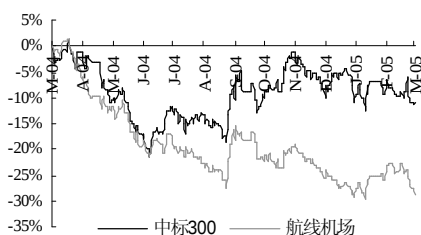


交通运输 - 机场
transportation-airport

2009 年 1 月 13 日

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
Xx 行业	-1.6%	-3.2%	-10.8%
比较基准	-4.0%	-6.6%	-28.9%

行业重点股	6m%	YTD %	评级
上海机场	25.1%	43.8%	增持
白云机场	-8.0%	-12.0%	中性
深圳机场	-20.3%	-29.9%	中性

- 1、《快步迈入国际大型机场行列——机场行业 07 年投资策略》06.12
- 2、《尽享中国航空业增长——机场行业 08 年投资策略》07.12
- 3、《股市“寒冬”兼具价值和成长性的投资品种——机场行业 09 年投资策略》08.06
- 4、《货运下滑和航空公司欠费问题应引起重视——行业 08 年 3 季报分析》08.11

魏芳

行业首席分析师

+86 755 83025630

weifang@jyzq.cn

长生命周期和弱经济周期凸现防御性

——机场行业 2009 年投资策略

- 2008 年全球机场业在诸多因素共振下步入下行周期。由于金融危机的影响，全球机场行业旅客吞吐量和货邮吞吐量增速呈现逐月下跌趋势，在 8 月份以后开始陷入负增长，行业步入下行周期。北美地区航空运输跌幅最大，中东地区保持较快增长，亚洲和太平洋地区表现相对平稳，我们预计经过 2 年的下跌，2010 年世界经济将逐步复苏，在消费拉动下航空业会逐步走出低谷，步入下一轮景气周期。
- 机场行业的长生命周期决定长期投资价值。机场生命周期的三阶段分为吞吐量驱动阶段、商贸零售业务驱动阶段和航空城阶段。目前我国主要大型枢纽机场均处于从一阶段向二阶段过渡当中。此阶段主要特征是重资产、盈利随扩建周期有较强周期性和航空性收入占比高。以航空城为代表的临空经济是一个国家或者地区经济发展到高级阶段后的产物，机场从运送航空旅客的集结疏散的一元化机场走向包括国际中转、娱乐购物、金融投资、休闲会客的多元化航空港，以此看来我国机场成长空间广阔。
- 机场行业的弱经济周期性凸显防御性。在机场收费显现刚性前提下，旅客吞吐量增长情况决定了航空性收入增长，而商贸零售、广告和租赁业务等非航空收入也与客流量密切相关。随着旅游客源结构多元化、自费购买机票人数和年均乘机次数的增多表明中国的航空消费日趋平民化，机场旅客吞吐量受经济影响波动性较小。在经济不景气的状况下，机场因航空客源多元化而受冲击较小，而在经济上升周期里，机场旅客吞吐量随航空客源增长将呈现爆发增长态势。
- 国际客源占比较高和商贸零售业发达的机场将率先走出低谷。我们认为在经济复苏来临之际，国际航线较多的机场将率先走出低谷。一方面，全球经济复苏率先反映在商贸交往活动频繁，带动国际航线增加和国际航班客座率提高；另一方面，经济复苏之后，旅游观光出国游客将显著增长。
- 机场最坏时期或已过去，预计 09 年行业保持 8% 增长率。上市公司股价大幅下跌和行业吞吐量的下滑已经释放了系统性风险和非系统性风险。我们认为，尽管 2009 年 1 季度整个行业在去年同期吞吐量基数较高的基础上，可能会出现负增长，但在 09 年 GDP 增速保持 8% 的预期之下，机场行业 2009 年吞吐量数据仍将维持 8% 的增长率。
- 投资建议：目前机场行业上市公司按照 2009 年盈利预测，行业平均 PE 是 18.8 倍，行业平均 PB 为 4.32 倍，处于行业历史 PE 和 PB 低位。与上证综指平均 16 倍 PE 和 2.46 倍 PB 相比较，不存在高估，而且以机场行业稳定的增长和现金流，是熊市中稳健的投资品种，应该给予一定的溢价。我们重点推荐上海机场（600009）。

2008 年全球机场业在诸多因素的共振下步入下行周期

2008 年随着美国金融危机逐渐向实体经济扩散，欧洲、日本、俄罗斯等主要经济实体均受到较大冲击，房地产、金融业内下滑引发全球性的经济衰退使得服务于高端消费的航空业也不可避免地受到较大冲击。2008 年 1-10 月份全球机场行业旅客吞吐量和货邮吞吐量增速呈现逐月下跌趋势，在 8 月份以后开始陷入负增长，行业步入下行周期。

图 1: 全球机场业旅客吞吐量增幅逐月下跌态势 (2007.10-2008.10)



资料来源: ACI, 金元证券

图 2: 全球机场业货邮吞吐量增幅逐月下跌态势 (2007.10-2008.10)



资料来源: ACI, 金元证券

1.1 北美地区航空运输跌幅最大，中东地区保持较快增长

分区域市场来看，源于美国的次债危机对北美地区的航空运输打击最大，2008 年在经济不景气和上半年燃油飙升的双重打压下，多家航空公司宣告破产或大幅亏损，全球有 25 家规模不等的航空公司因国际油价高涨而破产或停止营运，其中大多为美国和加拿大的公司。其他航空公司也纷纷缩减或取消一些亏损航班、调整部分航线，机场因此大受冲击。

2008 年中东地区因旺盛的石油贸易经济状况较好，08 年 1-10 月份，中东地区的旅客吞吐量仍保持了 12.6% 增速，是全球唯一的亮点。不少中东国家还加紧进行机场基础设施建设，未来 10 年内将有 540 亿美元用于扩建中东欧地区机场设施。

