，同比增长 23.0%，5 月份外国人入境旅游 228.7 万人，同比增长 30.18%。

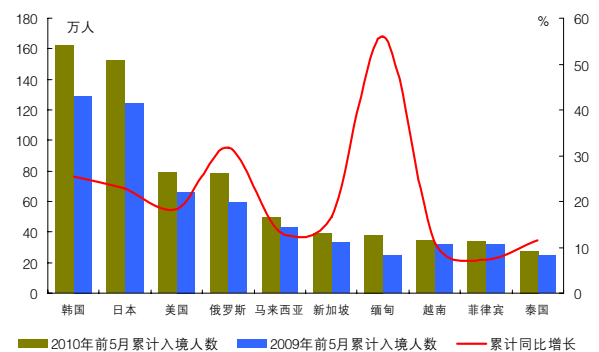
根据 1-5 月我国出境旅游统计调查数据预计：上半年我国出境人数 2680 万人次，比上年同期增长 19.0%。剔除内地访港、澳、台旅客后，中国居民出境人数约为 806 万人次，同比增长接近 25%。

图表25 外国游客增多带动了国际航线的增长



资料来源：国家出入境管理局，中国旅游局

图表26 入境游前十大客源市场呈现高增长



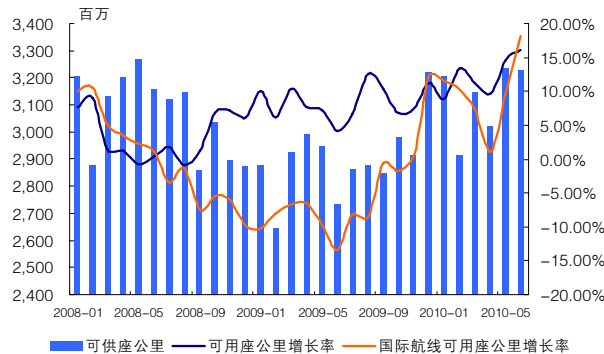
资料来源：IATA，平安证券研究所

3.3 国际航线将加快三大航的客运增长速度

■ 三大航国际运力增长明显，国际航线比重将逐渐放大

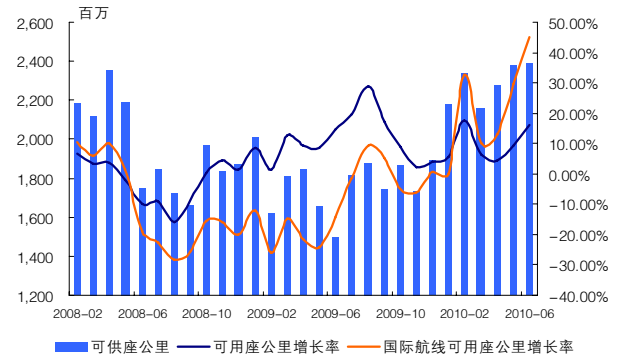
自 2009 年 7 月国际航空市场开始回到正增长后，中国航空公司同样开始将抽调回国内的国际运力逐渐重新投放到国际市场。今年以来国际航班的运力投放水平已经基本回来 2008 年 8 月全球金融危机前的水平。

