

布局航空业大周期底部

挖掘机场业超预期事件

寻找公路业潜在增长

报告要点

■ 航空业：布局十年大周期底部，迎接下一个繁荣顶点

(1) 我们研究发现，航空业每十年经历一次大的周期轮回。在行业复苏周期，航空公司的利润逐年递增，股价大幅跑赢大盘指数；反过来在行业下滑周期，航空公司出现巨亏，同时大幅跑输指数，基本上会回到原点。(2) 我国航空业目前正处于十年大周期的底部，09 年上半年已经出现较为明显的复苏迹象，未来需求、票价均会出现复苏与快速增长。我们认为，从中长线角度，此时布局航空业，将会在未来获得巨大的收益。(3) 我们看好在行业谷底进行激进运力扩张的**海南航空**，依托海南的旅游业发展，借行业复苏之力，有望在未来获得爆发式增长。

■ 机场业：行业长期增长，挖掘可能的超预期事件

(1) 从长期来看，由于航空公司在低谷采取低价机票策略，承担了行业波动的风险，因此机场需求能够保持长期增长，如美国就连续 50 年保持增长。我们看好大型枢纽机场在航空业务和非航业务上的增长前景。(2) 从估值角度，我们看好业绩稳健估值低的**白云机场**，2010 年历史上规模最大的亚运会召开和国内最大的空港保税物流区获批可能会给公司带来超预期的客货流量，地铁三号线贯通还将改变公司目前的人流结构，带来超预期的非航收入增长，因此公司的业绩极有可能出现超预期的增长。

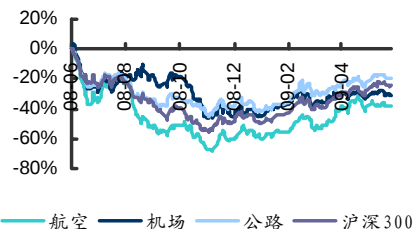
■ 公路业：平稳的现金流，寻找估值最低点与潜在成长可能

(1) 从目前我国公路建设的规模和需求增长来看，行业已经进入平稳期，大幅增长的可能性已经不大。上市的高速公路企业都拥有各个省最优质的干线资源，大幅下滑的可能性同样不大，因此收入保持平稳将成为常态，而行业估值基本也是市场上最低的。(2) 按照“寻找低估值，同时挖掘潜在增长可能”的思路，我们看好估值低且处于中部地区的**赣粤高速**和**楚天高速**，受世界经济影响较小，同时还有中部崛起或产业转移带来的潜在增长机会。沪蓉西高速的贯通带来的路网效应，还会给**楚天高速**带来大量的过境车辆，促进公司的业绩增长。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600221	海南航空	推荐
600004	白云机场	推荐
600035	楚天高速	推荐
600269	赣粤高速	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

海南航空	08A	09E	10E
PE	-13.1	23.2	29.9
PB	3.0	2.2	2.0
EV/EBITDA	-44.3	12.6	11.6
白云机场	08A	09E	10E
PE	21.8	18.0	16.8
PB	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.7	9.9	7.9
楚天高速	08A	09E	10E
PE	18.1	14.3	9.4
PB	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.7	9.2	6.5
赣粤高速	08A	09E	10E
PE	11.2	10.2	9.5
PB	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.0	6.1	5.9

相关研究

《待到山花烂漫时，她在丛中笑——海南航空调研报告》
 《万里长江横渡，极目楚天舒——楚天高速深度报告》
 《吹尽狂沙始见金，挖掘被掩盖的真正价值——白云机场深度跟踪报告》

分析师：吴云英

联系人：

杨志清

(8621) 63233650

yangzq@cjsc.com.cn

正文目录

1.09 年上半年回顾	6
1.1 航空需求有明显恢复迹象，票价保持环比稳定	6
1.2 机场旅客吞吐量保持稳定增长，货邮有所反弹	7
1.3 公路行业需求平稳，投资速度加快	8
2.投资思路：从强攻到强守，根据风险偏好确定配置比例	9
2.1 三个子行业各有特色，选择的关键在于风险偏好	9
2.2 航空业：极具进攻性的强周期行业，超越大市的优秀品种	9
2.3 机场业：兼具成长与防御的行业，稳健增长的范本	9
2.4 公路业：稳定的防守性行业，避险与稳定回报的最佳选择	10
3.航空业：布局十年大周期底部，迎接下一个繁荣顶点	10
3.1 发现：航空业以十年为周期轮回	10
3.2 投资：顺周期是唯一选择	12
3.3 机遇：现在正是十年大周期底部，5 年后将是下一个巅峰	13
3.4 风险：铁路的竞争和油价的波动都不必过分担心	15
4.机场业：行业长期增长，挖掘可能的超预期事件	19
4.1 需求：长期单调递增，看好枢纽机场的成长潜力	19
4.2 盈利模式：收入与需求高度相关，但是成本保持相对稳定	22
4.3 投资思路：挖掘可能的超预期事件，白云机场可能性较大	23
5.公路业：平稳的现金流，寻找估值最低点与潜在成长	24
5.1 供需关系：供大于求，行业已经进入平稳期	24
5.2 盈利特征：业绩平稳，现金流充裕，分红大方	25
5.3 投资思路：寻找低估值，挖掘潜在成长机会	27
6. 国内外估值比较	30
6.1 A 股航空公司估值最高，但是高增长预期能够支撑	30
6.2 A 股机场估值最高，适当溢价并不为过	32
6.3 A 股高速公路估值与全球接近或略低	33
7.重点公司推荐：	34
7.1 海南航空：谷底激进扩张，与海南旅游业共同飞翔	34
7.2 白云机场：业绩平稳估值低，超预期可能性较大	42
7.3 楚天高速：受益于中部崛起与路网效益	48
7.4 赣粤高速：估值洼地，产业转移的潜在受益者	53

图表目录

图 1: 我国总运输周转量有明显恢复迹象.....	6
图 2: 客座率和载运率已经度过了最低点.....	6
图 3: 票价指数保持了环比稳定.....	7
图 4: 旅客吞吐量增速保持了稳定的增速.....	7
图 5: 货邮吞吐量增速有所反弹.....	8
图 6: 客运周转量平稳增长.....	8
图 7: 货运周转量保持平稳增长.....	8
图 8: 累计投资额快速增长.....	9
图 9: 全球运输周转量紧随 GDP 增速正在经历十年一次的轮回.....	10
图 10: 飞机交付量与旅客周转量增速正好错位.....	11
图 11: 运力和运量呈现十年一周期的轮回.....	11
图 12: 全球航空业的盈利具有明显的周期特征.....	12
图 13: 美国航空公司股价的走势显示出很强的周期性.....	12
图 14: A 股航空行业指数走势显示出强周期特征.....	13
图 15: 全球 GDP 和旅客周转量增速目前正处于谷底.....	13
图 16: 我国旅客周转量增速正处于近十年的最低谷.....	14
图 17: 我国航空业净利润正处于近十年的谷底.....	15
图 18: 一半左右的公费乘客必定会优选服务更好的飞机.....	15
图 19: 铁路网的分布和航线网络比起来还是稀疏不少.....	16
图 20: 旅客的购票需求日益电子化, 依赖传统模式的铁路已经不能满足需求.....	17
图 21: 油价和航空业成本随利润一起上升.....	18
图 22: 航空公司成本和收益同向变动.....	18
图 23: 人均可支配收入保持稳定增长.....	19
图 24: 国内综合票价指数基本低于 2004 年水平.....	19
图 25: 我国人口收入重心和航空消费曲线正在日益接近.....	20
图 26: 日元升值刺激国际出境游人数快速增长.....	20
图 27: 人民币升值也将刺激我国出境游旅客快速增长.....	21
图 28: 美国人口可以看做中国人口的二八现象.....	21
图 29: 中国航空需求至少还有 3 倍增长空间.....	21
图 30: 中国的航空需求至少还有 5 倍的增长空间.....	22
图 31: 机场收入构成图.....	22
图 32: 道路设施投资增速降低, 但是绝对值仍然在高位.....	24
图 33: 按照目前的建设速度, 2012 年左右将实现规划的 8.5 万公里高速公路.....	25
图 34: 路网供给增速长期领先于需求增速.....	25
图 35: 公路行业的收入增速已经回归到个位数的水平.....	26
图 36: 毛利率远高于市场平均水平, 差距有拉大的趋势.....	26
图 37: 收入中的现金比例至少是市场平均水平的 2 倍.....	26
图 38: 分红送转率平均在 50%以上.....	27
图 39: 行业市净率在市场上第四低.....	27

图 40: 行业市盈率在市场上第六低	28
图 41: 沿海产业有向中部地区转移的趋势	28
图 42: 沿海发达省区 GDP 呈现触顶回落趋势	29
图 43: 中部省区 GDP 增速呈现上升趋势	29
图 44: 东部地区固定资产投资增速平均在 20% 左右	30
图 45: 中部地区固定资产投资增速平均在 30% 以上	30
图 46: 海南地区是公司主要的收入来源	34
图 47: 海南岛游客在乘客中占比平均高达 80%	35
图 48: 海南航空在海口美兰机场市场份额达到 45%	35
图 49: 海南航空在三亚机场市场份额达到 14%	35
图 50: 海航的毛利率居于前列	36
图 51: 海航的吨公里净收益大部分年份仅次于国航	36
图 52: 销售费用率在行业内最低	36
图 53: 客座率在行业内长期处于前列	37
图 54: 海南飞机乘客数近年一直保持了较快速的增长	39
图 55: 海南旅游人数近几年保持了较快的增长	39
图 56: 独特的季节因素把流感的影响降到最低	40
图 57: 三家大型机场主营收入同比增速	42
图 58: 三家大型机场营业利润同比变化	42
图 59: 空港综合保税区及周边城市分布图	43
图 60: 地铁三号线线路图	45
图 61: 白云机场内部服务流程图	45
图 62 汉宜高速公路行车图	48
图 63 沿线三市 GDP 占全省总量 49%	48
图 64 沿线三市 GDP 增速基本在全省平均水平之上	49
图 65: 公司是少有的 09 年保持持续增长的高速公路公司	49
图 66: 沪蓉西高速路线图	50
图 67: 路网计算简图	50
图 68: 行业市净率排行	53
图 69: 行业市盈率排行	53
图 70: 江西省在中部八省和沿海发达五省市中人力成本最低	54
图 71: 公司高速公路资产分布	54
图 72: 昌九高速收入有所反弹	55
图 73: 昌樟高速（含昌傅、温厚）收入保持稳定增长	55
图 74: 昌泰高速收入有所反弹	56
图 75: 九景高速收入保持稳定增长	56
图 76: 银三角互通收入有所反弹	56
图 77: 近 3 年公司项目扩张情况	57
 表 1: 近十年旅客周转量增速	 14
表 2: 旅客更看重的是时刻和服务	16
表 3: 武汉-广州高铁与航空的优劣对比	17
表 4: 武汉-上海动车组与航空的优劣对比	17

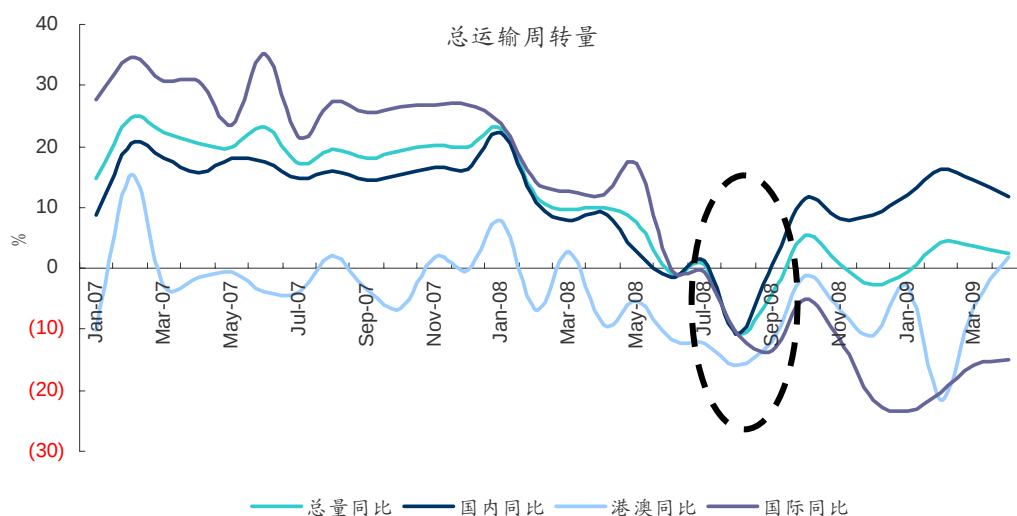
表 5: 亚太地区航空公司估值.....	31
表 6: 欧洲地区航空公司估值.....	31
表 7: 美国地区航空公司估值.....	31
表 8: 中国地区航空公司估值.....	32
表 9: 国际机场公司估值.....	32
表 10: 香港机场公司估值.....	32
表 11: 国内机场公司估值.....	33
表 12: 国际高速公司估值.....	33
表 13: 香港高速公司估值.....	33
表 14: 国内高速公司估值.....	34
表 15: 经营效率在行业内具有相对优势（2008 年年报）.....	37
表 16: 公司是少有的 1 季度主业盈利的航空公司（2009 年 1 季报）.....	37
表 17: 国际旅游岛建设计划.....	38
表 18: 航线补贴政策.....	38
表 19: 考虑货币补贴换算的海南航空未来旅客周转量增速预测.....	38
表 20: 公司运营及引进机型情况.....	38
表 21: 预计 2009 年公司主要经营指标:.....	38
表 22: 海南航空财务报表及指标预测.....	41
表 23: 货邮吞吐量变化与 EPS 变化的敏感性分析.....	44
表 24: 旅客吞吐量变化与 EPS 变化的敏感性分析.....	44
表 25: 租赁收入变化与 EPS 变化的敏感性分析.....	46
表 26: 白云机场财务报表及指标预测.....	47
表 27: 三种方案情况下沪蓉西高速流量对汉宜高速的敏感性分析.....	51
表 28: 楚天高速财务报表及指标预测.....	52
表 29: 公司高速公路资产状况.....	55
表 30: 近 3 年公司扩张时间表.....	57
表 31: 赣粤高速财务报表及指标预测.....	59

1.09 年上半年回顾

1.1 航空需求有明显恢复迹象，票价保持环比稳定

在 2008 年金融危机爆发以来，航空需求一直呈下滑趋势。但是从 08 年第四季度开始，我国的航空需求出现了较为明显的恢复迹象。从航线结构来看，国际航线仍然低迷，主要是国内需求支撑了整个行业的增长，国内航线同比增速已经恢复到 07 年的水平，总周转量也同比开始增长。

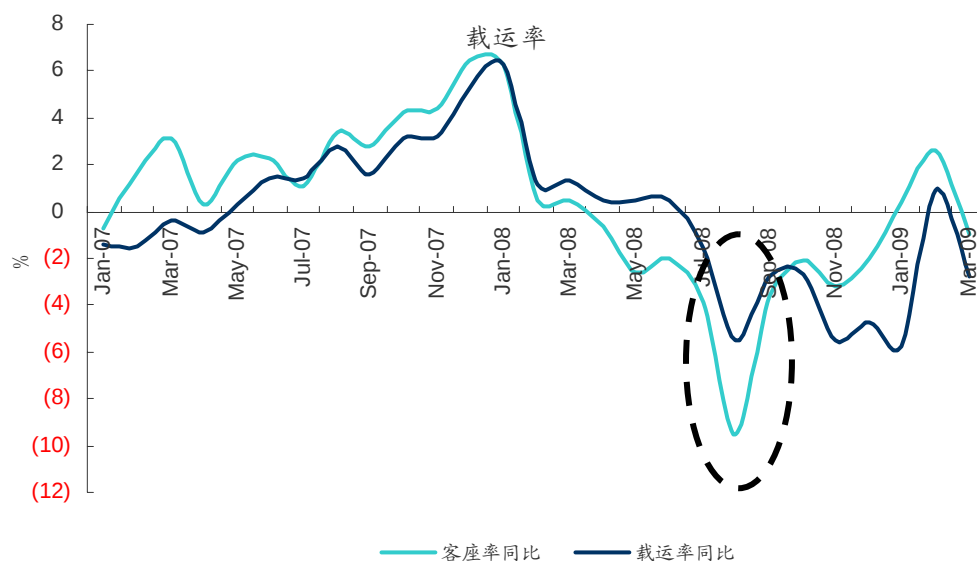
图 1：我国总运输周转量有明显恢复迹象



资料来源：长江证券研究部

客座率和载运率也从 08 年第四季度开始触底反弹，尤其是客座率，开始出现正增长的趋势，不过货运的情况不如客运乐观。

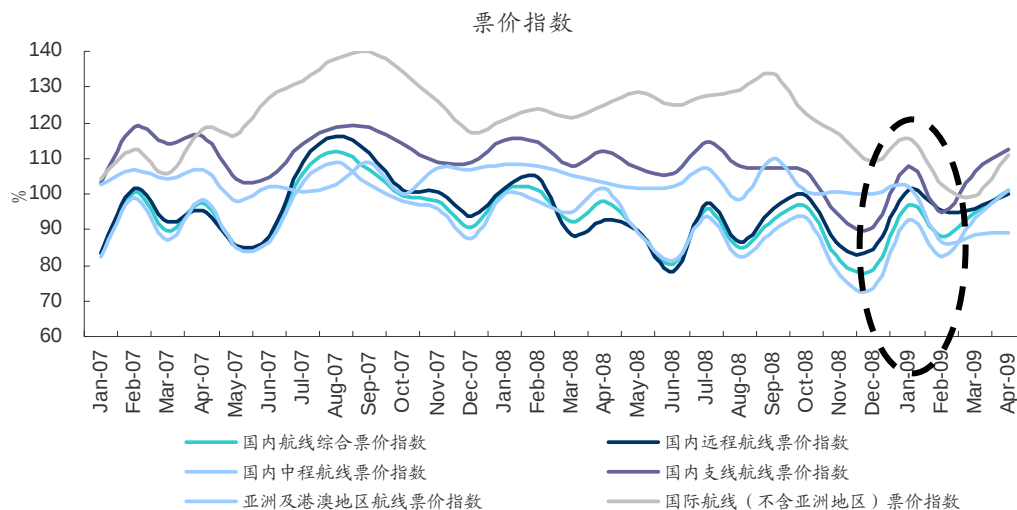
图 2：客座率和载运率已经度过了最低点



资料来源：长江证券研究部

国际航线的票价仍然处于下滑的阶段，但是国内票价已经基本恢复到去年同期的水平。从环比来看，国内票价稳中有升，这也从另一个角度说明了，航空需求的恢复是有效的。

图 3：票价指数保持了环比稳定



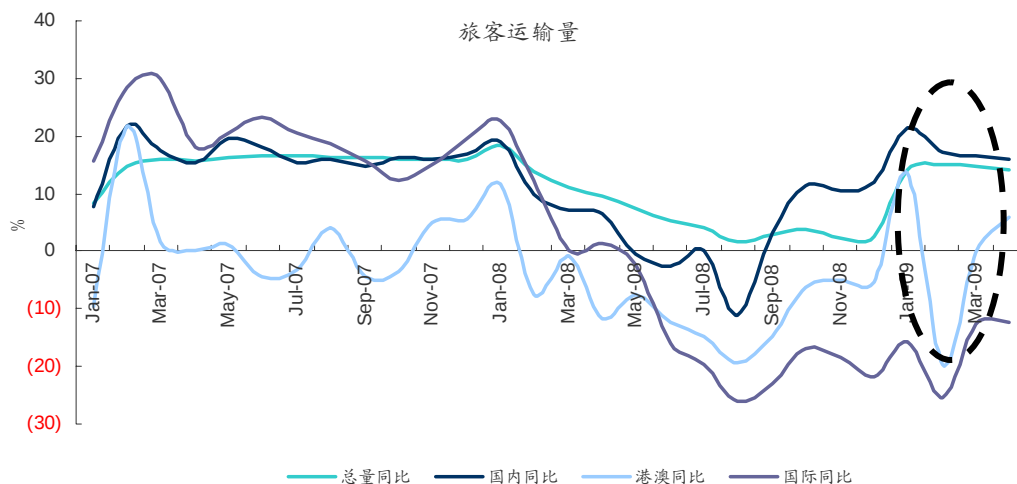
资料来源：长江证券研究部

1.2 机场旅客吞吐量保持稳定增长，货邮有所反弹

机场旅客吞吐量上半年保持总体稳定，同比增速与 07 年相当，这得益于国内需求的快速增长，而国际需求仍然比较低迷。不过对机场而言，国际需求的影响不大。

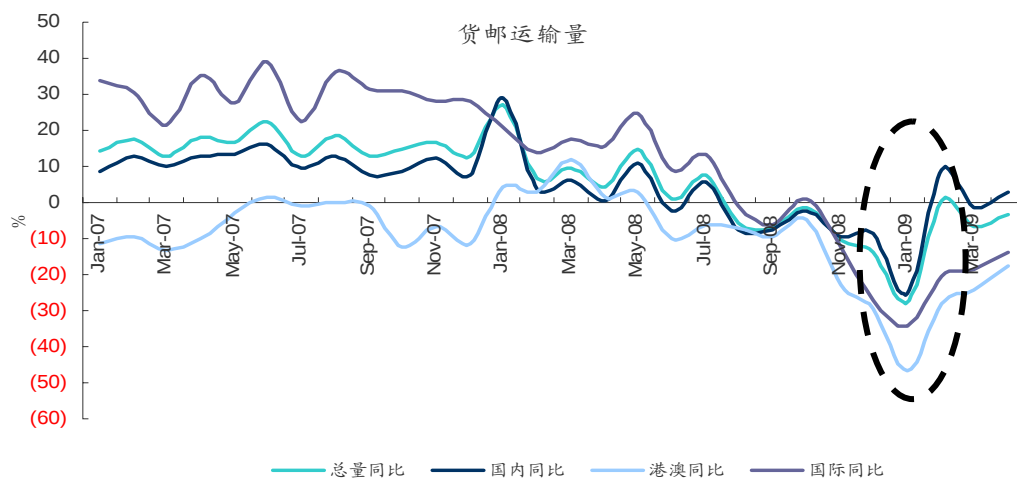
货运方面则延续了金融危机以来的下滑趋势，从 1 月份开始才有所反弹，仍然是国内需求领先。从目前的数据看，货邮有走出低谷的迹象，但还需要持续的数据观察。