表 1: 2008 年 1-10 月份全球各地区机场旅客吞吐量统计

单位: 万人次

国家和地区	10 月	同比增长	1-10 月	同比增长
非洲	8,863	3.3%	82,562	5.8%
亚洲和太平洋地区	64,641	-0.6%	626,492	0.9%
欧洲	77,200	-4.2%	785,459	1.1%
拉丁美洲和加勒比海地区	14,763	-7.3%	161,376	3.0%
中东地区	7,521	13.9%	74,081	12.6%
北美地区	78,863	-6.3%	831,622	-1.8%
总计	251,851	-3.4%	2,561,593	0.6%

资料来源：金元证券

2.2 亚洲和太平洋地区表现相对平稳

2008 年，占世界机场旅客人数吞吐量 24% 的亚洲和太平洋地区表现相对平稳，1-10 月份旅客吞吐量增幅仅为 0.9%，因为区域内主要经济体中国航空业 2008 年因雪灾、地震、奥运、经济不景等一系列因素表现欠佳，亚太地区结束了 2007 年高增长态势。

图 3：2007 年全球各地区机场旅客吞吐量比重

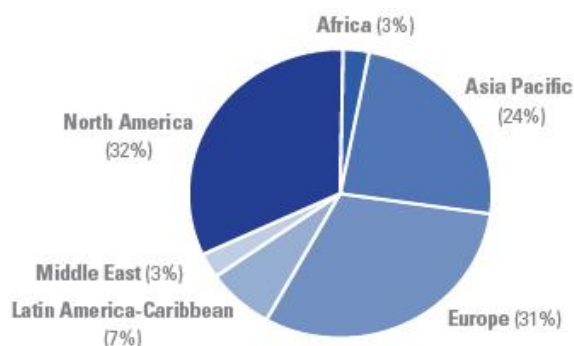
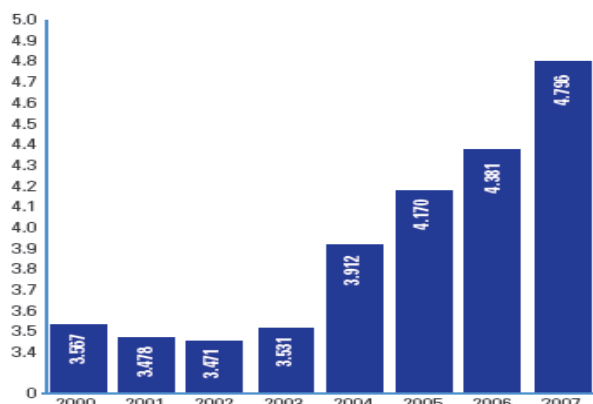


图 4：2000-2007 年全球机场旅客吞吐量



资料来源：ACI，金元证券

3.3 预计世界航空业将在 2010 年逐渐复苏

2009 年世界宏观经济形式仍不容乐观，根据多家机构做出的预测，2009 年全球 GDP 增长率将大幅回落到 1% 左右，尽管油价的回落为航空业降低成本提供了空间，但由于消费尤其是高端消费的大幅下滑，航空业仍将受到冲击，以商务和高端旅游消费为主要构成的国际航线大幅下滑在 2008 年已经明显显现。近期国际航空运输协会预计全球航空业 2009 年仍不乐观，行业亏损总额可能达到 25 亿美元，客运量将下降 3%，为 2001 年来首次下降。

我们预计经过 2 年的下跌，2010 年世界经济将逐步复苏，在消费拉动下航空业会逐步走出低谷，步入下一轮景气周期。

长生命周期和短经济周期凸显机场防御性

2.1 2008 年国内机场行业在多因素冲击下结束持续高增长

按照经济学家和行业专家给出的航空业“持续高增长”的定义，一般指在 25 年以上，航空运输总周转量（TMK）年均增长速度超过 14% 的时期称为持续高增长阶

段。中国的航空运输起步于 1952 年，但真正的腾飞是在 1990 年后随着国内经济步入持续高增长。尽管期间发生过多起突发性事件，如 1983 年劫机事件、1987 年坠机事件、1997 年亚洲金融危机和 2003 年非典等，但在国内经济持续增长前提下，短期的调整并未使航空业高增长态势发生改变。

表 2：发展中国家航空运输持续高增长阶段比较

国 家	经济高增长阶段 (年)	GDP 年均增长率 (%)	终止年航空运输量 (亿吨公里)	TKM 年均增长率 (%)
新加坡	1961-1997	9.64	101.28	18.7
韩国	1963-2002	8.00	138.50	17.9
泰国	1965-1995	7.89	37.70	15.0
印度尼西亚	1968-1996	7.02	28.80	15.2
马来西亚	1971-1997	7.60	21.60	15.1
中国	1977-2007	9.72	365.30	18.9

资料来源：国际民航组织年报，金元证券

2008 年在以美国为首的主要经济体陷入衰退，国内经济明显放缓和一系列自然灾害的多重打击下，中国航空业结束了高增长阶段，08 年前三季度，我国航空运输总周转量、旅客周转量和货邮周转量分别为 276.66 亿吨公里、2114 亿人公里和 89 亿吨公里，同比分别增长 2.7%、1.5%和 6%，相比 07 年同期 18.3%、16.9%和 21.8%的增速，业务量下滑明显。国内主要枢纽机场吞吐量增幅明显下滑，自下半年起多家机场旅客吞吐量和货邮吞吐量纷纷陷入负增长，其中浦东机场的旅客吞吐量因国际客源缩减而下滑较为严重，首都机场因奥运因素 08 年陷入低增长，白云机场、深圳机场因珠三角出口工业减产，货邮吞吐量明显下降。

图 5：主要枢纽机场旅客吞吐量同比增幅
(2008.1-10)

