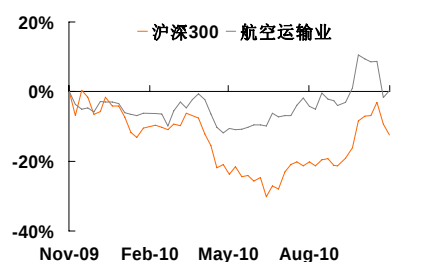


10月份数据简析及11上半月形势分析

正确看待淡季市场，12月将迎来年末行情

强烈推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

行业兑现旺季盛宴 未来经营又好又快
(2010.08.17)

“两节”市场形势良好，国际将成亮点
(2010.09.07)

竞争结构主导行业走势，高峰过后景气依旧
(2010.09.20)

海南航空：享受政策红利，十载耕耘终到收获期
(2010.11.09)

研究员

孙超 联系人
S1060110050082
0755-22625974
sunchao484@pingan.com.cn

储海 研究员
S1450209060208
021-62078961
chuhai260@pingan.com.cn

- **10月民航保持旺盛出行，世博演绎最后的疯狂。**10月民航维持了前三季度的生产旺盛形势，全民航及三大航的各项生产指标均保持强势，并超过了9月份的水平。国内、国际客运市场保持较快的增长，但由于基数原因增速放缓的迹象明显。国际货运在南航运力增长的带动下，全行业生产量快速增长。世博会在10月上演了最后的疯狂，并带动上海市场呈现少有的井喷状态。
- **市场迎来11月淡季，多重因素导致量价降幅明显。**上半月整体市场客座率、价格均有明显回落，主要原因在于世博后的市场出现真空期，以及广州亚运会和海南自然灾害造成客源快速下滑。但从淡季角度看，11月各项指标与6月份水平持平，相对往年淡季仍然体现出高景气状态。11月中旬开始各公司运力明显缩减，座公里收益止跌回稳。亚运会对广州市场客源的抑制作用应具有代表性，今后值得警惕。
- **淡季不改全年走势，12月南方市场可迎来报复反弹。**12月份南方市场客源将呈现明显恢复，尤其是南方旅游市场将有望恢复。亚运会在11月下旬结束后，广州市场客源呈现报复式反弹的可能性极大。12月份各公司均会调减运力，客座率相对有较大保证，应持续关注市场票价走势。
- **人民币升值持续，看好明年3%的升值空间。**油价回落说明欧美需求仍疲软，航油价格将维持在7500元/吨以下。
- **11月淡季不改明年航空板块业绩走势，我们认为目前航空板块估值明显回归低点，重新具备估值优势。维持对行业“强烈推荐”评级。**

股票名称	股票代码	股票价格	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2010-11-22	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
南方航空	600029	9.45	0.04	0.70	0.78	0.65	135.5	13.4	12.1	14.4	强烈推荐
中国国航	601111	13.03	0.42	0.93	1.03	0.98	23.7	14.0	12.7	13.3	强烈推荐
东方航空	600115	7.46	0.06	0.53	0.56	0.50	109.4	14.0	13.3	15.0	推荐
海南航空	600221	9.46	0.09	0.60	0.71	0.62	70.1	15.8	13.3	15.3	推荐

一、10月民航保持旺盛出行，世博演绎最后的疯狂

1.1 10月民航生产量继续保持了旺盛的状态

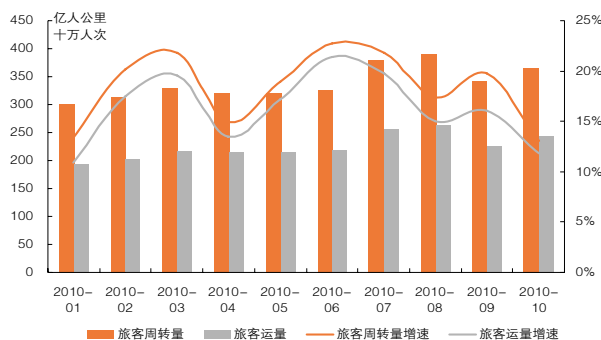
10月份受到黄金周以及世博会的影响，民航维持了前三季度的生产旺盛形势，全民航及三大航的各项生产指标均保持强势，并超过了9月份的水平。