图 4：旅客吞吐量增速保持了稳定的增速



资料来源：长江证券研究部

图 5：货邮吞吐量增速有所反弹

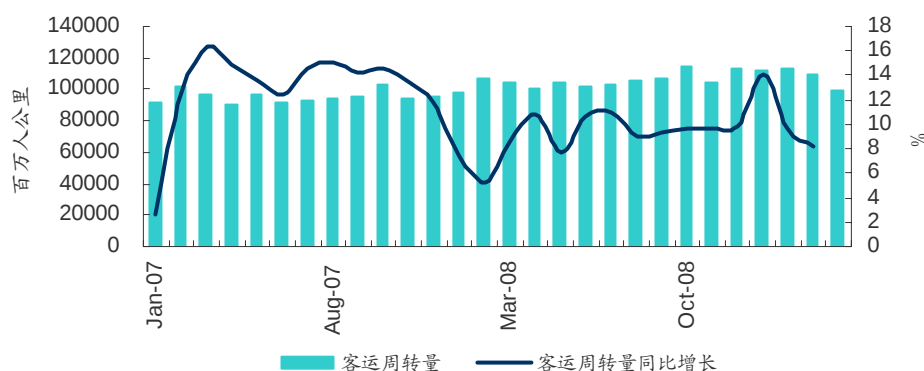


资料来源：长江证券研究部

1.3 公路行业需求平稳，投资速度加快

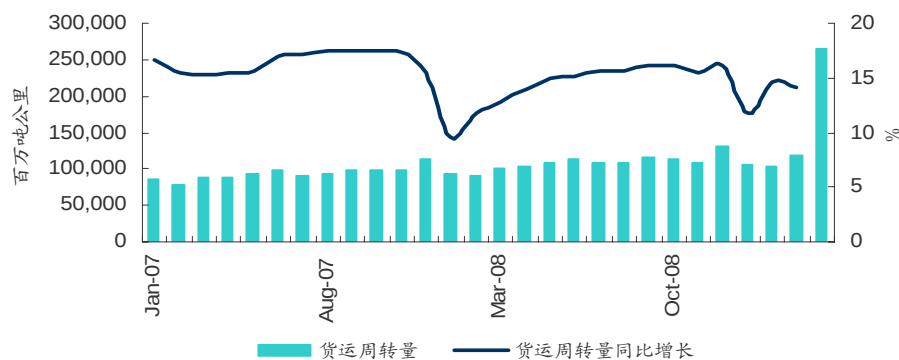
公路行业是持续稳定的行业，客货运周转量均受金融危机影响不大，客运维持在 10% 左右的增速，货运维持在 14% 左右的增速。我们认为，未来仍然将保持这一趋势。

图 6：客运周转量平稳增长



资料来源：长江证券研究部

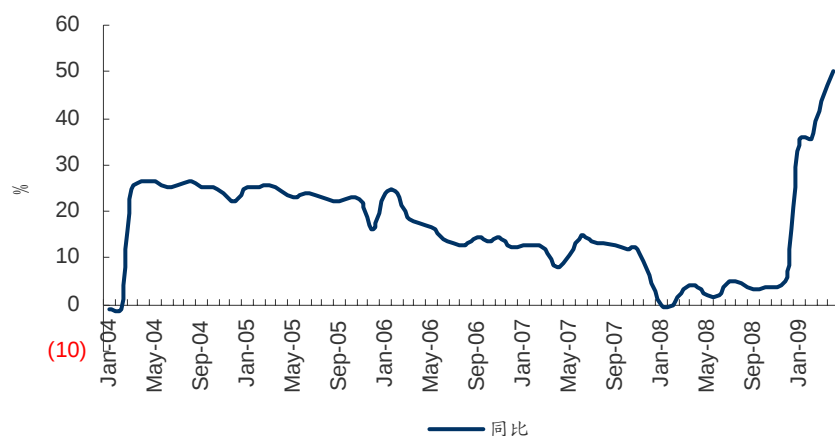
图 7：货运周转量保持平稳增长



资料来源：长江证券研究部

在四万亿的带动下，公路投资上半年出现了快速的增长，由去年个位数的增长，一跃跳到 50% 左右。由于上市公司的资产均为干线，且具有一定的线位优势，因此整体规模的快速增长，并不会对上市公司形成较大影响。

图 8：累计投资额快速增长



资料来源：长江证券研究部

2. 投资思路：从强攻到强守，根据风险偏好确定配置比例

2.1 三个子行业各有特色，选择的关键在于风险偏好

航空、机场、公路三个子行业从进攻到防守，各自具有鲜明的特色。在变幻莫测的市场环境中，我们很难给出判断哪个行业更优秀，因为收益大的行业，风险也越大。因此我们的研究理念是，分析行业的特征属性，挖掘各个行业中最有投资价值的公司，由投资者根据各自的风险偏好进行配置。

2.2 航空业：极具进攻性的强周期行业，超越大市的优秀品种

航空业是典型的强周期行业，经过我们的研究发现，航空业每十年经历一次大的周期轮回。在行业复苏周期，航空公司的利润逐年递增（趋势是递增，未必每年盈利），股价一般会大幅跑赢大盘指数，美国的经验是跑赢 2 倍；反过来在行业下滑周期，航空公司出现巨亏，同时大幅跑输指数，基本上会回到原点。

我国航空业目前正处于十年大周期的底部，未来需求、票价均会出现复苏与快速增长，届时公司的利润也会出现快速增长。因此我们认为，从中长线角度，此时布局航空业，将会在未来获得巨大的收益。我们看好在行业谷底进行激进运力扩张的**海南航空**，依托海南的旅游业发展，借行业复苏之力，有望在未来获得爆发式增长。

2.3 机场业：兼具成长与防御的行业，稳健增长的范本

机场业的收入来源主要是旅客吞吐量带来的航空性收费收入和与此相关的非航收入。从长期来看，由于航空公司在低谷采取低价机票策略，承担了行业波动的风险，因此机场需求能够保持长期增长，如美国就连续 50 年保持增长。我们看好大型枢纽机场的增长前景，这不仅

仅是由于航空业务的增长空间大，还包括大型机场巨大的旅客吞吐量带来的商业价值、广告价值等，能够极大的创造出非航业务利润。

从估值角度，我们看好业绩稳健估值低的**白云机场**。此外 2010 年历届规模最大的亚运会召开和国内最大的空港保税物流区获批可能会给公司带来超预期的客货流量，地铁三号线贯通还将改变公司目前的人流结构，带来超预期的非航收入增长，因此公司的业绩极有可能出现超预期的增长。

2.4 公路业：稳定的防守性行业，避险与稳定回报的最佳选择

公路行业属于稳定的防守型行业，从目前我国公路建设的规模和需求增长来看，行业已经进入平稳期，大幅增长的可能性已经不大。上市的高速公路企业都拥有各个省最优质的干线资源，大幅下滑的可能性同样不大，因此保持收入的平稳将成为常态。

我们看好处于中部地区的**赣粤高速**和**楚天高速**，受出口下滑影响较小，同时还有中部崛起或产业转移带来的潜在增长机会。沪蓉西高速的贯通带来的路网效应，还会给楚天高速带来大量的过境车辆，促进公司的业绩增长。

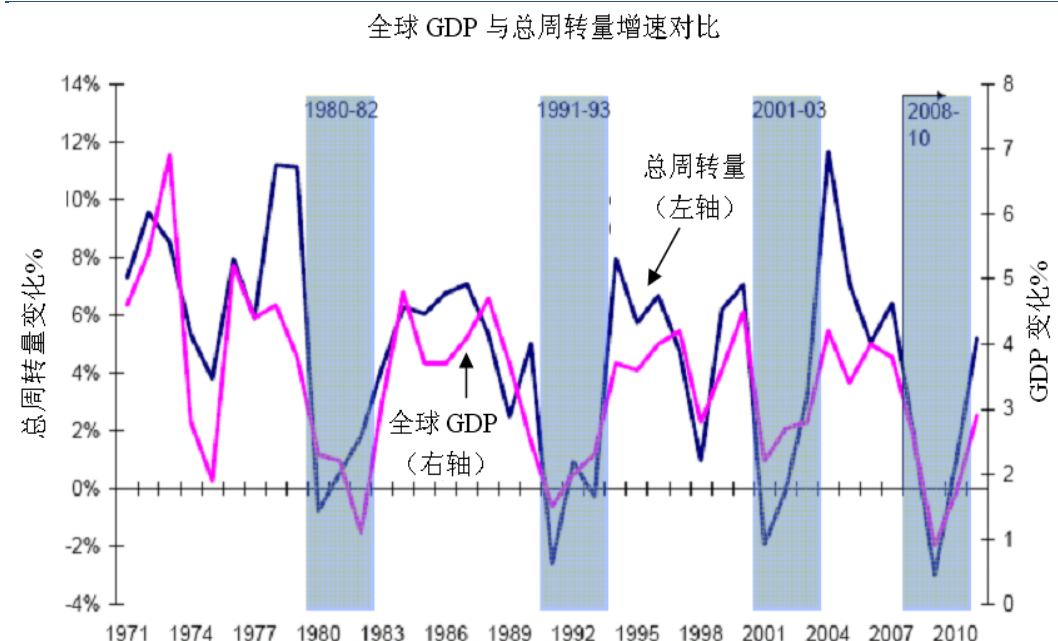
3.航空业：布局十年大周期底部，迎接下一个繁荣顶点

3.1 发现：航空业以十年为周期轮回

3.1.1 航空需求紧随经济周期，十年一轮回

从全球 GDP 增速与旅客运输量增速的对比数据来看，航空总周转量与 GDP 具有高度相关性。根据长江证券的策略组的经济周期观点，十年为一个中周期，1980-82 年、1991-93 年、2001-03 年、2008-10 年分别是世界经济的萧条期。而全球航空总周转量增速则紧随 GDP 波动，倍率在 1.5~2 左右，呈现出非常明显的十年周期。

图 9：全球运输周转量紧随 GDP 增速正在经历十年一次的轮回

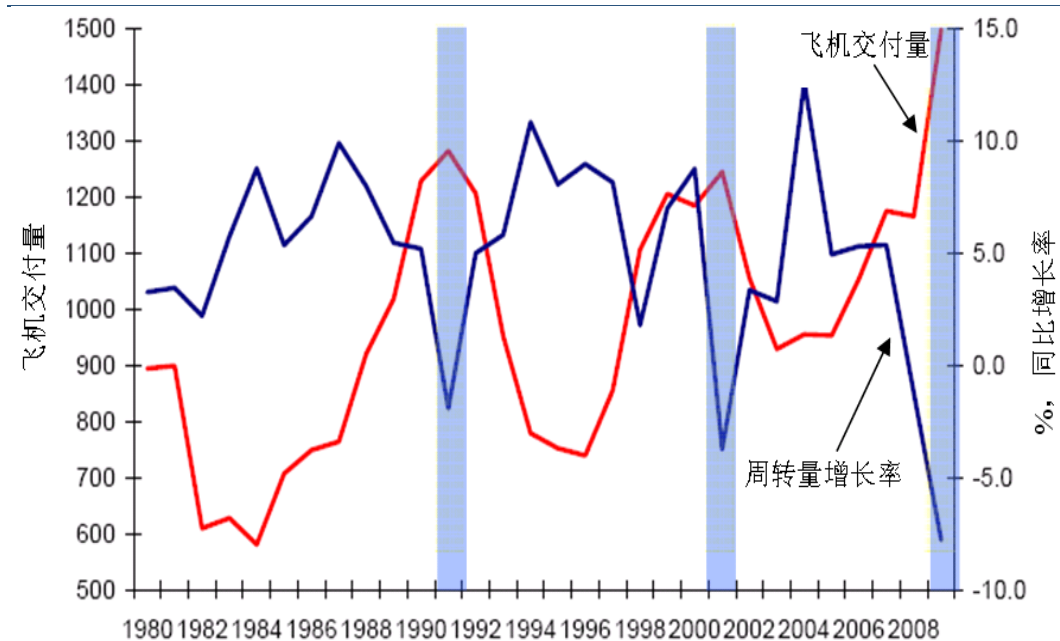


资料来源：长江证券研究部

3.1.2 运力交付周期进一步推波助澜

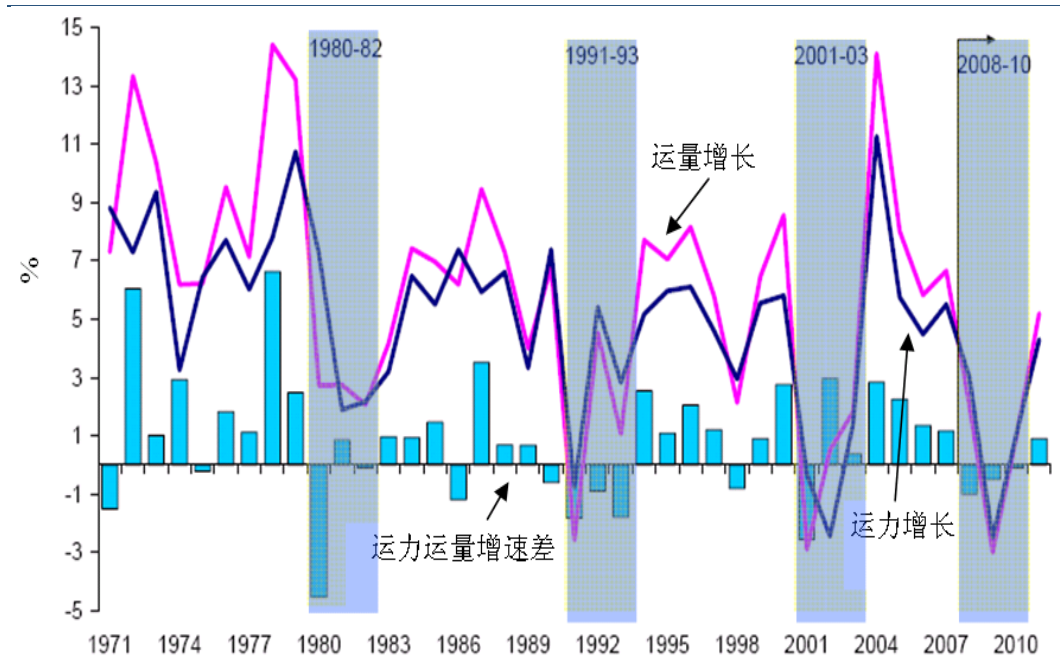
运力交付周期也正好是十年一个轮回，在 1991 年、2001 和 2009 年是飞机交付的高峰期，此时对应的周转量增速则位于谷底，这加大了该时期运力的过剩程度，对航空公司的业绩形成极大的负面压力。而航空周转量增速最快的期间，则是飞机交付量较低的时候，这加剧了运力的紧张。运力交付的错位，使得萧条期供大于求，在荣期则供不应求，加剧了行业的波动性。

图 10：飞机交付量与旅客周转量增速正好错位



资料来源：长江证券研究部

图 11：运力和运量呈现十年一周期的轮回

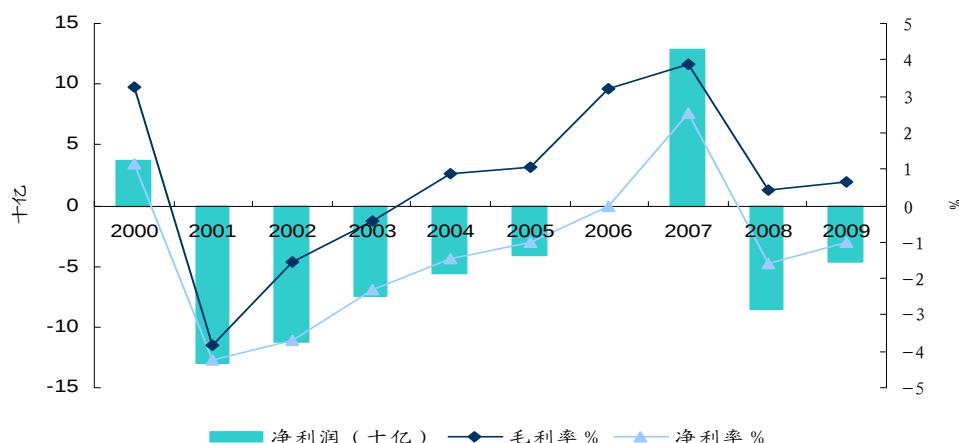


资料来源：长江证券研究部

3.2 投资：顺周期是唯一选择

对全球航空业的净利润进行分析后发现，基本上呈现了亏损-盈利-亏损的循环周期特征，在行业巨亏的一年，通常也就是行业最低谷的一年，而大幅盈利的时期，则往往是行业的最高峰。因此，我们认为该行业不太适合作为长期的投资品种，顺周期投资是最合适的投资思路。

图 12：全球航空业的盈利具有明显的周期特征

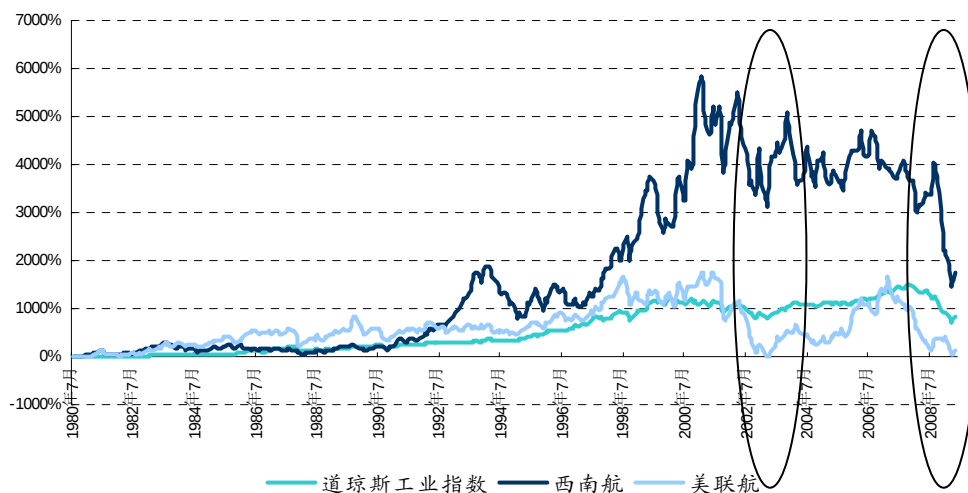


资料来源：长江证券研究部

我们选取美联航、西南航分别代表全服务航空公司和低成本航空公司，将这两家公司近 20 年的股价与道琼斯综合工业指数进行对比。我们发现，

- 两家航空公司的股票都在繁荣周期大幅领先于指数，代表全服务航空公司的美联航大约跑赢指数 1 倍，而代表低成本航空公司的西南航则跑赢指数 5-6 倍。
- 所不同的是，在衰退周期，美联航的股价又回到了起点，而西南航则表现出一定的抗周期性。这是由于美联航代表的全服务航空公司长期累积利润接近零，而西南航则是世界闻名的保持长期盈利的低成本航空公司。从世界航空公司的构成来看，由于全服务航空公司占绝对优势，因此整个航空业也呈现出明显的强周期特征。

图 13：美国航空公司股价的走势显示出很强的周期性

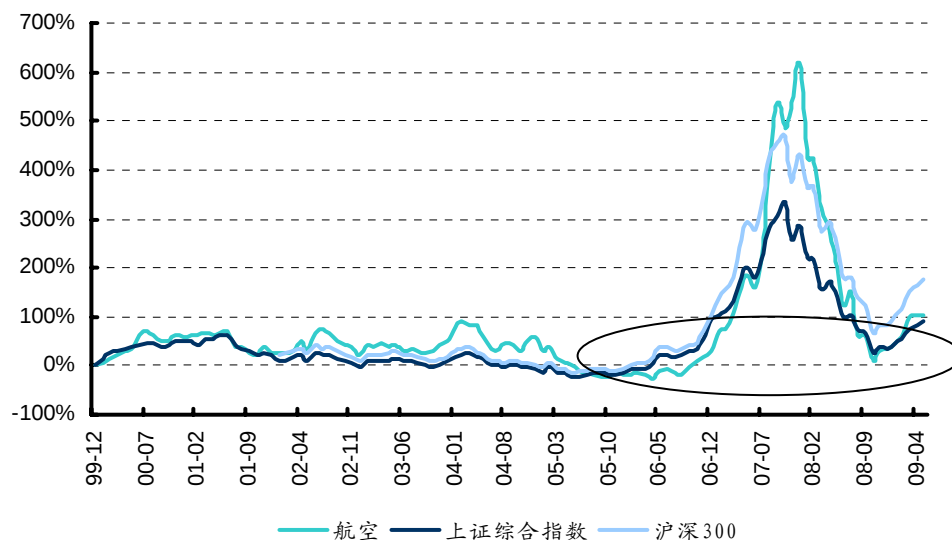


资料来源：长江证券研究部

将 A 股市场的航空行业指数与大盘走势进行对比，也呈现出类似的特征。航空业长期跑赢大盘，而在衰退期，股价又回到了起点。

因此我们认为，航空业投资思路必须是顺周期投资，这将给投资者带来丰厚的回报。

图 14: A 股航空行业指数走势显示出强周期特征

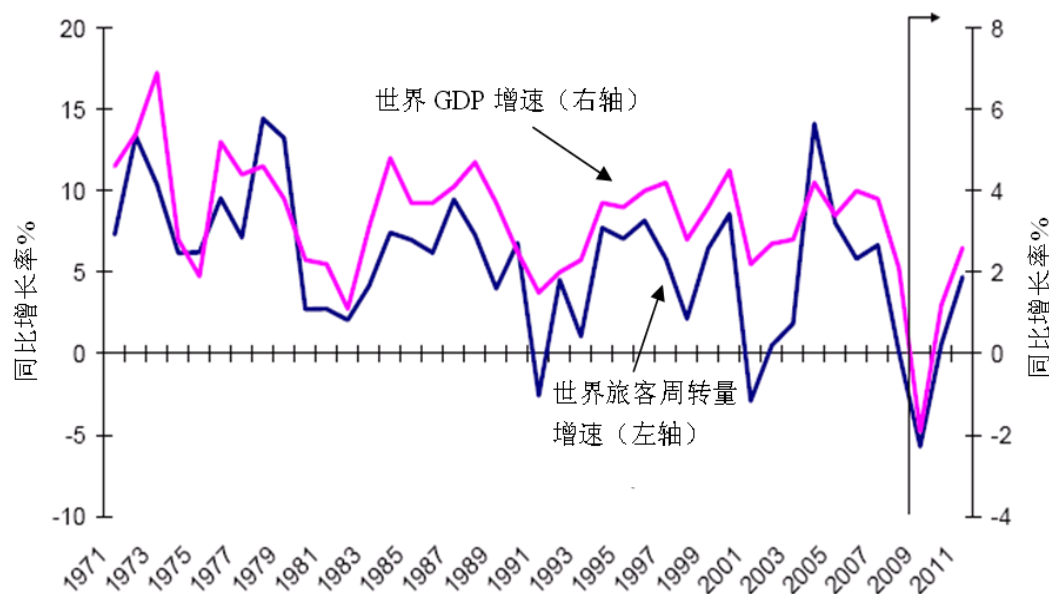


资料来源：长江证券研究部

3.3 机遇：现在正是十年大周期底部，5 年后将是下一个巅峰

当发现了航空业的周期特性后，我们将这一特性应用于现在所处的时期。我们可以非常明显的发现，无论是经济增长还是航空需求增长，我们现在都处于最低谷。如果我们上面发现的十年一轮是正确的话，那么至少在未来的半个周期即 5-8 年内，整个行业会呈现单边上扬的趋势。也就是说，五年后行业将到达另一个巅峰。

图 15: 全球 GDP 和旅客周转量增速目前正处于谷底



资料来源：长江证券研究部

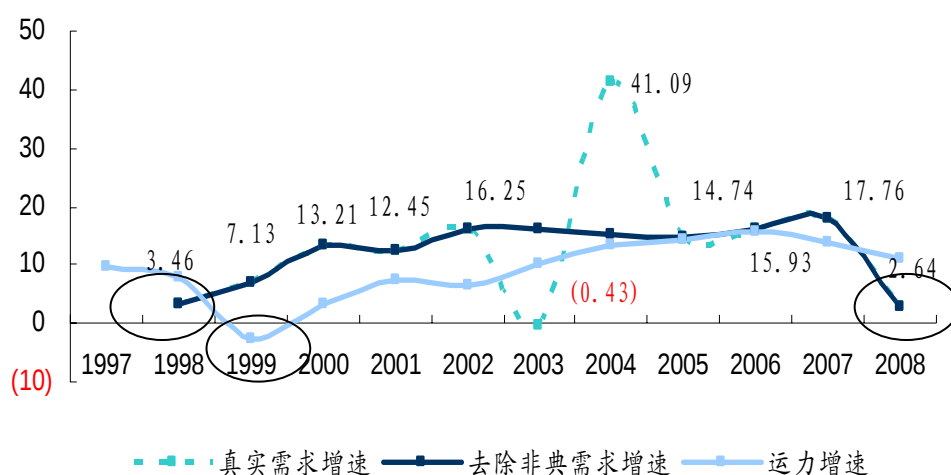
对我国近十年来的行业供需增速和净利润进行分析后发现:

