

航空：供需恶化 机场：重归防御

- 2009 年投资策略

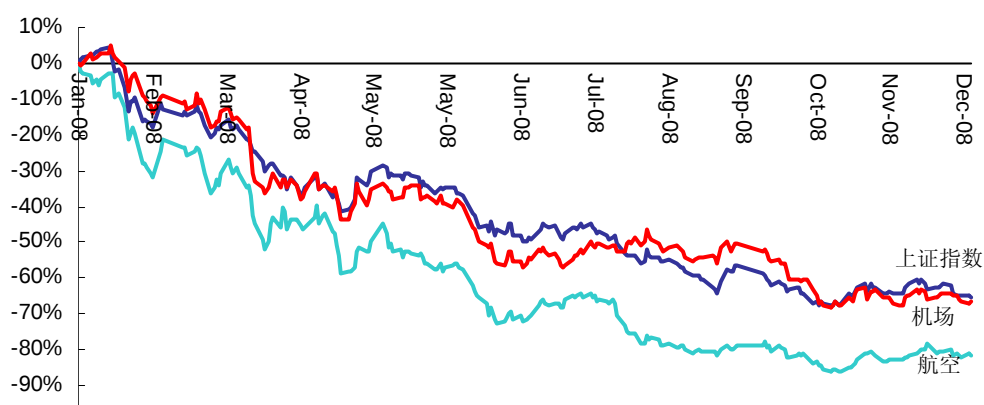
行业评级

中性/ 维持评级

相关研究

- 2009 年行业运量展望：我们认为 2009 年行业运量增速将会呈中间高、两头低形态分布，全年 RPK 增速或将会或维持维持在 4.6 - 6.7 %。
- 国内航线受内需驱动，其增速将会高于国际航线；国际航线受外需驱动，将受到更为明显的负面冲击。
- 国际航线主要受外需拉动：公安部进出口管理处出入境登记数据显示，中国海关出入境居民 67 % 由外国人构成，外国人来华的商务、旅游需求是拉动国际航线客流增长的主要驱动因素。
- 对国际客流的动态跟踪显示，中国连续 4 个月国际航线运送人次同比下滑 20 % +，或有过激之嫌，但是持续时间可能超出预期。
- 机队规模的刚性扩张和飞机日利用率的弹性调整：降低飞机日利用率控制供给将会形成休眠运力，需求好转时将迅速苏醒。
- 预计 09 年行业客座率低于 2008 年 1 百分点，低于 07 年 2 个百分点；而票价约下降 5 %。
- 油价下跌和 LIBOR 利率下调构成对航空业实质利好。
- 机场业务量的周期性波动属于 8 - 10 年的朱格拉周期；当机场行业处于朱格拉周期的上升阶段，而强周期行业处于基钦周期的调整阶段，机场行业将获取良好的相对收益。
- 目前机场公司相对市场的估值水平已经和牛市末期大抵相同，我们认为基本面风险大部分已经释放，机场重新具有防御价值。
- 航空公司短期估值依然偏高，建议以规避为主；机场公司可以标配，建议短期重点配置侧重于防御深圳机场，待明年上半年国际航线业务数据进一步明朗后，重点配置国际业务量比例高，弹性更大的上海机场。

最近 52 周股价表现



分析师
陈建生
+755 - 82492804
chenjs@lhq.com

预计 09 年行业 RPK 增速 4.6%-6.7%

预计 09 年行业 RPK 增速或为 4.6-6.7%

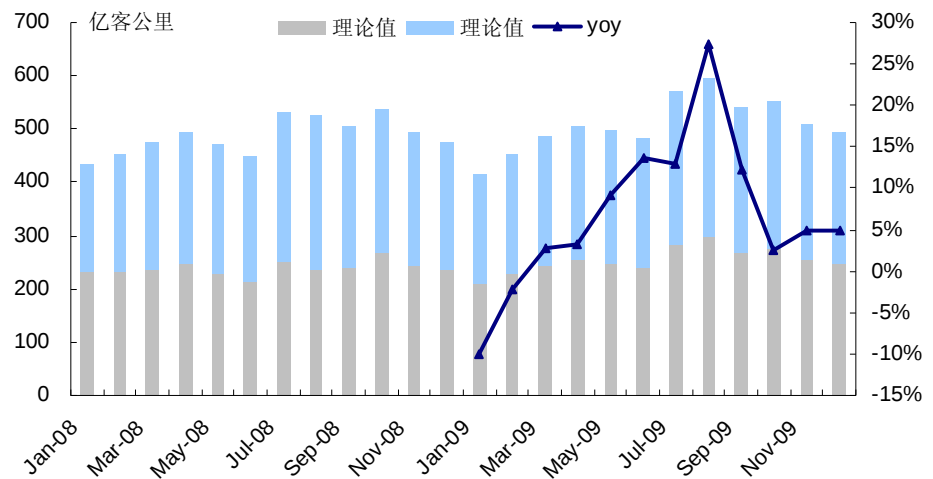
预计 09 年行业 RPK 增速或为 4.6-6.7%

测算基础：行业内在增速为 08 年 8%、09 年为 2% 或 0%

自然增速指，不考虑偶发因素的情景下，行业理论上的内在增长水平，自然增速对应的 RPK 是理论运量。表观增速指在考虑到偶发因素影响下的增长水平，即实现或行将实现的 RPK 增速，表观增速对应的 RPK 是表观运量。

在 08、09 年行业自然增速为 8%、2% 假设下，预测 09 年表观增速为 6.7%。

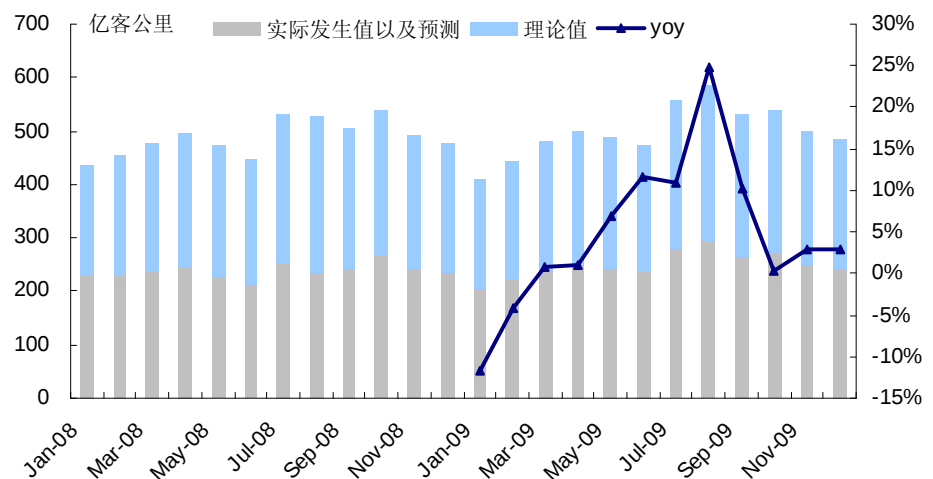
图 1、08、09 年自然增速为 8%、2% 假设下的 09 年 RPK 月度增速分布



数据来源：行业数据，联合证券研究

在 08 年、09 年行业自然增速在 8%、0% 假设下，预测 09 年表观增速为 4.6%。

图 2、08、09 年自然增速为 8%、0% 假设下的 09 年 RPK 月度增速分布



数据来源：行业数据，联合证券研究

09 年月度增速呈两头高、中间低分布

09 年月度增速呈两头高、中间低分布

从月度分布来看，09 年表观增速呈中间高、两头低形态分布。主要原因在受偶发因素影响，08 年 5-9 月份比较基准较低。

从下表的测算可以看出，09 年的表观增速大约高于自然增速 4 个百分点。即 09 年表观增速维持在 4% 以下，全行业 RPK 增速实质上出现负增长。

表 1、不同内在增速下，09 年 RPK 增速预测

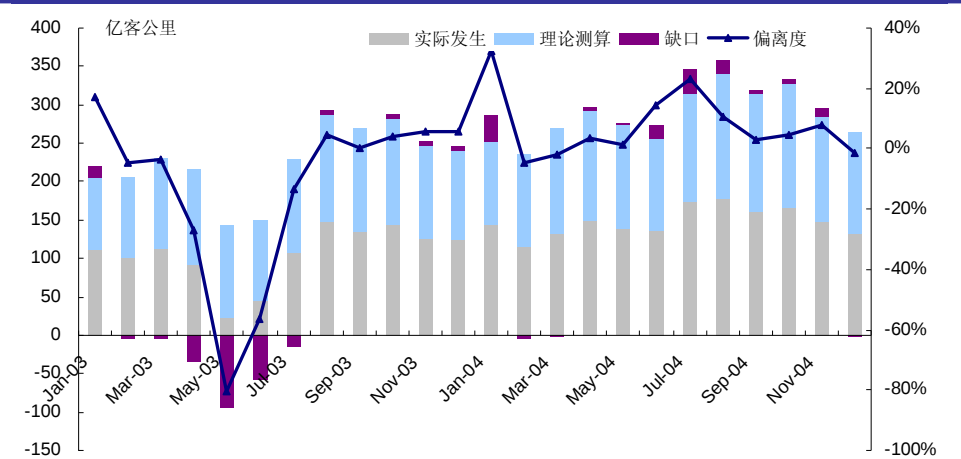
自然增速	-4	-2	0	2	4	6	8	10	12
表观增速	0.4	2.5	4.6	6.7	8.8	10.9	13.0	15.1	17.2
偏离度	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1

