

2010-12-07

证券研究报告
行业研究 / 年度策略

航空

业绩处在向上寻顶进程中

增持/维持评级

分析师

李军

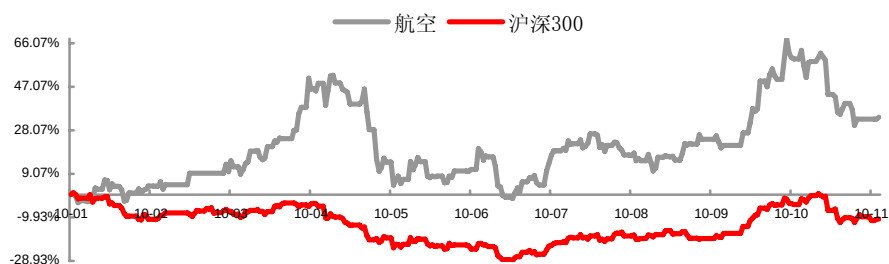
SAC 执业证书编号:s1000209090214

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.htlhsc.com.cn

- 我们认为中国航空业在经过 2008 年遭受重创、2009 年逐步恢复、2010 年大幅增长之后，2011 年业绩仍将快速增长，我们预计 2011 年航空业业绩总体上仍将同比增长约 30%，但整体而言，我们同时认为中国航空业在 2011 年也将阶段性的达到其本轮周期业绩的顶峰，即 2011 年航空业将处在业绩向上寻顶的进程中。
- 我们对于 2012 年航空业增长相对谨慎的原因主要在于如下几个方面：一、客座率在 2011 年再提升 2-3 个点后将达到 82%至 83%，在此基础上空间有限；二、季度顶并不等同于全年顶，但凡事皆有度，全球航空业的发展历史来看，旅客吞吐量的季节性波动所导致的航空业利润水平的季节性差异从来就没有“完全消除”过，我们如果寄希望于未来中国航空业每个月的盈利水平均接近于旺季水平只能寄希望于太多的超预期；三、固定基准票价制度下，空域紧张、时刻紧张等供给受限因素由于阻碍产能扩张逐步成为业绩增长的不利因素；四、大规模高铁的建成将可能抑制与之竞争的航线票价。
- 我们认为目前市场对于航空业更远期的乐观预期忽略了固定产品价格体制下供给、需求的变化在周期性行业不同阶段具有不同含义、高速铁路的兴起所导致交通运输方式的结构性变迁对于航空业毛利率的影响等因素。
- 维持“增持”评级，但趋势性机会不再，把握波段性机会：基于我们对于 2012 年航空业业绩增长基本面的判断，我们认为航空业在 2011 年难有基于基本面长期看好所导致的长期趋势性机会，但在以下几个观点的支撑下，我们认为行业在明年仍然存在不错的阶段性投资机会：1、我们一贯的观点是行业在 2011 年仍将继续快速增长；2、中国航空业经过数年的供需改善，在 2010 年客座率基本接近 80%之后，除非未来需要遭受重大负面偶然冲击，否则在短期内很难下降到 76%的盈亏平衡点之下；3、经过新一轮的整合之后，行业集中度进一步提升，因此所要求的达到盈亏平衡点的客座率较几年前有所降低。
- 风险因素：需求端遭受重大偶然负面冲击、燃油价格短期内大幅上涨。

最近 52 周行业表现



2011 年业绩仍将继续快速增长，但已处于寻顶进程中

2011 年业绩仍将继续快速增长

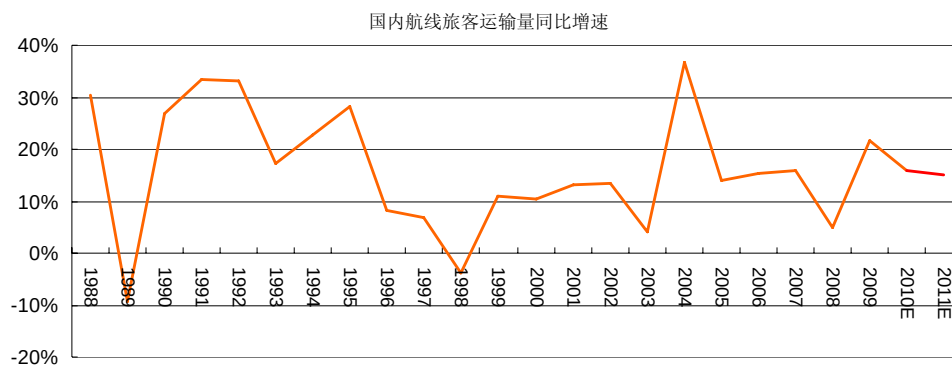
在 2010 年 5 月 12 日《2008 不会重演!》、2010 年 9 月 28 日《2011 年业绩仍将继续快速增长》两篇文章中，我们通过对于 2011 年需求、供给、客座率提升、毛利率提升四个角度阐述了 2011 年航空业业绩总体上仍将同比增长约 30%，在此简单复述。