- 2008 年的旅客周转量增速已经降到了近十年的低点, 甚至低于亚洲金融风暴的 1998 年, 这与我们前面谈到的十年一个周期完全吻合。
- 运力投放的低点将和上一轮周期相似, 推迟一年到来, 即 2009 年, 这也与民航总局控制运力引进的措施完全吻合。
- 随着行业需求的复苏和运力的控制, 2009 年供需将大致平衡, 或者运量略超运力。随后, 需求将轻松的超越运力每年 8%-10% 的增速。
- 行业净利润也在 2008 年到达最低值, 2009 年随着民航总局各项扶持政策的出台, 将会出现微利 (1-4 月盈利 19 亿), 随后将会不断增长。

因此, 我们对行业的判断是:

- 目前正处在谷底, 未来将不断的复苏与增长, 直至 5-8 年后下一个繁荣周期的顶点。
- 由于航空业具有极强的周期特性, 因此站在长周期的角度, 选择此时投资航空业, 将在未来带来巨额的回报。
- 短期内进行激进扩张的航空公司, 将在未来 3-5 年内取得爆发式增长。

图 16: 我国旅客周转量增速正处于近十年的最低谷



资料来源: 长江证券研究部

表 1: 近十年旅客周转量增速

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
周转量增长率 (%)	3.46	7.13	13.21	12.45	16.25	(0.43)	41.09	14.74	15.93	17.76	2.64
飞机架数增速 (%)	7.84	(2.49)	3.33	7.40	6.36	10.30	13.55	14.46	15.64	13.63	11.02
供需增速差	(4.38)	9.61	9.88	5.05	9.89	(10.73)	27.54	0.28	0.29	4.13	(8.38)

资料来源: 长江证券研究部

图 17：我国航空业净利润正处于近十年的谷底



资料来源：长江证券研究部

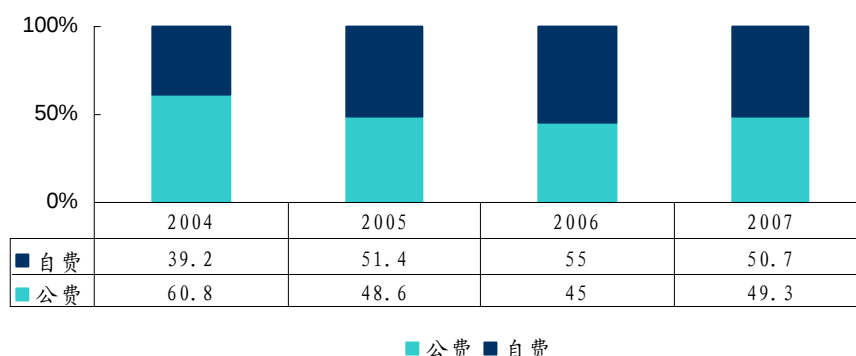
3.4 风险：铁路的竞争和油价的波动都不必过分担心

3.4.1 铁路的竞争其实非常有限

航空业最大的竞争来自铁路，随着我国铁路网的加密、高铁网的形成，航空业将受到更大的竞争。但是我们认为，对航空业的前景悲观毫无必要。

- **从需求总量角度：**由于中国庞大的人口基数，随着城镇化和人民收入的提高，交通需求的总量会出现急剧膨胀。蛋糕总量的不断变大，会使各种运输方式均受益，而不太可能出现发达国家此消彼长的局面。航空业在远程运输上具有明显优势，与高速铁路的竞争主要在中程客运，这也是难以出现全面竞争的理由。
- **从服务舒适角度：**目前我国火车站的服务和环境要远落后于机场，因此商务旅客会优先选择乘飞机。在价格相差不大的情况下，休闲旅客也会首选服务更好的飞机。

图 18：一半左右的公费乘客必定会优选服务更好的飞机



资料来源：长江证券研究部

- **从网络发达角度：**铁路网的建设成本太高，网络的覆盖面是非常有限的。即使未来高铁网全面建成，也仅仅是在这些线路上与航空可能存在竞争，其余广阔的空间都将是航空的天下。对用户而言，选择航空能够方便的中转，而高铁网与普铁网不是同一个网络，换乘和中转的便利性相差很大。因此在网络发达方面，航空仍然具有优势。

表 3: 武汉-广州高铁与航空的优劣对比

运输方式	行程时间	接驳时间	票价	班次
高铁	4 个小时	0-0.5 小时	4 个小时设卧铺的可能性不大, 硬座参考广深铁路票价 (75 元 - 147 公里), 500 - 989 元公里。	目前始发 6 列/天, 包含过路一共 19 列。
航空	1.5 小时	3 个小时, 2010 年广州地铁三号线联通白云机场, 接驳时间大约缩减为 2-2.5 小时	全价 930, 加上机场建设费大约 980 元。目前折扣为 5-6 折, 总价为 550 元左右。即使考虑旺季的 8 折, 总价约为 800 元。	目前 12 班/天

资料来源: 长江证券研究部

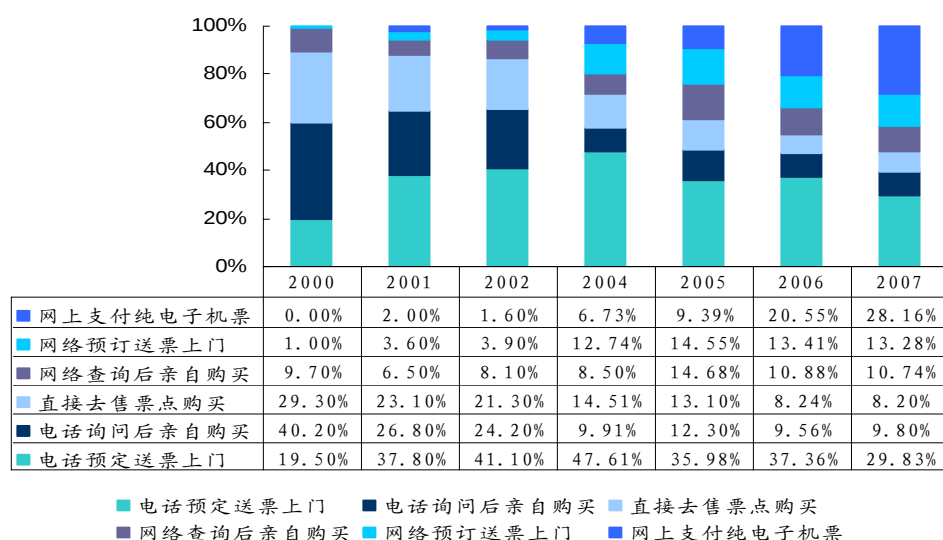
表 4: 武汉-上海动车组与航空的优劣对比

运输方式	行程时间	接驳时间	票价	班次
动车组	5.5 小时	0-0.5 小时	二等座 273 元, 一等座 327 元, 均价大约为 300 元。	目前始发 4 列/天
航空	1.5 小时	3 个小时, 随着浦东机场轨道交通的建成, 接驳时间大约会缩减为 2-2.5 个小时	全价 810, 加上机场建设费大约 860 元。目前折扣为 5-6 折, 总价为 570 元左右。考虑旺季的 8 折票价, 全价为 700 元。	目前 12 班/天

资料来源: 长江证券研究部

- **从竞争的灵活性角度:** 铁路行业目前属于全面管制, 调节运力、调节票价都受到很大限制, 虽然未来可能会放开, 但是在可预见的 3-5 年内, 这种可能性不大。而航空公司的自由度则大的多, 可以采用价格歧视策略、附加服务、中枢航线网络等多种手段来与铁路竞争。一个是高度管制和反应迟缓的行业, 一个是机动灵活的行业, 就算不认为航空具有明显的优势, 也不应该视作处于明显的劣势。

图 20: 旅客的购票需求日益电子化, 依赖传统模式的铁路已经不能满足需求



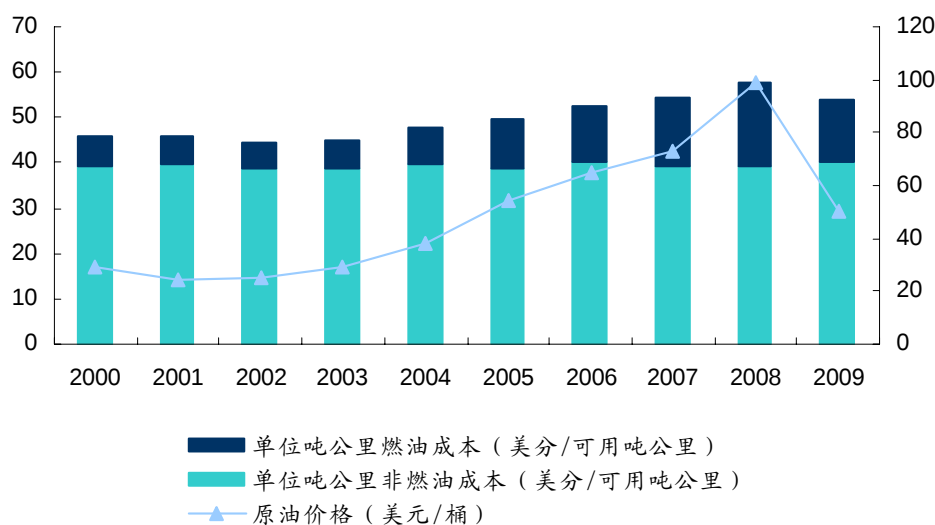
资料来源: 长江证券研究部

3.4.2 油价的波动只有短期性影响，绝不会主导长期趋势

油价是航空公司成本构成中最大的部分，同时也是波动最大的部分。我们在对利润与成本的关系研究中发现，成本随利润同向变动。如图 12 和图 21 所示，2000-2008 年，无论是国际油价还是吨公里燃油成本，均不断上升，而航空公司利润也在不断上升。我们继续追溯历史的利润与成本关系，能够发现同样的规律。

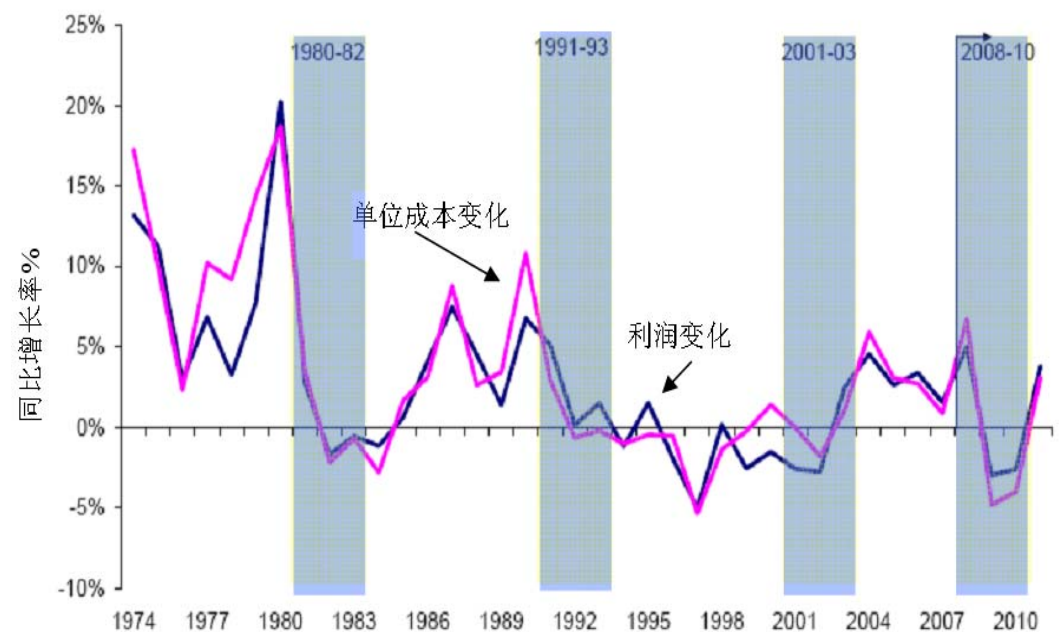
因此从一个较长的时间期限来看，油价的波动不是导致航空公司业绩波动的主要因素，我们无法根据油价的涨跌来判断航空公司业绩的起伏。从短期来看，由于油价的波动会造成投资者对成本波动的预期，而航空公司的自我调节往往又是滞后的，因此会存在交易性机会。

图 21：油价和航空业成本随利润一起上升



资料来源：长江证券研究部

图 22：航空公司成本和收益同向变动



资料来源：长江证券研究部

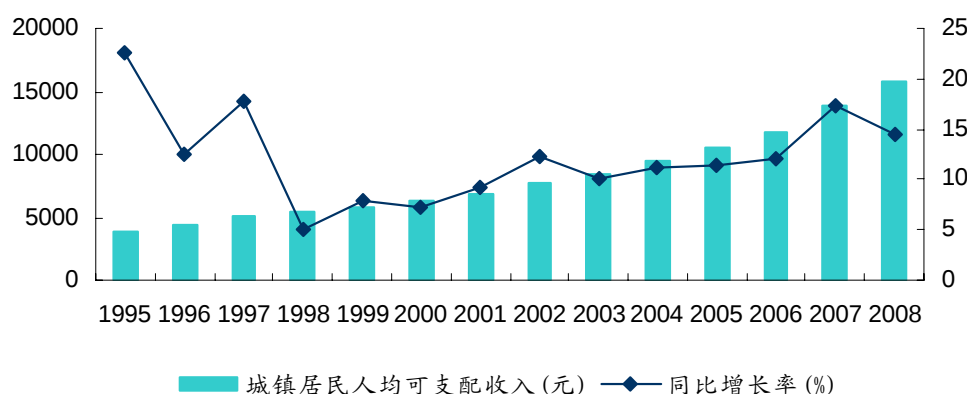
4. 机场业：行业长期增长，挖掘可能的超预期事件

4.1 需求：长期单调递增，看好枢纽机场的成长潜力

4.1.1 人民收入的增长和票价的走低将使航空消费日益大众化

- 我国的城镇居民人均可支配收入在近十几年来保持了稳定的增长速度，增速在 10% 以上，绝对值在 2008 年底已经超过 1.5 万元。我们预计，随着绝对值的不断提高，收入增速会有所下滑，但是保持增长的趋势不会改变。

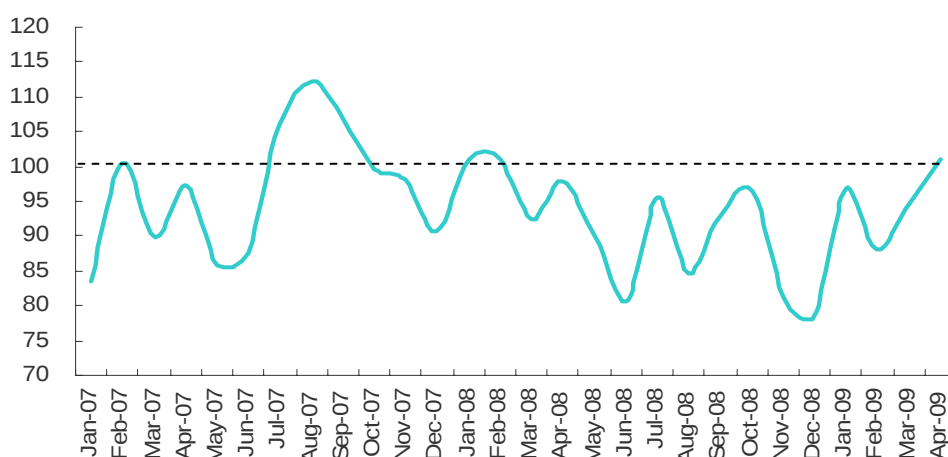
图 23：人均可支配收入保持稳定增长



资料来源：长江证券研究部

- 而国内机票的价格则呈现不断走低趋势。以 2004 年 1 月的票价为基数 100，在需求旺盛的 2007 年，也仅有第二和第三季度超过 100，其余时间大都低于 100。这和美国的历史非常相似，票价呈下降趋势，但是运输需求却不断增长。

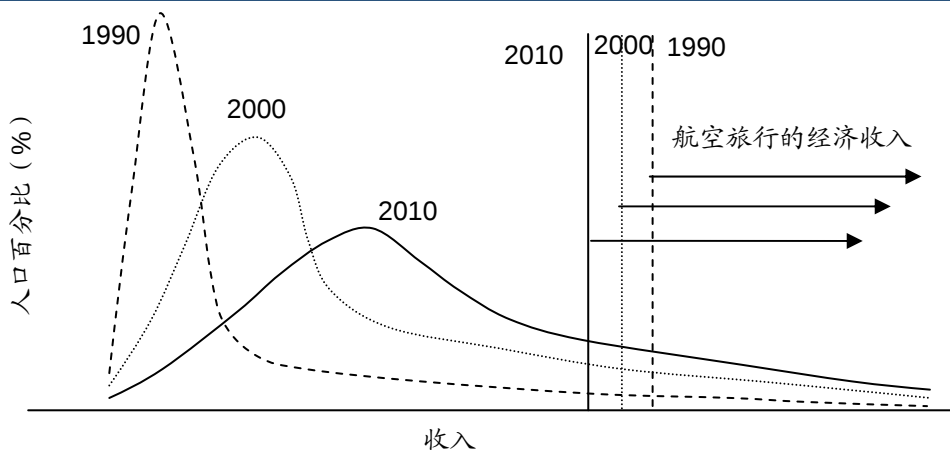
图 24：国内综合票价指数基本低于 2004 年水平



资料来源：长江证券研究部

- 从我国人口的收入结构来看，重心正在不断上移。低端收入的人口比例逐渐减少，高收入人口比例日益加大。而随着航空票价的不滑，航空消费曲线随之缓慢下移，有能力进行航空消费的人群越来越多，需求也就不断释放出来。我们认为航空消费将日益大众化，未来增长的潜力巨大。

图 25：我国人口收入重心和航空消费曲线正在日益接近

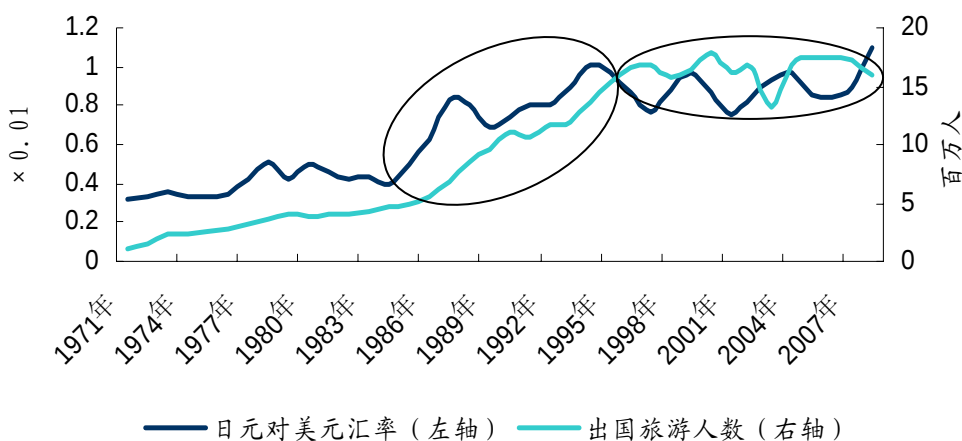


资料来源：长江证券研究部

4.1.2 汇率升值刺激出来的国际出境需求将推进航空枢纽的发展

对比日本历史上汇率与出境游人数的关系，我们可以清楚的看到本币升值与出境游人数具有高度的相关性。尤其在升值最快的八十年代中期到九十年代中期，出国旅游人数也紧跟着快速上升。此后汇率进入了相对稳定期，而出国旅游人数也保持了相对稳定。

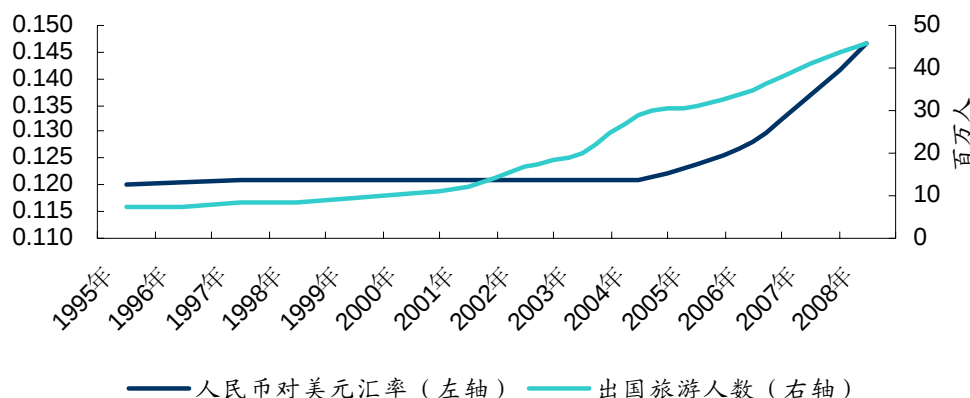
图 26：日元升值刺激国际出境游人数快速增长



资料来源：长江证券研究部

而在中国，自 2005 年逐步放开汇率之后，人民币呈现不断升值的趋势，出境旅游人数也呈现快速上升的势头。根据长江证券宏观策略组的判断，人民币将保持长期升值的势头，随着人民收入的提高和人民币国际购买力的增强，出国旅游也将成为一项大众消费项目，国际航空需求将会快速增长。而我国的国际航线主要集中在三大枢纽，因此会进一步推进我国航空枢纽的发展

图 27：人民币升值也将刺激我国出境游客快速增长



资料来源：长江证券研究部

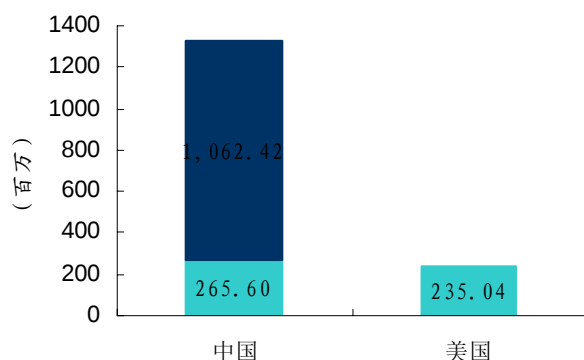
4.1.3 中美比较，长期 5 倍的空间基本无悬念

在 2009 年的策略报告《脚踏实地，稳健增长》中，我们对中国航空需求的长期发展趋势进行了分析，并以美国为对比对象，得出结论：中国的航空需求沿着美国的足迹增长，落后美国 35 年，未来至少有 5 倍的增长空间。