数据来源：联合证券研究

如果历史可以借鉴：非典的分析

表 1 我们使用的偏离度，是缺口占理论运量的比重。缺口是指偶发因素对航空运量产生的负面冲击并未完全恢复，由此产生了表观运量和内在运量的差异。下图为我们对于 03 - 04 年非典引致的缺口和偏离度分析。

图 3、非典期间的偏离度



数据来源：行业数据，联合证券研究

03 年非典期间的偏离度为 1.6%，就偏离度单一变量而言，我们采用的 08 - 09 年的偏离度绝对值均大于 1.6%，相对谨慎：内在假设是 08 年偶发事件导致更大的运量损失。

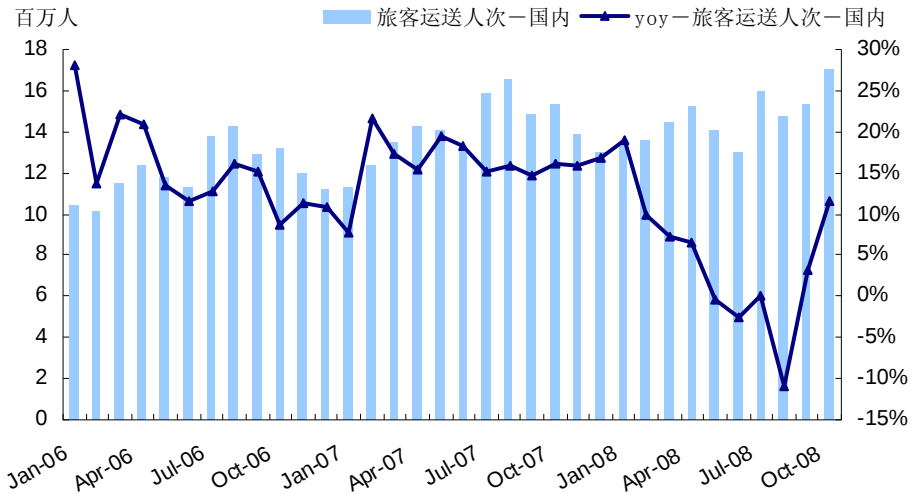
国内航线增长好于国际航线：内需外需的驱动差异

国内国际航线旅客运送人次增速出现分化

奥运后国内航线运送人次开始反弹

奥运后国内航线运送人次快速反弹，由 8 月份的 -11% 迅速反弹至 10 月份的 11%，国内航空需求奥运后开始释放。

图 4、奥运后国内航线快速反弹



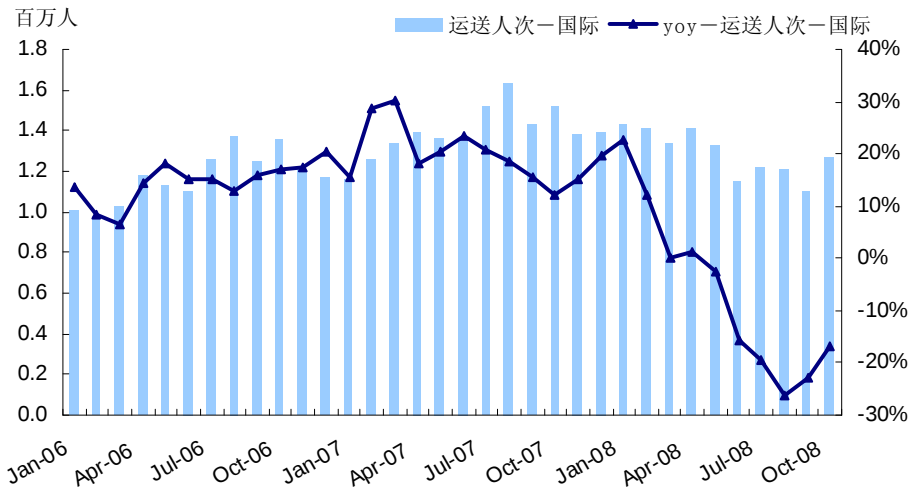
数据来源：行业数据，联合证券研究

国际航线反弹乏力，维持近 20% 负增长

构成鲜明对比的是，国际航线奥运以后持续低迷，维持近 20% 的负增长。除商务活动回暖滞后于签证解禁之外，主要受外需驱动是国际航线反弹乏力的关键解释因素。

国际航线奥运以后持续低迷，主要受外需驱动是国际航线反弹乏力的关键解释因素。

图 5、奥运后国际航线继续低迷



数据来源：行业数据，联合证券研究

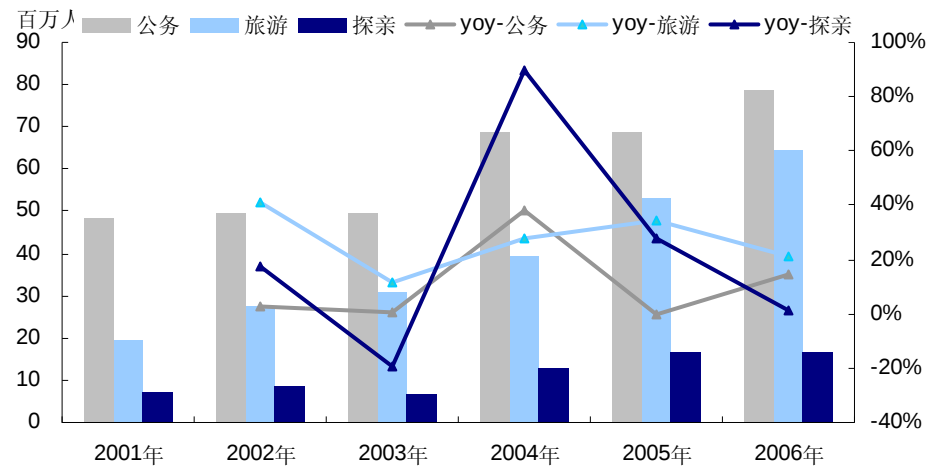
驱动因素不同是国际国内客流增长出现差异的主要原因

国内商务和旅游需求是国内航线运量增长的主要驱动因素

不同于市场的一般理解,03 年-06 年旅游客的增速比商务客增速更加稳定

由于技术原因，民航总局对于航空出行结构的划分可能并不完全准确，但是基本可以确认商务和旅游需求是航空客运的主要驱动因素。不同于市场的一般理解，03 年-06 年旅游客的增速比商务客增速更加稳定。我们认为国内航线运送人次 09 年将维持在 6% 以上，而表观增速或将高于 10%。

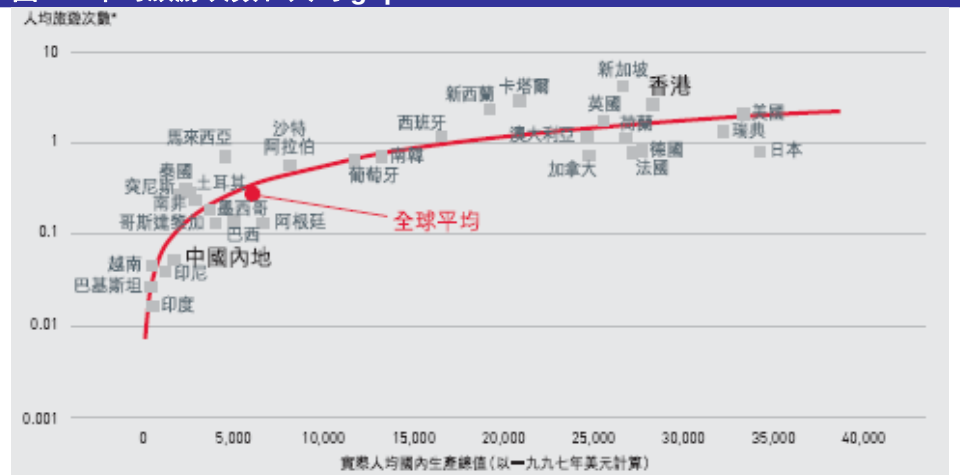
图 6、航空需求结构细分



数据来源: CAAC, 联合证券研究

中国人年均旅游次数尚不到 0.1 次, 和全球发达国家人均出行 1 次左右相比, 依然具有巨大的上升空间。长期看来, 拉动中国航空业发展的驱动力量依然存在。

图 7、年均旅游次数和人均 gdp



数据来源: AIRBUS GLOBAL INSIGHT

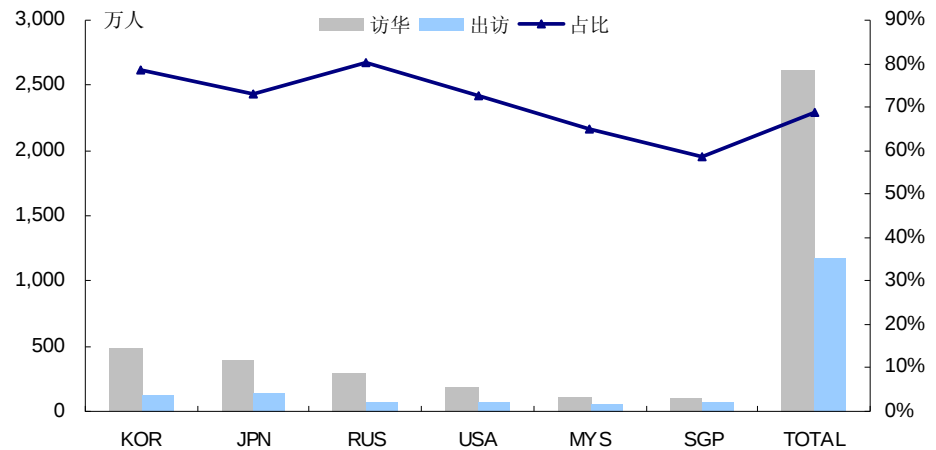
国际航线的驱动力量在于外需

外国人占出入境客流量 68.9 %

公安部出入境管理处统计数据显示, 外国人占出入境客流的 68.9%

公安部出入境管理处统计数据显示, 外国人占出入境客流量 68.9%; 出入境客流量最大的四个国家, 外国人占比均超过 70%, 其中韩国和俄罗斯更是接近 80%。

