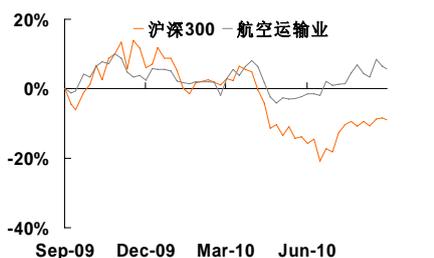


民航8月份运营数据点评

竞争结构主导行业走势，高峰过后景气依旧

强烈推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

- “两节”市场形势良好，国际将成亮点
(2010.09.07)
- 行业兑现旺季盛宴 未来经营又好又快——7月份行业数据分析
(2010.08.17)
- 三驾马车需求强劲 未来发展走势各异——航空业上半年经营情况专题研究
(2010.08.03)
- 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)

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、行业旺季生产指标符合预期，生产效率逐级放大。8月份行业继续了7月份的良好形势，三大航运量增幅快于运力，客座率水平均有1-2个百分点的环比增长。行业生产走势符合预期。国航、东航、南航分别实现了17、14.5、12.3亿利润。

2、平均票价增长仍然是行业收入增长的关键因素。民航快报数据显示，三大航收入增长明显快于生产的增长。平均票价保持高位水平仍然是收入增长的最重要因素，增长贡献比例超过40%。

3、三大航增长趋延续7月特点。受高基数原因的影响，行业8月份生产量增幅稍稍有所放缓。国航增长稳定而均衡，东航增长国际带动国内。受到机场时刻的限制，国航运力增长的边际运量增幅在逐渐降低，而东航、南航通过国际航线带动生产量的增长。

4、四季度民航高景气特征仍然存在，不同市场的价格策略将出现分化。9月份前低后高的走势显示出航空在淡旺季转换过程中，不同市场的表现不同。公务航线价格依然坚挺，而旅游航线则需要根据客源情况做相应的调整。高景气特征的存在将提升淡季普通航线的最低价格和客座率水平。

5、竞争结构仍然是主导行业发展的核心关键因素，关注航空运输业由周期属性向消费属性的转化。今年以来行业竞争结构的根本性变化将主导未来民航业的走势，高集中度确保了行业供给和价格水平的稳定。同时，航空运输业的强周期特点将减弱，随着居民收入水平的提升，航空消费属性逐渐增强，促使行业迎接享受消费增长的红利。

6、维持年内2%的人民币升值预期。预计国航、南航、东航分别将获11.12、12.28、8.40亿元的汇兑收益，相应EPS增加0.07、0.12、0.06元

7、“824”空难事件对行业的影响逐渐显现。民航局将加强对各公司总飞行时间、飞行员飞行时间、机场高峰起降架次、航空人员资质等控制，航空供给将进一步紧张，各公司生产规模增长速度将放缓，但盈利水平反而得到保障。

综上，行业高景气度将持续保持，人民币升值带来交易性机会，三季度各公司业绩将创历史最好成绩，四季度行业可以继续保持盈利。因此，民航业仍然是大周期行业中基本面最好，业绩基础最扎实的行业，维持“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
		2010-9-17	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
中国国航	601111	12.05	-0.77	0.42	0.86	0.87	-	23.7	14.0	13.8	推荐
东方航空	600115	7.65	-2.86	0.08	0.53	0.55	-	109.4	14.5	14.0	推荐
海南航空	600221	5.99	-0.40	0.09	0.32	0.25	-	70.1	18.7	24.0	推荐

