

# 航空运输业 2008 年投资策略

**投资主题：行业景气+人民币升值**

卓悦 交通运输业 研究员  
 电话：020-87555888-681  
 eMail: zy16@gf.com.cn

**宏观经济的快速增长以及民航基础设施建设的相对落后使得航空运输业的景气度持续向好**

**航空公司面临的竞争压力依然不减**

随着高速公路路网的形成以及铁路的第六次大提速，铁路和高速公路将从价格、密度以及服务质量上与民航进一步争夺在中短途运输市场上的“中性消费旅客”。其次，管制的放松和天空的自由化，我国传统航空公司将面临着低成本航空公司和外航的竞争，竞争压力越来越大。

**在航线经营上，国内航线是我国航空公司的主要收入和利润来源，国际航线几乎被外航所垄断**

国内经济的持续快速增长导致国内航空需求旺盛，国内航线是我国航空公司的主要收入和利润来源，但竞争一直都很激烈；在国际业务上，我国航空公司缺乏高品质的舱位、完善的航线网络以及高端客户的销售和服务经验，我国的国际航线基本上由外航垄断。06 年外航占我国国际和港澳旅客、货运市场份额分别为 55% 和 68.6%。

**航空公司对成本掌控能力在增强，经营效率逐步提高**

**三大机场仍然保持目前的格局，但竞争日益凸显**

从全国范围看，近年来西部大三角机场的旅客吞吐量增速都在 15% 以上，西部大三角机场群日益成型，逐步具备与京津、珠三角、长三角机场竞争的實力。从地区范围来看，京津地区大型机场不多，首都机场占据了天时、地利，面临的竞争压力相对较小，但在长三角和珠三角，机场密度较大，竞争日益凸显。

**机场未来发展将呈现几个特点：**机场将受益于枢纽航线建设和航权开放；非航空业务收入将成为机场的重要收入来源；机场之间的竞争将日益激烈，集团式扩张势头不减。

**投资策略：**在目前我国航空运输业大背景向好的情形下，航空运输业的交易性机会主要来自于人民币升值的预期以及行业整合的预期。只要人民币升值的趋势不改变，那么我国航空股是值得进行趋势投资的；基础设施的特点以及机场的业务模式决定了机场的盈利波动相对较小，机场股是稳健投资的好品种。重点关注：中国国航和上海机场

行业评级

买入 

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-12.25%	14.16%	209.86%
上证综指	4.06%	26.68%	209.58%

## 目录索引

一、我国航空市场景气度依然向好 .....	4
(一) 宏观经济快速增长: 行业景气度向好的基本保证 .....	4
(二) 民航基础设施建设相对落后: 进一步提升行业的景气度 .....	5
二、航空篇 .....	6
(一) 我国航空运输业的竞争格局分析 .....	7
(二) 航线经营情况分析 .....	9
(三) 影响我国航空公司的微观因素分析 .....	12
(四) 航空公司的应对策略 .....	15
(五) 航空股的投资策略 .....	16
三、机场篇 .....	17
(一) 目前国内机场的竞争格局 .....	17
(二) 机场未来发展趋势 .....	18
(三) 机场股的投资策略 .....	21

## 图表索引

表 1: 86 年-05 年我国航空业与 GDP 关系 .....	4
表 2: 民营航空公司基本情况 .....	8
表 3: 三大航空联盟 .....	9
表 4: 99 年-06 年全行业与国际运输年平均增长率 .....	11
表 5: 中外航每周航班数 .....	12
表 6: 98 年—06 年我国航空运输业务收入 (单位: 亿元) .....	12
表 7: 07 年第三季度国内主要航空公司利润构成简表 (单位: 百万) .....	13
表 8: 人民币升值对三大航空公司 EPS 的影响 .....	13
表 9: 主要机场商铺数量 (单位: 家) .....	20
表 10: 重点公司盈利预测 .....	22
图 1: 民航运输市场发展指标 .....	4
图 2: 我国民航旅客运输市场结构 1 .....	5
图 3: 我国民航旅客运输市场结构 2 .....	5
图 4: 86 年-06 年民航正班客座率、载运率 (%) .....	6
图 5: 00 年-07 年飞机日利用小时 .....	6
图 6: 06 年各航距民航业务量 .....	7
图 7: 汕头机场旅客吞吐量 (单位: 万人) .....	7
图 8: 中外航国际航线乘运旅客比例 .....	8
图 9: 中外航在华国际货邮比例 .....	8
图 10: 国内航线经营效益指标 .....	10
图 11: 国内航线综合票价指数 .....	10
图 12: 国内远程航线票价指数 .....	10
图 13: 国内中程航线票价指数 .....	10
图 14: 国内支线航线票价指数 .....	10

图 15: 国际航线业务占全行业比例.....	11
图 16: 京津地区机场旅客吞吐量增速.....	18
图 17: 长三角地区机场旅客吞吐量增速.....	18
图 18: 珠三角地区机场旅客吞吐量增速.....	18
图 19: 京津地区机场货邮吞吐量增速.....	18
图 20: 长三角地区机场货邮吞吐量增速.....	18
图 21: 珠三角地区机场货邮吞吐量增速.....	18
图 22: 近年来三大机场旅客吞吐量 (单位: 人) .....	19
图 23: 近年来三大机场货邮吞吐量 (单位: 吨) .....	19

## 一、我国航空市场景气度依然向好

### （一）宏观经济快速增长：行业景气度向好的基本保证

航空运输业具有很强的周期性特征。总体而言，国民经济的发展状况是影响航空运输业发展的主要因素。随着2008年奥运会和2010年上海世博会的项目相继进入建设高峰期，以国家为主导的固定资产投资方兴未艾、产业升级，进出口贸易逐年扩大以及消费升级等因素刺激着我国经济仍将保持较快的增长速度。

图 1：民航运输市场发展指标

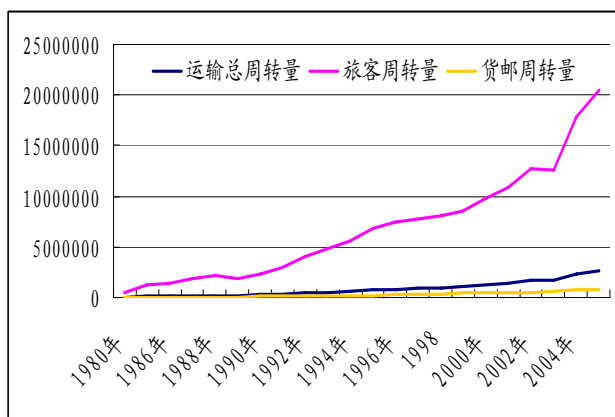


表 1：86 年-05 年我国航空业与 GDP 关系

时间段	总周转量增速	GDP增速	弹性系数
86年-90年	15.46%	7.92%	1.95
91年-95年	23.56%	12.28%	1.92
96年-00年	11.44%	8.62%	1.33
01年-05年	16.61%	9.54%	1.74
86年-05年	16.77%	9.59%	1.75

数据来源：从统计看民航

根据世界航空业的发展经验，一般地，在本国经济发展到人均1000美元阶段后，民航运输业会呈现快速增长的态势，且客货周转量的增长速度一般会高于GDP增速，世界航空运输产业的运输周转量与GDP的弹性系数为1.5---2。根据有关机构预测，“十一五”期间我国GDP平均增速能保持在8%-9%左右，若弹性系数取1.6—1.7计算，未来几年我国民航运输业的平均增速将在14%--15%之间。

在航空客运方面，随着人均收入的提高和国民财富的积累，我国航空消费市场结构发生了变化。虽然公务旅客依然是我国航空运输消费的主流，但近几年来公务旅客所占的比例持续下降，而私人航空消费（特别是旅游）则异军突起。随着收入水平的提高，我国的居民消费，特别是城镇居民消费从温饱型向享受型、发展型转变，旅游支出比例不断提高。而且签证政策的放开以及人民币升值等因素也将刺激居民的境外旅游消费。据有关方面预测，未来几年，我国入境游、国内游和出境游人数将保持超过15%、10%和20%的速度增长，旅游客源的增加，将使我国航空公司的客运量随之上升。