■ 国内客运市场依旧旺盛，但增速放缓的迹象明显

10月份国航、南航、东航客座率均超过了83%，分别较去年同期增长了3.44、3.73和5.77个百分点，环比较9月份也明显增长，客座率的上升说明了客源需求的旺盛。在收益水平方面，10月份也相当令人满意，国航、南航、东航国内航线座公里收益分别为：0.644、0.545、0.607 同比增长分别为21.8%、20.3%、32%，并且环比均有正增长。

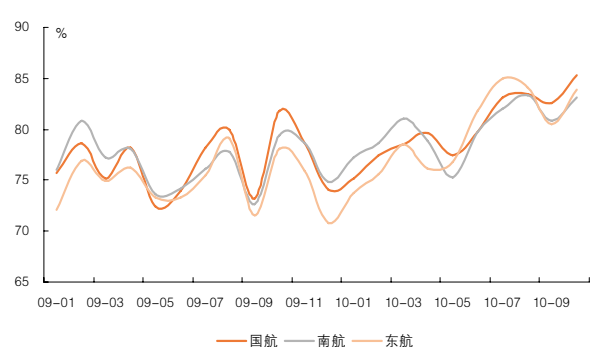
10月份全民航国内旅客周转量同比增长13.1%，创今年同比增幅的最低点，虽然环比9月份仍然6.76%的增长，但随着09年底国内航空开始复苏，国内市场增速将回落至15%左右的正常水平。

图表1 全行业国内客运周转量增速逐渐回落



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表2 三大航客座率均处于高位



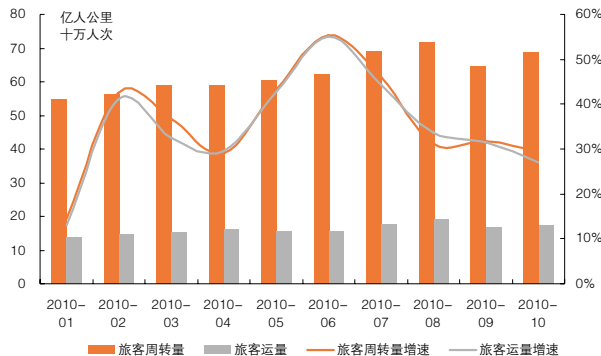
资料来源：民航局，平安证券研究所

■ 国际客运市场保持较快增长，东航领跑增幅榜

10月份全行业国际客运周转量增长29.7%，也呈现增速下滑的趋势。国航、南航、东航国际客运周转量分别增长15.15%、24.25%和54.78%，其中，东航下半年以来大幅增加了国际航线的运力投入促进生产量的增长。

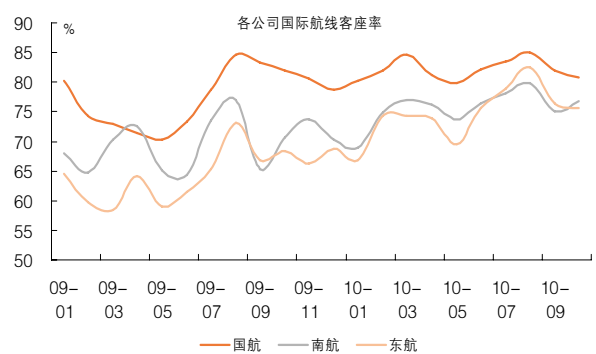
从客座率来看，国航国际航线依然保持着80%以上，说明国航在国际航线经营上的优势。但从运力的投入产出分析，东航、南航仍然维持着客座率同比上升的趋势，但国航客座率自9月份开始同比出现下降，一方面是由于北京国际航线自去年8月即明显复苏，早于上海、广州市场，另一方面国航国际航线运力投入较多，而国际航线运力调节能力小于国内，也使得在市场增速回落时，客座率有下滑趋势。