2011 年航空需求：国内需求依赖于消费增长 13% 以上，国际依赖于进出口 10%

基于我们一贯的逻辑，我们认为国内航空需求主要依赖于消费增速，在 2011 年国内消费增速约 18% 的增速假设下，考虑到今年世博会 2 至 3 个百分点的带动所导致的基数效应，我们预计 2011 年国内航空需求增速约为 13%（考虑消费增速的价格调整）。

预计 2011 年国内航线增速约为 13%

图 1： 国内航线旅客吞吐量发展趋势与增速预测

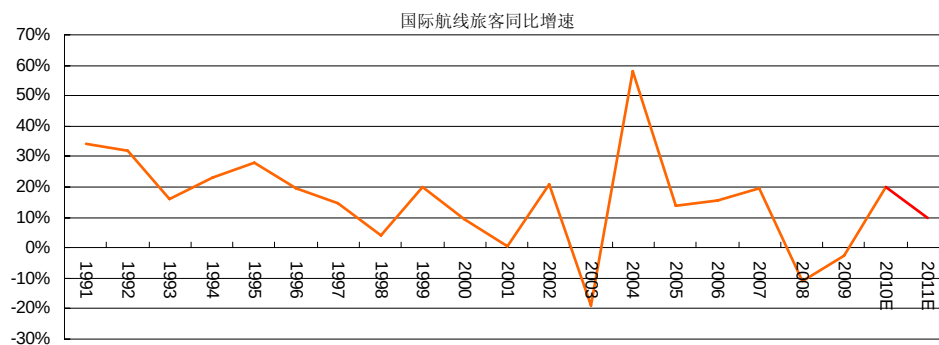


资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

同时基于我们一贯的逻辑，我们认为国际航空需求主要依赖于进出口总额，在 2011 年进出口总额增速约 15% 的增速假设下，考虑到今年世博会 2 至 3 个百分点的带动所导致的基数效应，我们预计 2011 年国际航空需求增速在 10% 以上。

预计 2011 年国际航线增速约为 10% 以上

图 2： 国际航线旅客吞吐量发展趋势与增速预测



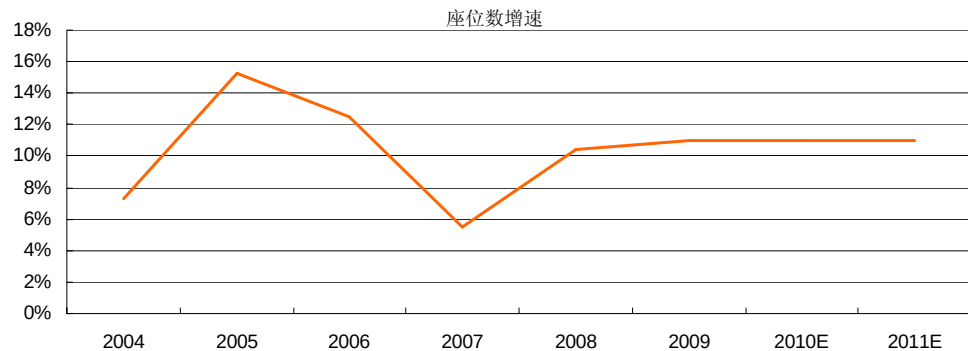
资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