图 2：我国民航旅客运输市场结构 1

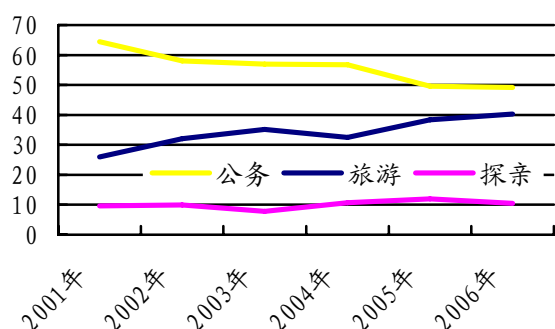
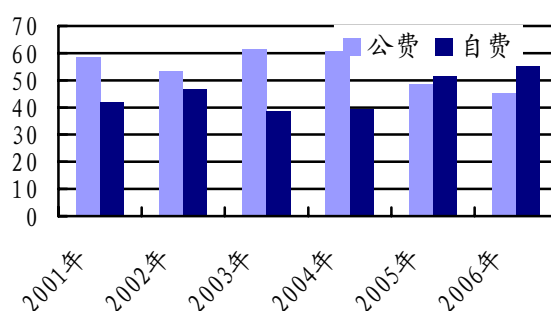


图 3：我国民航旅客运输市场结构 2



数据来源：民航总局

在航空货运方面，我国外贸进出口业务逐年扩大，我国已逐渐成为全球主要的物资生产基地。据有关方面预测，到2010年，将近1100万吨的国际航空货物将来自于亚洲，其中大部分来自于中国，这将为航空货运提供充足的货源；另外，我国传统的产业结构正在向以高新技术为代表的制造业、科技密集型的产业升级，高附加值、时效性强的产品比例将随之增加，这类产品的特点及价值，决定了其主要物流方式为航空运输，产业结构的调整和升级将进一步推动航空货运业的发展。

## （二）民航基础设施建设相对落后：进一步提升行业的景气度

首先，空域资源的紧张态势正愈演愈烈。为了应付日益拥堵的空域，近几个月来，民航总局不断地调减首都机场的航班数量，从8月15日起第一批调减48个航班，10月底之前将首都机场航班总量调减为1050架次/日，11月至2008年3月底调减为1000架次/日，从8月15日至10月27日，仅三大航空公司往来北京的航班就调减336个。航班次数的减少，在一定程度上提高了客座率。

其次，近5年我国引进飞机平均增速为11%，低于航空需求的增长。根据民航总局“十一五”规划，预计“十一五”期间我国民航将增加运输飞机680架，年均引进136架飞机，平均增速约为13%，也低于所预测的航空运输需求的增长速度。近期民航总局明确宣布“在2010年之前暂停受理设立新航空公司的申请，并对设立新航空公司增加更加严格的审批条件。同时明确7项严格的监管条件，严控航空公司运力增长”。民航总局利用行政之手影响运力的投入，使得未来几年我国运力的增长相对平稳。

再次，民航业的高技术、高投入、高风险的“三高”特征以及国际化属性，使得民航高技能人才的培养具有周期长、培养成本高和培养渠道窄的特点。目前我国民航业共有员工35万人，其中飞行员为571人、适航飞行人员16100人、管制人员3600人，按照机队增长规模和每架飞机配备20名空乘人员测算，预计每年国内对空乘人员的需求将达到2000—3000人，目前我国民航行业培养能力是远远满足不了这个需求，高技能人才的短缺也在一定程度上限制了民航运输业的快速增长。

因此，运力投放相对平稳、地面和空域资源的饱和、高技能人才的缺乏等民航基础设施的建设滞后于航空运输市场扩张的速度，间接导致航空运输业经营效率的提高。自05年起民航运输企业的客座率、载运率和飞机日利用小时都保持着上升的趋势，07年1-9月份全行业正班客座率和载运率分别达到75.75%和66.4%，比去年同期增长1.85和0.62个百分点，尤其是今年8月航空公司的平均客座率达到了81.3%，达到历史最高点。

图 4：86 年-06 年民航正班客座率、载运率（%）

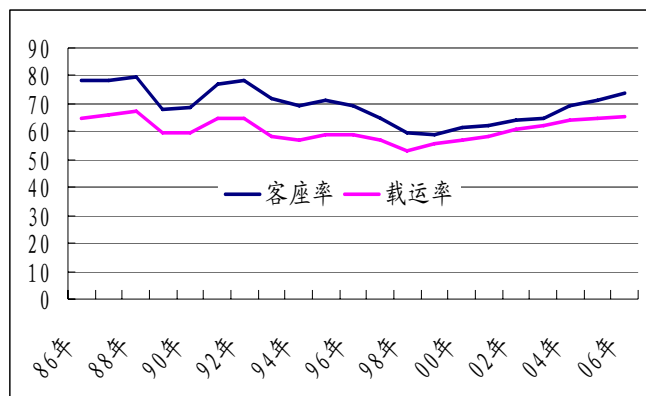
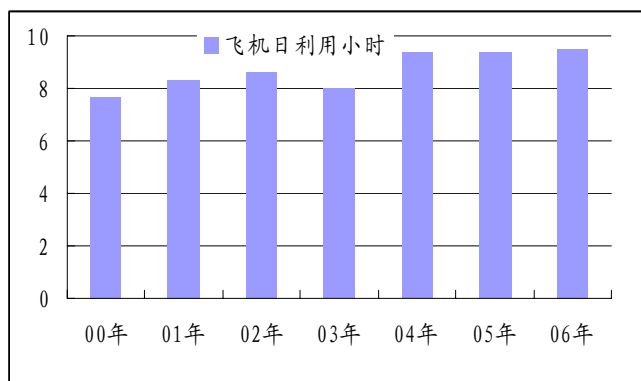


图 5：00 年-06 年飞机日利用小时



数据来源：从统计看民航

08年奥运会以及2010年世博会等因素将刺激航空运输需求出现脉冲性增长，进一步凸显整个航空市场供给紧张的局面，预计未来几年行业的景气度依然高涨。

## 二、航空篇

2007年我国民航运输业依然延续着快速增长的趋势，今年1-9月份民航运输业累计完成旅客周转量和旅客运输量分别为2066.91亿客公里和13861.2万人，分别比去年同期增长16.9%和16.2%；货邮周转量和货邮运输量分别为81.6亿吨公里和2879456吨，分别比去年同期增长21.8%和13.9%。虽然面临着航油不断攀升的压力，但旺盛的需求和不断升值的人民币利好因素使得国内航空公司前三季度盈利水平大幅提高，国航、南航和东航在前三季度分别实现净利润34.87亿元、21.83亿元和10.34亿元。即使第四季度是航空行业的传统淡季，但07年我国航空运输行业的整体盈利应已成定局。

在乐观的同时我们应该看到中美两国航空运输市场准入新协议的达成，我国的天空进一步开放；国泰航空与国航的联盟、东航引入新航，国内航空公司加入联盟的步伐加快等等因素使得国内航空运输业不得不面对着越来越模糊的市场界限和越来越大的竞争压力，我国航空运输业的未来发展充满着更大的变数。



