



华泰联合证券

HUATAI UNITED SECURITIES

认清所处周期、把握动态变化

航空股研究与投资逻辑

李军

2010年7月30日

-
- 航空研究员日常研究工作需要关心哪些方面？
 - 1、跟踪航空需求
 - 2、打听航空公司订购、退出、租赁飞机的信息
 - 3、关心油价以及衍生的燃油附加费的调整信息
 - 4、关心汇率的信息
 - 5、宏观经济、消费、进出口、国际冲突。。。。。
 - 6、上述因素和我们的标的有何关系呢？

目录



航空业ABC

分析框架：认清所处周期，把握动态变化

关键因素：影响因素

数据特征：消费与周期之辨

行业花絮：空姐美貌大比拼

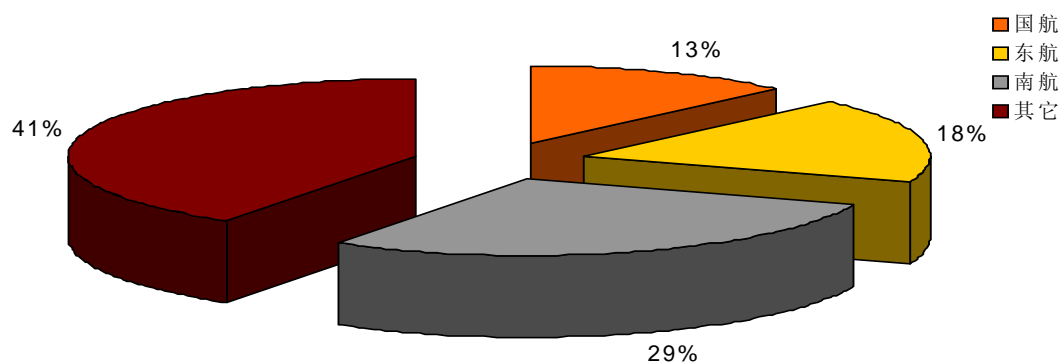
航空业ABC

■ 竞争者：四大航+X

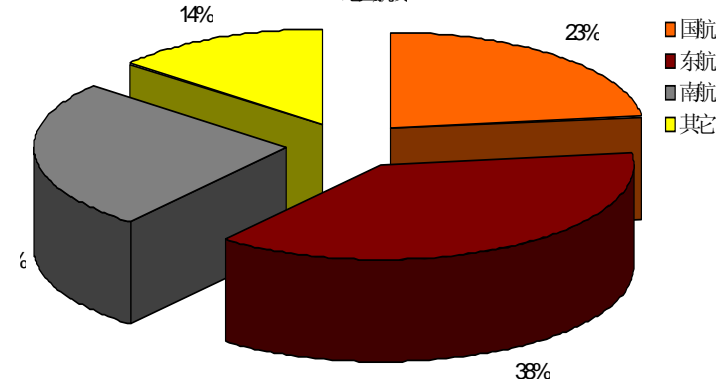
- 国航(飞机架数：约260架)：控股国货航、深航（飞机约90架）、相对控股山东航空、通过深航控股河南航空、通过深航控股昆明航空
- 南航(飞机架数：约360架)：控股珠海航空、贵州航空、广西航空、汕头航空、厦门航空；参股：中国邮政货运航空、四川航空股份
- 东航(飞机架数：约320架)：控股中货航、东航云南有限公司
- 海航集团(飞机架数：约240架)：包括大新华航空、扬子江快运、首都航空、金鹿公务机航空、天津航空、祥鹏航空、西部航空
- 其他航空：括奥凯航空、幸福航空、成都航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空、东海货航、翡翠货航（深航参股）、河北航空（四川航空控股）、银河货航、友和通道货航。
- 航空吞吐量 国内 2.1亿+国际0.15亿+地区0.05亿