图 8、外国人占出入境客流量比例



数据来源：公安部出入境管理处，联合证券研究所

韩、日、美、欧占比达 63%

中国入境客流中，发达国家为主，其中韩、日、美、欧洲占比达 63%。而出境旅客分布比较分散，旅游倾向比较明显。

图 9、外国人入境国别构成

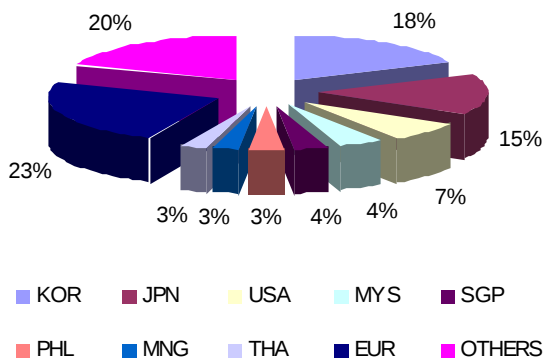
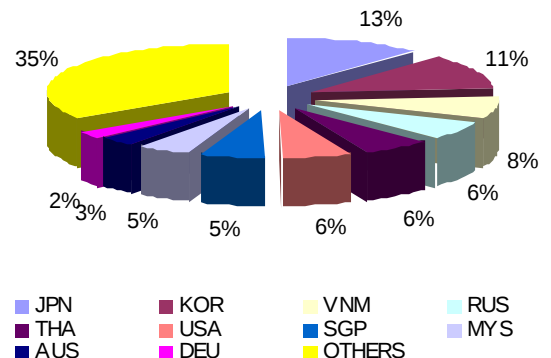


图 10、中国人出境目的地分类



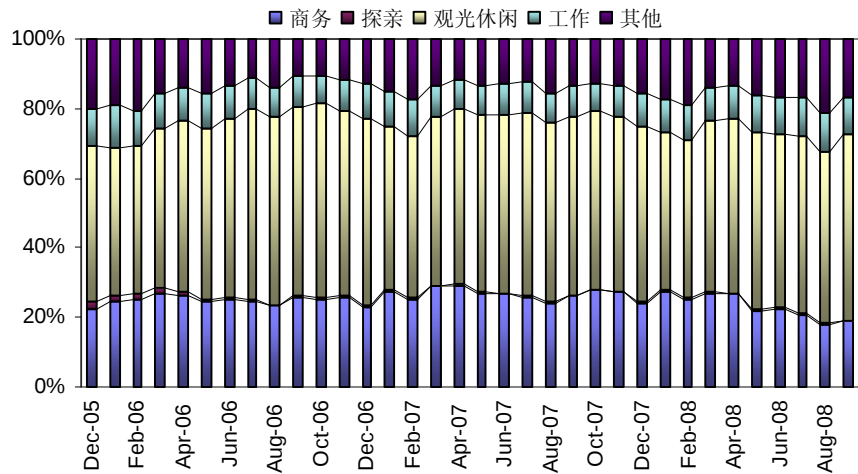
数据来源：公安部出入境管理处，联合证券研究所

数据来源：公安部出入境管理处，联合证券研究所

商务、观光休闲和工作占比约 80%

按照公安部出入境管理处统计口径，外国人来华目的分为商务、观光休闲、工作（外资公司的派出人员）、探亲和其他，其中以商务、观光休闲和工资为目的的人数超过 80%。

图 11、外国人入境旅客构成（旅行目的划分）

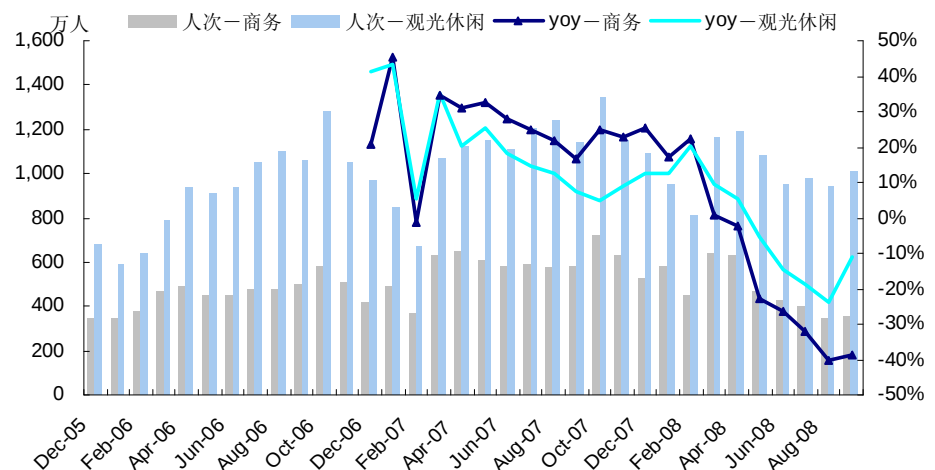


数据来源：公安部出入境管理处，联合证券研究所

和国内航线构成相互印证的是，国际航线旅客中商务客亦表现出更大的弹性，而旅游旅客相对更为稳定

和国内航线构成相互印证的是，国际航线旅客中商务客亦表现出更大的弹性（旅游客相对稳定）。06年12月份以来，商务旅客增速持续高于旅游客，而本次全球金融风暴冲击最大的也是商务旅客，8、9月份的同比下滑幅度均接近40%。

图 12、经济衰退对商务旅客的冲击更为显著



数据来源：公安部出入境管理处，联合证券研究所

国际航线短期数据或反应过激，但时间跨度值得警惕

中国国际航线的下滑幅度连续三个月维持在20%，远远超过亚太区其他国家（地区）。但鉴于对中国国际航线客流主要受外需拉动（中国出境游短期内贡献有限），以及全球经济正处于衰退进程之中，国际客流持续负增长的时间跨度或将超出预期。

相比其他亚太航空公司，中国航空业短期经营数据似有过激之嫌

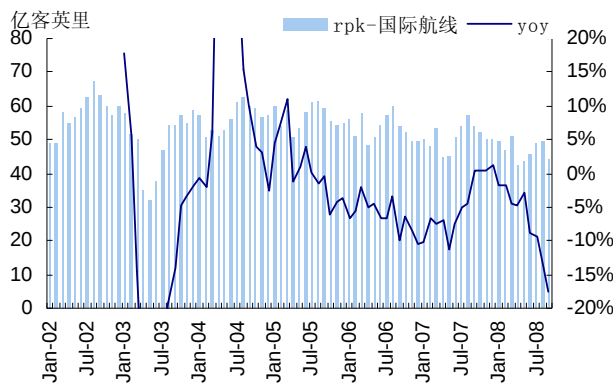
本轮航空业受到最大影响的是大中华区域（包含香港台湾），中国航空业短期经营数据似有过激之嫌

对比其他亚太航空公司运营数据可以发现，台湾、日本航空公司航空业在本轮经济衰退中遭受更为沉重的打击。但是考虑到本轮经济衰退之前的各国航空业增速不同，本轮航空业受到最大影响的是大中华区域（包含香港、台湾）。

下图显示，航空业增速下滑最大的为国泰，增速从40%下降至0增长。台湾和日本下降运送人次增速大约20个百分点，而新航旅客运送人次增速下降只有10个百分点。

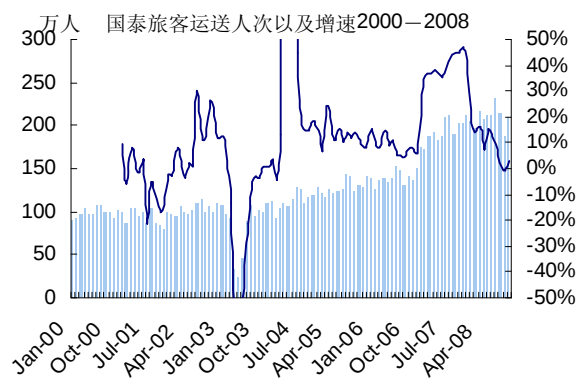
结合亚太其他地区和美国的情况，我们认为目前中国国际航线增速大幅下滑（从去年增速高点到今年低点有40%的差异），有过激之嫌：中国签证解禁和国际航线运量恢复之间存在时滞，应该是中国国际航线增长突然失速和经济基本面偏离一种合理解释。

