

# 油价与高铁影响有限、强劲盈利凸显安全边际

**运输 同步大市-A**

上次评级

同步大市-A

## 报告关键点:

- 多个利空因素导致航空股一季度单边下跌，估值具备安全边际。
- 虽然油价高企，但行业盈利水平没有市场想象的脆弱
- 目前航空板块动态PE为12倍，位于历史低位；PB为3.4倍，位于历史中低位。

## 报告摘要:

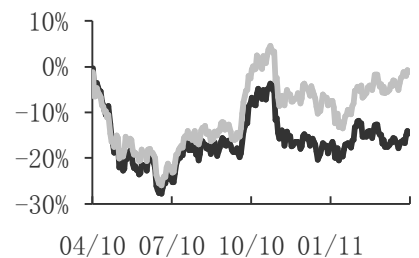
- 今年以来航空板块累计下跌近20%，表现大幅落后其它行业主要原因有：①经过世博盛会后，去年11月起需求增速呈下滑态势。②京沪高铁将于今年6月通车，明显快于去年市场预期，由于京沪航线是目前国内旅客运输量最大、盈利水平最高的航线，市场担心京沪高铁的开通对上市公司盈利冲击明显。③去年10月以来油价上涨明显，一季度WTI原油、布伦特原油均价分别约为94美元/桶、105美元/桶，已超过2008全年均值水平。市场担心航油成本快速上涨将侵蚀利润。④日本地震及核辐射事件冲击。
- 当前航空板块已具备较高安全边际：**静态PE和PB分别为12倍和3.4倍，与其他行业以及自身历史数据相比，估值均处于低位。与23个申万一级行业相比，航空板块的PE仅略高于金融服务，排名第二，PB处于中等水平。从自身历史数据看，PE接近历史最低位，PB处于历史中低水平。
- 虽然油价高企，但行业盈利水平没有市场想象的脆弱：**从近两年来看，航空公司盈利水平波动幅度受油价影响已明显小于历史。2010年WTI原油均价80美元/桶，比2007年的72美元增长10%，但行业盈利大幅超过07年水平。今年一季度，WTI原油均价约为94美元/桶，布伦特原油均价达到105美元/桶，已超过2008全年均值水平。但我们预计一季度行业主业盈利仍将创历史同期最好水平。我们认为**航空公司承受高油价的能力相对历史有明显提升，主要原因有：一是燃油附加费联动机制对冲大部分油价上涨的成本增支，二是行业集中度提升、供给偏紧、高客座率将使行业具备更强的应对油价上涨能力。**
- 预计京沪高铁对行业盈利影响将小于市场预期：**①沿途航线旅客运输量占行业国内旅客运输量比重约为5.3%。我们以已开通高铁航线分流数据为参考，根据航距和运行时间差进行测算，京沪高铁开通后分流民航旅客量影响约为行业国内旅客运输量1.88%，影响行业RPK增速约1.2%。②我们认为京沪线盈利能力受冲击程度小于市场预期的概率较大：京沪航线受航班控制，运力增长有限，持续处于运力紧张状态，同时京沪线宽体机占比较高，虽然预计航空公司不会削减航班，但可通过更换为经济的小机型来消化高铁分流影响。**悲观估计，京沪线受冲击影响东航、国航净利润约8.2%、2.4%；若航空公司（东航、国航）采取换机型进行运力调配，东航、国航净利润影响约3.7%、1.1%。我们认为后一种情形是大概率事件。**
- 我们认为前一轮暴跌已经基本消化各项不利因素，航空业短期利空释放完毕。目前航空板块动态PE为12倍，位于历史低位；PB为3.4倍，位于2005年以来中低位，且预计今年航空盈利仍有保证，PB将进一步下降。航空股的交易特性使其存在一定的交易机会，航空板块或将出现估值修复行情。短期可能的股价催化剂：油价快速上涨势头停止，油价企稳或回落；人民币升值速度持续加快；经过3月行业需求增速的明显下降，四月增速有所回升；高油价下，上市公司一季报业绩维持较好水平
- 风险提示：**需求回落高于预期、油价大幅上涨、突发事件

报告日期

2011-04-18

| 首选股票        | 目标价  | 评级   |
|-------------|------|------|
| 601111 中国国航 | 15.0 | 增持-A |
| 600029 南方航空 | 10.0 | 增持-A |
| 600221 海南航空 | 12.0 | 增持-A |
| 600115 东方航空 | 8.0  | 增持-A |