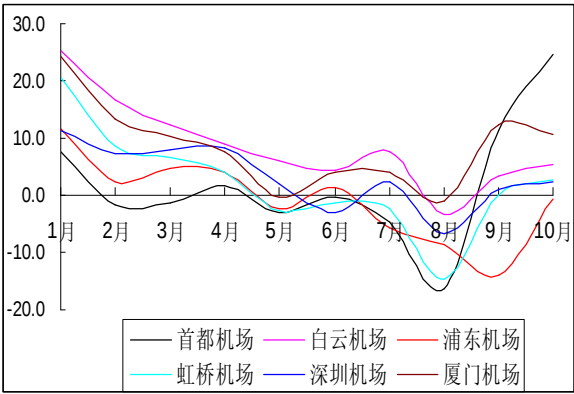
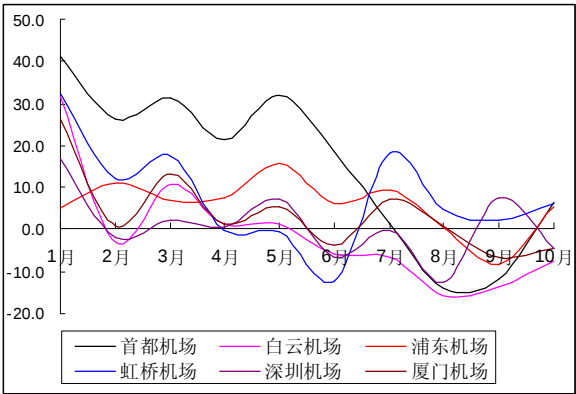


图 6：主要枢纽机场货邮吞吐量同比增幅
(2008.1-10)

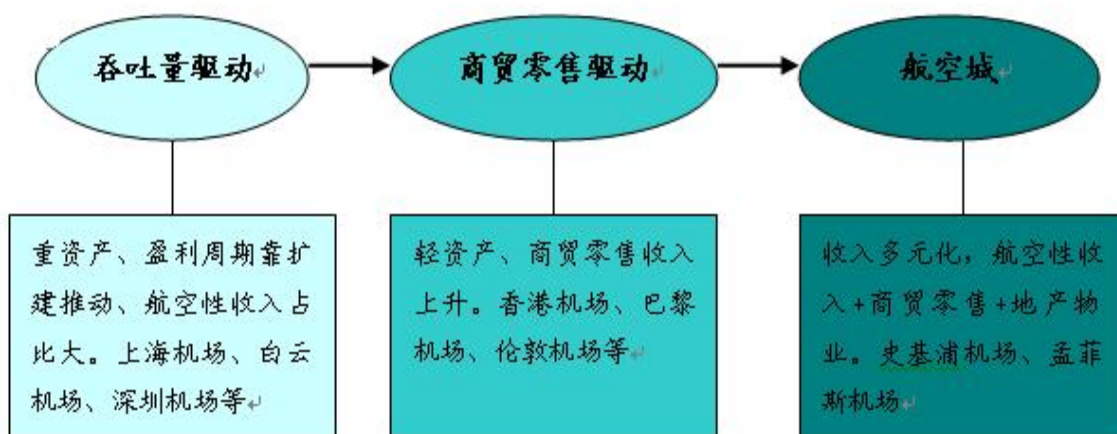


资料来源：金元证券

2.2 机场行业的长生命周期决定长期投资价值

尽管一轮景气周期结束，国内航空业也结束了维持多年的 2 位数增长，但我们认为未来 2-3 年行业保持 6-8% 的个位数的确定性增长还是有保证的。按照国际枢纽机场发展的三阶段，我国大多数机场仍处于客货吞吐量带动收入增长的初级阶段。在此阶段，机场行业的主要特点主要体现在三方面，一是重资产，二是盈利随扩建周期具有较强周期性，三是航空性收入占比高。

图 7：机场行业生命周期简图

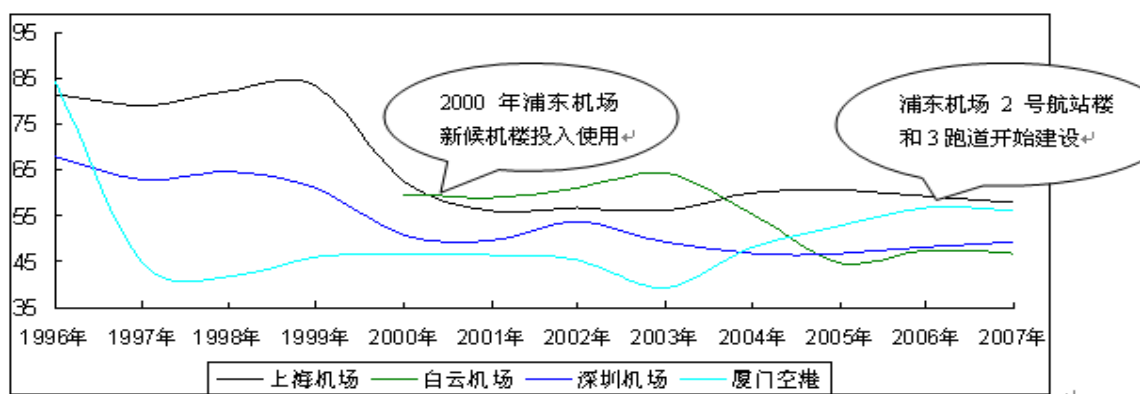


资料来源：金元证券

目前国内主要枢纽机场仍处于发展的初级阶段。仍在吞吐量增长带动收入增长——吞吐量饱和利润率处于高峰——扩建造成盈利下滑——吞吐量增长带动盈利增长的循环之中，航空性收入是公司的主要利润来源，在此阶段，机场很难给股东提供超额回报，由于机场对航空公司的收费标准相对固定，盈利的增长主要靠吞吐量的增加，此阶段机场毛利率的波动受成本影响较大，在机场刚完成扩建的最初几年，毛利率因折旧大增而呈现下降态势，然后随着吞吐量因扩建后步入上升，毛利率再次有所提升。

我们可以从下图上海机场毛利率的变动情况清晰的看到，随着浦东机场 2 次扩建，上海机场的毛利率呈现两波下跌，第一次是 2000 年，新的浦东机场航站楼投入使用，上海机场毛利率从 1999 年的 83% 跌落到 2000 年的 62%，此后几年一直在 60% 上下徘徊，随着 2003 年航空业步入高增长，上海机场毛利率开始提升，但在 2006 年浦东机场 2 号航站楼和 3 号跑道投入建设，在建工程明显增加，上海机场毛利率再次从 60% 下跌到 57%。

