

航空运输业研究

行业趋势向好不变 行情演绎尚待时日

——航空运输业 08 年报及 09 年一季报回顾总结

- 年报业绩土崩瓦解，不可测因素再推一把。总体来看，市场对近乎土崩瓦解的航空公司业绩已有所预期，但年报显示，市场估计有所不足，原因主要为：1、资产减值损失不可预料。在去年四季度，部分航空公司较大幅度计提了资产减值损失，以反应行业低迷时，飞机及相关部件价值的贬值。南方航空第四季度对 23 架客机与 2 架货机计提了减值损失 20.48 亿。东方航空第四季度对机队计提减值损失 20.22 亿。2、公允价值损失超出预期，中国国航公允价值损失为 77 亿元，高于市场估计的 68 亿元，原因在于对燃油套保损失估计不足和对其利率与汇率套期没有估计（2.5 亿）。3、第四季度一些成本项的集中释放。尽管油价在四季度有所下降，但是营业成本上南方航空高于三季度 7 个亿，东方航空高出 10 个亿。除去这些因素之外，航空公司的经营业绩基本在预料之内（其中具体公司还有所不同，请参见我们年报点评）。
- 季报环比出现大幅好转，但不足预期。一季度除了航油成本大幅下滑外，各航空公司盈利还主要来自于民航基础建设基金的返还与政府的补助，中国国航、东方航空、南方航空分别收到这类性质的资金为 6.55 亿、8.77 亿、10.72 亿。剔除营业外收入、公允价值变动收益、汇兑收益后，主业经营上中国国航盈亏平衡，东方航空亏损 12.85 亿，南方航空亏损 7.92 亿。中国国航在三大航中经营能力还是最强。三大航经营业绩相比四季度，亏损幅度大幅减少，但不足分析师预计，主要原因在于票价水平的下滑超出了市场估计，东方航空票价水平环比下滑 15%，南方航空票价水平下滑 10%。（关注一下公允价值损益与投资收益的会计处理）
- 行业趋势向好不变。一季度行业经营性亏损已大幅减少，同时国内油价在 3 月 25 日又大幅下调 430 元/吨，目前国内油价在 3850 元/吨，有利于航空公司进一步减轻成本压力。另一方面，进入二、三季度，传统的航空小旺季与大旺季，票价水平有望得到一定提升。再次，目前对世界经济与国内经济环比复苏的预期，也使得航空公司在量与价上存在期待。从技术上来讲，4 月 20 日出票系统打折方式的改变也将有利于低价票的提升（尽管从理性角度分析，这是一个中性的影响）。三大航来看，我们预计中国国航二季度将有最大可能实现盈利。
- 行情演绎尚待时日。尽管从环比趋势来看，航空公司盈利不断向好，但是目前的时点上，航空股要演绎一波行情，我们认为尚需时日，原因在于 1、前一次航空股的行情是在国内业务高增长下带来的遐想，但一季报的披露表明，量增同时票价下滑也超出预期。而国内业务要突破一季度的高增长很难，量增带来的业绩改善的预期也因一季报而变弱。2、旺季带来票价水平的提升尚需观察，目前的数据很难判断票价水平已有一个对股价产生刺激作用的提升。3、航空股接下来的触发性因素除了票价这一因素外，还有国际业务方面的改善，我们认为今年国际业务在下半年会有明显复苏，但目前时点上看不到数据支撑，需要等待数据的公布。今年航空股可能会碰到事件性的机会，比如中国国航与东星航空之后的发展，东方航空的云南分公司处置等等，但真正持久性的行情，我们认为还在于这三面的突破。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输业分析师

8621-50366888 × 6066

Zhangqi1f@orientsec.com.cn

王晶

首席分析师

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

航空

报告日期

2009 年 5 月 8 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

2.37

12.11

-41.65

相对表现 (%)

-2.05

1.89

-15.59

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
中国国航	0.32	-0.77	0.28	6.90	买入
南方航空	0.31	-0.74	0.24	5.51	买入
东方航空	0.33	-2.81	0.04	4.97	中性