■ 市场占有率

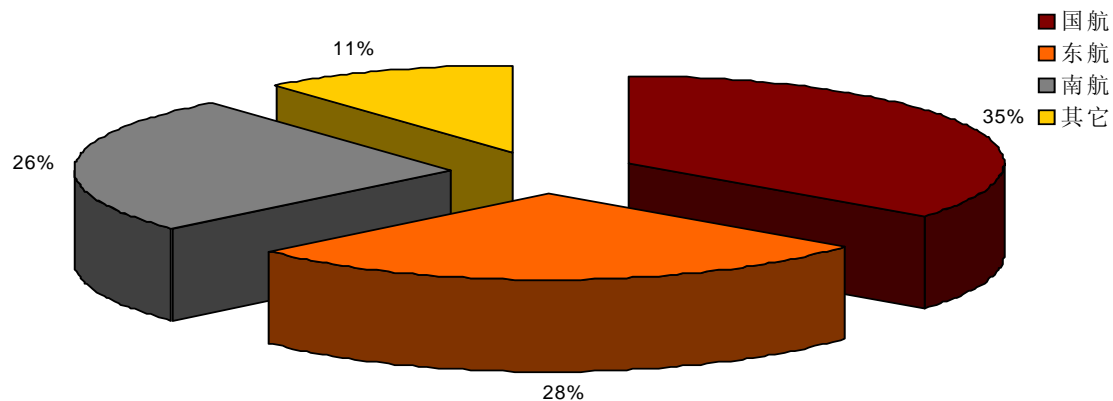
国内航线



地区航线



国际航线



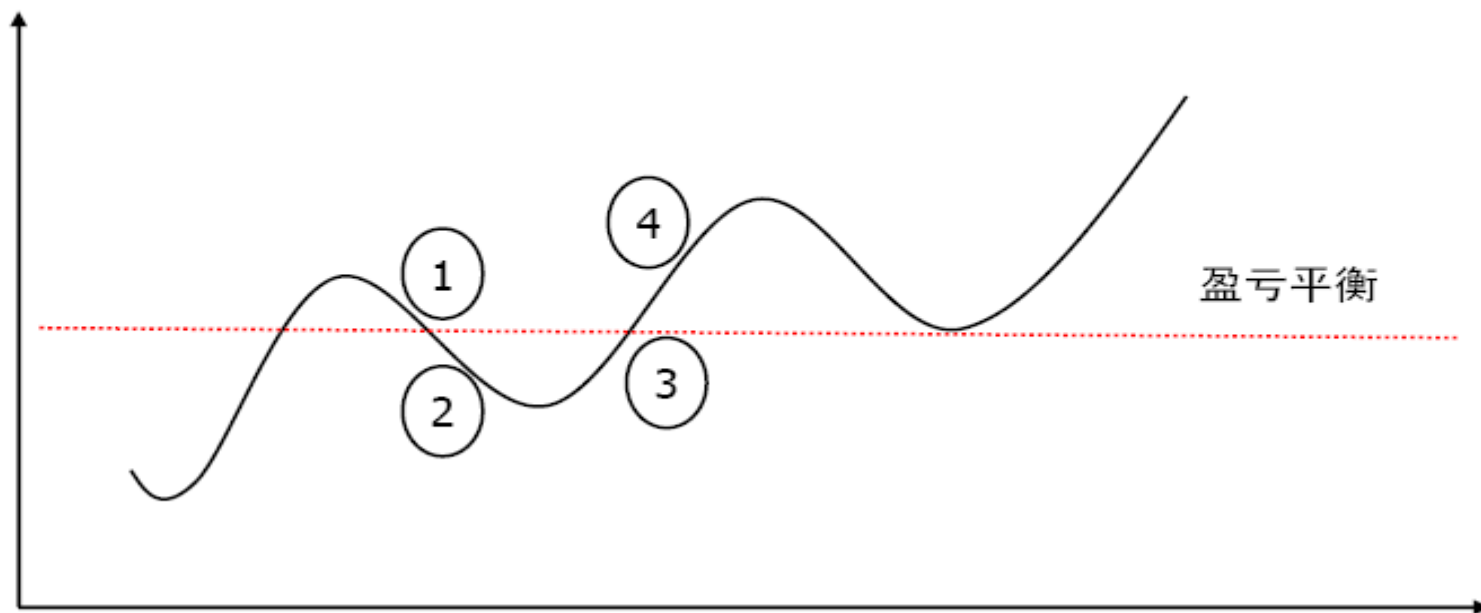
资料来源：华泰联合证券研究所

航空股研究与投资逻辑

- 周期性行业的投资之道
- 航空业的周期性特征
- 航空业自身的盈利分析框架

■ 周期性行业的四个阶段

行业周期示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

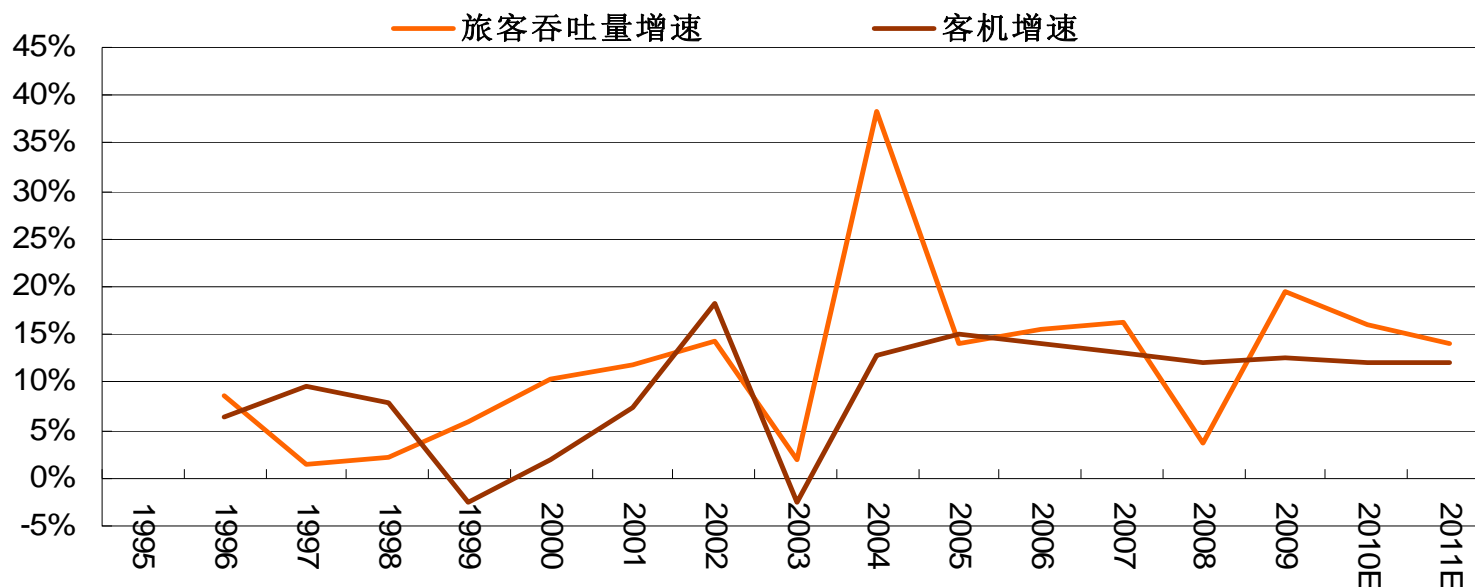
■ 周期性行业的四个阶段

- 1、供需开始恶化
- 2、衰退加速
- 3、供需开始好转
- 4、供需日趋紧张

-
- 周期性行业的四个阶段
 - 1、静态估值的崩溃：每一个反弹都是卖出的良机
 - 2、估值优势凸显：关注边际需求与边际供给曲线的交叉
 - 3、供需开始好转：基于需求恢复的第一波反弹
 - 4、价格加速上涨：估值屡创新高

-
- 如果判断所处阶段和发展趋势
 - 1、我们站在何处？表观：毛利率、**ROE**；内在：客座率、利用小时

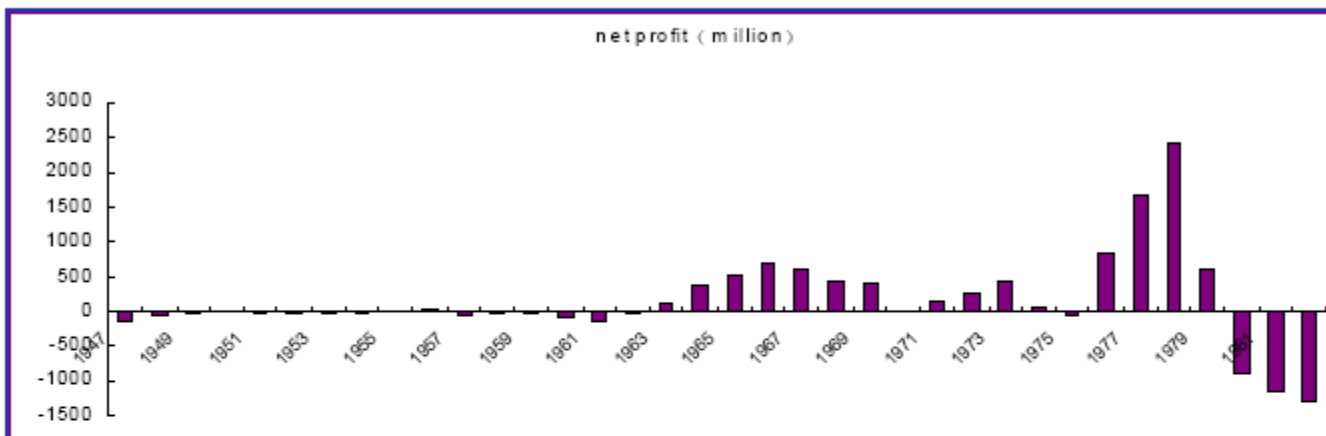
- 如果判断所处阶段和发展趋势
- 2、未来向何处去？看边际需求与边际供给的发展趋势！！！！



