

航空运输 II

等待利空出尽、利好兑现时的航空股投资机会

投资要点

春运旺季提前来临，预计旅客运输量同比增 12.2%。今年春运旅客返乡、旅游度假和学生放假客流叠加效应明显，旺季提前来临。预计 40 天的春运，民航旅客运输量将达 3260 万人次。目前，北京、海口、拉萨、深圳、广州、三亚、湛江、上海和西宁 9 个城市客座率超过 85%，尤其是北京机场客座率超 90%，海口、深圳超 88%。仍需关注的是：今年春运期间部分地区又将遭遇冰雪、冻雨等恶劣天气，有可能对民航的运营业绩产生一定的负面影响。

一月以来油价稳中有降，人民币继续升值，符合预期。近日，沙特阿拉伯石油矿业资源大臣发表言论称，2011 年全球石油需求将增长 2% 左右，油价将与去年持平，非欧佩克产油国可能会增加产量。受此影响，WTI 轻质原油价格近期出现下跌。截止至 1 月 24 日，WTI 轻质原油结算价为 87.87 美元/桶，较本月初下降 4.02 个百分点；美元兑人民币中间价为 6.5883，较月初升值 0.5%。

2011 年预增新飞机 290 架，运力预计同比增长 13.9%，略超市场预期。近期民航局公布，2011 年中国民航仍将严格控制新增运力，优化机队结构。预计增加飞机 290 架，退出飞机 67 架。全行业运输总周转量 600 亿吨公里，旅客运输量 3 亿人，货邮运输量 620 万吨，分别比上年增长 12%、13% 和 11.5% 左右。从数据上看，供需关系缺口收窄，形势不如此前市场预期乐观。

媒体对高铁建设的过于关注有可能放大了高铁对航空的影响，航空股盈利预测和估值均受压抑。我们将贯通的中国高速铁路网中 300 公里时速以上路线与四大航的航线网络做完全重合。结果表明：东航、国航、南航、海航直接受高铁影响的航班量占其总航班量比重分别为 8.22%、8.76%、5.6% 和 6.29%，均低于 10%。加上受边网效应、时速较低高铁分流等影响，预计全民航累计受高铁分流旅客约 5-7%。如果到高铁网络贯通时，民航累计供需缺口能达 5-7%，则可认为基本能覆盖高铁对航空的负面影响。

市场行情：近一个月航空运输的整体行情下滑明显，截止至 1 月 21 日，航空指数月度跌幅 12.33%，机场指数表现较好，逆势上扬 1.94%，优于沪深 300 指数变动 10.13 个百分点。个股中，南方航空为航空板块跌幅最小，近一个月跌幅 10.96%。

投资建议：我们仍然看好 2011 年航空的行业景气度，全年主业盈利增速将超过 10%。但近期京沪高铁提前通车，运力增长超预期等消息对投资者心理构成负面影响。我们认为一季度航空暂不存在超预期的利好兑现，大盘低迷环境下难有大行情。今年航空股的投资时点应该在利空出尽，利好开始逐步兑现的时候。比如京沪高铁开通后分流影响低预期，主业盈利同比增速超预期等时点。

风险提示：高铁开通分流旅客、航班正常率低、国际航线前期亏损、国际旅游和贸易增长低预期

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：陈娟
Tel: 0755-82828557
Email: chenjuan@hczq.com

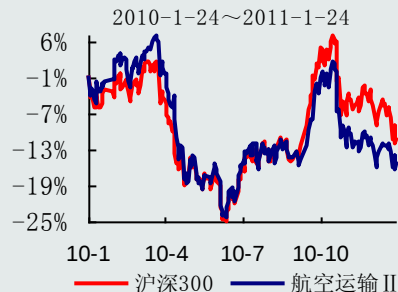
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

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、业绩回顾与展望.....	4
1.1 2010 年中国民航全行业利润总额达 437 亿，同比增长 3 倍	4
1.2 供需关系改善带动量价齐升是航空业绩爆发式增长的根本原因	5
1.3 春运旺季提前来临，预计旅客运输量同比增 12.2%	6
1.4 一月以来油价稳中有降，人民币继续升值，符合预期	6
1.5 2011 年预增新飞机 290 架，运力预计同比增长 13.9%，略超市场预期.....	7
1.6 高铁贯通后，四大航空直接受影响航线占比均低于 10%，好于预期	9
二、行业要闻聚焦.....	11
2.1 民航“十二五”规划定调 年均运力增速 11%	11
2.2 2011 年 1 月 1 日起免征支线航空航班机场建设费.....	11
2.3 航空煤油出厂价再次上调 三大航年增成本 20 亿	11
2.4 国产大飞机蹒跚起步 带动 10 万亿产业量遭质疑	11
2.5 海航集团旗下香港航空拟明年上市 集资约 50 亿	12
2.6 民航业增长被束缚 民营航空竞争环境难言公平	12
2.7 海航波音 787 或推迟至明年交付 索赔难具强势	12
2.8 国航与国泰合资货运公司获所有批准 即将投运	13
2.9 2015 年航空维修行业产值或将超过 450 亿元	13
2.10 中国确认购 200 架波音飞机 价值 1250 亿人民币	13
三、市场表现.....	14
3.1 航空/机场板块市场表现.....	14
3.2 航空/机场个股市场表现.....	15
四、投资建议：利空出尽、利好兑现时是买点.....	16
五、风险提示： 高铁开通分流旅客、需求增速低预期.....	16
附：近期航空公司公告一览及点评.....	16

图表目录

图表 1	2010 年全民航与四大航运输周转量与可供吨公里同比增速	4
图表 2	2010 年全民航与四大航旅客运输周转量与可供客公里同比增速	4
图表 3	全民航总运输周转量同比增速（2008-2010）	5
图表 4	2010 年全民航旅客运输周转量同比增速	5
图表 5	全民航正班客座率走势（2008-2010）	5
图表 6	全民航载运率走势（2008-2010）	5
图表 7	飞机日利用率情况（2008-2010）	6
图表 8	全民航票价指数走势（2008-2010）	6
图表 9	国内国际主要油价走势	7
图表 10	人民币-美元汇率及 WTI 轻质原油走势	7
图表 11	三大航机队规模同比增速	8
图表 12	2010 年三大航淘汰机型分布	8
图表 13	国航运力分布（按机型）	8
图表 14	东航运力分布（按机型）	8
图表 15	南航运力分布（按机型）	9
图表 16	海航运力分布（按机型）	9
图表 17	我国高速铁路中长期规划网络	10
图表 18	四大航受高铁影响航班所占比重	10
图表 19	航空/机场行业市场表现	14
图表 20	交通运输-航空指数走势	14
图表 21	交通运输-机场指数走势	15
图表 22	申万行业指数一月至今涨跌幅情况	15
图表 23	航空运输重点个股市场表现	15
图表 24	航空指数与四大航行情表现	16

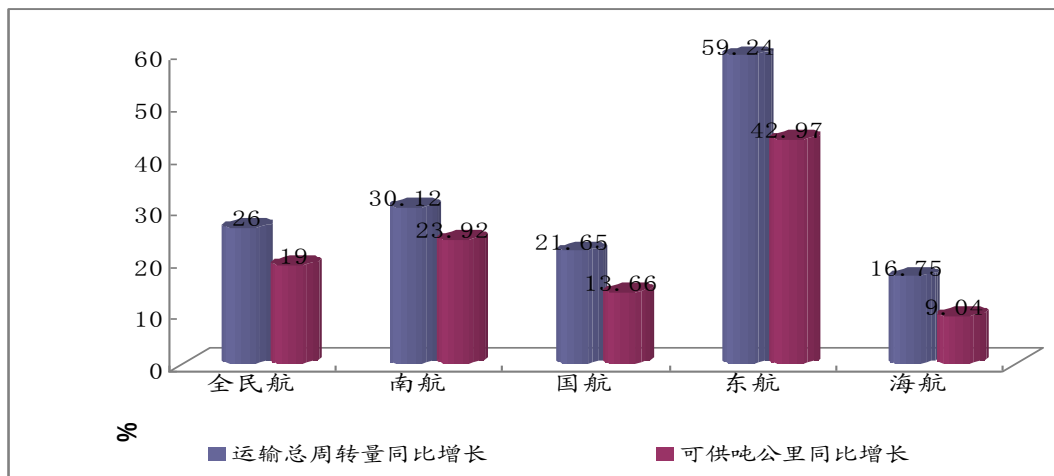
一、业绩回顾与展望

1.1 2010 年中国民航全行业利润总额达 437 亿，同比增长 3 倍

在全球民航业仍未走出经济危机阴影的背景下，2010 年的中国民航全行业却实现了 4115 亿的营业收入和 437 亿的利润总额，分别比上年增长 37.2%和 300%。其中，航空公司预计利润总额达 351 亿元。