图表3 国际航线生产量增长放缓



资料来源：公司公告

图表4 国航在国际航线上依然具备相对优势



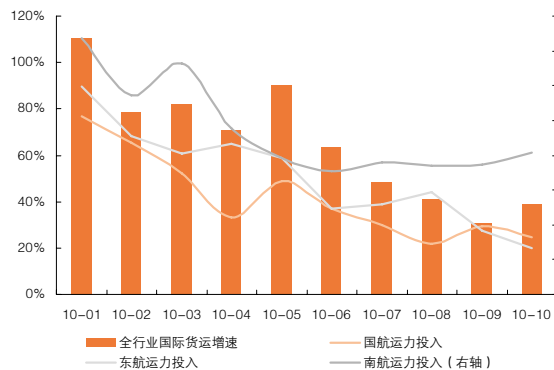
资料来源：公司公告

■ 国际货运保持增长，南航加大货运投入

10月份全行业国际货运增长仍然保持较高增速，国际、东航增长低于全行业，而南航由于新增全货机投入运行而保持了202%的增长，直接提升了全民航国际货运的增速。

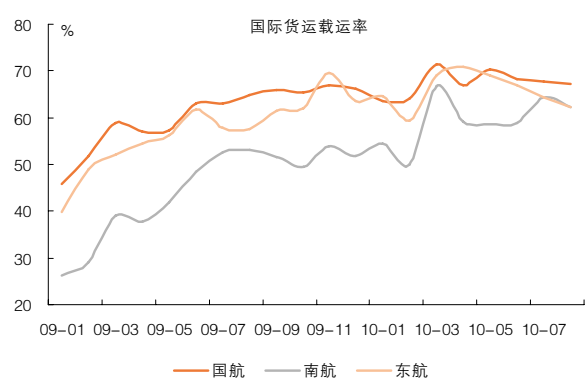
从载运率来看，全民航及各公司保持了良好的投入产出比，货邮载运率保持65%左右的水平，三大航均保持了载运率的同比提升。各公司中，国航占据国内航空公司国际货运生产量中接近27.8%的市场份额，载运率也维持行业领先地位。

图表5 国际货运快速增长源于运力的投入



资料来源：民航局，公司公告

图表6 国际货运投入产出保持良好状态



资料来源：公司公告

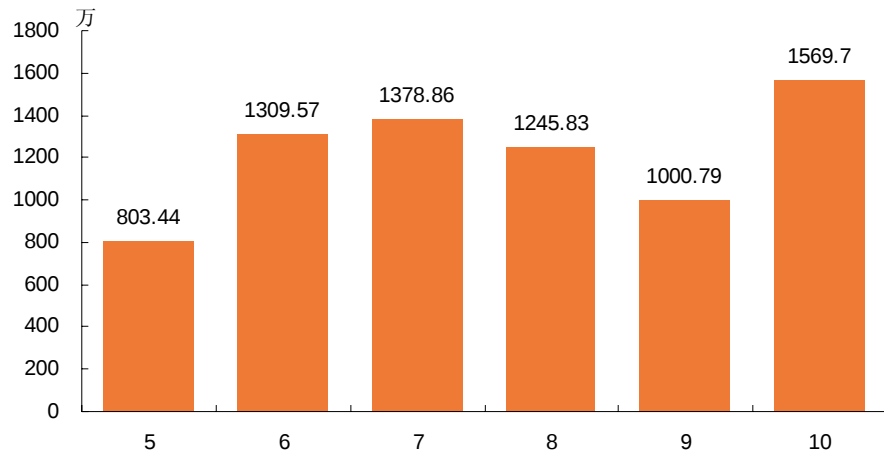
1.2 世博会带动各公司收益水平持续高涨

世博会在最后一个月游园人数激增，也带动了全国民航市场增长。回顾180天的世博会，世博对民航的带动作用可以从两个层面分析：

世博会直接带动了上海市场客源的大幅度上涨，一至三季度上海虹桥、浦东机场旅客吞吐量同比增长分别为39.20%和36.05%，远远超过了全民航21.7%增长幅度，世博会给上海市场带来接近960万的客流量；

虹桥机场释放部分航班时刻后，三大航均增加了上海市场的运力，尤其是东航将各分子公司的运力集中于上海，这也导致全国其它市场的运力相对供给不足，也就推升了整体客座率和票价水平的提升。