## 12个月行业表现



— 运输 — 沪深300

 吴莉  
 010-66581623  
 执业证书编号

 高级行业分析师  
 wuli@essence.com.cn  
 S1450511020019

## 报告联系人

谢红

xiehong@essence.com.cn

## 前期研究成果

## 正文目录

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| 1. 多利空因素致航空股超跌，PE 达历史低位 .....                               | 4  |
| 1.1. 市场表现：多个利空因素导致航空股一季度单边下跌 .....                          | 4  |
| 1.2. 估值水平：目前估值已有具备较强安全边际 .....                              | 4  |
| 2. 行业盈利水平没有市场想像的脆弱：集中度提升、供给偏紧将使行业具备更强的应对油价上涨能力 .....        | 5  |
| 2.1. 行业目前盈利能力并未如市场想像脆弱 .....                                | 5  |
| 2.2. 承受油价上涨能力增强的原因：行业集中度提升&高客座率&燃油附加费联动机制 .....             | 6  |
| 2.2.1. 燃油附加费联动机制对冲大部分油价上涨的成本增支 .....                        | 6  |
| 2.2.2. 行业重组后集中度提升，有利于票价水平的稳定和运力的有序扩张 .....                  | 7  |
| 2.2.3. 行业客座率达历史最高水平，对油价上涨承受能力更强 .....                       | 8  |
| 2.3. 预计一季度行业主业盈利增速 30% .....                                | 9  |
| 3. 预计京沪高铁对行业盈利影响将小于市场预期 .....                               | 9  |
| 3.1.1. 京沪高铁开通，预计分流行业国内旅客运输量 1.88%，对全行业 RPK 增速影响约为 1.2% .... | 9  |
| 3.1.2. 京沪航线盈利受冲击：预计对上市公司盈利影响小于预期 .....                      | 10 |
| 4. 人民币升值：行业盈利的稳定剂之一 .....                                   | 11 |
| 5. 投资策略：估值具备安全边际，关注估值修复行情 .....                             | 12 |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 表 1 假设燃油附加费覆盖 80%，原油价格上涨 10 美元/桶对业绩影响 ..... | 7  |
| 表 2 京沪高铁沿线数据 .....                          | 10 |
| 表 3 航空公司业绩预测与估值 .....                       | 12 |
| 图 1 航空和申万一级行业今年以来回报率对比 .....                | 4  |
| 图 2 航空和申万一级行业 PE 对比 .....                   | 5  |
| 图 3 航空和申万一级行业 PB 对比 .....                   | 5  |
| 图 4 航空行业历史 PE .....                         | 5  |
| 图 5 航空行业历史 PB .....                         | 5  |
| 图 6 航空行业相对沪深 300 估值 .....                   | 5  |
| 图 7 原油波动 .....                              | 6  |
| 图 8 航空公司净利润与原油价格 .....                      | 6  |
| 图 9 今年以来燃油附加费联动机制执行较好 .....                 | 7  |
| 图 10 800 公里以下燃油附加费 .....                    | 7  |
| 图 11 800 公里以上燃油附加费 .....                    | 7  |
| 图 12 2009 年三大航客运市场份额 .....                  | 8  |
| 图 13 整合后三大航客运市场份额 .....                     | 8  |
| 图 14 十二五运力（飞机架数）增长 11% .....                | 8  |
| 图 15 运力增速预计今年明显回落 .....                     | 8  |
| 图 16 行业运力增长持续小于周转量增长 .....                  | 9  |
| 图 17 运力供给（ASK）增速回落明显 .....                  | 9  |
| 图 18 月度客座率及同比变化 .....                       | 9  |
| 图 19 客座率位于历史高位 .....                        | 9  |
| 图 20 行业票价指数-国内航线 .....                      | 9  |
| 图 21 行业票价指数-国际航线（不含亚洲） .....                | 9  |
| 图 22 高铁开通一年分流影响和京沪线分流预测 .....               | 11 |
| 图 23 京沪航线航班市场份额 .....                       | 11 |
| 图 24 京沪航线航班市场份额 .....                       | 11 |
| 图 25 京沪航线受高铁冲击对上市公司盈利影响测算 .....             | 11 |
| 图 26 人民币兑美元汇率和一年期 NDF .....                 | 12 |
| 图 27 人民币升值 1%，对三大航 EPS 影响 .....             | 12 |

## 1. 多利空因素致航空股超跌，PE 达历史低位

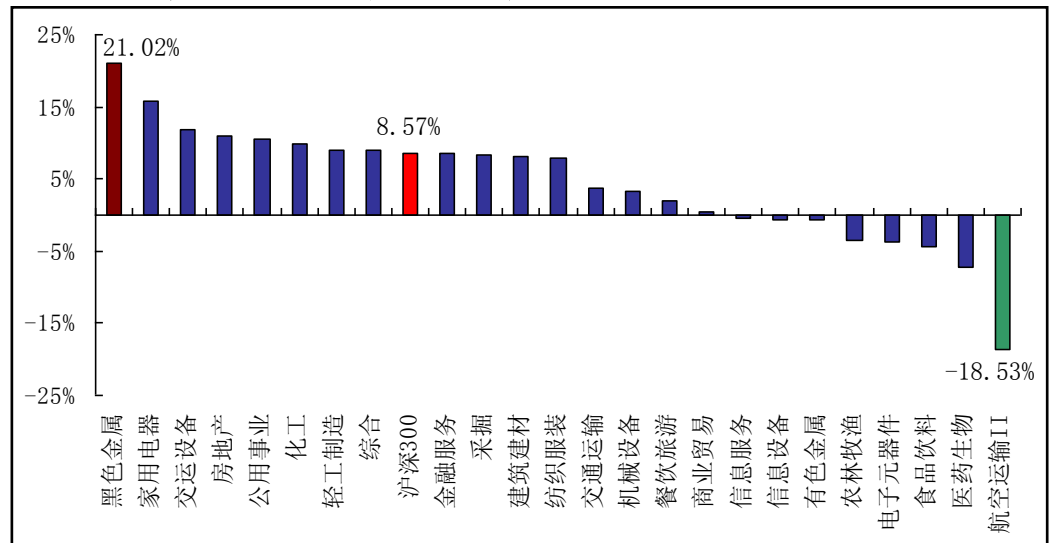
### 1.1. 市场表现：多个利空因素导致航空股一季度单边下跌

今年以来（至 4 月 11 日）航空板块累计下跌近 18.53%，大幅跑输沪深 300 指数 27.1 个百分点，与涨幅最大的黑色金属板块更是相差高达近 40 个百分点。

航空板块的这一表现与今年以来转换的市场风格特征大相径庭。具体来看，今年以来涨幅靠前的主要是黑色金属、家电、交运设备、房地产、化工、金融服务、采掘、建筑建材等板块，这些板块有一个共同的特征就是低估值+强周期。而今年以来跌幅最大的除航空外主要是医药生物、食品饮料、农林牧渔等弱周期的防御性行业。

航空股大幅落后其它行业主要原因有：（1）经过世博盛会后，去年 11 月起需求增速呈下滑态势。（2）去年 10 月以来油价上涨明显，一季度 WTI 原油均价约为 94 美元/桶、布伦特原油均价达到 105 美元/桶，已超过 2008 全年均值水平。市场担心航油成本快速上涨将侵蚀利润。（3）原来市场预期京沪高铁最快将于今年国庆通车，但去年 12 月媒体报导，京沪高铁将于今年 6 月通车，明显快于市场预期，由于京沪航线是目前国内旅客运输量最大，盈利水平最高的航线，市场担心京沪高铁的开通对上市公司盈利冲击明显。（4）日本地震及核辐射事件冲击。