2011 年航空供给：预计座位数增速约为 10%

根据我们了解的航空公司运力引进与退出计划，2011 年三大航（包括深航）的座位数增速约为 10.5%，行业整体座位数增长约为 10%。

预计 2011 年行业座位数增速约为 10%

图 3： 行业座位数发展趋势与增速预测

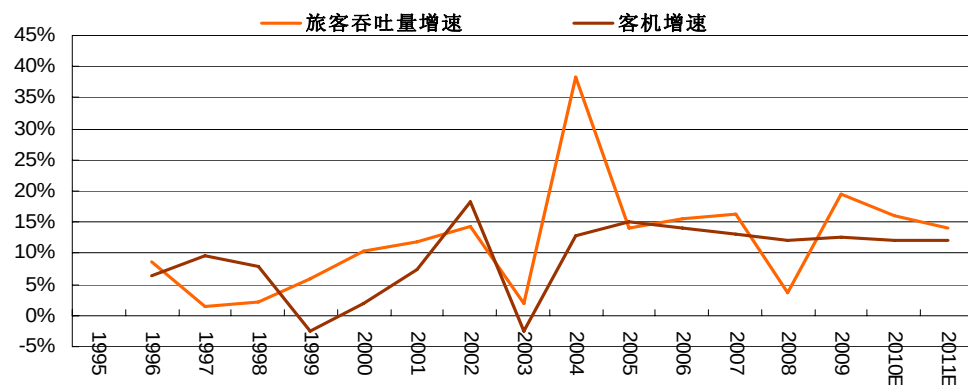


资料来源：华泰联合证券研究所

2011 年行业供需格局进一步改善

基于 2011 年行业需求 13%+以及座位数 10%-11%增速的预测，2011 年行业供需水平有望进一步改善。

图 4： 年度旅客吞吐量与客机数量发展趋势与预测

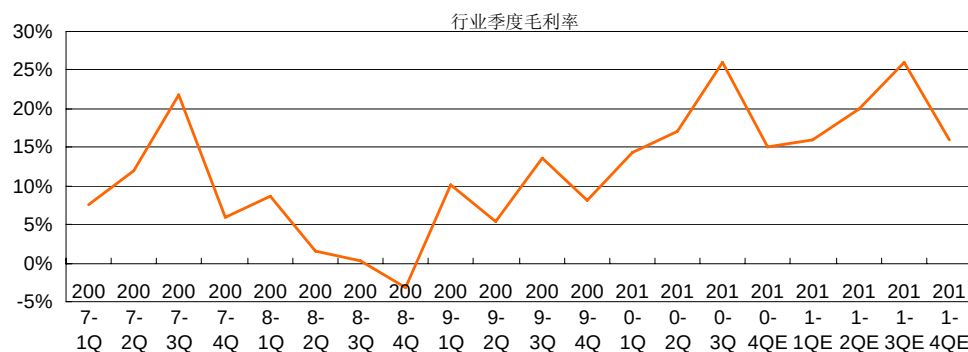


资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

2011 年行业毛利率有望提升至约 20%

预计 2011 年行业平均客座率将提升至 80%至 81%，毛利率水平提升至约为 20%。

图 5： 中国全体航空公司半年度毛利率水平发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

业绩处在向上寻顶进程中

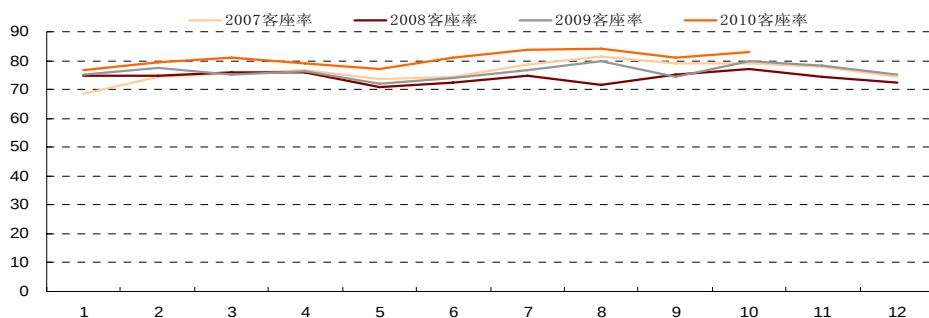
尽管我们对于 2011 年是如此的乐观，但展望更远期的 2012 年，我们却相对谨慎，我们的总体结论是：“2011 年业绩仍将继续快速增长，但同时不可避免的处在向上寻顶的进程之中”，与市场大部人看法相反的提出上述结论的主要逻辑如下：

- 一、客座率在 2011 年再提升 2-3 个点后空间有限；
- 二、在固定基准票价制度下，供给受限由于阻碍产能扩张逐步成为业绩增长的不利因素；
- 三、2012 年大规模高铁的建成将可能抑制与之竞争的航线票价。

客座率在 2011 年继续提升 2 至 3 个点之后上升空间有限

对于固定航班制的航空业组织运营模式，“客座率的顶在哪里”一直是大家极为关心的核心问题，对于单次航班理论客座率可以达到 100%，但由于繁忙与非繁忙时刻的差异明显、季节性差异明显、繁忙与非繁忙航线差异明显，如果以月度的时间段来考量全行业的客座率水平，从美国的经验来看，86%至 87%的客座率基本上已经为旺季的客座率顶峰。