## （一）我国航空运输业的竞争格局分析

图 6：06 年各航距民航业务量

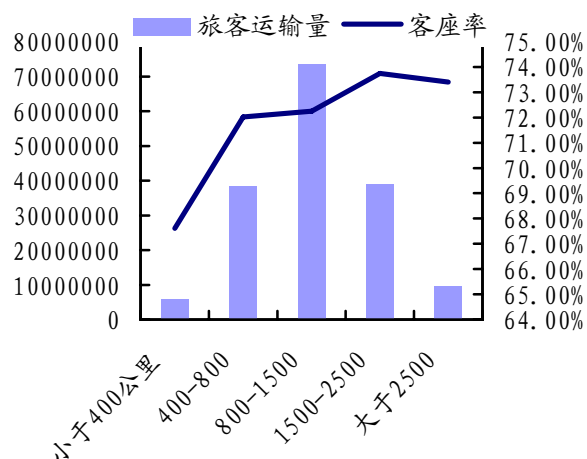
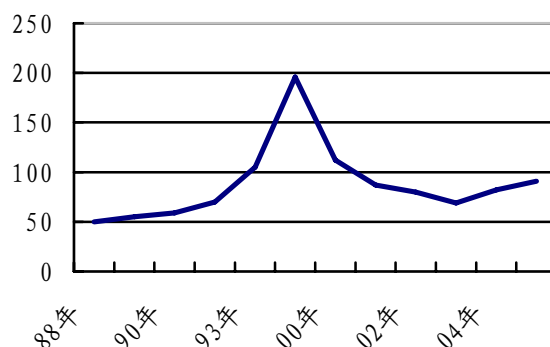


图 7：汕头机场旅客吞吐量（单位：万人）



数据来源：从统计看民航，

### 1、航空运输面临着其他运输方式的竞争

虽然航空运输在速度上具有明显的优势，但是缺乏一定的便利性和灵活性，在中短途运输市场上，航空运输与铁路、公路一直存在竞争。现在一方面，高速公路网的初步建成使得高速公路具备了通道运输的功能；另一方面，07年铁路的第六次大提速，尤其是257对时速在200公里以上的动车组的开行，不仅使得铁路运输速度得到进一步提高，而且是中国铁路装备技术的全面提升和跨越式发展，直接带来了铁路运输竞争力的全面提高，可以预见铁路和高速公路将从价格、密度以及服务质量上进一步与民航争夺在中短途运输市场上的“中性消费旅客”。如成渝高速公路的建成使得往返两地的航空旅客运量急剧下降，由1994年的39.6万人锐减至2001年的1.1万人，迫使民航取消该直达航班；广梅汕铁路的通车以及汕头至深圳等地的高速公路建成，使得汕头机场的旅客吞吐量自1995年的196万逐年下滑至2005年的90万。

### 2、管制的放松和天空的开放，使得国内航空公司面临着新进入者的竞争

2005年奥凯、春秋和鹰联三家民用航空公司成立。虽然目前它们所占的市场份额很小（2005年三家航空公司运输总转量占比为0.26%），自身实力弱小，但它们灵活的市场机制和便宜的机票价格，已经与国内传统航空公司在支线航空市场上进行直接竞争。如春秋航空利用自身开办旅游的设施、设备、人力资源和市场经验，把航空运输和旅游业结合起来，在05年和06年其正班客座率分别达到94%以上，居民航之冠，并且实现了

赢利。奥凯和鹰联在06年也获得了24%以上的增长。

05年奥凯、春秋、鹰联、东星和吉祥这5家民营航空公司的结盟，以及大众航空、昆明航空、德龙联合航空等民营公司都提出了组建申请，民营航空公司群体和实力的增强，对国内航空公司在局部市场上提出了挑战，加剧国内航空市场的竞争态势。

表 2: 民营航空公司基本情况

	注册资本	开航时间	盈利情况
奥凯	8000万	2005年3月	首次宣布盈利，2006.7—8月赢利500万
春秋	8000万	2005年7月	2006.1—8月盈利1000万
鹰联	8000万	2005年7月	
东星	8000万	2006年5月	2006.5—8月盈利200万

数据来源：广发证券

外航也加紧对中国市场的争夺。07年5月22日，中美双方修改了04年中美民用航空运输协定协议书，新协议规定，“分阶段、分区域大幅增加客运运力，中国中西部、东北和海南至美国的直达航空市场完全开放，2007年—2012年美国至中国东部地区的客运运力将在2004年协议基础上各方逐年增加70班/周；分阶段增加享有第五航权的第三过境内点；全面开放两国航空公司之间的代码共享”等等，此次中美航空运输协议是中国民航对外签署的最大程度开放的协议。在签署协议后，美国大陆航空公司、西北航空公司都纷纷向运输部申请开通纽约至上海、底特律至上海和芝加哥至北京的航线。目前欧盟也正在与我国进行“平行指定协议”的商谈。

图 8: 中外航国际航线乘运旅客比例

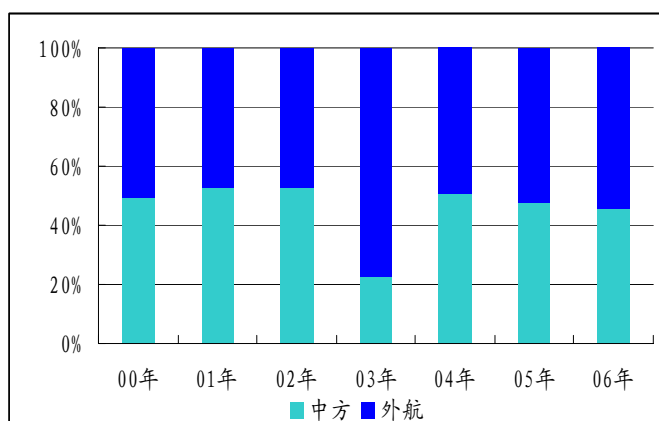
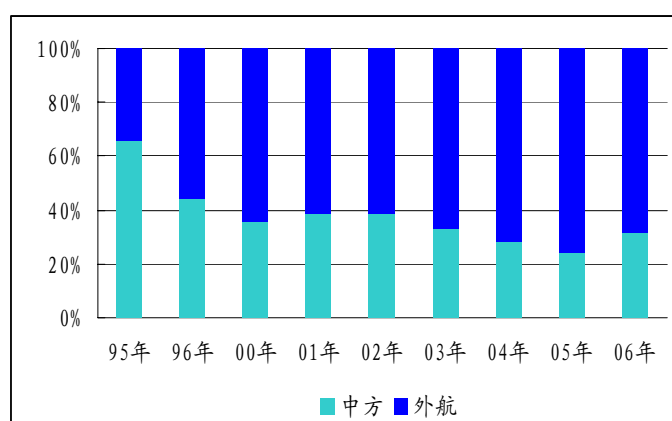


图 9: 中外航在华国际货邮比例



数据来源：广发证券

回顾04年中美运输协议签定后，国内航空公司的始发/到达中国的国际旅客市场份额从2002年的52.9%下降到2006年的45.5%，国际货运的市场份额从2002年的38.3%下降到2006年的31.4%，且高价位的快件、包裹、电子元器件基本由外航垄断。目前国内航空公司在商务舱、头等舱收益水平和客座率上与外航的差距还较为悬殊，收益结构上主要以经济舱为主，国内航空公司在长航线的经营效益都不是很理想，天空自由化无疑使得国



内航空公司面临着严峻的考验。

### 3、加入航空联盟有利于国内航空公司的长远发展

发展长航线和提高联程及中转客流是大型航空公司成长的必由之路，加入航空联盟，航空公司通过联盟内部的代码共享合作扩大航线范围和航线网络，参与到世界范围内的竞争。如寰宇一家预计该联盟在2004年促成了约700万人次的代码共享，创造了约15亿美元的收入，这占所有成员航空公司收入的4%，而且通过有协调的活动在04年取得了6亿美元的收入，如果不是联盟发挥作用，那么就不可能获得其中的4亿美元。其次联盟成员还可以通过统一行动来减少成本支出、整合地面支持系统，精简地勤服务人员的数量，节约开支。如寰宇一家在其联盟的所有成员中提供电子客票联运业务，这一项举措就节约了6000万美元/年的运行成本。