图 8：四机场 1996-2007 年期间毛利率变化

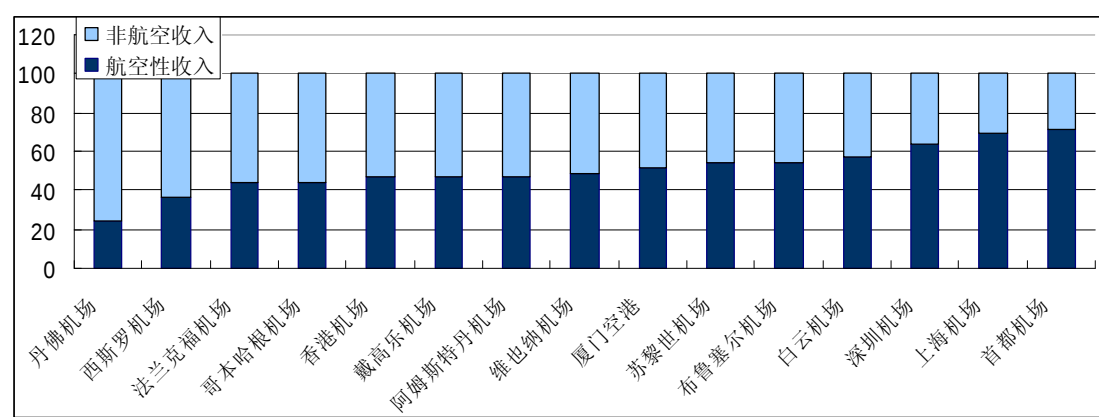


资料来源：金元证券

随着吞吐量高增长阶段的结束，机场行业将进入到稳定增长阶段，此时机场的扩建周期将拉长，折旧随着运营年限的增加逐步缩减，机场日渐变成轻资产的公司，机

场将更加依靠客流量的增加带动商贸零售业的发展,机场的发展步入到以商贸零售业拉动盈利增长的第二阶段。此阶段,机场的毛利率因为商贸零售业贡献增加和折旧额的减少开始提升,机场开始逐步拥有超额利润,抗经济周期性和盈利能力明显增强。目前我国几个主要大型枢纽机场,首都机场、上海机场、白云机场和深圳机场都处于从一阶段向二阶段过渡的过程当中。与国外机场相比,国内机场目前非航空业务所占比重较小。

图 9：国内外枢纽机场航空收入与非航收入比较



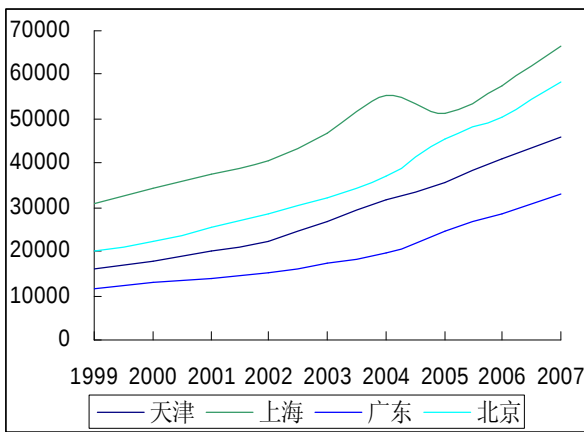
资料来源：金元证券

按照美国经济学家钱纳里提出的观点：当人均 GDP 在 3360-5040 美元时，经济发展处于发达经济的高级阶段。大型枢纽机场也具备了输经济向空港经济转型的条件，枢纽机场步入发展的第三阶段。从运送航空旅客的集结疏散的一元化机场走向包括国际中转、娱乐购物、金融投资、休闲会客的多元化航空港，从服务国内旅客为主，向以国内、国际旅客服务并举过渡。航空港将拥有几乎现代城市的所有功能，以机场为核心的商务活动可以辐射到周边几十公里范围。

以航空城为代表的临空经济是一个国家或者地区的经济发展到一定阶段后的产物，在这一时期，一方面是工业化和城市化产生的大量的物流、人流导致了对航空运输业的巨大需求；另一方面是中国已经有相当一部分人口摆脱了温饱问题的困扰，产生了对旅游、休闲、文化娱乐等方面的需要，并有能力乘用虽然昂贵但快速便捷的航空运输，这也将形成对临空经济发展的强烈要求。2007 年，北京、上海、广州等主要城市的人均 GDP 均超过 5000 美元，具备了大力发展临空产业的条件，而我国目前年均吞吐量超过 1000 万人次的大型机场也超过 10 家，是大力发展临空产业的坚实基础。目前国内已有包括北京、天津、上海、深圳、重庆等在内的多家大型机场着手建设或规划航空城战略了。

图 10：主要城市人均 GDP 单位：RMB/人

表 3： 国内旅客吞吐量排名前 10 机场

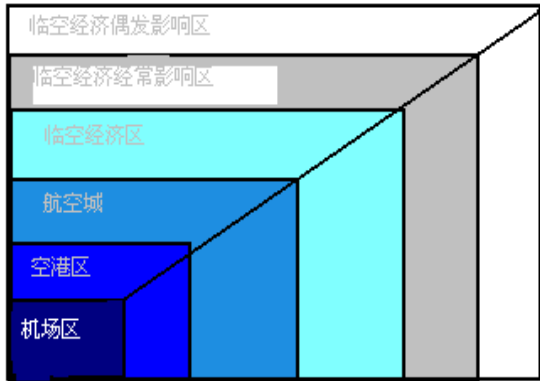


资料来源：金元证券，CAAC

	排名	2007 年	2006 年	同比增长
首都机场	1	5361.17	4874.83	10.99%
白云机场	2	3095.85	2622.20	18.06%
浦东机场	3	2892.04	2678.86	7.96%
虹桥机场	4	2263.30	1933.65	17.05%
深圳机场	5	2061.92	1835.61	12.33%
双流机场	6	1857.43	1628.02	14.09%
昆明机场	7	1572.38	1444.36	8.86%
杭州机场	8	1172.99	991.95	18.25%
西安机场	9	1137.26	936.90	21.39%
重庆机场	10	1035.57	805.00	28.64%