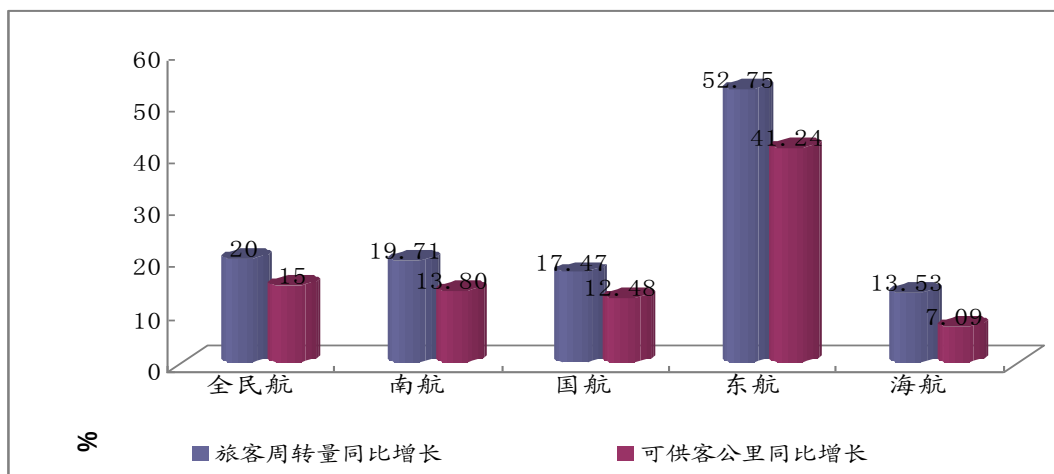
2010 年全民航累计实现运输总周转量 539.85 亿吨公里，同比增长 26%；可供吨公里 756.08 亿吨公里，同比增长 19%；旅客周转量 4054.81 亿人公里，同比增长 20%；可供客公里 5092.51 亿座公里，同比增长 15%。

图表 1 2010 年全民航与四大航运输周转量与可供吨公里同比增速



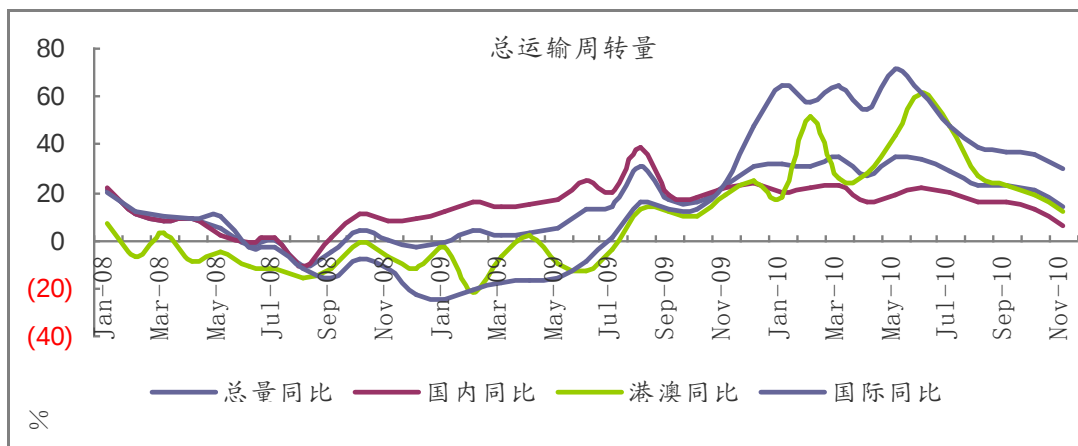
资料来源：WIND，公司公告，华创证券研究所

图表 2 2010 年全民航与四大航旅客运输周转量与可供客公里同比增速



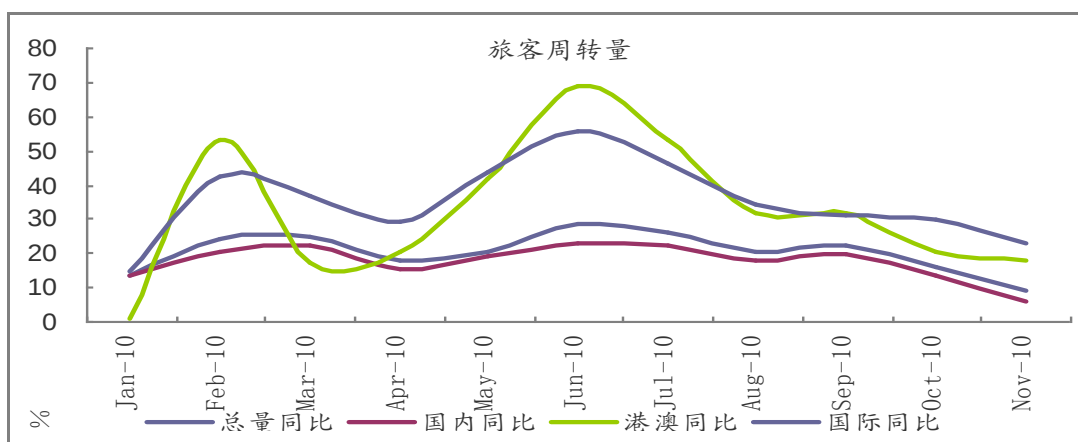
资料来源：WIND，公司公告，华创证券研究所

图表 3 全民航总运输周转量同比增速（2008-2010）



资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 4 2010 年全民航旅客运输周转量同比增速

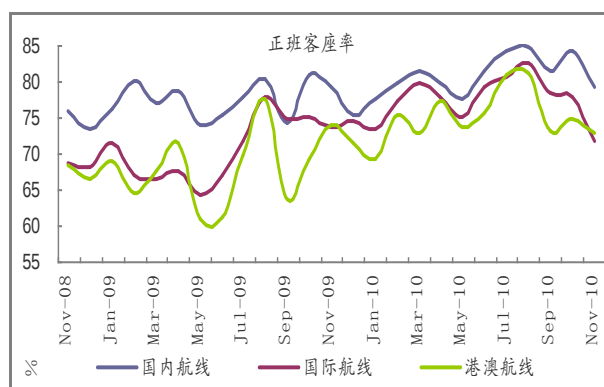


资料来源：WIND，华创证券研究所

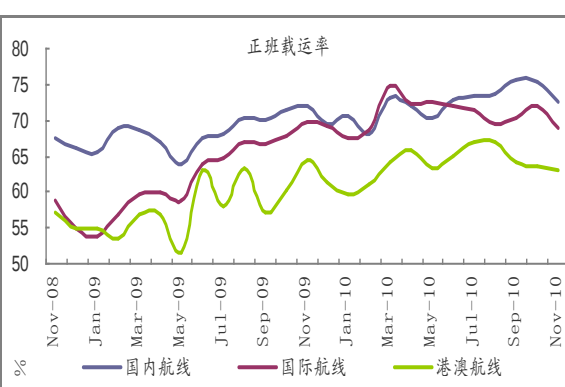
1.2 供需关系改善带动量价齐升是航空业绩爆发式增长的根本原因

归结 2010 年爆发式盈利增长的原因有很多：经济回暖、世博会效应、国家经济结构转型带来地区间贸易往来的增加等等。我们认为最为关键的两点是：一、供需关系的持续改善带来的运营效率的提高，2010 年客座率、载运率、飞机日利用率持续处于历史高位；二、行业集中度增强带来票价水平持续上扬。我们在 2011 年航空业年度策略报告中已指出：票价水平的提高将是航空业盈利最关键的指标。