图 1 航空和申万一级行业今年以来回报率对比

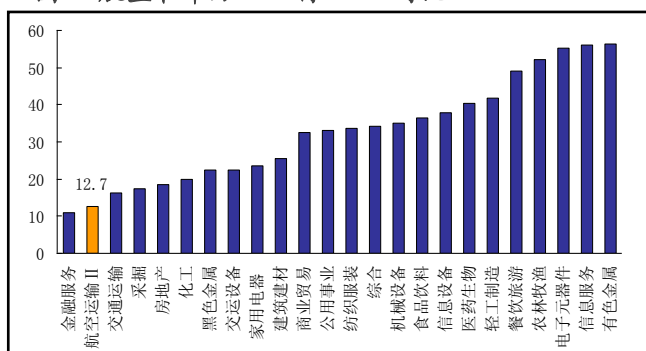


数据来源：安信证券研究中心

### 1.2. 估值水平：目前估值已有具备较强安全边际

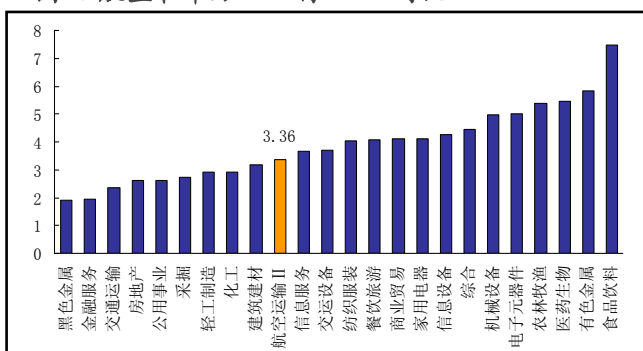
当前航空板块的静态 PE 和 PB 分别为 12 倍和 3.36 倍，与其他行业以及自身历史数据相比，估值均处于低位。与 23 个申万一级行业相比，航空板块的 PE 仅略高于金融服务，排名第二，PB 处于中等水平。从自身历史数据看，PE 接近历史最低位，PB 处于历史中低水平，而从与沪深 300 的历史相对估值看，相对 PE 也接近历史最低位，相对 PB 处于历史均值附近。