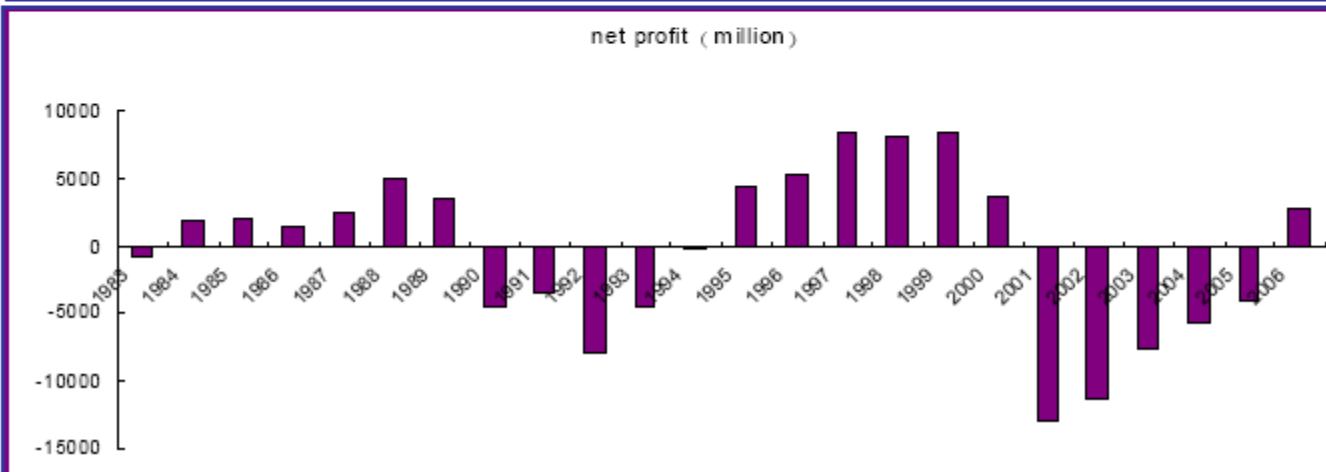
资料来源：华泰联合证券研究所

■ 航空业的周期性特征：典型的周期性行业

全球航空业利润时间序列

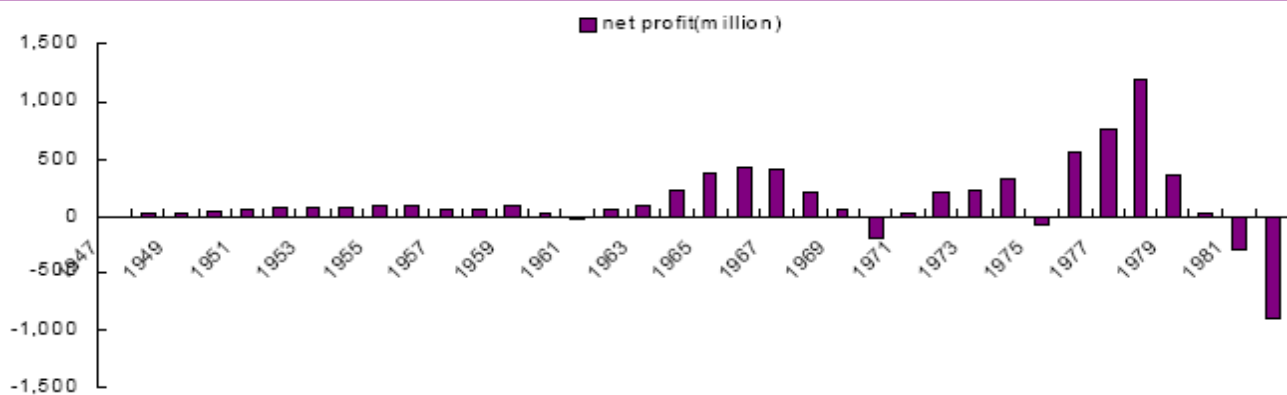


Y1947-Y1982

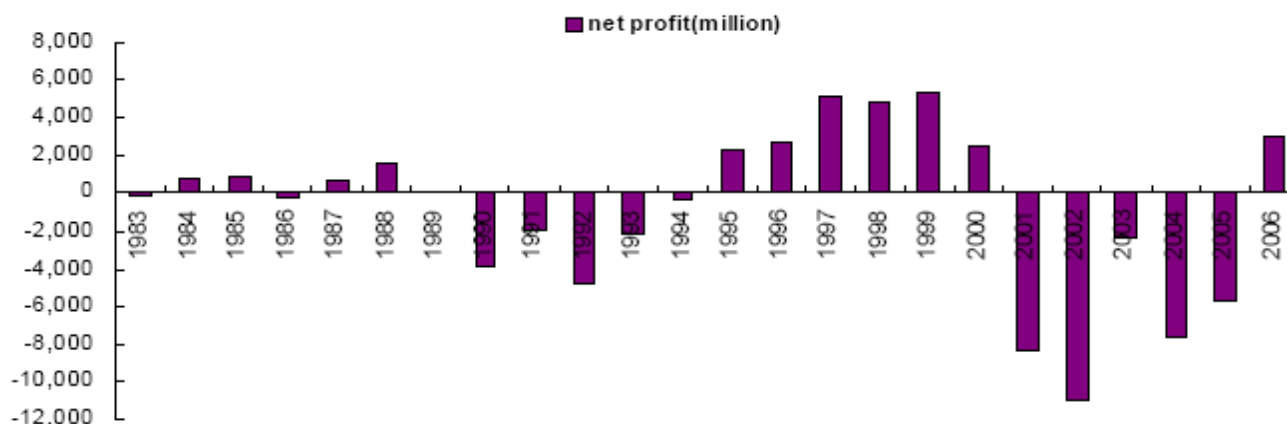


Y1947-Y1982

美国航空业利润时间序列



Y1947-Y1982

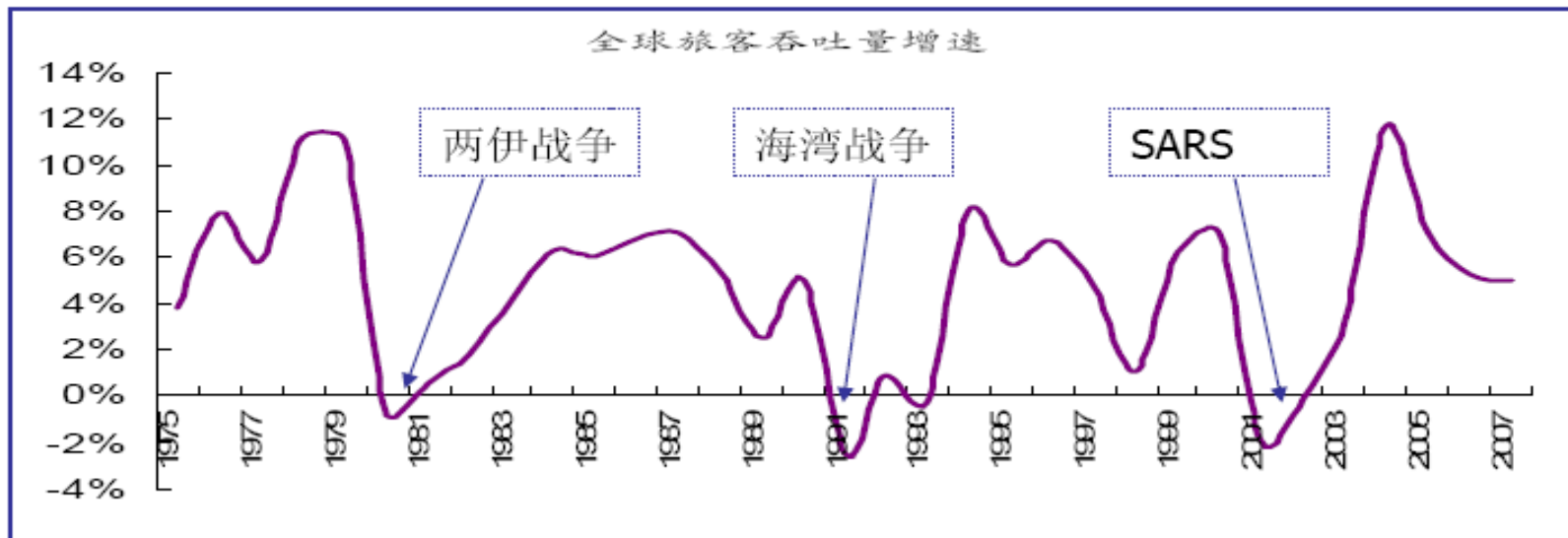


Y1947-Y1982

■ 航空周期性的来源

- 1、周期性行业共性：供给与需求的不匹配
- 2、航空行业的特性：需求的脆弱与易波动性