图表 5 全民航正班客座率走势（2008-2010）

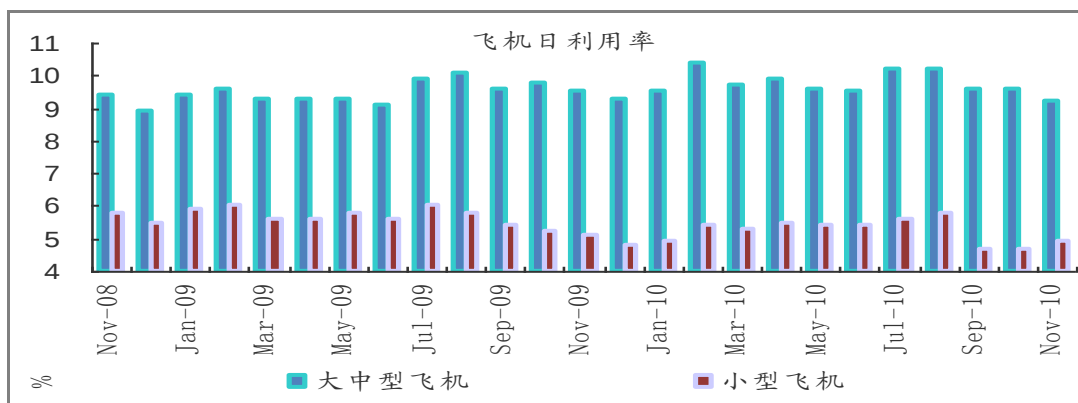


图表 6 全民航载运率走势（2008-2010）



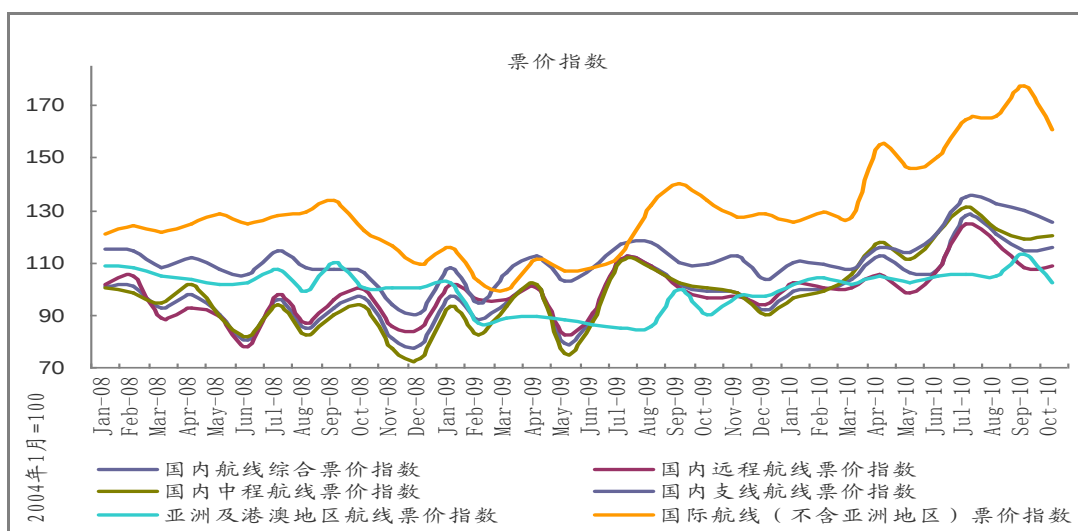
资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 7 飞机日利用率情况（2008-2010）



资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 8 全民航票价指数走势（2008-2010）



资料来源: WIND, 华创证券研究所

1.3 春运旺季提前来临，预计旅客运输量同比增 12.2%

根据 1 月 22 日国务院新闻办公室举行的关于 2011 年春运相关工作新闻发布会消息，春运从 1 月 19 日开始，前三天运输旅客人数 235.3 万人次，同比增 17.7%；平均客座率 77.3%，同比增 8.7%。

今年春运市场需求旺盛，旅客返乡、旅游度假和学生放假客流叠加效应明显。预计 40 天的春运期间，民航旅客运输量将达到 3260 万人次，同比增长 12.2%。从目前的运营状况看，旺季效应提前来临，客座率同比提升明显，北京、海口、拉萨、深圳、广州、三亚、湛江、上海和西宁 9 个城市客座率超过 85%，尤其是北京机场客座率超 90%，海口、深圳超 88%。

仍需提示的是：今年春运期间部分地区又将遭遇冰雪、冻雨等恶劣天气，有可能对民航的运营业绩产生一定的负面影响。

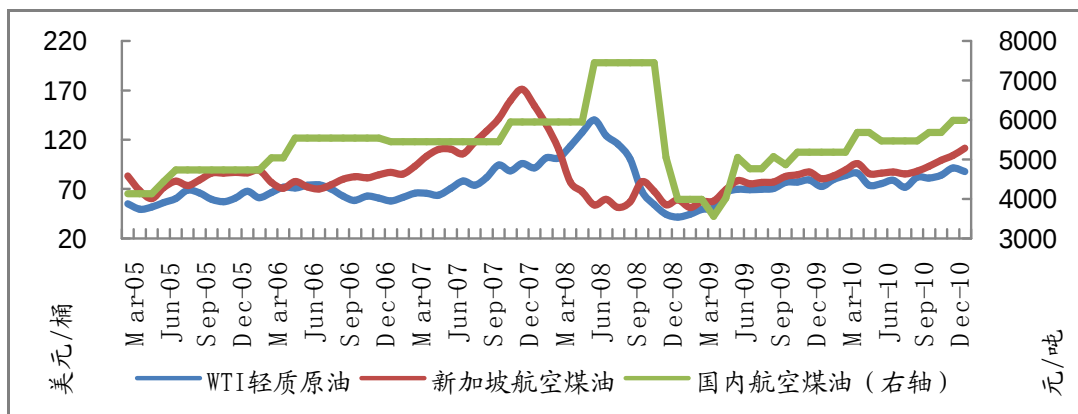
1.4 一月以来油价稳中有降，人民币继续升值，符合预期

本月油价方面：近日，沙特阿拉伯石油矿业资源大臣发表言论称，2011 年全球石油需求将增长 2%左右，油价将与去年持平，非欧佩克产油国可能会增加产量。受此影响，WTI 轻质原油价格近期出现下跌。截止至 1 月 24 日，WTI 轻质原油结算价为 87.87 美元/桶，较本月初证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

下降 4.02 个百分点，本月初为 91.55 美元/桶；新加坡航空煤油价格继续上涨。截止至 1 月 19 日，新加坡航空煤油价格为 111.74 美元/桶，月初至今涨幅为 4.5%；本月国内航空煤油价格未发生变动，去年 12 月 22 日由 5690 元/吨调整为 5990 元/吨。

值得提醒的是：自 2009 年燃油附加费联动机制实施以来，航空公司能够更加自主、灵活并且有效的调整燃油附加费，这在很大程度上降低了油价上涨对航空公司的负面影响。尤其是行业景气度较高的时期，航空公司对燃油附加费的征收具备议价能力，这是与此前航空股投资逻辑不同的地方。

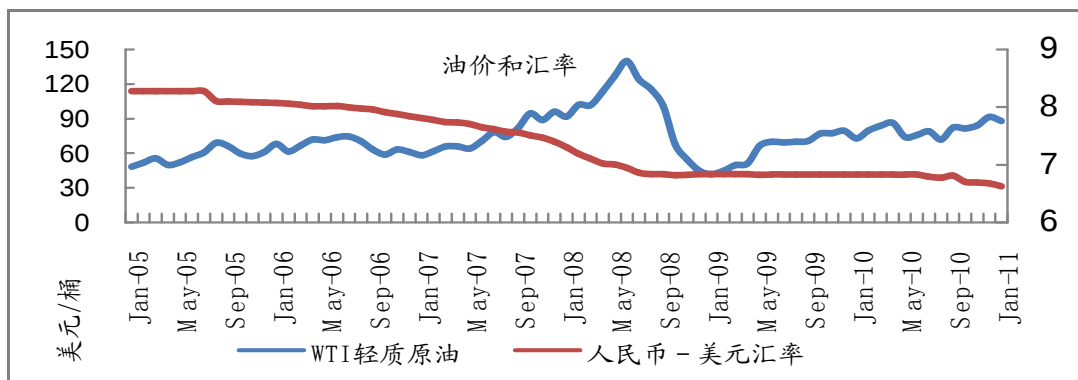
图表 9 国内国际主要油价走势



资料来源：WIND，华创证券研究所

本月汇率方面：人民币继续升值。截止至 1 月 24 日，美元兑人民币中间价为 6.5883，本月升值幅度 0.5%，符合预期。2010 年全年人民币累计升值 3.01%。