临空经济通过大型航空枢纽的巨大吸引力和辐射力,发展以直接为航空运输服务和利用航空枢纽的区位优势而形成的具有明显航空运输指向性的区域经济体。

图 11：临空经济及其影响圈层



资料来源：金元证券

3.3 机场行业的弱经济周期性凸显防御性

目前我国的机场均处于以吞吐量驱动主营收入和净利润增长的阶段,在机场收费标准受到政府管制,而显现一定刚性的前提下,旅客吞吐量的增长情况决定了航空性收入的增长,而商贸零售、广告和租赁业务等非航空收入也与客流量密切相关。近年来,随着旅游客源结构多元化、自费购买机票人数和年均乘机次数的增多表明中国的航空消费日趋平民化,客源结构日趋多元化使得机场旅客吞吐量受经济影响波动性较小。在经济不景气的状况下,机场因航空客源多元化而受冲击较小,而在经济上升周期里,机场旅客吞吐量随航空客源增长将呈现爆发增长态势。

图 12: 民航旅客旅行目的地结构比较

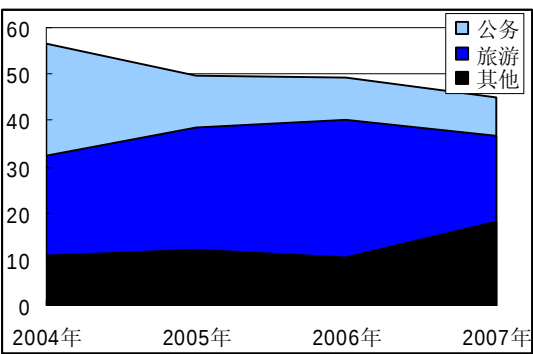
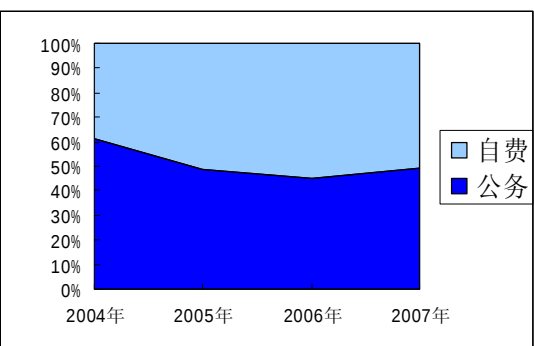


图 13: 民航旅客购买机票支出 单位: %



资料来源: 中国民用航空, 金元证券

图 14: 2007 年民航旅客行业分布比较

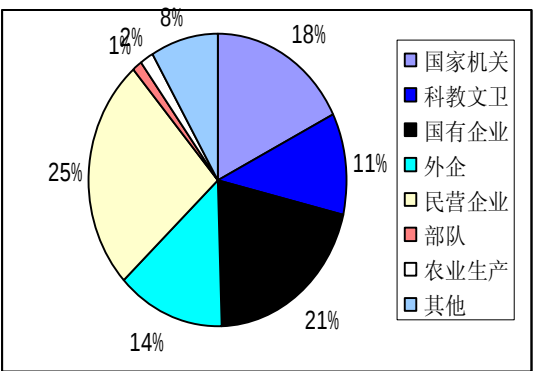
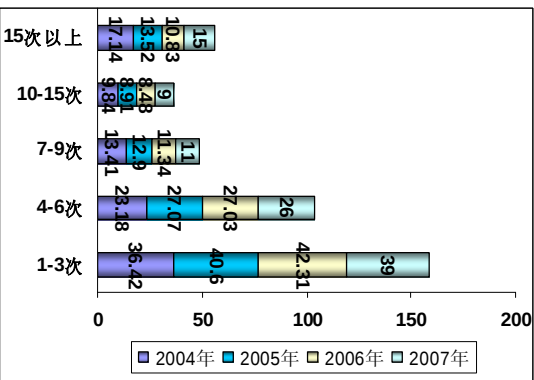


图 15: 民航旅客 1 年内乘机次数统计 %



资料来源: 中国民用航空, 金元证券

在机场的成本构成中, 以跑道和航站楼为主的固定资产占公司总资产的比例很高, 而变动成本占比例较小, 这使得机场成本相对固化, 受经济周期波动影响较小。而且随着经营年限的增加, 固定资产折旧摊销使得机场总成本不断减少, 机场逐步变成轻资产企业, 此时机场的商业价值日渐显著, 商贸零售、广告、租赁等高附加值的业务量增加, 非航空业务收入和利润所占比重不断增加, 机场利润率也随之提升。

表 4: 机场固定资产占总资产比例 (2008.06)

单位: 万元

证券代码	证券简称	固定资产	总资产	比重
600009.SH	上海机场	1420930.40	1716676.37	82.77%
600004.SH	白云机场	729675.90	935788.11	77.97%
000089.SZ	深圳机场	242454.77	500210.19	48.47%
600897.SH	厦门空港	71940.28	146852.45	48.99%

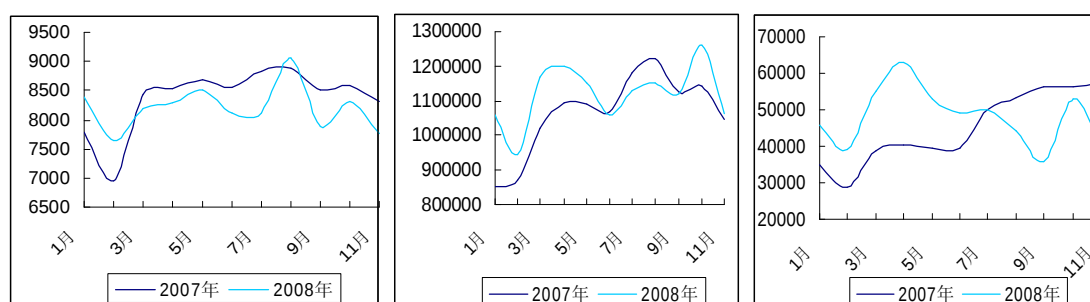
资料来源: 公司披露信息, 金元证券

在目前四家机场上市公司中, 上海机场因为在 08 年中期将浦东机场的 2 号航站楼和 3 号跑道刚并入, 固定资产所占比重最高, 达到 82.77%。白云机场在 06 年迁入新机场, 固定资产所占比重也处于比较高阶段。而深圳机场和厦门空港因跑道趋于饱和, 固定资产折旧摊销额较大, 固资占总资产比较小, 相应毛利率也处于公司历史较高水平。