图 2 航空和申万一级行业 PE 对比



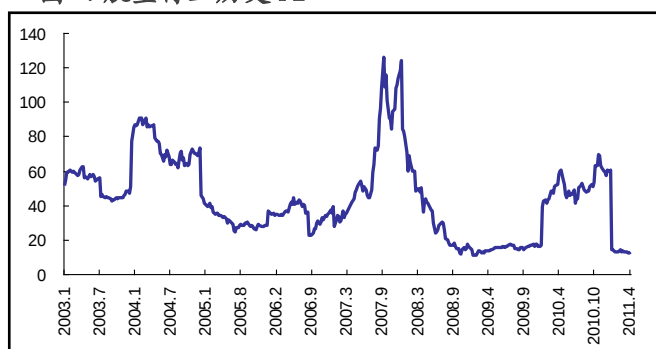
数据来源：安信证券研究中心

图 3 航空和申万一级行业 PB 对比



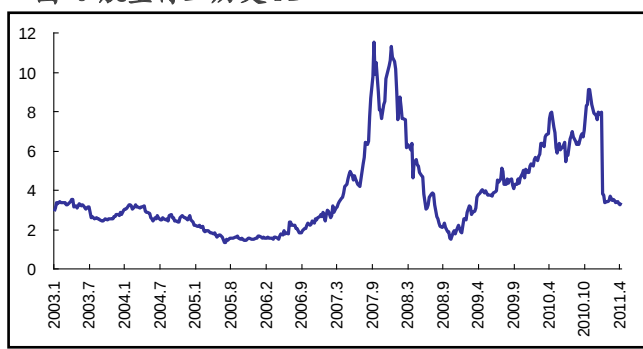
数据来源：安信证券研究中心

图 4 航空行业历史 PE



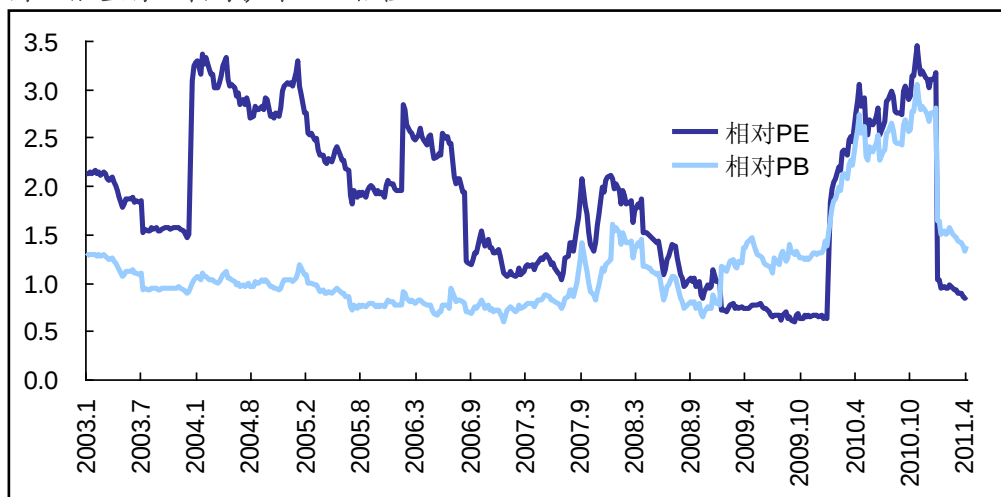
数据来源：安信证券研究中心

图 5 航空行业历史 PB



数据来源：安信证券研究中心

图 6 航空行业相对沪深 300 估值



数据来源：安信证券研究中心

## 2. 行业盈利水平没有市场想象的脆弱：集中度提升、供给偏紧将使行业具备更强的应对油价上涨能力

### 2.1. 行业目前盈利能力并未如市场想象脆弱

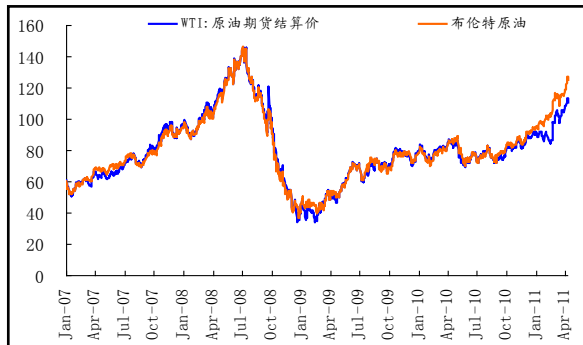
历史上，航空盈利能力向来比较脆弱，市场对高铁冲击、油价高企下的航空公司盈利能力仍较为担忧。

受全球流动性宽松、中东和利比亚局势紧张影响，国际油价自去年四季度以来上涨明

显。航油价格成本占航空公司成本约 30-35%，历史上，航空公司盈利水平与油价水平呈负相关性。一般来说，油价高企，航空公司成本水平明显增加，盈利水平下降明显。尤其是在 2008 年，国际原油价格全年均值约为 99.75 美元/桶，即便剔除当年套保亏损，全行业亏损仍超过 100 亿。

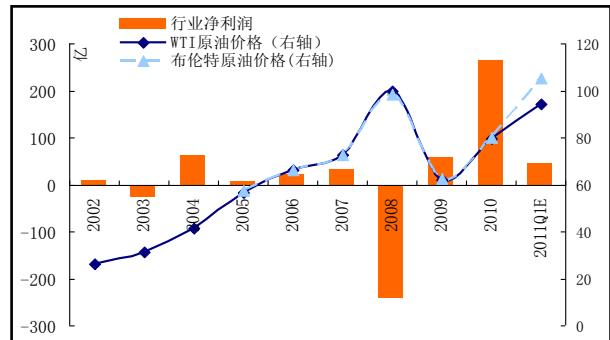
但从近两年来看，航空公司盈利水平波动水平受油价影响已明显小于历史。2010 年 WTI 原油均价 80 美元/桶，比 2007 年的 72 美元增长 10%，但行业盈利大幅超过 07 年水平。今年一季度，WTI 原油均价约为 94 美元/桶，布伦特原油均价达到 105 美元/桶，已超过 2008 全年均值水平。但我们预计一季度行业主业盈利仍将创历史同期最好水平。

图 7 原油波动



数据来源：安信证券研究中心

图 8 航空公司净利润与原油价格



数据来源：安信证券研究中心

## 2.2. 承受油价上涨能力增强的原因：行业集中度提升&高客座率&燃油附加费联动机制

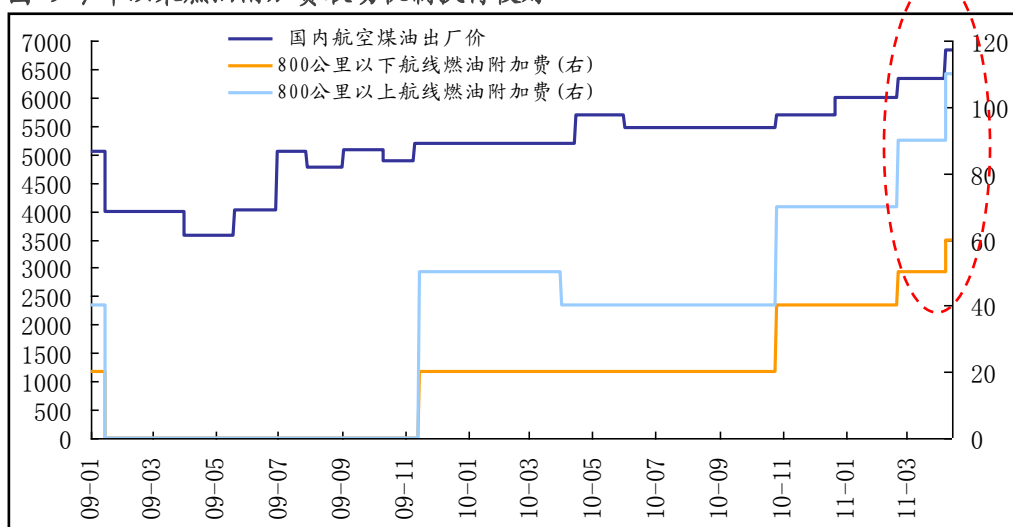
### 2.2.1. 燃油附加费联动机制对冲大部分油价上涨的成本增支

自 2009 年底燃油附加费联动机制执行以来，燃油附加费基本随着油价上涨上调。但在 2010 年 4 月上调油价后，由于通胀压力较大，燃油附加费一度未同步上调，并持续了约半年时间。但今年以来，国内航油出厂价两次上调时，燃油附加费均同步联动调整，联动机制执行效果较好。

根据民航局文件，计算燃油附加费标准的燃油附加单位收取率制定依据为“按照 2010 年国内航线航空煤油实际消耗量、旅客运输总周转量，同时考虑航空公司自行消化油价上涨增支成本比例不少于 20%”。

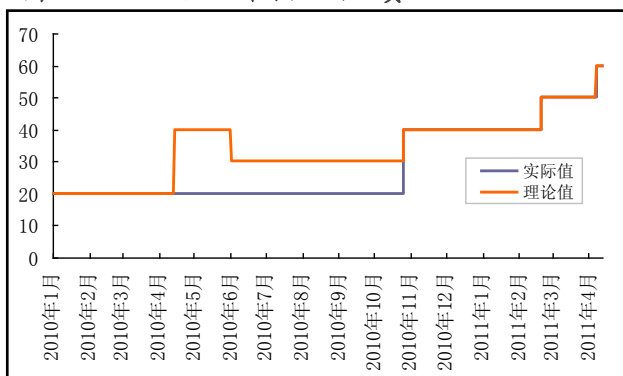
不考虑其它因素，燃油附加费联动机制的执行按覆盖新增用油成本 80% 计算，国际油价上涨 10 美元/桶，国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 下降约为 0.031、0.041、0.034、0.027 元。