图表 10 人民币-美元汇率及 WTI 轻质原油走势



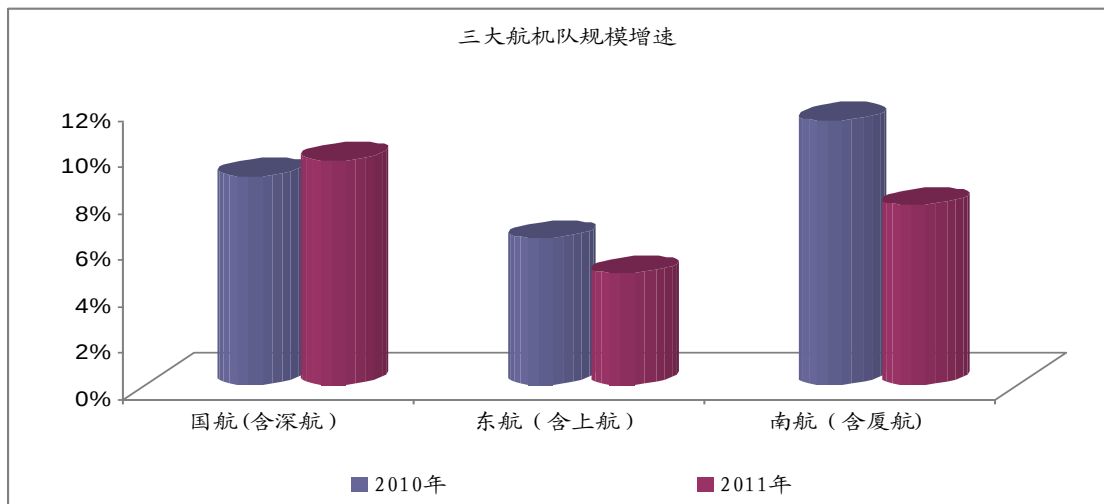
资料来源：WIND，华创证券研究所

1.5 2011 年预增新飞机 290 架，运力预计同比增长 13.9%，略超市场预期

近期民航总局公布，2011 年中国民航预计增加飞机 290 架，退出飞机 67 架，净增加飞机 223 架，飞机架数比 2010 年增长 13.9%。2010 年民航净增运输飞机为 187 架。

2011 年中国民航发展的预期指标是：全行业运输总周转量 600 亿吨公里，旅客运输量 3 亿人，货邮运输量 620 万吨，分别比上年增长 12%、13%和 11.5%左右。通用航空作业飞行 15.6 万小时，比上年增长 15%左右。固定资产投资总规模 700 亿元人民币。

图表 11 三大航机队规模同比增速



资料来源：华创证券研究所

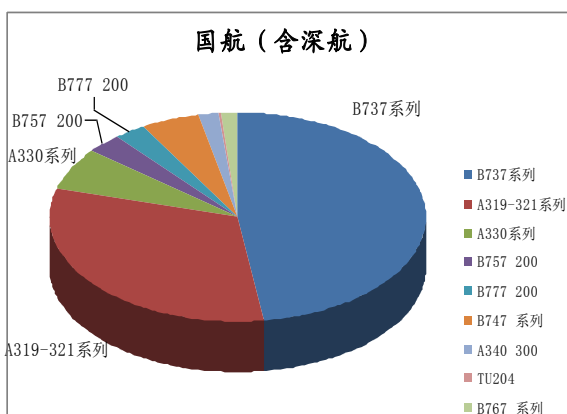
2010 年，各家航空公司机队优化成果显著，都较大幅度的退出了老旧机型。据不完全统计，2010 年全行业累计退出 42 架飞机，其中三大航退出 28 架。从民航局的态度来看，2011 年仍将严格控制新增运力，优化机队结构，并大幅提高航空公司进入门槛。通过提高飞机利用率、客座率和载运率，充分挖掘运力潜能。

图表 12 2010 年三大航淘汰机型分布

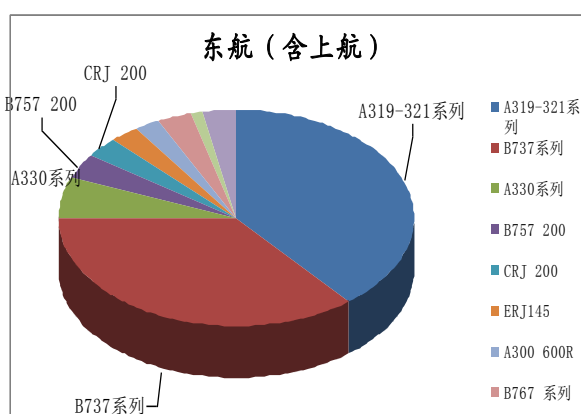
机型	南航	机型	东航	机型	国航
MD90	3	MD90	9	B737-300	3
B737-500	2	A320	2	B757-200	3
A300-600R	1	B737-300	1	B747-200F	2
A320-200	1			B767-300ER	1
总计	7		12		9

资料来源：华创证券研究所

图表 13 国航运力分布（按机型）

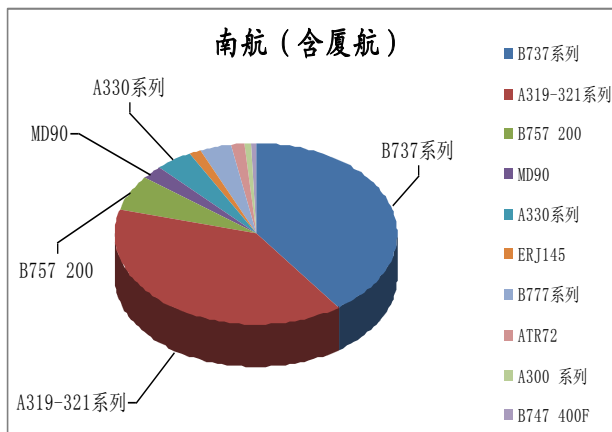


图表 14 东航运力分布（按机型）

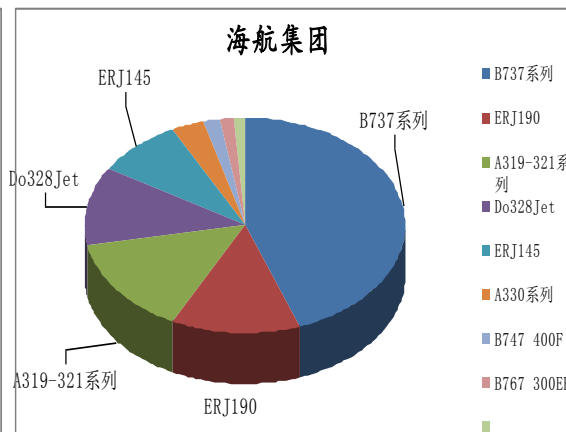


资料来源：华创证券研究所

图表 15 南航运力分布（按机型）



图表 16 海航运力分布（按机型）



资料来源：华创证券研究所

不过从数据上看，形势没有此前市场想象的乐观，这也在一定程度上压抑了投资者的心理预期。一是飞机投放架数略超预期，这使得客座率、票价水平和飞机日利用率等指标增长的空间变小。二是民航总局 2011 年发展指标中将旅客运输量增速确定为 13%，略低于飞机架数增速。虽然民航总局的需求预测仅供参考，但不得不引起投资者的关注是：航空股的利润弹性非常大，需求面一旦低预期，将会引起量价齐跌的现象。

2011 年虽然总体形势上依然值得看好，但也存在很多不利因素。比如，民航空域资源紧张，短期内很难从根本改善航班正常率；各航空公司大幅拓展国际航线，将面临 2-3 年的市场培育期和亏损期；国际旅游和贸易增长仍然存在不确定性等等。我们将继续关注航空需求面的增速情况。

1.6 高铁贯通后，四大航空直接受影响航线占比均低于 10%，好于预期

我们知道，高铁对航空造成的影响，主要来自于距离 1500 公里以下，时速在 300 公里以上高铁的冲击。对此，我们做了一组测算：根据将贯通的中国高速铁路网，我们选取其中时速在 300 公里以上路线与四大航空公司的航线网络做完全的重合，以测算航空公司航线受高铁的冲击影响。