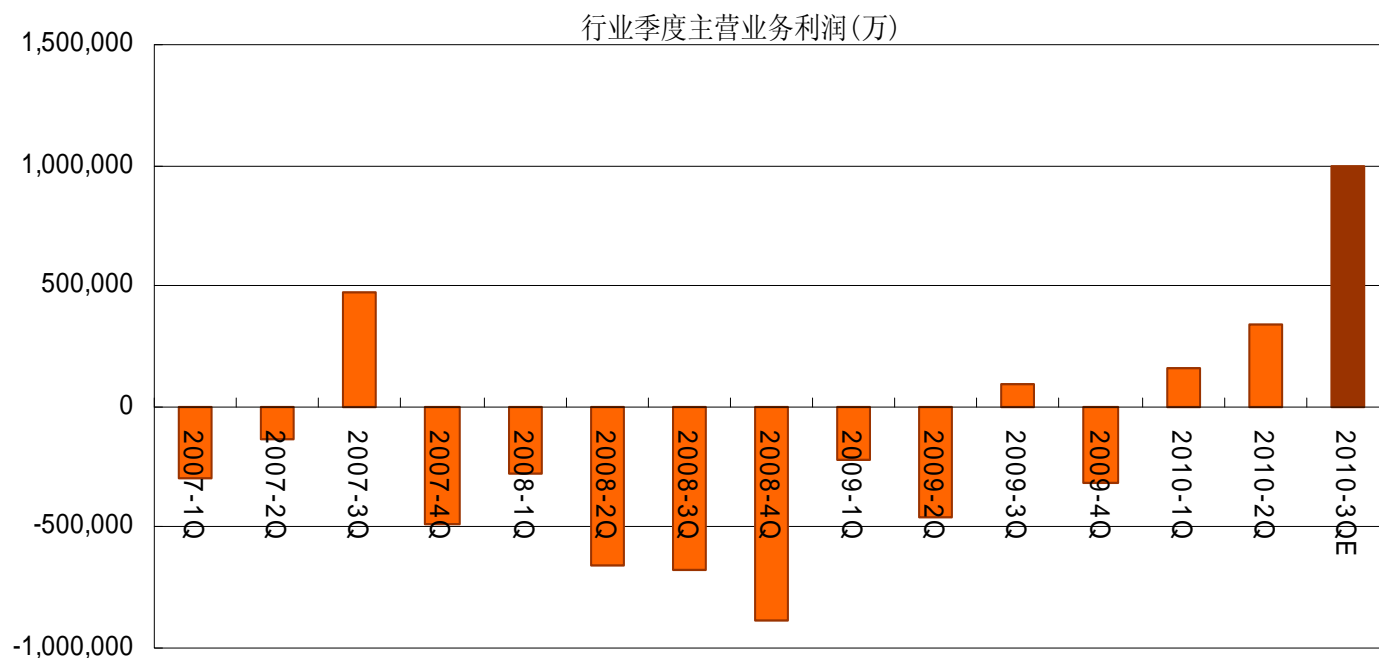
重大偶然事件对短期航空需求造成重大扰动，影响航空供需格局



资料来源：华泰联合证券研究所

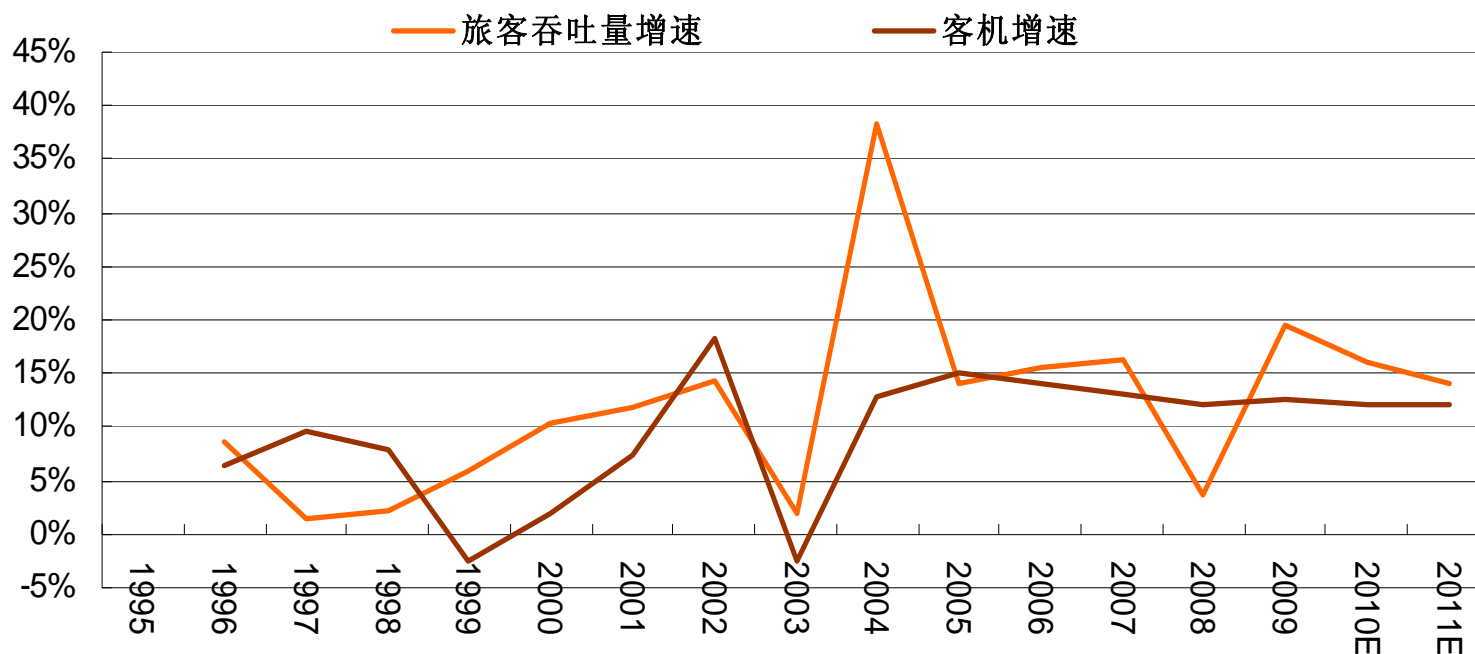
■ 如果判断所处阶段和发展趋势

- 1、我们站在何处？表观：毛利率；内在：客座率、利用小时



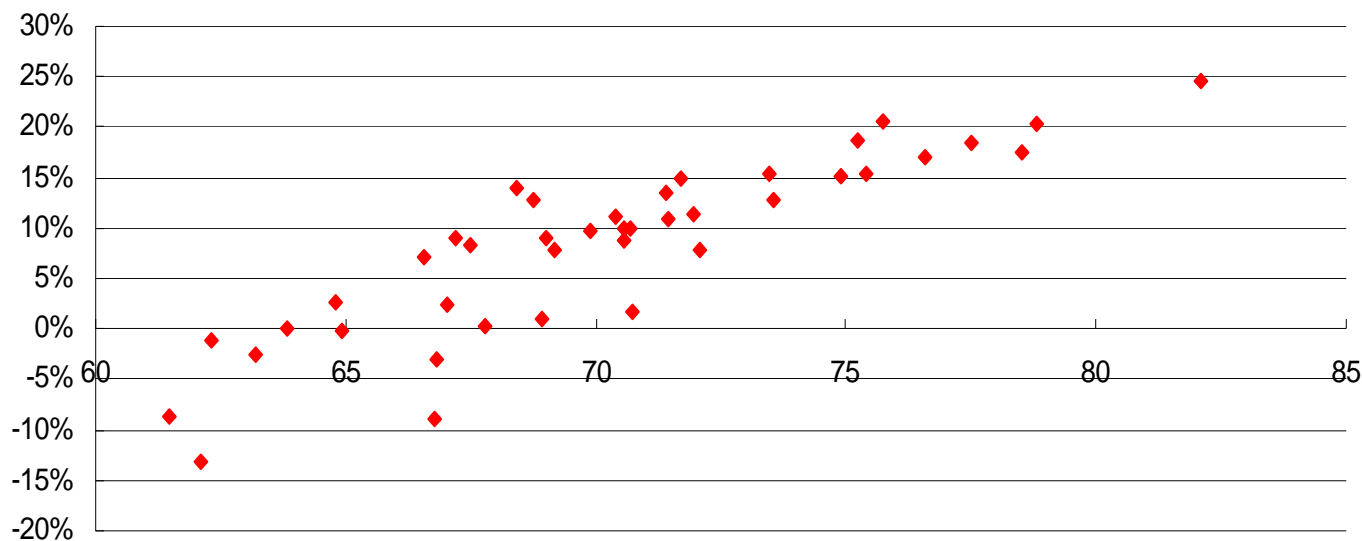
■ 如果判断所处阶段和发展趋势

- 2、未来向何处去？看边际需求与边际供给的发展趋势！！



资料来源：华泰联合证券研究所

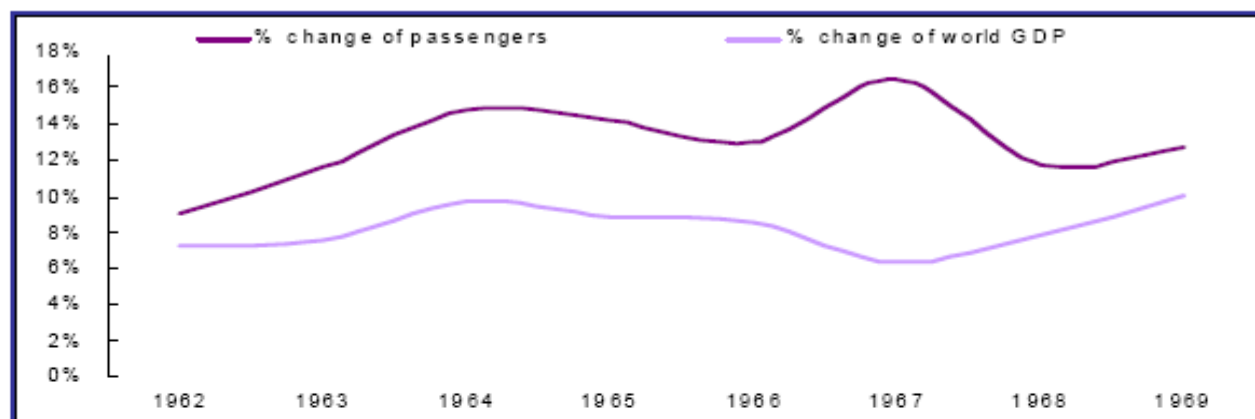
■ 3、综合利用率直接决定行业的盈利水平