现在我们从另外一个角度，相对更加保守的角度来分析中国未来航空需求的增长前景。

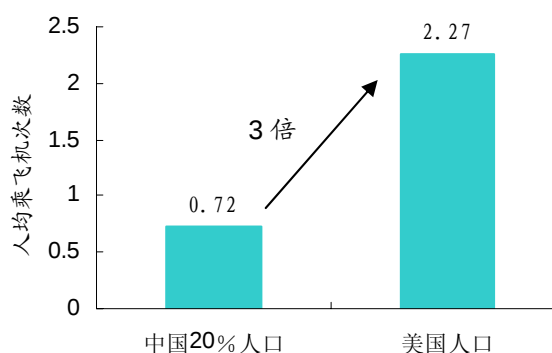
- 按照二八比例对中国人口进行划分，20%为高端收入群体，80%为低端收入群体，那么中国的高端收入群体与美国全国人口大体相当。
- 假定中国目前所有的航空需求全部由高端收入群体产生，则人均乘飞机次数为 0.72 次。
- 如果中国的这部分人群的乘机次数达到美国的平均水平，则至少还有 3 倍的增长空间。
- 如果中国的另外 80%人口也产生部分乘机需求，我们假设中国总需求不超越美国现在的水平，那么中国至少还有 5 倍的增长空间。

图 28：美国人口可以看做中国人口的二八现象



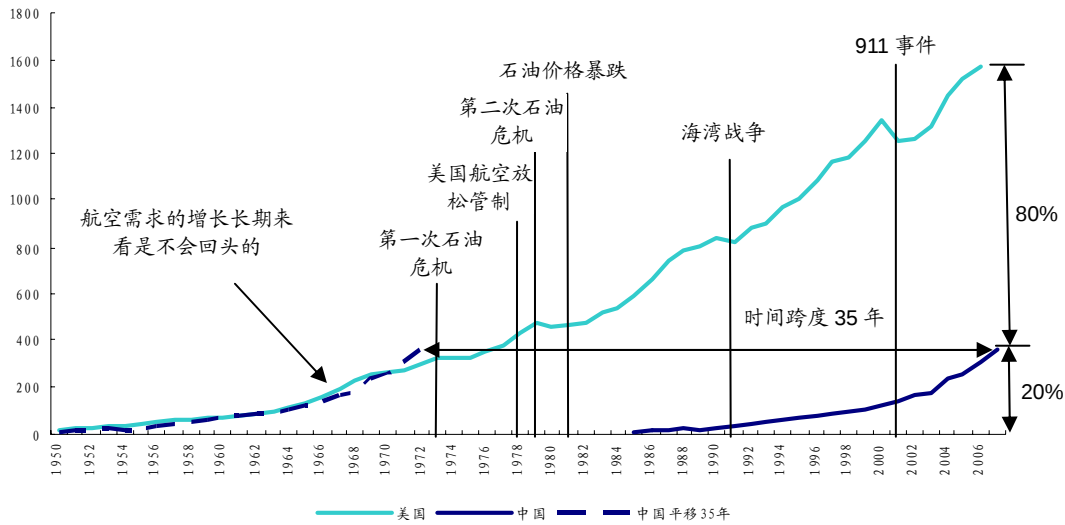
资料来源：长江证券研究部

图 29：中国航空需求至少还有 3 倍增长空间



资料来源：长江证券研究部

图 30 中国的航空需求至少还有 5 倍的增长空间

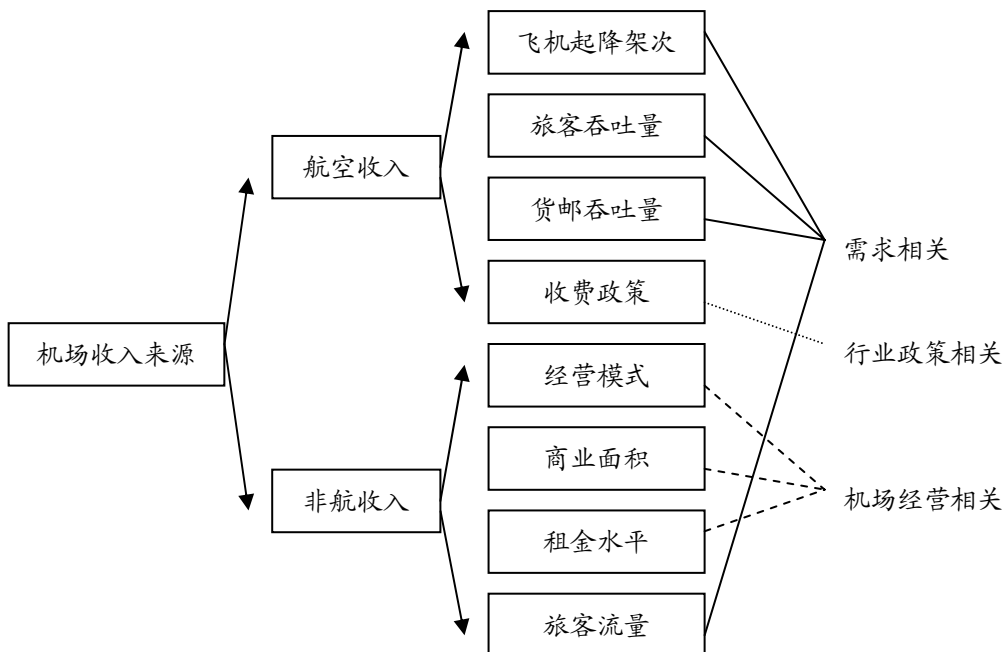


资料来源：中国民用航空，长江证券研究部

4.2 盈利模式：收入与需求高度相关，但是成本保持相对稳定

机场的收入主要包括两块，航空业务和非航业务，影响因素主要有需求、行业政策和机场经营三项。需求我们前面已经谈过，将会保持长期的增长；行业政策基本上会保持稳定；机场经营虽有变化，但也不会特别大。因此机场的收入会随着需求的增长而保持长期增长。从机场的收入结构中我们还可以发现，机场越大，则航空收入的增长潜力越大，获取非航收入的比例也会越大，因此我们看好枢纽机场的成长机会。

图 31：机场收入构成图



资料来源：长江证券研究部

而机场的成本项中，折旧占比约 1/3，人工成本占比约 1/3，剩下的为能源成本和其他成本。虽然有些成本项会随着业务量的增长而增长，如人工、水电等，但是由于折旧的稳定，因此总成本增速基本小于收入的增速，保持了相对稳定。

由机场的盈利模式可以得知，在正常年份里，机场行业的盈利是逐年递增的，可以作为长期的投资品种，我们更看好增长潜力大的枢纽机场。

4.3 投资思路：挖掘可能的超预期事件，白云机场可能性较大

机场行业属于稳健增长行业，因此股价的表现相对比较平稳，但是如果能有超预期事件发生，将会带来较大的收益。我们分别对几家大型机场未来的事项进行分析后发现，白云机场目前股价偏低，未来有超预期事件发生的可能性较大，可能存在较大的投资机会。

4.3.1 上海机场利好多估值高，超预期可能性不大

- 虹桥机场注入，可能会增厚业绩 10%，虽然目前没有明确的时间表，在虹桥机场扩建完工后实施的可能性较大。
- 世博会 2010 年召开，根据预测将有 7000 万人进入展区参观，乘坐飞机的旅客将有 1500 万人，以 2008 年为基数，两场吞吐量增加约 30%。
- 轨道 2 号线在 2010 年 5 月连通两座机场，减少路程时间，增加航空出行方式对旅客的吸引力，对机场有正面影响。

虽然上海机场的正面因素较多，但是我们预计 09 年和 10 年的 EPS 大约为 0.38 元和 0.53 元，按照现在的股价 14 元，对应的 PE 为 36 倍和 26 倍。而机场行业的 PE 区间通常在 25 倍左右，上海机场目前股价已经反应了 2010 年前全部利好预期，再超预期的可能性不是很大了。而如果有利好因素没有完全兑现，则会低于预期。

4.3.2 白云机场利好多估值低，超预期可能性较大

- 亚运会 2010 年在广州召开，运动员将达到 1.2 万人，创历届亚运会之最。由于有奥运会的前车之鉴，市场不敢对亚运会有过高的预期。我们认为，重现奥运会的可能性不大，亚运会可能会给白云机场带来超预期的客货流量。
- 地铁三号线 2010 年贯通，旅客将可乘地铁直达白云机场，对流量的增长有正面作用。更重要的是，地铁乘客从负一楼乘电梯到达三楼办理乘机手续，将改变目前乘客直达三楼的人流结构，极大的刺激一楼和二层的商场收入，带来超预期的非航收入增长。
- 广州可能获批全国最大空港物流园区，依托白云机场发展空港经济，打造临空产业基地、现代服务业基地和亚太区域物流中心。如果最终方案获批，白云机场的货邮吞吐量可能在未来将获得超预期的增长。

白云机场市场普遍认为业绩比较平淡，而实际上却存在不少可能超预期的事件。目前公司的股价 9 元，WIND 显示市场 09、10 年的 EPS 平均预期为 0.48 元和 0.53 元，对应的 PE 为 19 倍和 17 倍，已经处于一个较低的区间，如果能有事件带来业绩超预期的增长，公司将具有较大的投资价值。

4.3.3 深圳机场利好少估值低，可能会略超预期

- 深圳机场容量接近饱和，2011 年扩建完工之前，航空业务难以有较大的增长，这已经在市场预期之内。而硬件出现物理极限后，能够超预期的情况较少，即使起降架次从 510 架/天提升到 550 架/天，带来的容量提升约为 10%。
- 货运业务一直是市场对深圳机场预期较大的方面，在目前国际宏观经济下滑的大背景下，短期独善其身并超预期增长的可能性同样不是很大。白云机场正在全力打造全国最大空港物流园，而深圳机场夹在白云和香港两大机场之间，从长远的角度来看，竞争会比较激烈。东莞、惠州等地加工企业如果转移到粤北或粤西，对深圳机场的货源还将造成较大的影响。因此我们认为，未来不论是长期还是短期，货运业务不确定性比较大。
- 曾经超额的广告业务合同让市场欣喜了一阵，但是随之而来的履约风险又让市场回到了原点。我们认为，深圳机场广告业务能够获取一个行业平均或略高的价格，大幅超预期的合同将会存在履约风险。
- 深圳机场具有优秀的管理能力，相比国内其他大型机场而言，对成本和费用的控制能力较强，我们认为未来在成本控制方面可能会有超预期的表现。

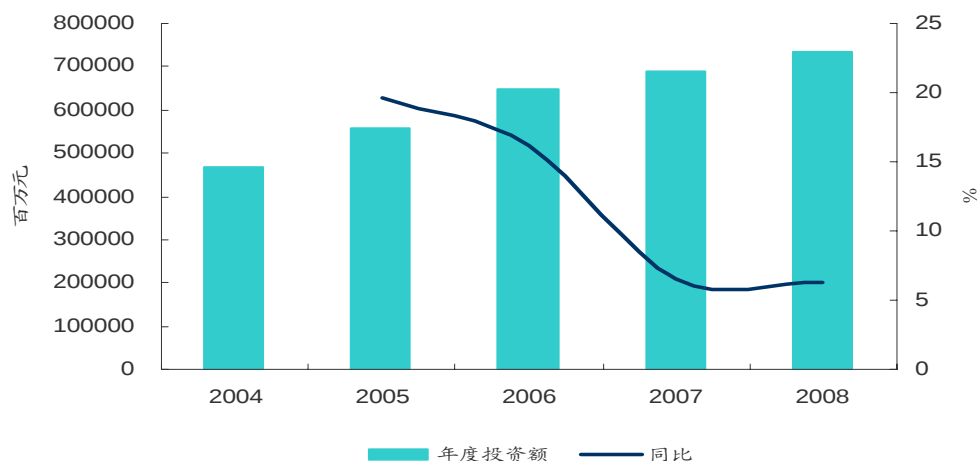
深圳机场市场预期的 09-10 年 EPS 为 0.32 元和 0.34 元，目前股价 6.5 元左右，对应的 PE 为 20 倍和 19 倍，相对偏低，我们认为可能会有略超预期的业绩表现，具有一定的投资价值。

5.公路业：平稳的现金流，寻找估值最低点与潜在成长

5.1 供需关系：供大于求，行业已经进入平稳期

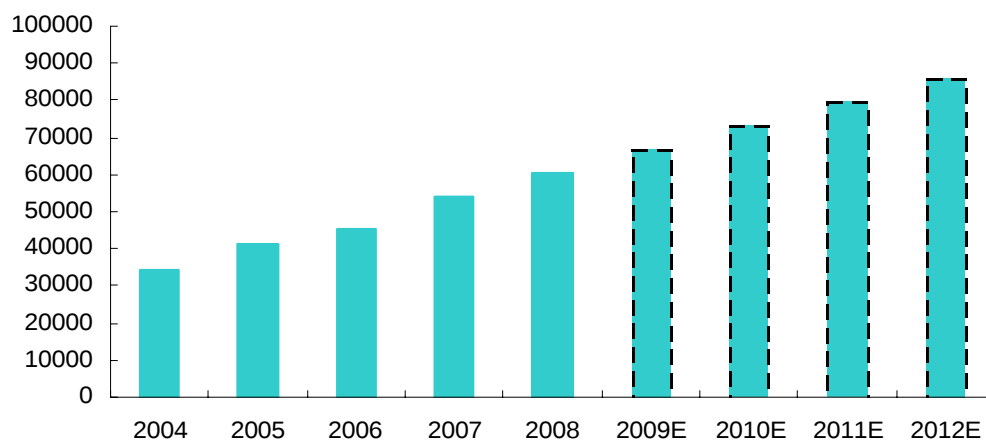
公路行业经过十多年的大力建设，路网密度有了极大的改善，已经进入了平稳期。数据显示，最近几年的道路设施投资增速已经有所降低，但是绝对值仍然在高位。在 4 万亿的政策推动下，按照目前的施工建设速度，3 年左右我国将实现 2020 年 8.5 万公里的高速公路网规划目标，提前目标年份 8 年左右。此后虽然路网大规模建设将告一段落，但是超前建设的高速公路能够满足此后相当长时间的交通需求。

图 32：道路设施投资增速降低，但是绝对值仍然在高位



资料来源：长江证券研究部

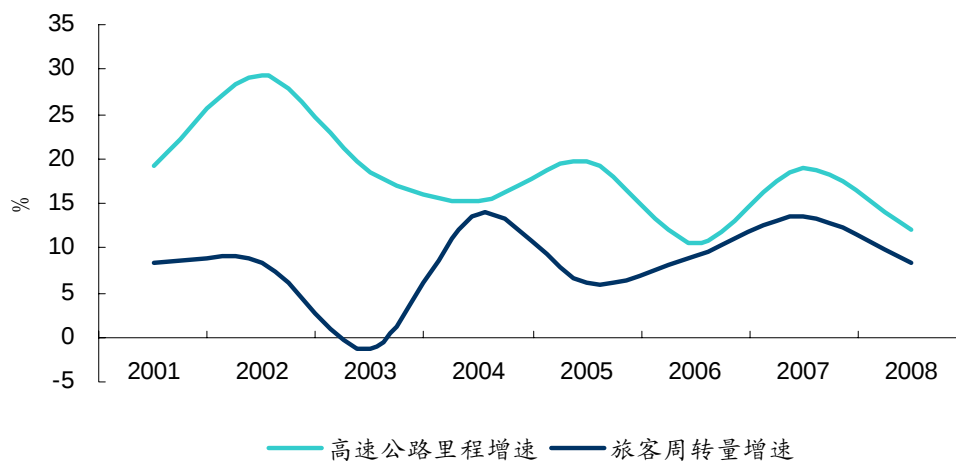
图 33：按照目前的建设速度，2012 年左右将实现规划的 8.5 万公里高速公路



资料来源：长江证券研究部

从供求关系的对比来看，虽然高速公路的里程增速在逐年下降，但是需求的增速一直小于供应的增速。随着高速公路网的全面贯通，未来里程增速将进一步下降，但是我们认为，交通需求的增速也将会维持在一个比较低的水平，出现大幅增长的可能性不大，因此行业整体进入了平稳期。

图 34：路网供给增速长期领先于需求增速

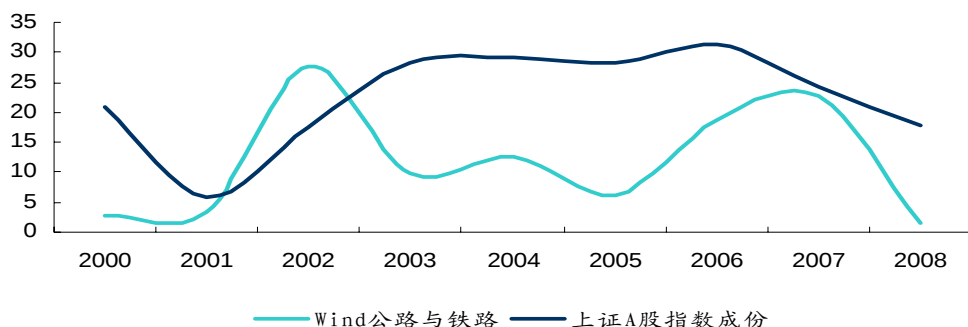


资料来源：长江证券研究部

5.2 盈利特征：业绩平稳，现金流充裕，分红大方

公路行业由于已经进入平稳期，因此不具备高增长的特征。从行业收入的增速来看，除 2006、2007 年计重收费带来了收入的快速增长外，由于流量导致的收入增速基本维持在个位数，远低于全市场的平均水平。我们判断，未来行业收入将持续保持平稳。

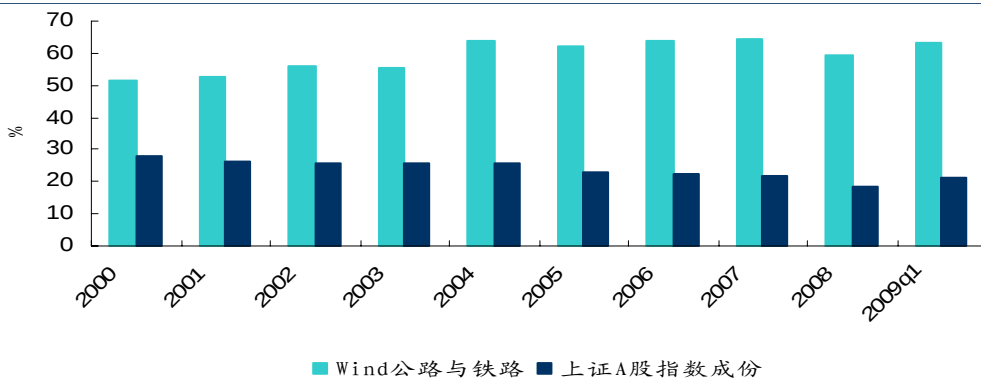
图 35: 公路行业的收入增速已经回归到个位数的水平



资料来源: 长江证券研究部

行业的毛利率始终处于很高的水平, 是市场平均水平的 2 倍以上, 在所有行业中排第二位。从最近几年的趋势来看, 市场平均毛利率有下降的趋势, 而公路行业则有上升的趋势, 两者的差距在不断拉大。行业的成本中有相当一块是折旧, 基本不会变化。在高毛利水平下, 收入稳定加上成本稳定, 行业的业绩也自然具有很高的稳定性。

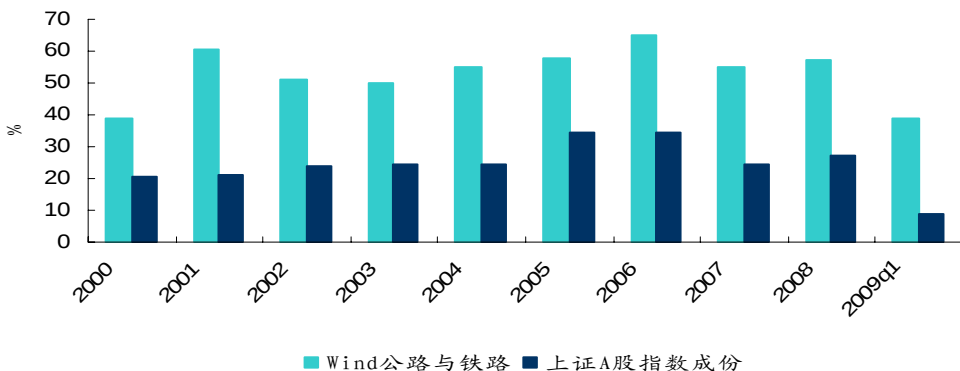
图 36: 毛利率远高于市场平均水平, 差距有拉大的趋势



资料来源: 长江证券研究部

公路行业的另外一个特征就是现金流充裕。我们分析行业最近 10 年收入中的净现金流比例之后发现, 这一比例平均在 50% 以上, 远远领先于市场。尤其在宏观经济出现重大波动的 09 年 1 季度, 相对市场平均比例倍数更高。从这个角度来说, 公路行业的业绩含金量比较高, 风险较小, 对具有避险防御需求的投资者而言, 是非常不错的品种。

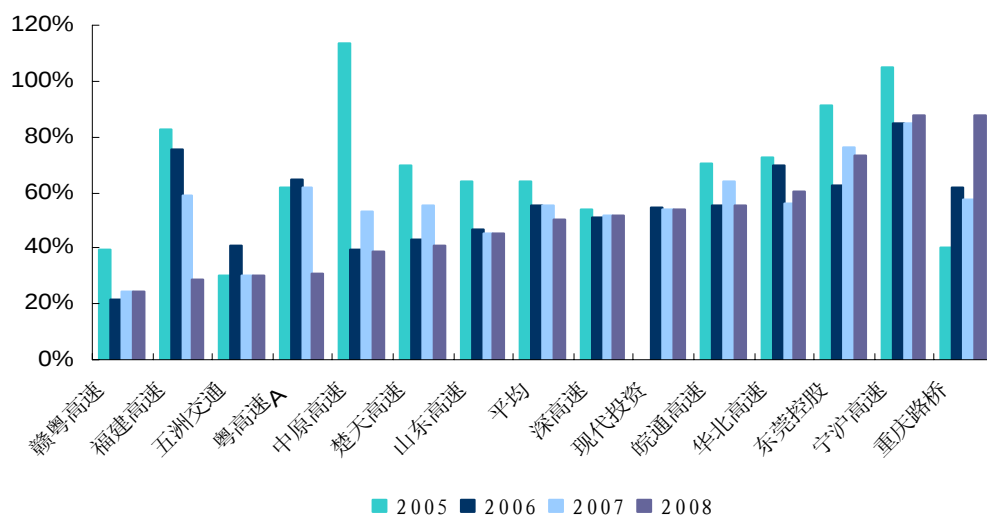
图 37: 收入中的现金比例至少是市场平均水平的 2 倍



资料来源: 长江证券研究部

高分红是行业的另一个特色。公路行业平均的分红送转率在 50%以上，在整个市场上是非常大方的行业。稳定的收益加上大方的分红，给予了投资者相当的回报，正是价值型行业的特征，这降低了风险，在一定程度上弥补了成长性的不足。