图表7 世博会各月入园人数以及虹桥机场各月起降架次



资料来源：Wind，世博会官方网站

1.3 上调燃油附加费弥补历史欠帐

民航于 9 月 30 日下调了国内航油综合采购成本 120 元/吨。随后，国家发改委在 10 月 25 日上调航空煤油出厂价 220 元/吨。同时，26 日国内主要航空公司均根据燃油附加费与油联动机制上调了燃油附加费标准由 20、40 元至 40、70 元。

按照民航局的原则，燃油附加费的上调应覆盖航空公司燃油成本上升的 80%左右。但根据测算，此次上调燃油附加费幅度可以确保各公司抵销燃油上调造成的成本上涨，这主要是由于今年 5 月 19 日发改委上调航油每吨 500 元之后，燃油附加费并没有按照挂钩机制同步上调，此次上调弥补了历史欠帐。这样就缓解了各公司在淡季的航油成本压力。

图表8 历次燃油价格及燃油附加费调整

时间	征收标准		全年征收天数	国内航油出厂价格
	800	1500		
2005-03-25	0	0	92	4140
2005-06-25	0	0	37	4440
2005-08-01	20	40	153	4740
2006-01-01	20	40	92	4740
2006-04-03	30	60	151	5040
2006-09-01	60	100	122	5540
2007-01-01	60	100	21	5540
2007-01-22	50	80	287	5450
2007-11-05	60	100	57	5950
2008-01-01	60	100	182	5950
2008-07-01	80	150	177	7450
2008-12-25	20	40	7	5050
2009-01-01	20	40	14	5050

2009-01-15	0	0	305	3990
2009-11-16	20	50	46	5190
2010-01-01	20	50	95	5190
2010-04-06	20	40	43	5190
2010-05-19	20	40	13	5690
2010-06-01	20	40	122	5470
2010-10-01	20	40	25	5470
2010-10-26	40	70	67	5690

资料来源：平安证券研究所

二、市场迎来 11 月淡季，多重因素导致量价降幅明显

进入十一月份以来，民航淡季特征明显。我们认为，今年 11 月上半月的市场回落并没有脱离全年高景气状态，多重因素造成客座率及票价有明显回落。我们曾经在平安航空运输业半年度策略中提出，今年以来的民航集中度提升以及高景气状态不可能消除航空市场固有的淡旺季特征，在淡季来临时，各公司平均票价水平仍能够比以往有明显提升，并且使航空公司在淡季有足够的盈利能力。今年 11 月份的形势将印证我们的观点。

2.1 上半月整体市场客座率、价格均有明显回落

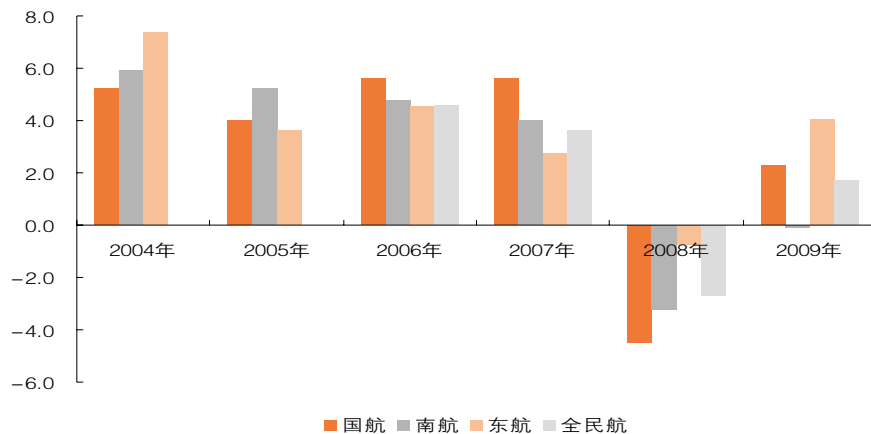
11 月上半月，国内市场迎来世博后的淡季，民航整体客座率、票价水平明显回落。其中，客座率回落至 80%左右，而座公里收益水平较 10 月份下降 15%左右。我们认为环比明显下降有以下几个主要原因：