国际客源占比较高和商贸零售业发达的机场将率先走出低谷

2008 年，受美国金融危机影响和国内西藏事件、奥运因素的综合影响，包括商务和旅游休闲在内的国际航空客源均下滑比较严重，目前我国国际航线旅客周转量占到旅客总周转量的 22%。国内首都机场和上海机场因国际中转旅客大幅减少而旅客吞吐量同比下滑比较厉害。

图 16：首都机场国际和港澳航线的飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量比较

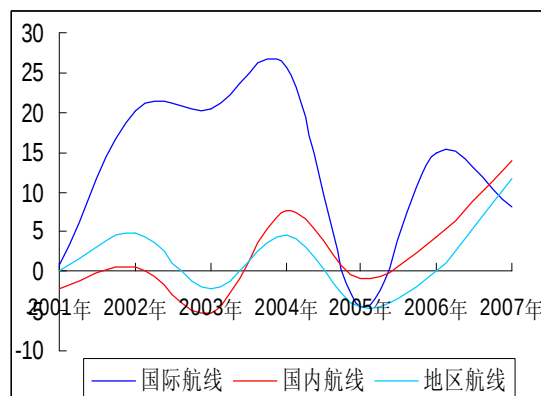


资料来源：中贸物流资讯网，金元证券

由于经济下滑对航空运输的传导是先冲击商务旅客再影响到旅游休闲客源，2008 年在多种因素影响下，我国航空国际航线客源已经超预期下滑，预计 2009 年在经济持续低迷的预期下，国际航线吞吐量也不会再有大幅下滑，反而可能在 3 季度实现同比 6-8% 的上升。2009 年以国内航线为主的机场不容乐观，国内经济下滑已经影响到国内商务旅客出行，随着年底企业盈利下滑，员工工资、奖金削减现象将大面积显现，消费者信心指数一再回落，预计旅游休闲游客将会在 09 年减少旅游支出或选择较为便宜的出行方式，这对以国内航线为主的机场冲击较大。

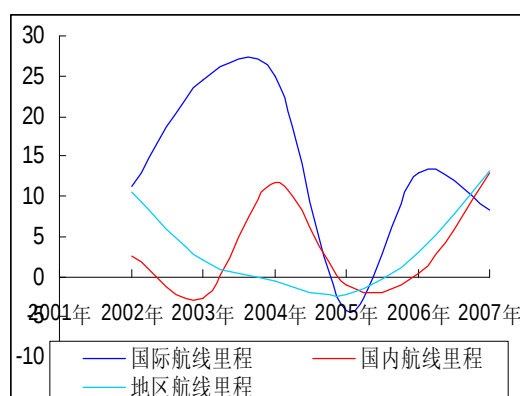
我们认为在经济复苏来临之际，国际航线较多的机场将率先走出低谷。一方面，全球经济复苏率先反映在商贸交往活动频繁，带动国际航线增加和国际航班客座率提高；另一方面，经济复苏之后，旅游观光出国游客将显著增长。从历史规律来看，我国国际和地区航线增幅一直高于国内航线，说明国际航线对经济的敏感性更好。

图 17：国内民航分航线同比增幅 单位%



资料来源：wind 数据

图 18：国内民航分里程同比增幅 单位：%



此外，拥有国际航线较多的机场，高端消费群体较大，较强的消费欲望和消费能力都将有利于带动机场商贸零售业增长。2008 年 3 月新颁布的《机场收费政策》对航空和非航空收费项目做了重新界定，其中对航空性业务定价以收回成本为原则，而对非航空性业务实行市场调节价。与原政策相比，新政策更有利于机场非航业务进行市场化改革，促进非航空业务市场化发展。

特许经营已经成为国内机场商贸业务的主要模式。目前四家机场上市公司中，除了白云机场仍有自营商业零售外，其他机场均采用了特许经营模式。而白云机场的自营规模也正在逐步缩小。固定租金加销售提成模式既保证了机场收入的稳定性，又可以分享商业销售的利润。此外，固定租金定期会根据客流量的变化进行调整，也有利于贴合实际情况。在此，我们看好扩建后商贸零售面积较大、国际航班较多的上海机场，对商贸零售也实行特许经营的首都机场也非常值得关注，我们预计这两家大型枢纽机场在国内经济复苏阶段，将在消费需求带动下迎来爆发性上涨机会。

表 5：机场上市公司商贸零售面积比较

	航站楼面积 (万平米)	商铺面积 (万平米)	日均客流量 (万人)	非航收入占比 (%)
上海机场	76.35	2.80	7.90	29.5
深圳机场	31.00	2.00	8.50	14.2
白云机场	14.60	0.90	5.40	21.5
厦门空港	12.70	1.40	2.60	29.4

资料来源：金元证券

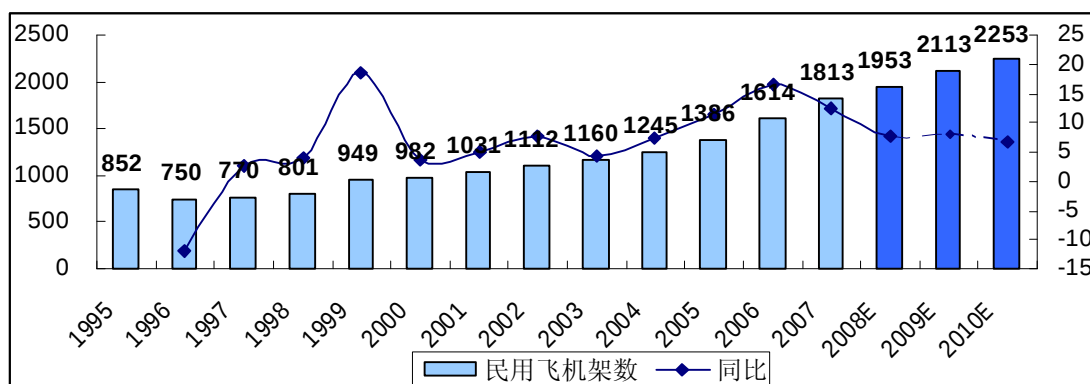
机场最坏时期或已过去，预计 09 年行业保持 8% 增长率

2008 年国内航空业遭受到的打击是包括突发性事件和宏观经济的综合影响，从另一方面理解，上市公司股价大幅下跌和行业吞吐量的下滑已经释放了系统性风险和非系统性风险。我们认为，尽管 2009 年 1 季度整个行业在去年同期吞吐量基数较高的基础上，可能会出现负增长，但在 09 年 GDP 增速保持 8% 的预期之下，机场行业 2009 年吞吐量数据仍将维持 8% 的增长率。