图 13、日航国际航线 RPK 以及增速



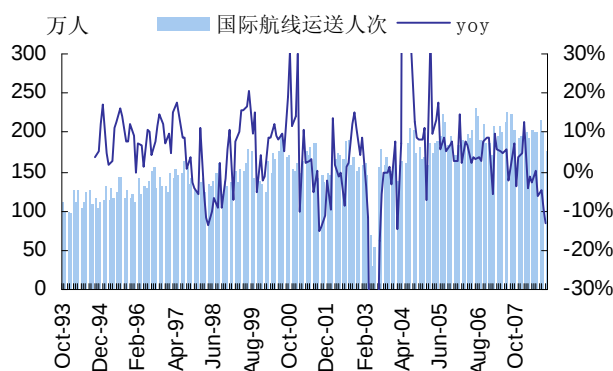
数据来源：行业数据，联合证券研究所

图 14、国泰航空运送人次以及增速



数据来源：行业数据，联合证券研究所

图 15、台湾国际航线运送人次以及增速



数据来源：行业数据，联合证券研究所

图 16、新航运送人次以及增速

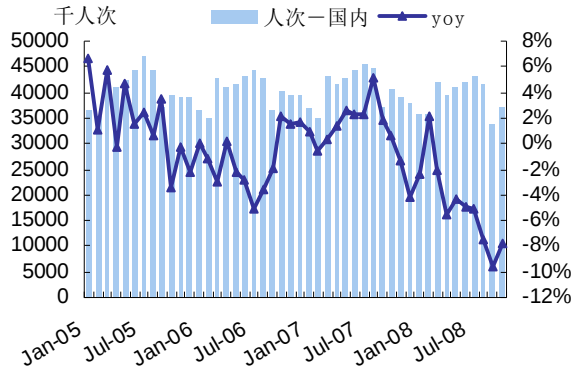


数据来源：行业数据，联合证券研究所

美国国际航线客运量加速下滑

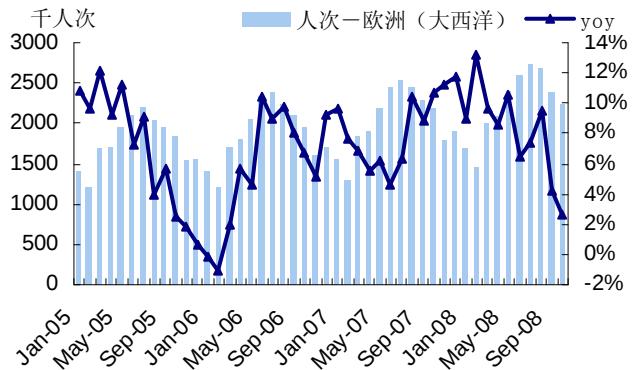
美国航空公司运送人次同比增速急转直下，国际航线表现略好于国内航线。但是国际航线和国内航线增速下滑似乎正在加速。

图 17、美国国内航线运送人次及增速



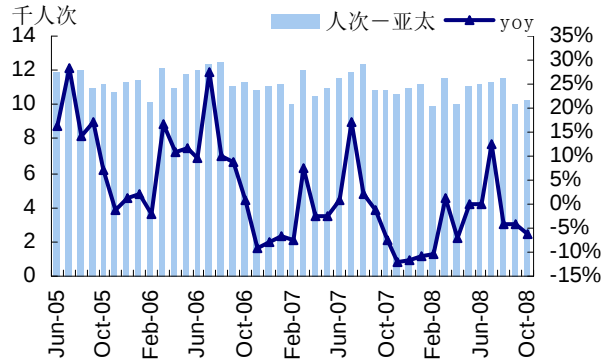
数据来源：ATA，联合证券研究所

图 18、美国航空公司欧洲航线运送人次及增速



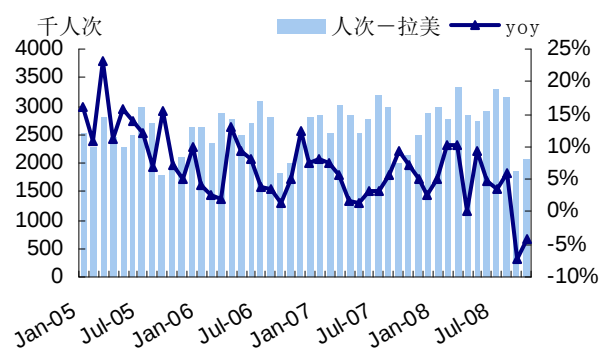
数据来源：ATA，联合证券研究所

图 19、美国航空公司亚太航线运送人次及增速



数据来源：ATA，联合证券研究所

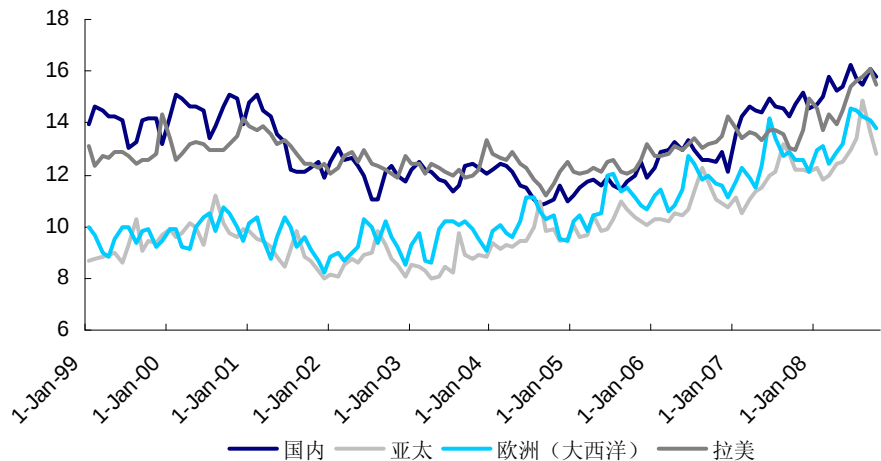
图 20、美国航空公司拉美航线运送人次及增速



数据来源：ATA，联合证券研究所

美国航空业经营数据的唯一亮点在于机票价格尚停留在高位，油价下跌带动票价下跌对运量有一定的刺激作用，但恐难以抵御经济进一步恶化带来的需求打击。

图 21、美国分航线机票价格走势

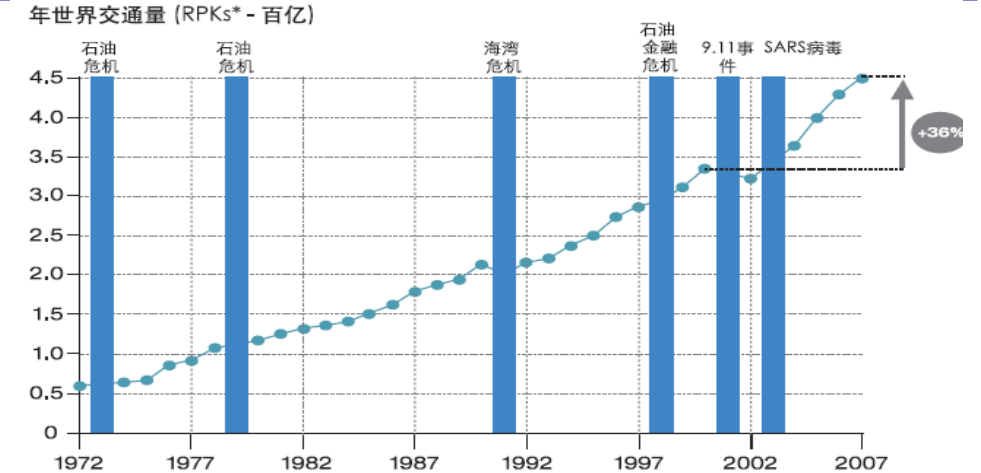


数据来源：ATA，联合证券研究所

国际航线增长：跌多久和跌多深

全球空运量年度历史数据显示，航空业进入衰退以后，往往能够在衰退后的第二年迅速恢复。但是其隐含的月度数据，极端情况下却可能是连续 24 个月甚至更长时间的连续负增长。

图 22、经济衰退对商务旅客的冲击更为显著



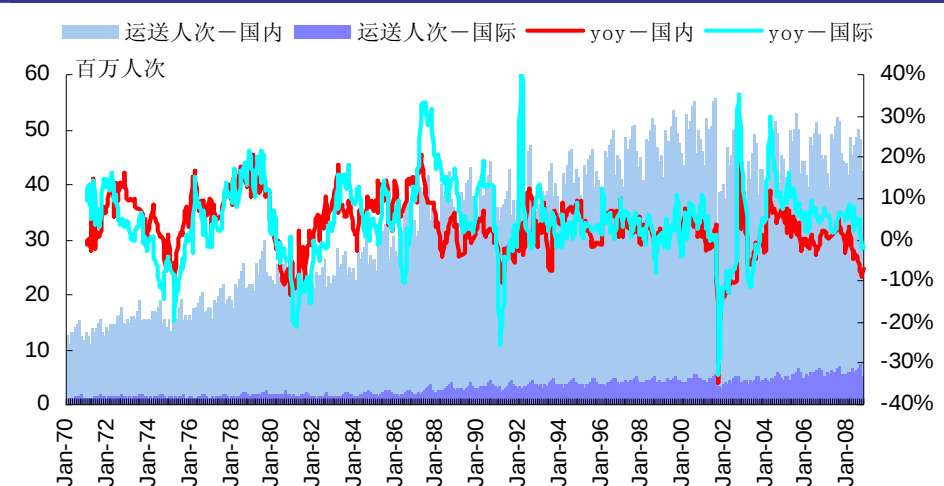
数据来源：IATA，联合证券研究所

美国航空业 70 - 80 年的月度数据表明，国际航线的波动幅度比国内航线更大，进入衰退后持续负增长的时间也更长。美国国际航线运送人次负增长延续的时间最长为近 30 个月，累计下滑幅度为“911”时的 32%，除此之外为 74 年石油危机时的 22.5%、81 年石油危机时的 23.7% 和海湾战争时的 25%。