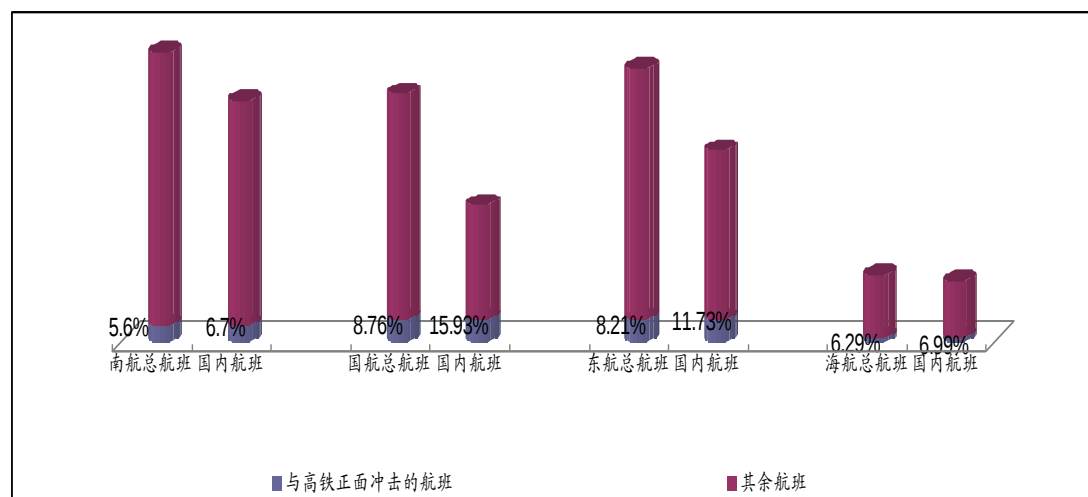
图表 17 我国高速铁路中长期规划网络



资料来源：华创证券研究所

结果表明：东航、国航、南航、海航直接受高铁影响的航班量占其总航班量的比重分别为 8.22%、8.76%、5.6%和 6.29%，均低于 10%。当然，边网效应也会产生一定的高铁分流，比如说京沪高铁开通后，其沿线上的不设站点的航空旅客也会通过中转坐高铁；时速在 300 公里以下的短距离高铁也会分流航空旅客。但是这种分流的影响显然远远小于直接与高铁网络重合的航线分流影响。

图表 18 四大航受高铁影响航班所占比重



资料来源：华创证券研究所

我们再做一种假设：如果全民航有 10%的航线受高铁直接冲击，平均每条航线分流旅客 30%（根据已开通高铁对航空影响分析得出），则全民航将有 3%的旅客被高铁分流。再加上 40%的航线会受到边网效应、时速较低高铁分流等影响，预计分流比率在 5-10%，则全民航累计受高铁分流的旅客占比在 5-7%为大概率事件。如果到高铁网络贯通时，民航这三年的供需关系缺口能够达到 5-7%，则可以认为能够基本覆盖高铁对航空的负面影响。从目前的运营数据看，2010 年旅客周转量同比增长 20%；可供客公里同比增长 15%，供需缺口为 5%。

由上述分析，我们可以得出这样的结论：目前社会、媒体对高铁建设的过于关注，极有可能放大了高铁对航空的影响。这样一种情绪在京沪高铁开通之前，影响未见分晓之前都将得到

延续，航空股不论是盈利预测还是估值都将受到影响。一旦高铁影响低预期，航空股将面临估值修复和盈利预测回调，股价将得到正确的回归。建议投资者 2011 年关注航空股利空出尽后的投资机会。

二、行业要闻聚焦

2.1 民航“十二五”规划定调 年均运力增速 11%

中国民用航空局（Civil Aviation Administration of China，简称“民航局”）已经将成形的民航“十二五”规划上报发改委进行审批。近日《中国经营报》记者独家获悉，根据该规划，未来五年中民航运输总周转量的年均增幅设定为 13%，年均运力增幅为 11%。

点评：我们认为，十二五规划显示了民航的发展步调变得更加谨慎。空域资源和人力资源是未来五年制约航空公司发展的两大瓶颈。这两大瓶颈限制了航空业的发展速度，但是从某种意义上来说是件好事。他将促进民航业的供需关系不断改善，运营效率不断提高。从而提高航空公司的运营管理水平，扩大收益。

2.2 2011 年 1 月 1 日起免征支线航空航班机场建设费

经国家有关部门批准，自 2011 年 1 月 1 日起，免征支线飞机执飞国内支线航班机场管理建设费。这些支线飞机执行的航班涉及航线 844 条，连接 29 个省（区）的 129 个机场（其中：中西部省份占 64%，吞吐量 200 万人次以下的中小机场占 71%）。预计每年将有近 1000 万旅客受惠于此项政策。

点评：我国支线航空客座率低、收益差，近年来，民航局联合财政部陆续出台了多项扶持支线航空发展的政策，比如支线航空补贴、中小机场补贴等。此次免征政策重点向中西部、老少边穷等经济不发达地区倾斜，向小机场倾斜，向中短途航线倾斜，使得广大偏远地区群众能够以更低廉的成本享受航空消费，对促进中国支线航空发展，带动整个民航需求具有重大意义。

2.3 航空煤油出厂价再次上调 三大航年增成本 20 亿

发改委发出关于提高航空煤油出厂价格的通知：从 12 月 22 日零时起，将航空公司主要使用的 3 号喷气燃料的出厂价格由 5690 元（人民币，下同）/吨涨至 5990 元/吨，为近两年来的新高。

点评：考虑到发改委同时表示，为控制调价连锁反应，该次成品油调价后，民航燃油附加标准、城市公交、铁路客货运价格等均不提高价格。国内航空公司无法通过上调燃油附加费分担成本，航空公司盈利水平会受到一定影响，但不改航空业整体盈利趋势。预计航空公司的航油成本压力将在一季度得以体现。如果航油价格持续上涨，根据燃油附加费联动机制，航空公司仍可上调燃油附加费。

2.4 国产大飞机蹒跚起步 带动 10 万亿产业量遭质疑

近日，关于国产大飞机 C919 的争议再次甚嚣尘上。争论的议题大致围绕 C919 能否按期试飞，按期交付，未来订单到底如何；C919 以技术换市场的方式是否可行；空客波音是否以及将如何围剿 C919；中国到底是否该造大飞机；飞机制造行业共同分羹 10 万亿市场等展开。

“必须了解 C919 现在还处于项目阶段，项目成功后才有成熟的产品，才能谈得上商业运营。从项目到产品，成熟的飞机制造一般需要 8 年时间。如果到时候未能按时试飞或投放市场，

得承担很大的市场风险！”作为曾经参与“运十”干线飞机的研发人员，广东昌盛飞机设计有限公司总经理、总设计师周济生在大飞机项目上一直保持“理性谨慎”论调。持有相同观点的还有航空公司。北京飞机维修工程有限公司（中国国航和德国汉莎合资经营）一位要求匿名的高层表示，发动机等核心部件都购买国外产品，从外形到起名都充满着“模仿”。

此外，我国适航审定技术研究工作还不完善，缺乏稳定的体系和人员开展长期可持续的研究工作，也缺少必要的配套条件（如相关实验室等），更没有形成民航总局的验证能力。大飞机项目需要更多谦虚务实的作风和态度。

2.5 海航集团旗下香港航空拟明年上市 集资约 50 亿

根据香港商报消息，海航集团旗下香港航空总裁杨建红日前表示，公司计划最快明年底在港上市，集资规模约 50 亿元。他透露，会考虑以借壳形式或发行新股的方式上市，现阶段没有具体时间表，期望明年 6 月前就上市作好准备。

对于行业前景，杨建红抱乐观的态度，他表示，公司于 06 年时已订购 50 架飞机，明年起会陆续交付，预计至 2012 年最少有 18 架飞机付运，届时公司的机队将达到 40 架，加上今年 7 月所订购的 25 架飞机，5 至 10 年后机队规模可超过 100 架。