图 6： 中国航空业客座率发展趋势

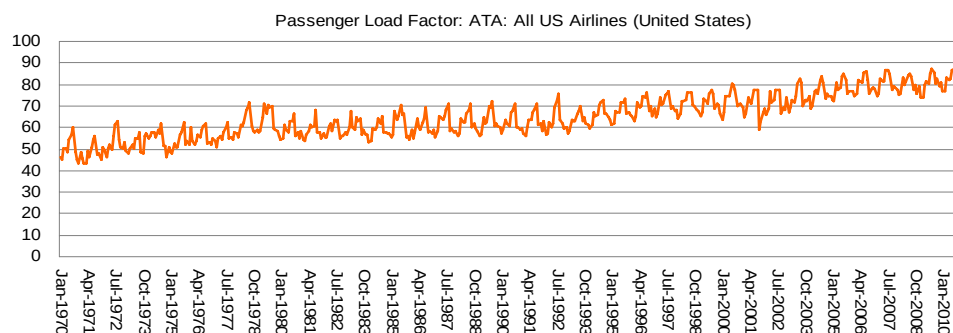


中国 2011 年 3 季度的 8 月份客座率已达到 84.2%

资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

从 1970 年以来美国航空业的客座率发展趋势来看，客座率顶峰出现在 2010 年 7 月份，客座率达到了 87.6%，如果单从这个数据来看，中国航空业的客座率仍然存在一定的空间，但考虑到 2011 年的客座率 2 至 3 个点的提升，那么在 2012 年，即使不考虑高铁的影响，客座率提升空间也相当有限。

图 7： 美国航空业客座率发展趋势



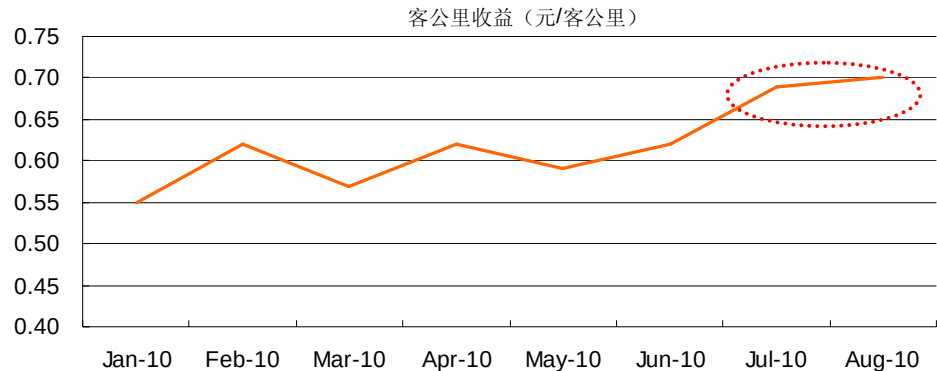
美国航空在今年 7 月份月度客座率达到了近 40 年顶峰：约为 87%

资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

票价的上升空间还有多大？

在国内航线实行基准票价制度下（目前国内航线基本上为 0.75 元/客公里，最高可上浮 25%。），“票价顶”在哪里，同样是个难解之谜，我们的基本结论是：在目前的成本构成下，0.70 元/客公里已经接近于顶峰，这一点很难有理论上的说明，只能从今年旺季以来的航空业一票难求的微观表现以及行业的客公里的数据来大概说明。

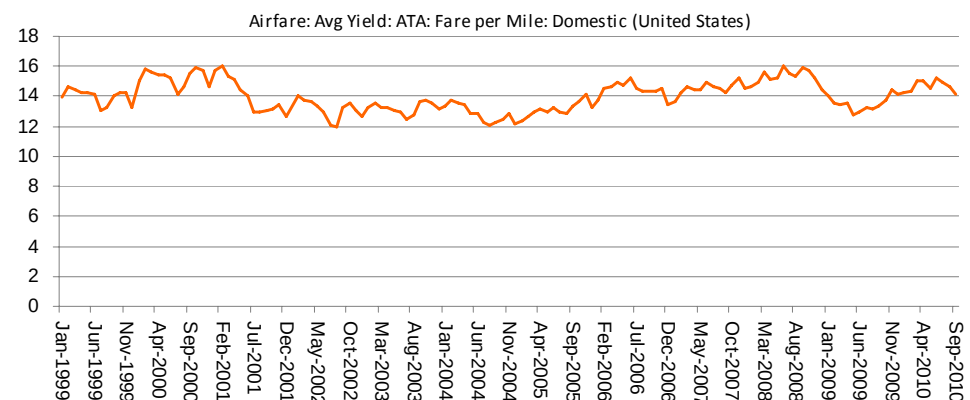
图 8： 2010 年以来中国航空业客公里收益发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

市场认为的票价可以长期上涨的另外一个逻辑在于在长期通胀的背景下，其它产品价格近年来上涨明显，而航空票价水平甚至未达到十年前的新高，在此我们可以观察美国近十年以来的航空票价发展趋势，从美国国内航线的航空票价水平发展趋势可以看出，目前美国国内航线的航空票价水平也未达到十年前的高点。

图 9： 美国航空业国内航线客公里收益发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

2010 年 3 季度中国航空业 OP Margin 已经提升至相当高的水平

事实上，考虑到成本推动的影响，我们更倾向于采用毛利率以及 OPMargin 指标来衡量航空业目前所处周期中的哪个阶段。通过观察毛利率指标，2010 年 3 季度行业毛利率水平超过 25%，对应的销售净利率约为 12%至 13%的水平，对应的 OP Margin 约为 17%。