图 38：分红送转率平均在 50%以上



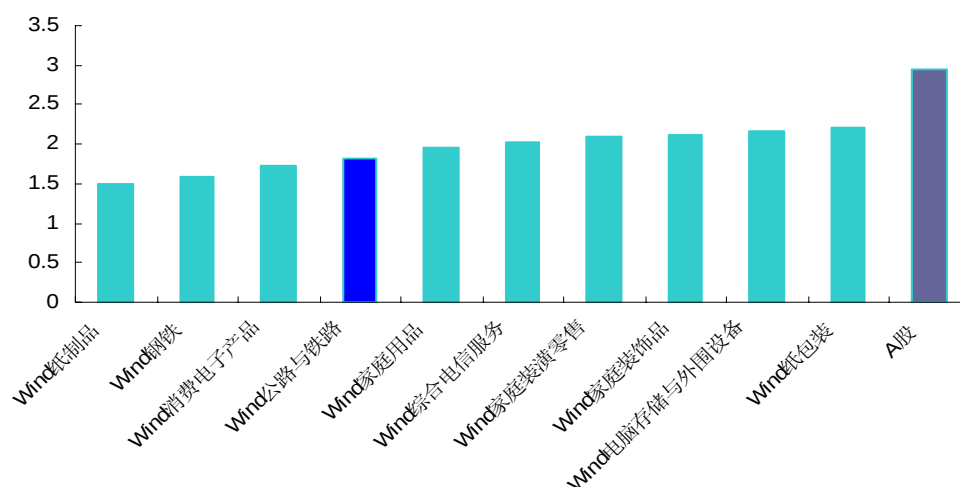
资料来源：长江证券研究部

5.3 投资思路：寻找低估值，挖掘潜在成长机会

5.3.1 寻找低估值

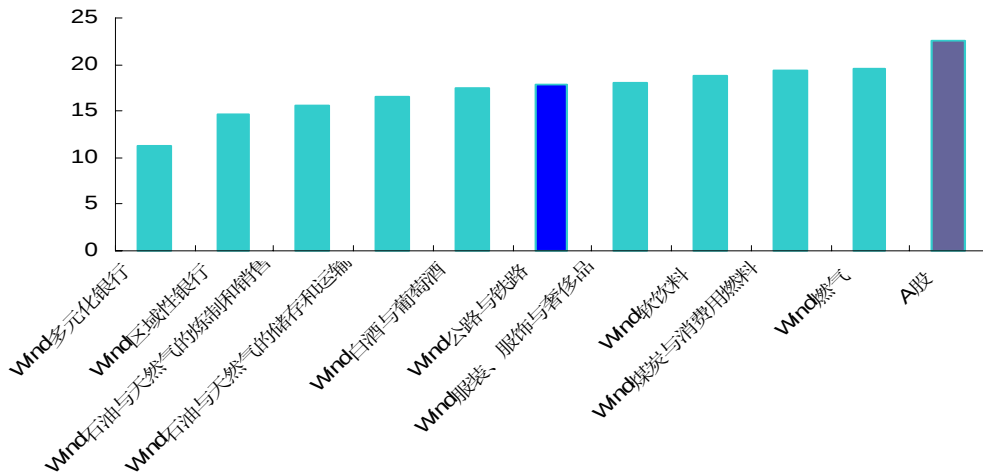
价值型企业的投资思路之一就是寻找低估值。公路行业目前的估值水平已经在市场上具有相当的优势，市净率和市盈率不仅仅是远低于市场平均水平，而且基本处于市场最低的范围。从行业内各家公司来看，估值越低的公司，可能的投资机会越大。当然这不能绝对而论，估值低只是作为一个参考，具体还要根据公司自身的经营状况、生命周期来进行分析，如是否有大修、分流等情况。

图 39：行业市净率在市场上第四低



资料来源：长江证券研究部

图 40：行业市盈率在市场上第六低



资料来源：长江证券研究部

5.3.2 挖掘潜在增长机会，看好中部地区的高速公路公司

在低估值的情况下，如果价值型企业能够有成长潜力，无疑会给投资者带来更多的回报。从公路行业收入构成来说，主要是车辆的过路费带来的收入，而收费标准一般由各省制定，不轻易更改，因此车流量的大小就成为决定公司收入高低的关键变量。交通量的产生与区域经济的发展密切相关，如产业布局、经济活跃度、经济构成等，一般来说产业越活跃的地方交通需求越旺盛，车流量越大。

对我国目前的产业布局 and 未来的政策进行分析，在中部崛起和东部地区产业升级的政策导向下，沿海的加工制造业有可能会内迁到中部地区，从而对中部地区的交通需求带来刺激。而中部省区中，江西、安徽、湖南、湖北等省距离沿海省份最近，最有希望成为承接产业的地区。

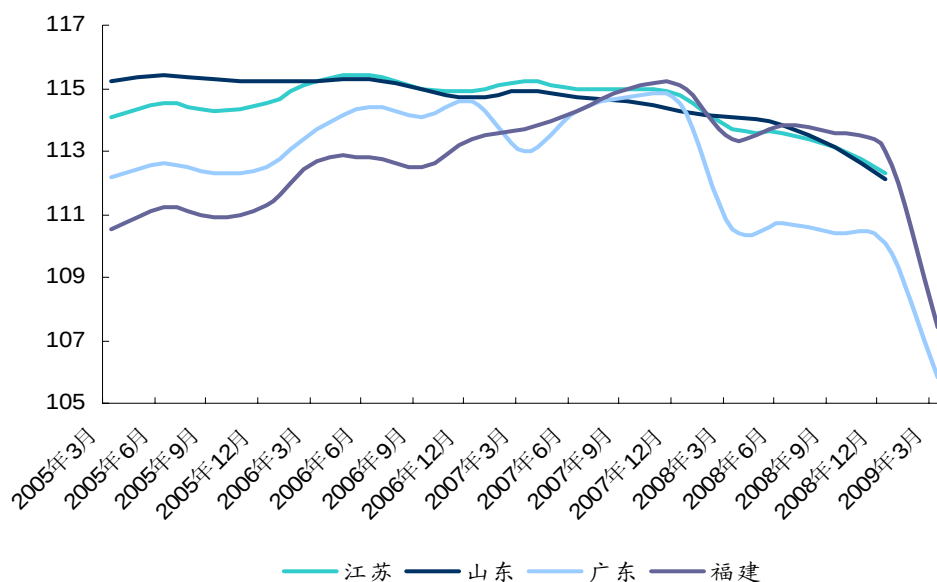
图 41：沿海产业有向中部地区转移的趋势



资料来源：长江证券研究部

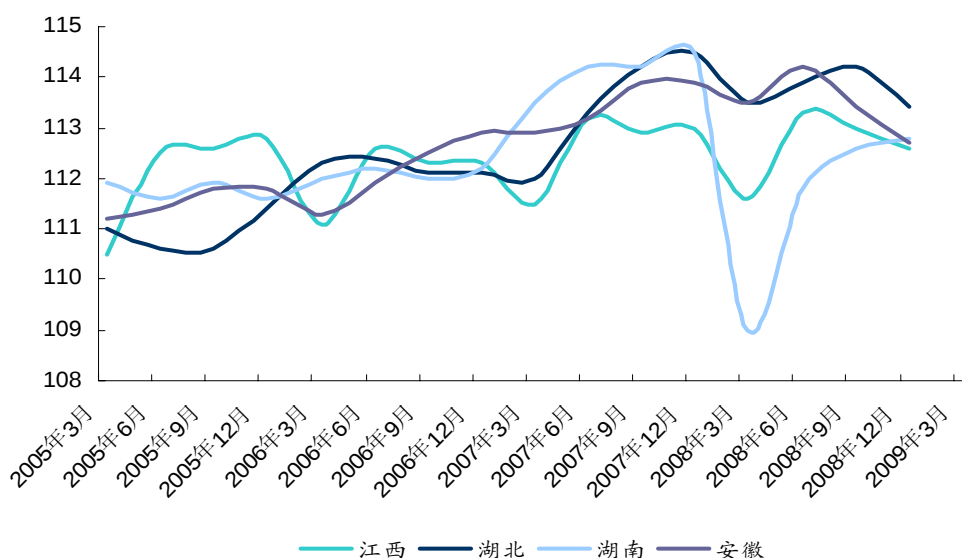
通过对沿海省份和中部省份的 GDP 指数进行对比后发现，沿海省份呈现见顶回落的趋势，而中部省份则呈现稳健上升或横向震荡的趋势，这一方面可能是中部地区 GDP 基数较低，且对出口依赖较小，另一方面则可能是已经有部分产业转移或正在转移。

图 42：沿海发达省区 GDP 呈现触顶回落趋势



资料来源：长江证券研究部

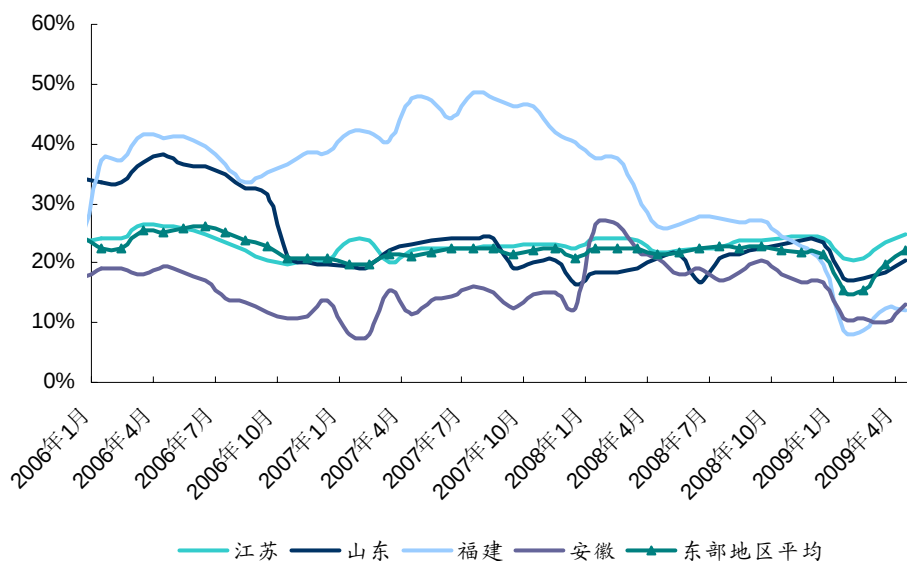
图 43：中部省区 GDP 增速呈现上升趋势



资料来源：长江证券研究部

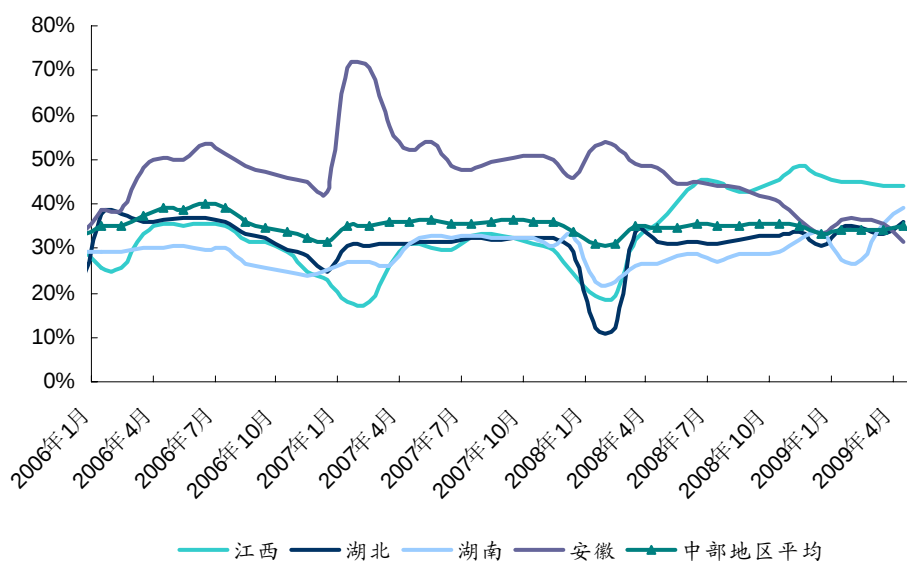
固定资产投资增速则从另外一个角度反映了两个地区的差异。中部地区的平均增速在 30% 左右，其中以江西为最快，在 50% 左右，而东部地区为 20%。固定资产投资加速进行，很可能意味着相关产业正在大力投资中，未来经济的发展有可能会大大加快，从而增加潜在的交通需求。因此，考虑到未来的增长潜力，我们更加看好中部地区的高速公路。

图 44: 东部地区固定资产投资增速平均在 20%左右



资料来源：长江证券研究部

图 45: 中部地区固定资产投资增速平均在 30%以上



资料来源：长江证券研究部

6. 国内外估值比较

6.1 A 股航空公司估值最高，但是高增长预期能够支撑

欧洲、美洲和亚太地区的航空公司 PB 基本都在 0.8-1.5 倍左右，而 A 股的航空公司 PB 都在 3 倍左右，明显高于全球的平均估值水平。我们认为，市场环境不同，导致风险偏好和估值体系均有差异，不太适合简单的将绝对值进行对比，因为 A 股的整体估值在全球也是较高的。

此外，发达地区航空公司的增长潜力较小，国际需求又受到经济危机的影响，估值低也是情理之中。而中国国内的航空需求非常旺盛，且还处于高速成长期，给予高估值并不奇怪。我们在前面探讨过，目前中国航空业正处于十年大周期的底部，因此国内航空公司完全可以享有一定的估值溢价。

表 5：亚太地区航空公司估值

航空公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
新加坡航	24.73	14.14	9.72	1.01	0.96	0.93
快达航	31.16	16.29	10.34	0.77	0.76	0.74
国泰航	#N/A N/A	19.92	13.33	1.06	1.02	0.98
日航	#N/A N/A	249.66	26.89	1.84	1.57	1.67
全日空	#N/A N/A	184.56	25.48	1.79	1.67	1.50
韩亚航	#N/A N/A	33.74	12.04	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
泰航	7.65	5.24	5.59	0.47	0.44	0.45
亚航	8.13	6.89	7.00	1.43	1.12	0.93
中华航空	#N/A N/A	27.10	16.46	1.53	1.84	1.74
长荣航空	#N/A N/A	31.57	26.66	1.29	1.23	2.31
均值	17.92	58.91	15.35	1.24	1.18	1.25
中值	16.43	124.83	13.44	1.16	1.14	1.38

资料来源：长江证券研究部

表 6：欧洲地区航空公司估值

航空公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
蓝色维珍	#N/A N/A	12.60	3.58	0.50	0.50	0.45
北欧航	#N/A N/A	24.94	8.49	0.79	0.76	0.70
瑞安航	14.31	12.33	10.03	1.85	1.59	1.35
汉莎航	34.44	14.37	8.88	0.69	0.67	0.63
芬兰航	#N/A N/A	#N/A N/A	50.00	0.82	0.82	0.81
英航	#N/A N/A	37.27	6.02	0.89	0.91	1.09
法荷航	#N/A N/A	262.98	9.80	0.46	0.46	0.46
EASYJET	36.40	10.79	7.26	1.01	0.93	0.83
均值	28.38	53.61	13.01	0.88	0.83	0.79
中值	34.44	131.49	25.00	1.16	1.02	0.90

资料来源：长江证券研究部

表 7：美国地区航空公司估值

航空公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
阿拉斯加航	7.58	6.57	4.25	0.70	0.62	0.54
美西南航	19.20	12.06	8.33	1.04	1.02	0.94
大陆航	37.22	3.77	3.77	2.42	1.13	0.82
AIRTRAN	5.87	6.07	5.28	1.73	1.20	0.95
美国航	#N/A N/A	2.93	#N/A N/A	-0.46	-0.48	-0.45
美联航	#N/A N/A	2.86	36.36	-0.48	-0.40	-0.39

均值	17.47	5.71	11.60	0.82	0.51	0.40
中值	13.39	6.03	18.18	0.97	0.36	0.25

资料来源：长江证券研究部

表 8：中国地区航空公司估值

航空公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
国航	28.03	28.41	20.25	2.59	2.90	2.71
南航	30.00	26.55	19.52	3.44	2.75	2.99
东航	#N/A N/A	2,635.00	40.85	-10.76	210.80	27.74
上航	#N/A N/A	33.35	15.75	3.91	4.20	3.32
海航	91.21	27.13	23.00	2.47	2.34	2.14
均值	49.75	550.09	23.88	0.33	44.60	7.78
中值	30.00	1,317.50	20.43	-3.42	106.57	14.94

资料来源：长江证券研究部

6.2 A 股机场估值最高，适当溢价并不为过

与航空公司类似，由于市场环境和成长阶段的原因，A 股机场的 PB 在 2 倍左右，高于国际机场 1-1.5 倍左右的估值。我们同样认为，由于我国还处于航空高速增长的时期，机场增长前景比较广阔，适当的溢价是完全应该的。

表 9：国际机场公司估值

机场公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
空港设施	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
日本空港	30.03	23.90	20.23	0.93	0.92	#N/A N/A
泰国机场	25.27	13.52	10.32	0.44	0.43	0.42
法兰克福机场	19.95	17.07	16.19	1.12	1.08	1.05
奥克兰机场	19.76	20.00	17.63	1.06	1.06	1.05
哥本哈根机场	16.58	14.36	12.84	3.24	3.17	3.11
维也纳机场	9.68	10.78	14.31	0.80	0.80	0.80
苏黎世机场	15.00	14.17	12.89	1.06	1.02	0.94
佛罗伦萨机场	44.09	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
均值	22.55	16.26	14.92	1.24	1.21	1.23
中值	26.89	17.34	15.27	1.84	1.80	1.76

资料来源：长江证券研究部

表 10：香港机场公司估值

机场公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
首都机场	#N/A Sec	41.80	21.22	1.90	1.82	1.73
美兰机场	#N/A Sec	10.54	10.03	1.06	1.00	0.94
均值	#DIV/0!	26.17	15.63	1.48	1.41	1.33
中值	-	26.17	15.63	1.48	1.41	1.33

资料来源：长江证券研究部

表 11: 国内机场公司估值

机场公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
上海机场	30.70	23.29	19.53	2.06	1.90	1.75
白云机场	19.15	16.68	14.10	1.68	1.54	1.48
深圳机场	20.82	18.92	18.36	2.29	2.05	1.93
厦门空港	20.88	18.81	17.19	3.70	3.69	3.20
均值	22.89	19.43	17.29	2.43	2.29	2.09
中值	24.92	19.99	16.81	2.69	2.61	2.34

资料来源：长江证券研究部

6.3 A 股高速公路估值与全球接近或略低

由于中国的高速公路已经进入平稳期，高速成长的可能性不大，因此估值也与国际比较接近。除少数公司外，大部分国内高速公路估值甚至还略低于国际水平。我们认为，对于估值低，且具有一定成长潜力的公司，具有较大的投资价值。

表 12: 国际高速公司估值

高速公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	15.58	15.30	14.27	2.52	2.46	2.55
EUROPISTAS CONCESIONARIA ESP	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
AUTOSTRADA TORINO-MILAO SPA	6.71	8.69	7.32	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
ANSALDO STS SPA	14.71	13.70	12.74	4.16	3.46	3.00
AUTOSTRADA MERIDIONALI SPA	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
SIAS SPA	11.00	10.60	10.56	0.81	0.77	0.75
PLUS EXPRESSWAYS BHD	15.07	14.48	10.67	2.80	2.66	2.37
LINGKARAN TRANS KOTA HLDGS	11.61	10.50	8.62	2.52	2.50	2.11
MTD INFRAPERDANA BHD	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
MARSEILL TUNNEL PRADO-CARENA	15.13	14.22	12.42	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
均值	12.83	12.50	10.94	2.56	2.37	2.16
中值	11.15	11.99	10.79	2.48	2.12	1.88

资料来源：长江证券研究部

表 13: 香港高速公司估值

高速公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
安徽皖通高速	9.88	9.53	8.90	1.17	1.10	1.10
浙江沪杭甬	13.80	12.47	11.86	1.71	1.62	1.55
深圳高速公路	14.66	11.79	10.52	0.98	0.93	0.89
江苏宁沪高速	14.12	12.82	11.83	1.55	1.49	1.46
四川成渝高速	10.25	9.17	9.13	0.92	0.86	0.82
合和公路基建	11.22	11.55	12.16	1.43	1.43	1.44
均值	12.32	11.22	10.73	1.29	1.24	1.21
中值	12.27	11.00	10.53	1.31	1.24	1.18

资料来源：长江证券研究部

表 14：国内高速公司估值

高速公司	PE			PB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
粤高速 A	15.71	15.33	15.91	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A
现代高速	11.70	11.12	10.89	1.94	1.79	1.65
皖通高速	13.09	12.64	11.89	1.54	1.42	1.43
中原高速	15.15	13.45	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A	#N/AN/A
福建高速	13.07	15.16	16.16	2.23	2.04	1.86
楚天高速	13.88	11.92	12.03	1.75	1.57	1.52
赣粤高速	11.22	10.50	10.30	1.54	1.37	1.24
山东高速	14.47	12.34	11.62	1.88	1.72	1.58
宁沪高速	18.27	16.50	15.07	1.83	1.89	1.87
深高速	22.53	19.00	18.39	1.69	1.59	1.54
均值	14.91	13.79	13.58	1.80	1.67	1.59
中值	16.87	14.75	14.35	1.88	1.71	1.55

资料来源：长江证券研究部

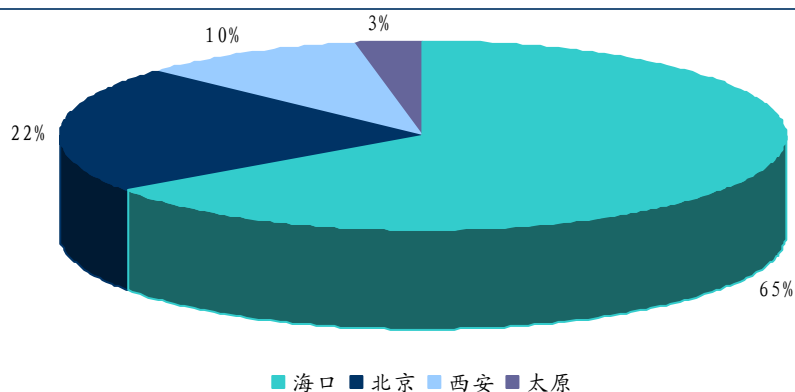
7.重点公司推荐：

7.1 海南航空：谷底激进扩张，与海南旅游业共同飞翔

7.1.1 特点一：旅游业是支撑公司业绩的关键

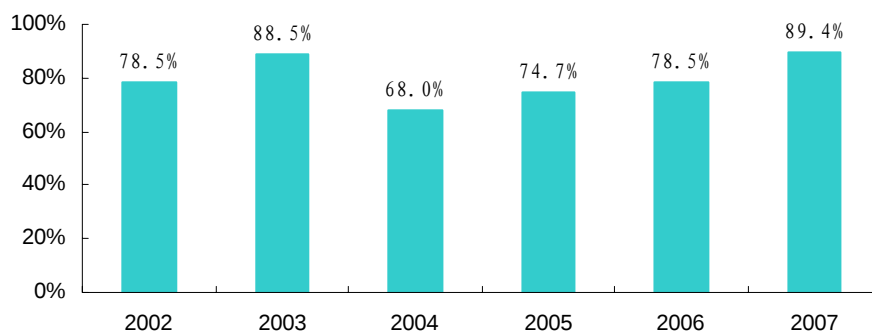
公司的主要收入来源在海口地区，根据 08 年年报的显示，海口地区为公司创造了 65% 的收入，是公司名副其实的粮仓。我们进一步分析乘客中的结构比例，游客占比平均高达 80%，也就是说，是旅游业支撑了海南岛庞大的航空需求，给公司带来了大量的收入。

对比海南岛上两家机场的市场份额，公司分别占有 45% 和 14%，在整个海南岛上公司的份额为 33%，海航集团则占有 10%。海南旅游业的发展，公司无疑是最大的受益者。