2.6 民航业增长被束缚 民营航空竞争环境难言公平

改革空域管理体制，合理划分和协调使用军民航空域，是航班延误根本的解决之道。空域改革已被纳入“十二五”规划，但推进起来并非易事，最难之处在于利益格局的重新划分。现行的封闭式管理体制下，资源的稀缺，时刻的紧张，意味着权力和财富。

最新的消息是，国家空管委已经组织民航局等单位进行协作调研，了解当前的空域使用情况，全国政协、国家发改委也先后对民航进行了专题调研。在空域管理体制改革的进程中，积极性最高的民航局始终处于弱势，尽管已通过各种渠道呼吁多年，但总让人感觉力不从心。短期之内，民航会采用对内提升管理效率和技术水平，对外加强沟通和逐步渗透的方式，在空域资源的刚性约束下部分满足行业的增长需求，但这些都是权宜之策，而且都存在着物理极限。

紧缩政策除了使航空公司经济效益受到冲击外，更致命的影响发生在制定发展规划时：由于运力引进受制于政府审批，而后者在紧缩周期中具有很大的不确定性，因此未来几年的运力增长就变成航空公司自己无法控制甚至无法预计的未知数，与之相匹配的人才引进、设施投入等，都带有很大的盲目性。

如果“十二五”期间民航业将进行新一轮重组，国航母公司中航集团无疑抢到了先机。目前，中航材已经启动并入中航集团的进程，中航油也已通过参与国航的增发，成为后者的第五大股东，从而与第一大股东中航集团建立了资本纽带。鉴于民航局建设民航强国、打造超级承运人的战略思路和面向国际市场竞争的需要，三大国有航空公司之间的重组，仍有可能在市场和行政的合力下成为现实。

2.7 海航波音 787 或推迟至明年交付 索赔难具强势

海航方面消息：海航订购的 10 架波音 787，首架客机计划于 2011 年 12 月交付并投入使用，2012 年计划还将交付 5 架。但照目前情况看，首架 787 有可能推迟到 12 年一季度交付。波音 787 已经 5 次推迟首批飞机的交付时间。

中国国航、东航、南航、海航、上航、厦航等航空公司曾于 2005 年与波音签署框架协议，订购 60 架 787 系列飞机，总金额 72 亿美元。但在过去 3 年中，由于生产工序与原计划不符，订购波音 787 的全球各大航空公司屡次接到通知飞机将被推迟交付。由于延迟交付等一系列

因素，国航对其订购的波音 787 飞机作出调整，由 787-8 置换成了 15 架 787-9，厦航则将 787 置换成了 737。

点评： 波音推迟交机，航空公司可根据合同进行索赔。赔偿金额通常按照推迟的天数，基于预付款的一定比例进行计算。但我们认为，在以飞机制造商为主导的卖方市场中，中国航空公司的购机合同中有关交付日期的条款是偏向于制造商的，对于推迟交付，中国航空公司索赔难具强势。对于推迟交付的波音，可能会采取削低交易价格、提供额外的航材赔偿和培训服务等作为补偿，支付赔偿金的可能性不大。

2.8 国航与国泰合资货运公司获所有批准 即将投运

中国国航和国泰计划成立的合资货运航空公司已获得所有相关政府机构的批准，预计将在一个月左右后开始正式运营。国泰航空和国航在 2009 年 2 月公告成立合资货运航空公司，将以目前的国航全资子公司-中国国际货运航空有限公司作为合资平台。交易完成后，国航持有国货航 51% 股权，国泰将通过直接认购国货航 25% 的股本权益，以及通过向一个海外信托公司提供贷款的回报持有国货航另外 24% 权益。

国泰航空透露，目前该合资公司已拥有 7 架货机，今年底会增至 12 架，其中国泰将会为合资公司提供 4 架波音改装货机。该合资公司将发展成扎根内地东部与北部的出色的本土货运航空公司，同时还将凭着庞大的机队规模与一定的市场份额，为欧洲、北美乃至日本、韩国及台湾等亚洲国家和地区直接提供货运服务。

点评： 虽然很多货运公司都将上海作为基地运营，但到目前为止，上海仍没有出现一家收益、服务与成本兼顾的优秀本土航空货运公司。虽然近期东航公告将中货航、上货航、长城航空三家货运航空公司正式重组为新的“中货航”，并吸引中远集团、长荣航空和新加坡货航增资。但我们仍认为，新国货航更具亮点。国泰的加盟将带来大量的高端客户和专业管理人员，从根本上提升货航在信息管理、客户管理、运行管理多方面的运营能力，提高回程载运率和运营效率。这将带来实实在在的收益增值，而不是简单的加法减法。

2.9 2015 年航空维修行业产值或将超过 450 亿元

中国民航局飞标司副司长周凯旋 1 月 18 日在北京表示，未来五年国内航空维修产业将迎来飞速发展期，2015 年航空产业的维修工作量将较 2010 年增长 70%-100%，航空维修行业的产值将达到 450 亿元以上，新增就业岗位超过 2.4 万人，航空维修需求大幅上升。

周凯旋表示，中国近几年航空运输量的年均增速超过 10.6%，目前在册飞机为 1612 架，航空发动机（包括备用）3500 多台，航空运输量和旅客周转量仅落后于美国，排在世界第二位。预计到 2015 年民航大型运输飞机将达到 2890 架，通用飞行器 2000 架以上，航空运输量达到 800-900 亿吨公里，年均飞行架次 840 万架次以上，这为航空维修市场的发展打开了广阔的空间。2010 年，全球航空维修业的产值是 23.21 亿美元，其中发动机的维修占总量的 40%。

2.10 中国确认购 200 架波音飞机 价值 1250 亿人民币

波音公司 1 月 20 日宣布，中国政府确认购买 200 架波音飞机的协议，总价值达 190 亿美元，按当天汇率计算约为 1250 亿元人民币。这笔订单的交货期为 2011-2013 年，分别为 185 架波音 737，累计 150 亿美金，15 架波音 777，累计 40 亿美金。

去年 11 月 5 日，中国领导人在访问法国时，中国国有企业——中国航空器材集团公司也和空客签署了一项 102 架飞机的订购协议，目录价格约 160 亿美元。据空客公司最近公布的数据看，截至到 2010 年年底，空客获得的订单数占全球 100 座以上飞机订单总数的 51%。

点评：目前全民航共有 1600 架左右的民用运输飞机，其中大中型飞机超过 1400 架。波音的这笔 200 架飞机预计未来 3 年内交付，从运力增速上测算，尚在可控范围，并不会带来过快的航空运力供给增长。

三、市场表现

3.1 航空/机场板块市场表现

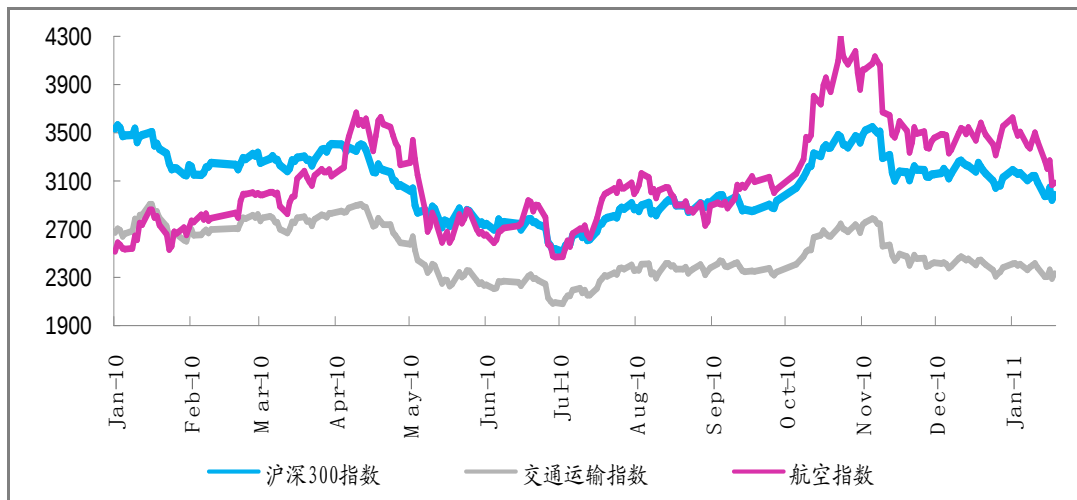
整体上看，近一个月航空运输的整体行情下滑明显。截止至 1 月 21 日，航空指数收于 3085.52 点，月度跌幅为 12.33%，上证综指、沪深 300 指数均出现跌幅。航空指数跌幅高于沪深 300 指数跌幅 4.14 个百分点。机场指数表现较好，逆势上扬 1.94%，优于沪深 300 指数变动 10.13 个百分点。