预计 09 年 H1 中国国际航线应维持负增长，但预计下半年应能回暖。

预计 09 年 H1 国际航线应维持负增长，但预计下半年应能回暖。

图 23、经济衰退对商务旅客的冲击更为显著



数据来源：ATA，联合证券研究所

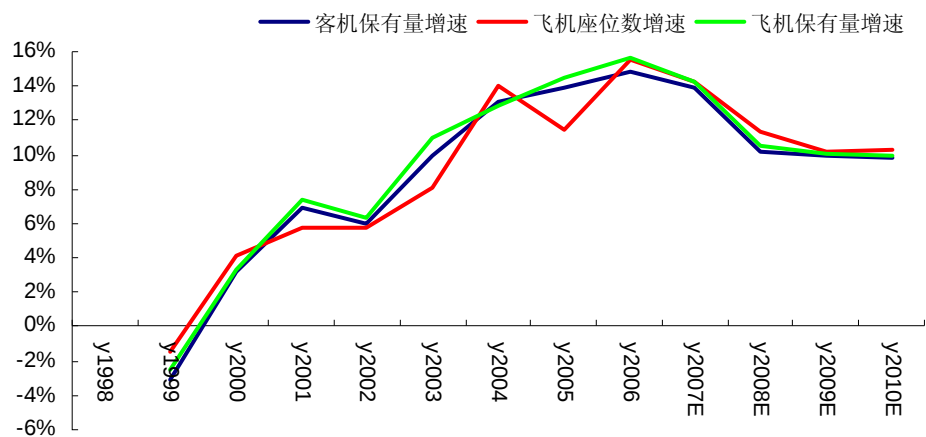
供给：刚性的机队扩张和弹性的 ASK

机队规模刚性扩张

鉴于飞机制造的复杂性，以及近两年来机位紧缺，航空公司至少需要提前 2-3 年签订飞机订单合同，方能应付满足届时的生产经营需要。因此航空业未来 2-3 年的机队规模刚性扩张。即使考虑到未来两年航空公司在疲弱的市场需求下会退租到期经营租赁飞机以及提前退役部分老旧机型，全行业 09-10 年可用座位数增加应维持在 10% 左右。

全行业 09-10 年可用座位数增加应维持在 10% 左右。

图 24、2008—2010 年航空业供给预测



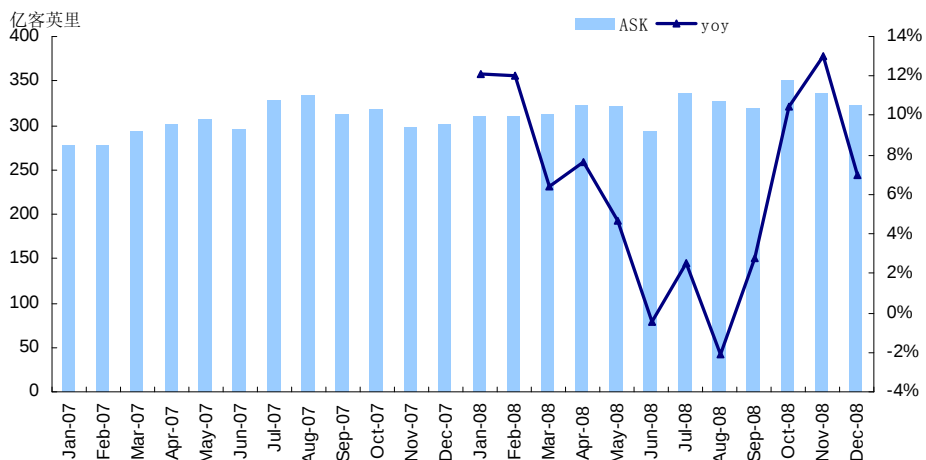
数据来源：行业数据，联合证券研究所

飞机日利用率可调：ASK 具有弹性

航空公司通产在市场需求萎缩时通过控制飞机日利用率来削减行业 ASK (供给)，预计 08 年行业全行业飞机日利用率降低 0.5 小时 (5%)，ASK 同比增长 6%。

控制飞机日利用率只能休眠供给，而不会使供给从市场消失。当行业需求转暖，休眠的供给将会苏醒，09 年供需将会处于非常脆弱的平衡。

图 25、08 年月度 ASK 及增速



数据来源：行业数据，联合证券研究所

但是控制飞机日利用率只能休眠供给，而不会使供给从市场消失。当行业需

求转暖，休眠的供给将会苏醒，供需 09-10 年将会处于非常脆弱的平衡。

票价和客座率：继续下行

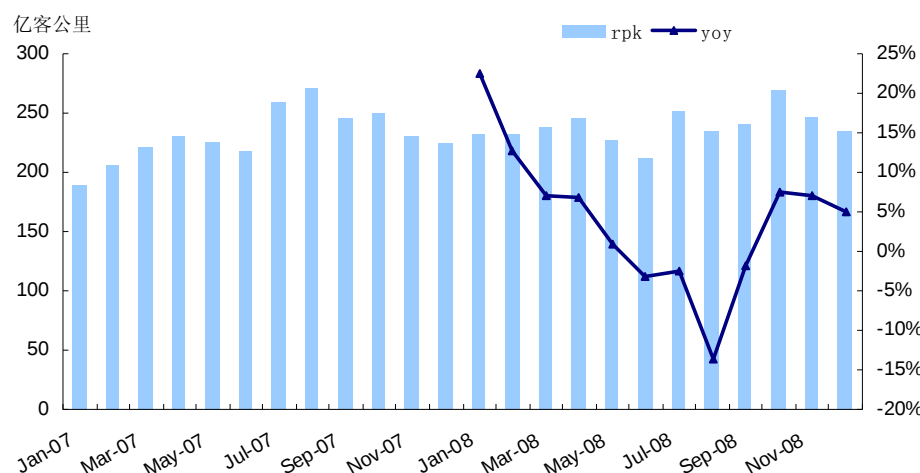
客座率：中性预测 09 年继续下滑 1 个百分点

预计 08 年全行业客座率下降 2 个百分点,09 年继续下滑 1 百分点

预计 08 年全行业客座率下降 2 个百分点,09 年继续下滑 1 百分点

预计 08 年国内航空公司实现客运周转量 2865 亿客公里，同比增长 3.4%。

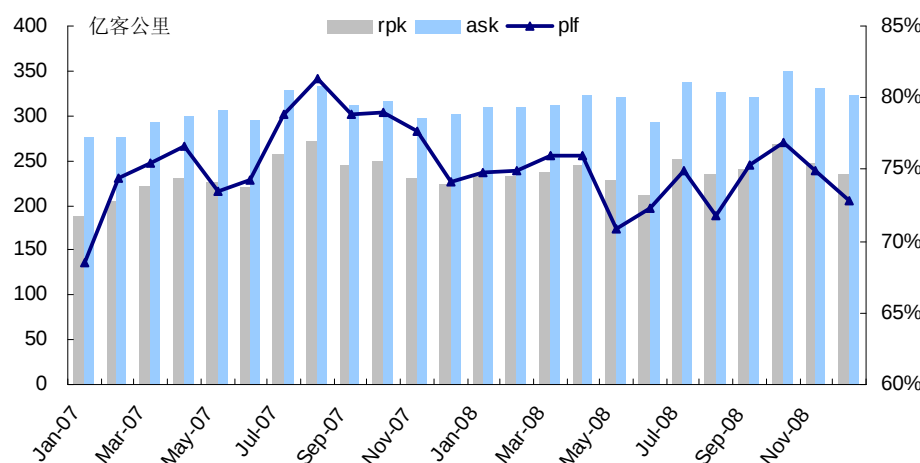
图 26、08 年月度 RPK 及增速



数据来源：行业数据，联合证券研究所

预计 08 年行业客座率水平从 07 年 76.2% 下滑至 08 年 74.2%，下降 2 个百分点。

图 27、08 年客座率月度分布



数据来源：行业数据，联合证券研究所

主要航空公司对客座率的敏感性分析

表 2 主要航空公司对票价的敏感性分析可以看出，票价每变动 1%，对南航、国航、东航 eps 的影响分别为 0.083、0.045、0.076 元。

表 2、主要航空公司对票价的敏感性分析（增发后）

	2009 营收 (亿元)	收入变动 (亿元)	净利润变动 (亿元)	总股本 (亿股)	eps 变动 (元)
南航	627	8.53	6.65	80.04	0.083
国航	546	7.28	5.46	122.21	0.045
东航	452	6.27	4.70	61.71	0.076