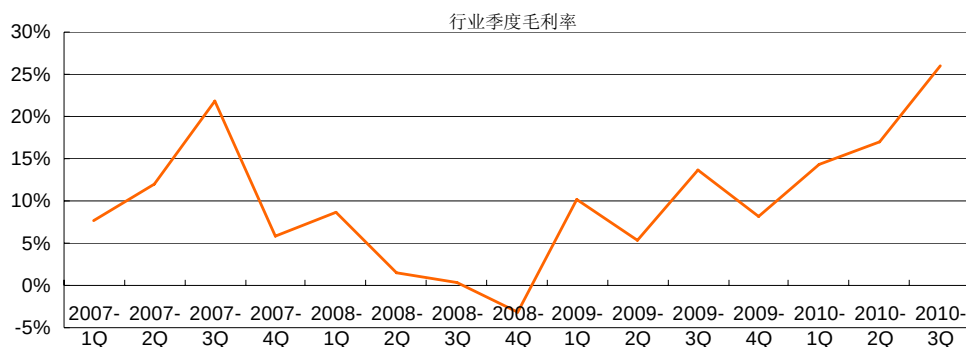
通过同美国航空业近 20 年以来的 OP Margin 的历史数据以及 2010 年 2 季度以来的

中国 2011 年 3 季度
的 8 月份客座率已
经达到 84.2%

美国 2010 年 3 季度
国内航线票价水平
约为 0.60 元/客公
里，低于 2000 年同
期水平。

数据比较，我们认为中国航空业的盈利水平已经提升至一个相当高的水平。

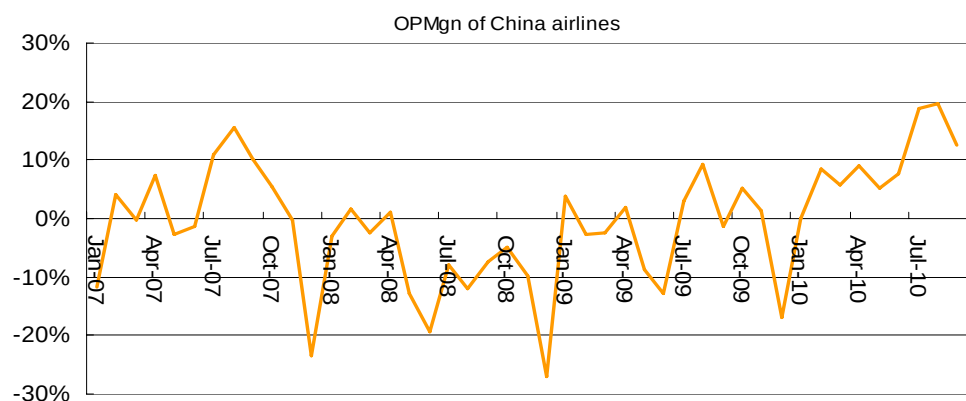
图 10： 中国航空业毛利率水平发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

以季度来考量，2010 年 3 季度中国航空业的 OP Margin 均值约为 17%。

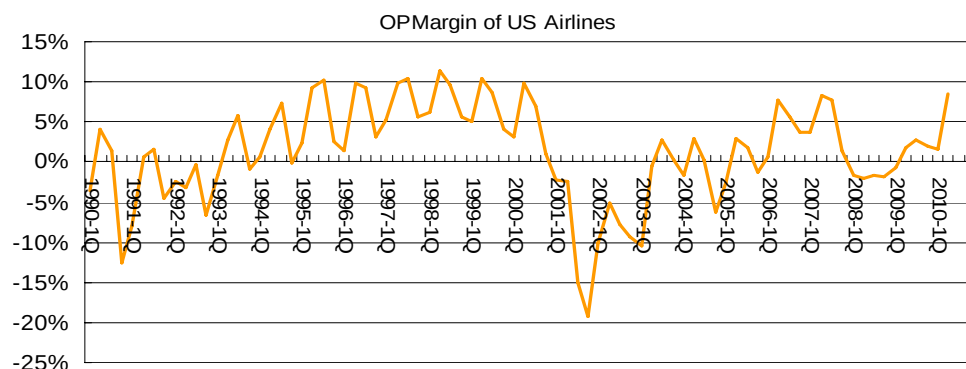
图 11： 中国航空业 OP Margin 水平发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