南方航空加入天合联盟、国航和上航加入星空联盟、港龙加入寰宇一家已成定局，国内航空公司入联的步伐骤然加快，这是国内航空公司应对天空自由化的必然选择，我们也期待着国内航空公司通过这一契机能提升自身在长航线上的竞争力以及整体的管理水平。

表 3：三大航空联盟

联盟名称	成员数目	准备加入的成员	所服务机场的数目	所服务国家的数目	客运量（05年）
星空	17	3	842	152	425百万
天合	11	5	728	149	373百万
寰宇一家	8	3	600	135	243百万

数据来源：亚太航空中心

## （二）航线经营情况分析

### 1、国内航线

由于国内航空公司在国际航线上缺乏竞争力，因此它们全力以赴关注国内市场，将近90%的运力都投放在国内市场，国内航线是国内航空公司主要的收入来源。在国内经济的持续快速增长，国内航空需求旺盛的大环境下，国内航线的经营情况逐步向好。

在国内航线的客座率和载运率持续走高的情形下，国内航线的票价水平却未出现同步的增长，因此国内航线的竞争是相当激烈的。具体看，国内中远程航线的竞争较激烈，而支线竞争则相对平稳，这表明航空公司在专注于京、沪、穗等大城市市场占领的同时，中国广阔的幅员也为支线航空市场提供了很大的市场机会，深圳航空、厦门航空在支线航线上经营得相当出色。

图 10: 国内航线经营效益指标

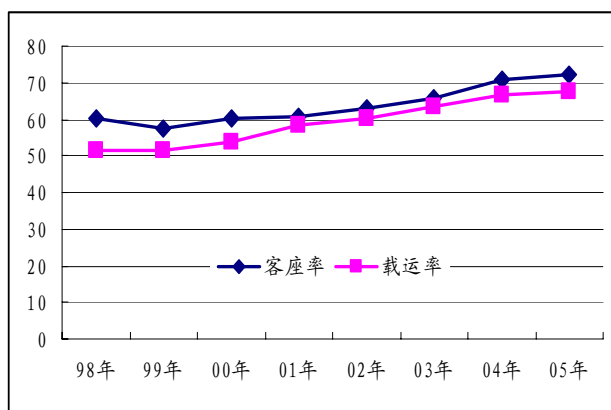
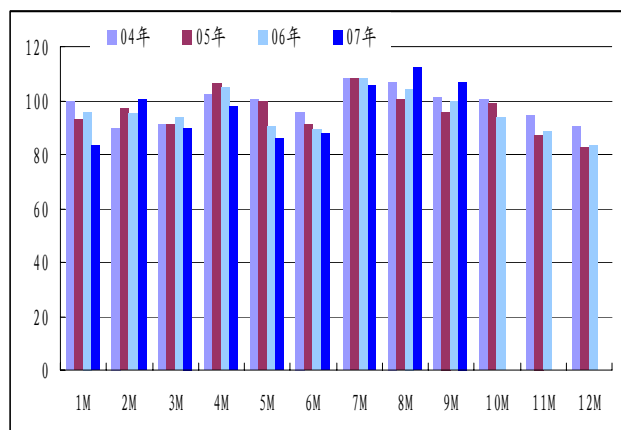


图 11: 国内航线综合票价指数



数据来源: 从统计看民航, 中国民用航空

图 12: 国内远程航线票价指数

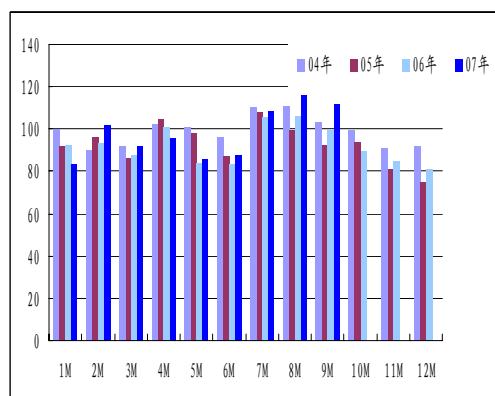


图 13: 国内中程航线票价指数

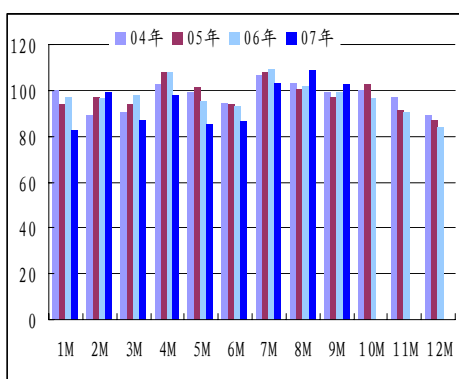
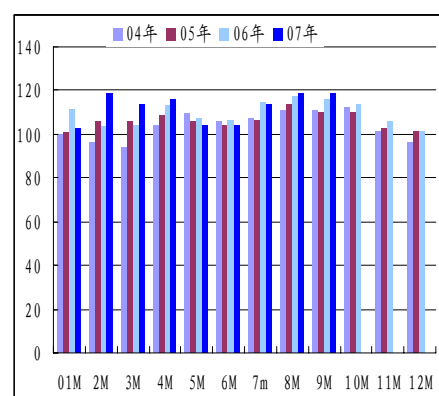


图 14: 国内支线航线票价指数



数据来源: 从统计看民航

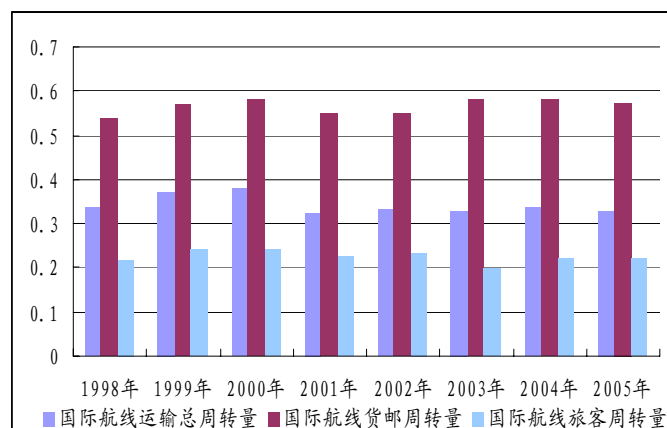
## 2、国际航线

近年来, 我国的国际航空运输业务持续增长, 增速高于整个行业的增速。而且国际航空运输占整个行业的比重稳中趋升, 尤其是国际货运业务占了我国航空货运业务近60%的比例。日益广泛的全球交流, 使得国际航空业务在我国航空运输中的地位越来越重要。

表 4: 99 年-06 年全行业与国际运输年平均增长率

	旅客周转量	货邮周转量	总周转量
全行业	14.91%	13.77%	16.22%
国际运输	16.34%	15.14%	16.24%

图 15: 国际航线业务占全行业比例



数据来源：从统计看民航

但是，国内航空公司国际航线上缺乏竞争力（见图8和图9）。我国航空公司缺乏高品质的舱位、完善的航线网络以及高端客户的销售和服务经验，我国的国际客运基本上由外航垄断。近年来我国航空公司在国际航线上的平均客座率大约58%，低于同期国际平均客座率大约八个百分点。在国际货运上，我国航空货运企业运力规模小，最大的中货航也只有9架飞机，商务载重为1105吨，而飞中国的国外货运公司大都实力雄厚，单美国联邦快递就有货机321架，实力远远超出国内的货运航空公司。实力悬殊导致国内航空公司在国际货运市场基本丧失话语权，近年来我国航空公司承运国际货邮的比例基本在30%左右，在我国货邮集中的华东地区，外航承运的货邮比例高达75.8%。06年外航占我国国际和港澳旅客、货运市场份额分别为55%和68.6%。