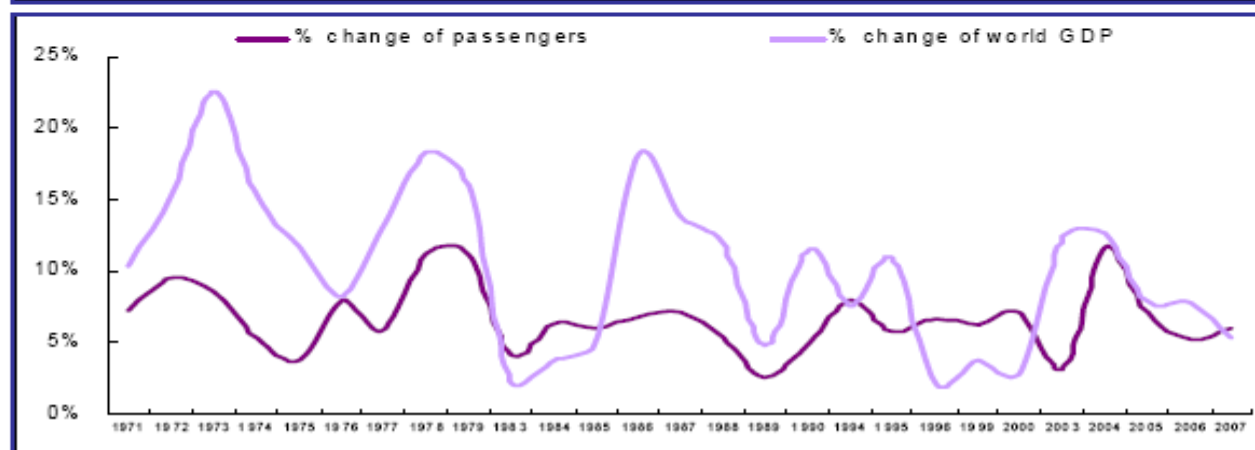
资料来源：华泰联合证券研究所

■ 航空需求的判断：总体趋势与弹性

◆ 不同经济发展阶段对应不同的航空需求弹性



1970年前全球航空业的高增长阶段。

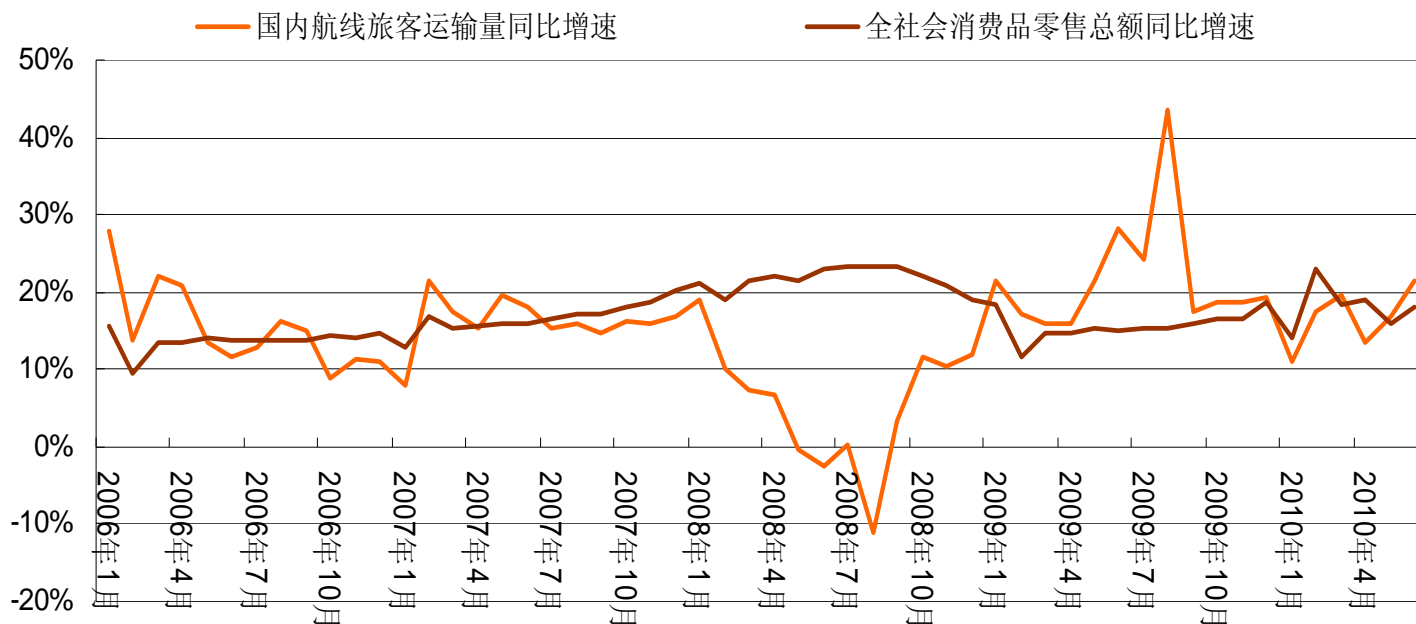


1970年后全球航空业的平稳增长阶段。

资料来源：华泰联合证券研究所

■ 航空需求的判断：国内与国际的不同驱动因素

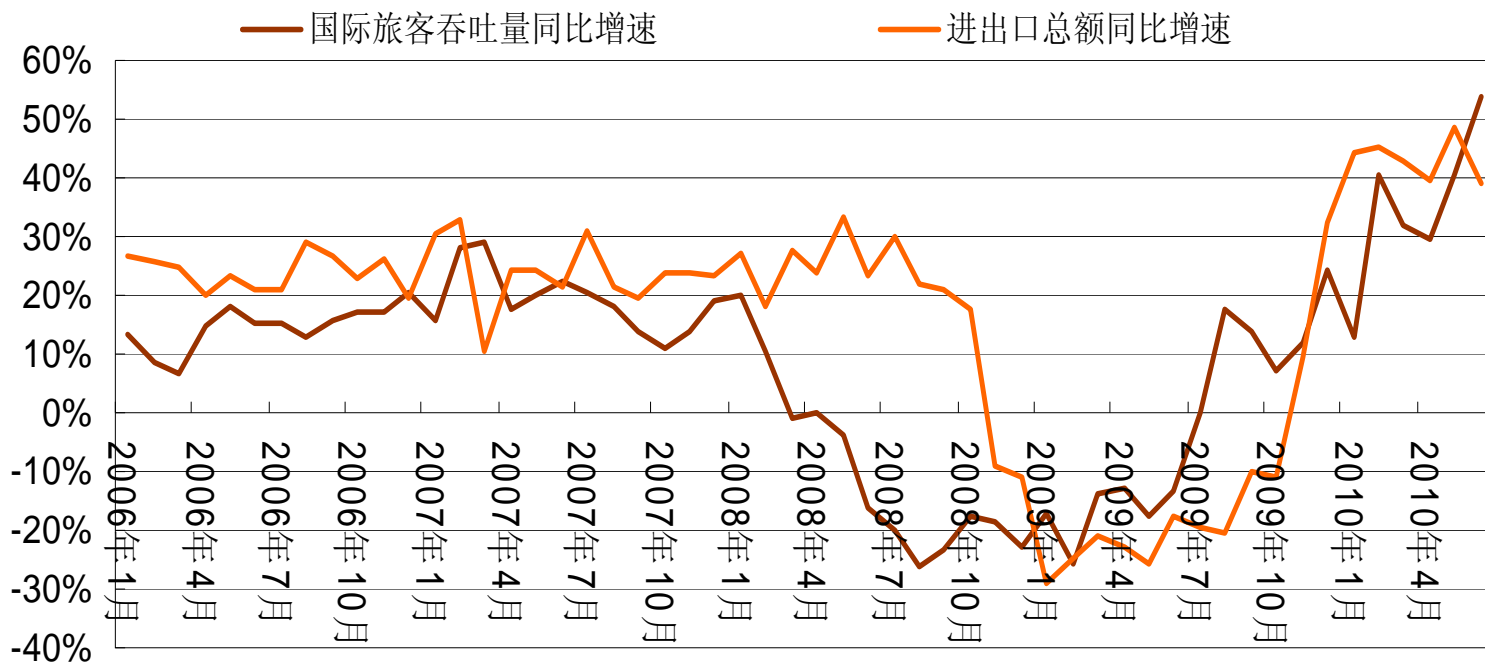
■ 1、国内航线：主要依赖于消费



资料来源：华泰联合证券研究所

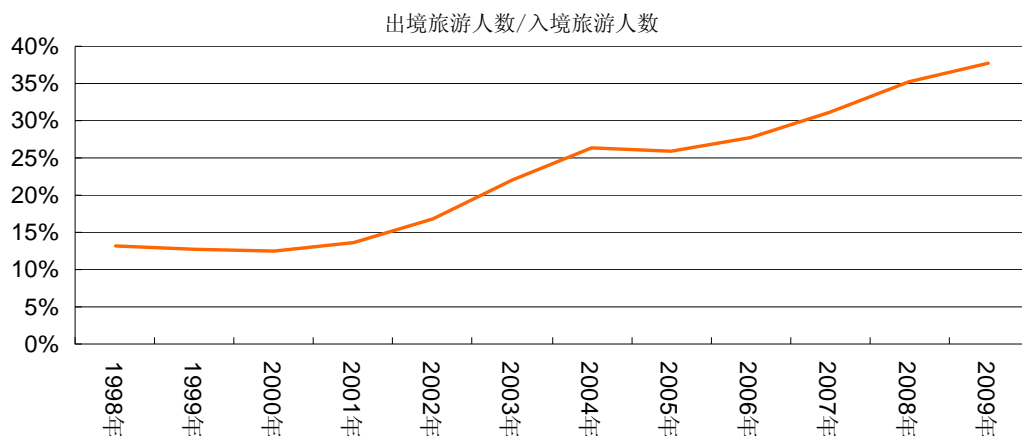
■ 航空需求的判断：国内与国际的不同驱动因素