图 46：海南地区是公司主要的收入来源


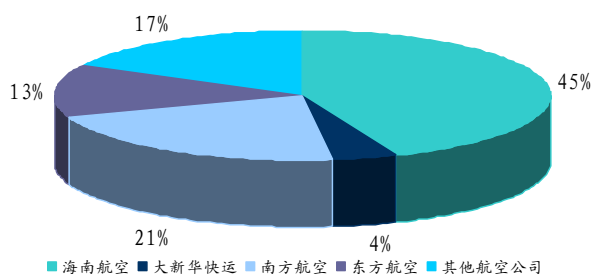
资料来源：长江证券研究部

图 47：海南岛游客在乘客中占比平均高达 80%



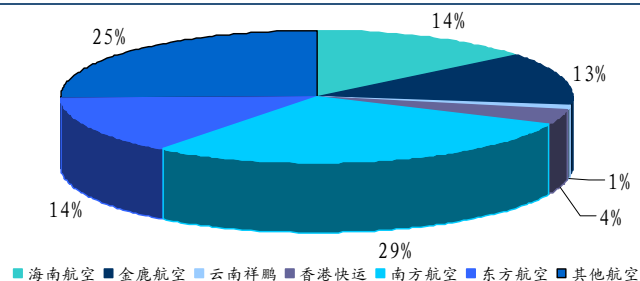
资料来源：长江证券研究部

图 48：海南航空在海口美兰机场市场份额达到 45%



资料来源：长江证券研究部

图 49：海南航空在三亚机场市场份额达到 14%



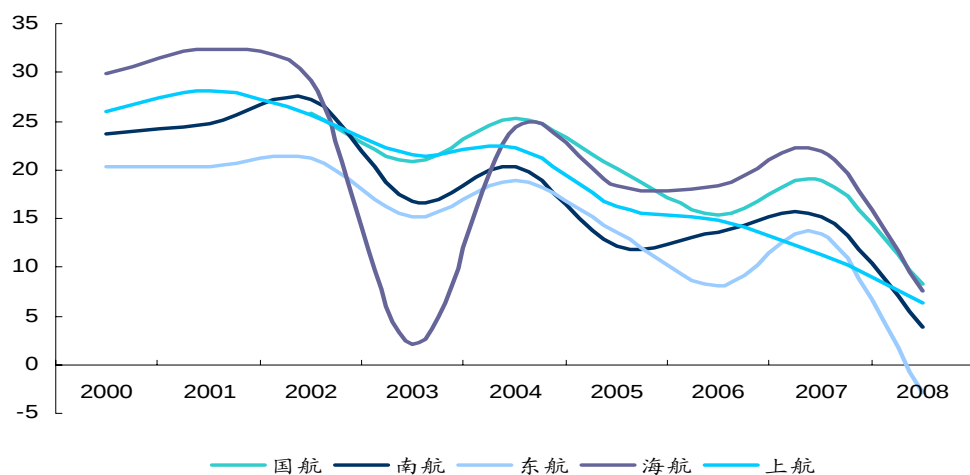
资料来源：长江证券研究部

7.1.2 特点二：经营效率在行业内处于领先地位

航空业具有很强的波动性，除了全行业繁荣期，经营效率的高低就是赢利和亏损的分界线。从多个指标来看，公司的经营效率在行业内具有较为明显的优势。

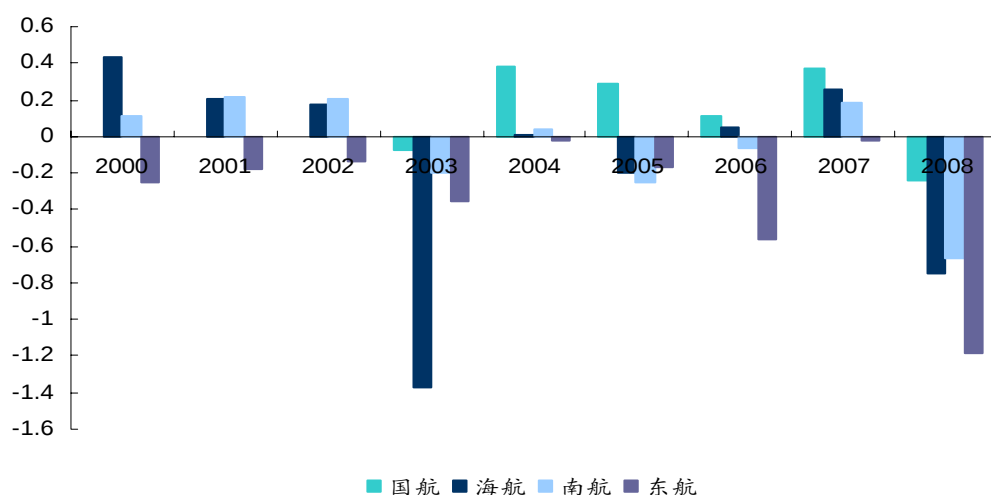
- 毛利率：长期在行业内居于前列
- 吨公里净收益：大部分年份仅次于国航
- 销售费用率：由于电子机票占比已经达到 70%，因此销售费用率在行业内最低
- 客座率：个别年份落后于国航外，基本是行业最高
- 08 年业绩：虽然全行业亏损，但是在净资产收益率、每股净资产、毛利率等方面仍然居于行业前列
- 09 年 1 季度业绩：少有的主营业务赢利的航空公司之一。

图 50: 海航的毛利率居于前列



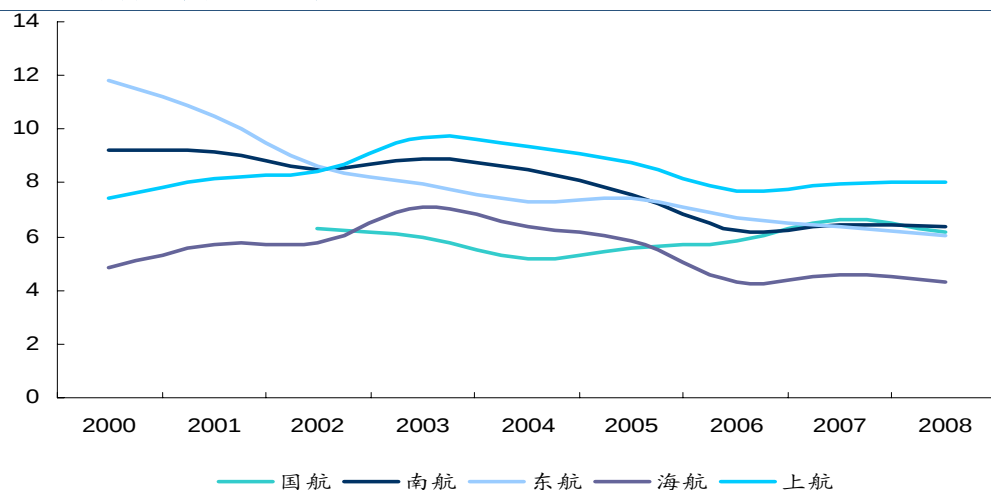
资料来源: 长江证券研究部

图 51: 海航的吨公里净收益大部分年份仅次于国航



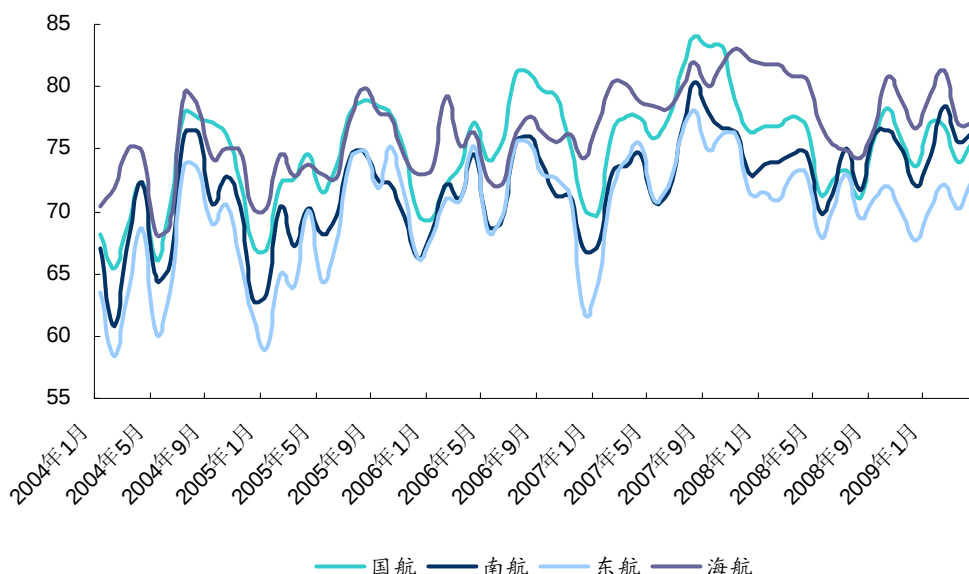
资料来源: 长江证券研究部

图 52: 销售费用率在行业内最低



资料来源: 长江证券研究部

图 53：在行业内长期处于前列



资料来源：长江证券研究部

表 15：经营效率在行业内具有相对优势（2008 年年报）

上市公司	EPS	每股净资产	毛利率	净利率	ROE
海南航空	-0.4	1.74	7.6	-11.72	-23.19
中国国航	-0.77	1.67	8.24	-17.27	-36.33
南方航空	-0.74	1.07	3.86	-8.56	-51.24
*ST 上航	-1.155	0.31	6.38	-9.34	-129.96
ST 东航	-2.8617	-2.38	-2.95	-33.29	-

资料来源：长江证券研究部

表 16：公司是少有的 1 季度主业盈利的航空公司（2009 年 1 季报）

上市公司	EPS	扣除非经常性损益 EPS
中国国航	0.08	0.02
海南航空	0.01	0.01
*ST 上航	0.024	-0.117
南方航空	0.03	-0.12
ST 东航	0.008	-0.26

资料来源：长江证券研究部

7.1.3 长期因素：谷底激进扩张运力，与海南旅游业共同飞翔

由于海南岛的旅游业是支撑公司业绩的最重要因素，因此从长期角度来说，海南大力发展旅游业并全力打造国际旅游岛无疑对公司的发展意义重大。目前海南省政府已经制定了国际旅游岛建设时间表和具体的考核指标，并对开通国际航线给予了直接的财政补贴。

我们假定 2013 年，省政府的指标能够刚好实现，根据公司目前在海南岛上的市场份额，我们保守估计公司每年 RPK 的增速将在 15% 以上。而实际上海南岛历年的旅客增速平均都在 10%-15% 左右，海南航空 PRK 增速则都在 20% 以上。如果考虑未来几年我国航空业的复苏，公司其他地区的需求增长，或者海南旅游人数的增长超过我们的保守假设，RPK 的增速都将超过我们的预期。

表 17: 国际旅游岛建设计划

阶段	建设目标	具体指标
第一阶段: 到 2013 年	建成国际旅游岛的雏形	入境游客占全省旅游接待人数的 10%以上, 旅游外汇收入占旅游总收入的 20%以上
第二阶段: 到 2018 年	基本建成国际旅游岛,“中国 热带海岛, 东方度假天堂” 的品牌基本确立	入境游客占全省旅游接待人数的 20%以上, 旅游外汇收入占旅游总收入的 30%以上
第三阶段: 到 2028 年	建成世界一流的国际旅游 岛	入境游客占全省旅游接待人数的 30%以上, 旅游外汇收入占旅游总收入的 40%以上

资料来源: 长江证券研究部

表 18: 航线补贴政策

补贴范围	补贴额度	补贴时间
新开亚洲区域内定期航班	每架次 22000 元	可连续享受三年, 第一年、第二
新开洲际定期航班	每架次 40000 元	年和第三年依次按照补贴标准的
新开海口、三亚至欧美或澳大利亚的航线	每架次 30000 元	100%、75%和 50%计算。

资料来源: 长江证券研究部

表 19: 考虑货币补贴换算的海南航空未来旅客周转量增速预测

享受国际需求份额 年份	10%	30%	50%	70%	90%
2009	15.9%	15.9%	16.0%	16.0%	16.1%
2010	17.8%	22.1%	26.3%	30.6%	34.9%
2011	15.6%	18.9%	21.9%	24.8%	27.4%
2012	14.0%	16.6%	18.9%	20.9%	22.8%
2013	12.4%	14.5%	16.3%	17.9%	19.2%

资料来源: 长江证券研究部

公司目前运营飞机 77 架, 新近发布公告称 09 年引进飞机 38 架, 约为现有运力的 50% (估计在下半年陆续引进, 10 年完全释放运力)。根据我们此前调研获得的运力引进计划来看, 未来 3 年内还将每年大约引进 20 架飞机。公司在 08 年年报中披露 09 年经营计划, 周转量将大幅增长 47%, 远远领先行业平均水平。我们认为这一方面为行业需求有所复苏, 另一方面是公司运力扩张后带来的运输量大幅增长。

目前正处于整个航空业的谷底, 同时又是海南大力建设旅游岛的前夜, 公司在此时进行激进的运力扩张, 无疑在未来行业复苏和旅游岛建设双重因素的作用下, 将出现爆发式增长, 我们非常看好公司的长期增长趋势。

表 20: 公司运营及引进机型情况

机型	B737-300	B737-400	B737-800	B767-300	A319	A330-200	A340-600	合计
现有	12	10	41	3	6	4	1	77
引进			24		9	3	2	38

资料来源: 长江证券研究部

表 21: 预计 2009 年公司主要经营指标

指标	数据	增长率 (%)
总周转量 (亿吨公里)	33.97	47.5
旅客运输量 (万人次)	1964	36.65

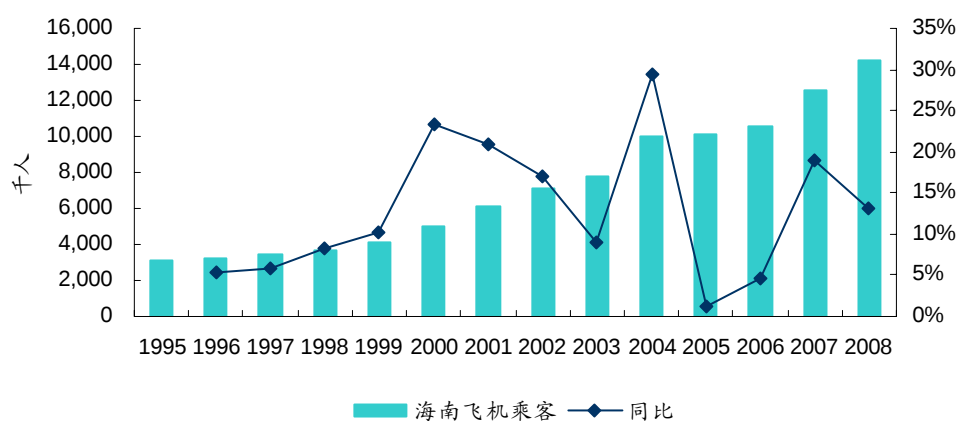
货邮运输量（万吨）	28.42	52.39
飞行小时（万小时）	36.67	38.76
飞行班次（万班次）	15.22	28.06
安全指标	责任事故征候万时率不高于 0.1，各类事故为 0	
正点指标	行业前三名	

资料来源：长江证券研究部

7.1.4 短期因素：受流感的影响可能会最小

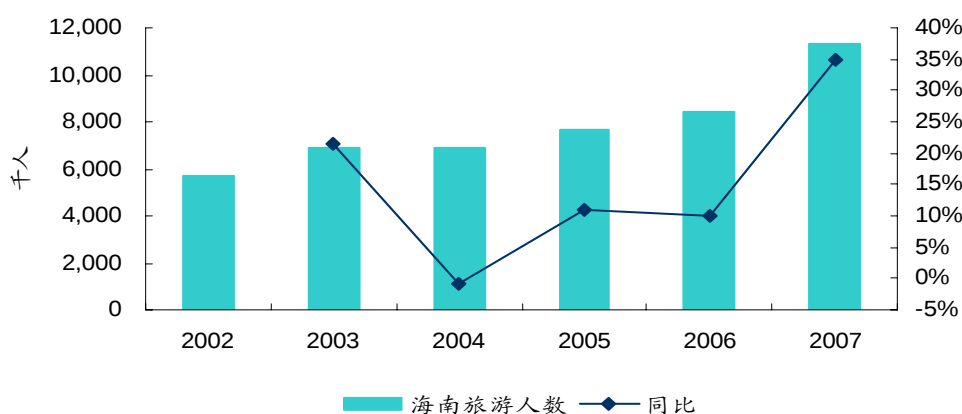
流感是目前困扰航空业最大的突发事件。但是从历史数据来看，不论是在 98 年金融危机还是在 03 年的非典，海南的游客和乘飞机的人数均没有受到明显影响，保持了较快速度的增长。我们认为这得益于海南岛独特的地理位置和旅游资源，使得航空业能够避免和其他交通方式竞争，保持快速增长的趋势。

图 54：海南飞机乘客数近年一直保持了较快速的增长



资料来源：长江证券研究部

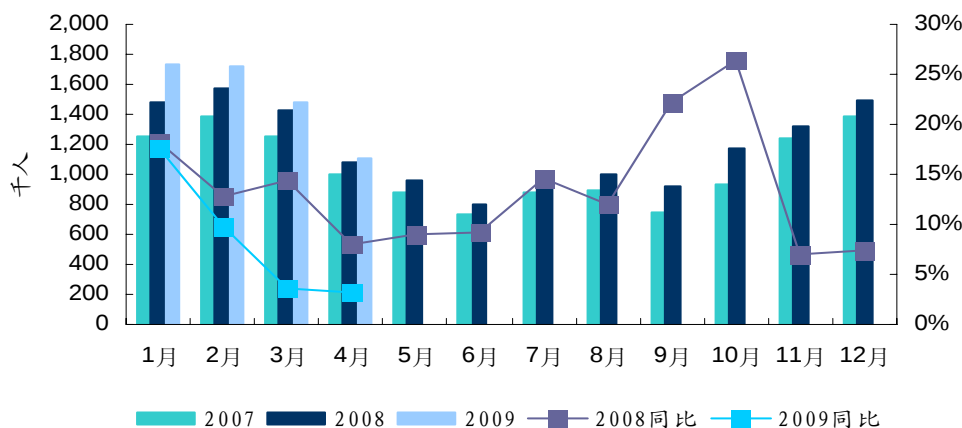
图 55：海南旅游人数近几年保持了较快的增长



资料来源：长江证券研究部

从季节因素来看，海南岛的旅游旺季在一四季度，二第三季度的流量是旺季的 60% 左右。而流感即使爆发，也是在二三季度，对海南的旅游影响很小。当流感结束时，海南岛将迎来下一个旅游旺季。因此就整个行业而言，公司将是受影响最小的航空公司。

图 56：独特的季节因素把流感的影响降到最低



资料来源：长江证券研究部

7.1.5 催化因素：注资提高公司扩张能力，降低估值水平

根据公告，政府和海航集团将分别采用定向增发的方式注资 15 亿给上市公司。我们认为：

- 注资将缓解资金压力，减少财务费用。公司 09 年运力扩张中 23 架飞机为购买，需要资金约 72 亿人民币。而一季报显示公司帐面现金约 82 亿，为历年的平均水平，如果全部用于购买飞机，资金链将严重紧缺，风险极大。根据公司公告，20 亿用于偿还一年内到期欠款，10 亿补充流动资金，这将大大缓解公司资金压力，减少财务费用，提高公司的扩张能力。
- 注资后公司估值显著降低。按照增发价为 5.04 元，增加股本约 6 亿。注资完成后，负债率将从 87% 下降到 82%，每股净资产大约为 2.22 元（考虑摊薄），PB 为 2.51 倍（注资前为 3.19 倍），估值显著降低。而国航目前为 3.78 倍，南航为 4.69 倍，公司的估值优势明显，对公司的股价将会形成催化作用。

7.1.6 看好公司的前景，重申“推荐”评级

从长期和短期的角度，我们均看好公司的发展前景。假设民航建设基金返还在 09 年报表中得到反映，根据我们上面对公司未来成长性的分析，同时考虑 09 年由于注资增发后的摊薄，预测公司 09-11 年 EPS 为 0.23 元、0.18 元和 0.30 元。公司对应的 PB 为 2.1 倍，远低于国航的 3.75 倍和南航的 4.74 倍，重申“推荐”评级。

表 22：海南航空财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13552	15355	18426	21668	货币资金	6652	7537	5528	6500
营业成本	12516	12054	13992	16084	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1036	3301	4434	5584	应收账款	441	499	599	705
% 营业收入	7.64%	21.50%	24.06%	25.77%	存货	255	246	285	328
营业税金及附加	384	435	522	614	预付账款	272	262	304	350
% 营业收入	2.84%	2.84%	2.84%	2.84%	其他流动资产	249	153	153	153
销售费用	587	665	798	939	流动资产合计	7869	8697	6870	8036
% 营业收入	4.33%	4.33%	4.33%	4.33%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	516	585	701	825	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%	长期股权投资	720	733	746	758
财务费用	648	1293	1707	1864	投资性房地产	172	172	172	172
% 营业收入	4.78%	8.42%	9.26%	8.60%	固定资产合计	23706	33783	39524	44617
资产减值损失	616	0	0	0	无形资产	237	225	213	202
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	32	32	32	32	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	-1684	354	736	1374	其他非流动资产	5197	5197	5197	5197
% 营业收入	-12.42%	2.31%	4.00%	6.34%	资产总计	48309	59360	62259	67757
营业外收支	136	787	147	147	短期贷款	9020	12738	12146	12068
利润总额	-1536	1142	884	1521	应付款项	4279	1205	1399	1608
% 营业收入	-11.34%	7.43%	4.80%	7.02%	预收账款	861	1836	3007	4383
所得税费用	52	91	71	122	应付职工薪酬	139	134	155	179
净利润	-1588	1050	813	1399	应交税费	208	235	282	332
归属于母公司所有者					其他流动负债	6728	4087	3331	3849
的净利润	-1424	942	729	1255	流动负债合计	21235	20236	20321	22420
少数股东损益	-164	108	84	145	长期借款	18251	26251	28251	30251
EPS（元/股）	-0.40	0.23	0.18	0.30	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	2157	2157	2157	2157
经营活动现金流净额	3696	2004	5276	7902	负债合计	41642	48643	50729	54827
取得投资收益	55	0	0	0	归属于母公司	6143	10085	10814	12068
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	524	632	716	861
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	6667	10717	11530	12929
固定资产投资	-8509	-12000	-7000	-7000	负债及股东权益	48309	59360	62259	67757
其他	-1384	13	13	13	基本指标				
投资活动现金流净额	-9837	-11987	-6987	-6987		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.40	0.23	0.18	0.30
股权融资	0	3000	0	0	BVPS	1.9	2.6	2.8	3.1
银行贷款增加（减少）	19131	11718	1408	1921	PE	-13.0	22.9	29.6	17.2
筹资成本	648	1293	1707	1864	PEG	0.1	-1.0	0.4	2.5
其他	-15049	-5143	-3414	-3727	PB	3.0	2.1	2.0	1.8
筹资活动现金流净额	4731	10868	-299	58	EV/EBITDA	-44.0	12.6	11.6	9.5