具体到我国三大航空公司的国际航线经营能力上，06年，国航国际航线收入占其总收入的比例为47%，国际航线的毛利率为14%，而南航和东航国际运输收入占其总收入的比例都较低，如南航06年的国际航线收入占比约为20%，毛利率仅为6.8%。根据06年冬/07年春航班时刻表进一步分析，国航的国际航线、航班结构比其他两家公司优，而且国航的国际航班中与外航实行代码共享的比例达到42.3%，高于东航和南航；国航经营的中美航线和中欧航线中外航的竞争比较理性，客公里收益相对高，而东航经营的中日韩线偏多，竞争较为激烈，客公里收益较低。因此，相比较而言，国航在国际航线上的竞争力较其他两家强，更能受益于08年奥运会所带来的巨大商机。

表 5：中外航每周航班数

		韩国	日本	美国	俄罗斯	新加坡	泰国	马来西亚	德国
飞中国		338	276	168	173	110.5	89	51.5	47
中国飞对方	合计	440.5	371	69	20	94	91.5	35	34.5
	国航	102.5	129	28	7	42	26	4	24
	东航	176	117	13	3	33	35.5	11	5
	南航	103	78	11	10	7	19	10	
	其他	59	47	17		12	11	10	5.5

数据来源：06年冬/07年春航班时刻表

### （三）影响我国航空公司的微观因素分析

表 6：98 年—06 年我国航空运输业务收入（单位：亿元）

	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年
净利润	-20	-4.05	8.5	4.3	7.7	-30	89	26.4	68.6
收入	434	480	528	566	836	815	1168	1334	2276

数据来源：从统计看民航

高投资、高沉淀的行业特点决定了航空运输业盈利的脆弱性。纵观全球航空运输业的发展史，航空运输业的长期资本回报率一直低于其资本成本，且资本回报率的波动性很大。上表列示了近9年我国航空运输业的收益情况，可以看出虽然我国航空运输行业在快速增长，但行业的经营效益却不尽如人意且波动性也很大。

通过以下分析，我们认为虽然油价高企仍困扰着航空公司，但航空公司掌控成本的能力正逐步增强。

#### 1、我国航空公司应对高油价的能力逐步增强

众所周知，航油价格的高低在很大程度上影响航空公司的盈利情况。07年起，我国航油的定价机制发生了较大变化，航油的出厂价由过去的发改委直接定价改为“原油加成本”的新体系。新的定价机制不仅使得国内成品油价格与国际市场油价波动水平趋于一致，而且汇率也成为影响国内油价水平的重要因素，07年人民币升值加速也在一定程度上降低了航油销售价格。

另外发改委允许在航油销售出厂价格调整影响航空公司成本支出较大时，通过燃油附加标准或国内航线基准票价的方式予以疏导。因此，虽然高油价对航空公司的业绩产生一定的负面影响，但在目前国内航空市场持续旺盛的大背景下，国内航空公司有能力将高油价的压力部分转移给旅客。根据测算，06年所征收的燃油附加费弥补60%高油价所带来的成本的增加。

另外，三大航空公司还采取航油衍生交易，以控制航油价格风险。06年南航和国航持有航油掉期头寸分别为1230万桶和2015万桶，持有成本在40-60美元附近，从而在一定程度上降低了07年航空公司的航油成本。

## 2、人民币升值

人民币升值对航空公司业绩最直观的影响就是汇兑收益的增加导致业绩提升。07年第三季度国内航空公司业绩的大幅增长在很大程度上依赖汇兑收益的增加。预计08年人民币升值有加速的趋势，人民币升值对航空公司业绩分析见表8，人民币升值是08年投资航空股的重要标杆。

表 7：07 年第三季度国内主要航空公司利润构成简表（单位：百万）

	南航	东航	国航	海航	上航
汇兑收益	955	546	639	150	67
利润总额	2535	1057	2887	261	72
占比	38%	52%	22%	58%	93%

数据来源：公司公告

表 8：人民币升值对三大航空公司 EPS 的影响

货币性资产				货币性负债		
		科目	金额（万美元）		科目	金额（万美元）
国航	美元货币性资产	货币资金	7055.2	美元货币性负债	短期借款	99500
					长期借款	89453
					应付融资租赁款	99272
南航	美元货币性资产	货币资金	5200	美元货币性负债	短期借款	285800
					长期借款	289400
					应付融资租赁款	168200
东航	美元货币性资产	货币资金	3936.76	美元货币性负债	短期借款	
		预付帐款	98881.1		长期借款	125854.3
					应付融资租赁款	140394.11
人民币升值1%						
	国航		南航		东航	
EPS变化	0.017元		0.12元		0.03元	

数据来源：公司公告，广发证券

其次，人民币升值趋势的确立将对航空公司的经营情况产生深层次的影响。首先是成本的降低，购机成本、航油以及维修等成本都将随着人民币升值而下降。根据有关方面预测，未来3年我国购买飞机总值将达到2500亿人民币，若人民币升值5%将使购机成本降低125亿元。其次，人民币升值还将刺激出境旅游的热情，航空公司的国际运输业务将从中获益。

当然人民币升值也会给航空公司带来一定的不利影响，例如，人民币升值是否会导致国内航空公司在国际航线上竞争力的减弱，这种影响并不表现为汇兑损益，而可能体现为客座率或机票价格的下降，但在我国航空

公司在国际航线上竞争力本来就羸弱的情况下，似乎人民币升值给国内航空公司带来的利好大于利空。

### 3、RVSM 的运行拓展了空域资源，有助于航空公司航油成本的降低和收益的提高

由于国情的原因，我国的空中资源的开发和利用较国外要低，但日益繁忙的空中运输对空中交通的安全、容量、效率和服务提出了更高的要求。

国务院决定自07年11月22日起在我国空域内全面实施RVSM，在中国所有飞行区8400米到12500米高度的空域范围中，飞机间的垂直间隔将从600米缩小到300米。在缩小垂直间隔后，可以飞行大型客货机的飞行高度层将由目前的6个增加到13个，航空空域的利用率可以增加1倍以上。从国外实施RVSM情况来看，实施RVSM增加空域85%的可利用空间，使得飞机能够最大可能地以最佳时间和按最佳航油效率运行，并在理想的航迹和飞行高度上飞行，提高了燃油效率，降低了运营成本。以波音757飞机为例，根据性能分析，高于/低于最佳高度2000英尺，航油消耗增加1%—2%；低于最佳高度4000英尺，航油消耗增加3%—5%。短途国内航班的航油效率将提高0.7%，中途国内航班将提高1.4%，长途国内航班将提高1.0%，国际航班将提高1.0%。

同时，因为增加了可用高度层的数目，可以在一定程度上缓解了我国主要航路的拥挤和改善空中运行效率，降低飞机的延误，而正点率的提升也将提升航空公司的收益水平。

### 4、电子客票的使用一定程度上增强了航空公司在产业链中的话语权

从06年开始，国际航协已停止向国内机票代理人提供纸质机票，电子客票已取代了传统纸质机票的地位。根据国际航空运输协会的一份统计报告，07年我国电子客票的使用率达到95%，这个数字高于全球78%的平均水平。

与传统纸质客票相比，电子客票之所以得到越来越多航空公司的青睐，主要有几点原因：首先，在传统的营销体系中，航空公司基本上都是依赖代销渠道销售机票，增加了航空公司的经营成本。通过推广电子客票，航空公司直销所占的市场份额逐步扩大，06年通过传统机票代理商购买电子客票的旅客占43.34%，通过航空公司网站购买的占25.73%，而且购票过程中使用互联网方式的已达到了52.18%。电子客票的使用，降低了航空公司对代理商的依赖程度，提高航空公司和代理之间的议价能力，一定程度上为降低代理商的佣金成本提供了可能。其次，销售纸质机票时机票代理商将票款打到航空公司账上需要两个工作周，而电子客票与在线支付相结合，票款可即时到账，加快了航空公司资金周转速度，既改善了现金流，也提高了安全性。再次，电子客票利用信息技术替代纸票操作，也降低了航空公司的客票印刷和管理成本。