11 月份世博会结束，国内客源需求下降明显，同时，由于世博会在一定程度上透支了下半年的旅游出行需求，因此世博会结束后导致旅游市场出现了“真空期”。

11 月份原本即是淡季，一般来说，11 月份相比暑运旺季客座率均有 3%左右的下降，平均票价也有接近 10%左右的下滑，而且这种趋势往往在 10 月份即有体现。今年 10 月由于世博会等特殊因素造成了市场持续向好，因此引起了 11 月份各项指标的快速下降，我们认为这种下降是市场的正常规律，仅仅是调整速度加快而已。

两大外部因素，一是 10 月份海南岛的台风和洪水等自然灾害对今年冬季的海南旅游产生重创，至 11 月上半月海南旅游人数明显比去年减少，二是广州亚运会对广州 11 月份的会展业影响较大。

图表9 2004-2009年数据表明11月份客座率下降3-5个百分点是正常现象



资料来源：民航局，公司公告

今年暑运以来民航呈现出“火热”的状态，客座率及票价水平持续维持在历史高位。11月份进入了民航实质的淡季，即便如此，我们预期各公司客座率和座公里收益水平（RASK）仍然能与6月份基本持平，因此我们认为11月淡季指标回落是正常现象，并仍反映出淡季较好的经营效果。

2.2 各公司运力明显缩减，运量下滑主要在南方市场

■ 华南市场下降导致全国市场客源下滑

11月各公司均明显减少了运力的投放，以应对到来的淡季，同时也可使整个运行体系得到休整。上半月全行业运力投入（ASK）环比下降近3%左右，而客源（RPK）环比下降约为5%，因此客座率和票价水平均有明显下滑。

南方市场由于亚运会及海南旅游下滑的原因，客源下降达到10%左右，以南方市场占全民航的份额约为25%左右计算，相当于全行业客源下降近2.5%，解释了行业RPK环比降幅为何大于ASK的原因。同时，也说明全行业其它地区客源降幅与运力降幅基本相当，客座率与票价水平下滑有限。

■ 世博会后上海市场并没有出现严重下滑

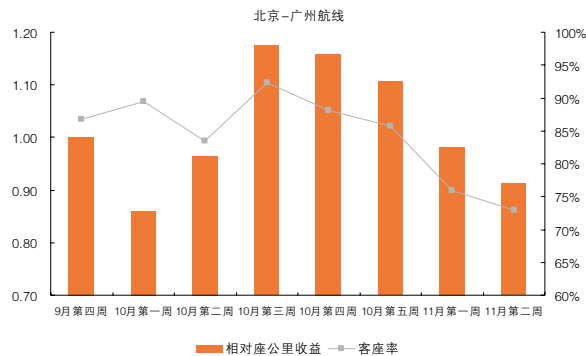
东航在世博会期间抽调了大量运力支援上海市场，世博结束后各东航将运力遣返回各基地，上海市场运力减少明显，因此客座率和票价水平下滑并不严重，尤其是主干航线上，保持了较好的收益水平。

■ 公务主干市场下滑幅度小，二线市场降幅明显

11月份市场的淡季虽然总体呈现下滑态势，但不同市场仍反映出不同的趋势。

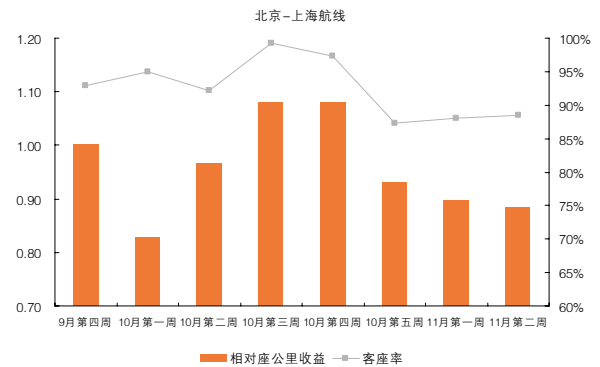
公务主干市场如北京、上海、深圳等，受到刚性公务出行需求的支撑，仍然能够保持相对稳定的客座率和票价水平。旅游市场以及中西部地区的二线市场则不同，旺季过后客源下滑明显，各项指标降幅明显。