图 9 今年以来燃油附加费联动机制执行较好



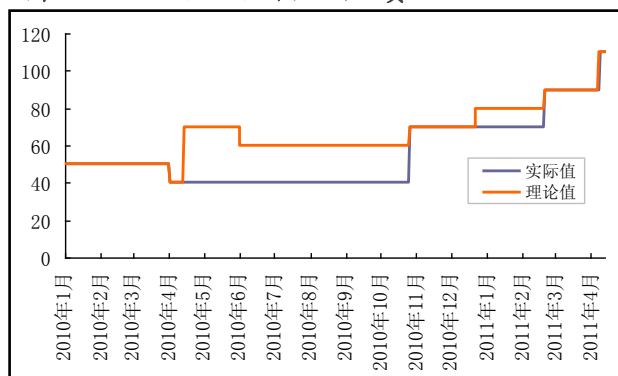
数据来源：安信证券研究中心

图 10 800 公里以下燃油附加费



数据来源：安信证券研究中心

图 11 800 公里以上燃油附加费



数据来源：安信证券研究中心

表 1 假设燃油附加费覆盖 80%，原油价格上涨 10 美元/桶对业绩影响

| 航线 | 公司耗油量/万吨 | 影响净利润/百万 | 影响 EPS/元 |
|----|----------|----------|----------|
| 国航 | 472      | -374     | -0.031   |
| 南航 | 436      | -404     | -0.041   |
| 东航 | 416      | -386     | -0.034   |
| 海航 | 116      | -108     | -0.026   |

数据来源：安信证券研究中心 (相当于国内油价上涨约 610 元/吨)

## 2.2.2. 行业重组后集中度提升，有利于票价水平的稳定和运力的有序扩张

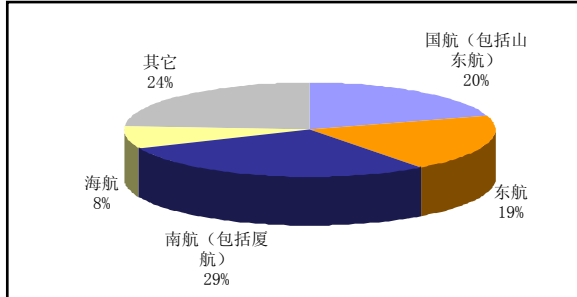
06 年以来行业集中度逐年下降，三大航份额从 2006 年的 76%，逐年下降至东上合并前的 67%，下降明显。主要原因是，05 年开始民营航空公司出现和地方航空公司发展势头迅猛，尤其是海航、深航、上航等地方航空公司运力引进速度较快。

在东上航合并、国航控股深航后，三大航市场份额上升明显，以 2009 年的旅客周转量作参考，三大航旅客运输量的市场份额从 69% 上升到约 80%。

我国国内航线票价自 2004 年 4 月 20 日《民航国内航空运输价格改革方案》实行以来，实行以政府指导价为主，政府价格主管部门对航空运输基本价和浮动幅度的间接管理。05 年民营航空的加入以及地方航空公司运力的大幅引进，在同一区域市场、甚至同一航线上存在运营的航空公司较多，票价竞争激烈。行业集中度的提升，有利于减少票价竞争，扭转亏损状态并提升主业盈利水平。

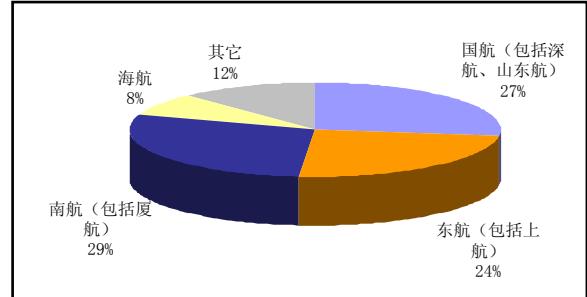
从民航局十二五规划看，运力增长将保持 11% 左右。同时，行业集中度提升后，航空公司对规模的扩张将更为理性，各航空公司为了更好地应付未来高铁冲击，也加快了老旧飞机的退出。