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《中国国航年报一季报点评》	2009.04.17
《东方航空年报点评》	2009.04.16
《南方航空年报点评》	2009.04.15
《南方航空一季报点评》	2009.04.28
《东方航空一季报点评》	2008.04.19

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

年报业绩土崩瓦解，不可测因素再推一把

年报业绩低于预期，但经营性盈利预料之内。总体来看，市场对近乎土崩瓦解的航空公司业绩已有所预期，但年报显示，市场估计有所不足。

中国国航：业绩低于预期原因在于 1、公允价值损失超出预期，为 77.06 亿元，其中油料套期保值损失为 74.72 亿元，而原来公告是 68 亿元，影响 EPS 0.074 元。2、投资净收益为-11.52 亿元，其中主要为投资香港国泰航空亏损 11.88 亿元，油料套期保值已实现交割损失 4.48 亿元。对国泰航空投资的损失额难以预知，影响 EPS 0.094 元。3、四季度产生汇兑损失 6.51 亿，使全年汇兑收益下降为 14.63 亿元，影响 EPS 0.053 亿元。

南方航空：业绩低于预期原因在于 1、第四季度产生资产减值损失 20.48 亿，原因在于对 23 架波音 777-200A，空客 300-600 及麦道 90 及 2 架 B747 货机计提减值准备，影响了 EPS 0.31 元，此为不可测因素。2、第四季度票价水平的下降超出了预期，第四季度国内航线票价水平有 12% 左右的下降，而国际航线有 20% 左右的下降幅度，南航地处珠三角，出口导向型经济在外贸萎缩的环境下，压力更大，致使四季度营运业绩扩大亏损。四季度由于票价水平带来的亏损影响 EPS 0.27 元。3、公司季报由于未经审季，三季报与四季报在会计处理上可能存在一部分成本置于四季度集中释放，使得三季度与四季度的情况有违日常经验，对原有判断有一定的误导（比如四季度航油成本低于三季度，但在营业成本上四季度要高出三季度 7 个亿）。

东方航空：业绩低于预期的原因在于 1、第四季度产生资产减值损失 20.22 亿，原因在于经济环境恶化情况下对商誉与机队进行了减值测试，并计提了损失，这一项影响 EPS 0.42 元。这一项无法预期。2、第四季度一些成本项的集中释放使得营业成本相较于第三季度有 10 个亿的上升，影响 EPS 0.21 元。

中国国航盈利能力还是最强。去年三大航空公司的经营能力受一些重要因素干扰，我们认为看待一家航空公司的价值，关键还是看航空运输上的经营能力。因此我们对这些公司剔除汇兑收益、投资收益、公允价值变动收益后进行比较。虽然说燃油套期保值也是经营能力的一部分，但是在世界主要航空公司去年都受套保困扰的情况下，再国家对套期保值政策还有待进一步明朗的情况下，我们也将剥离来分析各航空公司经营能力。在依次剔除汇兑收益、公允价值损益、投资收益以后，我们对中国国航每一季度做了全方位的分析，发现 2008 年第一季度盈亏平衡、第二季度盈利 4.57 亿，第三季度亏损 12.48 亿，第四季度亏损 8.49 亿，如果第四季度国内油价与国际接轨，那么国航将盈亏平衡，这是由市场票与计划油的环境决定的。而其他航空公司则在同样假设下，各季依然亏损严重。

表 1：报表剥离式分析——中国国航

	2009 一季报	2008 第四季度	2008 第三季度	2008 第二季度	2008 第一季度
营业收入(百万元)	11,244	13,294	13,916	13,004	12,756
营业成本(百万元)	9,394	12,149	13,324	11,995	11,140
营业税金及附加(百万元)	272	125	339	309	315
销售费用(百万元)	813	909	762	810	800
管理费用(百万元)	285	544	357	429	244
财务费用(百万元)	259	1,070	303	-536	-460
资产减值损失(百万元)		250	10	-1	
公允价值变动净收益(百万元)	992	-6,728	-1,064	66	19
投资净收益(百万元)	-957	-1,669	-97	250	364
营业利润(百万元)	256	-10,147	-2,339	314	1,101
扣除汇兑收益	95	-9,496	-2,455	-642	222