图表27 国航自年初加大的国际运力投放



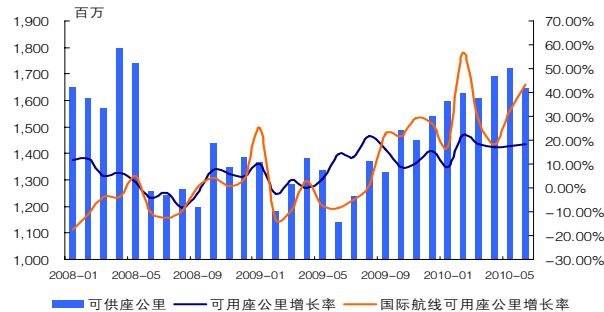
资料来源：公司公告

图表28 东航自年初加大国际运力投放



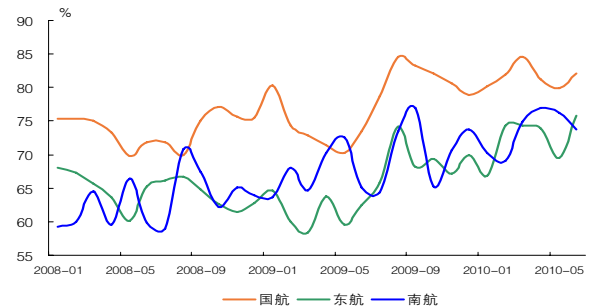
资料来源：公司公告

图表29 南航自去年9月增加国际航线运力



资料来源：公司公告

图表30 国航国际航线客座率领先行业



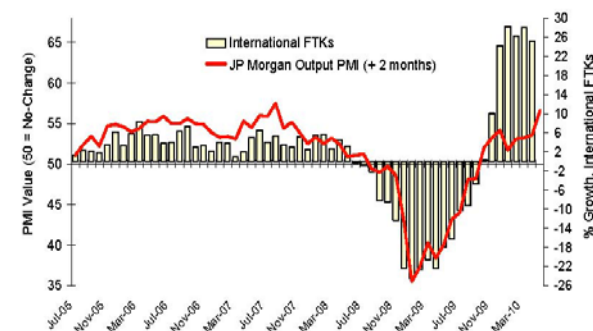
资料来源：IATA，平安证券研究所

四、第三驾马车：国际货运追求长期的盈利能力

4.1 上半国际货运高增长主要原因在于欧美企业补库存过程

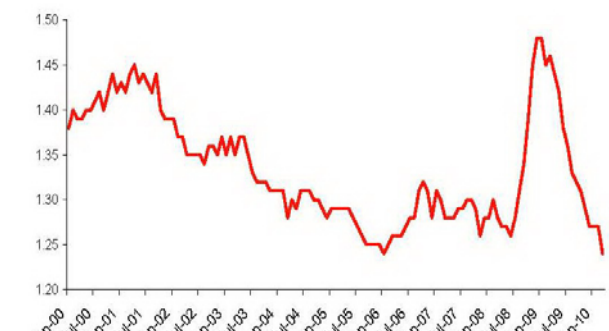
全球航空货运的发展与全球经济形势紧密相关，自年初以来 PMI 指数上升导致的国际航空货运以超常规的速度增长。从存货销售比来看，美国企业的去库存化过程已经基本结束，补库存过程刺激了航空货运的大幅度增长。

图表31 全球货运与经济形势密切相关



资料来源：IATA，JP Morgan

图表32 美国企业存货销售比显示强烈补库存需求



资料来源：IATA，美国国家统计局

4.2 下半年需求放缓带动增速回落

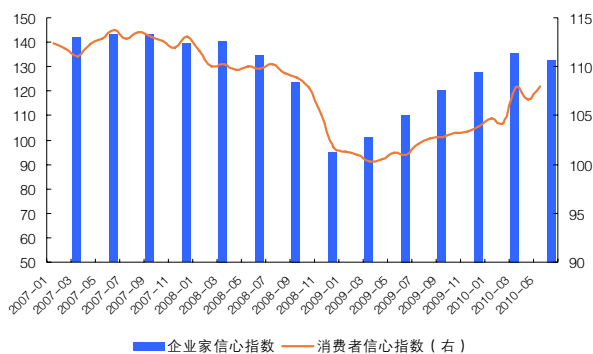
国际航空货运中，IT 电子产品主最重要的货源之一。自去年下半年以来国际电子产品需求的大幅度上升，刺激了中国航空货运的增长。

目前，国内进出口已经恢复到金融危机前水平，出口货物中高价值/低体积物品出口刺激了国际航空货运的快速增长。进出口的平衡也使中国航空货运来回程载运率不平衡的情况有所改善。