■ 2、国际航线：主要依赖于进口+出口

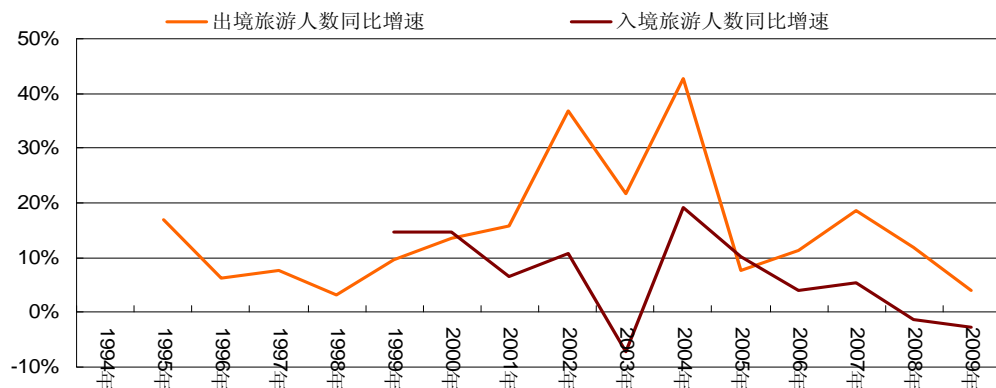


资料来源：华泰联合证券研究所

■ 3、国际航线的长期趋势：逐步向依赖于国内消费过度



出境旅游人数占出入境
旅游人数占比逐步提升

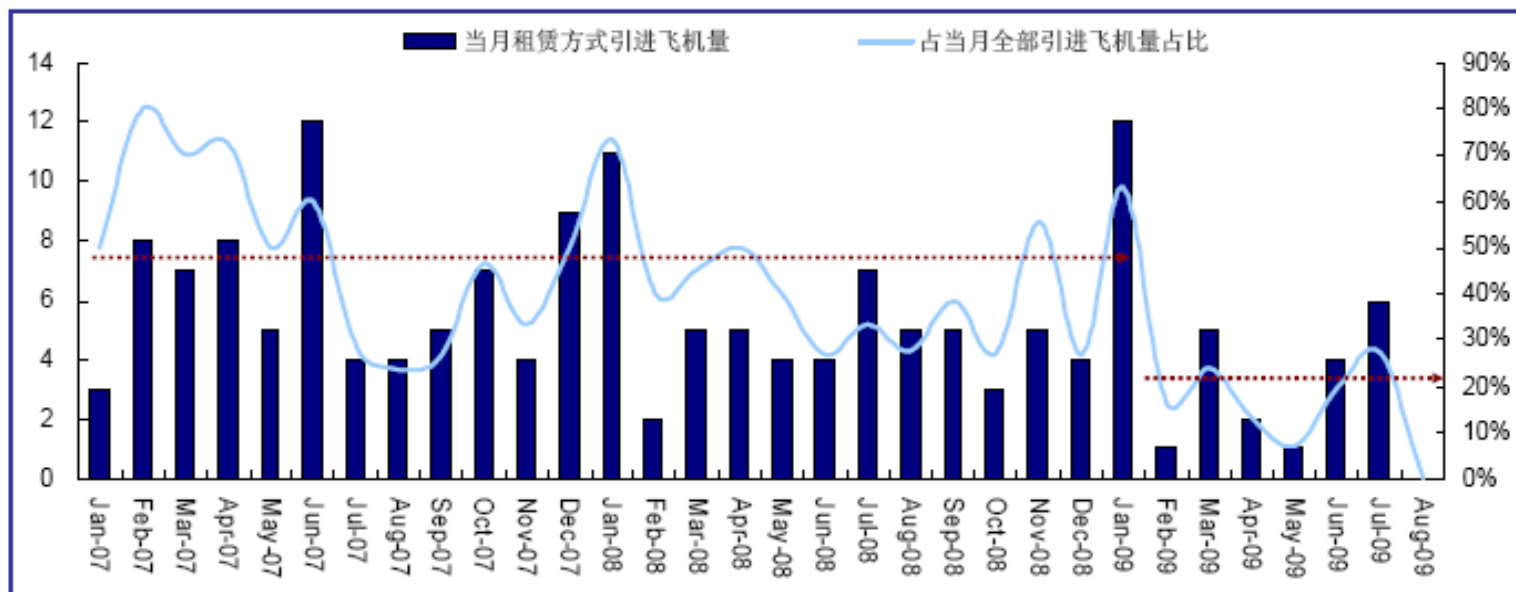


出境旅游人数同比增速高
于入境旅游人数同比增速

资料来源：华泰联合证券研究所

■ 航空供给的判断：自购订单的刚性与租赁运力的弹性

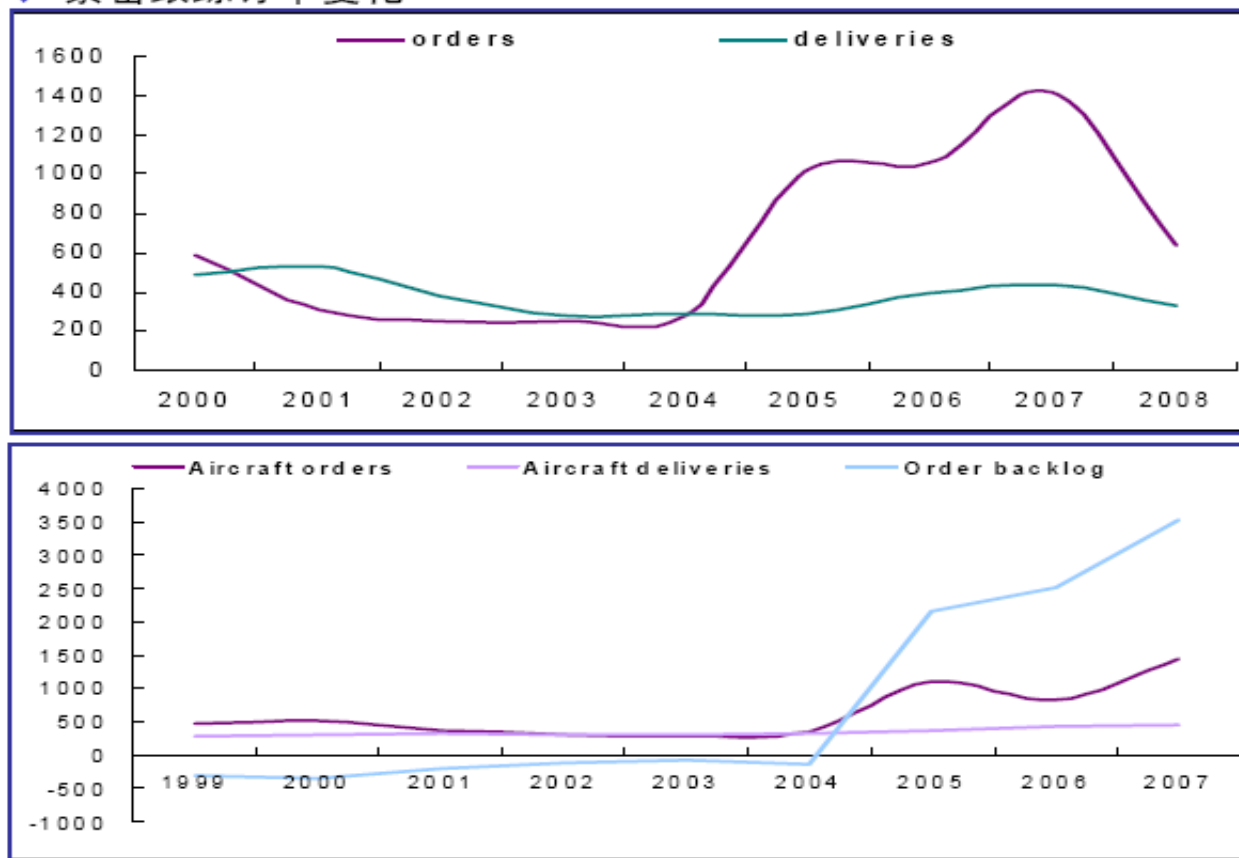
- 1、运力投放=现有运力+自购订单+当期租赁-当期退出
- 2、运力增速相对可控的来源：当期租赁占比高+飞机引进需审批