图表10 北京-广州航线客座率及票价下滑迅速



资料来源：平安证券研究所

图表11 北京-上海航线客座率及票价稳中有降



资料来源：平安证券研究所

2.3 行业各项指标止跌回稳

11月第二周（12-18日）行业各项指标环比第一周（5-11日）持平，同时运力进一步缩减，市场供求关系进一步改善。在北京、上海、深圳、成都等市场上，客座率及平均票价水平保持稳定状态，环比上一周运力均有0.5%左右的下降，而客源有1%-3%左右的上涨，从而确保了票价水平和客座率的稳定。

2.4 维稳政策导致亚运会抑制广州客源，今后值得警惕

■ 维稳政策导致广州客源下滑明显，亚运会客源预期大大低于市场

今年11月广州客源降幅明显大于全行业，客座率及票价水平环比10月份有明显降低。自06年以来，广州白云机场往往是四季度旅客吞吐量是全年最高的一个季度，而今年客源走势有背常态，我们认为亚运会的召开是主要原因：

正如我们之前的预测，亚运会并不会吸引外省市观众入穗热潮，因此并不会激起大规模的客流，但裁判员、运动员、赞助商、政府官员以及其它相关人员则应该能够带来一定的客源增长。也就是，在无外界因素干扰的情况下，亚运会应可以实现广州客源小幅度增长。

此次亚运会安保政策虽然没有达到08年奥运会草木皆兵的局面，但也明确提出了严格的亚运维稳政策，包括二十人以上的会议、会展活动必须报备，不允许开展群体性的聚会、会展等活动，以确保亚运会期间广州的稳定，并且省政府、市政府所有公务人员均坚守本岗位，不得出差。这些政策的出台，使得往年11月份广州大量的会展活动不得不取消、延期或挪至其它地区举办，对广州航空客源的影响很大。

广州此次亚运会期间采取了市场道路限行、出入机场二次安检等措施，这些措施也造成了一部分原本准备来穗的旅客，为减少麻烦而改期或改地点。

■ 亚运会再一次证明大型赛事对航空产生负面影响

亚运会再一次证明，凡是综合型大型体育赛事期间，无论出于什么目的，当地政府一定会对社会公众活动进行干预，以确保安全和社会稳定，也就必然会对当地的各种正常公、商务活动产生影响。因此，未来综合体育赛事或者由政府承办的大型活动举办期间，对航空客源造成负面影响将成为一种常态。

三、淡季不改全年走势，12月南方市场可迎来报复反弹

3.1 12月南方市场客源将呈现明显恢复

12月随着亚运会的结束以及海南冬季旅游的逐渐恢复，南方市场将呈现出恢复和环比上升的态势。尤其是海南旅游市场增长值得期待。

12月份由于今年北方寒冷天气出现较早，东北地区冬季旅游季节有可能由往年的1月提前至今年的12月下旬，这也使北方客源能够出现一定程度的增长。

3.2 亚运会之后报复反弹是大概率事件

根据03年非典、08年奥运会的经验，亚运会后被抑制的客源在12月份出现反弹式增长将是大概率事件。这使得我们对于12月份广州市场的客源增长持乐观态度。

3.3 12月关注价格走势

由于今年三大航完成年度预算任务已无悬念，因此11月下旬及12月各公司对市场价格以及客座率的指标压力大大减小。我们认为有两种力量决定12月份的指标走势：

在淡季中，市场份额将是各公司的重点，而不是利润水平，各公司均会为明年的航线布局做出相应的调整，在重点航线上增加运力，争取市场份额，因此价格有可能松动。

12月各公司仍然会继续调整运力供给，同时飞行员可用飞行时间也将限制飞机日利用率增长，国内市场运力环比11月有可能继续下降，这样客座率水平不会明显下降。

基本上述判断，我们认为12月份市场价格水平走势将出现分化，三大航优势市场价格走势平稳，而个别三大航势力较为均衡的市场将有可能出现票价下滑的情况。全民航客座率将能够稳定在78%-80%的水平。

