

航空运输行业 2010 年下半年报告

评级：增持 维持评级

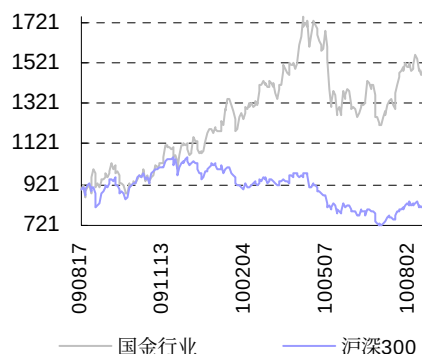
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

美国和中国航空的浴火重生之路

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	28.71
市场优化平均市盈率	29.70
国金航空运输指数	1487.78
沪深 300 指数	2855.55
上证指数	2606.70
深证成指	10886.57
中小板指数	6171.70



相关报告

1. 《淡季中展现出明显旺季特征》，2010.7.28
2. 《高铁影响跟踪：将使 2011 年供需明显改善》，2010.7.8
3. 《淡季不淡,行业周期性出现弱化》，2010.6.27

投资建议

- **行业策略：**随着集中度提升及管制重新趋于严格，预计我国航空业的长期盈利能力将大幅提升，而且周期性将出现明显下降，而我国面临刘易斯拐点的临近而将经历居民收入快速增长的阶段，这将驱动我国航空消费升级加速成长。有别于欧美在行业生命周期进入衰退期后才完成行业的整合，我国航空业在成长期就已经完成行业整合，我国航空业将具备价值+成长的双重优势，我们认为投资逻辑将从强周期股向类消费股转变，从而带动估值水平的提升，我们继续给予行业增持评级，继续建议超配。
- **推荐组合：**我们继续推荐中国国航、南方航空和东方航空，我们给予南方航空比之前更多关注的主要原因有两方面：一是明年国内航线窄体机运力供给缓慢，南方航空国内航线占比最高，是国内航线供需改善的最大受益者；二是国内航线集中度的大幅提升将使国内航线未来的盈利能力将有本质的提升，南航也将明显受益。

行业观点

- **过度竞争的毁灭价值的主要原因：**我们对美国过去四十年和我国过去十年航空业价值毁灭的内在逻辑和过程进行了详尽的分析，产品不可储存、经营杠杆高、同质化和价格透明等特点决定了过度竞争是航空业价值毁灭的根源，过度竞争使航空公司丧失议价能力，并使行业出现盈利微薄而且脆弱的特点。行业要恢复盈利能力并进入良性发展，必须消除过度竞争，要么实现行业集中度的大幅提升，要么重新进行管制。
- **集中度的提升和管制重新趋严将使我国航空业竞争格局大幅优化，行业长期盈利能力大幅提高：**经过经济危机的洗礼，国外和中国航空业都进行了整合，行业集中度有明显回升，而我国管制环境也偏于趋紧，我们认为这将有效地防止恶性竞争，从而使行业具备长期盈利能力。
- **刘易斯拐点的临近将驱动我国航空消费升级加速，而高铁并不会改变此进程：**我国人均乘机次数很低的水平意味着巨大的增长潜力，而普遍认为中国劳动力将逐步走向短缺，中国将进入居民收入的快速提升阶段，这将成为航空消费升级加速的催化剂，我们认为高铁并不会改变此进程。
- **行业运力引进将更加趋于合理，未来几年整体供需将进一步改善。**行业竞争格局的改善、航空公司经营导向更加强调利润、空域资源的紧张以及对高铁的谨慎预期，将使未来几年航空运力引进增速更加合理和理性，我们认为这将使未来几年整体供需进一步改善，并驱动盈利继续提升。

风险提示

- 经济二次探底导致航空需求增速出现类似 2008 年的断崖性下降；航空公司超预期地大规模引进运力。

黄金香 分析师 SAC 执业编号：S1130210070001
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

图表1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	10PE	11PE	投资 评级	上期 评级
中国国航	12.1	7845.68	0.93	21.51%	1.13	13.0	10.7	买入	买入
南方航空	7.78	1500	0.56	28.57%	0.72	13.9	10.8	买入	买入
东方航空	7.6	1801.95	0.57	8.77%	0.62	13.3	12.3	买入	买入

来源：国金证券研究所

内容目录

引言——巴菲特关于航空业价值毁灭者的名言	5
航空业价值毁灭的行业基因分析	5
美国航空业的价值毁灭之路	7
美国航空需求增长及管制政策的历史沿革	7
放松管制后大量新航空公司涌入加大竞争	9
放松管制后航空公司在基地之间的相互渗透加剧竞争	9
激烈竞争环境下，航空公司自主涨价只是个传说	11
成本持续增长，盈利大幅下降，航空业连续扮演价值毁灭者角色	12
再生产周期过长导致行业集中度提升极其缓慢	14
美国航空业终于进入新的寡头垄断格局	15
中国航空的过去十年：重蹈美国航空价值毁灭的覆辙	17
需求增长的黄金十年演变成盈利的噩梦十年	17
重蹈美国覆辙——放松管制导致过度竞争	19
竞争加剧使行业定价能力和盈利能力出现严重下降	20
结论：行业整合或重新管制是走出价值毁灭泥潭的最终出路	21
展望中国航空：浴火重生，未来价值和成长兼备	22
整合基本完成、且管制环境已发生重大改变	22
竞争格局已经大幅改善，将大幅提升航空公司议价能力	24
周期性下降而盈利能力大幅上升，行业将具备投资价值	26
刘易斯拐点驱动行业高增长，行业将兼备成长性	27
客座率和票价水平也还有提升空间	30
高铁影响难改行业的高成长	31
投资策略：价值+成长优势将驱动航空估值向类消费股回升	32
航空业的估值分析及比较优势	32
维持行业的增持评级，继续建议超配	34

图表目录

图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币）	2
图表 2：产品特性对航空业竞争和投资价值的根本性影响	6
图表 3：美国航空业历年的航空旅客量及增速	7
图表 4：美国航空业过去各个十年的复合增长率变化	7
图表 5：美国航空监管政策的主要法案及其影响	8
图表 6：历年美国航空公司数量	9
图表 7：管制放松后各年美国航空公司的破产数量	9
图表 8：美国国内航线过去 15 年的各航空公司市场份额变化	10
图表 9：美国各主要机场前三大航空公司市场份额	10
图表 10：美国主要机场平均的前三大航空公司市场份额	10
图表 11：美国历年 CPI 及航空名义客公里收益（美分）	11
图表 12：美国航空业历年实际客公里收益（美分）	11
图表 13：美国航空业 2009 年的各项成本指数（2000 年为基准）	12
图表 14：目前美国航空业的整体成本结构	12
图表 15：美国国内航线名义客公里收益的几次重大下降	13
图表 16：美国航空业销售净利率的历年变化（放松管制的影响）	14
图表 17：达美航空的机队结构	15
图表 18：美利坚航空公司的机队结构	15
图表 19：美利坚和大陆航空 90 年代以来的盈利变化	16
图表 20：美利坚和大陆航空 90 年代以来的股价表现	16
图表 21：美国 2009 年国内航线各航空公司市场份额	17
图表 22：整合后美国国内航线各航空公司市场份额	17
图表 23：美国各航空公司 2010 年一季度和二季度的盈利	17
图表 24：2000 年以来我国国内、国际和地区航线增长	18
图表 25：三大航 2000 年以来收入客公里（RPK）量	18
图表 26：三大航 2000 年以来各年的净利润	18
图表 27：三大航 2000 年以来各年的主业净利润	18
图表 28：我国民航管制政策的变化及影响	19
图表 29：2000 年以来我国各年民航飞机架次及增长率	20
图表 30：三大航 2004 年以来各年的订单订飞机架次	20
图表 31：三大航 2000 年以来国内航线的客公里收益	21
图表 32：剔除燃油附加费后三大航国内航线客公里收益	21
图表 33：我国 2000 年以来的 CPI	21
图表 34：2000-2008 年的原油价格	21
图表 35：近两年我国航空业的并购重组事件	22
图表 36：三大航对其他中等航空公司的参股比例	22
图表 37：我国国内航线的市场份额情况	22

图表 38：三大航客公里收入增长率	23
图表 39：三大航 ASK 增速	23
图表 40：行业近几年窄体机增速	24
图表 41：三大航手持订单未来几年运力引进机型增速	24
图表 42：中国国航 2007 年国内航线的客座率	25
图表 43：东方航空 2007 年以来国内航线客座率	25
图表 44：南方航空 2007 年以来国内航线客座率	26
图表 45：我国国内航线的票价指数	26
图表 46：三大航过去几年的订单签约架次	26
图表 47：我国三大航空公司的资产负债情况	26
图表 48：美国、日本和中国人均年乘机次数对比	28
图表 49：日本在 1960 年代和 1970 年代经历了两次居民收入的快速增长	28
图表 50：日本城镇化率的上升过程	29
图表 51：日本六七十年代航空需求的高增长	29
图表 52：过去十年我国航空旅客结构变化	30
图表 53：2000 年后我国居民收入占 GDP 比重不断下降	30
图表 54：东方航空国内航线的客座率水平	31
图表 55：国内航线票价水平还有较大的提升空间	31
图表 56：各年度被分流而减少的旅客量和收入比重	32
图表 57：未来几年国内航线需求及窄体机增速对比	32
图表 58：航空业与周期性股票的 PE 估值比较	33
图表 59：航空业与消费类行业的 PE 估值比较	33

引言——巴菲特关于航空业价值毁灭者的名言

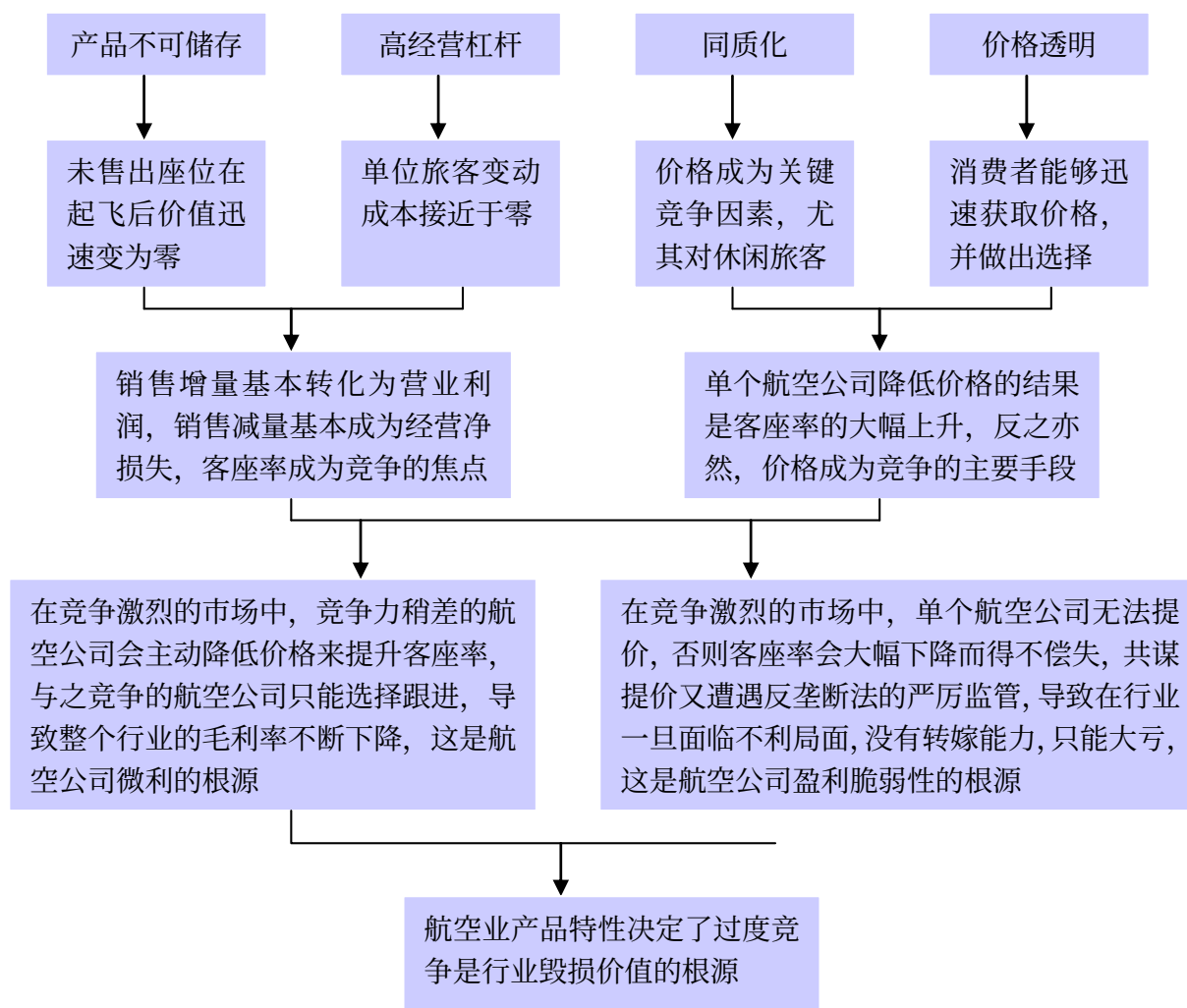
- 我们先引用一句巴菲特先生在业界流传甚广的名言：“你想成为百万富翁吗？很简单，你先成为亿万富翁，然后去投资航空股，你就会变成百万富翁了。”，巴菲特的名言也影响了众多的投资者，航空业一直被投资者冠予“价值杀手”的角色，而其实际上也一直是资本市场上不折不扣的价值毁灭者。
 - 巴菲特本人也曾有血的教训，其曾于 1989 年 7 月，由其控股的柏克希尔·哈撒韦公司购入价值 3.58 亿美元的美国航空公司优先股，但美国航空公司在之后持续亏损，成为巴菲特为数不多的失败案例之一。
- 为什么航空业一直以来扮演者价值毁灭者的角色？为什么航空业的盈利一直非常微薄而且非常脆弱，往往动则导致巨额亏损？在期间美国航空公司破产案例此起彼伏，航空业投资者只能在一些年份获取趋势性的超额收益，其投资经常是刀尖舔血的行为！而且为什么航空公司扮演价值毁灭者一演就是几十年？在本报告中，我们大篇幅研究美国航空业，其目的也是想通过美国航空业来展望中国航空业的未来。
- 我国航空业过去十年是需求增长的黄金十年，但却是盈利增长的噩梦十年，我国航空业是否在重蹈美国的覆辙？
- 全球航空业和我国航空业正在经历着什么变化？未来行业是否仍将继续扮演过去的价值杀手角色？
- 我们这篇报告将从行业的本质出发，通过美国航空业和中国航空业的发展历程及现状的对比，来揭示航空业价值毁灭的秘密以及未来的投资价值。
 - 从国内国际航线结构来看，我国航空市场与美国最为类似，国土资源辽阔导致有发达的国内航空航线市场，并且国内航线市场远大于国际航线市场，而欧洲和日本等国的航空则更多地依赖于国际航线。因此，行业监管政策、竞争格局等对行业盈利能力和投资价值的影响对于我国航空业的发展及投资价值分析具有非常重大的借鉴意义。

航空业价值毁灭的行业基因分析

- 航空业作为世界上比较罕见的几十年如一日地持续毁损价值的行业，必然有其毁灭价值的行业基因，接下来我们将从航空产品区别于其他很多行业的四种特性开始分析：
 - 第一特性是**产品不可储存**，即未售出的航空座位在飞机起飞后价值迅速变为零，这是航空业区别于绝大多数行业的最大特点，这种特点决定了航空公司必须在指定时间之前卖出更多的机票，有点类似于别的行业在规定时间内清仓甩卖的现象，这种时间的紧迫性和过期作废的现象会大大加剧行业参与者之间的竞争。
 - 第二特性是**高经营杠杆**，即单位旅客的边际成本接近于零（只需要支付销售佣金和机场旅客服务费，占成本的比重只有 10%-15%左右），即多售出一张机票，哪怕价格非常低廉，所得收入大部分都转化为公司的边际利润，**产品不可储存和高经营杠杆这两种特性决定了航空公司竞争的焦点是客座率**；
 - 第三特性是**产品同质化严重**，这种特性决定了消费者（尤其是旅游探亲旅客）选择航空公司时会选择价格最低的航空公司，这导致在同样的航班时刻上，航空公司之间无法通过差异化的竞争战略来吸引顾客，如果竞争激烈，**航空公司提升客座率的杀手锏往往就是价格战**。当然，对于价格不敏感的商务旅客而言，占据更多更好的航班时刻是其摆脱价格竞争泥潭的唯一途径，也是差异化的主要来源，但随着消费升级深入，休闲旅客往往还是占据了市场主流。