数据来源：公司数据，联合证券研究

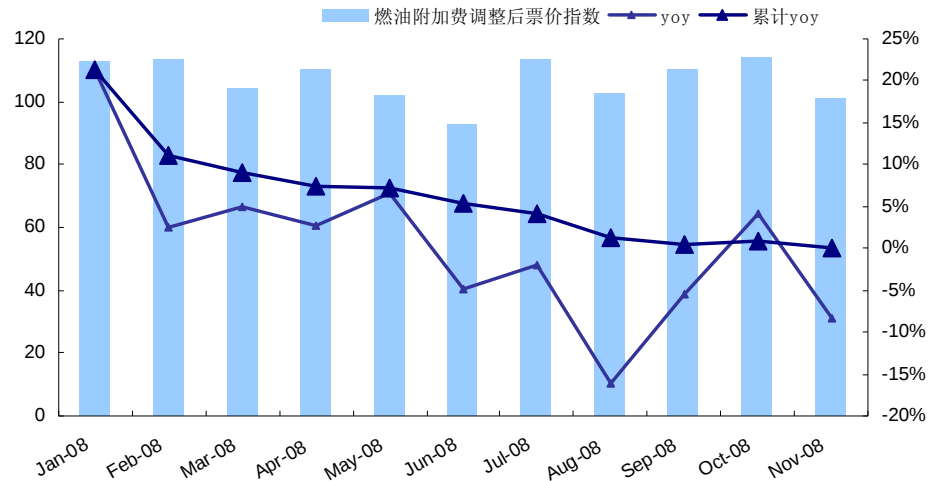
预计 08 年国内航线票价同比 07 年持平

预计 2009 年票价下降 5% 左右

预计 09 年机票价格将会同比 07、08 年下滑 5% 以上

1-11 月份航燃油附加费的国内航线机票价格基本与七年同期持平。需要特别支出的是，08 年票价能够在客座率下滑的背景下维持稳定，其背景是国内航线油价的大幅提升。预计 09 年国内航油价格将会低于 07 年，预计 09 年机票价格将会同比 07、08 年下滑 5% 左右。

图 28、08 年经燃油附加费调整后国内航线票价



数据来源：行业数据，联合证券研究

主要航空公司对票价的敏感性分析

表 3 主要航空公司对票价的敏感性分析可以看出，票价每变动 1%，对南航、国航、东航 eps 的影响分别为 0.059、0.035、0.055 元。

表 3、主要航空公司对票价的敏感性分析（增发后）

	2009 营收 (亿元)	收入变动 (亿元)	净利润变动 (亿元)	总股本 (亿股)	eps 变动 (元)
南航	627	6.27	4.70	80.04	0.059
国航	546	5.46	4.26	122.21	0.035
东航	452	4.52	3.39	61.71	0.055

数据来源：公司数据，联合证券研究

油价、利率：成本大幅下降

航油综合采购成本或下降 10% 以上

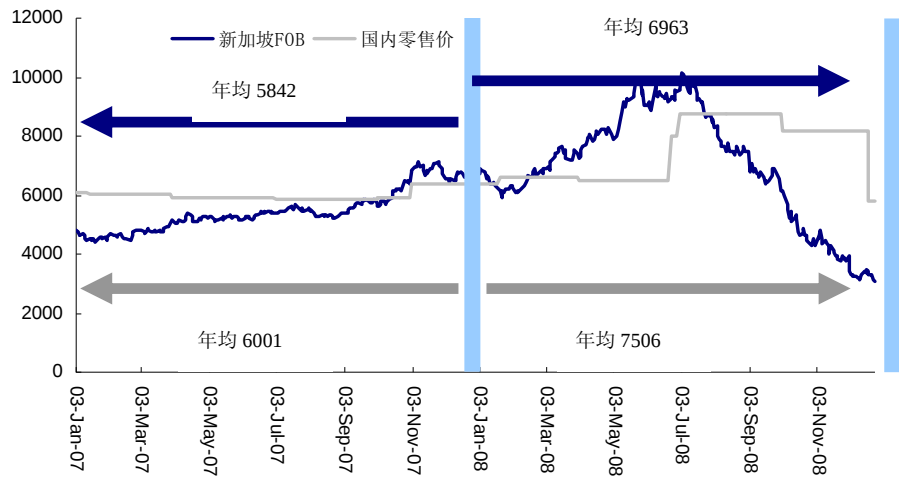
国内航空公司国际航线、国内航线用油均价 2007 年约为 5900 元/吨、6000 元/吨，2008 年约为 7400 元、7500 元/吨。若按照 IATA 对于明年原油均价 60 元

/桶测算，明年航空公司国际、国内航线用油均价为 5300 元/吨，同比 2007 年下降 10%，同比 2008 年下降约 30% 以上。

同比 2007 年下降 10%，
同比 2008 年下降约 30% 以上

图 29、新加坡 FOB 以及国内航煤出厂价格

元/吨



数据来源：bloomberg，联合证券研究所

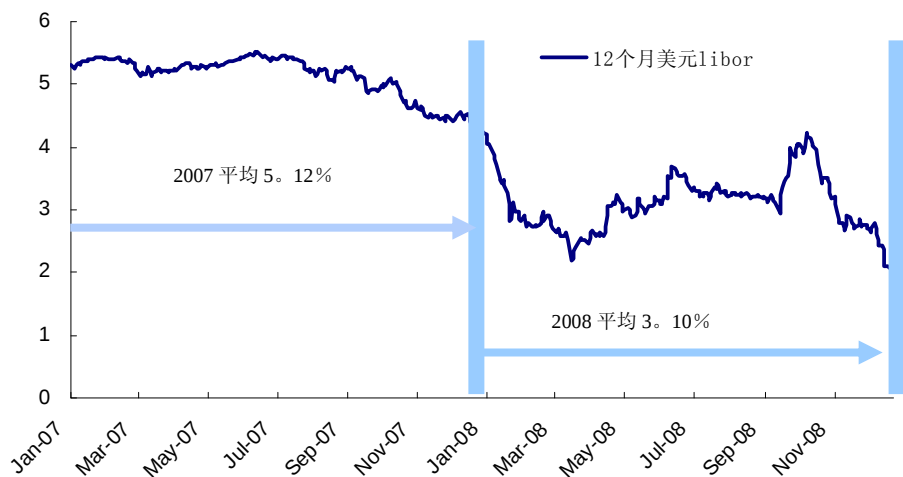
Libor 大幅走低，资金成本下降

Libor 大幅走低，资金
成本下降

2008 年 12 个月美元利率同比 2007 年下降约 200BP，预计 2008 年将会同比 2008 年继续下降 100BP 左右，南航、国航、东航财务费用同比 2008 年继续减少约 5、3、4 亿元。

图 30、12 个月没有 libor 利率

%



数据来源：bloomberg，联合证券研究所

09 年航空业投资策略

09 年航空业盈利前景展望

在行业平均客座率 73%、票价同比 2008 年下降 5%、油价 60 美元/桶的中性假设下，主要航空公司 2009 年主业均将出现亏损。表 4 是我们在中性假设下对主要航空公司的盈利预测。假设中我们的比较基准是 2007 年，盈利预测中并

未考虑汇兑损益以及航空公司航油套保带来的损失（盈利）。

在行业平均客座率 73 %、票价同比 2008 年下降 5 %、油价 60 美元/桶的中性假设下，主要航空公司 2009 年主业均将出现亏损。

表 4、中性假设下主要航空公司 09 年盈利展望

	09 年 营收	客座率下降 3 个百分点	票价下 降 5 %	油价下跌 10 %	libor 下跌 300BP	盈利 变动	盈利 预测
南航	627	-20.0	-31.4	16.7	15.6	-14.0	-12.9
国航	546	-16.4	-27.3	14.8	9.3	-14.6	-1.4
东航	452	-14.1	-22.6	13.5	12.6	-5.6	-18.4

数据来源：公司数据，联合证券研究

09 年航空业投资策略

短期看主要航空公司 2009 年主业继续亏损的风险依然很大，中期看航空公司的休眠运力在行业转暖时可以随时转化为有效供给，航空公司盈利增长的逻辑存在比较明显的缺陷。我们认为 A 股航空公司目前难以支撑近 2 倍的 PB，维持“中性”评级。

我们认为 A 股航空公司目前难以支撑近 2 倍的 PB，维持“中性”评级。

表 5、国内主要航空公司 A/H 估值比较

代码	简称	pb	pe2007	ev/ebitda		
				2007	2008	2009
753	中国国航	0.9	6.6	17.9	17.9	10.1
670	东方航空	2.0	14.6	44.6	44.6	12.4
1055	南方航空	0.6	3.3	18.9	18.9	10.4
601111	中国国航	1.7	13.2	18.5	18.5	9.1
600115	东方航空	8.5	61.8	78.0	78.0	15.5
600221	海南航空	1.6	18.4	N/A	N/A	N/A
600029	南方航空	1.7	8.8	16.9	16.9	8.9
600591	上海航空	3.4	N/A	N/A	N/A	N/A

数据来源：bloomberg，联合证券研究

表 6、国际主要航空公司估值比较

	pb	ev/ebitdar	ev/ebitda			pe	
			2007	2008	2009	2007	2009
中值	0.83	27.85	11.21	9.74	7.16	12.44	10.58
美航	3.09	27.85	14.53	14.50	3.65	N/A	5.41
英航	0.71	38.41	5.55	5.10	5.21	13.13	N/A
国泰	0.70	N/A	11.21	11.21	7.16	8.96	955.56
新航	0.94	18.46	3.36	3.38	3.39	7.57	11.55
大韩	0.59	N/A	20.77	17.40	11.57	261.82	6.09
华航	0.56	N/A	43.65	N/A	56.47	N/A	N/A
澳航	0.83	N/A	3.70	3.32	2.83	5.01	13.37
日航	1.87	N/A	7.55	8.27	8.25	12.44	105.92