扣除公允价值损益	-897	-2,768	-1,391	-708	203
扣除资产减值损失	-897	-2,518	-1,381	-707	203
扣除投资净收益	60	-849	-1,248	457	-161
加：营业外收入(百万元)	686	142	76	107	39
减：营业外支出(百万元)	2	3	7	87	48
利润总额(百万元)	939	-10,008	-2,270	334	1,092
减：所得税(百万元)	59	-1,527	-282	133	84
净利润(百万元)	880	-8,481	-1,988	201	1,008
减：少数股东损益(百万元)	-101	11	-48	-38	-36
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	981	-8,492	-1,940	238	1,044

资料来源：公司数据

表 2：报表剥离式分析——南方航空

	2009 年一季度	2008 第四季度	2008 第三季度	2008 第二季度	2008 第一季度
一、营业总收入(元)	12932	14381	14594	13145	14307
营业成本(元)	11548	14705	14074	12845	12624
营业税金及附加(元)	358	219	405	358	404
销售费用(元)	976	1027	892	836	821
管理费用(元)	416	534	476	427	436
财务费用(元)	408	664	329	-581	-1006
资产减值损失(元)		2048	8	17	0
三、其他经营收益		0	0	0	0
公允价值变动净收益(元)	74	-81	7	159	-198
投资净收益(元)	8	33	197	68	42
四、营业利润(元)	-692	-4860	-1386	-530	872
剔除汇兑收益及资产减值影响	-792	-2746	-1557	-1116	-634

资料来源：公司数据

表 3：报表剥离式分析——东方航空

	2008 第四季度	2008 第三季度	2008 第二季度	2008 第一季度
营业收入(百万元)	10,204	10,807	10,222	10,609
营业成本(百万元)	12,265	11,081	10,065	9,665
营业税金及附加(百万元)	90	280	257	264
销售费用(百万元)	652	585	584	601
管理费用(百万元)	-2	544	503	478
财务费用(百万元)	54	443	-211	-643
资产减值损失(百万元)	1,993	-4	-1	34
公允价值变动净收益(百万元)	-6,418	-271	381	-92
投资净收益(百万元)	30	11	44	21
营业利润(百万元)	-12,054	-2,381	-551	140
加：营业外收入(百万元)	338	33	445	90
减：营业外支出(百万元)	-84	5	30	4
利润总额(百万元)	-11,722	-2,353	-136	226
扣除汇兑收益	-12,173	-2,461	-851	-921
扣除公允价值变动	-5,755	-2,190	-1,232	-830
扣除资产减值损失	-3,762	-2,187	-1,230	-836

资料来源：公司数据

季报环比出现大幅好转，但不足预期。

一季度除了航油成本大幅下滑外，各航空公司盈利还主要来自于民航基础设施建设基金的返还与政府的补助，中国国航、东方航空、南方航空分别收到这类性质的资金为 6.55 亿、8.77 亿、10.72 亿。剔除营业外收入、公允价值变动收益、汇兑收益后，主业经营上中国国航盈亏平衡，东方航空亏损 12.85 亿，南方航空亏损 7.92 亿。中国国航在三大航中经营能力还是最强。三大航经营业绩相比四季度，亏损幅度大幅减少，但不足分析师预计，主要原因在于票价水平的下滑超出了市场估计，东方航空票价水平环比下滑 15%，南方航空票价水平下滑 10%。（关注一下公允价值损益与投资收益的会计处理）

业绩环比出现大幅好转，首先归因于燃油价格的下降，去年 12 月 19 日，国内航空煤油出厂价下调了 2400 元，随后 2009 年 1 月 1 日又下调了季度性进出口差价 330 元，1 月 15 日又下调出厂价 1060 元，3 月 25 日综合采购成本再降 430 元，力度可谓空前。这是国家支持航空业的最重要表现，当需求端国家无力采取有效措施，成本端就成本频繁调整手段，当然这也有国内外差价的客观需要，以三月为例，国际航油的采购成本为 3200 元左右，依然高于国内调整后的 3900 元左右。