图表 19 航空/机场行业市场表现

指数	收盘	月涨跌幅	季涨跌幅	年涨跌幅	指数估值
上证综合指数	2,715.29	-6.50%	-8.99%	-14.04%	15.12
沪深 300 指数	2,983.46	-8.19%	-11.59%	-12.47%	14.07
交通运输（申万）	2,332.81	-4.47%	-11.82%	-18.08%	14.90
航空运输（申万）	3,085.52	-12.33%	-20.50%	9.94%	11.49
机场（申万）	2,143.45	1.94%	-8.57%	-25.56%	17.24

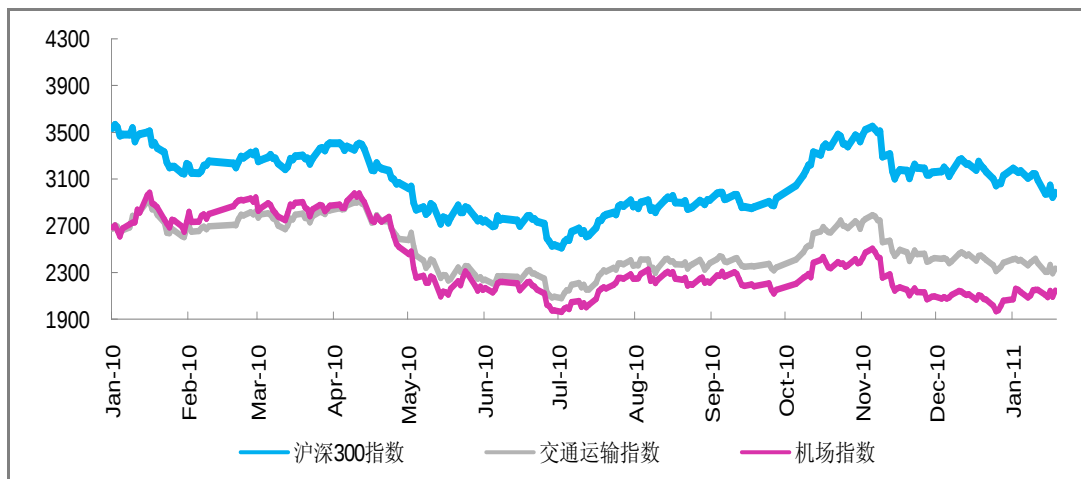
资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 20 交通运输-航空指数走势



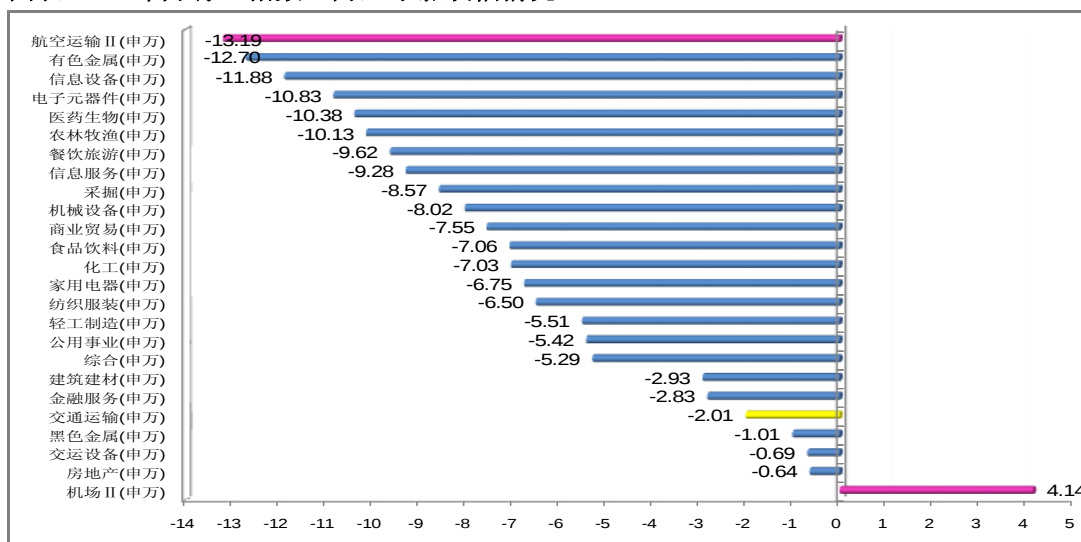
资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 21 交通运输-机场指数走势



资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 22 申万行业指数一月至今涨跌幅情况



资料来源: WIND, 华创证券研究所

3.2 航空/机场个股市场表现

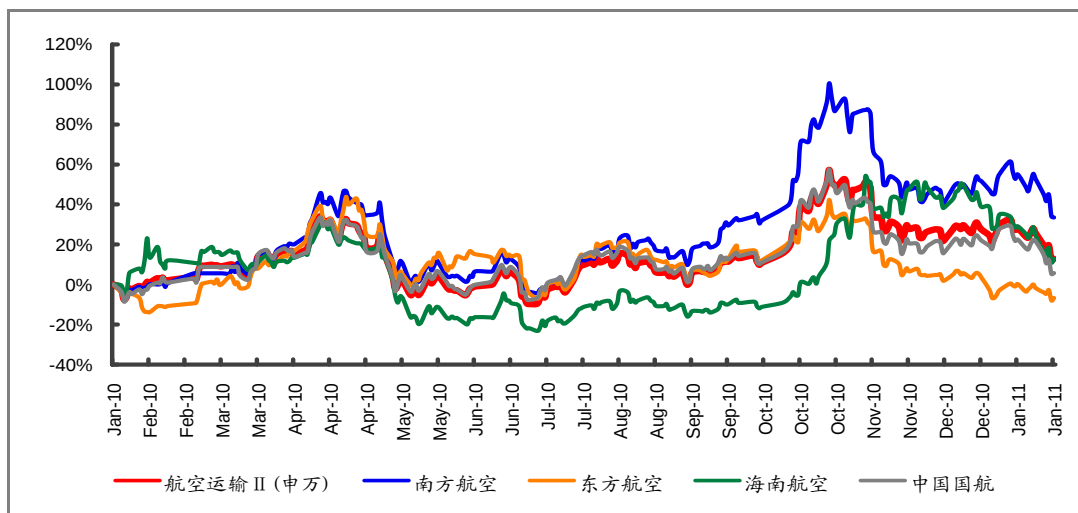
本月航空股行情均出现大幅跌落。航空板块个股中，南方航空表现相对较好。南方航空近一个月跌幅 10.96%，为航空板块跌幅最小，年涨幅达 32.02%，为航空板块最高。

图表 23 航空运输重点个股市场表现

公司	收盘	月涨跌幅	年涨跌幅	每股收益			最新 PE	最新 PB
				2010	2011	2012		
南方航空	8.37	-10.96%	32.02%	0.67	0.72	0.66	12.04	5.30
东方航空	6.31	-11.00%	-8.68%	0.53	0.56	0.52	10.47	4.69
海南航空	7.49	-20.82%	7.15%	0.54	0.68	0.78	13.01	2.74
中国国航	11.31	-14.19%	3.10%	0.97	1.06	1.02	11.09	4.40

资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 24 航空指数与四大航行情表现



资料来源: WIND, 华创证券研究所

四、投资建议：利空出尽、利好兑现时是买点

近期市场有两则消息超出我们此前预期：一是京沪高铁将提前至 6 月通车，此前公布的是于 2011 年十月通车；二是民航总局副局长王昌顺近日在民航工作会议上公布，2011 年中国民航预计增加飞机 290 架，退出飞机 67 架，净增飞机 223 架，飞机架数比 2010 年增长 13.9%。此前市场普遍预测 2011 年航空业运力供给增速在 12% 左右。