国内宏观景气程度在不断提升，使得国内制造型企业仍然能够在一个比较宽松的经济环境下提升产量，而美欧经济从采购经理人指数看，经济逐渐恢复的迹象也比较明显，欧洲主权债务危机并没有对欧洲的主要进口大国造成经济的倒退和滑坡。

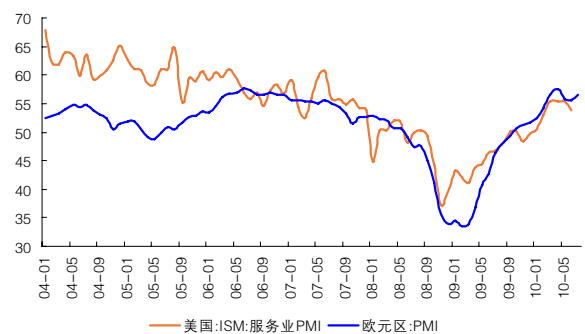
下半年中国国际航空货运仍然将保持比较快的增长速度，但由于 09 年上半年的低基数效应，10 年下半年国际航空货运的增速将会逐渐放缓，同时欧美补库存过程结束之后，对航空货运的需求将有所下降。我们预计下半年国际航空货运增速将会回落到 30-35% 左右。

图表33 国内宏观景气程度仍然有提升的空间



资料来源：国家统计局

图表34 美欧经济恢复进程仍然在继续



资料来源：WIND，平安证券研究所

4.3 价格高涨导致上半年国际货运盈利大幅增长

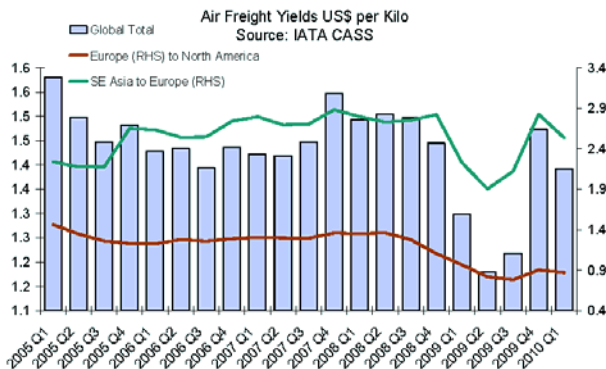
全球航空货运业务单位收益在经历了 2009 年的大跌之后，逐渐恢复正常水平。根据 IATA 的统计，2010 年 1 季度的平均吨公里收益增长了 15%，而二季度由于 2009 年低基数原因，将有 20% 以上的增长。

国际货运价格上涨主要源于目前国际货运运力增长缓慢，双通道客机及全货运的数量仍然少于金融危机前的水平。

亚太-欧洲航线的货运收益水平高于北美-欧洲航线，这主要是源于目前亚太地区货源的快速增长，导致运力相对不足。

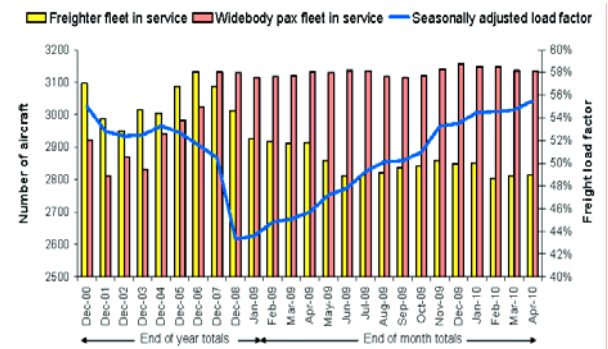
中国主要国际航空货运承运人上半年充分分享了价格上涨的红利，在成本没有发生大幅度增加的情况下，货运单价上涨 3-4 倍使盈利水平大幅度增长。