表 4：航油价格最近密集调整

	航空煤油出厂价调整				综合采购成本
	调整前	调整后			
				2009 年 3 月 25 日	-430
2009 年 1 月 15 日	5050	3990		2009 年 1 月 1 日	-330
2008 年 12 月 19 日	7450	5050		2008 年 10 月 1 日	-570
2008 年 6 月 20 日	5950	7450		2008 年 7 月 1 日	720
2007 年 11 月 5 日	5450	5950		2008 年 4 月 1 日	-80
2007 年 1 月 14 日	5540	5450		2008 年 1 月 21 日	210
				2007 年 10 月 17 日	20
				2007 年 7 月 1 日	-50
				2007 年 4 月 1 日	-90
				2007 年 1 月 1 日	-180

资料来源：东方证券研究所整理

民航建设基金与政府补助等原因对一季报实现盈利做出重大贡献。

表 5：营业外收入是一季度实现盈利的一个重要因素

	中国国航	南方航空	东方航空
	2009 一季报	2009 年一季度	2009 年一季度
营业收入(百万元)	11,244	12932	8,946
营业成本(百万元)	9,394	11548	8,423
营业税金及附加(百万元)	272	358	219
销售费用(百万元)	813	976	595
管理费用(百万元)	285	416	305
财务费用(百万元)	259	408	684
资产减值损失(百万元)			5
公允价值变动净收益(百万元)	992	74	422
投资净收益(百万元)	-957	8	14
营业利润(百万元)	256	-692	-850
扣除汇兑收益	95	-792	-863
扣除公允价值损益	-897	-792	-1,285
扣除资产减值损失	-897	-792	-1,285
扣除投资净收益	60	-792	-1298
加：营业外收入(百万元)	686	1072	877
减：营业外支出(百万元)	2	2	3
利润总额(百万元)	939	318	24

资料来源：东方证券研究所整理

不考虑民航基础建设基金返还与汇兑收益，中国国航经营性业绩为 EPS 0 元，和我们预期一致。其中民航基础建设基金为 6.55 亿元，汇兑收益为 1.5 亿元。

南方航空一季度利润来自于民航基础建设基金与政府补助。2009 年一季度收到民航基础建设基金返还 7.02 亿，同时还有政府对一些特殊航线的补助，两项合计为 10.72 亿元。

东方航空一季度业绩其实并不理想。公允价值变动净收益 4.23 亿元。除去公允价值损失，和民航基础建设基金返还与其他政府补助，东航一季度实际亏损 12.98 亿。东航一季度收到民航基础建设基金返 5 个亿（包括去年下半年和一季度）。

关注中国国航与东方航空两个会计科目：公允价值损益与投资收益

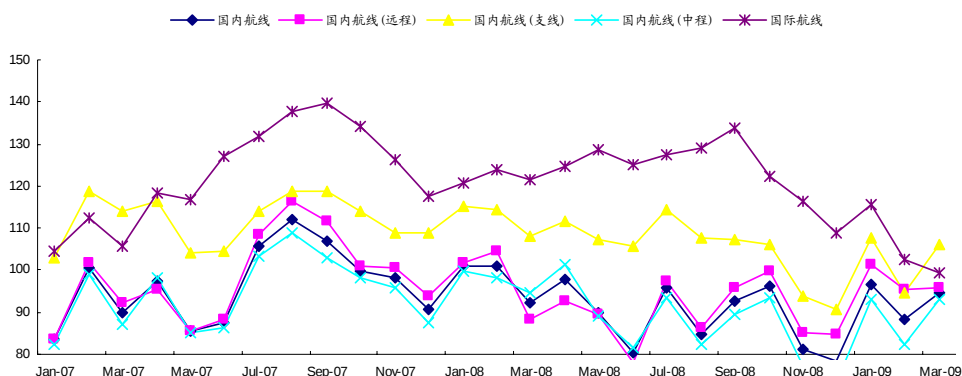
中国国航一季报要关注两个会计科目：一是投资收益为-9.57 亿元，这一项主要为燃油套期保值套期交割损失 9.48 亿元，而不是国泰航空的亏损。二是公允价值损失充回 9.89 亿元。这个公允价值损失充回主要指的是燃油套期保值合约。这两个会计科目是相互影响的，注意这两个科目的处理方法，以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产或金融负债，当在资产负债表日，公允价值变动计入当期损益；当这个金融资产或金融负债得到处置时（比如我们的燃油套保合约实际交割时），那么其公允价值与初始入帐金额之间的差额要确认为投资收益，同时要调整公允价值变动损益，否则会出现损益重复计提，如我们套保合约实际交割时。这一处理方法揭示了一个关键问题，即一季度燃油套保合约公允价值的充回，主要是因为合约的兑现，损失在公允价值与投资收益间进行了转换，而不是未交割合约在油价变动下的价值回归。