这两则消息都在一定程度上对投资者的心理产生负面的影响，航空股的估值和盈利预测都受到压抑。我们认为，一季度航空暂不存在超预期的利好兑现，在大盘低迷的环境下航空股难有大行情。今年航空股的投资时点应该在利空出尽，利好开始逐步兑现的时候。比如京沪高铁开通后，分流影响低预期，主业盈利同比增速超预期等时点。

但我们仍然认为，供给增速提升不改良性供需格局，不改高行业景气度。虽然高铁会对航空造成一定程度的旅客分流，但从整体看，全年航空业主业盈利增速仍将保持两位数的增长。待利空出尽后，航空业仍具投资机会，股价将得到合理的回归。因此，我们暂时不调整航空公司的投资评级，维持“推荐”评级。

五、风险提示：高铁开通分流旅客、需求增速低预期、航班正常率低、国际航线前期亏损、国际旅游和贸易增长低预期

附：近期航空公司公告一览及点评

海南航空

a、向海岛建设现金增资 15 亿元人民币，增资完成后其注册资本变更为 45 亿元，公司与海航集团、海航实业分别持股 33%、60%和 7%；b、以每股 3.5 元人民币的价格对新华航空进行现金增资，增资总额为 15 亿元，新华航空注册资本由 18.3 亿元增至 22.5857 亿元，公司持股比例由 60%增至 67.59%；c、出资 10 亿元人民币通过长安航空与浚灞区管委会、海航实业及海航西北总部共同以现金出资发起成立浚灞担保公司；d、与大新华航空技术有限公司签署飞机维修技术支援总协议。（2010-12-04）

受让海南航鹏、海南国旭和海南国善 3 家地产项目公司各 100%股权。3 家公司均为海航全资子公司，土地总面积为 171.92 亩。拟受让价格确定为 246,485 万元人民币。决议于 12 月 25 日获得股东大会审议通过。（2010-12-11）

东方航空

a、与中远集团、Concord Pacific Limited、新加坡货航共同签署向中货航增资的《增资协议》，公司出资人民币 10.455 亿元，增资后持股比例达 51%；b、向上货航购买资产，初步转让价格为人民币 2,931.60 万元；c、向长城航购买资产，初步转让价格为人民币 38,685.50 万元。（2010-12-20）

点评：此次重组涉及的三家货运航企都是以上海为基地的公司，新中货航对此进行整合，一方面有利于利用上海市场建设核心枢纽做大做强，另一方面也有效避免了同业竞争。

在货运航空业务方面，上海具有得天独厚的优势，长三角也是民航潜力最大的地区，后续发展前景乐观。高铁开通后，将进一步促使长三角地区一体化，物流、人流、信息流向上海集结。新中货航作为国内最大的航空货运公司必将受益于此。但值得注意的是，将基地放在上海的不仅有新中货航还有 UPS、DHL 以及国货航。市场竞争仍不容忽视。新中货航必须合理配置资源，提高运营效率，降低运营成本，才能保证其市场竞争力。

向空客公司购买 50 架空客 A320 系列飞机，基本价格（含发动机）合计约为 32.24 亿美元（美元与人民币按 1.00 美元兑 6.64 元人民币折算）。（2010-12-31）

2010 年归属于母公司所有者的净利润约为去年的 10 倍左右。原因：1、2010 年我国航空运输市场保持高速增长；2、东上联合重组，协同效应逐步显现；3、上海世博会使上海旅客运输量大幅增长；4、公司致力于经营管理水平的持续改进。（2011-1-05）

南方航空

与厦门建发、河北航投共同对厦航增资。南航用增资前享有厦航未分配利润 6.9 亿元转增实收资本，其余 1.2 亿元以厦航的盈余公积转增，增资完成后本公司的持股比例由 60%降至 51%。（2010-12-21）

预计公司 2010 年归属于上市公司股东的净利润约为 2009 年的 15 倍左右。原因：1、国内经济平稳增长，航空运输需求大幅增加；2、公司大力推进战略转型；3、人民币对美元升值。（2011-1-12）

中国国航

预计 2010 年归属于公司股东的净利润为上年的 200% 以上。原因：1、中国宏观经济持续快速增长和全球经济趋稳回暖；2、公司积极组织生产，有效的市场营销和成本潜力挖掘；3、公司

增持深圳航空产生协同效应。(2011-1-14)

中信海直

公司拟对购置10架EC155B1型直升机项目中尚未交付的4架EC155B1型直升机进行调整:根据市场变化和公司直升机机队配置结构,公司拟将4架EC155B1型直升机调整为大型直升机,尽快补充大型直升机运力,以增强市场竞争的灵活性和主动性。(2011-1-13)

外运发展

使用自有资金认购京东方科技集团非公开发行A股共计1亿股,认购价格为3.03元/股。公司认购的股份上市流通时间为2011年12月13日。(2010-12-11)

a、通过天津产权交易所按照挂牌价格参与投资收购天津天华宏运物流有限公司的100%股权项目,投资总额不超过5800万元,其中计划使用变更募集资金4092.14万元,不足部分使用自有资金补足,预计内部收益率为9.48%;b、投资建设上海浦东机场物流中心扩建项目,项目投资总额不超过人民币2100万元,其中计划使用变更募集资金投入金额2000万元,不足部分使用自有资金补足,预计项目内部收益率19.8%;c、同时发布变更募集资金使用项目公告。(2010-12-31)

收到中国证监会北京监管局行政监管措施决定书:公司控股股东中国外运未向公司注入资产,违反了《上市公司股权分置改革管理办法》规定;北京证监局认为公司与公司控股股东中国外运存在一定程度的同业竞争,违反了《上市公司治理准则》的规定。(2011-01-05)

预计公司2010年度净利润与去年同期相比上升110%左右。主要原因:1、上半年我国进出口贸易恢复性增长势头良好;2、公司对外坚持出口直客营销策略和进口FCA业务开发,对内实施优化业务流程等举措;3、公司合营企业中外运-敦豪的运营情况明显好于去年,银河航空年度内大幅减亏。(2011-1-19)

关于对中国证监会《行政监管措施决定书》整改要求回复的公告:就履行股改承诺问题,中国外运承诺,力争在一年内,整合部分地区的空运资产,使其达到注入上市公司的条件,并根据外运发展的需要,经审批后,注入外运发展;就控股股东仍在开展少量空运业务的问题,中国外运初步计划采取如下方式解决:1、对于外运发展目前空运网络尚无法覆盖的地区,中国外运将优先与外运发展就该地区内的空运业务建立代理关系;2、对于外运发展目前空运网络尚无法覆盖且中国外运有空运业务网络的地区,如果外运发展考虑进入该地区设立网络开展空运业务,中国外运将根据外运发展的需要将该地区的空运网络及业务出售给外运发展;3、对于中国外运因客户多方面的综合物流需求原因而取得的综合物流业务中的空运业务部分,中国外运将优先将该综合物流业务中的空运业务部分交由外运发展进行;根据决定书的要求,中国外运确定了处理本次整改工作的总负责人为中国外运总裁兼外运发展董事长张建卫先生。(2011-1-19)

白云机场

发布2010年11月生产经营数据简报:飞机起降架次为2.7万架次,同比增长2.64%;旅客吞吐量320.27万人次,同比下降3.94%,货邮吞吐量9.79万吨,同比上升5.08%。(2010-12-14)

发布2010年12月生产经营数据简报:飞机起降架次为2.67万架次,同比下降0.21%;旅客吞吐量341.75万人次,同比增长9.04%,货邮吞吐量10.26万吨,同比上升7.75%。(2011-1-13)

上海机场

发布 2010 年 11 月运输生产情况简报：飞机起降架次为 2.69 万架次，同比增长 7.91%；旅客吞吐量 299.47 万人次，同比增长 8.24%，货邮吞吐量 27.35 万吨，同比下降 2.67%。

(2010-12-23)

发布 2010 年 12 月运输生产情况简报：飞机起降架次为 2.69 万架次，同比增长 9.12%；旅客吞吐量 298.2 万人次，同比增长 18.66%，货邮吞吐量 27.8 万吨，同比增长 10.93%。**(2011-1-22)**

深圳机场

发布 2010 年 12 月份生产经营快报：航空器起降 1.81 万架次，同比下降 0.6%；旅客吞吐量 227.16 万人次，同比增长 3.3%；货邮吞吐量 7.54 万吨，同比增长 26.1%。**(2011-01-07)**

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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