资料来源：长江证券研究部

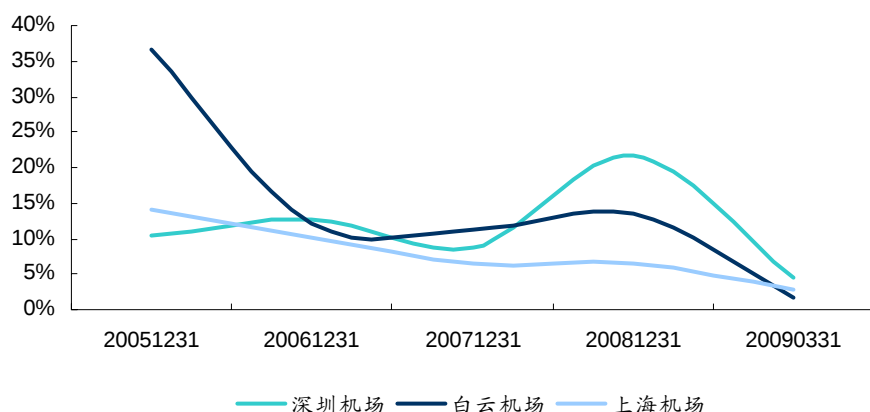
7.2 白云机场：业绩平稳估值低，超预期可能性较大

7.2.1 目前业绩最稳健的大型机场

从 A 股的三家大型机场业绩趋势来看，受宏观经济下滑的影响，主营收入同比都有略微下降的趋势，不过增速仍然为正。但是从利润来看，分化较大。

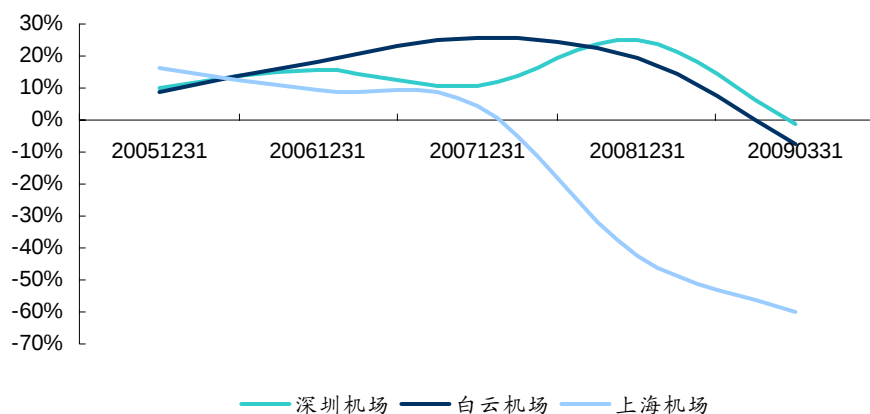
- 上海机场由于新增折旧较多，国际航线占比较大，导致一季度业绩同比大幅下滑，虽然从二季度开始折旧不再新增，但是国际航线在流感的影响下，暂时看不到明显复苏的迹象，因此同比负增长的趋势可能会延续。
- 深圳机场由于容量饱和，大幅增长的可能性不大，基本可以预见 09-10 年吞吐量会在饱和和容量附近波动，收入和利润应该会维持低位增长，比较稳健。
- 白云机场 08 年一季度的增速很高导致基数很大，因此 09 年一季度增速较低，业绩有小幅下滑。但是白云机场的航线以国内为主，是珠三角唯一容量富余的大型机场，而目前国内航空需求比较稳定，我们判断 09 年全年和 10 年将保持一个稳定的增速，不过增速的大小要看宏观经济的恢复情况。同时由于深圳机场饱和，可能会有部分需求转移到白云机场，带来额外的增长，因此白云机场的业绩应该是三家大型机场中最稳健的。

图 57：三家大型机场主营收入同比增速



资料来源：长江证券研究部

图 58：三家大型机场营业利润同比变化



资料来源：长江证券研究部

7.2.2 空港保税物流园获批将给公司带来大量的货源

根据最新的公告，广州空港综合保税区有望在今年 6 月获国务院有关部门审批，届时将成为国内面积、规模最大的空港保税区。该保税区规划总面积为 7.198 平方公里的，其主体（4.53 平方公里）位于白云区钟落潭镇。

企业落户在空港综合保税区享有“免证、免税、保税”政策，进入保税区内中国产品可实行退税，国外产品则实行免税。因此，广州空港保税区依托白云国际机场，集口岸通关、出口加工、保税物流等功能于一体，可以帮助企业有效降低运行成本。先进制造业，尤其是对航空运输时效性有极大依赖的电子信息、生物医药、环保节能、光机电一体化为主导的高新技术产业和高附加值产业成为重点招商对象。

图 59：空港综合保税区及周边城市分布图



资料来源：长江证券研究部

我们此前在深度报告中谈到过，白云机场作为三大枢纽机场之一，将会不断得到政府的各种扶持。很明显，此次全国最大空港保税区落户白云区就是诸多扶持政策中的一项。空港保税区对白云机场主要带来两个好处，第一是会为白云机场增加大量的货源，提高货邮吞吐量；第二是白云机场可以参与投资，获得投资收益。

我们暂不考虑投资收益，仅考虑货邮吞吐量增长对公司业绩的影响。假设：

- 从 2010 年开始，空港保税区开始为白云机场提供货源；
- 每架货机的平均载重为 30 吨（大型洲际货机载重在 40 吨以上，小型货机载重在 10-20 吨）。
- 以吞吐量 5 万吨为间隔，测算由于货运吞吐量变化带来的 EPS 变化。

表 23: 货邮吞吐量变化与 EPS 变化的敏感性分析

货邮吞吐量变化 (万吨)	-20	-15	-10	-5	0	5	10	15	20
EPS 变化 (元)	-0.059	-0.044	-0.030	-0.015	0.000	0.015	0.029	0.044	0.059

资料来源: 长江证券研究部

从敏感性分析结果来看, 货邮吞吐量每增长 5 万吨, 公司 EPS 将增加 0.015 元, 约相当于我们预测的 2010 年 EPS 的 2.7%。如果空港保税物流区能够产生大量的货源, 对公司的业绩将会起到较大的促进作用。

7.2.3 亚运会可能带来超预期的旅客吞吐量

2010 年在广州召开亚运会, 该届亚运会规模为历届之最。预计亚运会期间, 采访比赛的媒体人数将超过 7000 人, 运动会工作人员达 5 万人以上, 观众和游客将超过 300 万人次。

- 比赛项目 42 个, 将是比赛项目最多的一届亚运会;
- 预计运动员将在 13000 人左右, 为参赛人数最多的一届;
- 赞助总金额是 2006 年多哈亚运会的 4.5 倍, 超过预期 4 亿, 为历届之最;
- 亚运城占地 2.73 平方公里, 可容纳运动员 14000 人, 媒体工作人员 10000 人, 技术官员 2800 人, 其他工作人员 18000 人, 可容纳观众 6000 名, 是历史上最大规模的亚运会建设工程。

但是由于有北京奥运会的前车之鉴, 市场普遍不敢对亚运会的客货吞吐量过于乐观。而相比之下, 同样在 2010 年召开的上海市博会, 市场普遍预期将有 7000 万人参加, 增加旅客吞吐量 1500 万人。我们认为, 亚运会实行管制的可能性不大, 正是由于市场普遍对亚运会比较谨慎, 因此亚运会最有可能成为超预期的事件。我们假设:

- 每架客机的平均载客为 150 人 (目前主力机型 B 737 的满载客量, 由此带来的起降架次增量会偏于保守)。
- 以吞吐量 100 万人为间隔, 测算由于旅客吞吐量变化带来的 EPS 变化。

表 24: 旅客吞吐量变化与 EPS 变化的敏感性分析

旅客吞吐量变化 (万人)	-300	-200	-100	0	100	200	300
EPS 变化 (元)	-0.105	-0.070	-0.035	0.000	0.035	0.070	0.105

资料来源: 长江证券研究部

从敏感性分析结果来看, 旅客吞吐量每增长 100 万人, 公司 EPS 将增加 0.035 元, 约相当于我们预测的 2010 年 EPS 的 6.4%。而此前市场也有预测认为, 亚运会将给广州带来约 300 万人的观光旅客吞吐量 (大约为现有吞吐量的 10%), 那么公司的业绩将提高 0.105 元。如果亚运会能够带来超预期的旅客, 公司的业绩必定将超预期。

7.2.4 地铁三号线贯通可能会大幅增加非航收入

地铁三号线将在亚运会之前贯通, 届时白云机场的旅客将可以直接乘坐地铁到达市区, 大大节约目前的接驳时间, 增加航空的吸引力, 对白云机场具有正面影响。

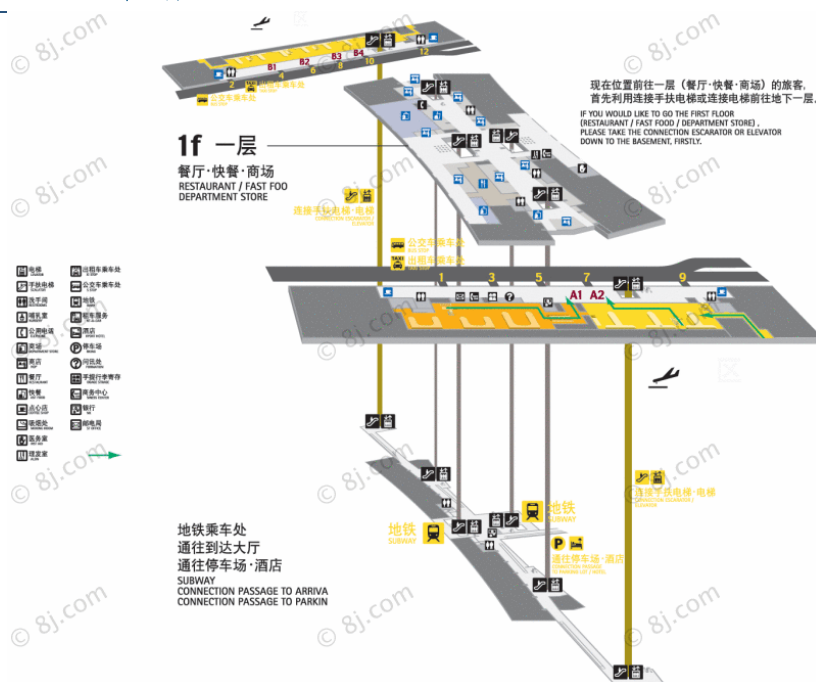
图 60：地铁三号线线路图



资料来源：长江证券研究部

但是另外一个影响却被市场所忽视，即机场内人流结构的重大变化。白云机场的登机手续在三楼办理，地铁没有开通的情况下，基本上出租车、私车都是直接到达三楼，送旅客去柜台办理手续。而地铁开通以后，大量的乘坐地铁的旅客将通过扶梯从地下一楼上到三楼，这将给一楼和二层的商场带来大量的客流，以 08 年 3300 万旅客吞吐量计算，如果有 50% 乘坐地铁，将使一楼和二层的客流量增加 1700 万左右，这将有可能大幅提高商场的收入。

图 61：白云机场内部服务流程图



资料来源：长江证券研究部

由于具体的收入情况难以测算，我只能对此进行敏感性分析。公司目前正在进行经营模式转型，将自营模式转换为保底加提成的特许经营模式，因此财务报表中租赁收入的增长就反映了商业收入的增长。2008 年公司租赁收入约 2.5 亿，同比增长 22.7%，占总收入比例为 8.27%。我们以租赁收入同比变化 5% 为间隔，对 EPS 的变化进行敏感性分析。

表 25：租赁收入变化与 EPS 变化的敏感性分析

租赁收入变化	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
EPS 变化（元）	-0.030	-0.023	-0.015	-0.008	0.000	0.008	0.015	0.023	0.030

资料来源：长江证券研究部

从敏感性分析结果来看，租赁收入每增长 5%，公司 EPS 将增加 0.008 元，约相当于我们预测的 2010 年 EPS 的 1.5%。我们认为机场内部人流结构的改变，必定会带来商业收入的增长，如果商业收入出现大幅增加，公司的业绩也将会超预期。

7.2.5 在业绩稳健的基础上，超预期可能性较大，重申推荐评级

我们按照最谨慎的原则，不考虑亚运会的因素，不考虑空港保税物流区的影响，同时也不考虑地铁三号线可能带来的非航收入增长。我们假设 09-10 年客运吞吐量分别增长 5%，货运吞吐量 09 年 90 万吨，10 年增长 8%，飞机起降架次分别增长 6% 和 7%，2011 年公司向集团收购二号航站楼和第三跑道，预测公司 09-11 年的 EPS 为 0.51、0.55 和 0.3 元，对应的 PE 为 18、17 和 30 倍。

从估值来看，09-10 年在行业内属于比较低的范围，11 年估值也并不算高，远低于目前上海机场约 36 倍的 PE。而事实上，前面提到的亚运会、空港保税物流区、地铁三号线都有可能在 2010 年给公司带来超预期的业绩增长；第三跑道和二号航站楼目前还在建设，公司目前也并无具体计划，我们仅仅是按照最谨慎的原则对未来进行假设，最终的方案完全有可能超过我们的预期。因此我们认为，公司业绩稳健，超预期的可能性较大，重申推荐评级。

表 26：白云机场财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3050	3266	3472	3991	货币资金	561	601	638	734
营业成本	1763	1908	2110	2709	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1286	1358	1362	1282	应收账款	962	980	1042	1197
% 营业收入	42.18%	41.57%	39.24%	32.12%	存货	29	32	35	45
营业税金及附加	118	127	135	155	预付账款	13	14	15	19
% 营业收入	3.88%	3.88%	3.88%	3.88%	其他流动资产	60	60	60	60
销售费用	76	65	62	64	流动资产合计	1624	1685	1790	2055
% 营业收入	2.48%	2.00%	1.80%	1.60%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	264	218	197	186	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.67%	6.67%	5.67%	4.67%	长期股权投资	149	149	149	149
财务费用	97	81	75	381	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.18%	2.49%	2.16%	9.56%	固定资产合计	7100	8744	8422	21613
资产减值损失	23	30	0	0	无形资产	30	28	27	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	66	66	66	66
营业利润	708	837	893	495	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	23.22%	25.62%	25.73%	12.41%	资产总计	9021	10792	10568	24106
营业外收支	-3	0	0	0	短期贷款	648	1733	422	13203
利润总额	705	837	893	495	应付款项	44	95	105	135
% 营业收入	23.11%	25.62%	25.73%	12.41%	预收账款	33	69	106	150
所得税费用	187	209	223	124	应付职工薪酬	201	218	241	309
净利润	517	627	670	372	应交税费	176	189	201	231
归属于母公司所有者					其他流动负债	1615	1527	1861	2075
的净利润	486	589	629	349	流动负债合计	2717	3830	2936	16102
少数股东损益	32	38	41	23	长期借款	270	270	270	270
EPS（元/股）	0.42	0.51	0.55	0.30	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	996	1116	1474	1696	负债合计	2987	4100	3206	16372
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	5844	6463	7092	7441
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	190	228	269	292
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	6034	6692	7362	7733
固定资产投资	-567	-2000	-50	-14000	负债及股东权益	9021	10792	10568	24106
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-562	-2000	-50	-14000		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.42	0.51	0.55	0.30
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.2	5.8	6.4	6.7
银行贷款增加（减少）	2758	1085	-1311	12781	PE	21.8	18.0	16.8	30.4
筹资成本	97	81	75	381	PEG	1.0	2.6	-0.4	4.3
其他	-3283	-242	-150	-763	PB	1.8	1.6	1.4	1.4
筹资活动现金流净额	-428	924	-1386	12399	EV/EBITDA	13.7	9.9	7.9	14.5
现金净流量	5	40	38	95	ROE	8.6%	9.4%	9.1%	4.8%

资料来源：长江证券研究部

7.3 楚天高速：受益于中部崛起与路网效益

7.3.1 区域经济稳健，公司是少有的 09 年保持增长的高速公路公司

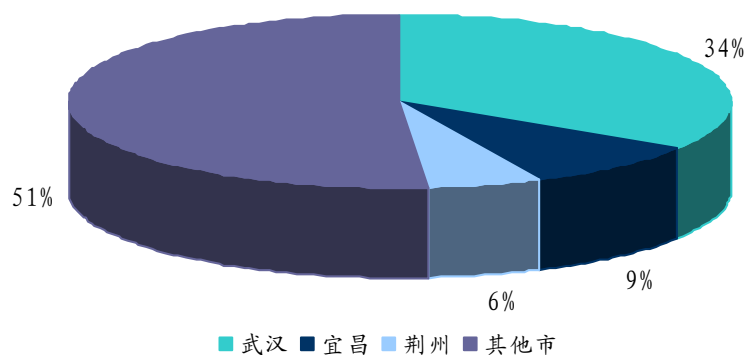
公司的主要路产为汉宜高速，全长 278 公里，双向四车道。途经的主要城市有武汉、荆州和宜昌，这三个城市是湖北省经济最发达的区域。在湖北省 12 个地级市和 1 个自治州中，经济总量占比达到 49%。而从增速来看，除荆州外，武汉和宜昌的 GDP 增速均超过全省平均水平。因此我们可以得出初步的判断，汉宜高速经过湖北省经济最发达的地区，沿线具有较强的交通需求。在目前湖北省东西向高速公路网还没有完全贯通的情况下，公司的路产主要将服务于区域经济的发展。

图 62 汉宜高速公路行车图



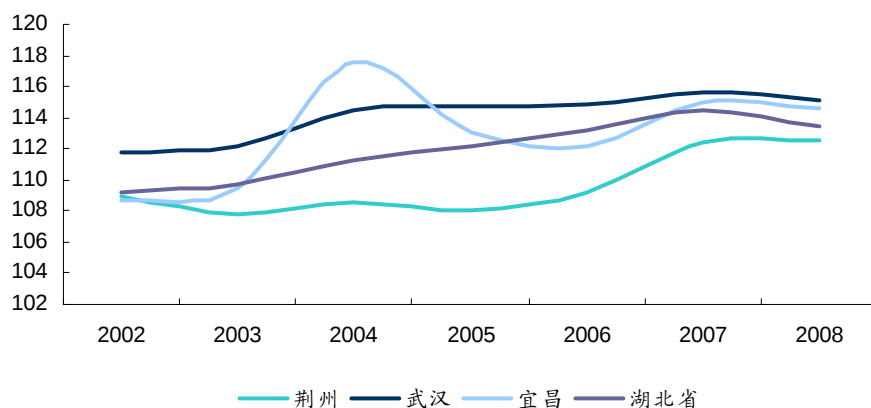
资料来源：长江证券研究部

图 63 沿线三市 GDP 占全省总量 49%



资料来源：长江证券研究部

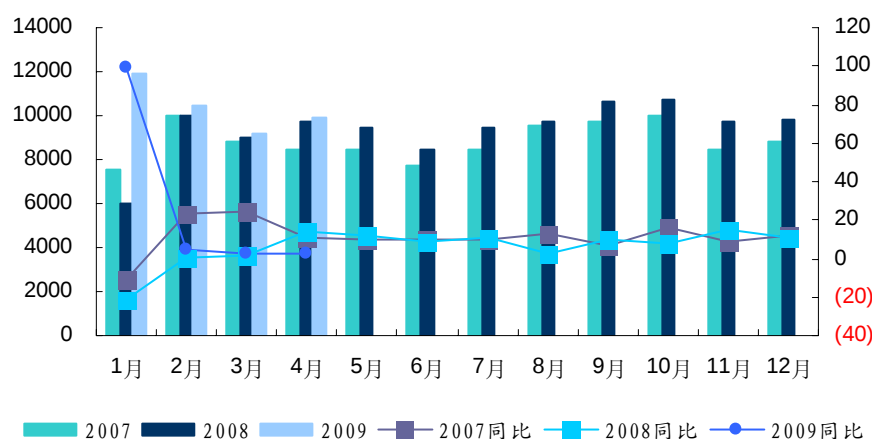
图 64 沿线三市 GDP 增速基本在全省平均水平之上



资料来源：长江证券研究部

正是由于区域经济的稳健增长，公司 1-4 月保持了持续的增长，对比行业内其他公司的快速下滑，公司的优势还是比较明显的。我们预计，中部崛起的大背景下，汉宜高速未来流量的自然增长将保持稳定。

图 65：公司是少有的 09 年保持持续增长的高速公路公司



资料来源：长江证券研究部

7.3.2 沪蓉西高速贯通可能提高公司 40% 的流量

公司的路产目前还处于断头路状态，往西进入重庆或成都的道路并没有完全贯通。其中下游正在施工的就是著名的沪蓉西高速公路。沪蓉西高速公路是沪蓉国道主干线的重要组成部分，东起湖北宜昌长江公路大桥，途经宜都、长阳、巴东、建始、恩施、利川 6 个县(市)，西止湖北省利川市鱼泉口，全长约 320 公里。如果沪蓉西高速贯通，那么汉宜高速将可以直接联入重庆，从而成为我国横贯东西大动脉的组成部分。

图 66：沪蓉西高速路线图



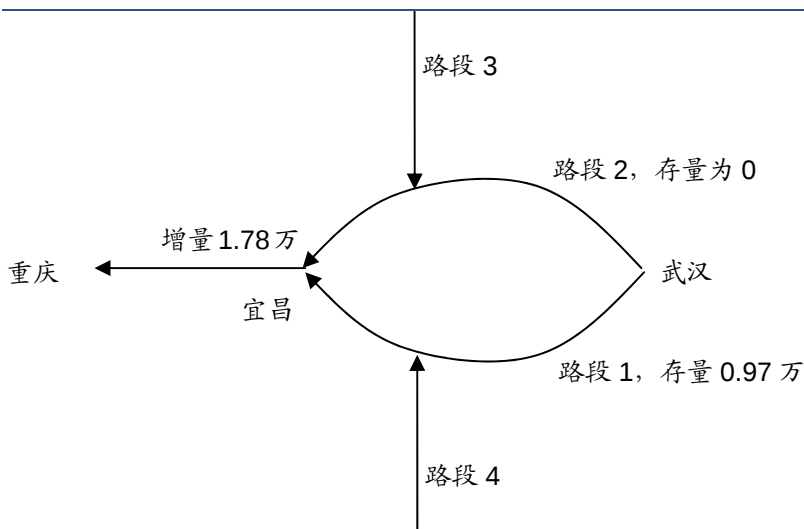
资料来源：长江证券研究部

根据我们获得的信息，沪蓉西高速可能在 2009 年底贯通，从 2010 年开始将给公司带来大量的长途过境车辆。在不考虑西部地区灾后重建和中部地区产业转移前提下，预测通车第一年沪蓉西高速的折合日均全程流量为 1.78 万辆，其中货车占比为 73%。在 2015 年之前，复合增长率为 8.2%。事实上，沪蓉西高速的预测流量 1.78 万辆是在未考虑西部灾区重建和中部地区产业转移的前提下做出的，如果考虑这些因素，实际的流量增长可能还要超过我们的预期，因此我们对沪蓉西高速的流量进行敏感性分析。

考虑到汉宜高速平行路段和南北方向的分流，我们按照三种情形进行敏感性分析，汉宜高速周边路网简化如图 67 所示。

- 乐观方案：路段 3、4 不产生向西车流，路段 2 分流增量的 50%和路段 1 存量的 30%；
- 中性方案：路段 3、4 各提供 1/6 的增量车流，路段 2 和路段 1 各提供 1/3 增量，路段 2 分流路段 1 存量的 30%；
- 谨慎方案：路段 3、4 各提供 1/4 的增量车流，路段 2 和路段 1 各提供 1/4 增量，路段 2 分流路段 1 存量的 30%。

图 67：路网计算简图



资料来源：长江证券研究部

表 27：三种方案情况下沪蓉西高速流量对汉宜高速的敏感性分析

沪蓉西高速流量变动	方案类型	乐观方案	中性方案	谨慎方案
50%		108%	77%	62%
40%		98%	70%	56%
30%		89%	63%	49%
20%		80%	56%	43%
10%		71%	49%	37%
0		62%	41%	31%
-10%		53%	34%	25%
-20%		43%	27%	19%
-30%		34%	20%	13%
-40%		25%	13%	7%
-50%		16%	6%	1%

资料来源：长江证券研究部（注：汉宜高速的增长率是相比 2008 年的基数）

从表中可以很清晰的看到，即使沪蓉西高速的预测流量减少 50%，在考虑平行路段分流的前提下，哪怕是最谨慎的方案，相比 2008 年仍然能够正增长；如果沪蓉西高速的预测流量超过 1.78 万辆/日，汉宜高速的流量最保守也将增长 40%以上。

7.3.3 业绩稳定，增长潜力巨大，重申“推荐”评级

我们仍然按照沪蓉西高速流量 1.78 万辆/日考虑，选择中性方案进行盈利预测。经过我们的预测，公司 09-11 年的 EPS 为 0.37、0.56 和 0.60 元，对应的 PE 为 14.3、9.4、8.7 倍。如果单从 2009 年业绩来看，当前股价基本合理，但是 10 年以后业绩将出现重大的增长，并且能够持续。按照 2010 年业绩 12 倍 PE 来估值的话，对应的股价应该为 6.7 元，重申“推荐”评级。

表 28：楚天高速财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	726	774	1092	1201	货币资金	89	387	546	601
营业成本	235	261	287	313	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	491	513	805	888	应收账款	0	0	0	0
% 营业收入	67.67%	66.29%	73.70%	73.94%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	25	28	40	43	预付账款	8	8	9	9
% 营业收入	3.49%	3.62%	3.62%	3.62%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	98	395	555	610
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	26	36	40	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.28%	3.34%	3.34%	3.34%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	31	7	38	61	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.26%	0.94%	3.47%	5.08%	固定资产合计	2824	2880	3193	3630
资产减值损失	7	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	4	4	4
营业利润	404	451	691	744	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	55.61%	58.26%	63.27%	61.90%	资产总计	2942	3900	4874	5794
营业外收支	0	3	2	2	短期贷款	310	568	479	323
利润总额	404	455	693	746	应付款项	84	12	13	14
% 营业收入	55.60%	58.69%	63.48%	62.09%	预收账款	0	0	1	1
所得税费用	136	114	173	186	应付职工薪酬	4	6	7	7
净利润	268	341	520	559	应交税费	37	46	66	72
归属于母公司所有者					其他流动负债	172	77	106	116
的净利润	268	341	520	559	流动负债合计	607	709	671	534
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	500	1000	1500
EPS（元/股）	0.29	0.37	0.56	0.60	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	-1	-9	-12
经营活动现金流净额	344	529	765	823	负债合计	607	1208	1662	2023
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	2334	2768	3287	3847
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益				
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-73	-900	-972	-1050	负债及股东权益	2335	2768	3288	3847
其他	0	0	0	0	基本指标	2942	3976	4949	5870
投资活动现金流净额	-73	-900	-972	-1050		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.29	0.37	0.56	0.60
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.5	3.0	3.5	4.1
银行贷款增加（减少）	360	678	411	345	PE	18.1	14.3	9.4	8.7
筹资成本	31	7	38	61	PEG	0.7	0.3	1.2	1.2
其他	-712	-16	-84	-125	PB	2.1	1.8	1.5	1.3
筹资活动现金流净额	-321	669	365	281	EV/EBITDA	11.7	9.2	6.5	6.1
现金净流量	-50	298	159	55	ROE	11.5%	12.3%	15.8%	11.5%

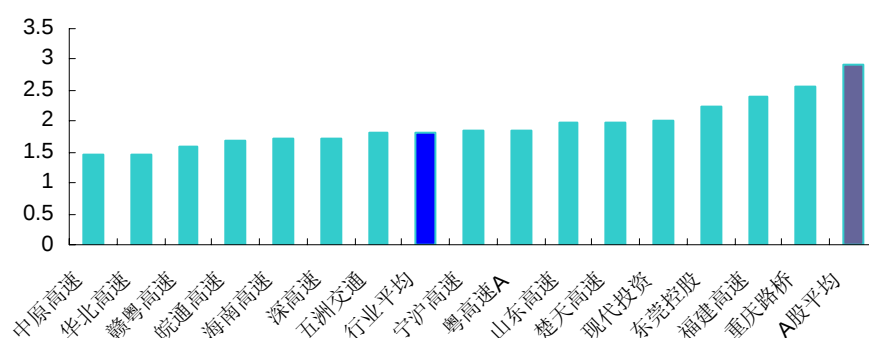
资料来源：长江证券研究部

7.4 赣粤高速：估值洼地，产业转移的潜在受益者

7.4.1 公司是行业内估值最低者之一

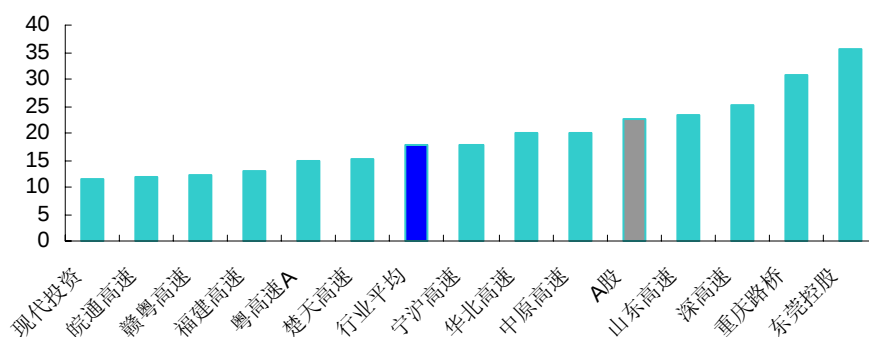
公司的估值目前在市场上具有较大的优势。在前面分析行业特征时我们已经提到过，公路行业的市净率在市场上排第四低，市盈率排第六低，而公司的估值不仅远低于市场水平，而且在行业内也是最低者之一。我们从行业的估值对比中可以看到，公司的市净率和市盈率都排第三低，是市场上名副其实的估值洼地。

图 68：行业市净率排行



资料来源：长江证券研究部

图 69：行业市盈率排行



资料来源：长江证券研究部

7.4.2 江西省具有承接产业的多方面优势，公司有望受益

- 江西地处华东、华中和华南三大经济区的交汇点，是沿海与内地的结合处，是全国重要的交通枢纽省份，拥有浙赣铁路、杭瑞高速、沪昆高速连接长三角（7-10 个小时），京九铁路、大广高速连接珠三角（8-12 个小时），福银高速连接闽三角（5-8 个小时），承接这三大区域的产业均比较便利。
- 中部八个省中，江西省的劳动力成本最低，为 1.79 万/年/人，比中部地区最高的安徽省低 16%。与周边经济发达的长三角、珠三角和闽三角相比，分别比上海、浙江、广东、江苏和福建低 59%、40%、39%、33%和 18%。因此我们认为，从人力成本的角度分析，江西省是承接产业，尤其是劳动力密集产业最有优势的地区。

图 70：江西省在中部八省和沿海发达五省市中人力成本最低



资料来源：CEIC，长江证券研究部

公司目前经营的高速公路为江西省的优质高速公路线路，车流量大且相对稳定，在费收收入上具有相对优势，从而具有较强的竞争力。在产业转移的背景下，公司有望从中获得较大的收益。

从已经公布的第一季度车流量来看，在经济下滑的大背景下，公司一些路段受到略微影响，增速出现减缓，但是整体影响不大。我们判断，公司 09 年的收费收入与去年相比将会是小幅增长，随着产业转移的深化、新建路段的通车，公司未来的业绩将会出现较快的增长。

图 71：公司高速公路资产分布



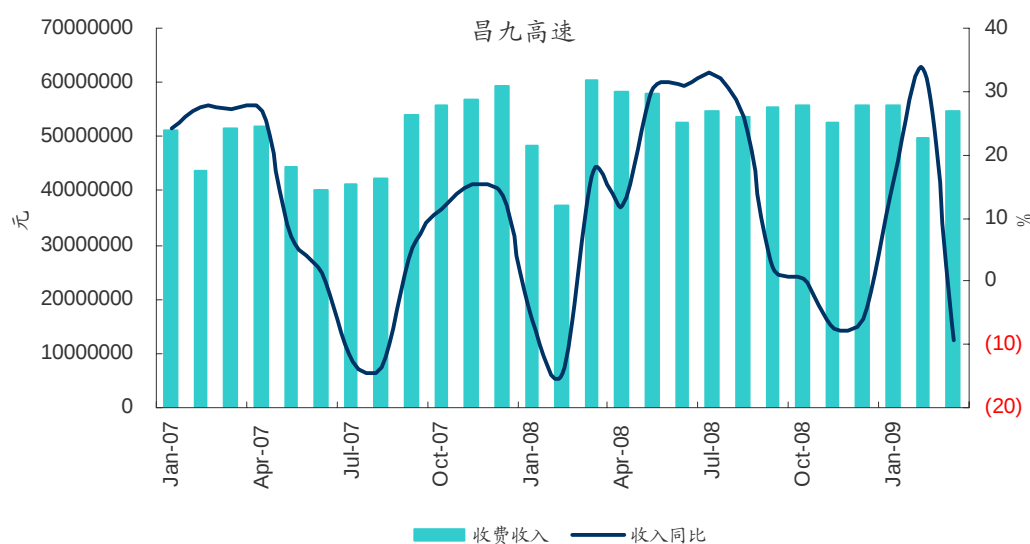
资料来源：长江证券研究部

表 29：公司高速公路资产状况

主要经营路段	里程(公里)	路龄	剩余经营年限	上市公司持股比例
昌九高速	138	9	21	100%
银三角立交	12.1	9	21	100%
昌樟高速	70.4	10	20	100%
昌傅高速	33	7	23	100%
昌泰高速	147.7	5	25	77%
九景高速	133.6	1	21	100%
温厚高速	35.5	1	23	100%
彭湖高速	51.5	-	30	100%
南奉高速	35.63	-	30	100%

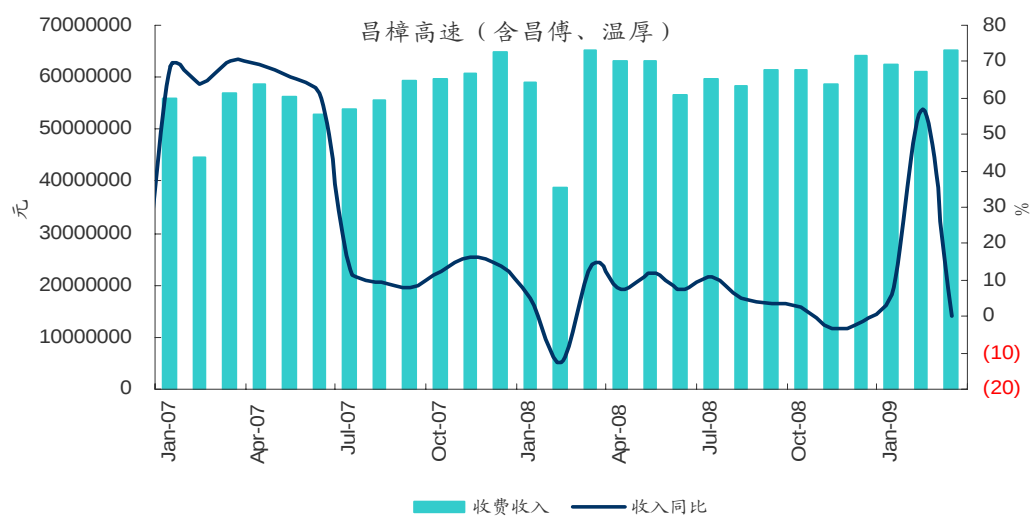
资料来源：长江证券研究部

图 72：昌九高速收入有所反弹



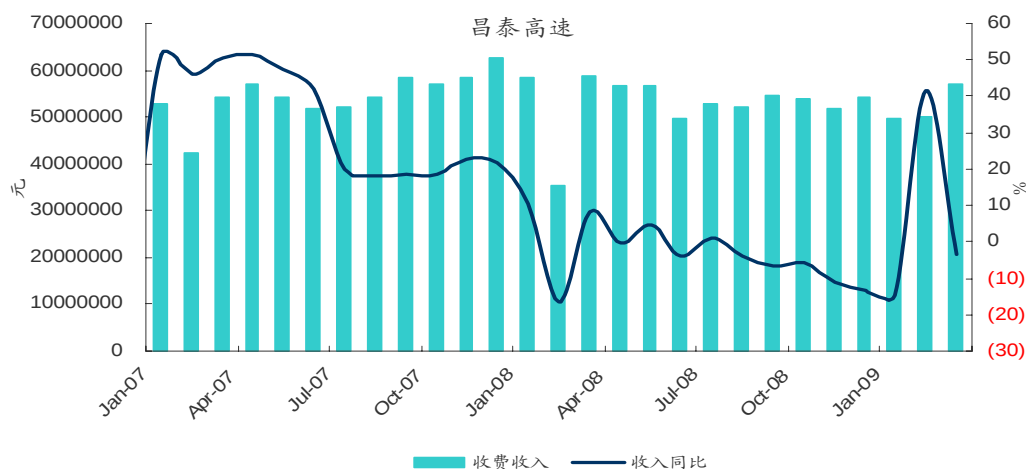
资料来源：长江证券研究部

图 73：昌樟高速（含昌傅、温厚）收入保持稳定增长



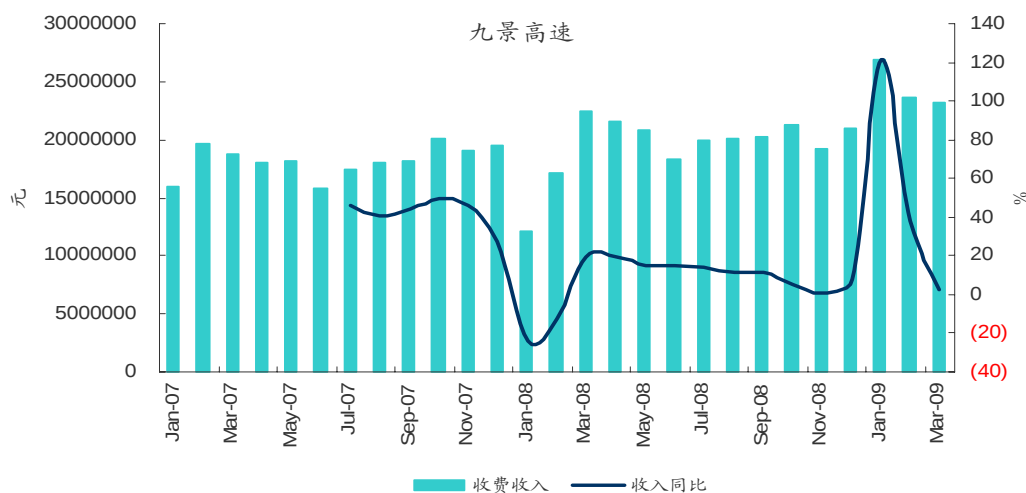
资料来源：长江证券研究部

图 74：昌泰高速收入有所反弹



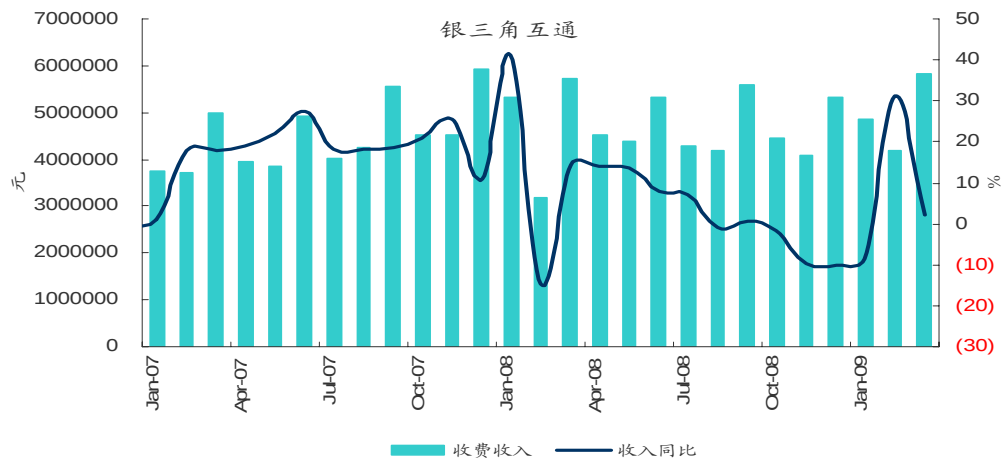
资料来源：长江证券研究部

图 75：九景高速收入保持稳定增长



资料来源：长江证券研究部

图 76：银三角互通收入有所反弹



资料来源：长江证券研究部

7.4.3 公司对科研、资产扩张一直保持积极的态度

多年来公司一直坚持科技研发，大力推广应用新技术、新工艺、新材料，率先进行高速公路智能运输系统（ITS）研究，实施和完善高速公路综合管理信息系统（ERP），先后承担了交通部、江西省和省交通厅多项重点科研课题，并在这些研究基础上开发出多项高新技术产品。公司于 2008 年 12 月再次被认定为高新技术企业，并获得《高新技术企业证书》，享受 15% 的所得税优惠政策。

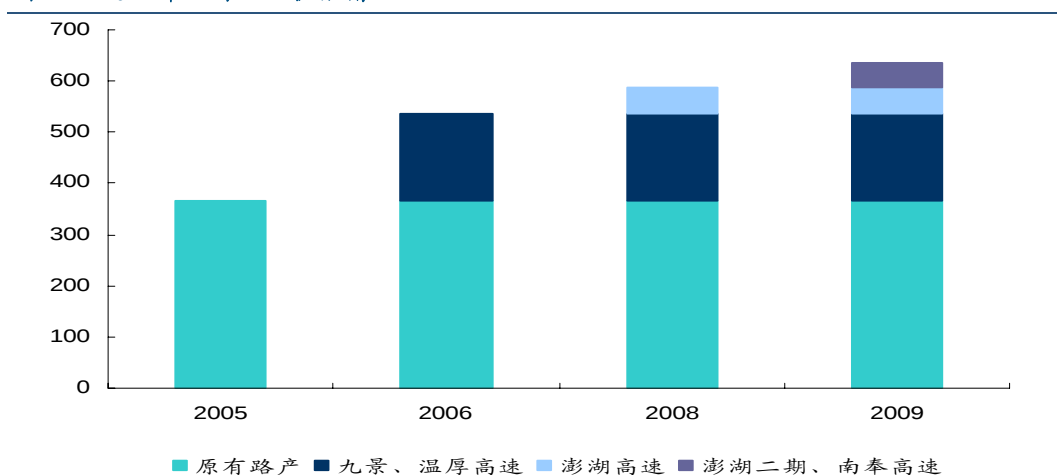
公司自 2006 年收购九景高速和温厚高速以来，在 2008 年投资新建了彭湖高速公路，09 年再次公告投资新建彭湖二期、南奉高速公路，我们看到公司正在不断扩张，近三年权益里程增长了 60%。09 年投资新建的两条高速将使公司的权益里程增长 8%。

表 30：近 3 年公司扩张时间表

时间	投资项目
2006 年	收购九景、温厚高速公路，权益里程增长 169 公里
2008 年	投资新建彭湖高速公路，权益里程增长 51 公里
2009 年	投资新建彭湖二期、南奉高速公路，权益里程增长 48 公里

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 77：近 3 年公司项目扩张情况



资料来源：长江证券研究部

我们曾多次与公司进行交流，公司对于新项目的扩张采取谨慎的态度，坚持在现有路网基础上扩张的原则。这样具有 2 点好处：

- （1） 节约管理成本，方便管理。能够通过仅仅增加收费站的方式进行扩张，而不需要成立单独的子公司，便于与原有的路产进行统一管理。
- （2） 路网连成一片，能够互相促进，有利于增收与节流，形成规模效应。

公司在近三年的扩张中，始终是坚持着该项原则，在 4 万亿全国大修高速的同时，仍然按照原则选择投资项目不动摇。我们认为，这体现了公司在投资方面的谨慎与务实，对于公司的投资我们持乐观态度。

7.4.4 看好公司在中部地区的区位优势 and 长期发展趋势，重申“推荐”评级

我们从公司的发展历史可以发现，公司积极进取，谨慎务实，长期的发展趋势非常值得关注；同时公司还受到政府的大力支持，拥有优质的国家干线，收入稳定可观，我们非常看好公司的发展前景。因此我们预测公司 09-11 年的业绩为 1.03、1.10 和 1.14 元，对应的 PE 为 10.2、9.5 和 9.2 倍，是 A 股中估值最低的公司之一。我们对公司业绩构成的不同部分分别估值，经常性收益给予 12 倍 PE，政府补贴给予 6 倍 PE，那么按照 09 年业绩估算，对应的股价应该为 11.34 元，重申“推荐”评级。

表 31：赣粤高速财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3086	3340	3475	3602	货币资金	510	668	695	720
营业成本	1388	1517	1572	1631	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1697	1823	1903	1972	应收账款	161	174	181	187
% 营业收入	55.01%	54.59%	54.75%	54.73%	存货	194	212	220	228
营业税金及附加	105	114	118	122	预付账款	200	219	227	235
% 营业收入	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	其他流动资产	59	59	59	59
销售费用	6	7	7	7	流动资产合计	1124	1331	1381	1430
% 营业收入	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	可供出售金融资产	467	767	767	767
管理费用	148	160	111	115	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.78%	4.78%	3.20%	3.20%	长期股权投资	108	108	108	108
财务费用	209	170	193	212	投资性房地产	143	143	143	143
% 营业收入	6.78%	5.10%	5.56%	5.88%	固定资产合计	9656	10367	11792	14368
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	130	124	117	111
公允价值变动收益	-2	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	20	0	0	0	递延所得税资产	37	37	37	37
营业利润	1243	1373	1473	1515	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	40.27%	41.10%	42.39%	42.05%	资产总计	12169	13970	15417	17143
营业外收支	220	235	248	261	短期贷款	462	1774	2628	2552
利润总额	1465	1608	1721	1776	应付款项	398	435	0	468
% 营业收入	47.49%	48.13%	49.52%	49.30%	预收账款	120	120	120	120
所得税费用	275	301	322	333	应付职工薪酬	18	20	21	21
净利润	1191	1307	1398	1443	应交税费	99	107	112	116
归属于母公司所有者					其他流动负债	1125	433	184	190
的净利润	1096	1203	1287	1328	流动负债合计	2223	2889	3064	3467
少数股东损益	95	104	111	115	长期借款	200	200	200	200
EPS（元/股）	0.94	1.03	1.10	1.14	应付债券	926	1000	1000	1000
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	8	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	1102	864	737	618
经营活动现金流净额	1757	1970	1586	2945	负债合计	4459	4952	5001	5285
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	27	-300	0	0	所有者权益	7165	8367	9655	10983
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益				
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	546	650	761	876
固定资产投资	-1904	-1904	-2094	-2513	负债及股东权益	7711	9017	10416	11859
其他	-652	0	0	0	基本指标	12169	13970	15417	17143
投资活动现金流净额	-2529	-2204	-2094	-2513		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	74	0	0	EPS	0.94	1.03	1.10	1.14
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.6	7.7	8.9	10.2
银行贷款增加（减少）	2532	1312	854	-76	PE	11.2	10.2	9.5	9.2
筹资成本	209	170	193	212	PEG	1.2	1.5	3.0	1.3
其他	-2056	-1165	-512	-543	PB	1.6	1.4	1.2	1.0
筹资活动现金流净额	686	391	535	-407	EV/EBITDA	8.0	6.1	5.9	5.4
现金净流量	-86	158	27	25	ROE	15.4%	14.5%	13.4%	12.2%

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。