一、旺季各项生产指标符合预期，生产效率逐级放大

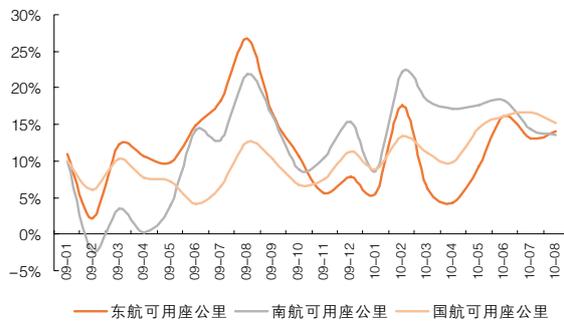
8 月行业生产旺盛，各项指标保持稳定增长

8 月份行业延续了 7 月份暑期旺季的全部特征。产销两旺、价量齐升，行业继续了旺季高景气的轨道之中，各项生产指标均符合特征。

三大航运力投入同比增速有所放缓。主要原因在于去年 8 月份航空生产第一次显示出强烈复苏的迹象，运力投入和生产量增速大幅度提升。

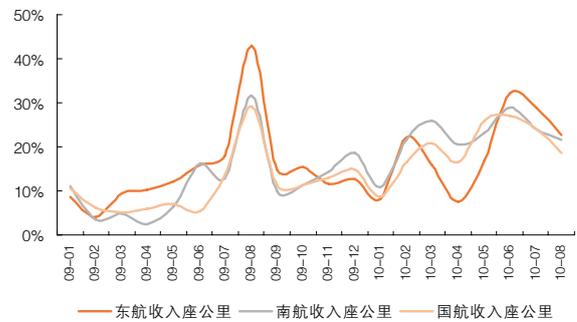
从运力投入来看，7 月各公司飞机日利用率均已经超过 9.5 小时，尤其是国内市场均已经达到利用率高位，在这种情况下，受到航班时刻限制以及去年 8 月高基数的影响，8 月行业国内运力投放速度明显放缓。

图表1 三大航8月份运力投放同比增长放缓



资料来源：公司公告

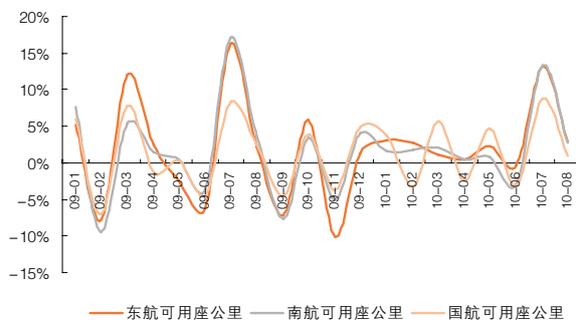
图表2 三大航旅客周转量同比增长略微放缓



资料来源：公司公告

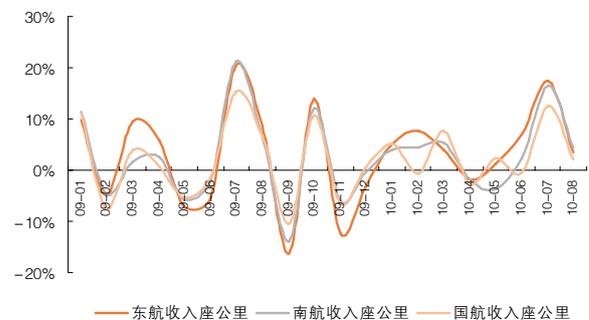
但是，从绝对数值和环比来看，三大航各项主要生产指标均实现了环比正增长，这符合我们对行业 8 月强于 7 月的判断，也说明 8 月行业依然实现了强势增长，这种强势不仅仅提升了各公司的盈利水平，更印证和增强了我们对行业未来走势的判断和信心。

图表3 三大航8月份运力投入环比小幅增长



资料来源：公司公告

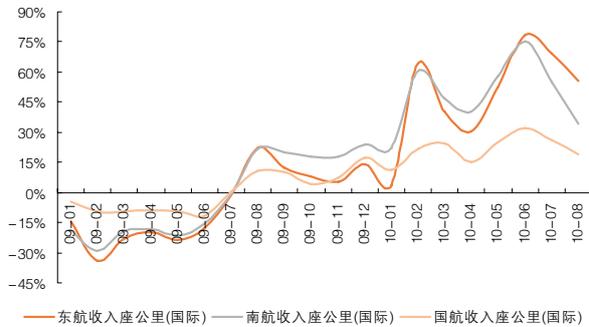
图表4 三大航8月份生产量产出与运力增长同步



资料来源：公司公告

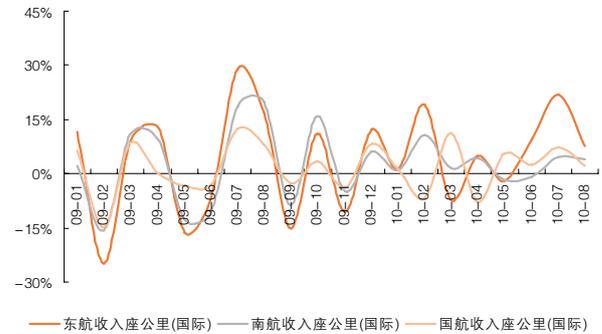
国际航线运力和客源成为各公司的重要增长点。南航、东航国际航线客源增长分别为 34.45%和 55.77%，同样由于基数上升原因增速有所放缓，但环比仍然保持正增长。随着国际航线的快速复苏，各公司国际航线运力增长全面超过国内运力增长。