东方航空一季度公允价值变动净收益 4.23 亿元。据我们所了解东方航空一季度燃油合约现金交割损失在 7000 万美元到 8000 万美元。按照会计准则，现金交割时应将公允价值损失充回，同时计入投资损失。目前看一季报投资收益没有较大变化，公司应该是将公允价值变动净收益与投资净收益两个会计科目进行了合并处理，这里的 4.23 亿应为未交割燃油合约价值的净充回。

行业趋势向好不变

一季度行业经营性亏损已大幅减少，同时国内油价在 3 月 25 日又大幅下调 430 元/吨，目前国内油价在 3850 元/吨，有利于航空公司进一步减轻成本压力。另一方面，进入二、三季度，传统的航空小旺季与大旺季，票价水平有望得到一定提升。再次，目前对世界经济与国内经济环比复苏的预期，也使得航空公司在量与价上存在期待。从技术上来讲，4 月 20 日出票系统打折方式的改变也将有利于低价票的提升（尽管从理性角度分析，这是一个中性的影响）。三大航来看，我们预计中国国航二季度将有最大可能实现盈利。

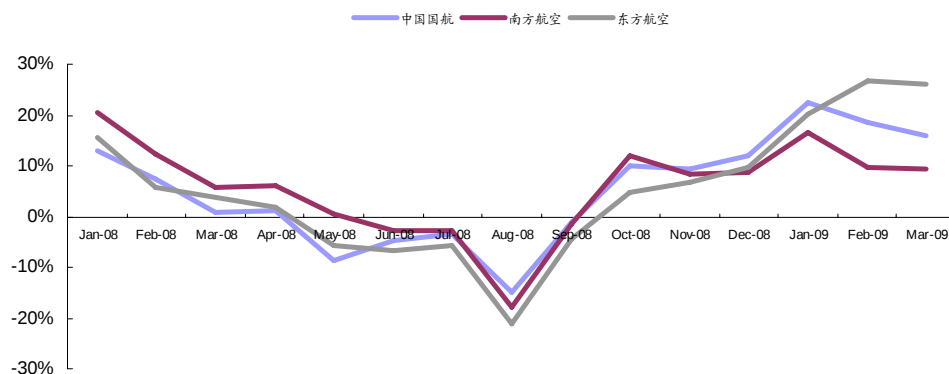
从 1-3 月份的票价指数来看，国内票价水平出现一定上涨，支线与短程的票价水平好于远程的票价水平，国际航线票价水平则继续下行。

图 6：不同航线票价水平变化


资料来源：东方证券研究所整理

行情演绎尚待时日

尽管从环比趋势来看，航空公司盈利不断向好，但是目前的时点上，航空股要演绎一波行情，我们认为尚需时日，原因在于 1、前一次航空股的行情是在国内业务高增长下带来的遐想，但一季报的披露表明，量增同时票价下滑也超出预期。而国内业务要突破一季度的高增长很难，量增带来的业绩改善的预期也因一季报而变弱。2、旺季带来票价水平的提升尚需观察，目前的数据很难判断票价水平已有一个对股价产生刺激作用的提升。3、航空股接下来的触发性因素除了票价这一因素外，还有国际业务方面的改善，我们认为今年国际业务在下半年会有明显复苏，但目前时点上看不到数据支撑，需要等待数据的公布。基于以上这些理由，我们重申看好航空股表现的观点，但同时我们也认为行情展开尚待时日。