此外，电子客票将航空服务的提供商与最终消费者直接联系起来，它



将旅客在行程中接触到的所有数据都输入航空公司的数据库内，一方面，使得航空公司对销售数据的回收统计变得快捷方便，保证航空公司能掌握第一手的数据，及时调整市场策略；另一方面，航空公司能够对消费者的消费行为和消费习惯进行分析，这对航空公司推出商务、旅游等相关的打包服务而言是非常重要的资源。

#### （四）航空公司的应对策略

管制放松和天空自由后，我国航空运输行业已进入对航空公司管理水平考验的关键时期，机票打折已不再是唯一的竞争手段了。我国传统航空公司竞争力的提升主要来自以下几方面：

##### 1、转变经营模式，实现航线网络化

从美国航空业发展经验看，在放松管制的过程中，航空市场实现了由点到点的航线网络逐步转变为中枢辐射式航线网络。我国民航“十一五”规划中，明确把“加强航空枢纽工程建设”作为“十一五”期间的重点。这也就要求航空公司要转变目前点到点的航线经营方式，选择枢纽辐射式的航线经营方式。这种经营方式较传统的航线经营方式而言，可以降低航空公司的运营成本，提高飞机和机组的利用率以及客座率，为价格竞争创造低成本上的优势。

目前我国三大航空公司都加紧网络航线的布局，国航在北京、成都和上海的枢纽建设已初见效果，与国外航空公司的代码共享合作以及与国泰航空的合作丰富了其国际航线，国航已基本形成国内支撑国际、国际辐射国内、均衡而广泛的航线网络布局。南航也在继续推进其“双基地”战略的实施，加紧打造北京枢纽的建设，另外加入天合联盟也为其国内和国际航线的有效衔接提供了实现的途径。

##### 2、实施收益管理

采用多级票价政策，实施收益管理，控制高收益市场和挖掘潜在的低价休闲市场，避免航空公司为单纯追求高客座率和高市场占有率打价格战，而真正实现了航班收益的最大化。

##### 3、努力降低成本

在竞争激烈的市场中，成本是航空公司价格策略的底线。谁的成本低，谁在市场竞争中就更具优势。虽然在目前成本项中，航空公司无法控制约60%的固定成本，但航空公司仍掌控着40%的可控成本，这是航空公司可以努力而为的。如进行机构改革，实现扁平化管理，降低管理成本；加强现场运行的协调指挥能力，减少航班延误和在外过夜的情况，降低由此造成机场服务费等。

我们期待着南航在加入天合联盟以及东航在引进新航后，它们的管理水平上有明显的提升。

## （五）航空股的投资策略

在此前的多篇报告中，我们都强调关键成本费用的细微变化都对航空公司的盈利预期产生明显的影响，从而使得航空公司的业绩存在很大的不确定。从这个意义上说，我们对航空公司的分析是说明其价值从何而来，价值中包含了哪些假设，在这些假设发生变化时，选择正确的交易时机和交易方向，也即航空股的投资更侧重于趋势投资，而不是价值投资。

在目前我国航空运输业基本面向好的情形下，航空运输业的交易性机会主要来自于人民币升值的预期以及行业整合的预期。只要人民币升值的趋势不改变，那么我国航空股是值得进行投资的。

### 中国国航----国内航空运输业龙头，08年奥运会的最大受益者

☆ 07年前三季度中国国航实现营业收入和净利润(归属母公司所有者)分别为372.16 亿元34.88 亿元，同比增长15.3%和8.5%；扣除汇兑损益以及06 年卖出港龙航空所得后，中国国航的净利润增幅高达222%。

☆ 国航的枢纽建设已见规模，中国国航在首都机场的地位已不可撼动，成都和上海的枢纽也已初步建成，完善的枢纽和航线网络建设，有效衔接了东北、西北城市和南方旅游城市，航线网络所带来的效益已见成效。前三季度，国航国内航线的客座率和客公里收入分别为79.8%和0.66 元，同比增长2.6个百分点和4.1%。

☆ 在国际航线的经营上，随着国际航线覆盖面的扩大、新两舱的投入使用以及与国泰的合作，国航在国际航线的经营已逐步步入快速成长期，前三季度国航国际航线的客座率和客公里收入分别为77%和0.6元，同比增长1.4个百分点和8.7%。境外旅游快速增长的需求以及08年奥运所带来的巨大商机，将给国航国际航线业务增长提供良好的发展机遇。

☆ 国航的成本控制能力也较其竞争对手高。前三季度，国航单位营业成本为2.72 元/吨公里，同比下降0.4%。

☆ 与国泰联手收购东航事件，这是中国航空公司第一次如此高调地争夺国内重要航空枢纽，显示了国航立志成为超级承运人的决心。虽然民航总局还没有做好接受巨无霸国家航空公司的准备，但支持国内航空公司做大做强应对日益激烈的竞争是必然趋势，国航在未来行业整合中具有优势。

☆ 投资建议：在不考虑公司增发、机场收费改革以及并购事件，假定人民币升值5%和所得税税率为25%，预计国航08年EPS为0.5元。基于国航良好的经营状况、行业整合对国航的长期提升作用以及人民币升值的趋势，评级为“买入”。

### 南方航空----国内业务存在提升空间，且对人民币升值敏感性高

☆ 2007 年1-9 月，公司实现营业收入417.12 亿元，同比增长18.33%；实现归属于母公司所有者的净利润21.83 亿元，同比增长436.36%。

☆ 国内客运业务是南航的主要业务，约占其航空业务收入的

80%，国内航空运输市场的旺盛直接带动其经营效率的提升。1-10月其平均客座率74.4%，比去年同期增长2个百分点。此外南航继续推进广州和北京双枢纽建设，提高国内航线的覆盖面，以吸引更多的客流；

☆ 南航正式加入天合联盟后，南航能分享天合联盟旗下其他10家航空公司成员提供的飞往728个目的地的航班网络，广泛的全球覆盖将有效地弥补南方航空目前在国际客运业务上的短板。另外南航可以通过这一机会提高自身的管理水平和经营效率。

☆ 投资建议：不考虑机场收费改革，假定人民币升值5%，预计08年南航EPS为0.64元。考虑到南航对人民币升值最为敏感以及在国内航线上的竞争力正逐步提升，业绩存在较大的提升空间，评级为“买入”。

### 三、机场篇

#### （一）目前国内机场的竞争格局

从全国范围来看，三大机场继续保持原有的格局，各项业务指标仍居全国机场前列。但随着国家对中西部开发力度的加大，民航总局给中西部机场给予更多政策上的支持，中西部机场的发展加快，近年来成渝、昆明、西安等西部大三角机场旅客吞吐量增速都在15%以上，西部大三角机场群日益成型，逐步具备与京津、珠三角、长三角机场竞争的实力。

从地区范围来看，京津地区大型机场不多，首都机场占据了天时、地利，面临的竞争压力相对较小。但在长三角和珠三角，机场密度较大，竞争日益凸显。长三角地区，浦东机场仍然是该地区航空业务的中心，但是其周边机场在加紧抢夺市场份额尤其是货运市场。南京机场在03年就对新加坡航空公司开放了第五航权，中国货运邮政航空在此设立快递中转中心；今年3月，美国联邦快递公司将其中国区转运中心落户杭州机场；中外运敦豪杭州直航中心也正式落户杭州机场；宁波机场在06年开辟了“青岛—宁波—香港”全货机航线，而未来国家规划的苏南大型国际货运机场的建设，将进一步加大该地区的货运竞争。在珠三角地区，香港机场的地位短期内无法撼动，真正的竞争显然先发生在珠三角内其他的机场。深圳机场一直致力于航空货运的发展，出台了我国首个由政府制定的国际货运航线补贴政策，这种努力成功吸引了南方航空、东海航空以及翡翠航空将其货运基地设在深圳机场。在资源饱和的情形下，深圳机场今年上半年的旅客和货邮的吞吐量实现了10.8%和15.4%的增长。而白云机场一改转场来发展缓慢的态势，今年上半年旅客吞吐量和飞机起降架次分别增长17.6%和14%，随着FedEx亚太转运中心在白云机场建成投入使用，预计白云机场在航空货运上扩张步伐也将加快；珠海机场在被香港机场托管后，今年1-9月珠海机场的客货吞吐量增速分别为47.5%和27.5%，其竞争力也得到明显提升。