从11月第二周的走势看，各公司均调减了运力供给，深圳市场由于深航在824事件后，逐步恢复在深圳的运力投放而使运力有所增加。与此相反，客源相比第一周有明显恢复。

图表12 11月第二周环比第一周客座率明显上升

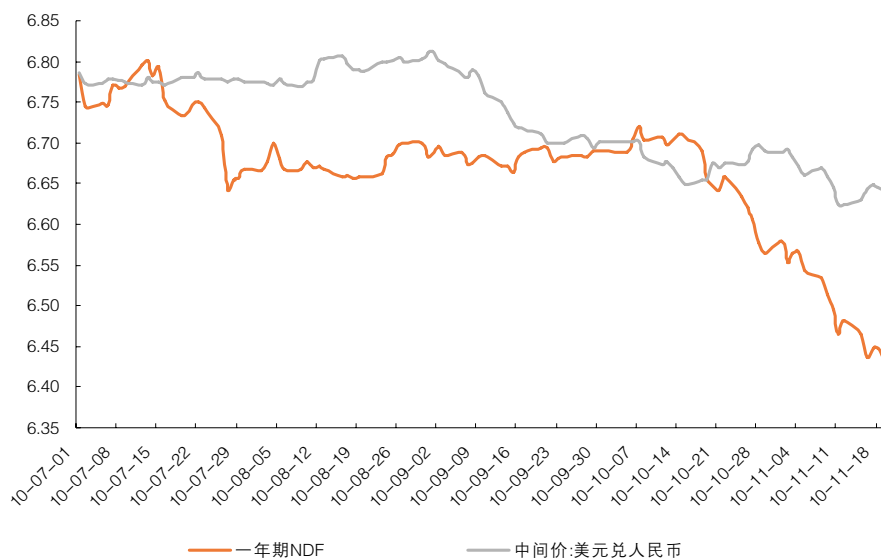
环比	北京	上海	广州	成都	深圳
运力增幅	-0.40%	-0.30%	-0.90%	-0.60%	0.40%
客源增幅	1%	3%	-2%	1%	3%

资料来源：平安证券研究所

四、人民币升值持续，看好明年3%的升值空间

随着年内加息预期的走强，我们预计人民币仍然保持升值压力。1年期NDF截止11月19日报价为6.4605，相对目前汇率来看，仍然有2.7%的升值空间，因此我们继续看好明年人民币升值带给各公司的收益贡献。

图表13 人民币长期升值的趋势不改



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、油价回落说明欧美需求仍疲软

自 11 月 9 日美国纽约原油期货创造 88.28 美元的新高后, 回落至 82 美元附近。我们认为国际油价没有上冲的动力, 需求不足导致欧美原油价格无法大幅度上涨, 受美国量化宽松政策的影响, 国际原油价格有可能小幅上升, 但不具备可持续性。

世界能源组织和石油输出国组织分别预测 2011 年全球原油的日均需求量在 119 万和 120 万桶, 比 2010 年分别下降 2 万桶/天和 1 万桶/天。因此我们相信航油价格在 2011 年不会出现大幅上涨, 维持在 75-90 美元之间, 航油价格稳定在 6000-7500 元/吨之间。

六、航空板块或迎年末行情, 估值已经现优势

民航 12 月预期形势将超过 11 月份, 同时虽然仍为淡季, 但各公司仍能够保持略有盈余, 考虑到各公司已经基本完成了年度指标, 我们预期, 四季度各公司将在业绩方面有所保留。但考虑到各公司的实际盈利情况, 以及明年上半年的业绩仍能够实现增长, 我们认为目前航空板块估值明显回归低点, 重新具备估值优势。我们维持对行业的“强烈推荐”评级, 上调中国国航为“强烈推荐”, 维持南方航空“强烈推荐”评级。

图表14 三大航估值显现投资价值

股票名称	代码	EPS		P/E		EV/EBITDA	
		2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
南方航空	600029	0.78	0.65	12.1	14.4	6.9	6.9
中国国航	601111	1.03	0.98	12.7	13.3	8.6	8.1
东方航空	600115	0.56	0.50	13.3	15.0	8.14	8.25

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) 82449257