图表5 三大航国际航线生产量同比增速



资料来源：公司公告

图表6 三大航国际航线环比保持正增长态势



资料来源：公司公告

货运淡季增长放缓，尤其是国内货运呈现明显下降，国际货运稳中有降。在行业上半年总结中，我们提出下半年国际货运市场增长速度将从高位回落，虽然目前淡季放缓是正常现象，但由于基数原因以及货运下半需求增长不会出现爆发性，我们仍然维持这样的判断。

图表7 三大航货运生产量同比增长保持平稳



资料来源：公司公告

图表8 国际货运同比增长速度稳中有降



资料来源：公司公告

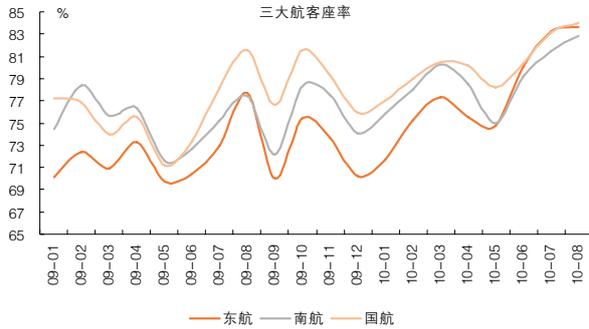
客座率达到历史高位，增长空间有限，载运率仍然有较大提升空间

根据航空业的市场理论，客座率超过 80%就会出现旅客溢出现象，同时将显著推高票价水平。8 月各公司客座率环比 7 月均有明显提升，尤其是国际航线客座率，均在 80%附近，并创年内的高点。这一现象说明，各公司热点航线、航班客座率接近或达到 90%以上，高票价旅客比例也会显著提升。

随着暑运旺季的结束，供需紧张的状态将有所缓解，但由于各公司在 9 月份均开始了大规模的飞机定检，飞行机组时间也将受到局方规章限制，运力投放速度将放缓，因此我们预计行业客座率虽有所回落，但幅度不大，客座率保持在 80-82%左右。

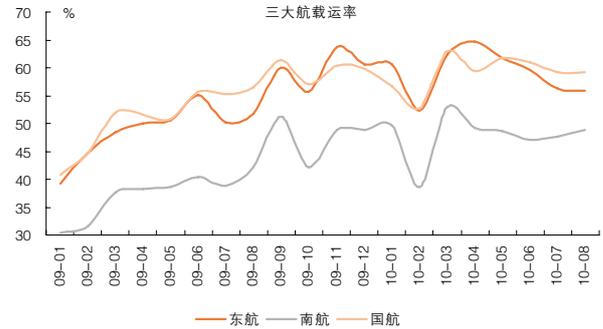
尽管各公司 1-8 月货运运量保持了高速增长，但运力也保持较高速度的增长，使得各公司货运载运率虽然同比也有所增长，但仍然无法达到 60%。其中，国际货运上半增长迅速，使得三大航国际航线货运载运率均保持 60%以上，但国内货运需求主要是运力拉动型，增长乏力，载运率持续低迷。