截止到 2007 年底，我国已经拥有 1813 架飞机，2005 年-2007 年年均引进飞机架数增长率均超过 11%。按照“十一五”规划，2008 年—2010 年净增飞机数目分别为 140 架、160 架和 140 架计算，运力投放速度将分别为 7.72%、8.20% 和 6.63%。尽管 2008 年由于种种原因影响，航空公司削减部分航线和航班，但不断增长的飞机运量投放，为机场吞吐量增长创造条件。

图 17：1995-2010 年我国飞机架数增长及预测

单位：架



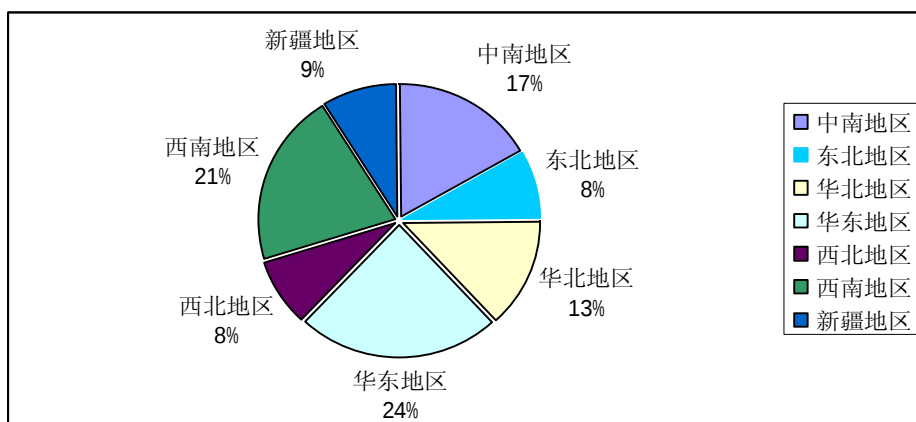
资料来源：wind 数据，金元证券

近期国家拉动内需政策将强化我国枢纽机场的中枢辐射网络布局

未来三年国家机场建设投资将达到 5800 亿元。在国务院扩大内需政策的拉动下，中央今年对民航增加的投资规模为 300 亿元，重点用于支持西部干支线机场的建设。目前，民航在建项目投资规模为 1000 亿元，2009 年计划新开工成都、西安、广州等枢纽和干线机场工程，及延安、吕梁、淮安等 40 多个支线机场工程，建设项目投资规模为 2000 亿元。2010 年，计划新开工上海浦东、成都、武汉、南京等枢纽和干线机场，及稻城亚丁等 20 多个支线机场建设，建设项目投资规模将达到 2500 亿元。加上今年 300 亿元的项目总投资额，机场建设费用将高达 5800 亿元。

截至 2006 年底，我国（不含港澳台地区）共有民航运输机场 147 个，其中军民合用机场 45 个，全国机场平均密度为每 10 万平方公里 1.53 个；按飞行区等级划分，4E 级机场 25 个、4D 级机场 35 个、4C 级机场 58 个、3C 级机场 29 个；按经济地理分布，东部地区 41 个、中部地区 2 个、西部地区 69 个、东北地区 12 个；按地区划分，东北、华北、华东、中南、西南、西北 6 个地区的机场数量分别为 12 个、18 个、37 个、25 个、31 个和 24 个，以每 10 万平方公里计，密度分别为 1.51 个、1.16 个、4.67 个、2.57 个、1.53 个和 0.81 个。

图 18：我国机场区域分布图（2007 年）



资料来源：CAAC，金元证券

目前我国民航运输已经基本形成了基于机场空间布局的中枢轮辐式与城市对相结合的航线网络，但机场数量较少、地域服务范围不广，难以满足未来经济社会发展的要求，尤其是“东密西疏”的格局与带动中西部地区经济社会发展、维护社会稳定与增进民族团结、开发旅游资源等的矛盾比较突出。按照 08 年 1 月新出台的《全国民用机场布局规划》，我国要构筑北方、华东、中南、西南、西北五大区域机场群。2010 年机场总数预计达到 190 个左右，其中军民合用机场达到 55 个，到 2020 年，国内机场达到 244 个，新增 97 个（以 06 年为基数）。

图 19：我国民用机场布局规划分布图（2020 年）



资料来源：CAAC

此次民航新增基础建设投资，重点用于支持西部干支线机场的建设，将有效的缓解机场分布不对称的现状，尽管短期内对机场上市公司影响甚微，但长期来看将强化我国枢纽机场的中枢辐射网络布局。促进枢纽机场业务发展。

机场估值比较

目前机场行业上市公司按照 2009 年盈利预测，行业平均 PE 是 18.8 倍，行业平均 PB 为 4.32 倍，处于行业历史 PE 和 PB 低位。

表 6：机场行业上市公司估值表

公司	代码	股价	2007 EPS	2008E EPS	2009E EPS	2010E EPS	2008E PB	2009E PB	2010E PB	2008E PE	2009E PE	2010E PE
上海机场	600009	12.07	0.88	0.46	0.52	0.63	3.60	4.12	4.75	26.24	23.21	19.16
深圳机场	000089	7.89	0.36	0.19	0.36	0.40	2.73	3.09	3.49	41.53	21.92	19.73
白云机场	600004	5.84	0.33	0.43	0.50	0.55	5.09	5.59	6.14	13.58	11.68	10.62
厦门空港	600897	13.28	0.55	0.63	0.72	0.81	3.76	4.48	5.29	21.08	18.44	16.40
平 均				0.43	0.53	0.60	3.80	4.32	4.92	25.61	18.81	16.47