- 第四特性是**价格完全透明**，消费者可以非常便利地获取每条航线上各航空公司的价格数据，并且根据这些信息可以去选择价格最低廉的航空公司，这导致率先降价的航空公司能够迅速提高客座率，而单个航空公司如果单独率先提价，则必然带来客座率的大幅下降。**产品同质化和价格透明这两种特性决定了航空公司在激烈竞争是市场中，主要的竞争手段是价格战。**

图表2：产品特性对航空业竞争和投资价值的根本性影响



来源：国金证券研究所

- 航空产品的这些特性是航空业微利性和盈利脆弱性的根源，或者说是行业之所以成为价值毁灭的根源：
 - 这使得在一条航线上，如果一个航空公司率先降低价格，消费者能够迅速零成本获取这个信息，由于产品同质化严重，大量消费者会选择这个价格更低的航空公司，从而带动这个航空公司客座率的大幅上升（这种上升往往在短期内可以弥补价格下降带来的损失），而这必然导致这条航线别的航空公司客座率的下降，由于航空公司竞争的焦点是客座率，这些航空公司只能选择跟进降价。**率先降价的航空公司短期会大幅提高客座率，而其他航空公司为了确保客座率必然加大降价力度，轮番价格竞争的结果必然导致行业利润率的不断下降，这是在竞争激烈的市场中航空行业微利性的主要来源。**
 - 这些产品特性也导致了单个航空公司无法单独提价**，因为如果单个航空公司提价，消费者能够很快获取信息，这必然导致航空公司客座率大幅下降而得不偿失，而集体提价又往往会遭遇反垄断法的严厉监

管，因此在激烈竞争市场中，航空公司基本上不具备对消费者的议价能力，一旦行业遭遇需求下降或者油价大幅上涨，航空公司根本无法将这些不利因素转嫁给消费者，而只能由航空公司（进而是航空公司股东）来承担损失，这也是行业盈利脆弱性的原因。

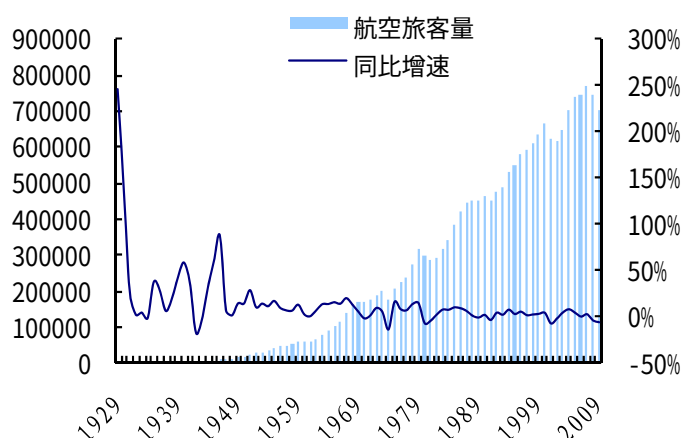
- 行业的微利性以及盈利脆弱性，是航空业成为价值毁灭者的直接现象，而其内因是其产品特性导致的盈利先天缺陷，而外因则是行业监管者的错误监管方式导致的行业过度竞争，因此**过度竞争是航空业价值毁灭的根源**。竞争将使行业的盈利出现下降是所有行业的规律，但是航空业产品特征导致了竞争对航空业的损害会远远超过其他任何行业。
- 因此从行业本质上说，航空业要想恢复盈利能力，必须消除行业的过度竞争，只有当竞争大幅减缓，行业恢复定价能力，行业才能够走出价值毁灭的泥潭。我们在接下来的报告中，围绕美国航空业和中国航空业过去几十年行业毁灭价值的历程，来阐述航空业持续毁灭价值的内在原因，以及在怎样的情况下，航空业能够走出价值毁灭的泥潭。

美国航空业的价值毁灭之路

美国航空需求增长及管制政策的历史沿革

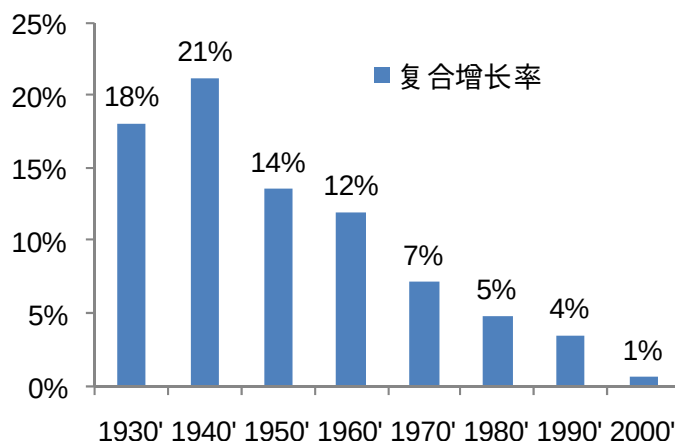
- 从需求上来讲，美国的航空业也经历了初创期、成长期、成熟期和衰退期等几个阶段，其主要的驱动力量同样是消费升级，即行业由高端消费逐步过度到大众消费，从而驱动行业经历了高速增长，
- 美国民用航空始于 20 世纪 20 年代，从数据看，1928 年美国民用航空的旅客量仅仅为 5 万人，其后迎来了长达 40 年的高速增长，如果我们以二战结束后的 1946 年为起点，至 2009 年，美国航空旅客量增长了超过 50 倍。
- 其在过去各个十年中的增速整体逐年降低（如图 4）所示，行业增速从 1930-1939 年复合增长率 18%、1940-1949 年 21%、逐年下降到 21 世纪头十年的 1%，整体上，**美国航空业的需求增长非常可观**，当然随着行业彻底转变为大众化消费产品，行业也就基本上迎来低速增长甚至零增长时代。

图表3：美国航空业历年的航空旅客量及增速



来源：ATA 国金证券研究所

图表4：美国航空业过去各个十年的复合增长率变化



- 从增长上来讲，我们认为航空业不亚于其他任何行业，消费升级驱动高增长。而且由于到目前为止，航空业的快捷性仍然无法替代，因此行业并不会像很多行业一样逐步消亡，由于产品本身可以认为是易耗品，因此除非人口减少，否则行业将能够保持其庞大的整体规模。但是，需求的增长并不必然带动行业盈利的增长，这与行业的管制政策和竞争格局具有很大的相关性。

- 美国航空业的发展受到了航空管制和放松管制的深刻影响，可以说航空管制的政策是美国航空业盈利能力的分水岭。我们可以将美国航空发展史分为管制时代（1978 年之前）和放松管制时代（1978 年至今）。
 - **1938 年美国颁布世界上第一部《民用航空法》，成立美国航空运输委员会(CAB)对民航运价、航线、邮件价格、公司成立、进入、退出等进行严格的管制。**《民用航空法》主要从四个方面进行管制：一是严格控制新企业的进入，控制国内航空运输企业的数量；二是航空公司的飞机数量、飞机的座位数以及运营范围的严格管制，航线的进入和退出必须得到政府的批准；三是禁止航空企业的合并；四是由政府控制航空运价和收入。管制的结果是完全禁锢了航空业之间的竞争和活力，使得行业的效率有所下降。
 - 1978 年 10 月 24 日美国颁布《民航放松管制法》部分解除对航空市场的政府管制，这是对行业产生决定性影响的一项法案。简化了航线的进入和退出手续，放开运价控制，将航空运输业推向市场，在航空运输领域引入市场竞争机制，并修改了 1958 年《联邦航空法》，清楚地规定了对航空运输业的解除管制不包括对航空运输业中各种不公平的竞争方法或欺骗性的行为或做法的豁免。**这项法案成了美国航空业盈利的噩梦**，一方面促使行业进入完全自由竞争阶段，但同时严格限制航空公司之间的合并、并且完全禁止航空公司之间的价格同盟，**其结果导致美国航空业的过度竞争。**
 - 继 1978 年的《航空业放松管制法》引入反托拉斯法条款后，美国国会又先后通过了 1979 年《国际航空运输竞争法》、1997 年的《航空竞争促进法》、2001 年的《航空运输竞争恢复法》等相关法律来进一步规范航空公司的市场行为，**这些法案的通过，并且叠加低成本航空的快速增长，导致了美国航空竞争格局的进一步加剧。**

图表5：美国航空监管政策的主要法案及其影响

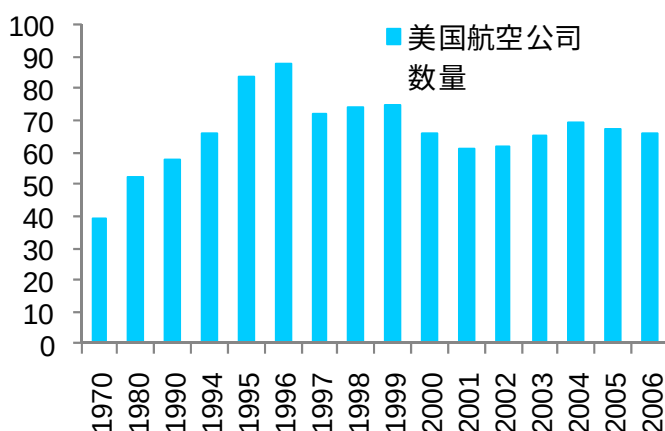
年份	主要法案	主要内容	主要影响
1934年	未有明确立法，但基本参照《航空邮政法》	线路由美国州际商业委员会(ICC)控制，叫价最低的航空公司可获得线路的运输授权，但不允许获取经营权后提价	为获取经营权，许多航空公司提供邮件运输服务的价格低于成本，处于破产的边缘，航空业陷入“破坏性竞争”的困境
1938年	《民用航空法》	一是严格控制新企业的进入，控制国内航空运输企业的数量；二是航空公司的飞机数量、飞机的座位数以及运营范围的严格管制，航线的进入和退出必须得到政府的批准；三是禁止航空企业的合并；四是由政府控制航空运价和收入。	竞争受到严重削弱，航空运输业基本不存在价格和运力上的自由竞争，行业整体能够获取一定利润率，但行业效率有所降低。
1978年	《航空业放松管制法》	逐步简化航线的进入和退出手续，放开运价控制，司法部反托拉斯局负责在航空运输市场执行反托拉斯法；1980年5月，民航委允许票价无限的下调灵活性和相当的上调灵活性。并且极力鼓励航空公司独立定价，民航委对航线的管制权于1981年12月31日终止，航空业票价和运费的管制权于1983年1月1日终止，	行业进入自由竞争时代，产生大量新进入者，行业相互渗透竞争，运价趋于下降，行业盈利能力直线下降
1997年 - 2001年	《航空竞争促进法》、《2001年航空公司竞争和旅客权利法》等	制定美国国内繁忙机场制订了机场起降时刻的分配、拍卖等规则，进一步规范大型航空运输企业合并，促进美国国内航空运输企业的竞争；	行业竞争进一步加剧，行业展开对时刻的竞争，行业进入完全过度竞争状态，直接导致了行业持续巨亏，也使行业不得不进入整合阶段

来源：国金证券研究所

放松管制后大量新航空公司涌入加大竞争

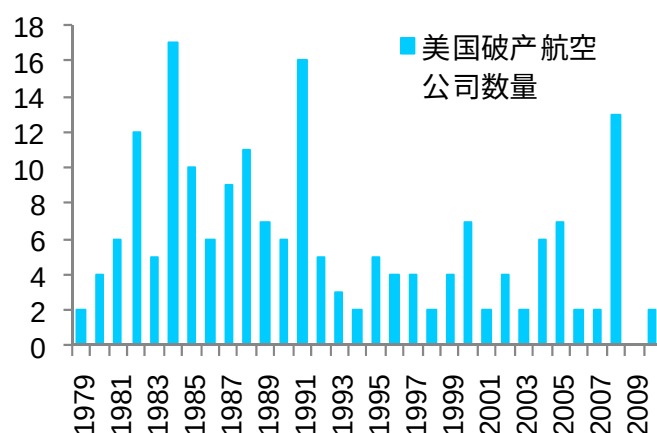
- 美国航空业在 1978 年之前严格管制的结果，航空公司之间不存在激烈的市场竞争，而航空公司、尤其是干线航空公司的进入者比较少，整体上航空公司保持了一定的利润水平，但其弊端是航空公司运营效率有所下降。在 1978 年放松管制后，行业的竞争格局发生了重大变化。
- 放松管制后，大量的航空公司进入市场。
 - 放松管制导致航空公司数量大幅增加，1970 年仅有 39 家航空公司，到 1996 年高峰时达到了 88 家。
 - 实际上，行业的新进入者远远大于这些静态数据，过于激烈的竞争，导致大量新旧航空公司破产，在放松管制之前，航空公司基本上不存在破产的现象，而之后从 1979-2010 年之间，破产航空公司的总数超过 187 家，甚至远远超过存活下来的航空公司（图 7）。

图表6：历年美国航空公司数量



来源：ATA 国金证券研究所

图表7：管制放松后各年美国航空公司的破产数量



- 大量新进入的航空公司必然要进入原有航空公司的市场（美国西南航空例外，我们将在以后进行分析），而这些航空公司作为新进入者在航班时刻、品牌效应等方面往往不具备竞争优势，在此情况下，新进入者往往采取低价竞争策略来争取更多的客源，以提高客座率（产品不可储存和高杠杆决定了客座率是航空公司的生命线），根据我们上文分析，原有航空公司大多时候被迫采用跟进的策略，这必然会导致行业盈利能力的大幅下降。
- 而且新的航空公司往往采用更先进、能耗更低的飞机，而且严格控制人工成本，而老的航空公司由于长期盈利不佳，面对机队老化而且退休人员负担严重的局面，在成本上新的航空公司也更具有优势，能够承受更低的价格。
- 尽管如此，行业恶性竞争的结果，除西南航空外，大多数行业的新进入者虽然之前信心满满，但最终也难免破产的命运，**新进入者必然面临竞争，而行业的基因决定了竞争的结果必然是两败俱伤**。即使航空业整体即使处于盈利的状态，我们也**建议新的进入者退避三舍**，这只是个听起来浪漫的行业！美国鼓励新的投资者进入航空业，实际上导致这个行业成为了基本上所有产业投资者的百慕大和滑铁卢，大量航空公司的破产可见一斑（图 7）。

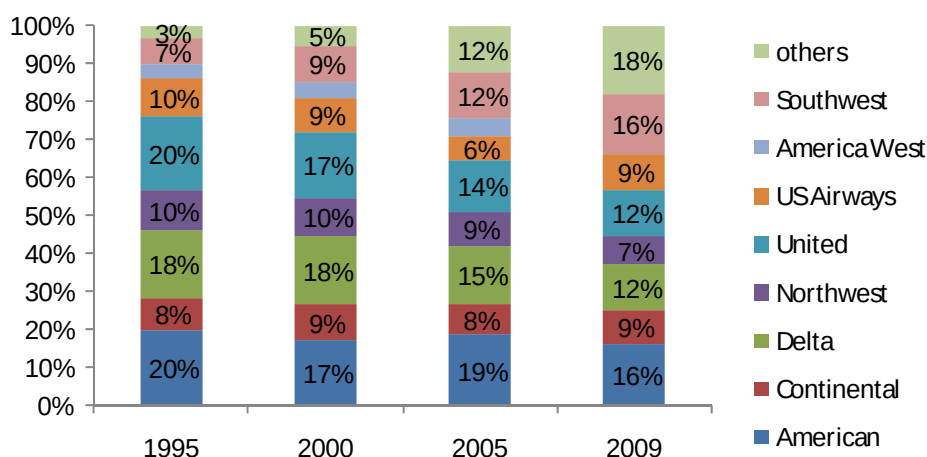
放松管制后航空公司在基地之间的相互渗透加剧竞争

- 在大量新航空公司加入的同时，原有航空公司在对方的基地航线上也相互渗透。在一些盈利航线上，后进入的航空公司往往采用价格竞争的策略，各航空公司往往面临维持市场份额和维持价格的两难选择，陷入囚徒困境，其结果往

往最终导致原有航空公司市场份额的逐步丢失，而新进入的航空公司也难以获取这些航线上原有的毛利率，最终导致双输。

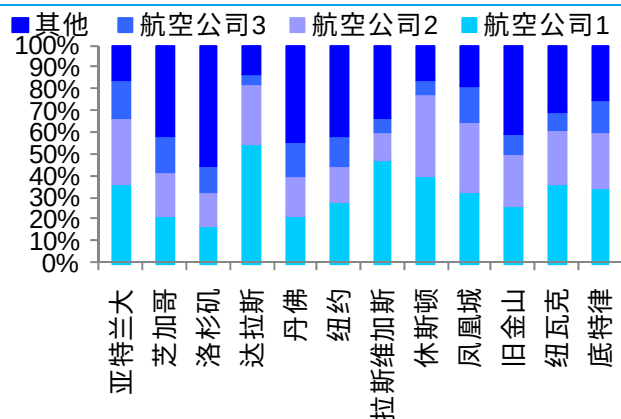
- 我们目前难以获得在管制之前各个机场上航空公司市场份额数据，但是由于之前的管制状态，航空公司很难获取准入新的航线，我们预计沉淀的结果将导致航空公司在其基地机场上占据绝对的市场份额。
- 1978 年航空管制的放松，尤其是 1997 年《航空竞争促进法》的颁布，使得航空公司在不同航线上相互渗透，其结果必然导致航空公司竞争的加剧，我们跟踪了美国前十二大机场，我们发现除少数机场之外，大多数机场航空公司的市场份额都非常分散，除达拉斯和拉斯维加斯之外，大多数机场中最大的航空公司市场份额均低于 40%，其中有 5 个甚至低于 30%。十二大机场上前三位的航空公司的平均市场份额分别为 33%、32%和 24%。
- 航空公司相互渗透的结果使得在很多航线上没有市场主导者，航空公司之间的竞争进一步加剧，航空公司基本上丧失涨价的能力（否则意味着客座率和市场份额的流失），而且在面临需求不足的情况下，航空公司为夺取有限的客源，往往大打价格战，导致行业的巨额亏损。**这种渗透给竞争的加剧程度是全局性的，甚至远远超过行业新进入者带来的竞争，我们认为这是美国航空业盈利能力每况愈下的主要原因。**

图表8：美国国内航线过去 15 年的各航空公司市场份额变化



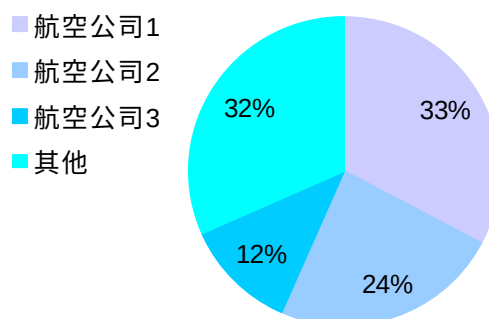
来源：ATA 国金证券研究所

图表9：美国各主要机场前三大航空公司市场份额



来源：国金证券研究所

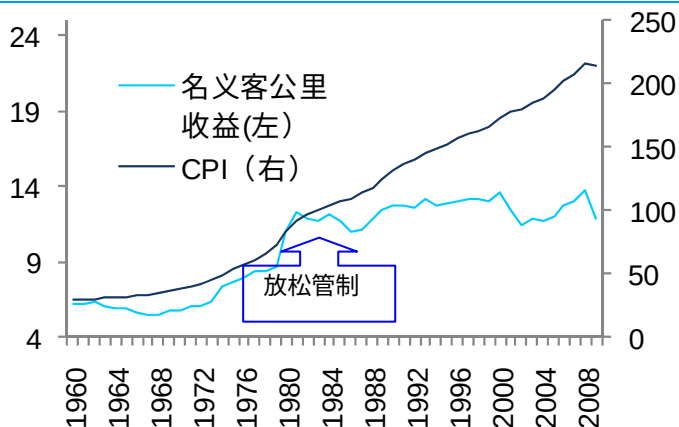
图表10：美国主要机场平均的前三大航空公司市场份额



激烈竞争环境下，航空公司自主涨价只是个传说

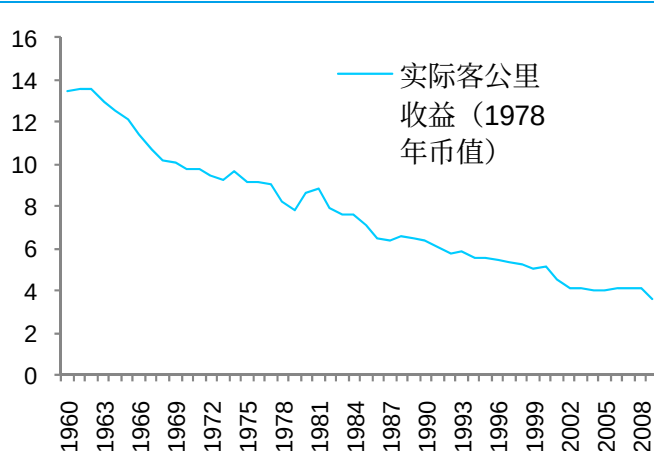
- 尽管在 1978 年的法案中，美国监管者看似公平地给予了航空公司自主涨价的权利，但通过一系列的法案严禁航空公司之间共谋涨价，并且往往对于价格共谋者给予严厉的处罚，而欧洲的立法者也基本上沿用的美国的这一套做法。
- 最近的例子，2008 年国泰航空和另外三家航空公司因涉嫌价格同盟，被迫同意美国司法部要求支付总额五亿零四百万美元的罚款。其中法国航空所支付的罚款是四家公司中最大，达到三亿五千万美元，是美国反垄断案件中第二最高的罚款。
- 监管者禁止航空公司共商涨价，从实际效果上，也就相当于禁止航空公司涨价，航空产品的特性使得在市场经济的国家出现了严重的非市场定价，实际上是强迫航空公司股东甚至债务投资者不断补贴消费者
- 表面上，监管者给予了单个航空公司提价的能力，但断绝了行业参与者共商涨价的能力，但是由于航空公司之间往往在多条航线上相互渗透。根据我们对航空业产品特性的分析，单个航空公司提价的结果必然导致航空公司客座率的丢失，而且行业参与者很多，一旦有一到两家不跟进，提价的结果必然夭折。
- 因此，在行业参与者众多的情况下，行业监管者美其名曰给予航空公司的自主涨价权实际上只是一张空头支票，禁止共商涨价的实际结果就是禁止航空公司做任何形式的涨价，这也导致美国航空公司的票价在过去几十年远远跟不上 CPI 的涨幅。
- 我们可以看到，美国航空业名义客公里收益在航空管制年代基本上能够跟上 CPI 的涨幅（图 11），但在 1981 年取消航空价格管制之后，由于政府限制航空公司共商涨价，而在市场新进入者众多而且航空公司相互渗透竞争激烈的情况下，美国航空业的名义客公里收益基本上就没有上涨。
- 我们以 1981 年航空公司放松管制作为分水岭，美国 CPI 指数 2009 年是 1981 年 2.36 倍，而美国航空公司的名义客公里收益却仅是 1981 年的 0.96 倍，也就是在物价大幅上涨的情况下，航空票价却完全没有上涨。
- 如果以实际币值来看，如果以 1978 年币值来比较，我们可以看到美国航空公司的实际票价水平出现了大幅下降，由 1978 年的 8.29 美分/客公里大幅下降到 2009 年的 3.61 美分/客公里（以目前的币值为 11.87 美分，相当于人民币 0.81 元/客公里）。

图表11：美国历年CPI及航空名义客公里收益（美分）



来源：MIT 国金证券研究所

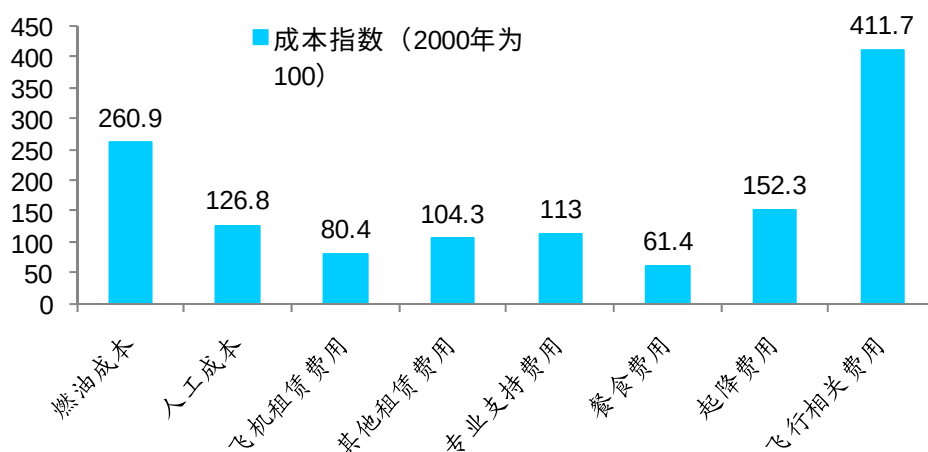
图表12：美国航空业历年实际客公里收益（美分）



成本持续增长，盈利大幅下降，航空业连续扮演价值毁灭者角色

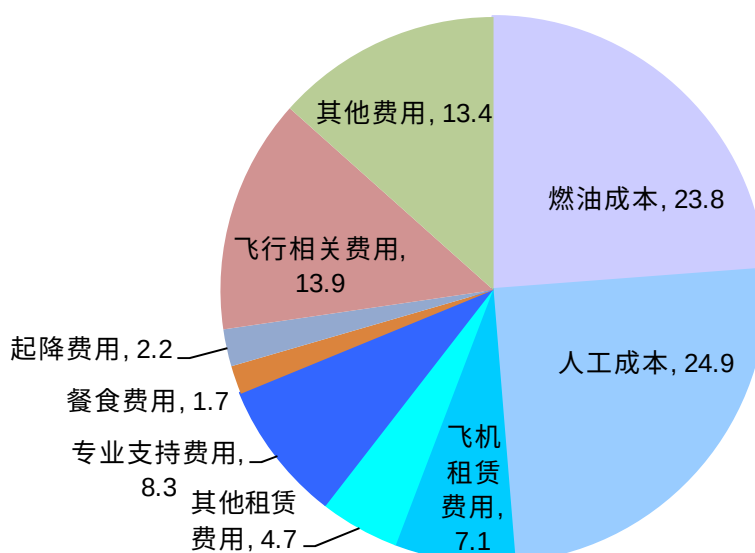
- 由于航空公司的票价水平远远滞后于 CPI，但是航空公司的成本却跟随 CPI 大幅上涨，如油价、人工成本等，这种剪刀差变化必然导致航空公司的盈利能力每况愈下。
 - 我们以最近十年的成本增长为例，我们可以看到，除了航空公司相对可控的飞机租赁费用和餐食费用之外，航空公司的各项成本均大幅增长，尤其是燃油成本。
 - 从图 13 的成本结构我们可以看到，占据成本比重最大的三项成本为燃油成本、人工成本和飞行相关成本，这三项成本占据航空公司总成本的 63%。

图表13：美国航空业 2009 年的各项成本指数（2000 年为基准）



来源：ATA 国金证券研究所

图表14：目前美国航空业的整体成本结构



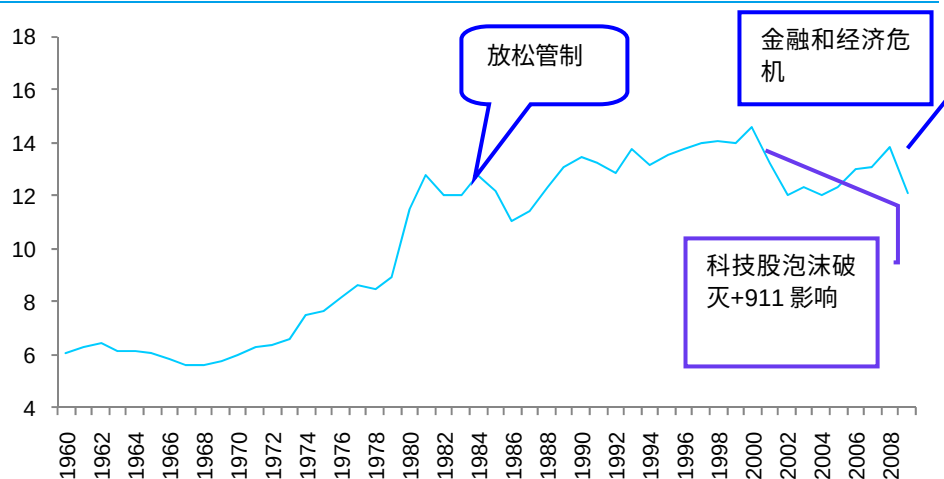
来源：ATA 国金证券研究所

- 不仅如此，一旦行业遭遇经济危机或者其他偶然事件导致需求增速出现明显下滑，而行业必然出现运力过剩，根据我们上面对行业本质的分析，在行业需求不足的情况下，竞争力稍弱的航空公司必然客座率会出现明显下

降而率先降价，其他航空公司也必然跟进，航空公司之间为了争夺有限的客源，以提升客座率，必然爆发价格战，导致行业票价水平绝对额的下降，并且给航空公司带来巨大的亏损。

- 美国国内航线的绝对票价水平出现过三次明显的下降，一次是 1981 年放松票价管制，客公里收益从 1981 年的 12.74 美分大幅下降到 1987 年的 11.45 美分，6 年的时间里票价水平大幅下降了 10%。
- 第二次是在 2001 年 911 之后，一直到 2004 年，航空公司的票价水平再次大幅下降了 17%；
- 第三次是 2009 年，航空公司票价水平比 2008 年下降了 13%。

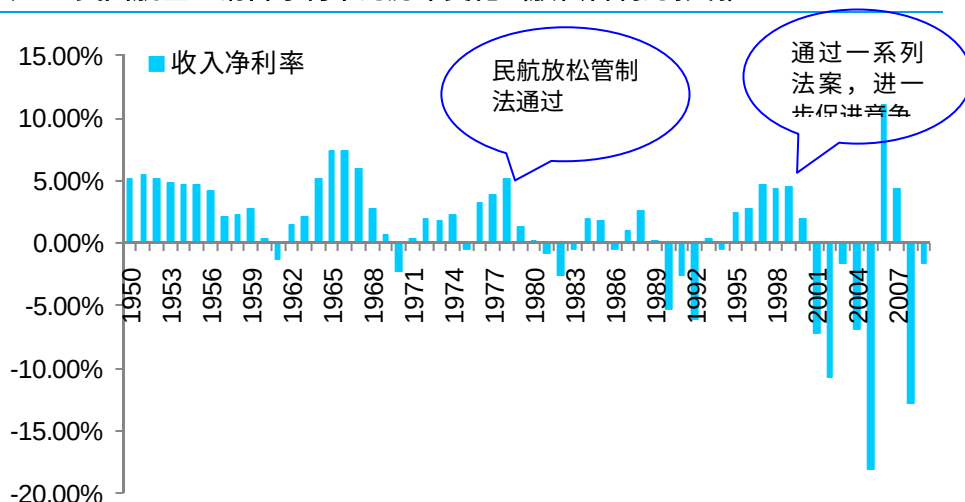
图表15：美国国内航线名义客公里收益的几次重大下降



来源：ATA 国金证券研究所

- 美国放松管制导致的航空公司恶性竞争在过去三十年中可谓是愈演愈烈，而航空业的盈利水平也随之出现了严重的下降，成为一个不折不扣的价值毁灭者。
 - 美国航空业在管制之前的平均收入净利率平均在 3%左右，而大多数年份都在 5%左右，只有在个别发生经济危机的年份产生了一定亏损。
 - 但在航空管制取消、进入自由竞争时代后，航空的收益率急剧下降，大多数年份行业都是净亏损，收入净利率年均超过了-1%。
 - 我们可以看到两次行业盈利能力的明显下降，都是与美国监管者放松管制有关，一次是 1978 年之后，行业出现了由盈利到亏损的第一个拐点，第二次是 2000 年之后，叠加 911 的影响，行业出现了由微利（亏损）到巨亏的第二个拐点。

图表16：美国航空业销售净利率的历年变化（放松管制的影响）



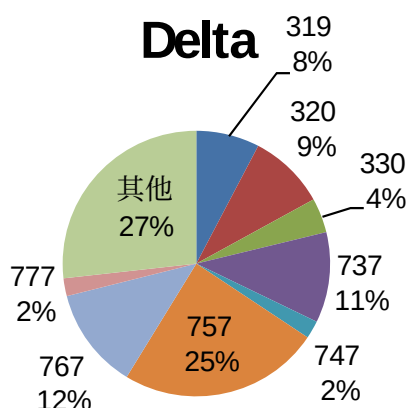
来源：ATA 国金证券研究所

- 我们认为如果航空行业完全放松管制，但又不允许航空公司之间有任何形式的托拉斯行为，在市场参与者众多的情况下，必然导致行业陷入破坏性竞争的困境。
 - 从航空公司的运价和盈利变化我们也可以清晰地看到实际上是美国监管政策将航空公司推向了亏损和价值毁灭的深渊，在美国市场参与主体众多的激烈竞争环境中，这种监管政策导致航空公司投资者不断给予消费者补贴。由于行业的特殊性，我们认为这种管制政策并没有给予航空公司股东公平的对待，是对航空公司股东的一种剥夺。
 - 因此，航空业要想走出价值毁灭的泥潭，要么必须在监管上有所改变，允许航空公司有一定的托拉斯行为，要么行业走向集中，通过减少竞争者、并以寡头垄断的方式来减少恶性竞争。

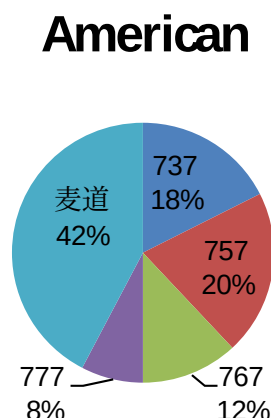
再生产周期过长导致行业集中度提升极其缓慢

- 对于绝大多数行业而言，激烈竞争的结果必然导致行业整体性盈利下降，在这过程中竞争力弱的企业就会被不断地淘汰出市场，从而带动行业走向集中，而行业的利润率也将走出完全竞争市场恶性价格竞争的泥潭。
- 全球航空业实际上也一直在经历这个过程，但是航空业走向集中化的进程非常缓慢，而全球汽车业、石油化工业、矿业等众多行业早已经完成了行业的整合，走向寡头垄断。我们认为出现这种现象最主要的三个原因：一是航空公司的再生产周期太长、第二是固定成本高而现金流却非常好；第三是行业监管者对于航空公司合并的严格限制。
 - 行业的再生产周期越短，行业的整合就越快，如果再生产周期是三四年，那么意味着三四年一个跨度，就会有部分行业经营能力不足的市场竞争者无法进行简单再生产而被淘汰出市场，但航空业由于飞机使用年限很长（长达 20 年以上），这就导致航空公司再生产周期很长，行业整合进展缓慢。我们可以看到美国传统航空公司的机型结构具有大量的老旧飞机（如 757 和麦道等）。

图表17：达美航空的机队结构



图表18：美利坚航空公司的机队结构



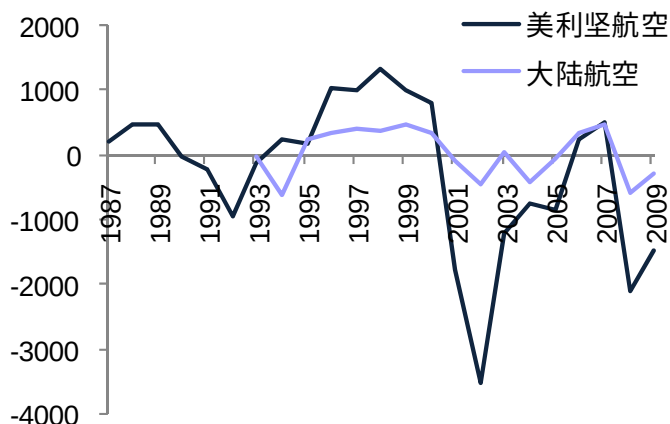
来源：ATA 国金证券研究所

- 第二原因是行业固定成本高，而现金流却良好，这就导致了航空公司只要能够覆盖其每次飞行的变动成本，就能够维持其运营，即使此时已经出现了严重亏损，这也导致很多航空公司如同百尺僵虫死而不僵。
- 第三个原因是行业监管者的反托拉斯法，例如 2000 年，美联航司提出以 43 亿美元并购全美航空，但最终美国联邦政府否决此项合并案，监管者一直以反托拉斯法为名对兼并的否决也是导致行业迟迟难以实现整合的一个重要原因。
- 行业迟迟未能完成整合而走向集中，在经济向上周期中航空业尚能实现一定盈利，但从一个中长期视角来看，行业必然持续地毁损价值。美国作为资本主义国家，其立国之本可以说是对投资者利益和私有产权的严格保护，只是大多数行业消费者处于非常分散的状态，因此对于厂商而言往往处于弱势群体，因此美国立法者往往也采用严格保护消费者的立法，以达到这些厂商利益和消费者利益的一种平衡。而在航空业也基本上依葫芦画瓢地采取这一立法原则，但是，由于航空业具有非常的独特性，美国这种立法导致了对消费者的过度保护，而严重损害了航空公司投资者的利益，实际上违背了其立国之本。

美国航空业终于进入新的寡头垄断格局

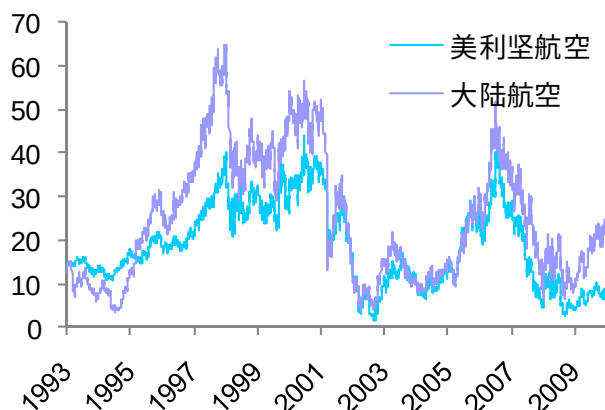
- 行业对自由竞争监管的一再加码，叠加过去十年的多事之秋（911 及金融危机等），原有的行业格局终于难以为继，航空业产生了巨额的亏损，各个传统网络航空公司都已经走向破产的边缘。
- 以美利坚航空和大陆航空为例，2001 年后，航空公司的盈利能力出现大幅下降，而股价同样也经历的大幅下跌。

图表19：美利坚和大陆航空 90 年代以来的盈利变化



来源：Bloomberg 国金证券研究所

图表20：美利坚和大陆航空 90 年代以来的股价表现

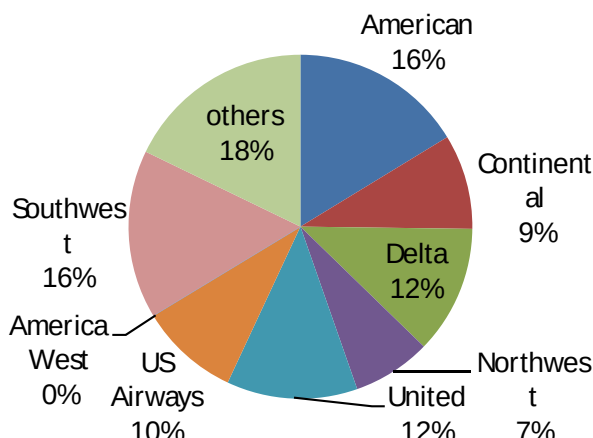


- 各航空公司在现有市场格局下难以为继，连续巨大的亏损在损害航空公司投资者权益的同时，甚至开始威胁到航空安全（部分航空公司为削减成本甚至开始省略一些必要的维护措施）。在困境中，寻求合并将是航空公司不得不选择的道路，以期减少竞争，提升行业的议价能力。
 - 到 2009 年，美国航空业还是市场非常分散的竞争格局(我们先重点探讨其国内航线，全球国际航线我们将在后面阐述)。美利坚航空（American）、大陆航空（Continental）、达美航空（Delta）、西北航空（Northwest）、美联航（United）和全美航空（US airways）的市场份额分别为 16%、9%、12%、7%、12%和 10%，其他 34%主要为低成本航空，西南航空的市场份额为 16%。
 - 在连续巨额亏损后，美国航空公司的整合终于拉开序幕，2006 年全美航空（Us Airways）和美国西部航空合并，合并后成为美国第六大航空公司，而这仅仅是美国航空公司整合的开端。2008 年底，美国第三大航空公司达美航空和第五大航空公司西北航空合并；之后 2010 年 5 月美联航和美国大陆航空宣布合并；而目前美利坚航空和全美航空的合并谈判也在进展之中。
 - 行业监管者也没有继续高举反托拉斯的大旗，我们认为美国监管者也已经意识到行业再不产生变革，美国航空业将难以为继，因此对一系列的合并活动开绿灯，包括全美和西部航空的合并以及达美和西北航的合并都已经活动批准，预计美联航和大陆航空的合并也将获得批准。
- 这些合并完成后，美国将形成三大网络航空公司+以西南航空为主少数几个低成本航空公司的市场格局。
 - 如图 21，三大航将占据美国国内航线 66%的市场份额，如果加上西南航空，那么四大航空公司将占据 82%的市场份额，而实际上西南航空主要发展其占主导地位的一些中短途航线，在中长途航线上，实际上与三大航重叠度并不高，因此美国航空业将形成三大航主导的局面。
- 这些合并将对美国航空业产生根本性的变革，美国航空业在其 80 年的发展史上首次全面走向寡头垄断的市场格局，我们认为航空业将显著地改变我们之前所说的毁灭价值的基因，行业有望进入价值投资时代。
 - 这种变革将是美国航空业进入一个稳定的市场竞争格局，由于市场参与者大幅减少，预计在很多航线上市场集中度也将大幅上升，航空公司相互渗透将大规模减少，航空公司采取一致性行动的可能性将大幅增加。
 - 在行业参与者大幅减少并且市场格局稳定的情况下，我们认为单个航空公司（尤其是航线的主导性航空公司）提价后，其他航空公司跟进

的可能性非常大，这有望使未来行业微利性会有很大改观。而在行业面临一定运力过剩的情况下，航空公司可以主动地进行一些运力削减，而不用过于担心行业市场份额的丢失，从而使行业的客座率和票价水平保持相对稳定，这也将大大改变航空业盈利的脆弱性。

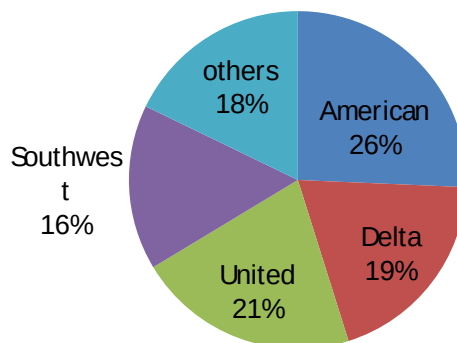
- 在行业具备更强的自主定价能力后，我们认为美国航空公司的盈利能力将得到很大的恢复和加强，美国航空也将迎来价值投资时代。
- 我们可以看到，重组之后的美国航空公司（美联航、美大陆航空和达美航空）盈利能力迅速改观，单季度的盈利甚至超过了西南航空。

图表21：美国2009年国内航线各航空公司市场份额

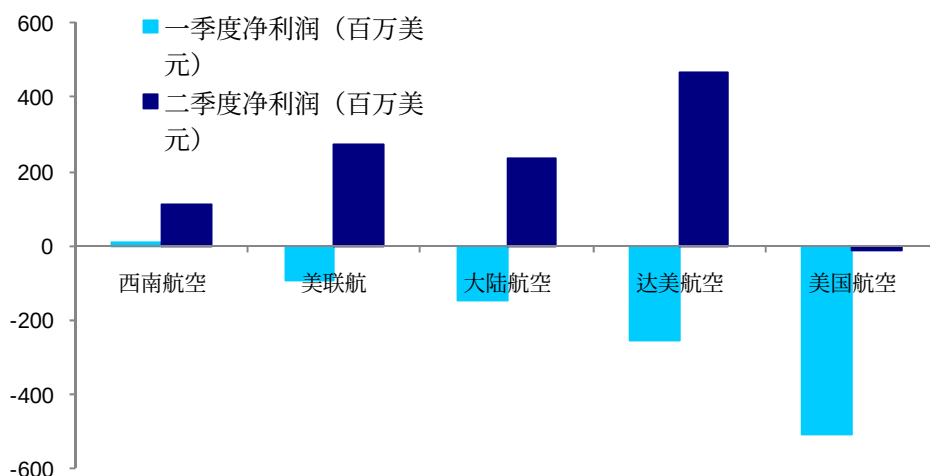


来源：ATA 国金证券研究所

图表22：整合后美国国内航线各航空公司市场份额



图表23：美国各航空公司2010年一季度和二季度的盈利



来源：Bloomberg 国金证券研究所

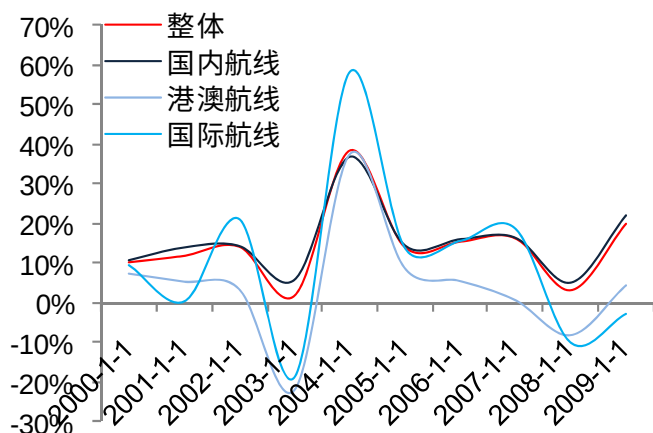
中国航空的过去十年：重蹈美国航空价值毁灭的覆辙

需求增长的黄金十年演变成盈利的噩梦十年

- 在消费升级的驱动下，我国航空业经历的需求增长的黄金十年，一跃成为世界上的第二大航空大国。
- 过去十年，国内航线的复合增长率达到 15%、国际航线复合增长率为 9%，而整体运输量复合增长达到了 14%。

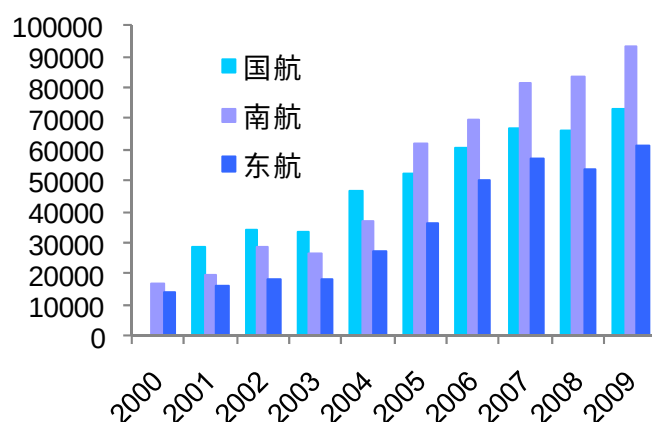
- 三大航无论 ASK 还是 RPK 均实现了快速增长，十年间增长了 3 倍以上。从业务量或者行业需求来讲，过去十年是我国航空业的黄金十年。

图表24：2000 年以来我国国内、国际和地区航线增长



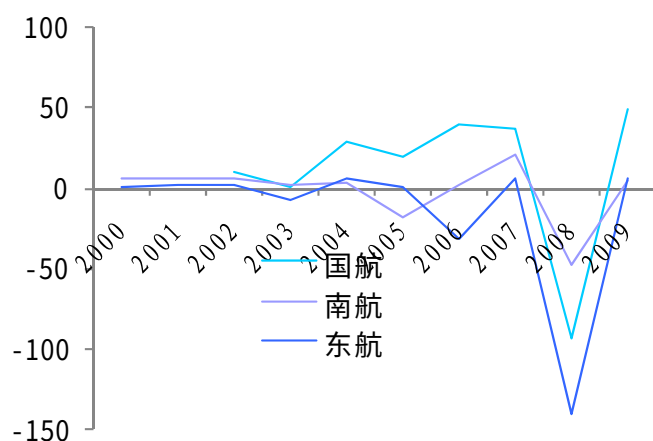
来源：CAAC 公司公告 国金证券研究所

图表25：三大航2000 以来收入客公里 (RPK) 量



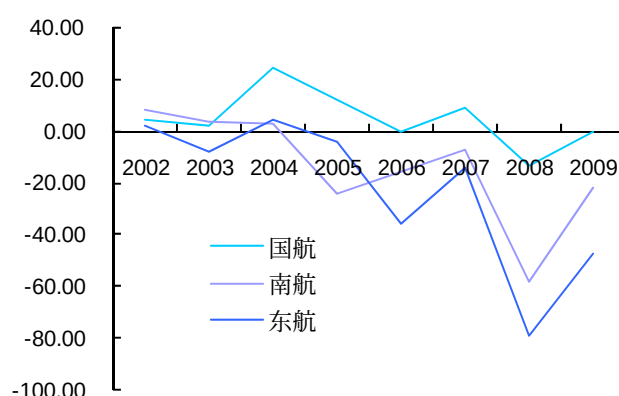
- 我国航空需求增长的黄金十年，航空公司并没有获得丰厚的利润，反而成了航空盈利的噩梦十年，航空股的投资除了有一些趋势性的机会以外，给投资者更多地是带来惨重的教训。
- 如图 26 和图 27，三大航整体除了 2002 年和 2004 年实现了净盈利之外，其他年份均产生了净亏损，而且亏损幅度有不断加大的趋势，到 2008 年行业的亏损到达顶峰，三大航合计亏损高达 281 亿元。
- 在三大航历年的盈利中，还有大量的汇兑收益，也存在燃油套保等非主业亏损，如果我们剔除这些因素，三大航的主业盈利能力也逐年呈现下降的趋势，即使在上次行业供需改善明显的 2007 年，南航和东航居然还产生了主业亏损。自 2000 年到 2009 年，三大航的累计主业亏损高达 258 亿元。

图表26：三大航2000 年以来各年的净利润



来源：公司公告 国金证券研究所

图表27：三大航2000 年以来各年的主业净利润



- 在航空公司不断产生巨额亏损的情况下，截止到 2008 年，航空公司的股价并没有给投资者带来多大回报，除了 2006-2007 年等一些交易性的机会外，航空股整体走势远落后于大盘。
- 在行业需求高速增长，各航空公司业务规模和收入大幅增长的情况下，需求的黄金十年演变变成了盈利的噩梦十年，是什么因素导致了这种变化呢？

重蹈美国覆辙——放松管制导致过度竞争

- 我国航空业在 1998 年之前都是完全管制的年代，无论是票价还是航线还是航空公司审批，都受到政府的严格管制。但从 1998 年之后，我国航空业也同样经历了管制放松的过程。

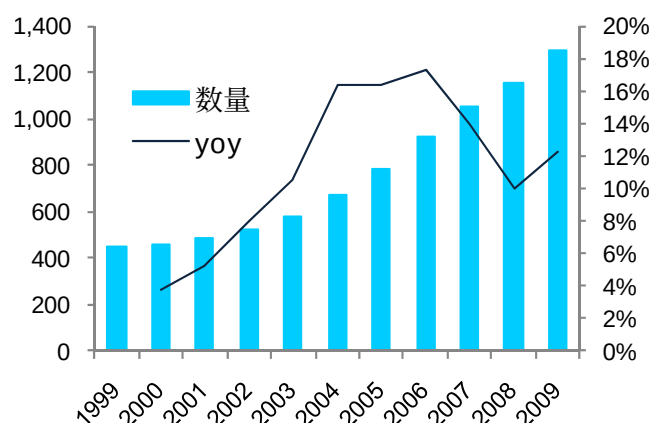
图表28：我国民航管制政策的变化及影响

	政策变化及影响
航空票价	1992年，我国开始对国内航线实行下浮幅度为10%的政府指导价。1997年，将这一下浮幅度扩大到40%，并开始试行多级票价制度；1999年，重新制止打折；2000年以后，又陆续放松部分旅客的限制。2004年国内航空运输价格改革方案，制定基准运价为0.75元/客公里，允许上浮不超过基准价25%、下浮不超过基准价45%，航空公司可自主定价，但实际上票价上限得以执行，但下浮幅度限制后来基本上形同虚设。2010年放开国内航线两舱定价。
航线准入	最早所有航线均需要审批，2006年开始放松管制，须经民航总局核准的只有吞吐量排名前20位的机场之间的航线航班，其余航线全部放开；2008年需要核准的机场降为10个，2010年《关于进一步做好航权航班和时刻管理工作的通知》民航局只负责北京、上海、广州三大城市四个机场的区际航权和航班审批许可，其余机场的航权和航班审批许可均由相关地区管理局负责
航空公司准入	1985年《国务院关于开办民用航空运输企业审批权限的暂行规定》、1993年《开办航空运输企业审批基本条件和承办程序细则》和2004年《公共航空运输企业经营许可规定》导致了我国新航空公司进入市场的三个高峰，分别新设了9家、12家和21家新航空公司；2008年暂时停止受理新的申请，民营新30条也不包括民用航空运输准入。
飞机引进	没有严格的法律规定，但2000年以来基本上没有对运力引进作太多限制，但2010年民航出台十大措施，提出加大运力调控力度

来源：国金证券研究所

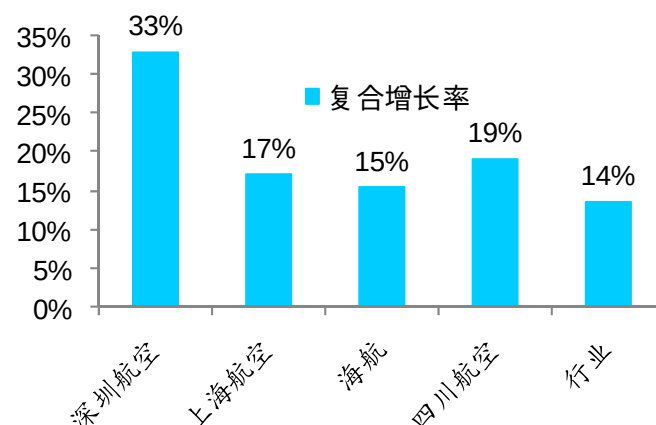
- 从图 28 我们可以看到，无论是航空票价、航线准入，还是航空公司准入及运力引进，实际上从 2000-2007 年都是逐步放松管制的过程。我们认为过度放松管制导致的恶性竞争是由需求增长的黄金十年演变成航空盈利的噩梦十年的主要原因。
- 首先是大量航空公司涌入市场，1985 年《国务院关于开办民用航空运输企业审批权限的暂行规定》、1993 年《开办航空运输企业审批基本条件和承办程序细则》和 2004 年《公共航空运输企业经营许可规定》导致了我国新航空公司进入市场的三个高峰，分别新设了 9 家、12 家和 21 家新航空公司。
 - 大量新的航空公司涌入市场，必然要抢占原有航空公司的市场份额，而产品同质化的特点也导致新进入者往往会采用价格战的方式来提升客座和市场份额。
- 其次运力的过量和无序引进。在市场主体越来越多的情况下，由于各个航空公司担心市场份额的流失，纷纷加大了运力引进的速度，导致行业性的运力过剩。
 - 2000 年-2009 年，飞机架数年复合增长 11%，但其中 2004-2007 年四年的复合增长率高达 16%，由于期间飞机大型化趋势明显，我们预计实际座位增速将高于飞机架次增速。

图表29：2000年以来我国各年民航飞机架次及增长率



来源：CEIC 国金证券研究所

图表30：三大航2004年以来各年的订单订飞机架次



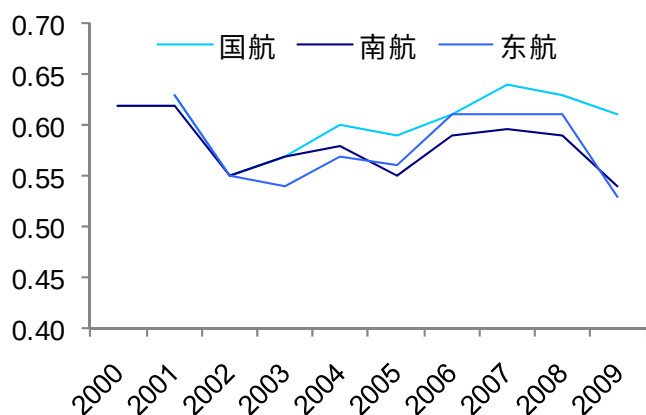
- 而且海航、上航、深航等中小航空公司的增长率远远高于三大航，深圳航空复合增长率高达 33%，而上海航空和四川航空的增长率也远高于行业水平，海航增长率略低也主要是由于后几年海航集团将主要的运力增长放在集团下面的其他航空公司上（如金鹿航空、鹏翔航空、天津航空和西部航空等），实际增速应当也要远高于行业水平。
- 第三，航线准入导致航空公司之间互相渗透。
 - 尽管 2002 年我国进行了一波航空公司的重组，这轮重组名义上提升了行业的集中度，但是由于合并之前很多航空公司都是地区性的航空公司，这些航空公司往往在其基地机场占据主导地位，这也使航空公司具备较强的定价能力。
 - 但重组后，航空公司在对方基地机场互相渗透，很多航空公司在其基地机场的市场份额反而出现了一定下降，我们未能找到各机场历史上航空公司的市场份额数据，但是我们可以看到在西安机场东航的市场份额由原来的超过 50% 下降到 30% 多，云南机场、新疆市场等一些二线机场原来地区性航空公司的市场份额都出现明显下降。
 - 这种渗透行为往往伴随着新进入者用低价竞争来培育市场，而原有的市场领导者为了确保自身的市场份额，被迫不断跟随降价，最终导致这些航线价格的大幅下降，而且为了保住各自的市场份额，航空公司之间很难单独提升价格。

竞争加剧使行业定价能力和盈利能力出现严重下降

- 由于行业竞争不断加剧，行业的议价能力出现明显下降。
 - 我们可以看到，三大航的客公里收益水平在 2000-2002 年有明显下降，之后虽然有所回升，但其幅度远远比不上成本增长幅度（期间石油价格和 CPI 均大幅增长）。
 - 即使中间有所回升，也主要是由于油价上涨带来的燃油附加费上升，如果剔除燃油附加费，我们可以看到（图 32）实际客公里收益水平整体上有较大下降，尤其是南航和东航。如果考虑到 CPI 的增长，2004 年以来实际航空票价水平下降幅度更大。
 - 和美国发生的故事及其类似，行业参与者众多、运力无序扩张、而且航空公司在核心市场之间相互渗透，导致航空公司产生过度竞争，为了确保客座率和市场份额，这种过度竞争就演变成了恶价格战，而这也导致行业票价水平的逐年下降，行业的利润越来越微薄，这也导致三大航 2000 年以来各年的主业净利润逐年下降（如图 27）。
 - 而一旦出现 2008 年那样需求的大幅下降，供需关系的进一步恶化导致行业价格战，并且叠加油价的上涨，直接演化成行业的巨额亏损，

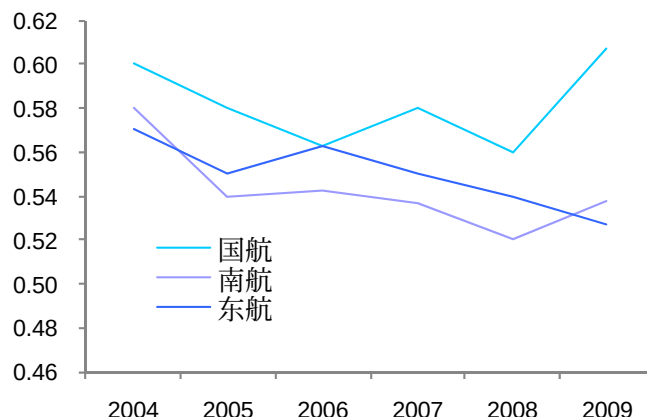
这一系列的变化直接导致过去十年我国航空需求增长的黄金十年，演变成盈利的噩梦十年。

图表31：三大航2000年以来国内航线的客公里收益

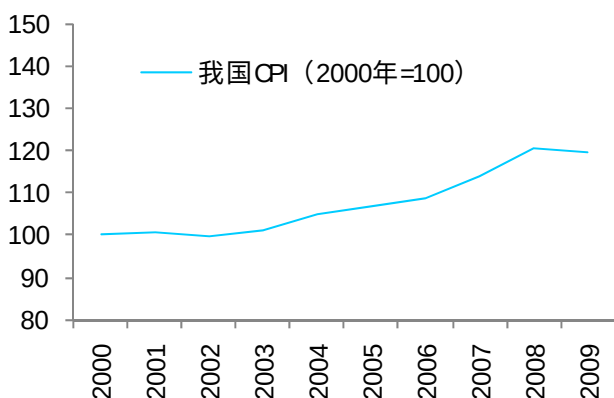


来源：公司公告 国金证券研究所

图表32：剔除燃油附加费后三大航国内航线客公里收益

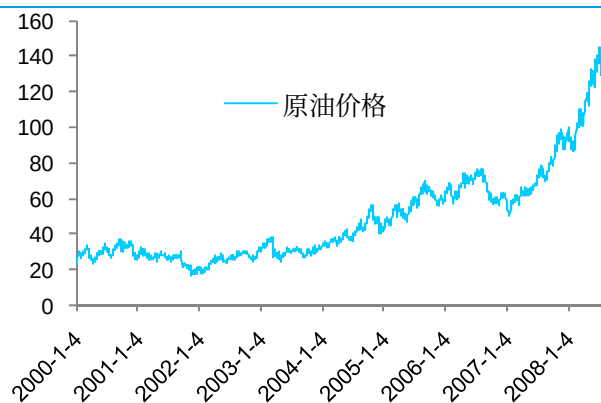


图表33：我国2000年以来的CPI



来源：Wind Bloomberg 国金证券研究所

图表34：2000-2008年的原油价格



结论：行业整合或重新管制是走出价值毁灭泥潭的最终出路

- 根据上述的分析，在过去十年，我国航空业完全在重蹈美国的覆辙——随着放松管制，大量航空公司涌入市场，运力过量并且无序引进，航空公司在各个航线上竞争市场份额，导致行业出现过度竞争，这种竞争演变成恶性价格竞争，航空公司基本丧失自主定价能力，行业收入的增长无法覆盖行业成本的增长，即使在景气好转的年份，航空公司也仅能够实现微利，而一旦出现行业不景气或者油价大幅上升，航空公司无法将这种因素转嫁给消费者，结果是行业的巨额亏损。
- 从美国航空业的研究以及我国过去十年航空业发展的历程，我们可以得出以下几个结论：
 - 首先，在行业参与者众多的情况下，由于对市场份额的争夺，过度放松管制的必然结果是航空公司股东甚至债务投资者不断补贴航空旅客，行业必然走向毁损价值的宿命。
 - 要避免行业继续毁损价值，要么行业完成整合，大幅减少市场参与者，稳定的竞争格局将使行业重新获得盈利能力，要么行业实施管制，使行业能够避免恶性的竞争。

- 其次，绝大多数新进航空业的公司最后都难以摆脱巨额亏损或破产的命运，除非这些新进入者能够类似美国西南航一样，能够在一些独特的市场占据绝对领先的市场地位，从而能够避免和传统航空公司的竞争，否则博弈的结果必然是两败俱伤（哪怕其进入的是现有航空公司非常盈利的航线）。

展望中国航空：浴火重生，未来价值和成长兼备

整合基本完成、且管制环境已发生重大改变

- 经过 08 年危机的洗礼，我国航空在市场竞争结构、监管政策、航空公司的经营导向以及空域资源状况上都发生了很大的改变，而这些改变将极大地改变我国航空业未来几年的竞争格局。
- 首先，国内航空公司的市场集中度进一步提升(表 35 是我国航空业近两年的并购事件)，行业集中度的提升是我国竞争格局发生是最重大的变化，这在放松管制以来首次出现的情况。

图表35：近两年我国航空业的并购重组事件

	我国航空业的并购重组事件
2009	2009年7月，东航发布吸收合并上海航空预案，并于年底获得相关批准，由此，新东航在上海市场的市场份额由原来的35%左右上升至50%左右；国航收购东星航空；
2010	国航增资控股深圳航空，由此国航在深圳的市场份额由原来的14%左右上升到43%左右；另外，四川航空收购鹰联航空，奥凯航空则被大田收购

来源：国金证券研究所

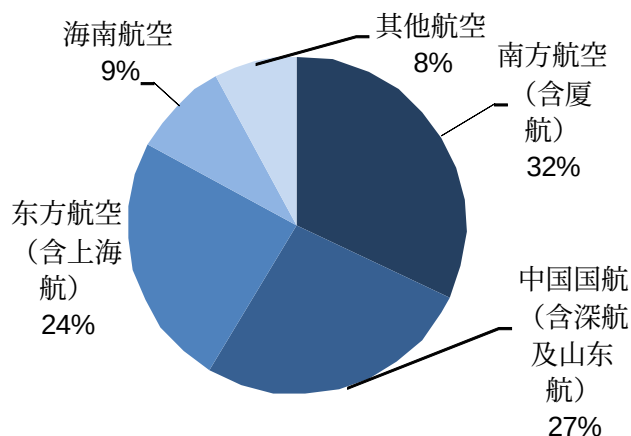
- 除海南航空外，其他中等规模航空公司均为三大航控股或具有重大影响（图 36），如果算上三大航控股的航空公司，三大航在国内航线是市场份额达到了 83%（图 37），在主要的机场中，均有主导性的航空公司。

图表36：三大航对其他中等航空公司的参股比例

中国国航	直接和间接持有43.5%的山东航空，具有实际控制权； 持有51%的深圳航空股权
南方航空	持有四川航空39%的股权 持有厦门航空60%的股权
东方航空	持有100%上海航空股权

来源：国金证券研究所

图表37：我国国内航线的市场份额情况

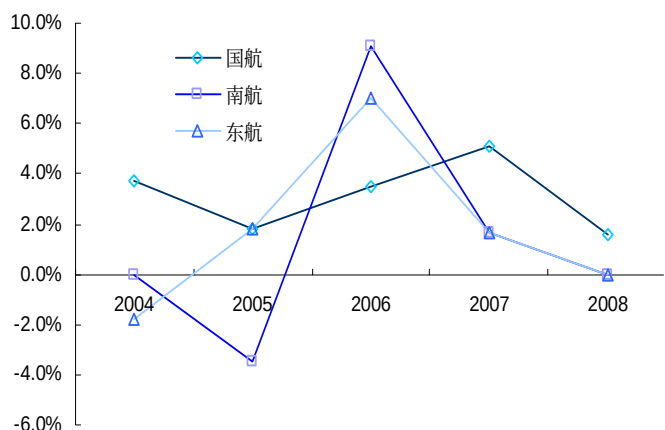


- 因此，我国航空业已经基本上完成了行业的重组，目前已经形成比较稳定的市场格局。另外，我们也可以发现，欧美航空业都是到行业进入衰退期后才完成了行业的重组，而我国航空业在还处于高速成长期

的期间就已经完成了行业重组，市场参与者的减少将使航空业的竞争程度出现明显下降。

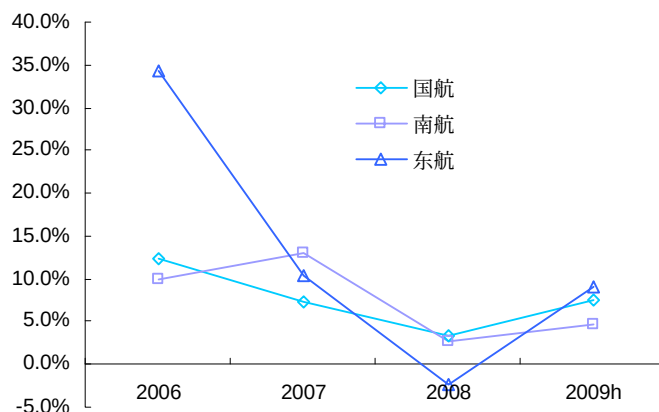
- **其次，监管政策更加合理。**在完全放松管制间接导致行业恶性竞争此起彼伏，行业产生巨额亏损的情况下，我国监管政策也出现了一定的变化，在导向上也由原来的一味放松管制、鼓励竞争转变为适度管制和鼓励适度竞争。
 - 我们可以注意到民航总局已经暂停新设民营航空公司的审批，而且我国促进民营经济的新 30 条中，其准入的行业也不包括民用航空运输业。（从美国过去三十年和我国过去十年的历史来看，除非新进入者着眼于开辟原有航空公司不曾进入的市场，如美西南航和我国春秋航空，否则和原有航空公司竞争的必然结果是两败俱伤，而原有航空公司凭借其规模往往可以断臂求生，但新进入者往往血本无归。因此，这种准入政策也符合投资者的利益。）
 - 另外，在航线审批上，虽然民航总局审批的机场范围进一步缩小，但是“取消非定期航班并且不再召开时刻协调会，仅对新增航班和时刻做微调”以及集体审批制的改革政策使得航空公司要新增航班将面临更长的审批流程，反而更加有利于行业竞争格局的稳定。
 - 根据我们的初步了解，民航总局对运力引进的审批可能也较以前更加严格。
- **第三、航空公司的规模导向让位于利润导向。**随着国资委考核机制越来越注重利润类指标，甚至未来将引入 EVA 指标考核体系，这将驱使航空公司越来越注重企业效益的提升，而行业参与者减少也使得航空公司不像过去十年那样注重规模，这使得部分航空公司的经营由以前的规模导向转为利润导向。
 - 从过去的的数据看，运力投放越少的航空公司相对票价水平提升更快（如图 38/39，06 年南航运力投放速度偏慢，但 2007 年国航偏慢，这也导致 2006 年南航和 2007 年国航的票价水平提升幅度更高。而且运力过快引进也会增大公司的经营风险，一旦运力引进过快遭遇经济衰退，航空公司的盈利将可能雪上加霜。
 - 利润导向的影响一是使航空公司会谨慎引进运力，而不会盲目扩张，二也使公司将更加强调收益管理，而不是恶性竞争来抢夺市场份额。

图表38：三大航客公里收入增长率



来源：公司公告 国金证券研究所

图表39：三大航ASK 增速

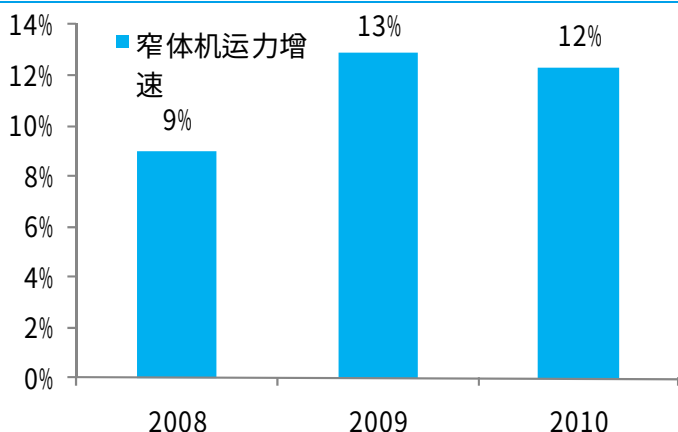


- **第四、空域资源非常紧张。**经过这几年行业的快速增长，一线机场的空域资源已经非常紧张，尤其是首都机场、上海虹桥、深圳机场等尤为严重，根据我们的调研，预计首都机场和深圳机场未来两年左右的起降架次只能有 5% 左右的增长，而很多二线城市的空域也比较紧张，空域紧张也在较大程度上限制了航空公司的飞机运力引进以及航线的无序进入。

竞争格局已经大幅改善，将大幅提升航空公司议价能力

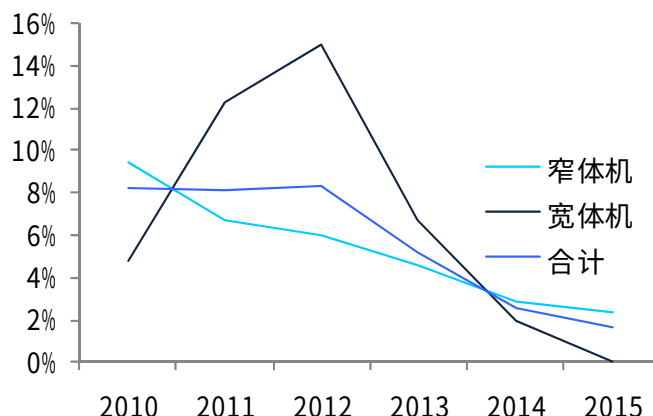
- 目前美国、欧洲和中国都进入三巨头的寡头竞争格局是航空业出现的新现象，而国际航线上也进入三个航空联盟的三足鼎立之势，新的三国演义的市场竞争格局将给航空业带来革命性的变化。
- 根据我们之前的分析，我国航空过去十年毁损价值的最主要原因是：随着管制的放松，大量新航空公司的涌入、运力地过度扩张以及航空公司在各个航线上的相互渗透，这些因素导致航空公司竞争格局恶化，并且丧失议价能力并且常发生恶价格战。根据我们上述市场格局和经营环境论述，我们将对这些因素进行分析，来看中国航空公司未来是否会继续毁损价值：
 - 首先，不会再有大量新航空公司涌入，一方面总局已经暂停受理设立新的航空公司，另一方面，经过过去众多投资航空业失败的案例，预计民间投资者对航空业的投资热情也将大幅减弱。
 - 其次，行业的运力增长将更加有序。市场参与者的减少使三大航不需要过于大幅引进运力来确保市场份额不会丢失，而经营导向转为利润、对于高铁的谨慎预期也使三大航将可能放弃以往的过度运力引进的策略，并且空域资源的紧张也是太多的运力难以消化。另一方面，主要的中小航空公司已经被三大航控制，而政府对运力的管制也会降低其他中小航空公司的运力引进速度。行业运力的整体增速将更加趋于按照需求来适量引进。
 - 再次，在运力引进更有序的情况下，行业的相互渗透也有望大幅趋缓，这将进一步有利于行业竞争格局的优化，航空公司也将更加注重维护自己核心基地航空公司的市场份额，并使运力投放更加集中化（从目前来看，只有海航没有实施这种战略，因此海航的竞争行为对行业盈利能力的恢复尚有一定影响，但由于上航、深航等的兼并，行业的恶性竞争因素大幅减少）。我们可以看到，2011 年和 2012 年行业运力引进将较缓慢，尤其是窄体机的运力。

图表40：行业近几年窄体机增速



来源：国金证券研究所

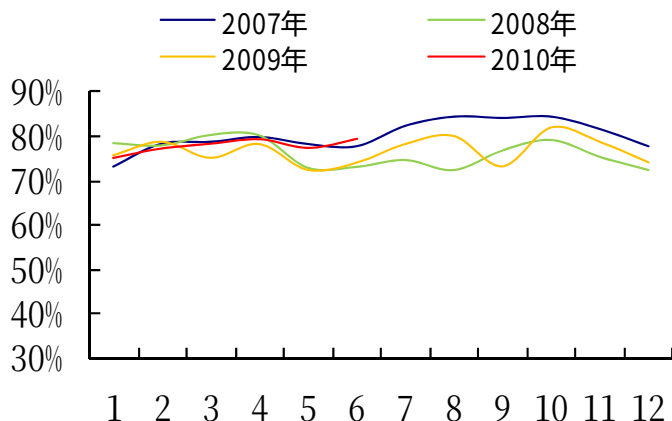
图表41：三大航手持订单未来几年运力引进机型增速



- 竞争格局的变化将对行业产生根本性的影响，行业的自主定价能力将大幅加强，而且这种加强不一定需要托拉斯行为。

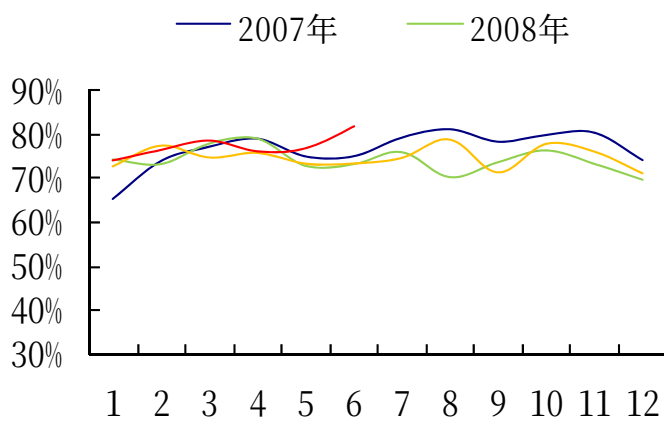
- 由于行业竞争者的减少以及行业相互渗透行为的减少，航空公司之间不再会通过恶价格竞争的方式来竞争市场份额和客座率，因此，行业的价格战行为将大为减少，而我们上述航空价值毁灭基因分析中航空公司不断价格竞争导致最终行业整体微利的行业基因将能够被打破，行业将有望走出盈利微利性的泥潭而创造丰厚的利润。
- 一旦需求出现不足，航空公司甚至可以通过更换机型甚至减少航班提升客座率，而不完全付诸于价格竞争，因为很多航线上都有一到两家市场主导者，降价的结果必然是两败俱伤。当然，由于也不是垄断市场格局，因此当行业需求严重不足时，行业仍有可能产生价格战，但相对而言，激烈程度将大幅降低。因此行业动则巨亏的现象预计将不再会出现。
- 而当行业出现油价大幅上涨的情况下，虽然一直有燃油附加费，但过去激烈的竞争使得剔除燃油附加费后的票价水平实际上呈下降趋势（如上面图 32），也就是收取的燃油附加费有部分被更大的折扣力度所抵消。但在未来竞争结构明显优化的情况下，我们认为**燃油附加费对燃油价格上升的传导能力将大大加强**。（同样，如果出现燃油价格大幅上涨，由于燃油附加费只能抵消 70%-80%的燃油成本，预计航空公司的盈利还是会受到一定影响）。
- 由于行业运力引进的谨慎，我们预计未来几年行业的供需关系将进一步好转，使客座率和票价水平仍有上涨空间（2012 年由于高铁的集中影响，预计行业整体票价水平将基本维持，或略有下降）。
- 由于航空业出现目前这种寡头竞争格局无论在国内还是国外都是第一次，因此很难找到太多的例证去验证我们上述的判断。但是我们可以从去年年底到今年的情况进行分析。
- 在激烈竞争的市场中，票价水平的提升必须依赖于行业的供需改善，一定伴随客座率的提升。国内航线客座率在今年是 3-5 月份并没有比 2007 年提升多少，4 月份的客座率甚至还有一定下降，但是我们可以看到，今年的票价指数大幅超过 2007 年同期的水平，因此这种价格提升应当不是主要由客座率或者供需改善带来的。
- 而在充分竞争的市场格局中，单个航空公司提价必然导致其客座率的丢失而得不偿失，但在客座率并没有大幅提升的情况下航空票价水平却出现明显回升，我们认为这主要是由于行业的竞争格局发生了重大的变化，以价格竞争来争取客座率行为的减少必然使航空公司的价格水平出现提升。
- 国内航线票价水平的大幅上升，也证实了在行业集中度提升之后，航空公司的议价能力得到了很大的加强。

图表42：中国国航 2007 年国内航线的客座率

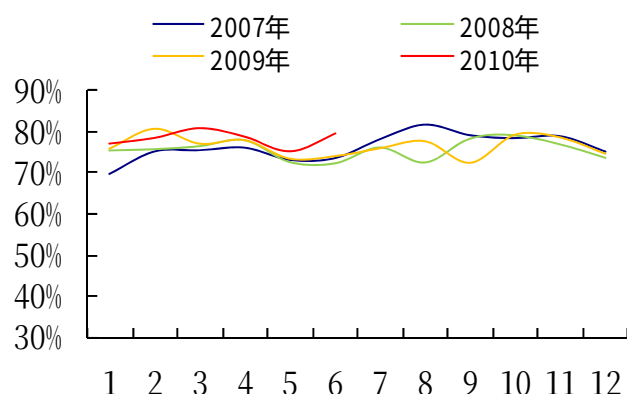


来源：公司公告 国金证券研究所

图表43：东方航空 2007 年以来国内航线客座率

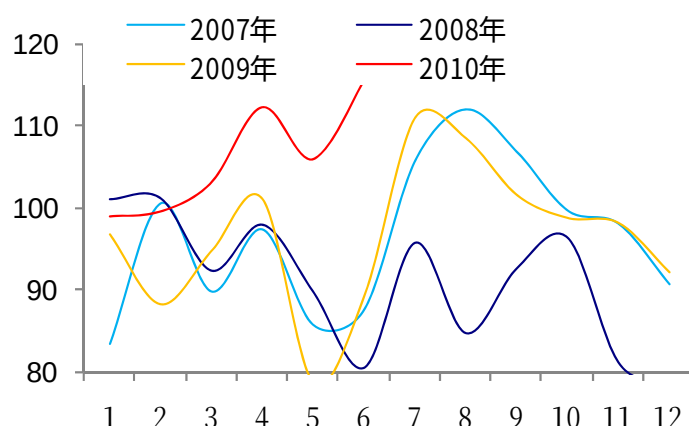


图表44：南方航空2007年以来国内航线客座率



来源：公司公告 CEIC 国金证券研究所

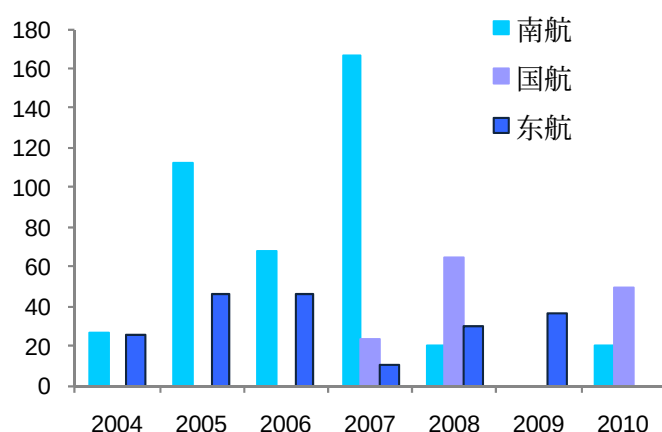
图表45：我国国内航线的票价指数



周期性下降而盈利能力大幅上升，行业将具备投资价值

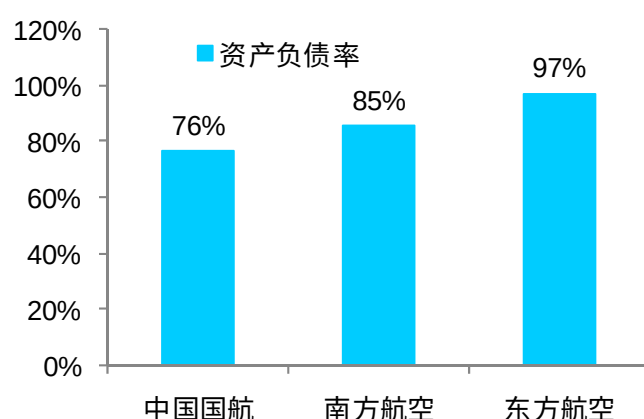
- 从美国过去四十年和我国过去十年的情况看，航空业不仅整体上毁损价值，而且行业的盈利还具有巨大的波动性，我们可以从图 16——美国航空业销售净利率变化情况以及图 26 和 27 我国三大航盈利的波动性可见一斑。
- 从我国来看，盈利产生如此巨大波动性的内在原因是行业的激烈竞争，但直接的原因是航空公司运力引进增速与行业需求增速之间的不匹配。行业往往在景气高点时大量引进运力，如 2005 和 2007 年，我们可以看到这两年航空公司签订了大量的订单，直接导致之后几年的运力扩张过快，尤其是南方航空（国航的数据从 2007 年开始统计），而且这种运力增速可能会超过行业需求的潜在增速，但航空景气高点往往也是经济景气的高点，之后经济往往不可避免地出现景气下降，航空需求也会降温，需求增速趋缓叠加行业运力过快引进，必然导致行业供需关系逆转。

图表46：三大航过去几年的订单签约架次



来源：公司公告 国金证券研究所

图表47：我国三大航空公司的资产负债情况



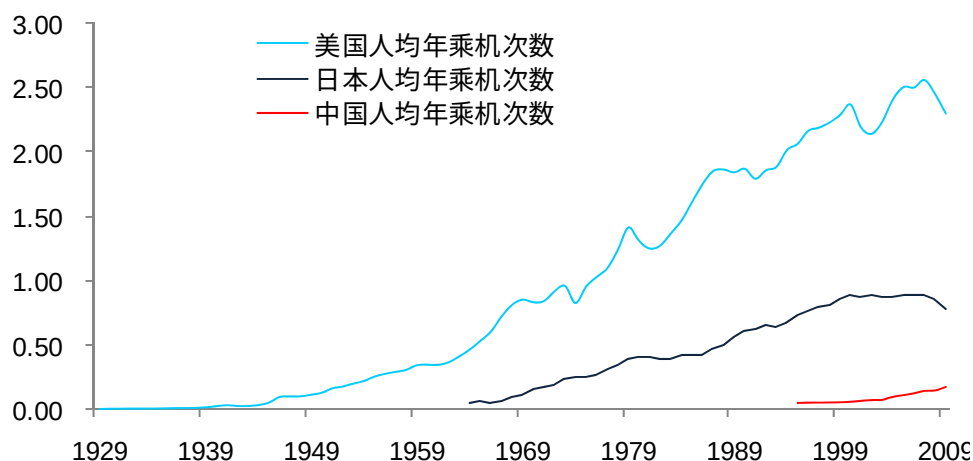
- 在供需关系逆转以后，根据我们对航空产品特性的分析，由于行业参与者众多，为了争夺有限的客源和客座率，航空公司必然爆发恶性价格战，并且将价格打至边际利润接近零（固定成本部分无法弥补导致巨额亏损）。

- 我们认为我国航空的周期性将出现明显下降。
 - 一方面运力的引进将比较缓慢（如图 46，三大航在最近几年引进的飞机数远低于 2005-2007 年）在这种情况下，需求增速的下滑并不会导致航空供需关系的逆转；
 - 另一方面，由于行业集中度的提升，即使供需出现一定逆转，行业也不会产生恶性的价格战，有序竞争也将使航空盈利的波动性大幅下降（这从 2010 年二季度可以看到航空票价在淡季的调整比过去几年要少很多）。
 - 根据对美国航空业在 1978 年管制时代的跟踪，从 1950-1978 年年间，只有两年行业出现了净亏损，我们认为随着我国行业集中度的大幅提升以及管制的趋严，我国航空业有望出现类似美国管制时代的表现。我们认为只有当出现类似 2008 年那样的经济危机情况，我国航空业才可能产生全行业亏损。
- 根据我们之前的分析，随着航空公司重新获得议价能力，行业长期盈利能力将会有本质的提升，同时，由于周期性的下降，我们认为航空业将迎来价值投资时代。
 - **首先是销售毛利率的大幅回升。**从美国二季度和我国上半年的情况可以看到，在行业整合之后，航空的盈利能力均出现了明显的上升（尽管也有经济复苏的功劳），但是我们可以看到预计我国航空业二季度的销售净利率将达到 10%以上，而二季度还是全年一个相对比较淡的年份。
 - 其次，是**航空公司普遍具有非常高的资产负债率**，过去航空公司由于其微利性，高资产负债率往往会加剧其盈利波动性，并且很容易在巨亏之后被迫破产。但是，一旦航空业恢复盈利能力，资产负债率的高企反而使行业充分享受财务杠杆，从而产生很高的 ROE 水平。

刘易斯拐点驱动行业高增长，行业将兼备成长性

- 过去十年是我国航空需求增长的黄金十年，但是我们认为中国航空业的黄金增长期还远未结束，我们可以先来看看中国、美国和日本人均乘机次数的变化。
 - 2009 年，中国人均乘机次数为 0.17 次，而美国和日本分别为 2.29 和 0.78 次，中国仅相当于美国的十二分之一和日本的五分之一，或者说中国目前的人均乘机次数相当于美国 1951-1952 年，日本 1970 年的水平。
 - 我们可以看到日本由于国土狭长，而且均建有新干线，所以日本人均乘机次数远低于美国，就国土条件而言，中国与美国具有最大的相似性。
 - 美国在人均次数达到 0.17 次之后，还保持了近 20 年的复合增长率达到 12%的高增长期，到 1970 年，人均乘机次数增加了 5 倍，而旅客量增加近 7 倍，之后还有将近 30 年 5%-7%的中速增长期。

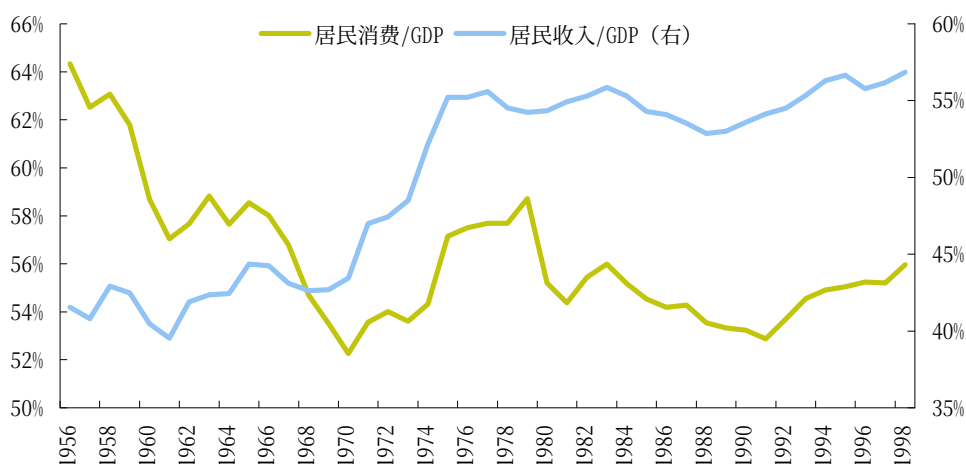
图表48：美国、日本和中国人均年乘机次数对比



来源：国金证券研究所

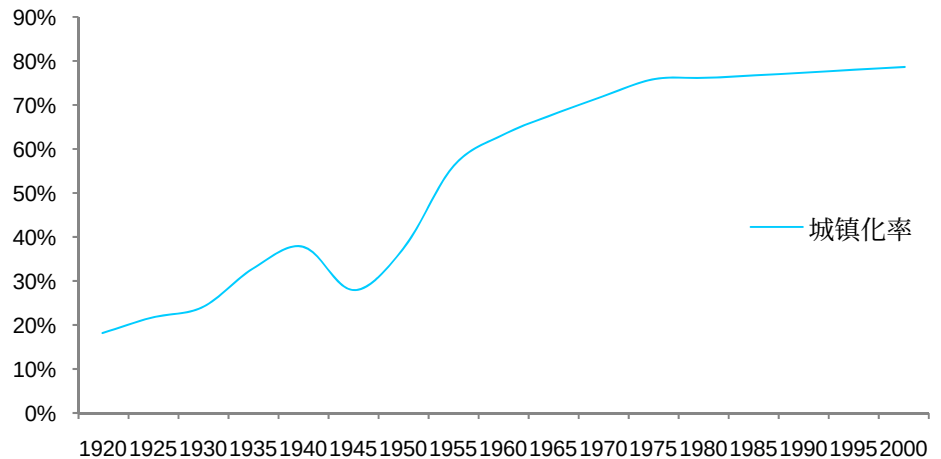
- 我国人均年乘机次数与美国和日本相差巨大，显示中国航空业的未来增长潜力巨大，而消费升级将是我国航空业增长的原动力。从需求的角度。从经济发展模式和经济结构等对航空的影响上看，**我国经济发展方式及经济结构变化与日本具有非常大的相似性，城镇化、经济结构转型、居民收入提升及内需消费的兴起具有很大的相似性**，两国在城镇化率提升及经济起飞时全球民用航空业已经初具规模，而欧美在民用航空业方兴未艾时早已基本完成城镇化工业化的进程，因此，**在判断我国航空目前所处的发展阶段以及在此阶段的潜在增速方面，日本航空具有最大的借鉴意义。**
- 我们也可以看到，日本在青壮年劳力在 1970 前后到达高峰后，居民收入占 GDP 的比重在 60 年代和 70 年代分别有两次大幅增加的过程，而且在此过程中伴随城市化率的上升。

图表49：日本在1960年代和1970年代经历了两次居民收入的快速增长



来源：国金证券研究所

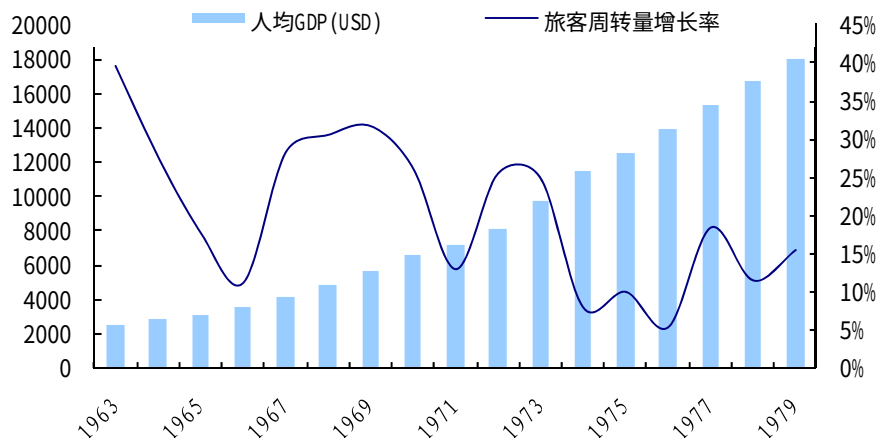
图表50：日本城镇化率的上升过程



来源：国金证券研究所

- 在这两个阶段，日本航空消费出现了爆发式增长，即使考虑到 1966-1967 年高铁投产对航空分流的影响，日本在 1960 年代和 1970 年代航空消费的年复合增长率分别达到了 31%和 22%，增长率与 GDP 增长率的比重超过了 2 倍。

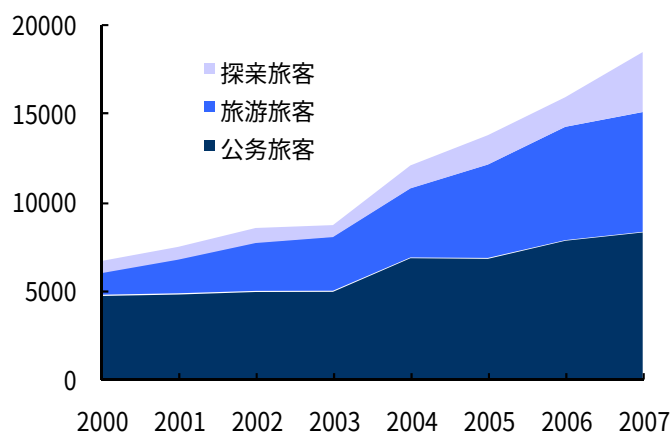
图表51：日本六七十年代航空需求的高增长



来源：CEIC 国金证券研究所

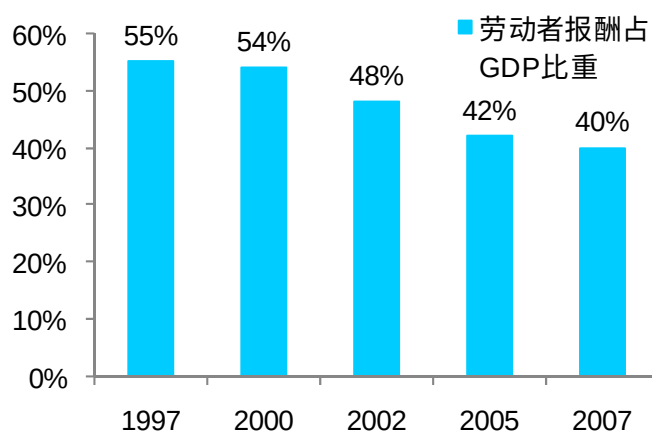
- 从人均 GDP 看，我国人均 GDP3500 美元相当于日本 1968 年和美国 1964 年的水平，但是我们认为由于我国居民收入占 GDP 的比重远低于当时的美国和日本，因此从人均可支配收入水平来说，目前的中国应当相当于日本和美国更早的年代。
- 过去十年我国航空需求增速仅相当于 GDP 增速的 1.5 倍左右，远远低于同样 GDP 水平下日本航空需求的增长水平，我们认为这与我国居民收入占 GDP 比重不断下降有关，而这大幅降低了过去十年我国航空消费升级的爆发力。
- 尽管如此，随着居民收入绝对额的增加，消费升级仍是我国航空需求的原动力，我们可以看到商务旅客过去十年的年复合率仅有 8%左右，而休闲旅客达到了 27%，比重也由原来的 30%上升到 60%左右。

图表52：过去十年我国航空旅客结构变化



来源：国金证券研究所

图表53：2000年后我国居民收入占GDP比重不断下降

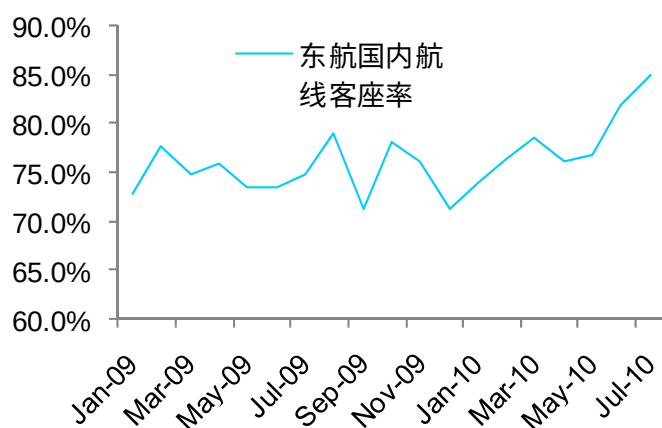


- 目前普遍的说法，中国劳动力市场相信已进入或临近刘易斯拐点，农村的廉价劳动力无限供应的年代趋于结束，劳动力由剩余变为短缺，相应的劳动力供给曲线开始向上倾斜，劳动力工资水平也开始加速提高。预计未来15年工资涨幅应是中国经济增长率（GDP）升幅另加5%到7%，中国将进入资本到人的转变。
- 我们有理由相信，中国未来的居民收入和消费将进入快速增长阶段，消费占GDP的比重将逐步大幅提升，而这也必将驱动我国航空消费升级进入加速阶段。
- 中国非常低的人均乘机次数意味着巨大的增长潜力，而目前经济结构转型、刘易斯拐点的到来带动居民收入和消费能力的大幅提升，将成我这种增长潜力出现爆发的催化剂。我们认为未来十年中国航空的潜在增速将超过过去十年15%的水平。

客座率和票价水平也还有提升空间

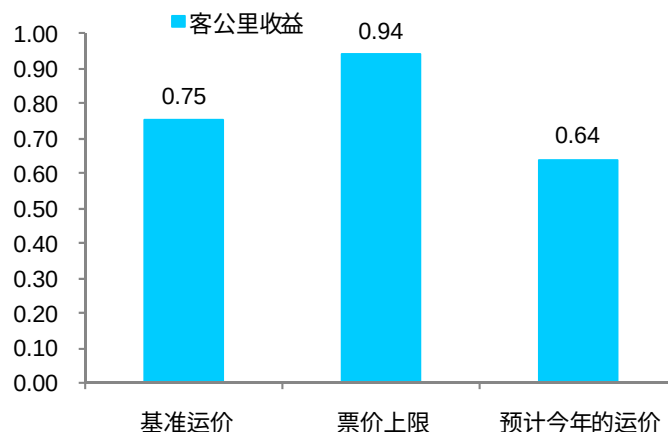
- 除了旅客量的增长之外，我们认为我国航空业的客座率和票价水平也还有一定提升空间。首先对于客座率，预计今年国内航线的客座率将达到80%左右，略超2007年将达到历史新高，但我们认为随着运力供给继续慢于需求供给，未来客座率仍有提升空间。
- 世博会给上海航空市场带来的大量需求，使得东方航空7月份的客座率高达85%，这也说明在行业供需持续改善的情况下，我国航空的客座率仍有提升空间。
- 而票价水平的提升空间预计将大于客座率。
- 由于我国航空市场竞争格局的大幅改善，一方面客座率的提升必然将带动票价水平的进一步提升，我国目前执行的国内航线票价水平为2004年制定，每客公里的基准运价为0.75元，票价上浮幅度最高不得超过基准价的25%，因此最高可达0.9375元每客公里。而预计航空业盈利大爆发的今年，预计三大航平均国内航线客公里收益大约0.65-0.67元之间，剔除到燃油附加费，预计相当于0.63-0.65元左右，相对于0.94元的理论高点，尚有32%的折价（即目前的平均机票价格尚不到7折）。
- 同时，在国内航线头等舱运价改革之后，我们认为未来经济舱运价也存在改革的空间（毕竟现有运价水平是2004年制定的，到目前为止已经6年多没有调整），当然从我们目前了解的情况看，短期内调整的可能性非常小。

图表54：东方航空国内航线的客座率水平



来源：国金证券研究所

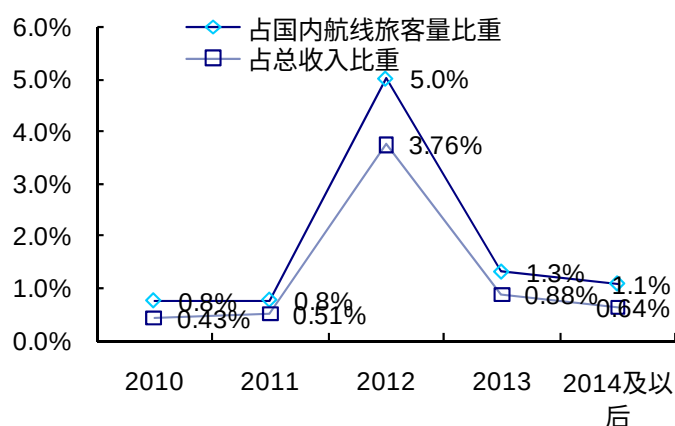
图表55：国内航线票价水平还有较大的提升空间



高铁影响难改行业的高成长

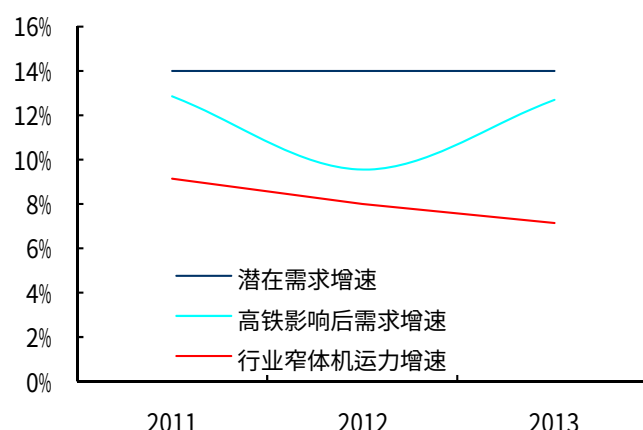
- 高铁的影响请详见我们 4 月 15 日发出的深度专题报告《高铁对交通运输格局的影响分析》以及 7 月 8 日发出的深度报告《高铁影响跟踪：将使 2011 年供需改善明显》，我们在此只简单论述一下结论：
 - 2011 年需求受高铁影响很小，但航空公司由于高铁的谨慎预期使新增运力增速趋缓，带动行业供需将进一步明显改善：即使经济有所降温，考虑高铁影响对行业增速产生 1% 左右的分流影响，航空消费升级将使航空国内航线需求有望保持 13% 左右的增速，而窄体机运力增速将为 9% 左右，国内航线明年将供需改善明显。
 - 高铁对 2012 年将产生一定影响，但不会使行业供需逆转：在高铁沿线的航线上，在高铁开通后客座率和票价水平会出现短期的下降，但由于高铁将对国内航线产生 5% 左右的分流，航空需求由正常的 14% 下降到 9%-10%，而窄体机运力供给有望略低于此水平，所以高铁不会导致行业供需的明显逆转。行业的盈利可能会受到一定影响，但我们认为在经济保持正常增长的情况下，航空公司的盈利有望保持在较高水平。
 - 高铁对航空的影响为结构性和一次性的，影响集中在开通之后的那一年，之后航空与高铁将形成比较稳定的市场格局。从日本航空的发展数据也可以看到，高铁难以改变行业的高增长态势。

图表56：各年度被分流而减少的旅客量和收入比重



来源：国金证券研究所

图表57：未来几年国内航线需求及窄体机增速对比

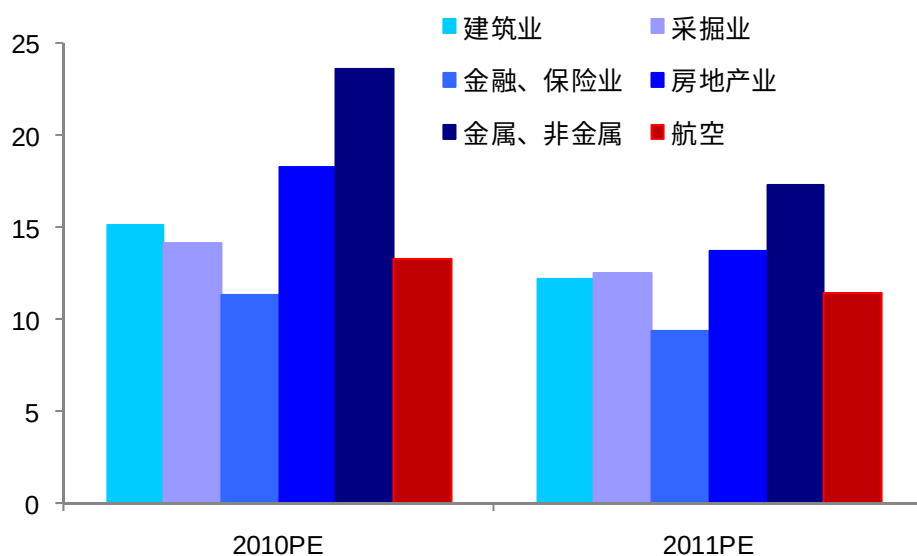


投资策略：价值+成长优势将驱动航空估值向类消费股回升

航空业的估值分析及比较优势

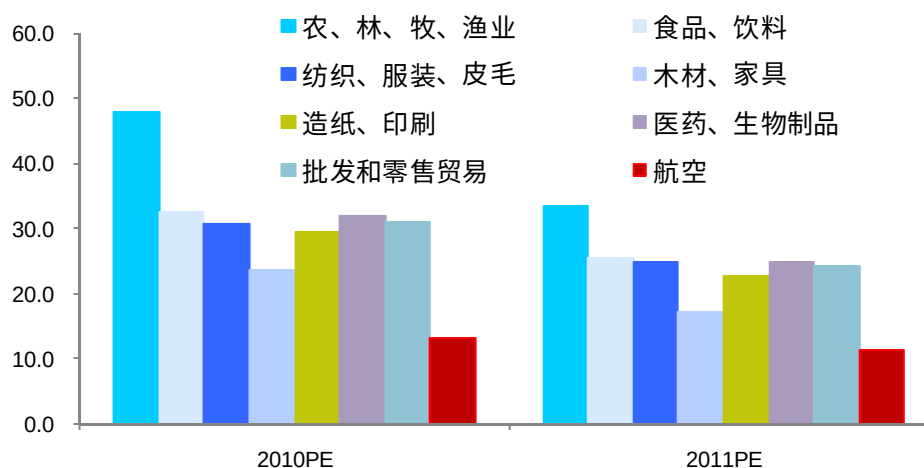
- 虽然 A 股航空股从 2009 年 11 月份以来远远跑赢大盘（跑赢幅度达到了 60%-70%），我们认为现在的股价已经反应了航空公司今年盈利的爆发性增长，也就是今年和三季度盈利超预期不再是航空股的投资逻辑。但是，我国航空股定价还是和强周期股一致，股价反应的是航空业今年的盈利将是景气顶点，所以并没有反映航空业集中度提升及管制趋严带来的行业本质的变化，没有反映行业长期盈利能力的大幅提升、周期性的下降以及消费升级带来的未来巨大增长空间，因此我们认为行业的估值仍然存在低估。
- 我国三大航的 PE 估值对应 10 和 11 年的 PE 大约为 13 倍和 11 倍，我们可以看到，这个 PE 水平基本上与金融地产及建筑采掘等周期性行业相当，远远低于消费类行业的估值水平。
- 虽然市场普遍认为航空业的趋势才是行业投资最重要的逻辑（当然即使从这个角度上，航空业的趋势也还是在向好），但是我们认为随着行业基本面本质上的变化，我们认为市场对航空投资逻辑应当从强周期向类消费股靠齐（当然与很多消费类股大行业小公司带来的行业与市场份额双重成长不同，航空业是大行业大公司，其公司增速将有所不足，但其成长性仍十分可观，因此其合理的估值可能介于强周期行业 and 消费类行业之间）。

图表58：航空业与周期性股票的PE 估值比较



来源：Wind 国金证券研究所

图表59：航空业与消费类行业的PE 估值比较



来源：Wind 国金证券研究所

■ 我们也对航空业的比较优势进行分析：

- **航空主要受消费驱动**，我国人均乘机次数很低的水平意味着巨大的增长潜力，而我国将面临刘易斯拐点，未来将伴随着居民收入的快速增长及占 GDP 比重的不断提升，未来几年有望迎来航空消费升级的加速阶段。而**其他很多周期性行业是受投资驱动**，在预计投资增速下滑的情况下，行业增长的驱动力将会有所削弱，而**航空业消费升级驱动持续高增长是其与其他一些周期性行业的比较优势之一**；
- 周期性行业之所以产生周期，除了经济的波动之外，也与行业参与者往往在景气高峰年份大规模扩张产能，而在经济降温之后出现产能过剩（如 09 年的汽车业），之后往往产生价格竞争（过去十年航空业的表现也是经常如此），但由于行业集中度的提升，我国航空业已经过了跑马圈地的市场扩张阶段，而且对待高铁影响的谨慎预期及空域资源的紧张，导致行业在高景气的环境下并没有大规模引进运力，未来几年的运力增速都非常缓慢（尤其是窄体机），**未来几年运力扩张缓慢是航空业与其他一些周期性行业的比较优势之二**；

- 三大航国内航线已经占据超过 80%的市场份额，**目前已经基本形成寡头垄断的市场格局**，在淡季面临需求不足的情况下，航空公司宁可选择减少运力投放，而不是追求市场份额而产生恶性的价格竞争（这在 6 月份的数据再次体现得非常明显，各航空公司均环比减少了运力投放，带动票价水平达到 07 年最旺季的水平），这也使得行业具有更强的盈利能力，而且盈利的波动性将降低，**市场集中度的大幅提升以及市场格局的稳定是行业与其他一些周期性行业的比较优势之三**；
- 而相对于非周期性行业，航空股的估值只有 12 倍左右，在估值上具有很大的优势。

维持行业的增持评级，继续建议超配

- 我们总结一下本报告的一些主要结论：
 - 航空业的产品特性决定了行业在竞争激烈的情况下，航空公司必然丧失议价能力，必然毁损价值，美国过去四十年和中国过去十年无不充分说明了这点。
 - 航空公司要想走出价值毁灭的泥潭，要么走向集中的寡头垄断，要不重新进行管制。目前美国、欧洲和中国的航空业均已经进入三国演义的阶段，集中度大幅提升，而且我国航空业在管制上也重新趋于严格。
 - 经过行业集中度的大幅提升，我国甚至全球航空业的盈利能力将有本质上的提升，而且周期性将有明显下降，航空业有望进入价值投资时代。
 - 随着我国刘易斯拐点的到来，我国将经历居民收入快速增长的阶段，而这将驱动我国航空消费升级加速成长，我们认为未来几年航空需求增速有望超过过去十年，整体上我国航空业预计还有 10-20 年的高速增长期和 20 年左右的中速增长期。
 - 有别于欧美在行业生命周期进入衰退期后才完成行业的整合，我国航空业在成长期就已经完成行业整合，我国航空业将具备价值+成长的双重优势，从行业基本面和估值上具有明显的比较优势。
- 根据以上的分析，**我们继续给予航空业增持的投资评级，继续建议超配，我们继续推荐中国国航、南方航空和东方航空**，我们给予南方航空比之前更多地关注的主要原因有两方面：一是明年国内航线窄体机运力供给缓慢，南方航空国内航线占比最高，是国内航线供需改善的最大受益者；其次是国内航线集中度的大幅提升将使国内航线未来的盈利能力将有本质的提升，南航也将明显受益。
- **我们此逻辑的风险**：即使在管制的环境中，经济危机也能使航空业出现短暂的亏损，因此如果经济二次探底，导致航空需求出现类似 2008 年式的断崖式下降是航空投资的最大风险；另外，如果航空公司出现超预期的过量运力引进，也是我们上述投资逻辑的一个风险。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室