数据来源：bloomberg，联合证券研究

机场的防御和周期：刚性价格和成本、业务量增长和扩建周期

机场的防御：管制的价格和相对刚性的成本

机场主业收费执行政府管制价格，机场收入更具稳定性

机场主业收费执行政府管制价格，决定了机场收费价格具有刚性特征，受供求关系影响不大，因此机场收入相对市场化定价的行业更具稳定性，其波动和业务量的波动高度相关（不考虑资产注入）。

图 31、深圳机场收入细分

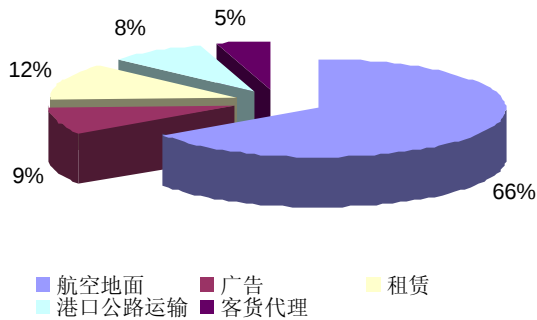
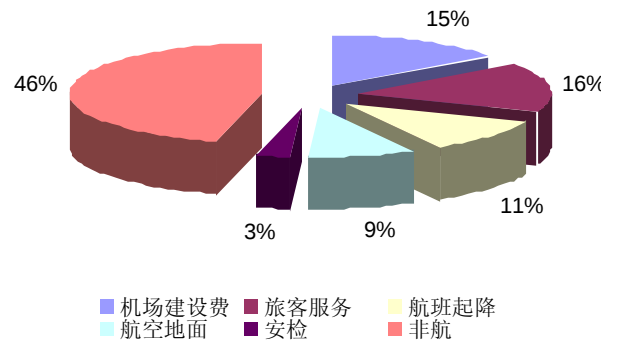


图 32、白云机场收入细分



数据来源：公司数据，联合证券研究所

数据来源：公司数据，联合证券研究所

机场的成本构成以折旧成本和人工成本为主，亦相对较为稳定

机场的成本构成以折旧成本和人工成本为主，根据 2007 年年报数据，深圳、白云、上海折旧 + 人工成本均接近或超过 70%。厦门机场因 07 年未完成整体上市，人工 + 折旧成本相对占比较低。折旧成本和机场扩建计划相关，弹性不大；而人工成本具有刚性向上的特征，具有一定弹性。

图 33、上海机场主营业务成本结构

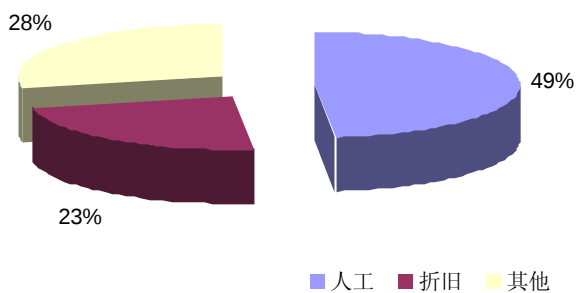
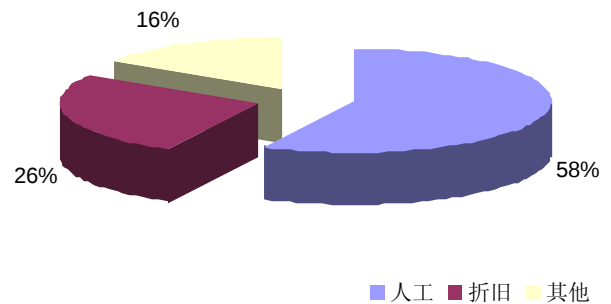


图 34、白云机场主营业务成本结构



数据来源：公司数据，联合证券研究所

数据来源：公司数据，联合证券研究所

图 35、深圳机场主营业务成本结构

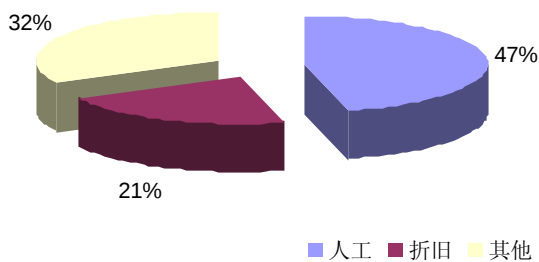
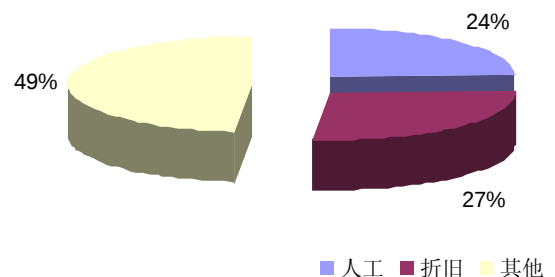


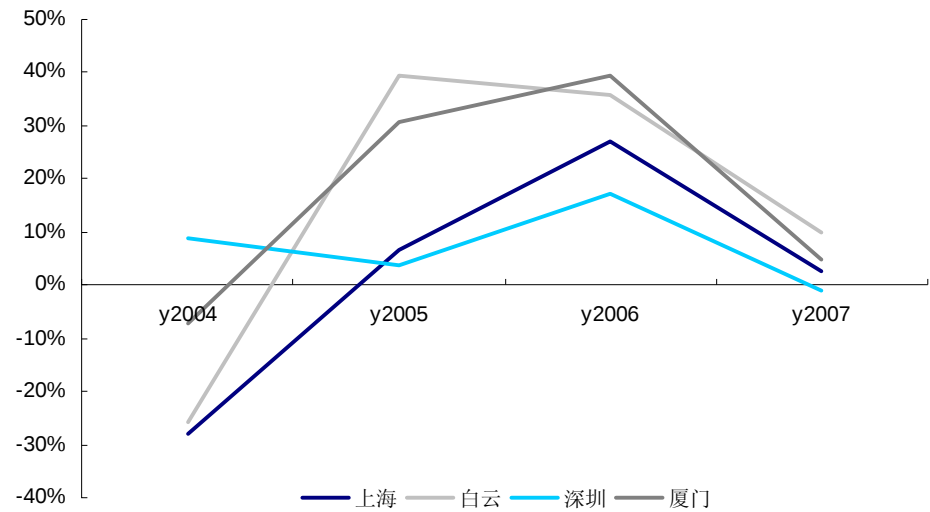
图 36、厦门空港主营业务成本结构



数据来源：公司数据，联合证券研究所

数据来源：公司数据，联合证券研究所

图 37、04—07 机场公司人工成本增速



数据来源：公司数据，联合证券研究所

业务量增长：驱动机场收入增长的主引擎

无论是机场主业还是非航业务（商业、广告、停车场、地面运输等），均高度依赖业务量的增速。而业务量的周期性变化，则决定了机场收入具有弱周期特征。

04 机场行业体现出良好的防御性，正是机场行业处于朱格拉周期的上升阶段相对其他行业处于基钦周期的调整阶段

我们认为，机场业务量波动周期为 8-10 年的朱格拉周期。2000 年到 2007 年航空客运量维持两位数增长，驱动机场收入持续两位数增长。04 机场行业体现出良好的防御性，正是机场行业处于朱格拉周期的上升阶段相对其他行业处于基钦周期的调整阶段。

机场扩建周期：折旧成本干扰盈利增长

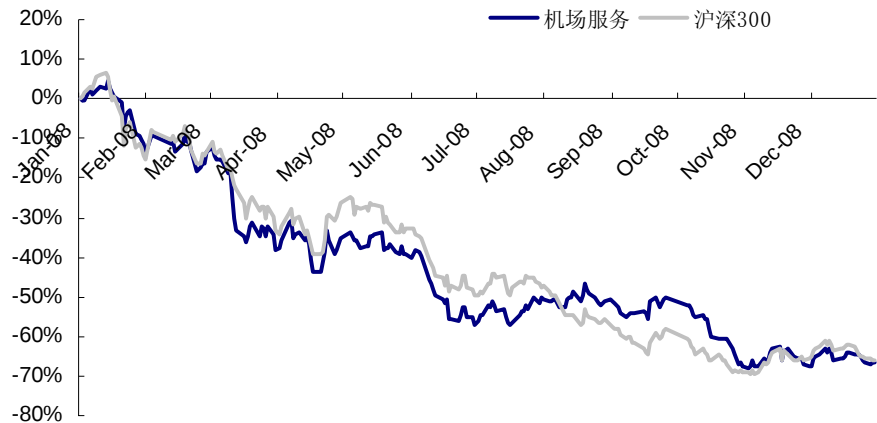
尽管机场公司遇到产能瓶颈后需要扩建被考虑进盈利预测，对于长期价值并没有直接影响（假设分析师对资本支出的预测和事实没有发生重大偏差），但是折旧成本增加对短期业绩的负面冲击，会影响机场公司的 ROE，进而影响 PB 和 PE 估值。