图 16: 京津地区机场旅客吞吐量增速 图 17: 长三角地区机场旅客吞吐量增速 图 18: 珠三角地区机场旅客吞吐量增速

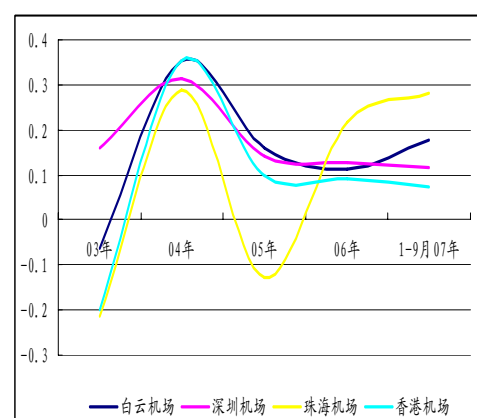
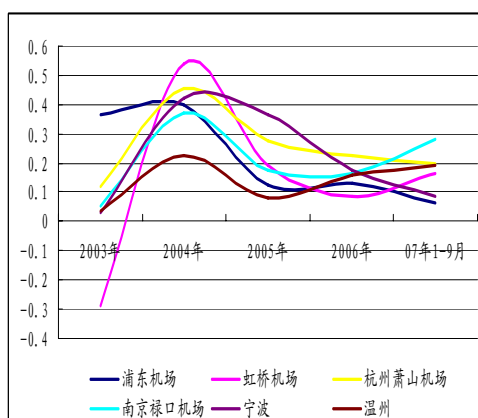
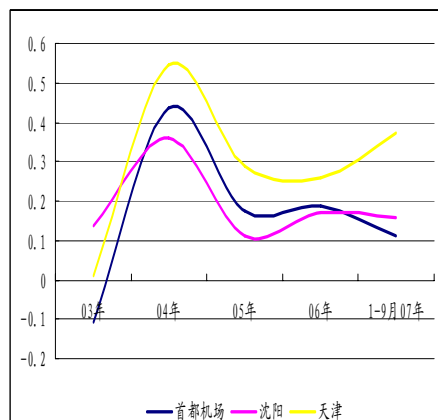
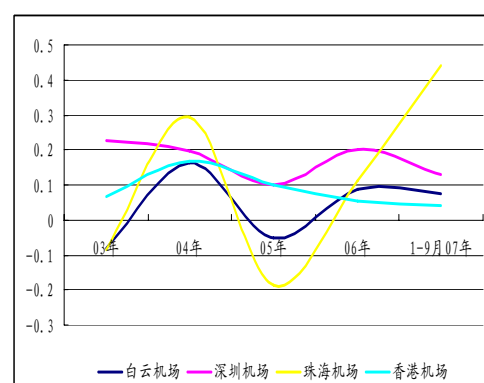
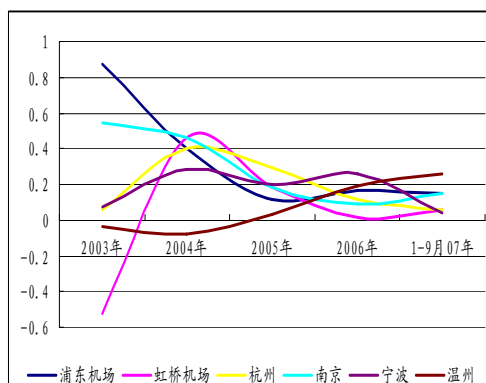
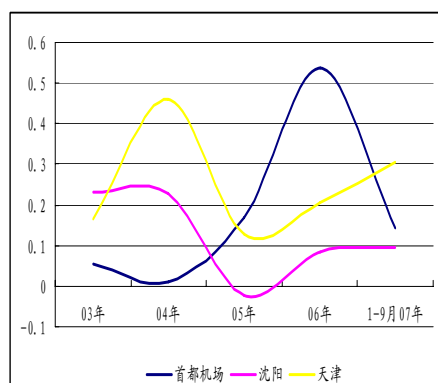


图 19: 京津地区机场货邮吞吐量增速 图 20: 长三角地区机场货邮吞吐量增速 图 21: 珠三角地区机场货邮吞吐量增速



数据来源：从统计看民航

## （二）机场未来发展趋势

在分享宏观经济快速增长的同时，机场行业的发展呈现出自身的特点：

### 1、机场将受益于枢纽航线建设和航权开放

航空枢纽工程建设是民航“十一五”工作的重点，枢纽航线结构已成为航空公司的必然选择。这种航线布局一方面增强机场的辐射功能。机场通过航空干线的广泛覆盖，为各地的旅客提供密集且四通八达的空中网络，大大提升在区域内的竞争优势；其次扩大了机场的运营规模，发挥了机场的潜力。实施枢纽辐射的航线主要就是要吸引了大量的中转旅客流量，将潜在或无法实现或转化为其他运输方式的需求转变为现实的航空需求，这就相应扩大了机场的运营规模；再次提高了机场的运营效率，促进机场的盈利水平。高密度的航线网络、大规模的人流物流、紧凑的航班时

刻安排、繁忙的航班起降以及高强度的设备利用，都将提高机场的运营效率和收入水平。根据美国航空业的发展经验，美国航空公司在1983-1987年间大力发展中枢航线网络，客运量复合增长率达到8.9%，相当于1980-2000年间4.1%的复合增长率的两倍多，其中中枢航线网络的建设对枢纽机场的促进更为明显，美国的华盛顿杜勒斯在1985年美国联合航空将其建为中心枢纽后，1986年当年客流量猛增74%。枢纽航线结构使得机场具有了强大的集散功能和规模效益。

民航总局已确立首都机场、白云机场和浦东机场为三大国家枢纽。政策上的导向以及这三个机场或在地理位置上或在经济发展上的优势使得这三大枢纽在建设为枢纽机场具有先天优势。今年8月，“京沪快线”推出，国航、东航、南航、上航和海航首次实现任意签转，这是我国在打造空中快线网络上的有益尝试。试点成功后，民航总局还将在京、沪、穗等主要城市构建空中快线网络，三大机场也将由此受益。

图 22：近年来三大机场旅客吞吐量（单位：人）

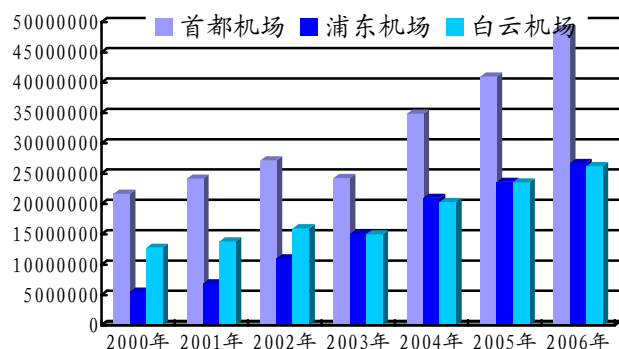
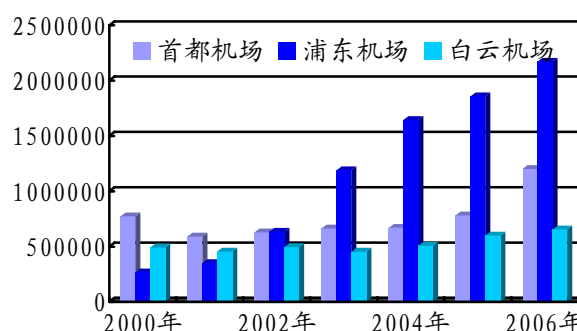