图表9 三大航客座率保持历史高点



资料来源：公司公告

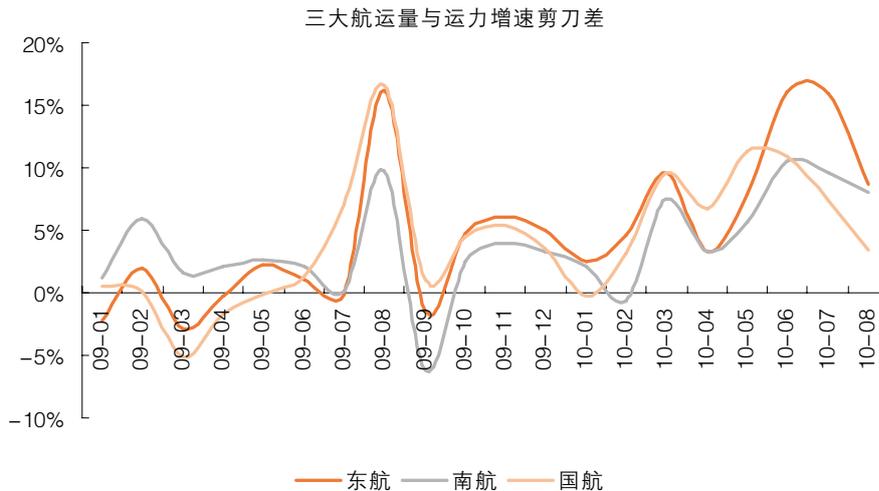
图表10 三大航货运载运率仍然有提升空间



资料来源：公司公告

相比1-7月，三大航运力与运量的增长速度剪刀差在8月旺季缩小，这主要是由于去年8月份环比基数较大造成，同时8月旺季受到客座率上限的抑制，客源增长无法全部释放。

图表11 8月三大航运力与运量同比增速剪刀差略微减小



资料来源：公司公告

图表12 三大航旺季供需矛盾进一步拉大，客座率持续向上攀升

单位：百万	国航（不含深航）		东航（含上航）		南航（含厦航）	
	8月	增幅	8月	增幅	8月	增幅
客公里	8070	18.53%	9357	22.73%	10807	21.51%
座公里	9604	15.15%	11190	14.03%	13044	13.53%
综合客座率（%）	84.0	2.4 Pt	83.6	5.9 Pt	82.8	5.4 Pt

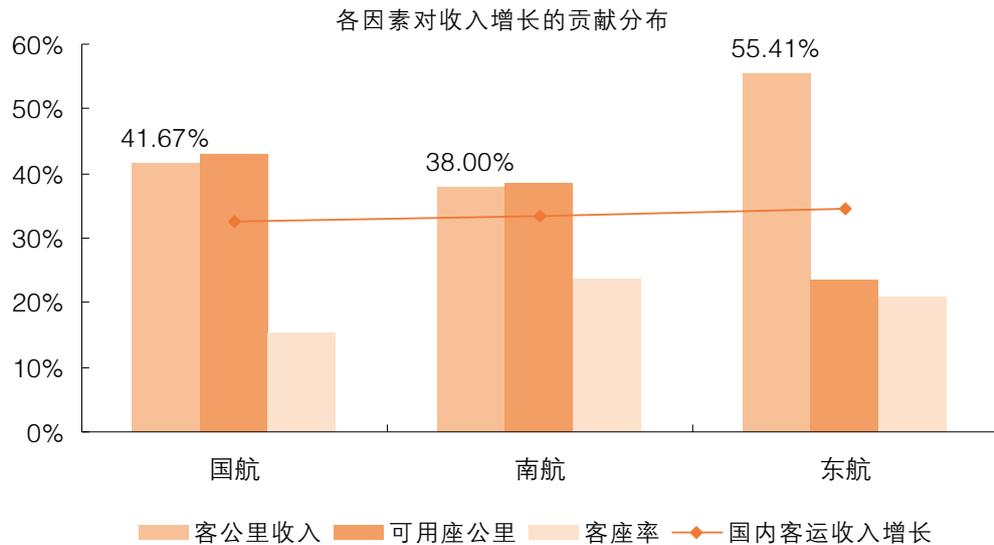
资料来源：公司公告

二、平均票价增长仍然是行业收入增长的最重要因素

票价是客运收入增长的主要动力

8月三大航国内客运收入均实现了30%以上的增长，高于运量增长近10个百分点，根据对贡献度的计算，运力、客座率、座公里收入的贡献度分别为43.08%、15.25%和41.67%。运力增长贡献虽然最大，但运力增长并不是市场博弈的结果，运力增长无法一定带来收入的增长。而票价的增长却是市场博弈的结果，市场向好确保了各公司收入的高速增长。

图表13 票价增长贡献了客运收入增长的半壁江山



资料来源：公司公告

主营业务利润水平保持较高水平，国内市场旺季价值体现

8月份三大航主营业务利润均保持了较高水平。受到8月份美元升值0.52%的影响，三大航的财务费用均有一定程度的增加。8月份是国际货运的淡季，国际货运收入和利润规模均有一定程度的回落。国内客运方面，三大航的座公里收入及平均票价均与7月份持平，收入质量保持稳定。

图表14 三大航国内单位收入指标与7月份基本持平

	座公里收入			平均票价			客座率		
	8月数	同比	环比	8月数	同比	环比	8月数	同比	环比
国航	0.66	16.8%	0.0%	1047	14.9%	-0.3%	83.5%	3.5Pt	0.5Pt
东航	0.62	25.9%	0.1%	874	18.1%	0.1%	84.4%	5.4Pt	-0.5Pt