图 12 2009 年三大航客运市场份额



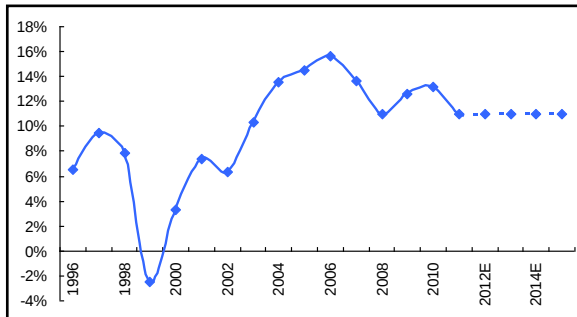
数据来源：安信证券研究中心

图 13 整合后三大航客运市场份额



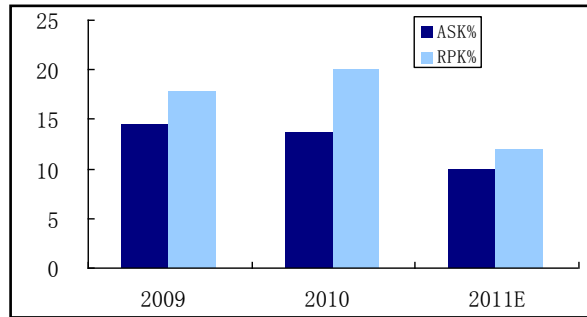
数据来源：安信证券研究中心

图 14 十二五运力 (飞机架数) 增长 11%



数据来源：安信证券研究中心

图 15 运力增速预计今年明显回落



数据来源：安信证券研究中心

### 2.2.3. 行业客座率达历史最高水平，对油价上涨承受能力更强

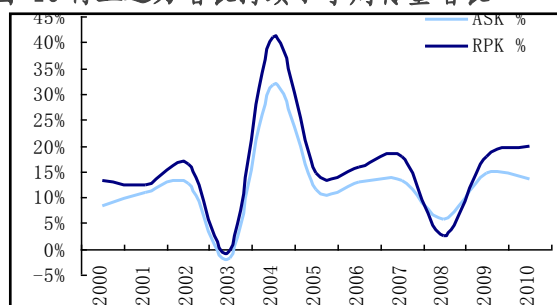
从过去十年看，除 2008 年金融危机外，民航运力 (ASK) 增速持续小于需求 (RPK) 增速，推动行业客座率持续上扬，从 2000 年的 61.2% 上涨至 2007 年的 76.4%，在 2008 年金融危机时下降到 74.2%，但 2009 年迅速回归上升通道。2010 年行业客座率高达 80.4%。我们预计十二五期间，行业客座率仍将维持 80% 以上的高位水平。

对航空公司来说，客座率的提升，将从两个方面提升收入水平：一是旅客量的增加将直接带来额外收入，二是票价水平和客座率正相关，票价的提升带来收入水平的增加。而对于航油成本来说，边际耗油量是减小的。因此，客座率越高，航空公司承受高油价的能力越强。

其次，行业景气度高时旅客对票价敏感性较低，燃油附加费能更好地传导至旅客。即在客座率较高时，不含燃油的裸票价格水平受燃油附加费的影响较小；在客座率较低时，航空公司相对旅客的议价能力下降，燃油附加费的征收，将影响不含燃油票价。

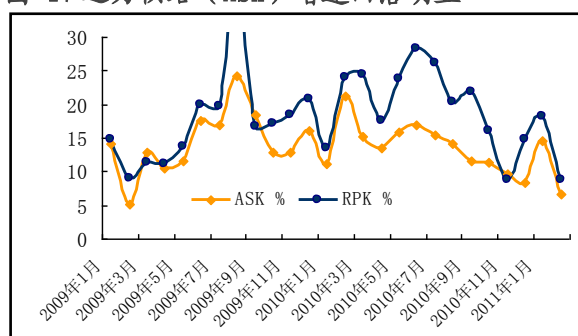
国际货币基金组织近期下调美国和日本的经济增长预期，以及利比亚潜在的停火可能，都可能使油价快速上涨势头近期有望结束，油价若企稳或稍有回落，都将减少市场对航空公司盈利能力的担心。

图 16 行业运力增长持续小于周转量增长



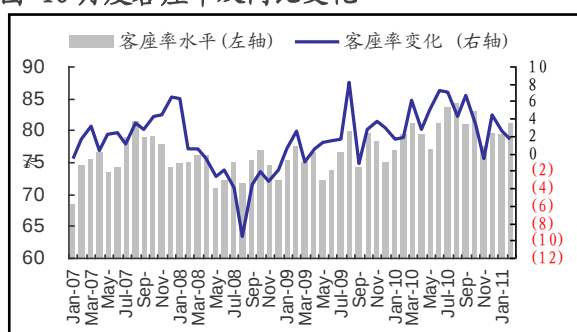
数据来源：安信证券研究中心

图 17 运力供给（ASK）增速回落明显



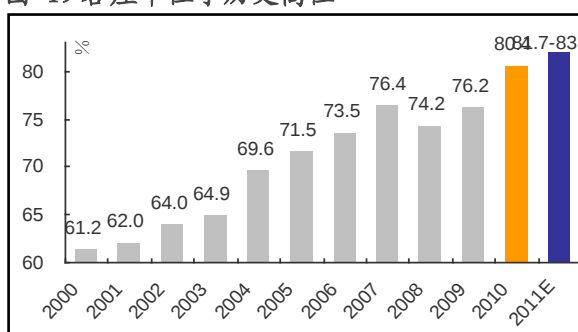
数据来源：安信证券研究中心

图 18 月度客座率及同比变化



数据来源：安信证券研究中心

图 19 客座率位于历史高位

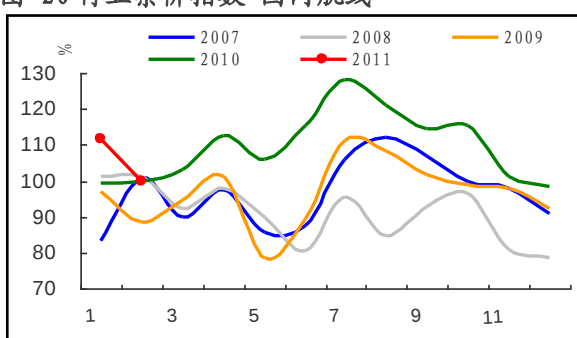


数据来源：安信证券研究中心

### 2.3. 预计一季度行业主业盈利增速 30%

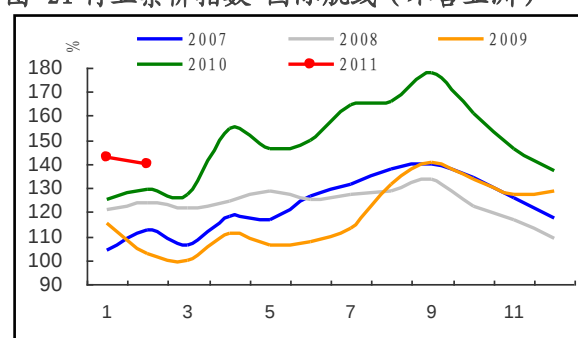
预计一季度客座率累计同比提升约 1.5%-2%，票价指数同比提升 5-8%。主业盈利增长约 30%。虽然去年同期国航和东航公允价值变动收益、南航一次性投资收益推升盈利基数，但预计主业盈利和汇兑收益提升将实现一季度三大航净利润与去年基本持平。预计全年行业需求增速将超过供给增长，供需缺口依然存在推动客座率、票价同比进一步提升，全年行业业绩正增长可期。