08 年机场行业整体跑输市场

08 年机场行业并未体现出防御性

08 年机场行业下跌 66.68%，同期沪深 300 指数同比下跌 65.95%，机场板块相对沪深 300 并未体现出防御性。

图 38、08 年机场板块跑输市场

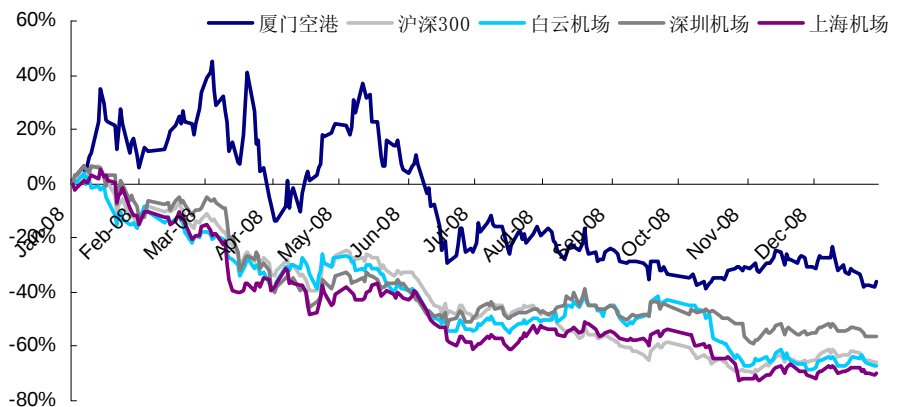


数据来源: wind, 联合证券研究所

上海机场走势弱于比较基准是重要原因

上海机场 2008 年恰逢遇到业务量增速放缓和新跑道和候机楼投产, 收入端和成本端遇到双重夹击。兼之 2008 年各种偶发事件以及机场收费改革对上海机场构成负面影响, 权重股上海机场走势弱于大盘。

图 39、权重股上海、白云机场表现不佳是机场跑输市场是主要原因



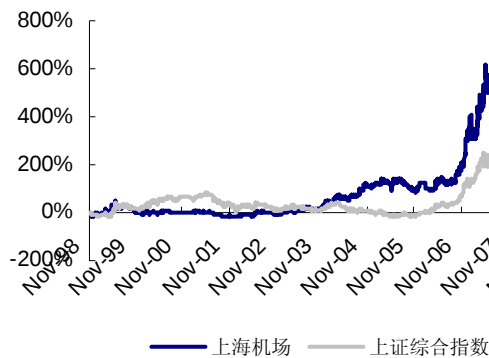
数据来源: wind, 联合证券研究所

重归防御, 近守长攻

历史数据表明, 配置机场可获得相对收益

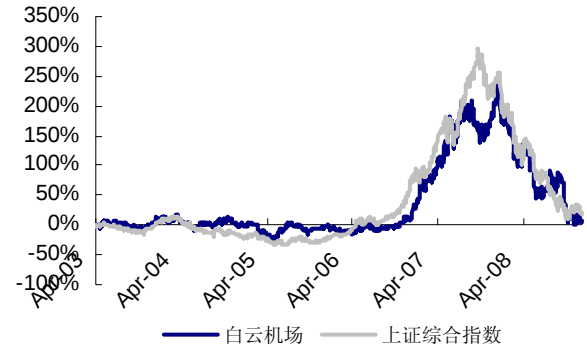
对 98 年以来各机场公司对上证指数的叠加结果表明, 长期看机场行业跑赢指数, 配置机场可获得相对收益。

图 40、上海机场和上证指数走势叠加



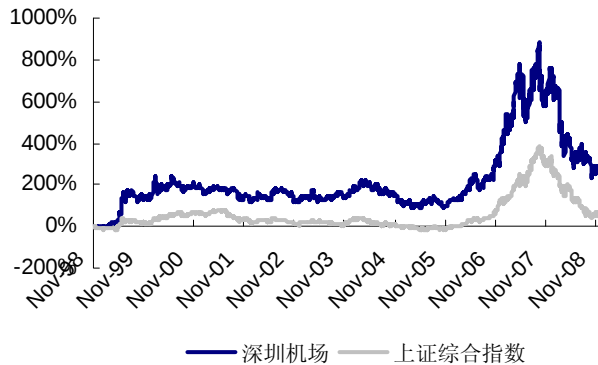
数据来源：公司数据，联合证券研究所

图 41、白云机场和上证指数走势叠加



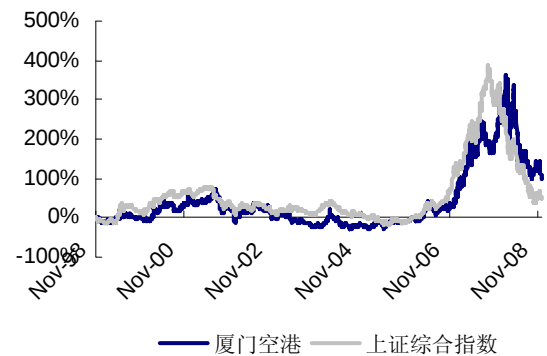
数据来源：公司数据，联合证券研究所

图 42、深圳机场和上证指数走势叠加



数据来源：公司数据，联合证券研究所

图 43、厦门空港和上证指数走势叠加



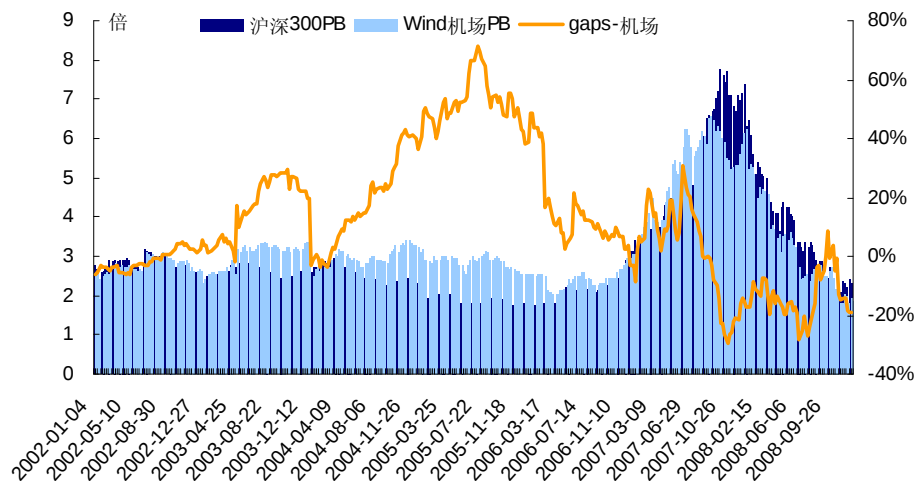
数据来源：公司数据，联合证券研究所

短期增速下滑，股价已经有所反映

PB-GAPS 显示，机场的短期风险已经得到比较充分的释放

尽管短期机场业务量增速放缓，但是随着股价同步于大盘的下跌，我们认为该因素已经得到市场比较充分的反映。我们用 PB-GAPS 表示机场行业 PB 和沪深 300 平均 PB 的偏离，目前机场行业平均 PB 相对沪深 300 约折价 20%，而在牛市末期，机场板块相对沪深 300 仅仅折价 30%。

图 37、04—07 机场公司人工成本增速

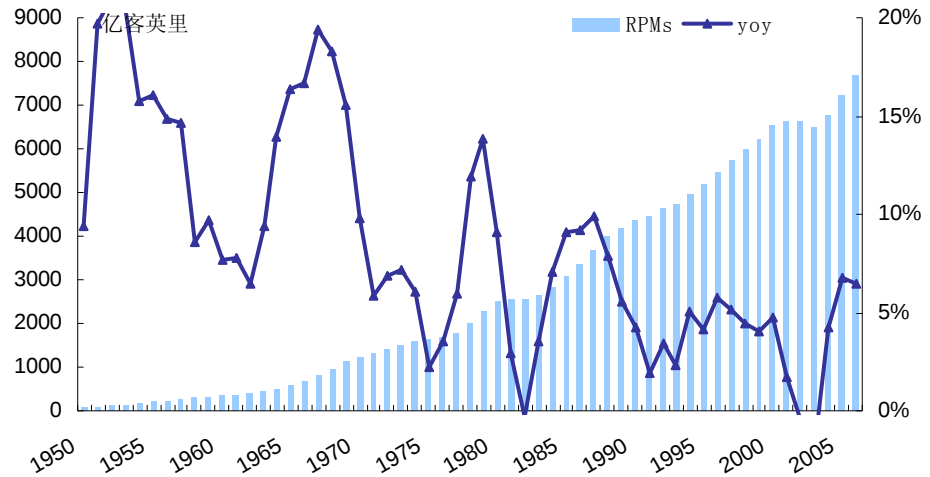


数据来源：wind，联合证券研究所

长期来看机场业务量增长依然可以看好

中国目前航空业发展水平大抵相当于美国 60 年代末，参照美国航空发展历史，我们认为中国航空业有望维持十年以上两位数的速度增长。

图 37、04—07 机场公司人工成本增速



数据来源：ATA，联合证券研究所

投资策略：近守远攻，布局新的朱格拉周期

我们认为布局机场以期获得相对受益的最佳假设情景为，机场业务量处于朱格拉周期的上升阶段，而强周期行业处于基钦周期的调整阶段。但基于机场行业短期利空已经基本得到释放，建议标配机场行业。

基于航空运量衰减速度，尤其是国际航线的衰退速度尚有待于进一步明朗，建议近期超配相对稳健的深圳机场；随着明年上半年航空运量（尤其是国际航线）进一步明朗，可重点关注国际航线业务量占比较高（近 50%）的上海机场。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。