图表35 单位货运收入处于高位



资料来源：IATA, CASS

图表36 运力供给增长缓慢推高了载运率及运价



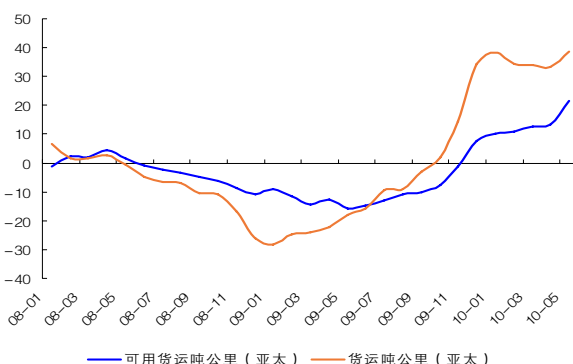
资料来源：IATA, 平安证券研究所

4.4 国际货运业运力增长有放大的趋势，载运率、运价有下降趋势

下半年国际货运的需求将回归正常，国内及亚太地区各航空公司将陆续恢复货机运力的供给，供需紧张的关系将得以缓解，全货机的载运率以及运价均有可能有较大幅度的下降。

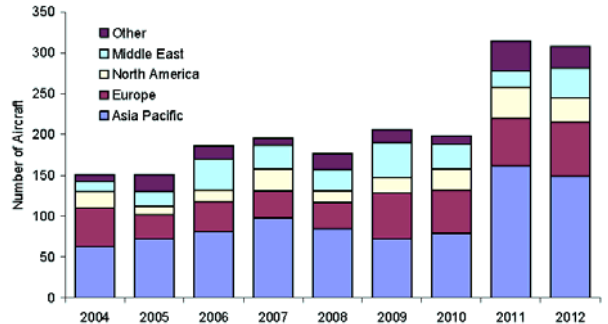
对国际货运业而言，由于市场竞争激烈，各公司在操作流程、时间、物流支持等各个方面还没有真正形成各自的特点，在面对市场恶化以及运力供需形势变化时，往往会出现盈利水平大幅下降的现象，因此下半年，我们认为国际货运的形势不容乐观。

图表37 亚太地区的需求增长快于运力供给增长



资料来源：IATA, CASS

图表38 2010年下半年双通道飞机引进速度加快



资料来源：IATA, 平安证券研究所

五、趋势预测

5.1 国内客运将延续上半年强劲走势

■ 客座率

下半年7-10月份旺季，世博会将带动民航继续保持80%以上的客座率水平。世博会结束之后，今年11-12月淡季期间，除广州市场外，全国各个市场的客座率将开始有所下降，但仍然能够保持在77%以上，保持行业景气的基本特征：“量价齐升”。

■ 运力引进

按照年初民航局公布的飞机引进计划，下半年全国将引进 100 架左右运力，仍然以中短程窄体为主，飞机增速将达到 12.7%。

■ 票价

因素一：正如之前平安中期策略对行业结构的深度研究，集中度提升以及政策层面的导向，将使行业保持较高的平均票价将维持高位，尤其是主干市场的票价将得到保持。

因素二：客座率保持较高水平将继续推高票价水平。

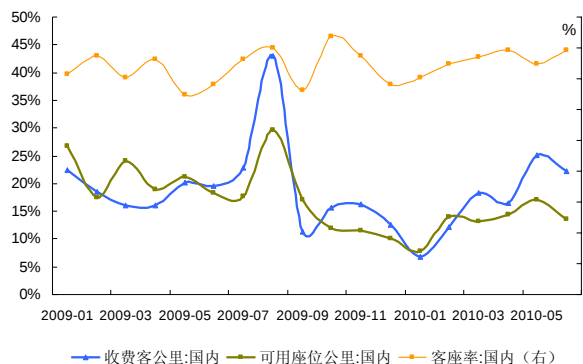
行业已经迎来了 7-9 月份暑运高峰，2007-2009 年 7-9 月平均票价水平相比于当年 6 月分别上涨了 23.59%、13.04%、19.88%。由于 2010 年 6 月行业景气度处于较高水平，我们预计 7-9 月份民航业平均票价环比 6 月上涨 10% 左右，同比 2009 年票价水平将提升 25% 以上。11-12 月淡季票价将有所下降，但同比仍有保持 15% 左右的增幅。