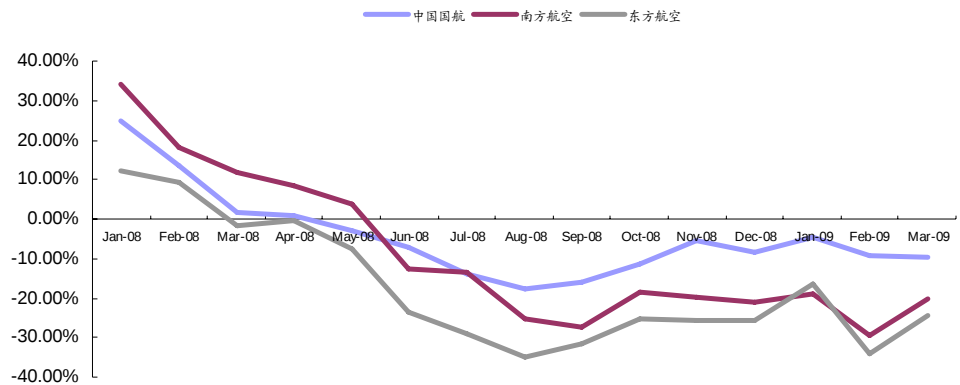
图 7：国内业务高增长很难超越


资料来源：东方证券研究所整理

图 8：票价水平旺季提升有待确认

	国内航线	国内航线(远程)	国内航线(支线)	国内航线(中程)	国际航线
Jan-07	83.4	83.5	103	82.4	104.4
Feb-07	100.6	101.7	118.6	99	112.3
Mar-07	89.8	92.1	114	87.1	105.9
Apr-07	97.4	95.3	116.2	98.2	118.3
May-07	85.7	85.4	104.1	85.1	116.7
Jun-07	87.6	88.2	104.5	86.4	126.9
Jul-07	105.8	108.6	114	103.3	131.7
Aug-07	112.1	116.2	118.6	108.7	137.7
Sep-07	106.9	111.6	118.6	102.8	139.8
Oct-07	99.7	101	113.9	98.1	134.1
Nov-07	98.1	100.4	109	96	126.1
Dec-07	90.7	93.8	109	87.6	117.4
Jan-08	101	101.7	115.2	99.9	120.9
Feb-08	101.1	104.5	114.5	98	123.8
Mar-08	92.3	88.4	107.9	94.6	121.5
Apr-08	97.9	92.6	111.7	101.4	124.7
May-08	89.7	89.4	107.2	89.2	128.5
Jun-08	80.5	78	105.6	81.5	124.9
Jul-08	95.7	97.4	114.5	93.6	127.6
Aug-08	84.7	86.4	107.8	82.4	129
Sep-08	92.6	95.7	107.2	89.6	133.7
Oct-08	96.3	99.6	106.1	93.4	122.3
Nov-08	81.1	85.3	93.7	77.3	116.4
Dec-08	78.5	84.6	90.8	73.3	108.9
Jan-09	96.7	101.2	107.7	92.9	115.4
Feb-09	88.2	95.4	94.7	82.4	102.6
Mar-09	94.7	95.9	106	93.2	99.5

资料来源：东方证券研究所整理

图 9：国际航线复苏需要数据支持


资料来源：东方证券研究所整理

基于以上三点理由,我们认为航空要展开一波行情还需等待。今年航空股可能会碰到事件性的机会,如中国国航与东方航空都会面临一些事件,比如中国国航与东星航空,东方航空的云南分公司处置等等,但真正持久性的行情,我们认为还在于这三面的突破,我们将在合适的时间,及时发表我们的观点。

国际航空股估值与价格变动趋势

图 10：国际航空股估值比较

Security	TICKER	P/E	P/B	P/S	本年预测 P/E	P/EBITDA	下年预测 P/E	市值/收入	本年 EPS 预测
欧洲航空公司									
AF	法荷航	#VALUE!	0.43	0.11	#VALUE!	1.08	#VALUE!	0.22	-1.39
LHA	汉莎航空	16.18	0.74	0.17	27.26	1.47	13.76	0.21	0.37
BAY	英国航空	12.77	0.69	0.17	#VALUE!	1.26	#VALUE!	0.31	-0.20
SAS	北欧航空	#VALUE!	0.89	0.09	#VALUE!	6.33	27.41	0.12	-0.46
RYA	瑞安航空	#VALUE!	1.86	1.51	110.00	#VALUE!	12.79	1.54	0.03
EZJ	简易喷气	30.83	1.23	0.45	35.53	7.76	10.75	0.56	0.09
美国航空公司									
AMR	美国航空	#VALUE!	#VALUE!	0.08	#VALUE!	2.58	2.73	0.13	-0.30
DAL	达美航空	#VALUE!	10.36	0.21	9.89	#VALUE!	3.48	0.35	0.71
CAL	大陆航空	#VALUE!	10.02	0.08	15.20	3.22	3.91	0.15	0.82
UAUA	联合航空	#VALUE!	#VALUE!	0.05	#VALUE!	#VALUE!	5.10	0.08	-3.93
ALK	阿拉斯加秀空	31.67	0.96	0.19	7.42	3.20	5.94	0.29	2.35
LCC		#VALUE!	#VALUE!	0.04	#VALUE!	#VALUE!	2.67	0.07	-0.96

JBLU	蓝色喷气	#VALUE!	1.23	0.32	12.60	2.90	9.59	0.57	0.47
亚洲航空公司									
SIA	新加坡航空	10.13	1.16	0.74	13.99	3.93	23.65	1.16	#NAME?
9202	全日空	#VALUE!	2.16	0.45	239.33	3.43	46.62	0.54	#NAME?
9205	日本航空	11.38	1.71	0.27	#VALUE!	3.26	#VALUE!	0.39	#NAME?
THAI	泰国航空	#VALUE!	0.57	0.06	112.59	0.79	9.03	0.07	#NAME?
20560	韩亚航空	#VALUE!	1.00	0.15	#VALUE!	1.27	#VALUE!	0.14	#NAME?
293	国泰航空	#VALUE!	1.01	0.39	#VALUE!	2.60	20.18	0.40	#NAME?

资料来源：bloomberg

图 11：国际航空股估价价格变化趋势

Security	TICKER	前一天收盘价	五天	一月	三月	六月	一年
欧洲航空公司							
AF	法荷航	10.22	19.77%	31.33%	26.03%	-12.72%	-50.24%
LHA	汉莎航空	10.66	14.13%	19.37%	-1.71%	-1.07%	-37.77%
BAY	英国航空	173.9	17.03%	13.07%	23.33%	19.11%	-28.14%
SAS	北欧航空	4.45	15.28%	-13.59%	-24.93%	-24.52%	-46.04%
RYA	瑞安航空	3.6	15.38%	25.44%	5.57%	16.50%	21.42%
EZJ	简易喷气	319.25	0.00%	6.51%	2.98%	6.59%	4.07%
美国航空公司							
AMR	美国航空	6.02	26.47%	50.88%	8.08%	-41.21%	-29.75%
DAL	达美航空	7.331	18.82%	10.08%	-0.12%	-22.51%	-4.42%
CAL	大陆航空	13.6	29.28%	22.52%	-3.82%	-14.89%	-20.28%
UAUA	联合航空	6.02	22.36%	10.05%	-32.66%	-56.94%	-56.44%
ALK	阿拉斯加航空	18.33	9.24%	-4.08%	-36.62%	-27.23%	-6.72%
LCC		5	31.93%	64.47%	-8.59%	-36.47%	-31.88%
JBLU	蓝色喷气	6.04	22.52%	45.19%	-2.74%	5.23%	30.45%
亚洲航空公司							
SIA	新加坡航空	12.34	19.81%	12.39%	14.90%	2.83%	-20.49%
9202	全日空	355	-3.01%	-4.05%	3.20%	0.28%	-13.41%
9205	日本航空	189	-5.03%	-5.97%	0.00%	-14.09%	-24.70%
THAI	泰国航空	12.9	12.17%	39.46%	81.69%	44.13%	-52.66%
20560	韩亚航空	4460	15.25%	16.91%	14.36%	25.63%	-27.24%
293	国泰航空	9.9	12.37%	8.91%	16.47%	20.44%	-39.04%

资料来源：bloomberg

分析师承诺

章琪：航空运输业分析师

王晶：首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn