

证券研究报告

航空运输 III



分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S1010210030008

联系人: 朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

飞出去、枢纽、重组、创新、通航、空管 - 2011 民航论坛关键词

2011 年 5 月 13 日

投资要点

事件:

5 月 12 日第五届中国民航发展论坛在京闭幕。本次会议有来自亚洲、北美和欧洲的 20 多个国家和地区,以及国内的相关人士,共 600 多人参加,论坛紧紧围绕全球及我国民航业的如何进一步发展进行了充分的探讨。飞出去、枢纽、重组、创新、通航、空管成为本次论坛的关键词。

点评:

● “飞出去”是中国民航未来发展的必然选择

中国民航运输发展在整个进程中,增长速度很快,但是也存在不少缺陷,其中国际航空运输自由化与中国民航业整体国际能力不强,是主要矛盾之一。“飞出去”是中国民航未来的发展的必然选择。

(1) 从中国民航国际竞争力的现状来看,中国航空公司这些年在国内发展的还不错,但在国际竞争力方面还有欠缺。在客运国际航线上,中国公司的市场份额 2005 年是 45.3%,2010 年下降至 44%;在货运国际航线上,中国公司的市场份额 2005 年是 23.9%,2010 年升至 32%,虽然有所增长,但是仍然不足国际货运市场的 1/3。盈利水平上,以国际航线发展较好的国航为例,2009 年实现了国际航线的扭亏为盈,2010 年才历史性的实现了国际各大区域的全面盈利。

(2) 从国内交通运输方式发展的态势来看,快速发展的高铁和快速铁路网将覆盖中国的东、中、南部经济发达的人口稠密地区,这些地区正是我国航空运输黄金航线和主要市场。民航应对高铁,就要充分发挥民航的安全、机动、快捷以及长距离方面的优势,其中国际长航线更是高铁无法替代的。发展国际航线,就必须不断提高国际竞争力。

(3) 从中国民航业自身发展的特点来看,国内航空运输市场持续快速发展为我国航空公司飞出去提供了战略条件,但是这很可能导致中国的航空公司在开拓国际市场方面动力不足。近几年,中国航空公司在远程国际航线上投入偏弱,一个主要原因是中国国内的市场需求旺盛。但作为提上国际竞争力的一个重要的方面,谋划飞出去是必然选择。

● 加快建设枢纽网络是中国民航未来发展的必由之路

航空运输业是典型的网络型产业,航线网络的质量和运营效率是决定航空公司竞争力的重要因素。而网络型航空公司和枢纽型机场,对于行业资源的聚集,辐射效应巨大。其发展趋势在很大程度上将决定整个国家航

空运输产业链的竞争优势。

由于没有一定规模的航空枢纽网络，缺乏国内航线网络效应的支撑，直接影响了中国航空公司的国际竞争力。目前，从规模、总体实力、管控水平来看，中国任何一家航空公司，现在还不具备在国内同时建设两个以上枢纽的能力。据统计，到 2010 年底，国航在北京的市场份额是 42%，初步形成了四个航班波，周转比例是 20%；上航、东航合在一起在上海浦东枢纽的客运市场份额是 38%，初步形成了三个航班波，周转比例为 17%；南航在广州枢纽的客运市场份额是 52%，初步形成了三个航班波，但是周转比例仅有 8%。这些主要指标都远远低于国外主要枢纽网络型航空公司在自己基地的运营规模。

以目前我国航空公司的实力，构建枢纽网络要避免运力资源投入分散和无序竞争的问题，否则将影响各自的枢纽网络建设进程，削弱中国民航业整体的竞争力。未来，国航在北京打造连接欧洲北美地区及东北亚地区复合枢纽、新东航在上海打造亚太门户复合枢纽、南航在广州打造连接东南亚、南亚、大洋州及非洲的门户枢纽，这一大方向应该不会变化。各航空公司围绕区域枢纽重点发展中短程区域航线网络的步伐也将进一步加快。

● 重组和联合可以实现跨越式发展

近年来，全球主要航空公司跨国联合兼并越演越烈，三大联盟占用全球航空市场 80% 以上的份额，全球运输格局已经演变成成为联盟与联盟、大型网络公司与网络之间的竞争，区域型航空公司的生存空间将被进一步压缩。航空公司通过整合可以拓展航线网络，为客户提供更为便捷灵活的出行选择，同时还可以进一步优化资源的配置，提高资源的使用效率，降低运营的成本，从而实现新的跨越式发展。

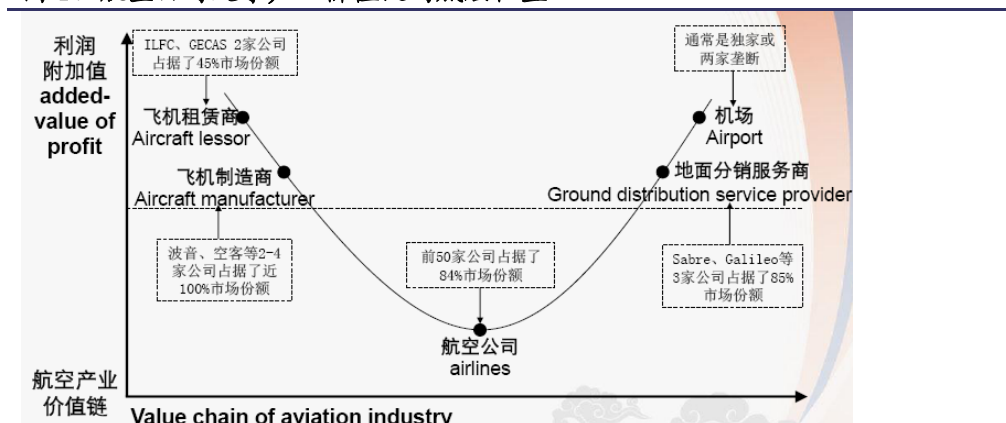
目前我国航空公司的总体规模偏小，若通过政府引导、市场运作、企业联合重组，有利于尽快形成具有国际竞争力的大型网络型航空公司。以四大航现有的竞争格局来看，四大航之间的重组不太可能出现。但四大航与地方航空、民营航空、港澳台航空公司之间还是存在联合重组的可能性。

中国航空公司之间也可开展形式多样的合作，以提升行业的整体竞争力。例如大型航空公司和支线航空公司之间建立合作关系，形成分工合理，共同发展的格局；进一步优化国际航线配置，航空公司通在自愿、协商的基础上，通过航线置换、代码共享等进行合作。

● 创新为行业发展提供不竭的动力源泉

在整个航空运输产业链中，航空公司虽然提供了运输服务这个最核心的产品，但由于其服务和产品的同质化，在价值链中却处于最底层的位置。从而使得全行业呈现高波动、低收益的特点（2001 至 2009 年全球航空公司共亏损 531 亿美元；1996 至 2009 年，中国航空公司亏损 26 亿元）。因此传统的商业运营模式必须创新与变革以提升行业盈利水平和抗风险能力。

图 1、航空公司处于产业价值链的底层位置



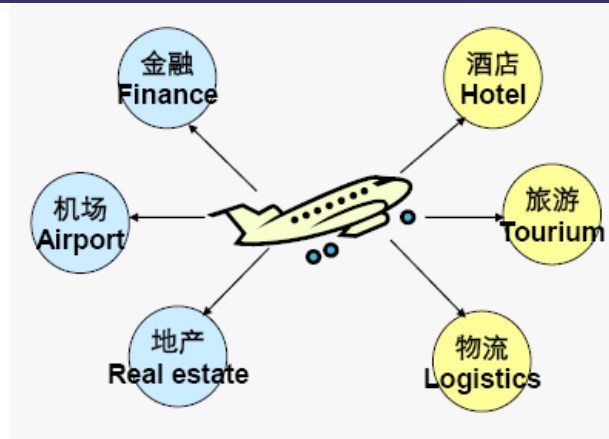
数据来源：兴业证券研究所

(1) **创新包括经营模式的变化。**例如航空公司之间的兼并重组形成全球大型网络承运人；传统航空公司设立低成本航空公司的双品牌经营模式开始流行；低成本航空公司的迅速崛起；航空联盟发展的如火如荼。

(2) **创新包括服务产品的升级。**例如航空公司由以前的单一产品不断进行产品多样化、需求集成化、服务个性化、网络无缝化、流程全覆盖的探索和尝试。

(2) **创新包括产业链的延伸。**例如航空公司从单一客货运服务向物流、维修、广告、旅游、金融、酒店、地产等相关或非相关产业的多元化发展。

图 1、航空公司的产业多元化



数据来源：兴业证券研究所

● 通用航空开始出现爆发式增长

市场需求是行业发展的原动力，随着中国经济的发展和富豪阶层的急剧扩大，中国通用航空，尤其是公务机市场出现了爆发式增长。2007 年全球 7% 的商务机是在亚太地区用的，而到 2009 年这个百分比已经达到 12% 了，中国需求的增长起到了主要的作用。

我们保守估计，到 2015 年中国公务机市场应该增长 500-600 架，而 2010 年国内才有 60 架左右，未来 5 年的增长空间以十倍计。如果基础设施、人才培养和使用环境方面能够得到充足保障，则公务机在中国的发展速度还可能更快。

● 空管改革将打通民航强国之路

航空产业的快速发展离不开空域的高效使用和先进的空管系统。我国的空管系统是在国家空管委统一领导下，空军组织和实施空中交通管制工作，民航负责为其责任范围内的航空器提供交通服务。这种体制保障了过去 30 年来中国民航业安全而快速的发展，但随着民航业不断的发展壮大，空域分配和使用上仍存在结构性的问题。

现行的空域体制下，民用航空运输、军事飞行、通用航空公司等各类用户，平等合理使用空域权利，还没有得到统筹，在制度上我们也没有平衡好三家的关系。目前中国空域有 80% 归军方使用，20% 归民航使用，民航使用的总航路和航线条数一共是 490 多条，总距离为 16.45 万公里，其中包括 18% 的临时航路。民航航路近五年来每年 2.6% 的增速，与民航 10% 以上的发展速度相比偏慢。中国的天空跟美国和欧洲的天空基本相仿，但是美国现在每天有 6.5 万架次的飞机在飞行，欧洲每天也有 5.2 万架次的飞机在飞行，我们却只有 1 万架次，差距很大。这种差距同时也进一步说明了中国未来的发展潜力很大。

我们应该看到，空域受限问题日益得到中央的重视，民航局与军方一起正积极研究国家的航路航线建设，以期达到军民航的融合发展。

空中的路通了，通往民航强国的路也就通了；空中的路通了，地方政府发展航空经济的路就宽了；空中的路通了，军民航融合式发展的路就顺了。

● 近期投资策略

航空业：需求增速回升、人民币升值加速、油价短期持续上涨空间有限、高铁降速使竞争压力减轻，这些预期的改善使得航空板块估值压力得到一定缓解，航空板块的估值水平短期有望继续修复。市场担忧世博会高基数导致今年5月航空旅客同比增速偏低甚至负增长，但今年航空业的高景气显著超越了市场悲观预期。预计5月第一周民航旅客同比+13%（2月6.8%、3月5%、4月15%）。预计客座率78%，同比+6个PT。预计座公里票价水平同比增长5-10%。在供需紧张局面下，5月航空客座率和票价有望呈现逐周走高趋势，高基数高增长或值得期待。油价和汇率的跷跷板效应正朝着有利于航空股的方向演变。不管是人民币快速升值还是油价快速回落都让超额收益的天平继续向航空股倾斜。我们维持航空板块估值修复的判断，继续首推南航。

机场业：具备抗通胀特性、攻守兼备。机场非航业务的发展将改善机场收入结构，抗通胀特性明显，使得机场业务的消费属性日渐增强。同时内航外线收费有望并轨可进一步提升机场盈利能力。我们首推业务规模快速增长并存在资产注入和收费标准上调预期的上海机场。

通用航空：关注跌出来的投资机会。业绩不达预期，估值偏贵，短期股价存在下行风险。但通用航空和低空开放有望获得持续的政策推动，通用航空股票亦有望反复活跃，建议关注通用航空股票跌出来的机会。

低空开放是大势所趋，通航未来将破茧腾飞。在前不久刚发布的《民航十二五规划》中明确未来要做好低空空域管理改革配套工作，全面布局和建设通用航空机场和起降点，鼓励通用航空企业和社会力量参与通用航空机场以及运行保障设施建设，降低通用航空市场准入门槛。我们期待着落实低空开放具体政策的出台，并坚持认为2011年是通航元年。未来持续的政策推动有望带动通航板块反复活跃。我们建议关注中信海直、川大智胜、海特高新和博云新材等通航产业链公司

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。