资料来源：民航数据快报

继7月之后，南航再次领跑三大航主营业务利润。南航国内航线收入占比高，并受到国内航线价格水平高涨的刺激，国内市场旺季带来更强的盈利能力。同时我们也注意到了南航在经营成本上的优势。国航利润总额仍然较高，主要是受到投资收益、航油套保转回和汇兑损失较少的影响。

图表15 国航、东航保持良好的主营业务利润

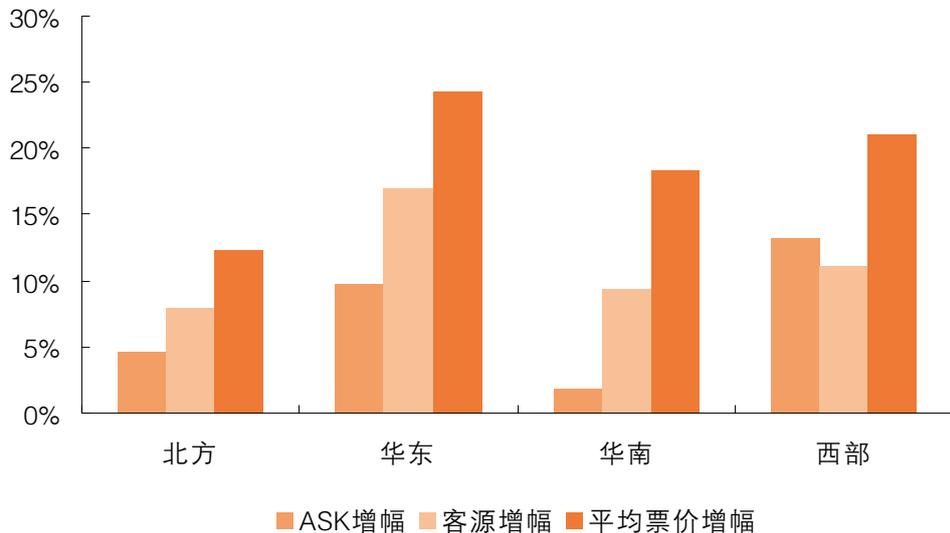
公司	利润总额	运输利润		运输利润率	
		本月数	环比	本月数	环比
国航	170,116	105,363	-16.90%	16.30%	-3.6Pt
东航	123,600	108,295	-11.20%	14.80%	-2.6Pt

资料来源：民航局，平安证券研究所

华东区域市场是民航旺季的热点

国内旺季各区域市场增长各异，其中，受世博影响，华东市场需求旺盛，票价增幅最大，而西部市场运力增幅最大，主要是旺季西南旅游市场需求增加带动的运力增长。

图表16 华东市场是今年暑运旺季的“热”点



资料来源：民航快报

三、三大航增长延续7月增长特点

国航延续国内、国际均衡增长的态势

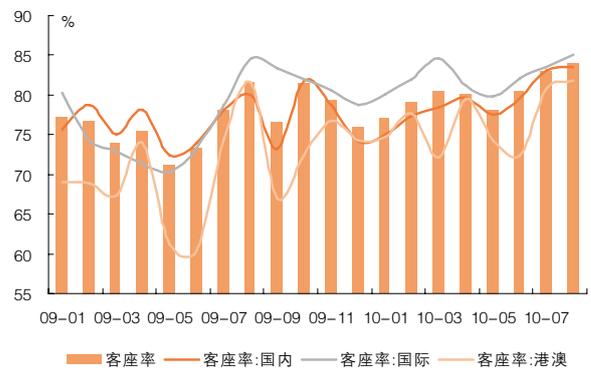
国航8月份国内、国际航线运力的投入和产出仍然维持均衡增长的局面。国内与国际航线生产量占比分别稳定在60%和36%左右。这种均衡发展的态势，是公司发展国际枢纽，同步建设国内、国际航线网络的经营战略所决定的，将在很长一段时间内保持这种趋势。