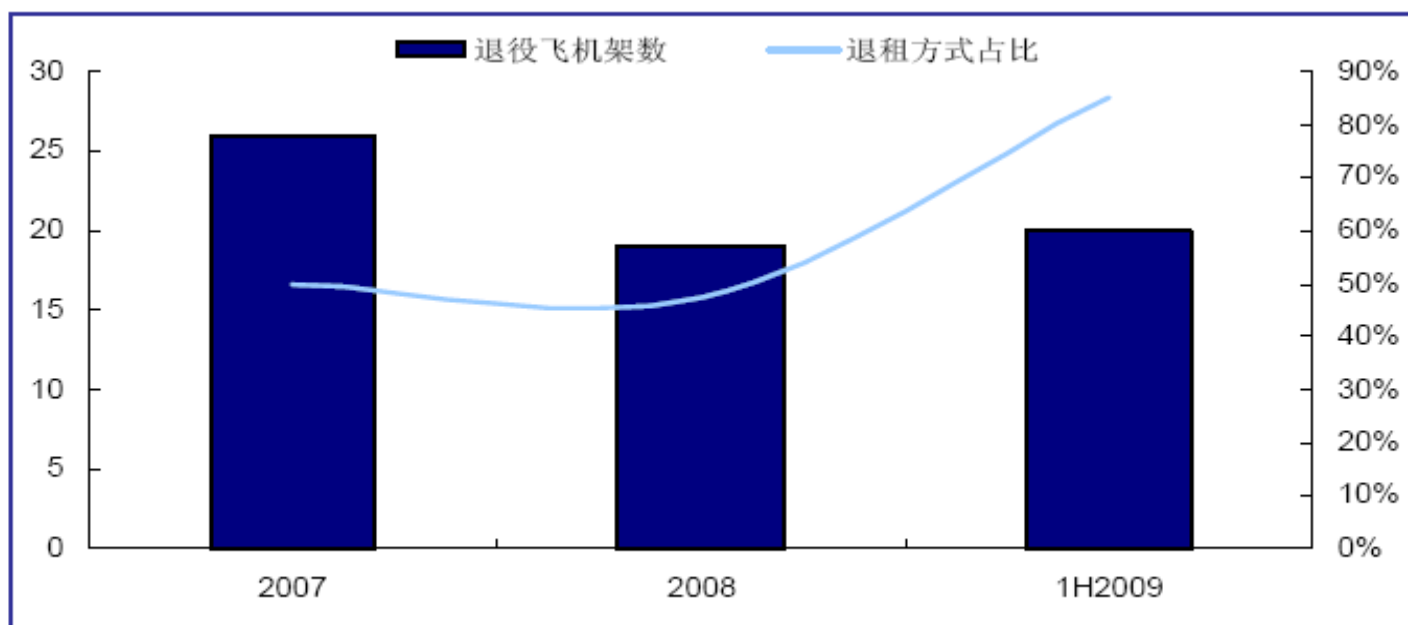
资料来源：华泰联合证券研究所

3、自购订单：紧跟订单变化与交付周期

◆ 紧密跟踪订单变化



- 4、运力退出：分析现有运力构成（租赁年限+自购机队年龄）预测退出可能

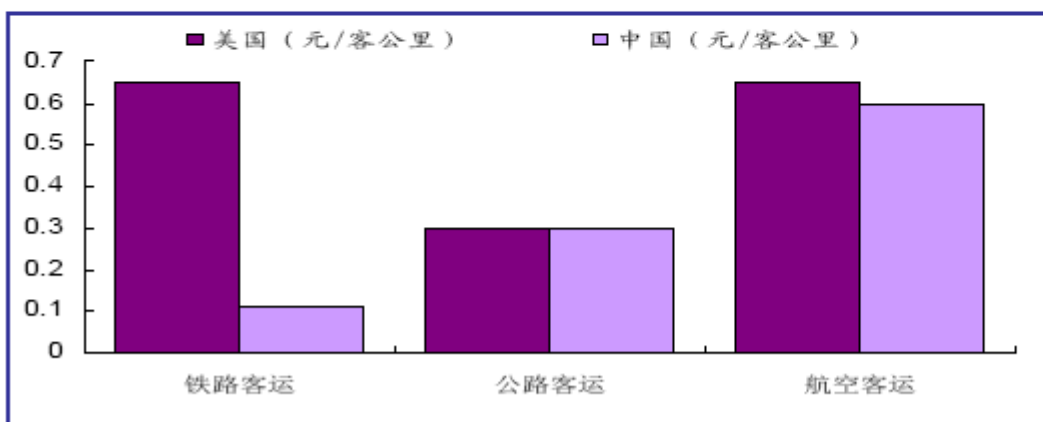
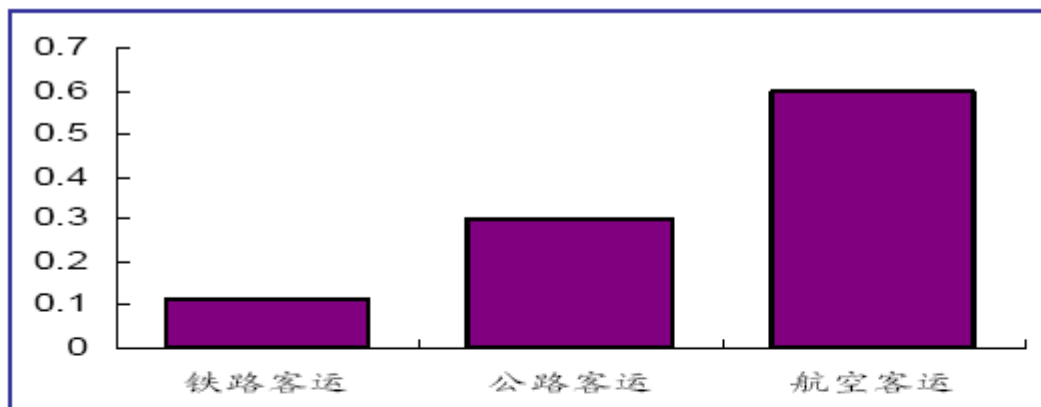