综合来看，下半年行业平均票价仍将维持高位，同比涨幅将达到 15%-20% 左右。

■ 生产量

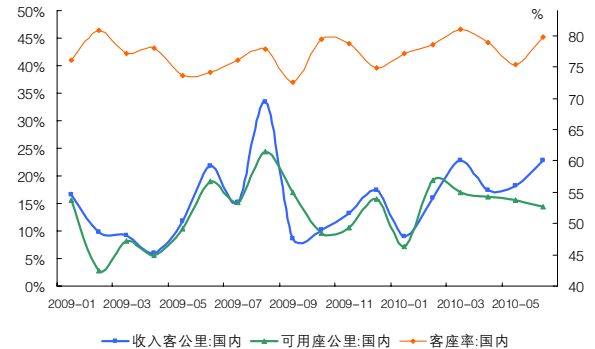
下半年，行业在保持日利用率基本不变的情况下，在运力增长及客座率上升的共同作用下，旅客运输周转量将保持 18% 左右的增速，12 月增幅将适度回落至 15% 左右。

图表39 国航国内客运保持20%左右增长速度



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 南航国内客运下半年有缓慢增长趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.2 国际客运维持稳定高速增长，运力投放有加速趋势

■ 客座率

下半年客座率仍然能够维持较高水平。随着 8-9 月份国际航空客流高峰到来，同是亚太各国国际航线的强劲复苏，国际航线将成为民航下半年至 2011 年上半年的重要增长点。全行业国际航线平均客座率将保持在 78% 以上。

■ 运力投放

如前所述，国际航线运力的投入的将恢复到危机前水平，但由于北京、上海机场的时刻趋于紧张，国际航线运力增长空间有限。国航、东航将会逐渐将原有国内宽体机运力逐渐抽回至国际航线，在航班时刻方面，三大航将进一步增加至欧洲、北美及澳洲的航班班次。预计下半年各公司的运力投放增速将保持在 25% 左右。

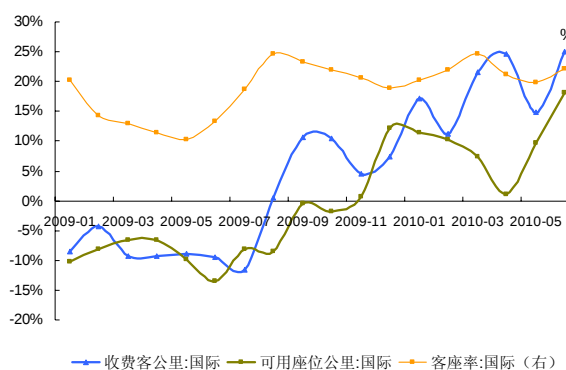
■ 票价

国际票价将保持稳定，尽管运力投放有加速趋势，但由于直半年需求仍然保持强劲，客源增长与运力投放之间仍然能够保持 10 个百分点的差距，在这种供不应求的驱动下，国际航线票价仍然能维持较高水平，甚至有所上涨。

■ 生产量

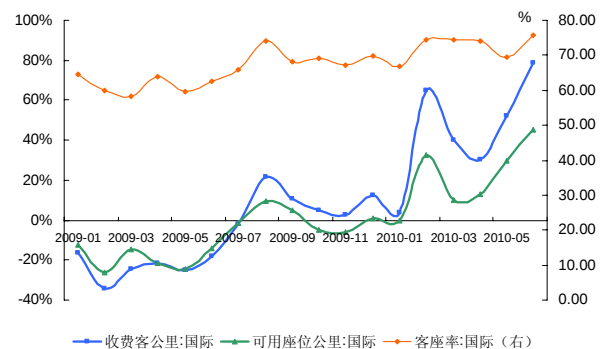
受到去年国际航线基数较低和客源需求强劲的影响，全行业国际航线旅客周转量将保持 35% 以上的高速增长。

图表41 国航国际航线呈现稳健增长趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 东航国际航线呈现爆发性增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.3 国际货运下半年货运量绝对值保持高位，增速将明显放缓