图表17 国航国内国际增速趋于一致



资料来源：公司公告

图表18 国航国际航线客座率高于国内



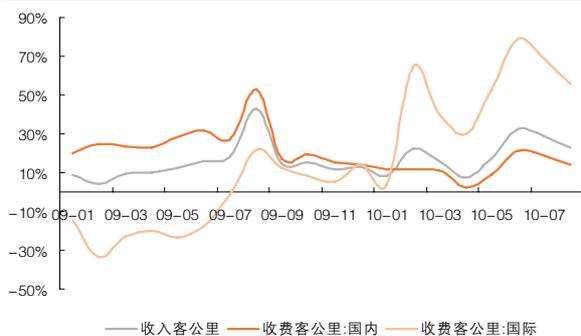
资料来源：公司公告

东航国际航线增长强势，国内航线增长空间受限

受世博影响，东航自6月以来国内航线客座率始终维持在80%以上，运力的增长得到了很好的消化。8月东航国内航线同比增长小幅回落，并且增长幅度在三大航中最小，主要原因在于公司运力增长较小，投入有限，同时主基地上海机场受限，航班增长空间不大。

与国内航线形成鲜明对比，东航国际航线增长在三大航中一枝独秀，运力投入和产出同比增幅均高于其它航空公司。国际航线的增长一方面说明上海国际市场的巨大增长潜力，另一方面也说明东航经营策略重心的转移。东航目前的国际业务比例仍然没有达金融危机前接近30%的水平，我们预计东航进一步加大国际航线投入。

图表19 东航国际同比增长仍然保持55%的高位



资料来源：公司公告

图表20 东航国内航线客座率反映世博效应



资料来源：公司公告

四、高景气特征仍然存在，不同市场将出现分化

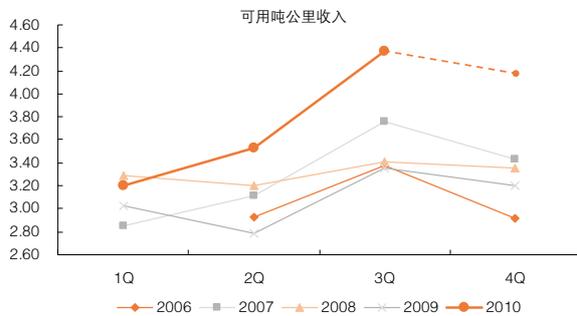
暑运旺季结束之后，按照正常的市场规律，将出一至两周的市场真空期，客座率和平均票价水平将出现明显的下降。从我们与各大航空公司市场人员的沟通结果看，今年的市场真空期出现时间短，下降幅度有限，9月第二周市场有明显的恢复，平均票价同比仍然有15%以上的增长。

我们认为今年市场的高景气状态仍然在延续之中，9月份市场快速恢复，说明高景气不仅在旺季时刺激市场高速增长，而且淡季时仍然促进客源和票价的增长。

四季度航空市场仍然维持高景气状态，但我们认为景气特征将与7、8月份旺季有所不同：

- 1、**票价、客座率水平将环比有所下降，但同比仍然呈现较高增长。**其中，票价水平相对稳定，而客座率水平则将有一定幅度的下降。
- 2、**与暑假市场全面走强不同，四季度不同市场走向将出现分化。**8月份经济数据表明，我们国家投资仍然保持较高水平，因此国内公务出行需求仍然将保持较高的增速，而从一般规律来看，11、12月份是旅游市场淡季，旅游客源将在世博会结束之后将会有明显下滑。
- 3、**集中度和总量规模决定市场趋势走向。**竞争力量较为均衡的市场，价格下滑的可能性更大。在前20大机场中，竞争力量较为均衡的市场仅有重庆、杭州等少数市场。规模较大的市场刚性需求相对较多，增速放缓的影响面较小，而规模较小的市场，容易受到淡旺季冲击。我们认为三大航占据的主干市场仍然保持高景气程度，而中小市场将受到一定的冲击。

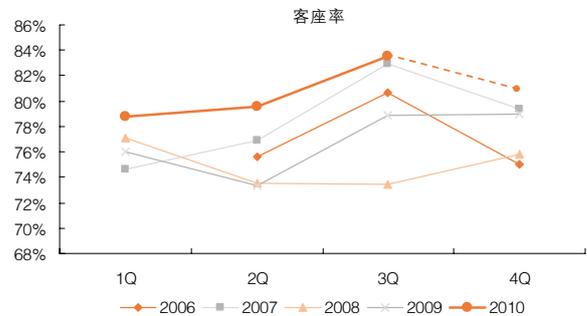
图表21 今年4季度单位收入下降幅度小于往年



资料来源：公司公告，公司定期报表

注：以上数据以国航为例，收入为报表数据，生产量为国航公告数据

图表22 4季度客座率水平将有小幅下降



资料来源：公司公告

注：客座率数据以国航为例

国际航空市场仍然会保持较高的增速。受到去年低基数影响，并且国际航线景气程度受国内淡旺季周期的影响很小，加之四季度有感恩节、圣诞节等西方传统节日的刺激，国际航线仍能够保持较高增速，尤其是南航、东航国际航线增长仍然会保持目前增长水平。