图 20 行业票价指数-国内航线



数据来源：安信证券研究中心

图 21 行业票价指数-国际航线（不含亚洲）



数据来源：安信证券研究中心

## 3. 预计京沪高铁对行业盈利影响将小于市场预期

### 3.1.1. 京沪高铁开通，预计分流行业国内旅客运输量 1.88%，对全行业 RPK 增速影响约为 1.2%

据媒体报导，京沪高铁将于今年6月通车，预计最快可能7月投入运营。

京沪高铁全长 1318 公里，按 300 公里/小时的时速，上海到北京的直达火车旅行时间

将由现在的 10 小时缩短为 4.4 小时。

如果按照京津、武广、郑西、沪宁这几条已通车 350 时速铁路的定价计算票价的话，二等座 0.46-0.48 元/公里，一等座是二等座的约 1.6 倍，那么京沪高铁全程二等座约 610-630 元，一等座约 980-1010 元。但从投资总额看，京沪线投资总额为 2200 亿，为武广线 1166 亿的 1.89 倍。折成单公里投资总额，为武广线的 1.53 倍。我们认为，不排除京沪线费率可能高于武广线。

考虑沿途航线，主要冲击航线除京沪线外，旅客运输量较大的还有北京-南京、天津-上海、济南-上海、北京-无锡等航线。沿途航线旅客运输量占行业国内旅客运输量比重约为 5.3%。我们以已开通高铁航线运营分流数据为参考，根据航距和运行时间差进行测算，京沪高铁开通后分流民航旅客量影响约为行业国内旅客运输量 1.88%，影响行业 RPK 增速约 1.2%。

表 2 京沪高铁沿线数据

| 航线    | 总人数占比 | 分流假设 | 分流量占行业国内航线比重 |
|-------|-------|------|--------------|
| 北京-上海 | 3.16% | 30%  | 0.95%        |
| 北京-南京 | 0.79% | 40%  | 0.32%        |
| 天津-上海 | 0.51% | 40%  | 0.21%        |
| 济南-上海 | 0.30% | 40%  | 0.12%        |
| 北京-无锡 | 0.20% | 30%  | 0.06%        |
| 北京-济南 | 0.16% | 70%  | 0.11%        |
| 天津-南京 | 0.05% | 40%  | 0.02%        |
| 北京-徐州 | 0.04% | 50%  | 0.02%        |
| 徐州-南京 | 0.03% | 100% | 0.03%        |
| 徐州-上海 | 0.03% | 100% | 0.03%        |
| 济南-南京 | 0.01% | 100% | 0.01%        |
| 合计    | 5.29% |      | 1.88%        |

数据来源：安信证券研究中心

### 3.1.2. 京沪航线盈利受冲击：预计对上市公司盈利影响小于预期

京沪高铁的开通，最受关注的将是对目前国内盈利能力最强的京沪航线的冲击有多大。在国内航线中，北京-上海航线旅客运输量排名第一。2009 年，北京-上海航线旅客运输量占国内航线行业旅客运输量约 3.2%。

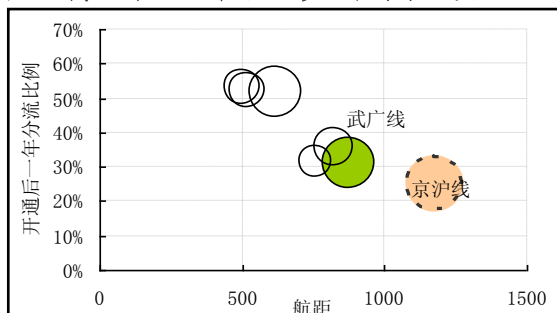
预计开通后一年分流比例约为 20-30%：这里我们用乘坐高铁和航空所花费的时间差以及两者之间的票价比这两个关键因素并参考已开通的武广线来测算京沪高铁对京沪航线的分流影响。从航距看，武广线航距 873km，开通后一年分流 31%；京沪线航距 1178km；从高铁和航空花费时间差看，武广线约为 1.8 小时，从航空和高铁票价比看，航空经济舱全价票价格 / 高铁票价格 = 2.12；而京沪线时间差约为 2 小时，航空经济舱全价票价格 / 高铁票价格约为 1.5-2(以高铁价格为 600-800 元估计)。无论从时间差还是从时间差上看，京沪航线飞机优势都要好于武广线。

京沪航线上主要承运人为东航和国航，市场份额分别约为 55.4%、35.0%。估计京沪线收入分别占两公司收入的 5.5%、3.5%。我们认为京沪线盈利能力受冲击程度小于市场预期的概率较大：①京沪航线受航班控制，运力增长有限，持续处于运力紧张状态：民航局规定北京、上海、广州大三角航线，尽量安排大座级飞机，原则上不增加班次和进入新公司。②京沪线宽体机占比较高，虽然预计航空公司不会削减航班，但可通过换更为经济的小机型来消化高铁分流影响。

预计京沪线受冲击对上市公司 2011 年盈利冲击将小于预期：悲观估计（运力不变），

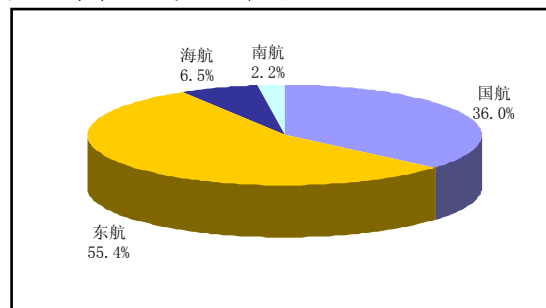
东航、国航净利润下降约 8.2%、2.4%；乐观估计，若航空公司（东航、国航）采取换机型进行运力调配，东航、国航净利润下降约 3.7%、1.1%。我们认为后一种情形是大概率事件。

图 22 高铁开通一年分流影响和京沪线分流预测



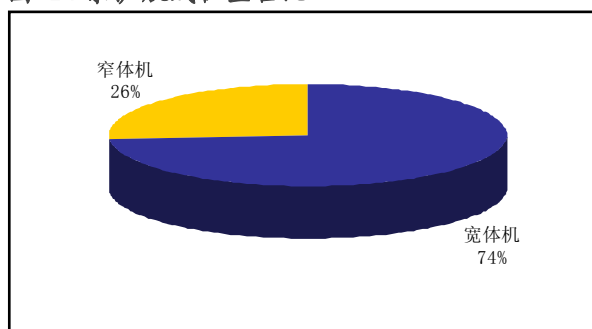
数据来源：安信证券研究中心（圆圈面积代表高铁速度）

图 23 京沪航线航班市场份额



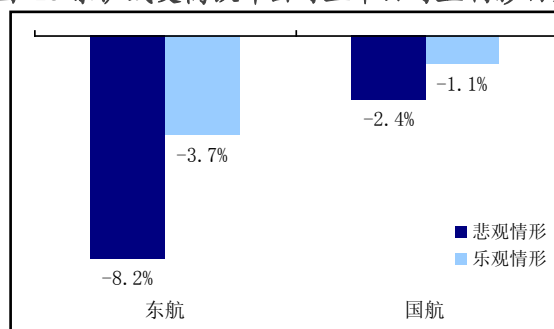
数据来源：安信证券研究中心

图 24 京沪航线机型占比



数据来源：安信证券研究中心

图 25 京沪线受高铁冲击对上市公司盈利影响测算



数据来源：安信证券研究中心

#### 4. 人民币升值：行业盈利的稳定剂之一

2010 年 6 月 19 日，中国人民银行宣布“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。人民币再次步入上行通道。2010 年全年人民币兑美元升值 3.1%。

从今年看，人民币对美元汇率中间价在一季度升幅放缓，仅为 1%。3 月中下旬开始，人民币兑美元升值有所加速：自年初至 4.11 日，人民币累计升值 1.36%。1、2、3 月单月升值幅度分别为 0.51%、0.21%、0.29%，4 月初至今累计升值 0.34%。

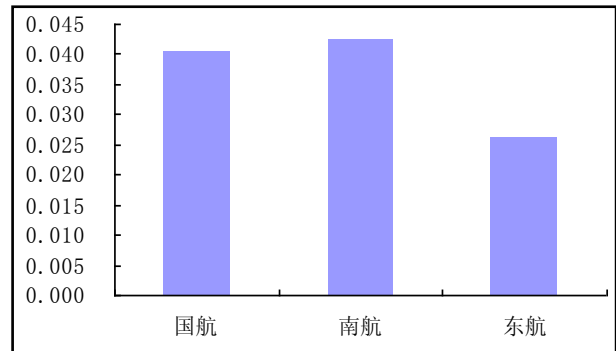
航空公司由于购买飞机，具有较多的美元外债。人民币相对美元升值，对净利润影响最直接和确定的是人民币升值带来的汇兑损益。预计 2011 年全年人民币升值幅度约为 3-5%。人民币升值 1%，贡献南航、国航、东航 EPS 约 0.042 元、0.041 元、0.026 元。

图 26 人民币兑美元汇率和一年期 NDF



数据来源：安信证券研究中心

图 27 人民币升值 1%，对三大航 EPS 影响



数据来源：安信证券研究中心

## 5. 投资策略：估值具备安全边际，关注估值修复行情

在今年业绩增速放缓和高铁四纵四横冲击预期下，在京沪高铁提前开通、油价快速上涨、日本地震及核辐射等事件冲击下，航空股一季度表现远落后于大盘。我们认为前一轮暴跌已经基本消化各项不利因素，航空业短期利空释放完毕。

目前航空板块动态 PE 为 12 倍，位于历史低位；PB 为 3.4 倍，位于 2005 年以来中低位，且预计今年航空盈利仍有保证，PB 将进一步下降。我们认为航空股的交易特性使其存在一定的交易机会，航空板块或将出现估值修复行情。

短期可能的股价催化剂：

- (1) 油价快速上涨势头停止，油价企稳或回落
- (2) 人民币升值速度持续加快
- (3) 经过 3 月行业需求增速的明显下降，四月增速有所回升
- (4) 高油价下，上市公司一季报业绩维持较好水平

表 3 航空公司业绩预测与估值

|      | 股价<br>(2010-4-15) | EPS  |       |       | PE   |       |       | PB   |       | 评级   |
|------|-------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|------|
|      |                   | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E |      |
| 中国国航 | 11.060            | 1.05 | 1.06  | 0.91  | 11   | 10    | 12    | 3.4  | 2.6   | 增持-A |
| 南方航空 | 8.220             | 0.70 | 0.55  | 0.40  | 12   | 15    | 21    | 3.0  | 2.5   | 增持-A |
| 海南航空 | 8.170             | 0.74 | 0.80  | 0.67  | 11   | 10    | 12    | 2.7  | 2.1   | 增持-A |
| 东方航空 | 6.290             | 0.48 | 0.45  | 0.3   | 13   | 14    | 21    | 4.6  | 3.4   | 增持-A |
| 平均   |                   |      |       |       | 12   | 12    | 16    | 3.4  | 2.7   |      |

资料来源：安信证券研究中心

## 分析师简介

吴莉，中国人民大学会计硕士，4 年证券行业从业经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究；2008 年进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业第四名（团队）；2010 年 8 月加入安信证券研究中心。

## 分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;  
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;  
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;  
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;  
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                   | 黄方祥           | 上海联系人                   |
| 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  | 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  |
| 张勤            | 上海联系人                   | 梁涛            | 上海联系人                   |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn |
| 凌洁            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                   | 李昕            | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |
| 胡珍            | 深圳联系人                   |               |                         |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   |               |                         |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034