图 23：近年来三大机场货邮吞吐量（单位：吨）



数据来源：从统计看民航

航权开放给中国航空公司带来巨大压力的同时，却也给中国机场尤其是枢纽机场带来发展的机遇。03年，我国与美国、澳大利亚、新加坡等国签署了较为宽松的双边运输协议。07年5月，我国与美国在04年民用航空运输协议基础上签署新的协议，美国航空公司获准在中国设立航空货运枢纽，并可利用第五航权从第三国的21个城市及美国多个城市飞往中国或第三国，美国航空公司获得更为宽松的航权安排。现在美国有7家航空公司飞中国，每周航班数为192班，比04年增加了138班/周。由于三大枢纽机场的国内航线密集、区域位置优良，国际航空公司增加在中国的运能仍将首选三大枢纽机场，如联邦快递亚太运转中心落户广州白云机场、美国联合包裹公司选择了浦东机场。



## 2、非航空业务收入将成为机场的重要收入来源

表 9：主要机场商铺数量（单位：家）

		北京	上海	丹佛	香港
隔离区	商贸	41	24	50	113
	餐饮	15	6	42	23
	休闲	0	0	6	5
公共区	商贸	7	13	10	19
	餐饮	27	11	13	22
	休闲	5	0	0	0

数据来源：AMT

机场业务的构成包括航空业务和非航空业务。在航空业务中，机场为航空业务的参与各方提供场地和设施，因此在航空业务中，机场主要是通过提高资源利用率、保证服务质量和安全来提高业务收入的增长。而对于非航空业务，机场拥有非航空业务的控制权，针对机场旅客的平均收入较高，在机场停留一定的时间，且过境旅客可以购买免税商品等特点，机场可以通过更好的商业规划和灵活的特许经营权来增加业务收入。

我国机场在非航空业务的发展远远落后于全球主要枢纽机场。但是，随着机场市场经营主体地位的确立，机场管理者在机场建设和经营中也更加重视机场商业规划和商业开发。人流物流集中、国际航线集聚、在机场扩建中进行了相应的规划调整利于商业开发以及更易取得政策支持等等使得枢纽机场在商业开发上具有先天优势。

05年民航总局首先确定在北京、上海、广州和深圳机场实行特许经营的试点。首都机场和浦东机场都在积极推进非航空业务的发展，首都机场在05年初在零售、餐饮及广告业务上率先推行特许经营模式，06年又将地服、环卫、保安服务等业务以特许经营和外购服务等方式交给集团公司经营。这不仅使得首都机场专注于构建服务保障平台，提高机场整体的运行效率，还增强了机场的盈利能力，降低了机场的运营成本，有效实现了机场资源价值的最大化。06年首都机场的边际毛利率比04年提高了50%，零售、餐饮、广告等营业额达到14亿元，非航空收入与航空收入的比例已基本持平。上海浦东机场也在积极推进非航业务的发展。浦东机场T1和T2候机楼的招标工作已于今年上半年完成。一方面，在T2候机楼投入使用后，商业面积较以前扩大了2万平方米，租期也有所延长；另一方面，采用了国际通行的“保底租金+收入分成”模式收取租金。这既确保公司获得稳定的保底收入，也使得机场可以分享客流量的增加所带来的商业收入。



### 3、机场之间的竞争将日益激烈，集团式扩张势头不减

目前国内机场的竞争还主要发生在地区内机场的竞争，但随着准入制度的放宽以及国内航空公司加入国际航空联盟，机场的竞争也将发生了一些新的变化。

首都机场是集团扩张的尝试者。在短短几年，首都机场通过全资、控股、参股等方式，控制了国内31个机场，利用自身的品牌和管理经验，为下属的机场建立相同标准的服务、安全标准，以达到构建支线支援干线、干线支援枢纽的机场网络，为首都机场的发展构建庞大的机场网络的发展战略。而在在07年3月，国务院下发了《关于加快发展服务业的若干意见》，宣布放宽民航等市场的准入规划，引入竞争机制，实现投资主体多元化。此后，法兰克福机场购买了西安机场24.5%的股权，新加坡樟宜机场与深圳机场集团成立了合资公司，目标在于管理更多的国内中小机场。随着国外机场管理者的进入，将给国内机场带来新的经营理念，将促进国内机场经营模式和管理水平的提高。其次，由于国内航空公司加入国际航空联盟的步伐在加快，三大航空联盟已初步在中国完成布局，联盟竞争将使得机场间的竞争扩大到机场群的竞争以及机场与地面运输业间的竞争，从而影响机场的布局和机场中枢地位的建立。

### （三）机场股的投资策略

一方面，机场在整个航空运输产业中处于上游，相对航空公司，竞争较小，拥有更大的议价能力。另一方面，基础设施的特点以及机场的业务模式决定了机场的盈利波动相对较小。与航班起降架次和机型结构直接相关的收费模式决定了机场的收入和盈利性不受航空公司的客座率和收益水平的影响。同时，机场的成本相对固定。作为资本密集性行业，机场的主要运营费用为折旧、维修、和人工成本，受外界因素影响不大。尽管航油价格一路飚升，但对于机场股影响却不大。

另外今年4月，民航总局推出民用机场收费改革方案第三稿，第三稿中内航内线的收费标准、国内航线起降费标准以及货邮的安检费都有不同程度的上调，新方案对机场的不利影响明显降低。

#### 重点关注：上海机场——国内三大枢纽机场之一，期待整体上市

☆ 2007年1-9月，上海机场实现营业收入23.18亿元，同比增长7.13%；实现归属于母公司所有者的净利润12.78亿元，同比增长10.19%。1-9月份，飞机起降架次、旅客和货邮吞吐量增速分别为9.54%、8.18%、16.3%。

☆ 短期看，随着年底新航站楼和货站的完工、奥运会的举办，08年浦东机场业务量增速将加快；但新航站楼和跑道资产年底竣工并投入运营，预计公司的管理费用和财务费用将增长较大，对公司短期业绩影响较大。

☆ 从长远角度上看，浦东机场是值得长期投资的。首先腹地经济的快速增长为浦东机场的发展奠定了坚实的基础；其次，08年新航站楼的投入使用，既有效缓解目前浦东机场资源紧张的局面，可将目前被分流到

南京、杭州的部分货源吸引回来；又将推动了浦东机场的枢纽建设，国航等航空公司将进驻新航站楼，这将促进浦东机场航空业务的进一步发展。

☆ 非航业务将成为浦东机场新的利润来源。浦东机场在T2候机楼投入使用后，商业面积较以前扩大了2万平方米而且公司采用了国际通行的“保底租金+收入分成”模式收取租金。这一方面确保公司获得稳定的保底收入，另一方面，也可以分享客流量的增加带来的商业收入。最后，亚太航空枢纽的建设也使得浦东机场获得更多政策上的支持。

☆ 市场所期待的上海机场整体上市，只是时间问题。无论整体上市采取何种方式，都必然增厚上海机场的业绩。

表 10: 重点公司盈利预测

	12月3日收盘价	EPS (元)			PE			评级
		07F	08F	09F	07F	08F	09F	
中国国航	22.35	0.327	0.506	0.64	68	44	35	买入
南方航空	23.98	0.441	0.635	0.76	54	37	31	买入
上海机场	32.89	0.87	0.99	1.10	37	33	30	买入

## 广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

航空运输业(010609)行情走势



## 相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。