国际货运市场将迎来四季度旺季。四季度是国际货运市场的传统旺季，我们坚持前期对国际货运市场的判断，随着补库存过程的结束以及运力的大量增加，今年四季度将不会出现类似去年底那样的“井喷”式爆发。但随着美国500亿刺激经济计划以及欧洲经济复苏信心的逐渐恢复，预计今年四季度货运运量仍然能够保持较高增速，运价同比将有所下降，与三季度持平。

五、竞争结构主导行业发展，消费属性逐渐加强

竞争结构改变淡旺季规律

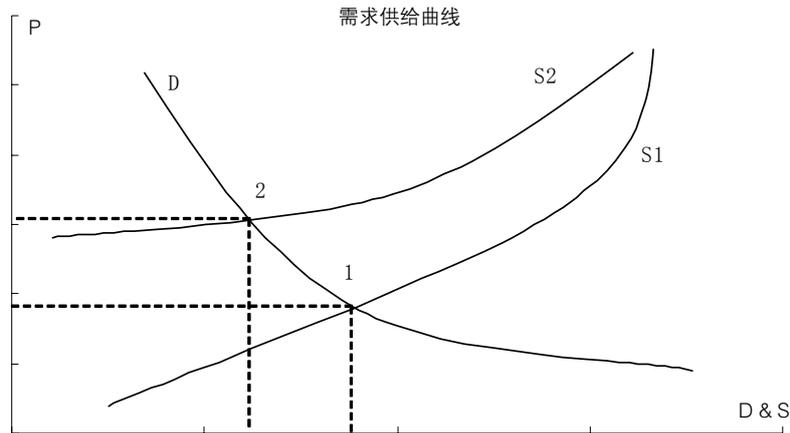
正如平安10年中期航空业投资策略报告中指出，经历了两年的行业重组后，全行业进入了高集中度的局面，市场控制力大大提升，这使得以往的淡旺季规律在今年将发生改变。主要体现在：

- 1、供需曲线中，价格与客座率的平衡点将向高价方向移动。在淡季需求下降时，均衡价格将处于更高的位置，相对应客座率将受到一定的影响，但对航空公司来说，收入将明显增加；
- 2、均衡价格的形成过程更容易，价格震幅将明显缩小。

- 3、由于商务旅客对航空出行的需求刚性，而商务旅客的购票时间更靠近航班起飞时间，因此各公司的近期与远期的价格差异明显拉大。所以不能用远期票价水平来衡量各公司的实际收益水平。

我们预期四季度淡季各公司客座率和平均票价水平均将环比三季度有所下滑，同比有较大幅度增长。

图表23 市场需求曲线



注：D曲线为需求曲线，S1为价格敏感的供给曲线，S2为价格不敏感供给曲线。

资料来源：平安证券研究所

消费属性加强为行业发展打开另一扇窗

从航空旅客客源的组成来看，公商务旅客依然占据主导地位，但自费出行客源近几年明显增加。虽然目前我们还没有更详细的客源调查结构，但随着居民家庭收入的增长，航空出行成本在居民可支配收入的占比呈现下降的趋势，航空出行越来越普遍成为大众交通工具。

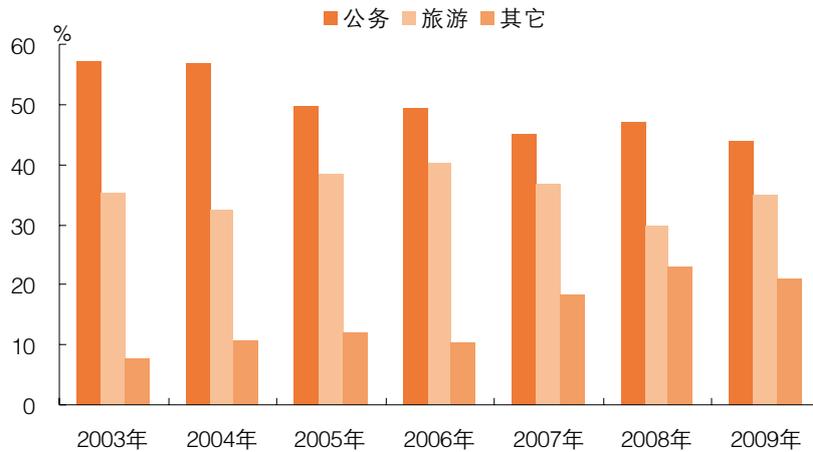
根据中航信的统计，预计今年我国的人均乘机比能够达到 0.2 次/人，但实际乘机人数不超过 5000 万，其中年乘机次数在 12 次以上的人群达到 1500 万人次左右。如果每年航空新增消费人群为 500 万，占我们总人口的 3.5%左右，将提升航空客座率 1.5 个百分点。假设此航空人数增加的边际利润率为 90%，平均票价为 1000 元，则每年为行业贡献 45 亿净利润。