以季度来考量，2010 年 2 季度美国航空业的 OP Margin 为 8.4%，过去二十年来的峰值在 11.30%左右。

图 12： 美国航空业 OP Margin 水平发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

中国 2011 年 3 季度
毛利率水平超过
25%

在固定基准票价制度下，空域受限等产能扩张障碍称为阻碍利润增长的不利因素

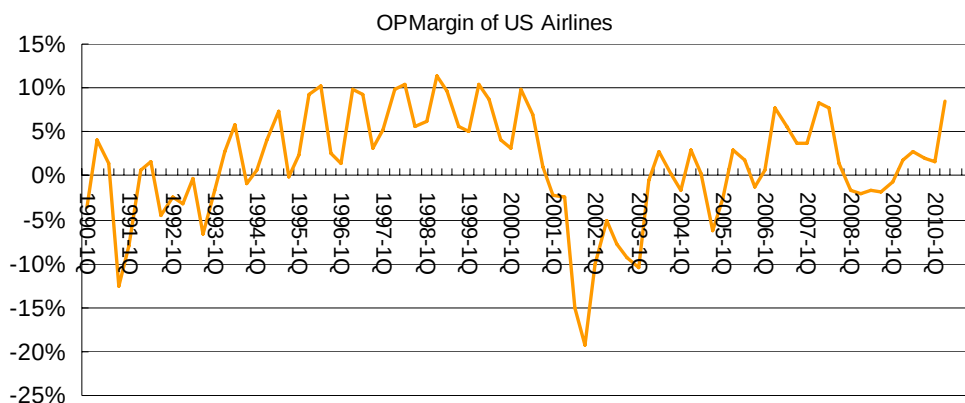
在简单的逻辑关系下，行业收入的增长来自于量的外延式增长和价的内涵式增长，在固定基准价格的定价体制下，如果情形确实如我们所估计，行业在 2011 年继续保持 2 至 3 个点的客座率提升，则行业在 2011 年的客座率与毛利率水平将接近于航空业年度水平的极限，在此情形下，航空的未来的利润增长将只能来自于两个方面：

- 一、淡季的旺季化，通过淡季毛利率水平的提升来不断提升年度毛利率水平均值；
- 二、单纯 RPK 增长所带动的利润增长

对于淡季的旺季化，我们认为在 2011 年即会部分的出现这种情况，这也是我们在市场普遍对于 2011 年业绩增长不甚乐观的时候提出 2011 年业绩仍将继续跨快速增长的首要逻辑，但问题的关键是凡事皆有度，从全球航空业的发展历史来看，旅客吞吐量的季节性波动所导致的航空业利润水平的季节性差异从来就没有“完全消除”过，我们如果寄希望于未来中国航空业每个月的盈利水平均接近于旺季水平只能寄希望于太多的超预期。

图 13： 美国航空业 OP Margin 水平的季节性波动

航空业的季节性波动并不能完全消除。

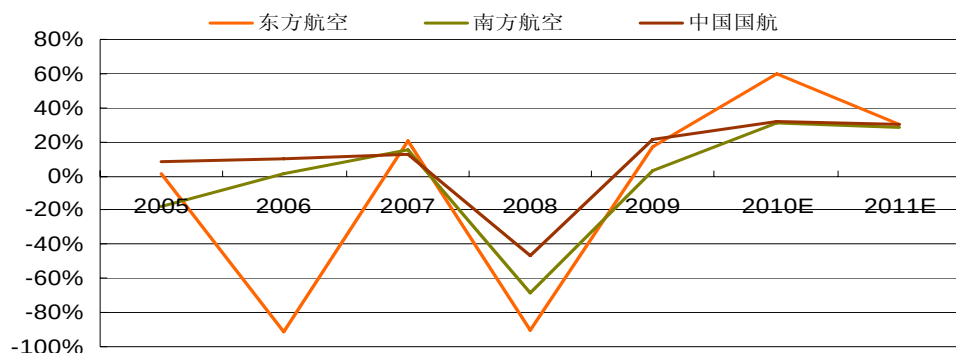


资料来源：华泰联合证券研究所

如果淡季并不能完全消除并且在 2011 年内涵式增长达到一个新的高度后,行业进一步的利润增长只能依靠于 RPK 的增长所带来的量的增加，那么空域受限、时刻紧张、飞行员紧缺等因素则成为行业利润增长的不利因素，既“对于价格受限的行业，产能受限在周期的不同阶段所扮演的角色不尽相同，在周期性行业由衰退阶段向复苏阶段迈进的进程中，供给端的控制无容置疑的成为行业供需格局迅速改善的最有利因素，这也是航空业有别于其它行业能够在 2008 年遭受重创后 2009 年逐步恢复、2010 年进一步大幅增长的重要原因之一，而对于价格受限型周期性行业由复苏阶段向过热阶段迈进的进程中，供给端的控制则由于阻碍了产能扩张而逐步成为利润增长的不利因素，除非针对价格的管制放开或者基准价格上调这种情况出现，而我们只需要观察一下几大航空公司在 2011 年高达 30% 的 ROE 水平即可理性判断出这种情况出现的概率是较小的。