资料来源：华泰联合证券研究所

■ 航空公司的盈利预测框架

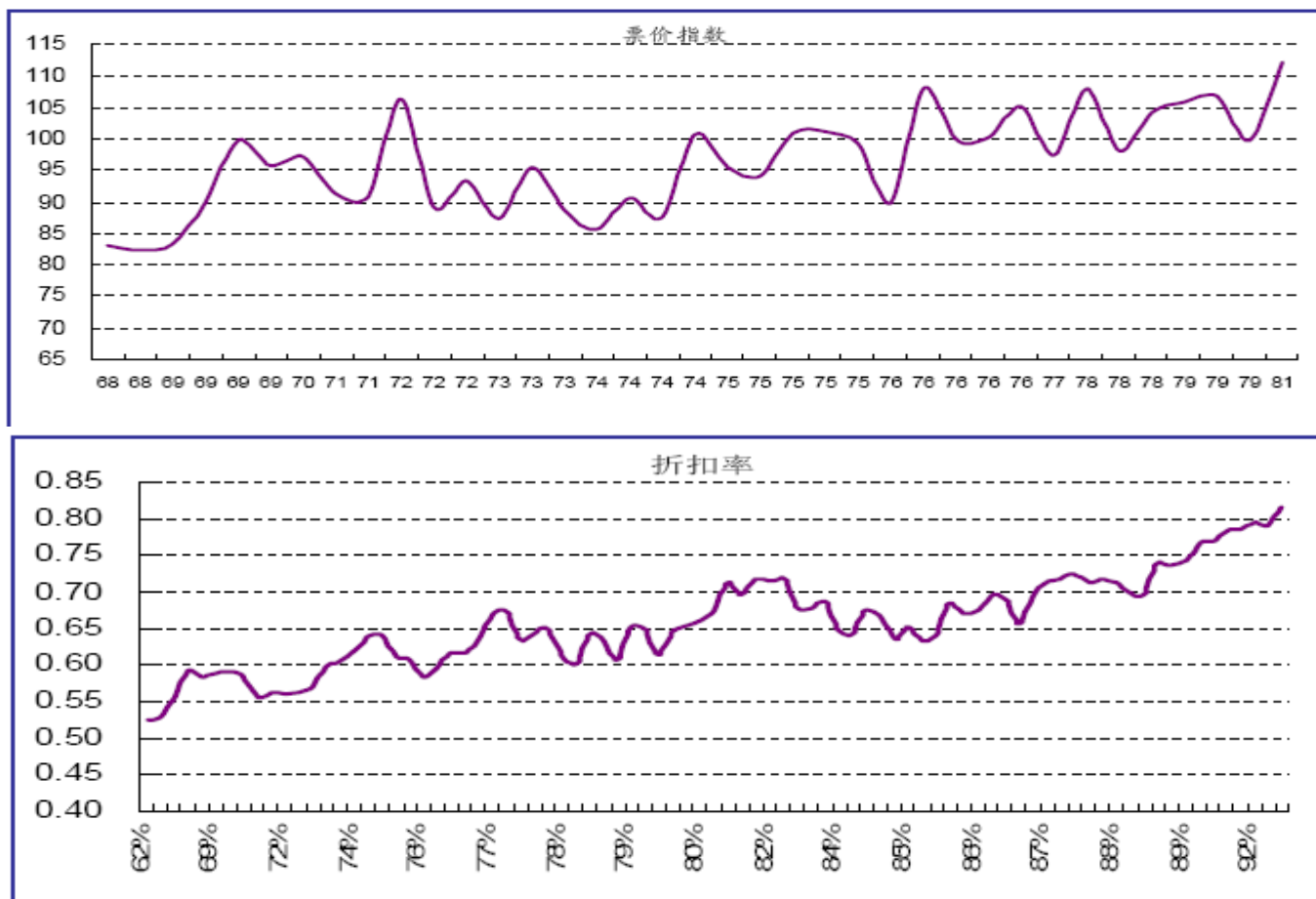
- 1、收入端：对运价最敏感、客座率次之
 - 收入=可用座公里ASK*客座率PLF*客公里收益
 - $PLF = F((\text{行业需求} / \text{行业运力}), \text{公司管理}, \text{其他因素})$
 - 客公里收益= $F(\text{客座率}, \text{利用小时}, \text{成本})$

2、运价：航空研究的重中之重：长期看运价的比较关系



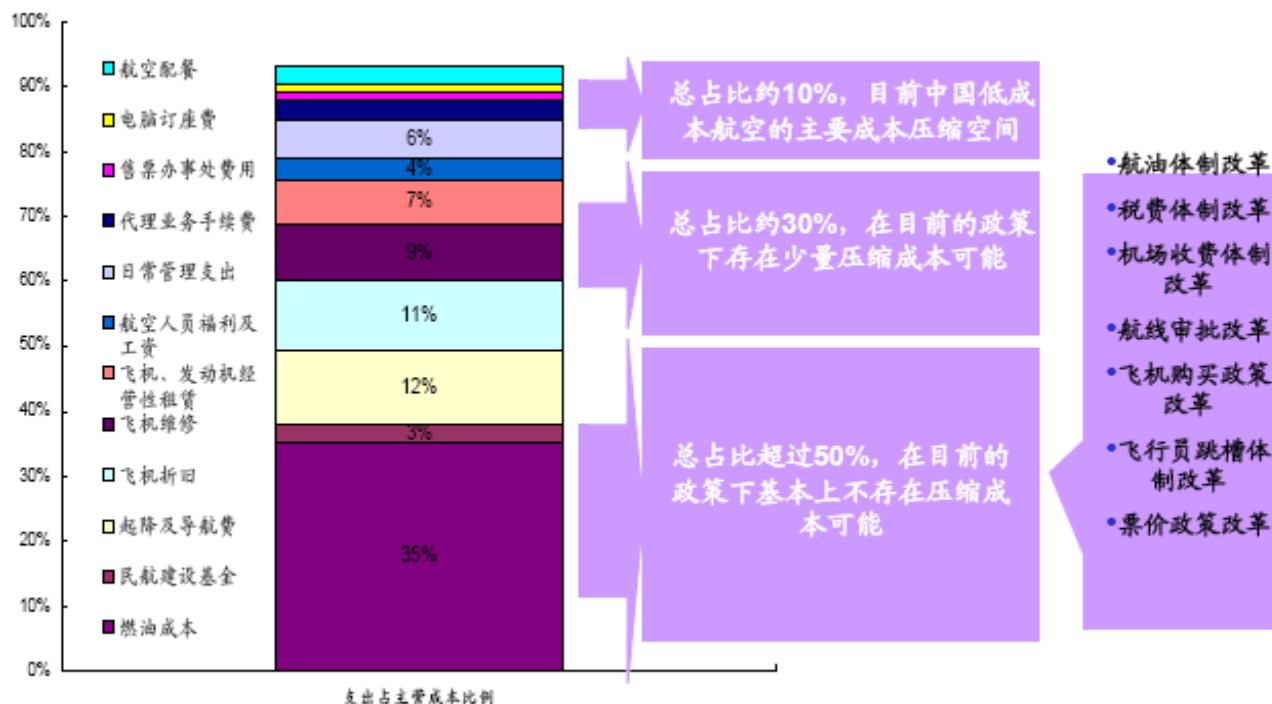
资料来源：华泰联合证券研究所

3、运价：中期看运价决定于综合利用率与成本



3、成本：航油价格成本航空公司成本的最大波动源

◆ 航油成本在航空公司全部主营成本中占比30%-50%



资料来源：华泰联合证券研究所

■ 航空业关键影响因素与特征数据

- 1、政策：政府对于中远期的运力增速规划
- 2、消费增速—需求增速
- 3、基准票价制定政策：目前基准价格**0.75元/客公里**

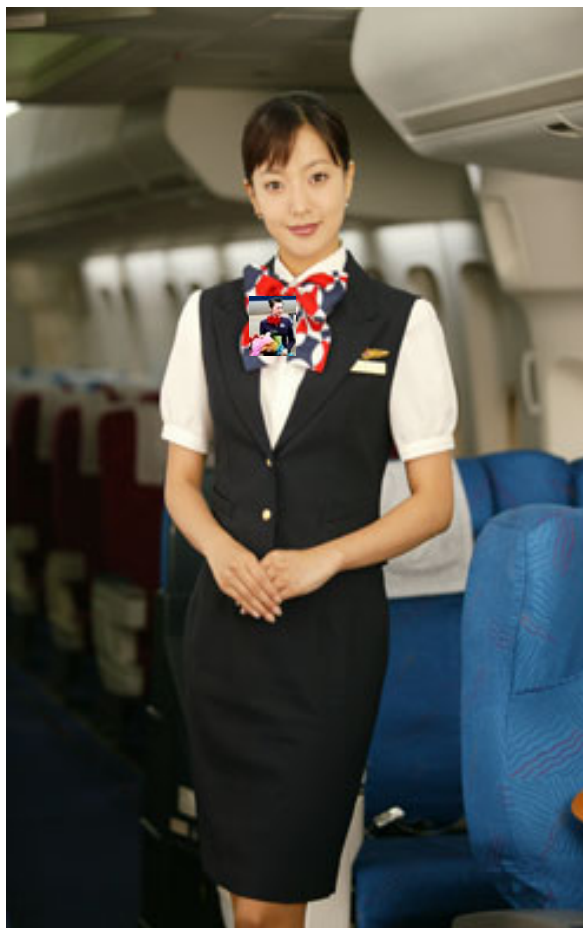
- 1、旅客吞吐量、旅客周转量**RPK**
- 2、**ASK**可用座公里、**ATK**可用吨公里
- 3、**PLF**客座率、载运率、货邮载运率
- 4、客公里收益、票价指数
- 5、航油价格、人民币对美元汇率

空姐美貌大比拼——此方面我的研究很不专业

国航



南航



东航





谢 谢