我们认为居民消费水平增长和消费升级将给行业带来巨大的成长机会。

目前航空业更普遍的被看作为是大周期性行业。我们观点是：

- 1、与欧美国家航空业的发展历史对比，我国航空运输业目前仍处于初级发展阶段，相比于公路和铁路来说，还远远没有成为大众交通工具。
- 2、大众消费的潜力巨大，航空还没有真正享受到巨大的人口基数带来的红利。
- 3、未来航空运输将成为大周期与消费属性并存的行业，而且消费属性在淡季将越来越明显。
- 4、行业在高集中度和运力供给有效控制的前提下，航空公司的盈利水平将得到保障，行业业绩大起大落的现象不会出现。

图表24 航空旅客构成中私人出行客源比例在持续提高



资料来源：平安证券研究所

消费升级+高集中度=周期性增长

由于上述两方面的原因，我们认为行业将摆脱低效率增长的“窘境”。2000年以来行业业绩大起大落的现象将很难出现。

但航空运输业仍然具有周期性，宏观经济的周期性决定了航空需求增长具备长周期性，航空油价受到经济周期的影响，因此，我们认为应重新定义航空业未来增长方式，“周期性增长”将成为行业成长的主旋律。

六、人民币升值预期不变

我们维持年内 2% 的升值预期。我们认为年内人民币大幅度升值的可能性不大：

- 1、人民币升值将对我国的出口造成巨大的伤害性打击，在目前国内经济增长存大巨大不确定性的情况下，升值将对经济造成更大的负面预期。
- 2、美国政治压力将无法改变国内经济政策方向。
- 3、目前国内流动性过剩造成的 CPI 上涨压力仍然存在，在这种情况下，人民币升值预期将进一步推动热钱的流入，这是中央政府不能容忍的。

人民币升值对各公司的影响不同，南航将是人民币升值的最大受益者，其次是东航、国航。

我们认为长期看来，行业成长的驱动力不在于人民币升值，对于立志于发展国际航线的三大航来说，人民币升值是一把双刃剑。

图表25 民航受益于人民币升值

假设人民币升值 2%		1H2010	2010E
国航	美元贷款余额	541	556
	新增汇兑损益	10.82	11.12
	增加净利润	8.12	8.34
	每股收益增加值	0.07	0.07
东航	美元贷款余额	407	420
	新增汇兑损益	8.14	8.40
	增加净利润	6.11	6.30
	每股收益增加值	0.05	0.06

资料来源：平安证券研究所

七、“824”空难事件对行业的影响逐渐显现

“824”伊春空难，对三大航没有直接的影响。

“824”空难对行业安全管理提出了严峻的挑战，又一次证明安全高于一切的行业基本准则。民航局将加强对各公司总飞行时间、飞行员飞行时间、机场高峰起降架次、航空人员资质等控制，各公司所掌握的发展资源的多少——包括航班时刻、机长、维修人员、培训设备、安全管理体系等——将决定各公司未来成长前景。在这些方面，显然三大航拥有无以比拟的优势。

随着各公司飞机日利用率、机场高峰起降架次受到严格控制，供给将进一步趋紧，而中小航空公司的安全管理压力增加，旅客对中小航空公司的认同度下降，三大航面临的供需矛盾进一步加大，收入水平反而得到保障。

反面来看，各公司的安全保障投入也会增加，资产使用效率也将有所降低。同时，各公司的生产规模将无法快速扩张，在需求旺盛的市场中，盈利成长性受到限制。

综上所述，我们认为空难事件对行业的影响将在一至两年内长期显现，增长速度受限和成本的增长带来的负面影响将大于正面影响，但从确保航空安全的角度看，这是行业发展必然要付出的代价，随着行业安全管理能力的提高和制约行业发展的人力资源瓶颈得到缓解，安全将成为行业发展的助推器而不拦路虎。

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) 8244 9257