图 14： 三大航 ROE 水平发展趋势预测

三大航在 2011 年
ROE 水平均接近
30%



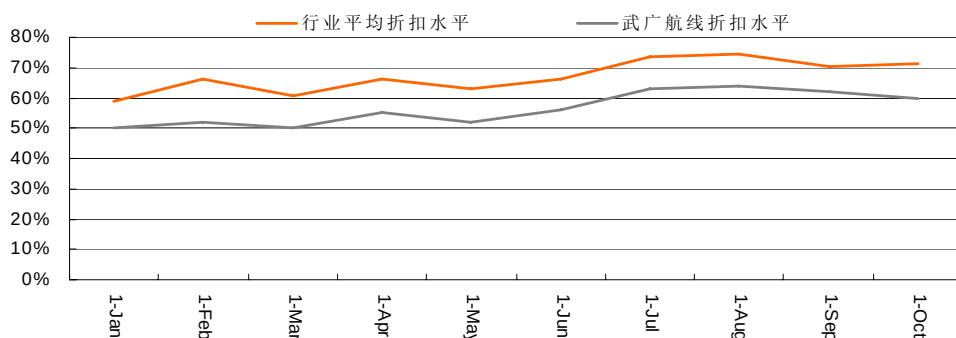
资料来源：华泰联合证券研究所、各航空公司定期报告

2012 年大规模高铁的建成将可能抑制与之竞争的航线票价

我们一直持这种观点：“高铁对于航空量的影响并不关键，而对于航空票价的影响才是核心”，当然量与价并不能完全分隔开来，从逻辑上看必然是航空公司必然由于高铁的分流而降低票价以保证客座率维持在一定水平，因此可能的结果是，由于高铁庞大的运能以及相对于航空运输较低的票价，在未来相当长的一段时间内，我们认为大规模高铁的建成将抑制与之竞争的航线票价，即行业的毛利率水平有可能在 2012 年受高铁影响而下降。

武广高铁开通后，
武广航线折扣水平
一直高于行业平均
水平。

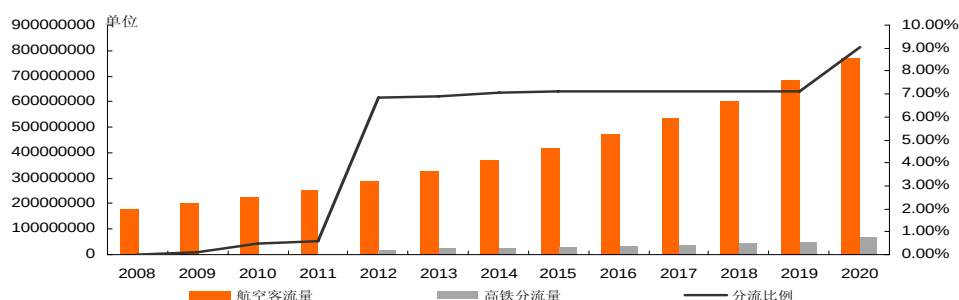
图 15： 武广高铁开通后武广航线折扣水平与行业折扣水平比较



资料来源：华泰联合证券研究所

即使单考虑量的影
响，2012 年高铁导
致的分流也达到
5%以上。

图 16： 高速铁路开通后分流航空客运存量比例预测



资料来源：华泰联合证券研究所

图 17： 2010 年开通的主要高铁以及影响的主要航段

开通时间	线路名称	影响航段	航段距离（公里）
2010 年 4 月	杭甬深	温州-厦门	500
2011 年 12 月	京沪高铁	北京-济南	415
		北京-徐州	583
		北京-南京	1000
		北京-常州	833
		北京-无锡	917
		北京-上海	1042
		天津-大连-济南	875
		天津-烟台-济南	917
		天津-太原-济南	1042
		天津-上海-徐州	1375
		天津-长春-徐州	1875
		天津-南京	792
		天津-沈阳-常州	1625
		天津-广州-常州	2375
		天津-上海	958
		济南-上海-徐州	1167
		济南-南京	500
		济南-北京-常州	1292
		济南-沈阳-常州	1708
		济南-广州-常州	2250
		济南-北京-无锡	1292
		济南-上海	1292
		徐州-上海	1917
		南京-上海	667
2011 年 12 月	京广(石武客运专线)	北京-郑州	458
		北京-武汉	1167
		北京-长沙	1208
		北京-广州	1500
		郑州-长沙	625
		郑州-广州	1125
		武汉-广州	1500
		长沙-广州	583
2011 年 12 月	京哈(哈大客运专线)	大连-长春	750
		大连-哈尔滨	709
2011 年 12 月	杭甬深(厦深客运专线)	温州-厦门	500
		温州-深圳	875
		厦门-深圳	625