下半年国际航空货运运力增长加速，载运率受到运力投入的影响，有下降的趋势。

由于补库存过程结束，航空货源的增速在去年高基数的情况下，有明显回落，同时受到运力供给增长的影响，价格也将有下滑的趋势，同时对价格敏感的国际货物将转向国际航运市场。

5.4 行业发展的主题词

2009 年之前，行业发展的主题词是“整合”与“份额”。2009 年之前，对三大航来说，消化行业兼并重组之后带来的各种管理上的问题，提高资产的盈利能力，一直是贯穿每一年工作的核心，整合的结果也直接反映在了公司业绩的成长性上。与此同时，各公司都在使尽浑身解数提高主基地和在全国各主要市场的份额水平，“份额决定效益”，争取更多航权、时刻资源是每一个公司的头等大事。

2010 年，行业发展的主题词是“景气”。在行业兼并重组基本告一段落之后，行业在 2010 年迎来了 10 年以来行业最景气的一年。景气之年，能够真正检验出各个公司战略方向和经营策略所带来的差距。

2011 年之后，行业发展的主题词应是“国际”和“服务”。面对着国内航空市场结构稳定、未来高铁的竞争等，三大航未来发展则必须拓展国际客运业务，国际将成为未来中国民航的重要增长点！在价格不再是主要的竞争手段后，国内航空市场必将会把竞争重心转移到服务上来，明年也许我们将看到航空公司不断推出各种服务措施。

综述

1. 明年各公司的增长率有可能放缓至正常水平，行业增长回归至长期平均增速上。
2. 航空公司今年下半年至明年上半年仍将交出出色的成绩单，整个行业不会受到盈利能力不足的冲击。
3. 未来两年航空增长的主要动力来自国内和国际客运的增长，国际航空货运由于受到运力愉快快速增加的影响，将有可能重新回到“只赚数据不赚钱”的局面。

六、各公司中报预测

6.1 国航：主营业务贡献占比最大

1. 运输利润构成主要利润主体，其中客运收入约为 260 亿元，税前利润率约为 18%，主营客运业务税前净利润约为 46 亿元利润左右，货运将是利润贡献的亮点，贡献 5 亿元。
2. 投资收益，国泰、深航以及其它各公司贡献 12 亿贡献。
3. 营业外收入，今年以来民航基础设施建设基金返还减少，各项补贴将减少至 1 亿元左右。
4. 汇兑损益贡献 3 亿利润水平。
5. 税前利润总计约为 67 亿元，税后净利润约为 51 亿元，中期 EPS 为 0.42 元。

6.2 东航：公司业绩华丽转身，主业业绩有大幅度增长

1. 运输利润中客运收入约为 254 亿元，税前利润率约 8%，主营客运业务税前利润约为 20 亿元，全货运业务贡献约 3 亿元利润。
2. 汇兑损益 3 亿元左右。
3. 公允价值变动 5 亿元左右。
4. 营业外收入 1 亿元左右。
5. 税前利润总计约为 32 亿元，税后净利润约为 24 亿元，中期 EPS 为 0.21 元。

6.3 南航：主业盈利能力呈现前低后高，投资收益提升业绩

1. 运输利润中客运收入约为 285 亿元，税前利润率约 6%，主营客运业务税前利润约为 17 亿元，全货运业务贡献约 1 亿元利润。
2. 汇兑损益 4 亿元左右。
3. 投资收益 11 亿元。
4. 营业外收入 0.5 亿元。
5. 税前利润合计约为 33 亿元，税后利润约为 26 亿元，中期 EPS 为 0.32 元。

图表43 各公司中报预测

单位：亿元	国航	南航	东航
主营业务收入	260	285	254
主营业务	51	18	23
投资收益（公允价值变动）	12	11	5
营业外收入	1	0.5	1
汇兑损益	3	3	4
税前/税后（合计）	67/51	33/26	32/24
EPS（元）	0.42	0.32	0.21

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：

此报告旨为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