注：时间截止 2008.12.19

资料来源：金元证券

将机场行业 PE、PB 的历史走势和上证综指历史 PE 和 PB 比较，可以看出在 2005 年到 2008 年 1 月份期间，机场行业 PE 和 PB 都高于上证综指的平均水平，呈现出一定的市场高估，但自市场进入深幅调整以来，机场行业 PE 和 PB 水平在股价大幅下跌后，与市场相比已经处于比较合理区间，截止 12 月 20 日，行业 PE 和 PB 分别为

17 倍和 2.12 倍，与上证综指平均 16 倍 PE 和 2.46 倍 PB 相比较，不存在高估，而且以机场行业稳定的增长和现金流，是熊市中稳健的投资品种，应该给予一定的溢价。

图 20: 机场行业 PE 走势

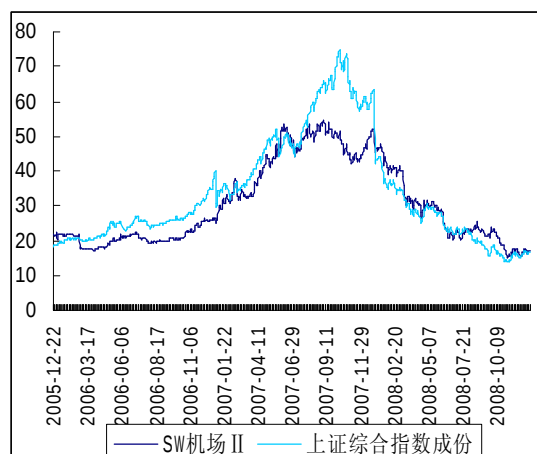
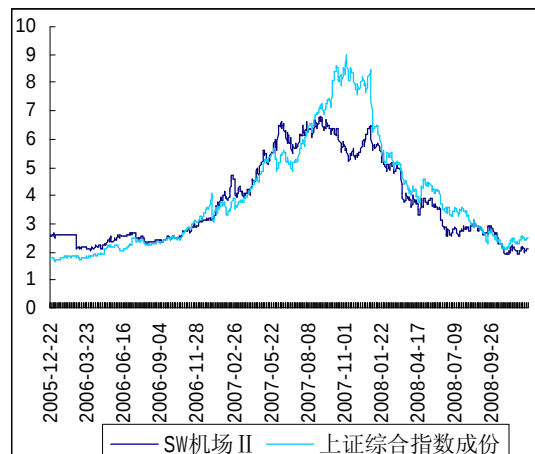


图 21: 机场行业 PB 走势



资料来源: wind 数据, 金元证券

图 22: 四机场 PE 历史走势 (00.12-08.12)

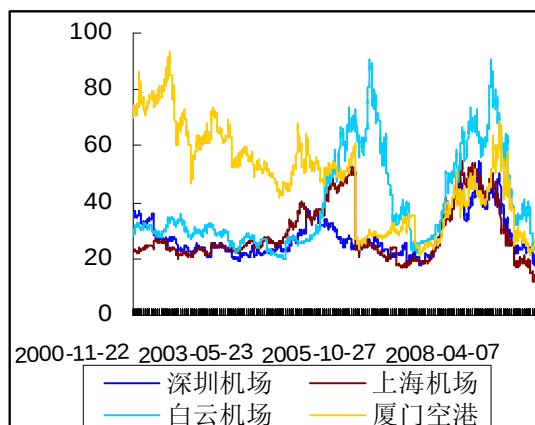
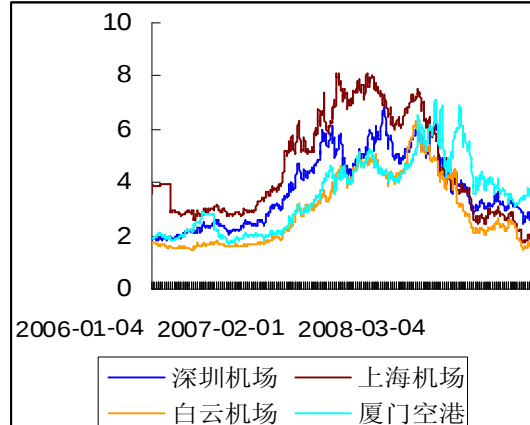


图 23: 四机场 PB 历史走势 (06.12-08.12)



资料来源: wind 数据, 金元证券

行业投资策略

2009 年尽管各主要研究机构对经济何时走出低谷存在诸多分歧，但我们认为机场最坏的日子或已过去，在 09 年 GDP 预期保持 8% 的增长条件下，行业保持 8% 的增速比较确定。09 年 1 季度由于在 08 年吞吐量数据相对较高的基础上，增幅或呈现负增长，但 2、3 季度仍将保持增长。机场行业的长生命周期和弱经济周期使公司具有稳健增长模式和稳定的现金流，是熊市中较好的防御性投资品种，我们对行业给谨慎增持评级。

重点公司推荐

在四家机场 A 股上市公司中，我们推荐未来 2 年中业绩最具成长性的上海机场（600009）。由于 2 号航站楼和 3 号跑道的并入，大量折旧摊薄盈利，2008 年是上海机

场的盈利低点，08年前三季度公司净利润同比下降48%，每股收益0.34元，08年前三季度飞机起降19.88万架次，增长6.01%；旅客吞吐量2102万人次，下降1.75%；货邮吞吐量197万吨，增长5.83%。我们预计明年上半年上海机场的国际航线受到世界经济衰退的影响仍存在进一步下滑的可能，但低点的到来给投资人提供了良好的买入时机。随着经济复苏和上海世博会召开、迪斯尼等事件性因素驱动，上海机场将成为四家机场中率先走出低谷的公司，较高比例的国际航线和新航站楼的商贸零售业将成为拉动航空业务收入和非航业务收入的引擎，预计2008年-2010年公司每股盈利分别为0.46元、0.52元和0.63元，对应动态市盈率分别为26倍，23倍和19倍，我们给予买入评级。

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%—10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券有限责任公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2005. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.