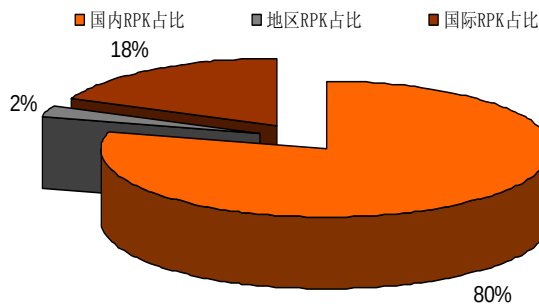
资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

国际业务空间巨大，但短期难以形成决定性影响

国际业务占比过小，短期难有决定性影响

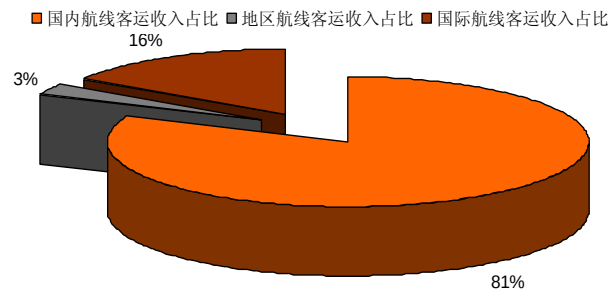
从收入规模来看，目前国际航段客运收入占全部客运收入比重约为 16%，收入占比较小使得国际航线业务的改善在短期内难以对航空业的盈利趋势产生决定性影响。

图 18： 中国国内、地区、国际航线 RPK 占比示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

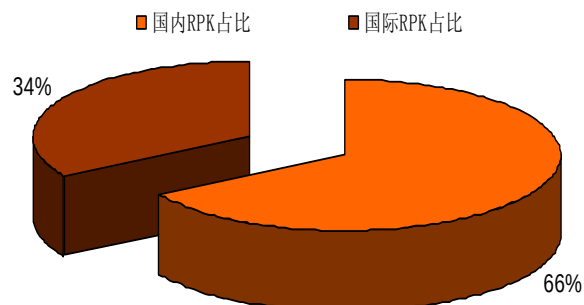
图 19： 中国国内、地区、国际航线客运收入占比示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

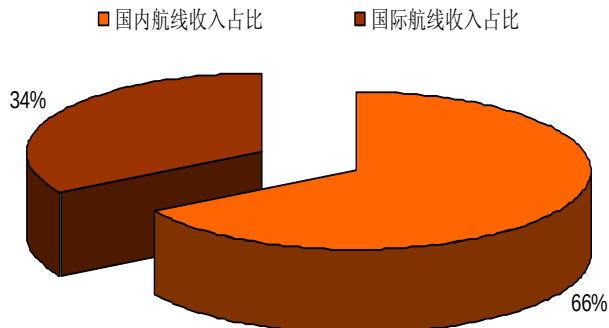
如果单纯以美国目前的航空业收入占比来作为参考的话，中国目前的国际航线增长空间还很大，同时高铁的开通也使得航空公司被迫的加大国际航线的投入力度，可以预期的是在“中国出境游的高增长”等内在驱动因素的驱动下，中国的国际航线收入占总收入的比例会逐步提升至 30% 以上。

图 20： 美国国内、国际航线 RPK 占比示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

图 21： 美国国内、国际航线客运收入占比示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

趋势性机会不再，把握阶段性机会

趋势性机会不再

总结我们对于 2012 年航空业业绩增长基本面的判断如下：

- 1、即使在没有高铁影响的前提下，由于产能受限、价格等内涵式要素向上空间有限，行业的利润增速也会显著下降到 10% 以下；
- 2、考虑到 2012 年京沪高铁等众多高铁的开通对与之竞争的航线价格的抑制，以及所导致的运力转移所产生的全局性传导效应，我们认为在 2012 年行业毛利率可能下行，进而导致行业在 2012 年利润可能下行。

因此我们认为航空业在 2011 年难有基于基本面长期看好所导致的长期趋势性机会。

把握阶段性机会

在以下几个观点的支撑下，我们认为行业在明年仍然存在不错的阶段性投资机会：

- 1、我们一贯的观点是行业在 2011 年仍将继续快速增长；
- 2、中国航空业经过数年的供需改善，在 2010 年客座率基本接近 80%之后，除非未来需要遭受重大负面偶然冲击，否则在短期内很难下降到 76%的盈亏平衡点之下；
- 3、经过新一轮的整合之后，行业集中度进一步提升，因此所要求的达到盈亏平衡点的客座率较几年前有所降低。

风险提示

需求端遭受重大偶然负面冲击、燃油价格短期内大幅上涨。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn