



航空

2010.12.06

评级:

增持

上次评级:

增持

景气持续 升值助力

-----2011 年航空业投资策略



宋伟亚

0755-23976003

songweiya009360@gtjas.com

S1070209050321

本报告导读:

摘要:

- **盈利新周期。**诸多迹象表明目前国内航空公司正在受到更多政策扶持以规范市场秩序和提升收益水平,消费升级大背景下行业正处在新一轮盈利周期,而其盈利波动大概率将保持在较好的正收益区间。
- **供求紧平衡。**11 月份以来航空市场进入传统淡季,加之世博虹吸效应等因素,短期有关指标回落,而中期各环境要素依然较为积极。预计明年航空需求增速将由今年的逾 20%回落至 15%左右;而行业运力增长约 12%;其中三大航约在 8%-10%左右,海航因基数较低,增速约在 20%。供需增速差使得行业紧平衡态势仍将持续。
- **增长多驱动。**供求紧平衡和客座率进一步提升空间有限背景下,预计 2011 年行业主要增长驱动将来自两舱市场、运力投放/总量增长以及票价提升。
- **2011 年高铁影响有限。**预计高铁投放里程约 1500 公里,相较于最近 3 年属于温和增长。判断明年高铁影响类似于今年即心理冲击大于实际影响,个别航线不会重构总量较快壮大、供求紧平衡的航空市场格局。当然 2012 年后高铁网基本形成将会使局面变得相对复杂,不同市场旅客结构等具体特征会导致不同影响趋势。
- **升值与油价:海水与火焰。**航空公司作为受汇率和油价影响最直接的品种,面临着影响迥异的运营格局;且从中长期来看,这种态势可能将会持续存在,而其中二者的阶段性背离则构成了对利多利空因素判断的一个重要基础。
- **行业“增持”投资评级;重点看好国航和海航。**行业趋势维持向好,估值水平具有吸引力,供需紧平衡和本币升值这一核心投资主题将得到延续。近期所产生的调整则为明年行情预留了空间;我们对 2011 年前三季度航空股阶段性行情抱有期待。除基本面驱动外,航空股对系统性变化、市场风格等亦较敏感,提出了较高的操作要求。
- **风险提示:**油价、汇率变动超预期风险、突发事件风险、各基本假设明显偏颇和大盘系统性风险等。

目 录

1. 弱化的周期.....	4
1.1. 固定资产以 800 公里时速飞驰.....	4
1.2. 管制性增长.....	4
1.2.1 竞争格局优化.....	5
1.2.2 票价管制优化.....	7
2. 供求紧平衡持续.....	10
2.1. 需求增速回落 供需缺口仍存.....	10
2.2. 两舱市场、总量增长和票价提升.....	11
3. 高铁影响跟踪与判断.....	12
3.1. 高铁影响航线跟踪.....	12
3.2. 高铁影响基本判断.....	16
4. 升值与油价：海水与火焰.....	18
5. 评级和投资策略.....	20

图 1: 全球航空业飞机交付与需求增长背离.....	4
图 2: 新三大航市场份额.....	5
图 3: 东上重组交叠市场占比高.....	6
图 4: 国深重组交叠市场相对少.....	6
图 5: 行业竞争发展格局中长期演绎.....	7
图 6: 票价管制发展与变化.....	8
图 7: 不同旅客航空需求对价格的敏感性.....	8
图 8: 收益管理的重要地位与作用（多重相关）.....	9
图 9: 四大航两舱客座率.....	9
图 10: 四大航两舱投产比.....	9
图 11: 航企采购飞机流程控制.....	10
图 12: 供求紧平衡缺口持续.....	11
图 13: 各大航客座率高企.....	11
图 14: 四大航票价提升较快.....	12
图 15: 四大航座公里收益提升较快.....	12
图 16: 机场和规划高铁网分布.....	12
图 17: 武汉至广州航空运量变化.....	13
图 18: 武广航班量与运量变化.....	13
图 19: 业务量占比变化.....	13
图 20: 座公里收入变化.....	13
图 21: 武汉至青岛航班数和运量变化.....	14
图 22: 武青线座公里收入变化.....	14
图 23: 杭州至厦门航班与运量变化.....	15
图 24: 座公里收入变化.....	15
图 25: 虹桥至厦门航班及运量变化.....	15
图 26: 座公里收入变化.....	15
图 27: 武汉至深圳运量行业比较.....	15
图 28: 武圳航班及运量变化.....	16
图 29: 座公里收入变化.....	16

图 30: 各航距旅客运量分布	16
图 31: 四大航航线里程结构	17
图 32: 11 年高铁投放里程增长仍温和	18
图 33: 四大航每股美元负债情况	18
图 34: EIA2011 年油价预测	19
图 35: WTI 原油价格和本币兑美元汇率走势	19
图 36: 国内航油价格有上调压力	19
图 37: 航空股市场表现和影响因素图	20
图 38: 航空股 PE BAND	20
表格 1: 民航局近几年重要行业扶持措施	9
表格 2: 全球及我国航空需求与经济弹性关系	10
表格 3: 不同航距和运量受影响市场数量	17
表格 4: 各航业绩预测与评级 (11.30)	20

1. 弱化的周期

横向比较各领域，航空业以大波动、强周期著称，中外各航概莫能外。但考虑到航权、各国宏观经济氛围及发展阶段等方面的差异，特定国家若干发展阶段在不同的航空管制政策影响下，纵向来看，行业的周期波动一定程度上可以被熨平或放大：譬如上世纪六七十年代管制和经济繁荣共振下美国航空业进入盈利周期，而八十年代以来放松管制乃至进入自由化竞争阶段航空公司则沦为价值毁灭者。

在需求总量快速壮大的同时，十几年来我国航空业亦经历过不同管制政策和经济背景下的周期波动；所幸目前有诸多迹象表明国内航空公司正在受到更多的扶持政策，消费升级大背景下行业正处在新一轮盈利周期，而其盈利波动大概率将保持在较好的正收益区间。

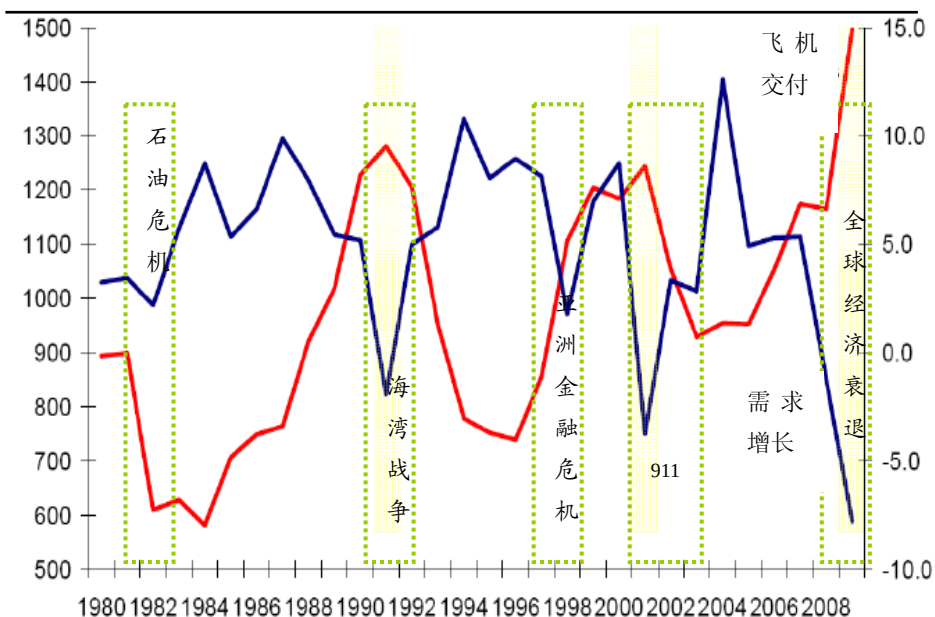
1.1. 固定资产以 800 公里时速飞驰

会计角度，航空公司的强周期表现主要来自超高的经营杠杆和财务杠杆，因而对收入的波动异常敏感。这与行业自身的运营特征和资产属性密切相关。

运营角度，航空公司受宏观经济和重大突发事件直接影响。极低的单位旅客边际成本在行业运力过剩背景下容易催化无序竞争；乃至对行业及各航整体收益产生破坏性影响。

形象些的讲，固定资产以 800 公里时速飞驰所产生的巨大惯性使得行业较难灵活应对变化、调整并转向，供需背离进而产生所谓周期。

图 1：全球航空业飞机交付与需求增长背离



数据来源：ITAT 国泰君安证券研究

1.2. 管制性增长

运营安全和财务稳定是民航业管制两大重要目标。近期我国航空管制政

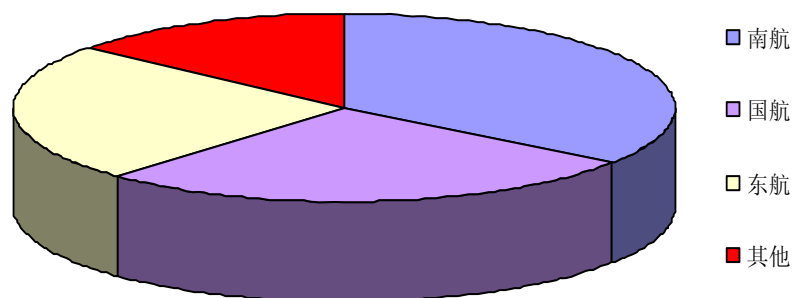
策出现两项重要变化，一是行业集中度提高；一是两舱票价放开。这对熨平行业无序波动、提升整体收益水平具有显著意义。

1.2.1 竞争格局优化

内外部运营环境变化等因素使得 08 年新一届民航局管理思路由前任开放基调转向控制与优化。最近两年民航局着力推动了东上、国深以及若干民营航的重组整合。目前新三大航直接市场份额已超过 80%。新一轮格局优化显著提升了行业集中度；进而可以有效遏制无序竞争，提高行业整体运营和收入水平。

民航局 10 月份新发布了“继续暂停新设航空公司和提高既有航空公司设立分公司、子公司门槛”的通知。这将进一步保障未来几年行业竞争格局的稳定。

图 2：新三大航市场份额



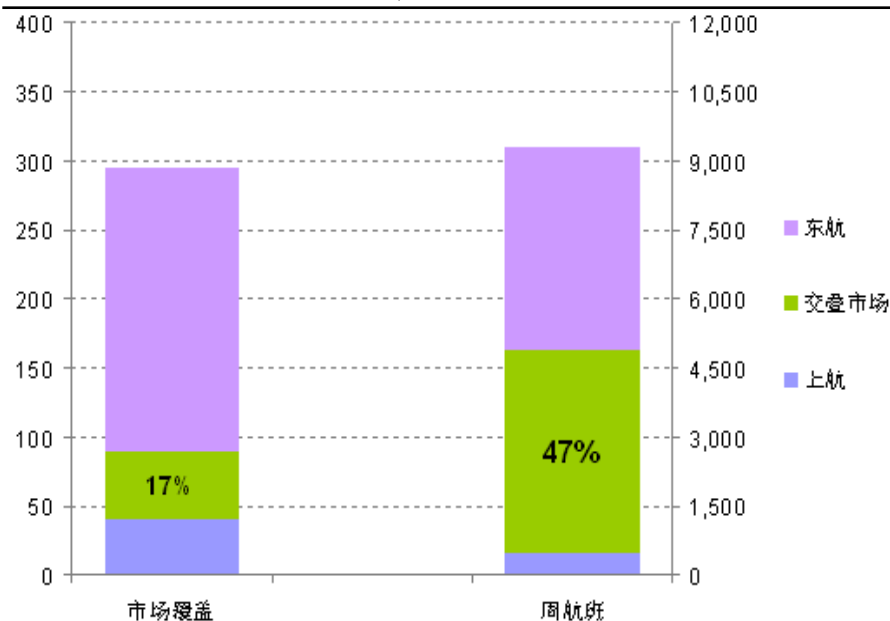
数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

实际影响方面，东上、国深整合以及对民营航的重组效果显著，2010 年行业和相关整合方业务和财务表现优秀；各航企以及行业量价齐升、历史最佳的运行格局较好说明了情况。

具体来看，由于市场覆盖和周频次交叠度更高，消除直接竞争的同时航班衔接、成本协同效应也更易实现，因此短期东上比国深整合效果更为直接和显著。

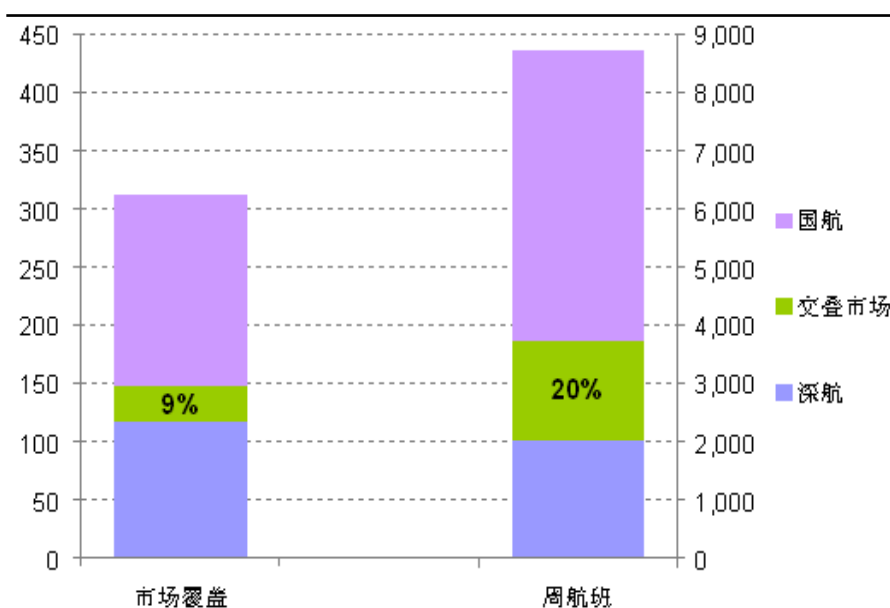
在整合和世博效应共振下，新东航在上海主运营基地市场份额大幅提升的同时，预计 2010 年平均票价水平提升 20% 左右，幅度居于四大航之首。深航充实了国航的国内市场份额以及相关航线网络，强化了行业竞争优势；但预计整合效果是一个逐步实现的过程，此中更多有赖于深航从历史上多元、多基地、“特色低成本”误区中走出来，市场定位、运营模式的优化转向将有助于公司不负深圳这一高品质、大密度、主基地航空市场、并逐步耦合进入国航系战车。

图 3: 东上重组交叠市场占比高



数据来源: CAAC BOEING 国泰君安证券研究

图 4: 国深重组交叠市场相对少

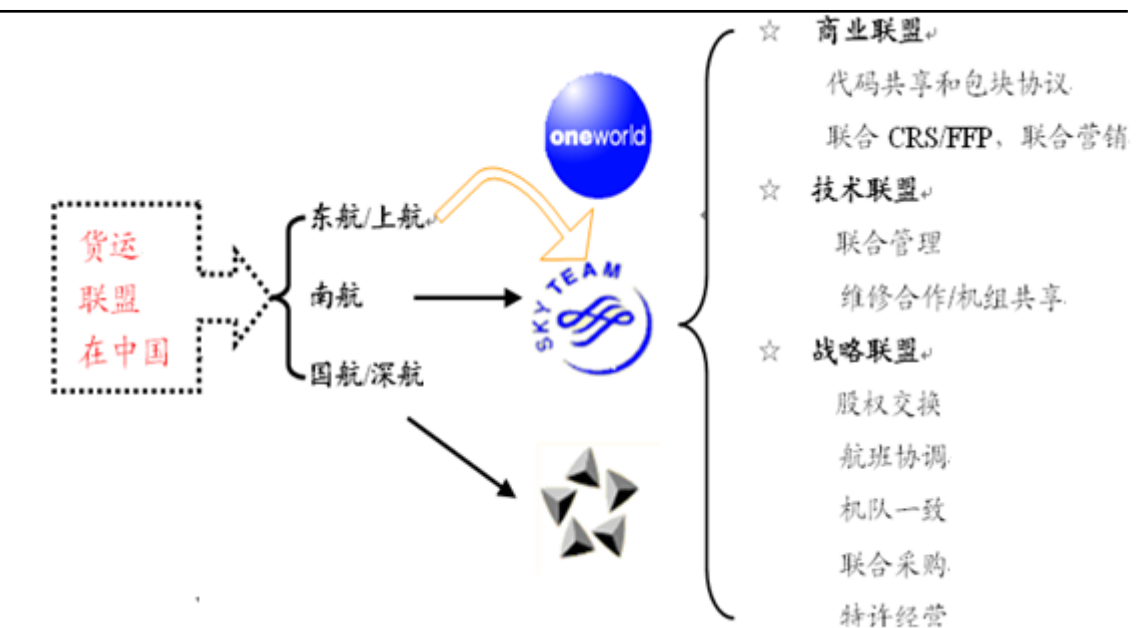


数据来源: CAAC BOEING 国泰君安证券研究

中长期来看,在我国出境游持续增长、本币升值、高铁分流预期背景下,在民航局打造全球超级承运人政策导向中,不同航企将不同程度的主动或被动的进行国际拓展。

可以预见,三大航将依托国内市场融入全球竞争,市场格局将渐变成联盟与联盟,网络与网络之间的竞争。而国内航空货运整合中期也值得期待。

图 5: 行业竞争发展格局中长期演绎



数据来源：国泰君安证券研究

1.2.2 票价管制优化

参考巴西、德国、日本等国家，航空业票价管制放松一般经历三个阶段：

第一阶段，由各航企严格执行政府定价，改为允许航空公司在附加限制条件的情况下，对部分旅客实行优惠折扣票价，限制条件由政府规定或审批；

第二阶段，过渡到不再规定限制条件，由政府规定幅度范围，航企自主有限浮动的票价制度，并逐步扩大航空公司自主浮动范围；

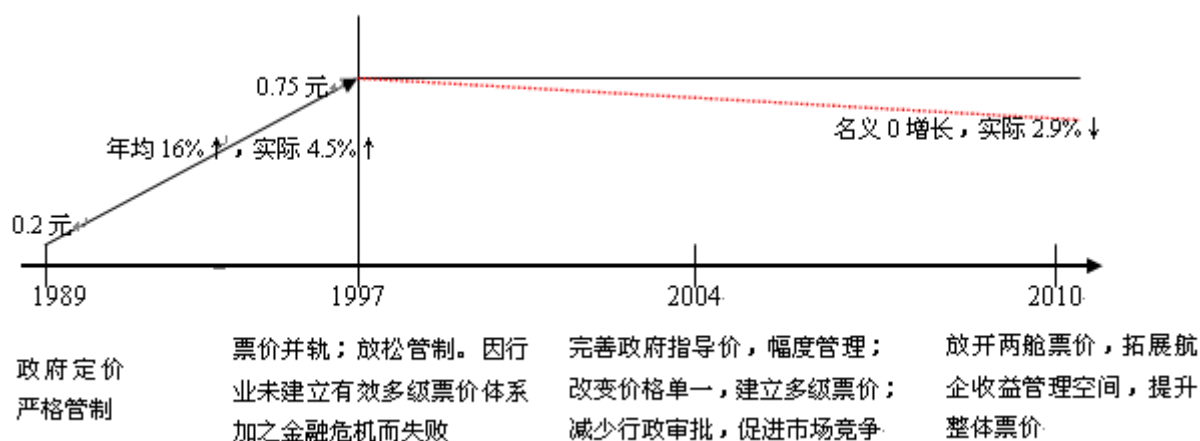
第三阶段，取消对航空公司自主定价的幅度限制。目前，主要航空发达国家国内民航客运已基本实行市场调节价，允许航空运输企业根据市场供求状况和营销需要，自主制定价格，向政府申报或备案后执行。

我国从 1989 年至 1997 年票价基本由政府严格管制，国内旅客基准价水平呈现由 0.20 元/客公里到 0.75 元/客公里的稳步上升态势，年均增长率为 15.96%，考虑通货膨胀因素，年均增长率为 4.5%，这一阶段多处于航空业盈利黄金期。

而从 1997 年至目前，在不考虑 2001 年“燃油加价”和 2005 年复征燃油附加费的情况下，国内旅客基准价水平一直维持在 0.75 元/客公里水平上，若考虑通货膨胀率，实际基准价水平从 1997 年到 2009 年年均下降约 2.9%。

在名义票价 0 增长的 10 余年来，总量增长、成本控制和多级票价收益管理是航空公司实现阶段性盈利的根本驱动。与此同时，近年来经济发展也为行业累计了票价提升、折扣减少的较好动力。

图 6：票价管制发展与变化

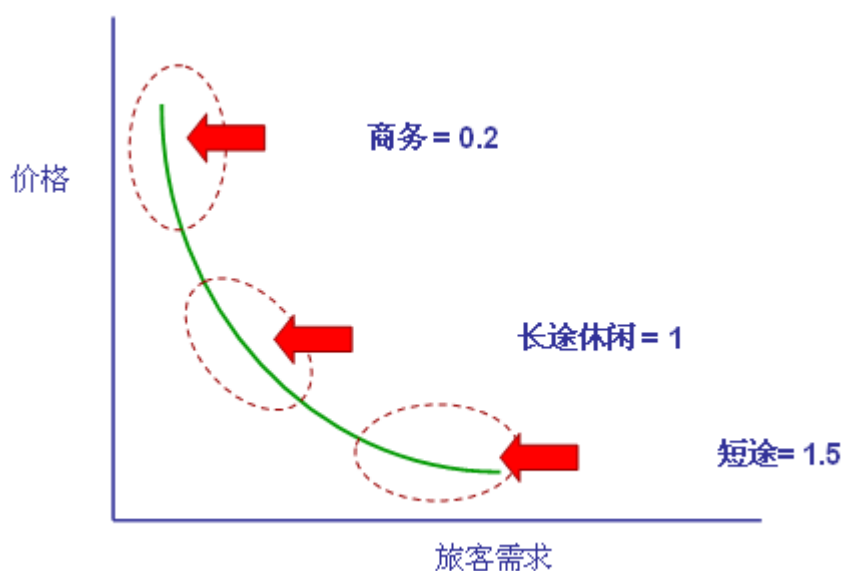


数据来源：国泰君安证券研究

我国目前整体上正处在票价管制的第二阶段。2010年6月份两舱票价放开；三大航主流、优势航线头等舱和商务舱票价均显著上调；总的来看，价格标准根据航线不同分为几档，基本上头等舱调整后标准为经济舱全价180% - 280%不等，公务舱舱调整为经济舱全价的130% - 200%不等。

按有关研究模型，商务旅客航空需求对价格变动不敏感，弹性系数仅为0.2。今年提价后的黄金主流干线需求依然旺盛亦佐证了这一态势。未来高端旅客市场将有力拉升整体收益水平。

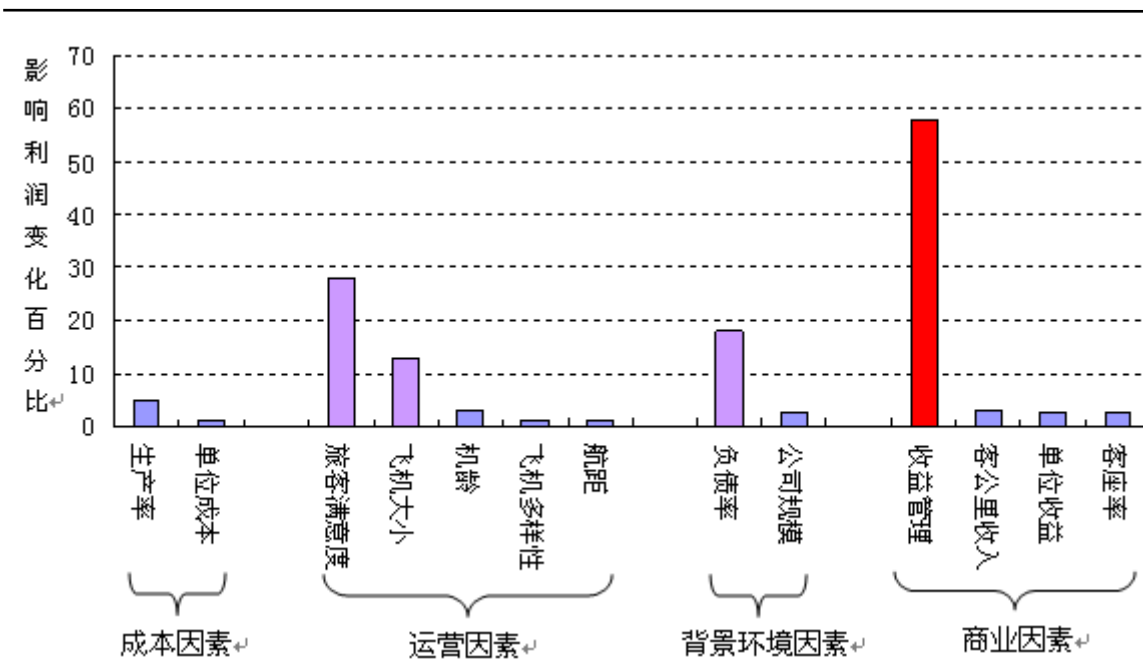
图 7：不同旅客航空需求对价格的敏感性



数据来源：Roach, & Associates; Dept. of Finance Canada

按全球行业发展经验，航空旅行存在高端化和大众化两个趋势。这在客观上为航空公司多级票价收益管理提供了空间，座公里收入最大化目标得到了制度上的进一步支持；可以预见，目前行业景气背景下，国内放开两舱票价管制将促使主流航企踏上收益管理提升之路。

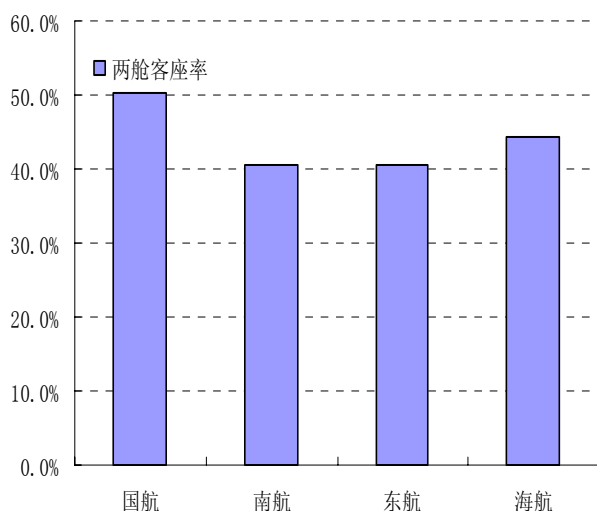
图 8：收益管理的重要地位与作用（多重相关）



数据来源：SH&E 国泰君安证券研究

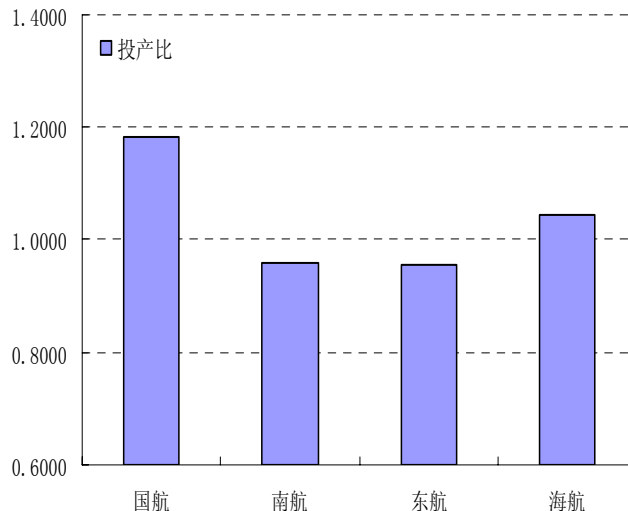
从四大航旅客结构来看，国航坐拥北京黄金枢纽市场，8 折以上旅客占比最高；两舱客座率约为 50%，投产比占据明显竞争优势。海航由于票价低且部分市场较为独特，两舱客座率高于南航和东航，投产比也相对略高。

图 9：四大航两舱客座率



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 10：四大航两舱投产比



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

表格 1：民航局近几年重要行业扶持措施

民航局等抑制无序竞争、促进优化发展的重要政策	
2007 年	出台“至 2010 年暂停受理新设立航空公司”重要通知；遏制前期无序扩张
2008 年	出台十项措施、应对国际金融危机促进行业平稳较快发展；挽大厦于将倾
2009 年	逾 200 亿中央和地方注资和财政补贴；挽大厦于将倾
2009 年	推动东上、国深等行业重大整合重组；产业集中影响深远

2010年5月	出台“关于国际运输劳务免征营业税”通知；扶持国际航线
2010年6月	出台“两舱票价放开、实行市场调节价”通知；重大管制突破，影响深远
2010年10月	出台“关于进一步加强公共航空运输企业经营许可管理”通知；继续暂停新设航空公司，并大幅提高现有航空公司设立子公司、分公司门槛；稳定行业竞争格局、供求关系预期

数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

2. 供求紧平衡持续

2.1. 需求增速回落 供需缺口仍存

11月份以来航空市场已进入传统淡季，加之世博虹吸效应等因素，短期运营指标回落，而中期各环境要素依然较为积极。按主流宏观预测，预计我国2011年GDP增速约为9%-9.5%的水平，参考历史上航空业对宏观经济的弹性系数，同时考虑今年较高的增长基数，预计明年航空需求增速将由今年的逾20%回落至15%左右。在消费升级和低收入人均乘机次数背景下，航空大众化趋势为中长期需求增长奠定坚实基础。

表格 2：全球及我国航空需求与经济弹性关系

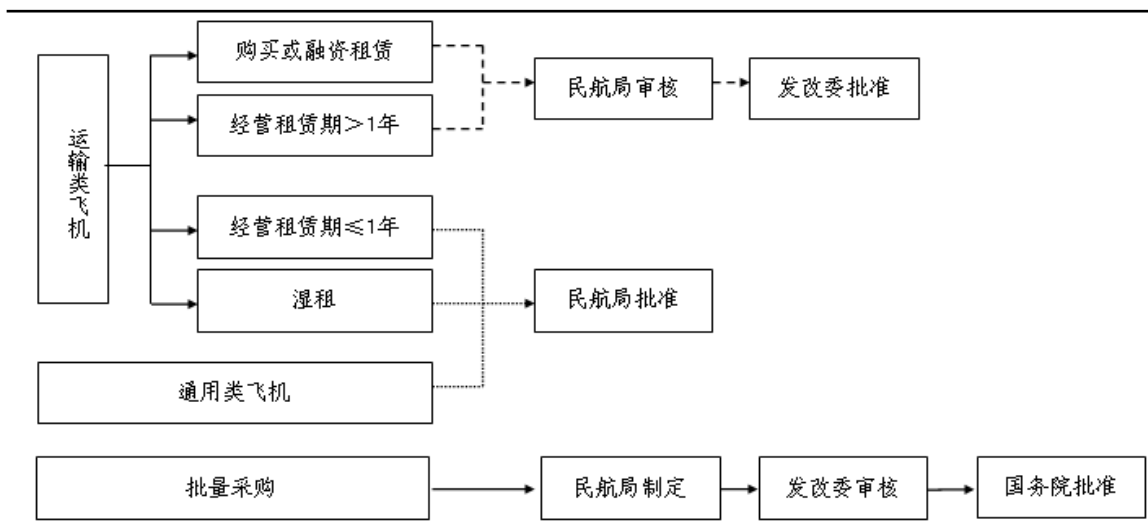
	1978年	2008年	年均 增长	GDP 年均 增长	弹性 系数
全球	1133	5497	5.5	3.4	1.6
中国	2.98	377	17.4	9.7	1.8

数据来源：ITAT 国泰君安证券研究

08年金融危机以来，民航局作为行业宏观主管部门严控新设航企的同时也加大了既有主体的运力引进调控力度，严格控制近两年新增引进运输飞机项目的审批；同时因财务状况受前期经济衰退等明显挫伤，加之对高铁分流预期的顾忌，行业及各公司多对运力投放持克制态度。

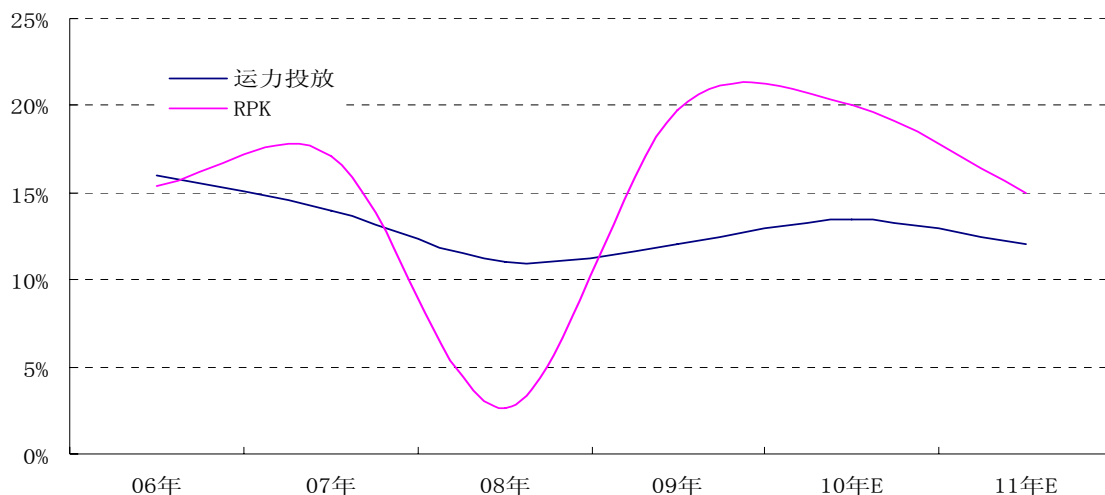
预计2011年行业运力增长约12%；其中三大航约在8%-10%左右，海航因基数较低，预计增速约在20%。供需增速差使得行业紧平衡态势仍将持续。

图 11：航企采购飞机流程控制



数据来源：国泰君安证券研究

图 12: 供求紧平衡缺口持续



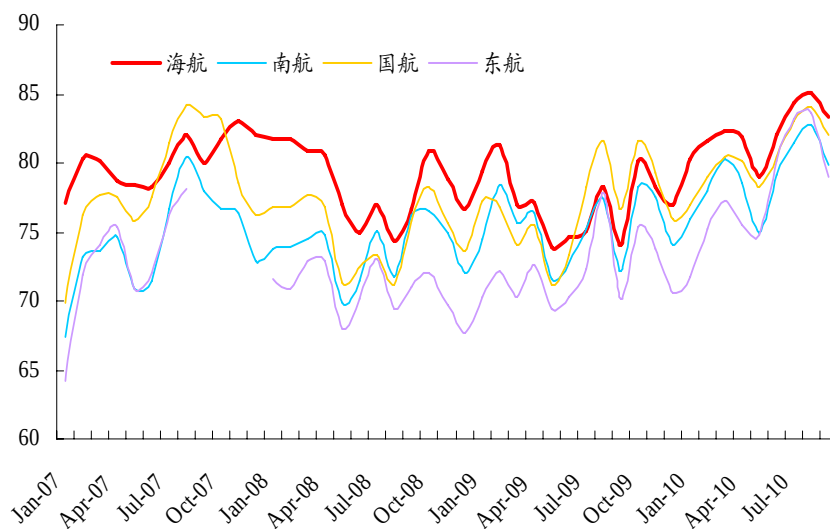
数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

2.2. 两舱市场、总量增长和票价提升

供求紧平衡背景下, 预计 2011 年行业主要增长驱动将来自两舱市场、运力投放/总量增长以及票价提升。

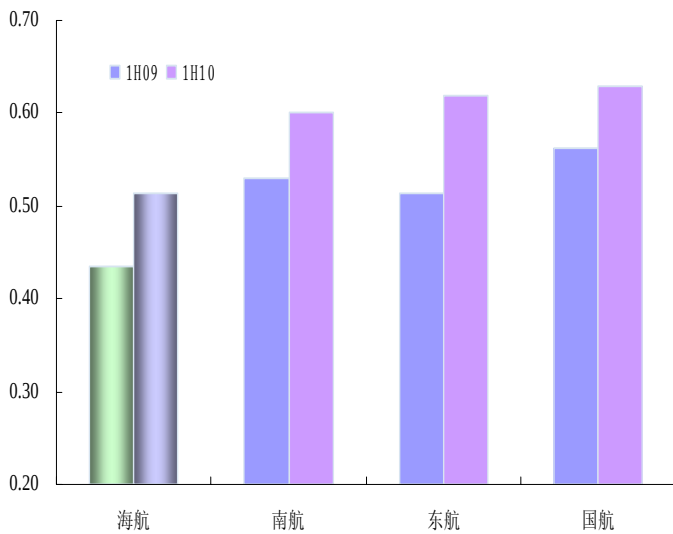
目前行业累计客座率已超过 80%; 其中海航和国航居于行业前列; 整体客座率进一步提升空间相对有限。预计今年票价水平持续提升的态势 2011 年将得到较好延续; 而座公里投产比也将有良好表现。

图 13: 各大航客座率高企



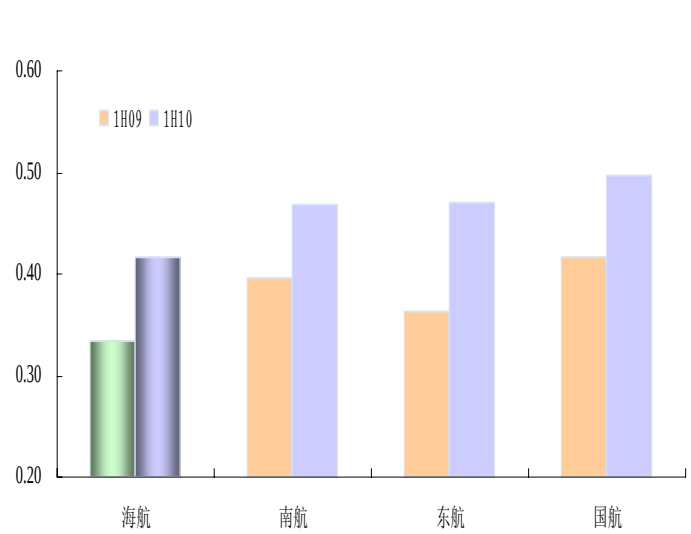
数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

图 14：四大航票价提升较快



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

图 15：四大航座公里收益提升较快



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

3. 高铁影响跟踪与判断

判断 2011 年高铁影响类似于今年即心理冲击明显大于实际影响,个别市场不会重构总量较快壮大、供求紧平衡的航空市场格局。当然 2012 年高铁网基本形成将会使局面变得相对复杂,不同市场旅客结构等具体特征会导致不同流量趋势;跟踪和确认的意义大于缺乏综合逻辑的主观预测。

图 16：机场和规划高铁网分布



数据来源：铁道部 CAAC 国泰君安证券研究

3.1. 高铁影响航线跟踪

目前高铁影响航线大致可以分为以下几类：

- 1、低于预期：武广线等
- 2、好于预期：武青线等
- 3、基本符合预期：杭厦线等
- 4、即将施加影响航线：武圳线等

➤ **武广线**全长 1068 公里，09 年 12 月份高铁投放；中程黄金航线。截止目前，武广航空市场持续萎缩，航班量削减慢于旅客下降速度；主导航企票价水平和客座率始终未实现很好协调，致使座公里收入持续下滑；投产比、总收入和利润水平均不够理想。

该航空市场的恶化使得非主导航企迅速撤出该市场，南航市场份额上升，但实现新供求均衡仍需时日。

图 17：武汉至广州航空运量变化

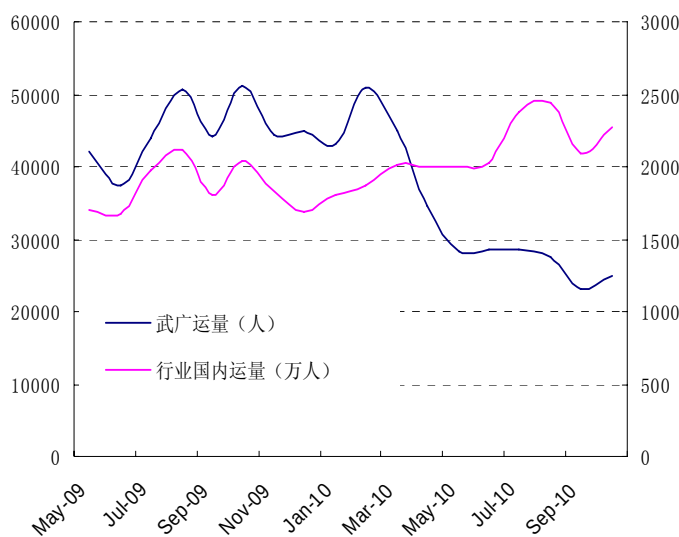


图 18：武广航班量与运量变化

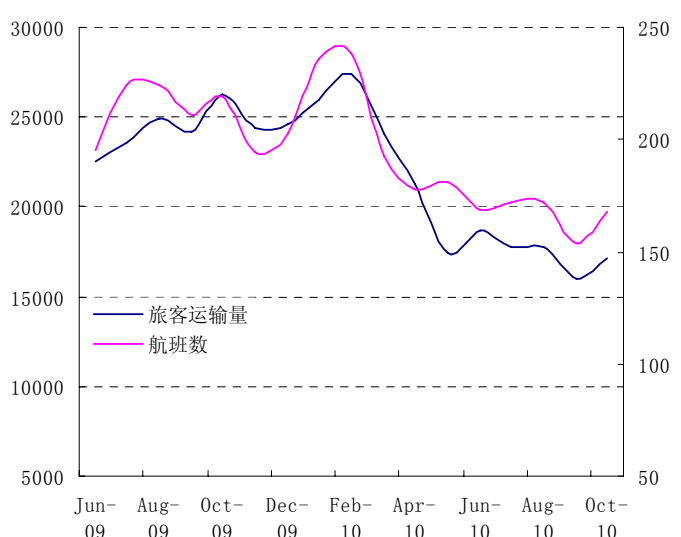


图 19：业务量占比变化

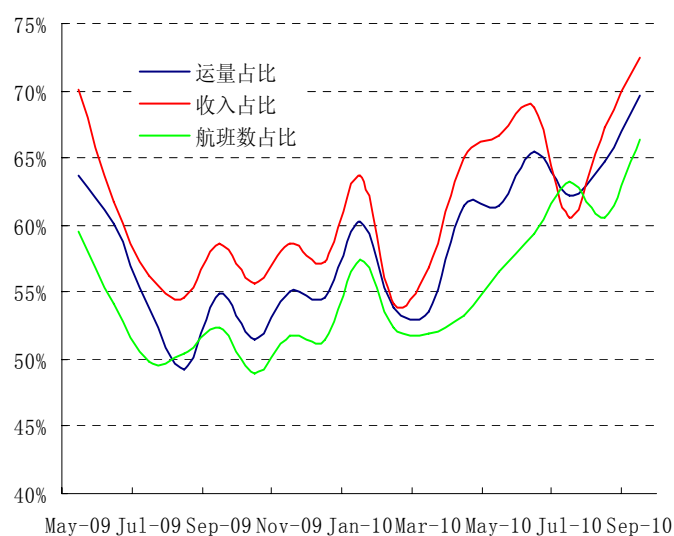
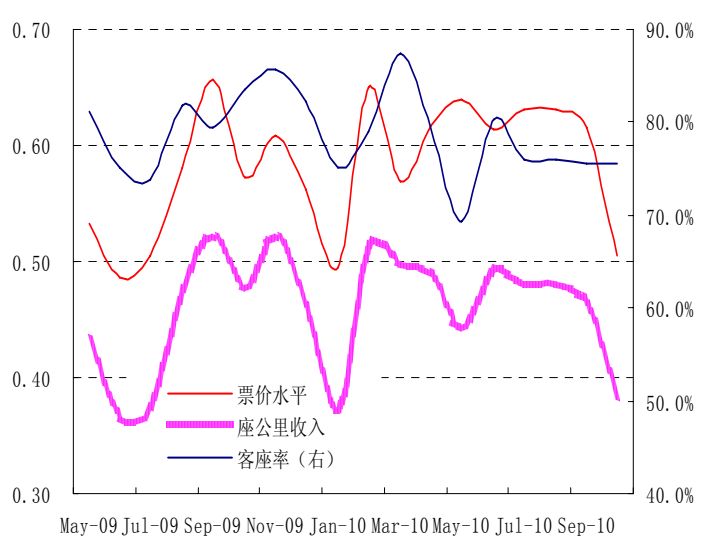


图 20：座公里收入变化



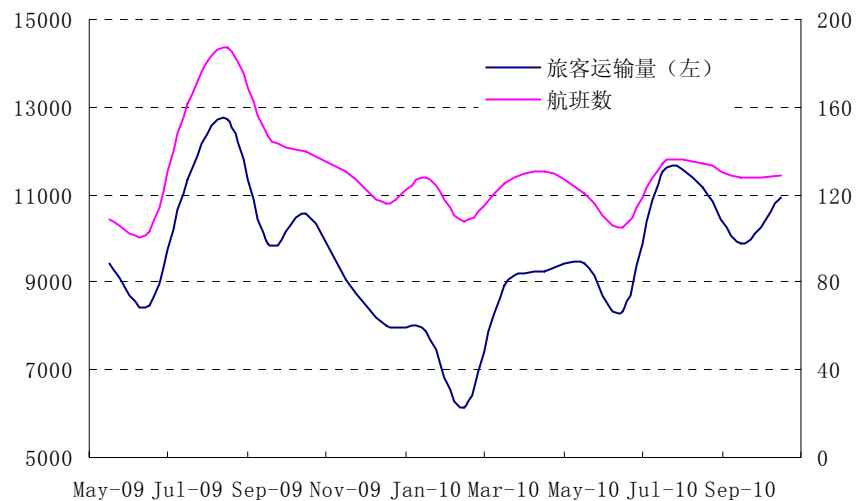
数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

- **武青线**距离约 1600 公里，长航线属航空运输传统优势领域。武青动车运行 5 个月后因时间和价格均处劣势而被迫停运。

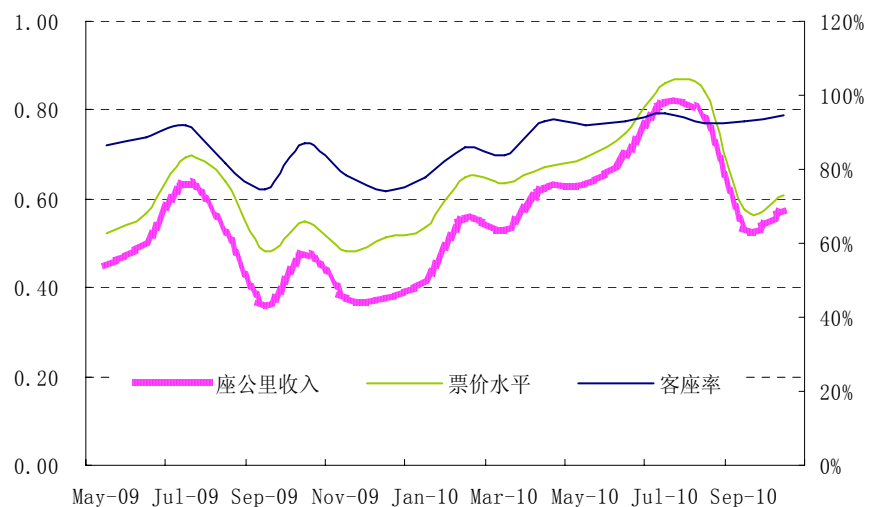
该航空市场自 09 年底高铁投入运营后，基本未受到明显不利影响。航班量、旅客运输量、票价基本匹配，旺季特征仍较明显。

图 21：武汉至青岛航班数和运量变化



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 22：武青线座公里收入变化



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

- **杭厦线**动车运营约 1000 公里，动车运行约 6 小时。航空运输时间优势明显。不同高铁段不同运营时速以及高铁“最高设计时速”、“设计运营速度”、“旅行速度”等之间的差异对航空可能产生的不同影响在杭厦线表现比较明显。

自 10 年 4 月东部网络动车贯通后，该航空市场运量波动基本与行业一致，各运营指标未显示出异常。

上海虹桥到厦门基本呈现与杭厦线一致的市场表现；此中预计略有世博因素影响。

图 23: 杭州至厦门航班与运量变化

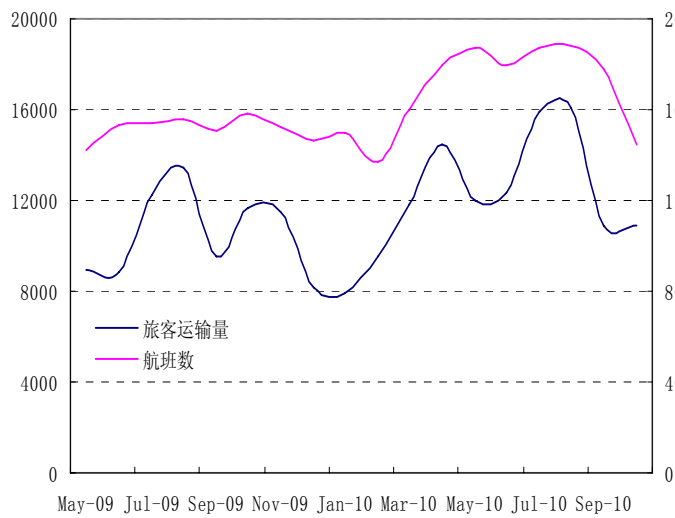


图 24: 座公里收入变化

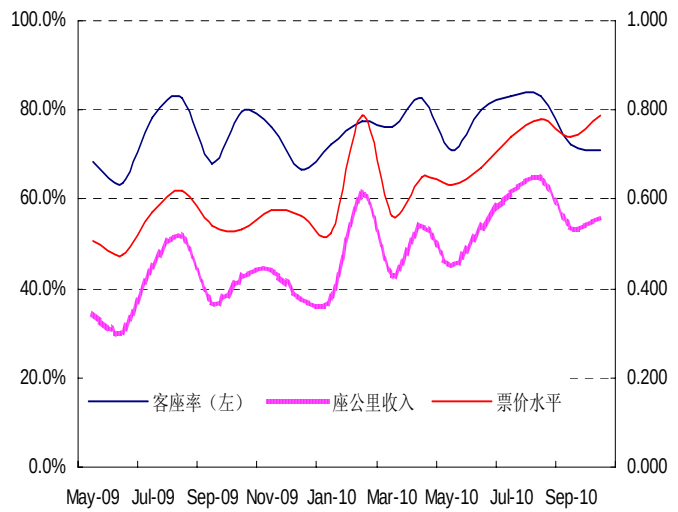


图 25: 虹桥至厦门航班及运量变化

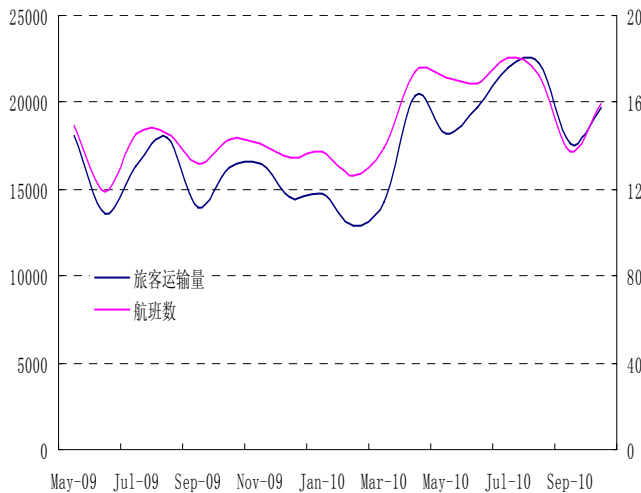
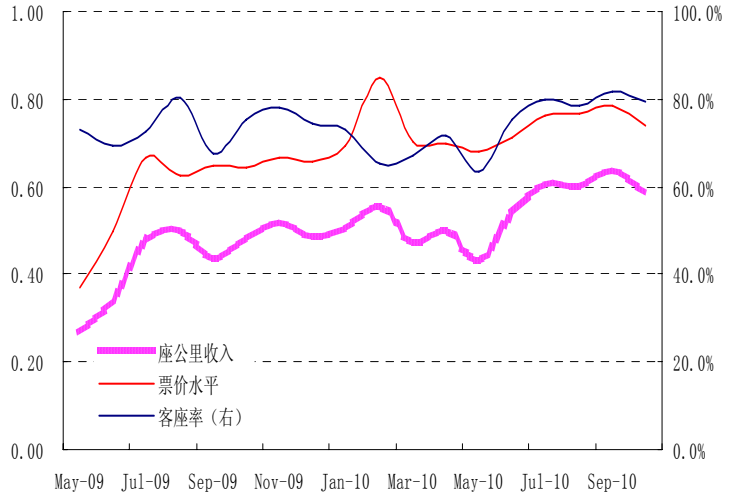


图 26: 座公里收入变化



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

- **武广高铁深圳段**预计 2011 年初通车；属武广高铁网贯通的一部分。数据显示，武汉至深圳航空市场航班量同比略有减少，但票价、客座率等仍有较好支撑。预计明年初深圳段高铁开通后不利影响开始较明显出现。

图 27: 武汉至深圳运量行业比较

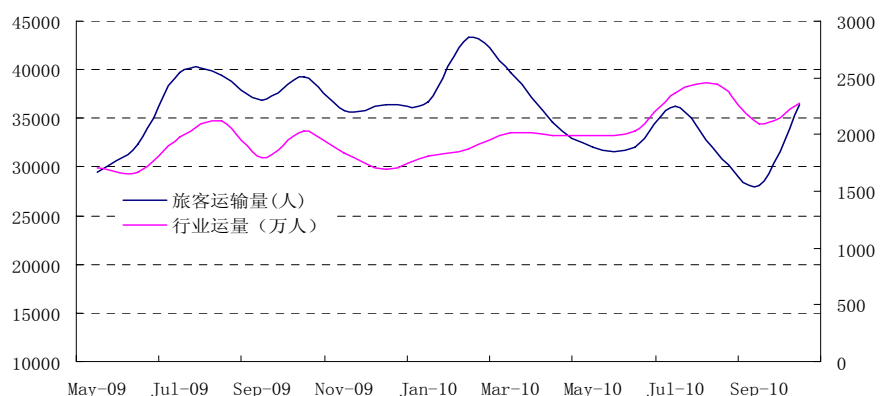
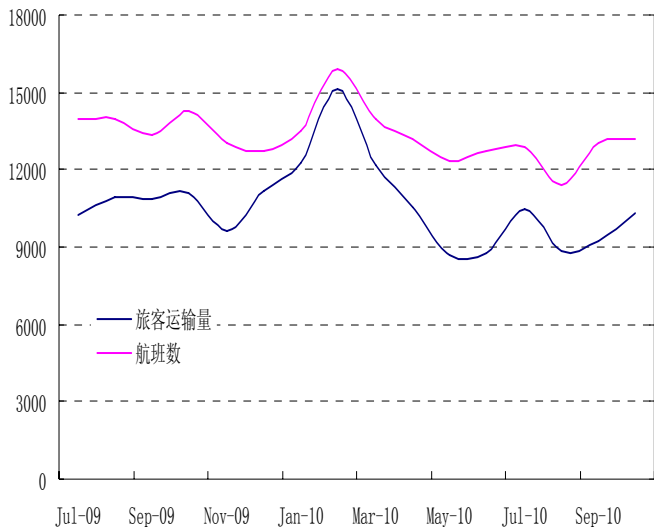
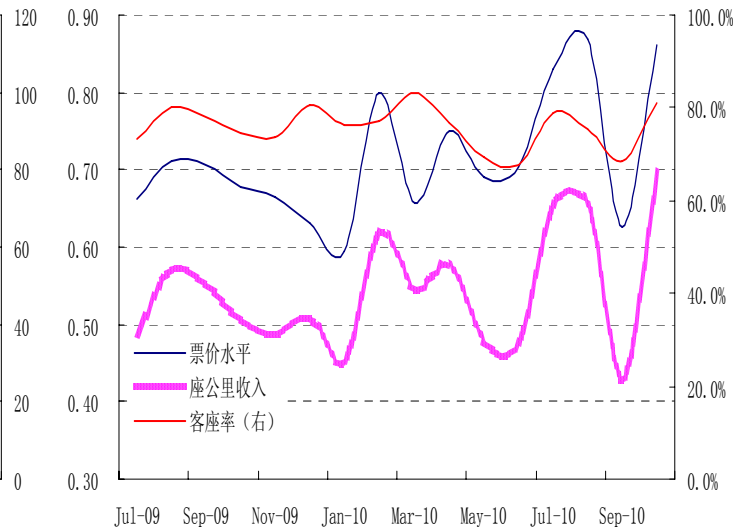


图 28: 武圳航班及运量变化



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

图 29: 座公里收入变化



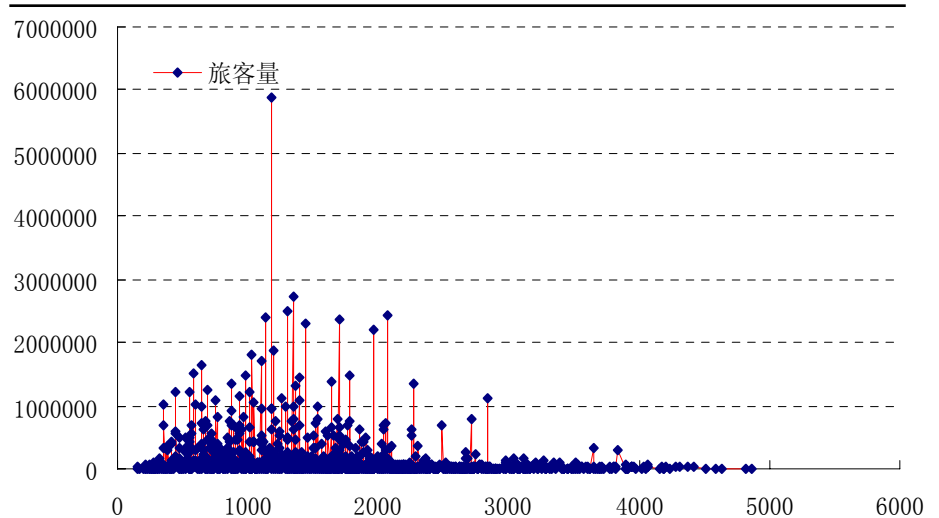
数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

3.2. 高铁影响基本判断

高铁与航空运输的竞争受多种因素影响, 不同市场特征会有不同趋势。中短期大致来讲, 航距和旅客结构是重要影响驱动。从目前的航空旅客在不同航距上的连续分布结构来看, 小于 500 公里的约占 5%, 这一部分多数将受到高铁显著冲击; 500-800 公里运量约占 16%; 800-1200 公里约占 27%; 1200-1500 公里约占 18%; 1500 公里以上约占 33%。

按目前的航线特征, 预计未来高铁网形成后, 大密度主流市场和中等市场分别会有 81 个和 55 个受到较明显影响, 小运量市场有 18 个有一定影响。

图 30: 各航距旅客运量分布



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

表格 3: 不同航距和运量受影响市场数量

	0-250	251-500	501-750	751-1000	> 1000
小市场	18	56	58	73	102
中等市场	5	50	65	66	161
大密度市场	1	26	54	37	155

数据来源: CAAC BOEING 国泰君安证券研究

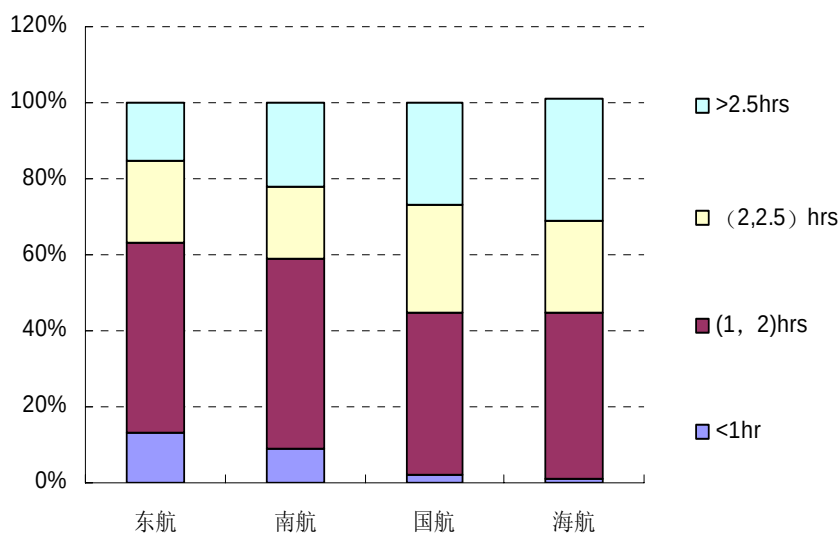
需要说明有如下两点:

1、航距或票价等能够从特定角度说明问题, 但不同特定市场有其旅客特征、竞争结构等特定要素, 这会导致明显不同于一般假设的后果; 也即我国幅员辽阔、区域区别明显、各不同细分市场又有不同的要素格局, 需要具体问题具体分析。武广线是个典型的例子。

2、高铁对航空公司最重要的影响并非特定航线的旅客运量和票价, 而是座公里收入, 也即特定市场投入产出比; 因为航班量的削减必然伴随量的下降, 航班量、客座率和票价的三重企稳回升才能看作特定市场投产比再次达到均衡的标志。与此相关的另一个重要衍生影响是被影响市场的运力溢出, 这将关系到未来航空公司不同市场结构和地位的动态竞争演绎, 当下的航线结构不足以静态的推演未来影响。

但中短期来看, 不同航企航距分布可以大致用来推测受高铁的影响程度, 这方面我们认为国航和海航受不利影响程度相对较小; 当然国航高品质的旅客和枢纽网络是更重要的缓冲因子。

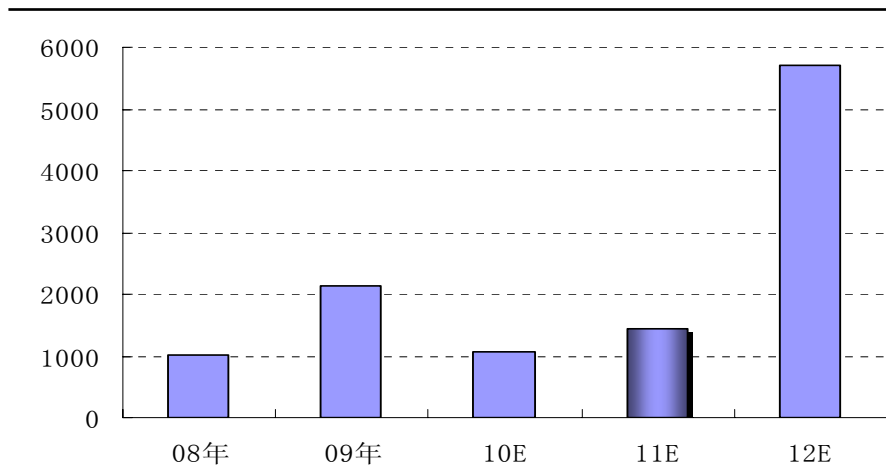
图 31: 四大航航线里程结构



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

具体到 2011 年, 预计高铁投放里程约 1500 公里, 相较于最近 3 年的情况, 属于温和增长, 可以简单藉此大致判断其影响同样将被局限在特定市场。

图 32: 11 年高铁投放里程增长仍温和



数据来源：铁道部 国泰君安证券研究

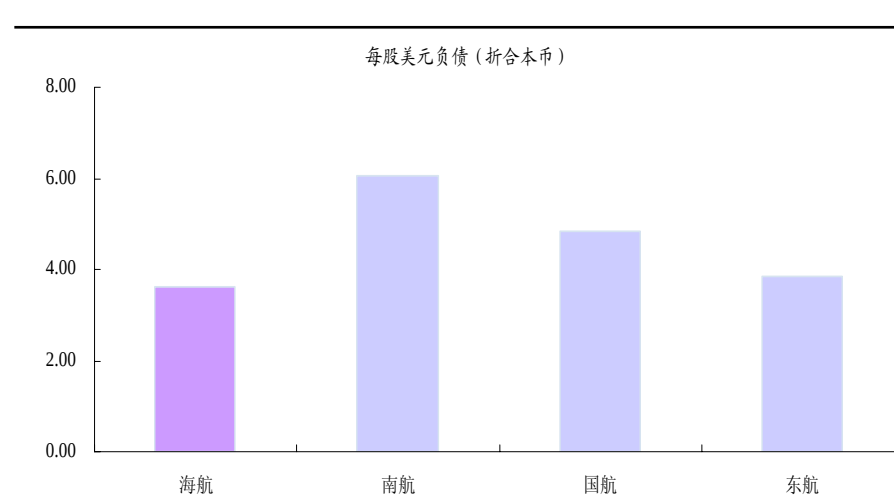
中长期角度，进一步优化航线网络结构是行业包括公司必须面对的挑战。而航空需求总量的较快自然增长是航空公司所寄希望的根本所在。此外，按目前各方面条件资源及各航企的运营水平，开拓国际市场、支线航空市场和空铁联运任重而道远，属中长期发展方向。

4. 升值与油价：海水与火焰

近阶段国际形势复杂、油价走势有所反复。美国新一轮量化宽松政策使得近期国际原油价格走出平台震荡出现一轮上涨态势；而美元指数反弹等因素则对其构成了阶段性约束；与此同时本币兑美元升值也相对较为强劲。航空公司作为受汇率和油价影响最直接的品种，面临着一边是海水一边是火焰的运营格局；且从中长期来看，这种态势可能将会持续存在，而其中二者的阶段性背离则构成了对利多利空因素判断的一个重要基础。

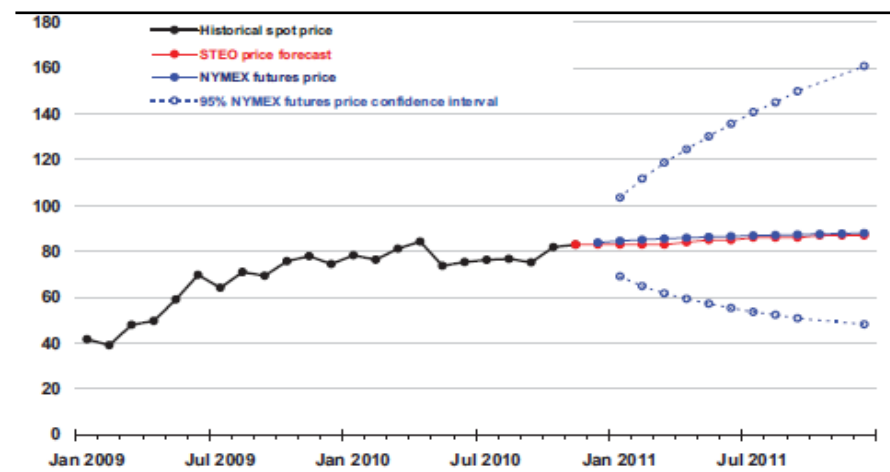
从各大航美元负债和股本情况来看，海航航空对本币升值敏感性较明显小于南航和国航、略小于东航；南航增发使得敏感性有所摊薄，但仍居四大航之首；国航因合并深航而使得敏感性有所强化。

图 33: 四大航每股美元负债情况



近期宽松的美元货币环境使得航空公司燃油成本预期受到一定冲击；参考 EIA 的预测，预计 2011 年国际原油均价约在 90 美元左右；按目前的航空业发展态势，这一涨幅可以得到较好消化。

图 34: EIA2011 年油价预测



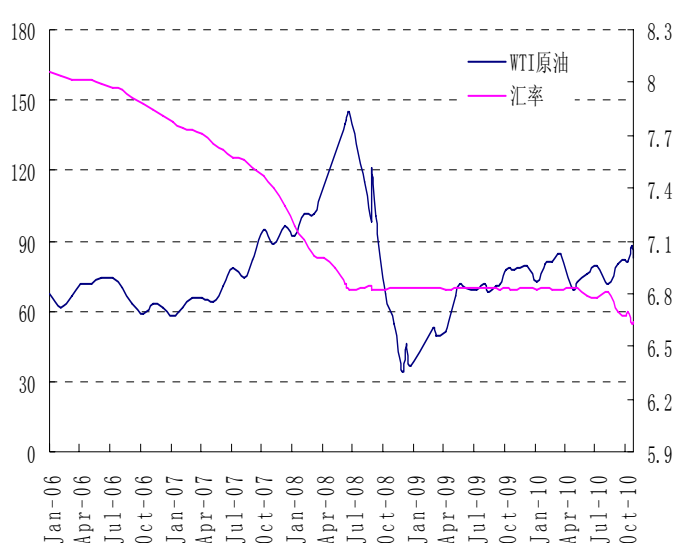
数据来源: EIA

燃油附加联动机制理论上可覆盖七八成的不利影响；但行业基本运营属性使得航空公司在实际运营中无法回避油价切实的重要影响。

参考新加坡航油理论换算价格，继 10 月份上调出厂价 220 元/吨后，目前国内航油价格仍存在 5%-10%的上调空间。据近期有关信息，新成品油定价机制可能会实行更短的调整周期，这将在更大程度上契合国际油价波动，国内油价频繁调整或将变成常态。

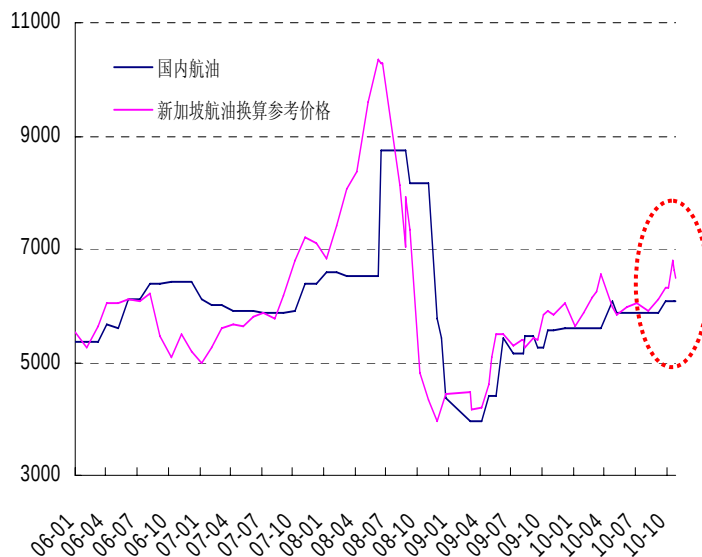
既定情况下值得关注的是：现阶段油价上调受通胀行政因素掣肘；后期燃油附加联动机制是否能够顺利和完整的兑现。

图 35: WTI 原油价格和本币兑美元汇率走势



数据来源: wind 国泰君安证券研究

图 36: 国内航油价格有上调压力



数据来源: CAAC 国泰君安证券研究

5. 评级和投资策略

“增持”投资评级。行业趋势维持向好，估值水平具有吸引力，供需平衡和本币升值这一核心投资主题将得到延续。市场表现角度，一年来航空股显著跑赢大盘和沪深 300，取得了良好的绝对和相对收益。近期所产生的调整则为明年行情预留了空间；我们对 2011 年前三季度航空股阶段性行情抱有期待。

除基本面驱动外，航空股对系统性变化、市场风格等亦较敏感，提出了较高的操作要求。

我们重点推荐国航和海航；而对南航、东航则持谨慎态度：

国航：高品质的航线和旅客结构，中长期看好

海航：运力增速快分享景气，旅游岛政策东风

南航：中短期国际拓展摊薄既有业绩

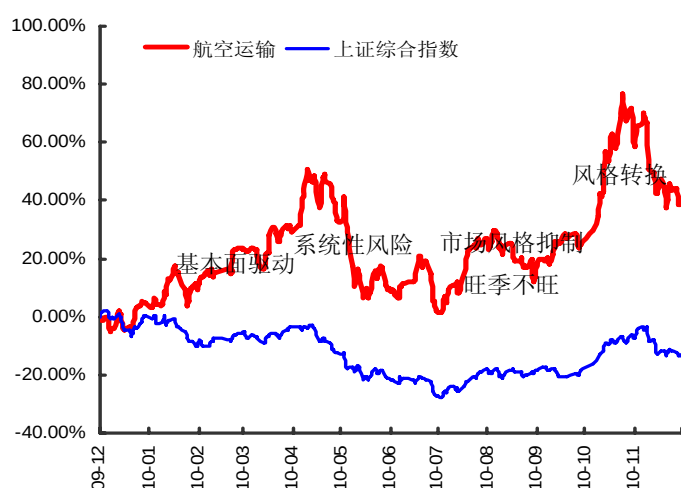
东航：重组/世博高基数致使 11 年低增速

表格 4：各航业绩预测与评级（11.30）

公司	EPS		PE		评级
	10E	11E	10E	11E	
中国国航	1.05	1.14	11.9	10.9	增持
海南航空	0.52	0.64	18.2	14.8	增持
南方航空	0.70	0.64	12.7	13.9	谨慎增持
东方航空	0.52	0.57	13.7	12.5	谨慎增持

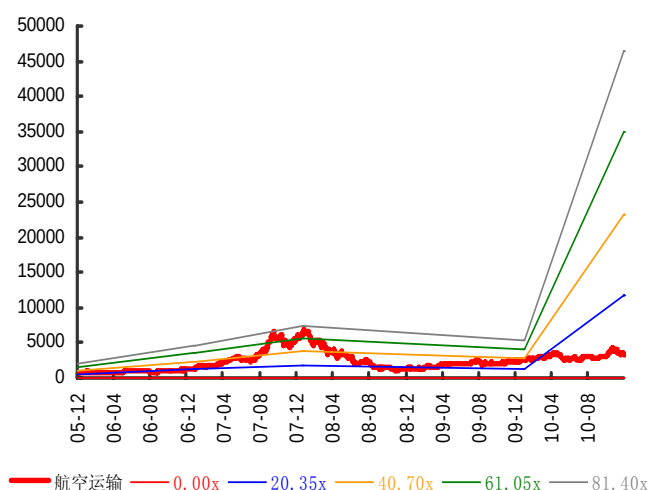
数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 37：航空股市场表现和影响因素图



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

图 38：航空股 PE BAND



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		