

[2009.06.16]

航空机场：复苏之路一波三折

——09 年中期投资策略

吴莉

孙利萍

010-59312710

010-59312823

wuli@gtjas.com

sunliping@gtjas.com

本报告导读：
在流感疫情发展方向尚不明朗情况下，建议短期以观望为主。如果未来疫情得到有效控制，且航空股出现大幅下调，则为中长期投资者提供介入时机。

投资要点：

航空业：复苏之路一波三折，长期看好，短期观望。

- 1-4 月行业景气回暖迹象明显。在国内市场旺盛的需求刺激下，1-4 月国内航线裸票价水平呈同比逐步回升态势，国际航线票价底部徘徊，但下滑幅度有所收窄；除 3 月份客座率同比略有下降外，其他三个月行业整体客座率呈现同比持续提升态势；国内航线运量持续保持两位数增长，国际航线降幅缩小。
- 区域市场需求呈北部、中部地区强，东部、南部地区疲软态势。外贸依存度较低的华北和中部地区旅客运输需求最为旺盛，增速高于全国平均水平；外贸依存度较高的华东和华南地区旅客运输需求疲软，增速低于全国平均水平；而东北地区增速与全国平均水平持平。
- 甲型流感对国际航线造成较为明显的冲击，对国内航线短期影响不大。5 月中旬以来多家旅行社北美及日本旅游线路下架，出境修学游出现下滑，去往欧洲、东南亚、韩国的航线也受到影响。由于目前国内确诊病例较少、未出现死亡病例，短期对国内航线未造成明显影响。
- 甲型流感对国内航空运输市场的影响还有待观察。如果 7、8 月份国内外流感疫情趋缓，那么甲型流感将不会对三季度的航空旺季产生冲击，同时在 08 年同期低基数的基础上，可能呈现旺季更旺的局面；但如果如世卫所言流感疫情还将持续 1-2 年时间或病毒变异、毒性加强，将会对航空需求和票价造成较大冲击。
- 短期观望，长期看好。短期受流感疫情和油价上涨影响，航空股缺乏上涨动力。在流感疫情发展方向尚不明朗的情况下，建议投资者短期以观望为主。如果未来疫情得到有效控制，且航空股出现大幅下调，则为中长期投资者提供了介入时机。

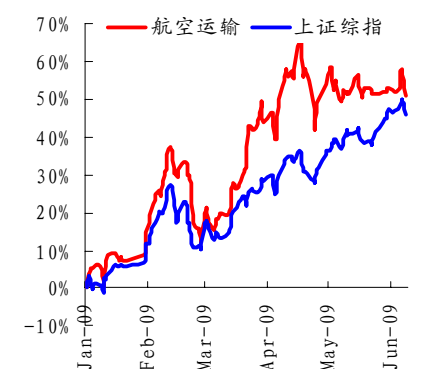
机场业：业绩增长平稳的防御品种。

- 旅客吞吐量保持两位数增长，货邮有所好转。1-4 月全国前 50 家机场飞机起降架次、旅客吞吐量同比分别增长 10.63% 和 14.50%；货邮吞吐量下滑幅度降至个位数。
 - 四家上市机场呈分化态势：厦门、深圳机场旅客吞吐量增长较快，浦东机场触底回升，白云机场增速逐月回落。
 - 机场 09 年以来跑输市场，考虑到未来可能存在补涨机会、并且如果市场出现回调机场具有较好的防御性，维持机场业增持评级。维持厦门空港、深圳机场、上海机场、白云机场谨慎增持评级。
 - 风险：如果流感疫情恶化，可能给机场带来负面影响。
- 请务必阅读正文之后的免责条款部分

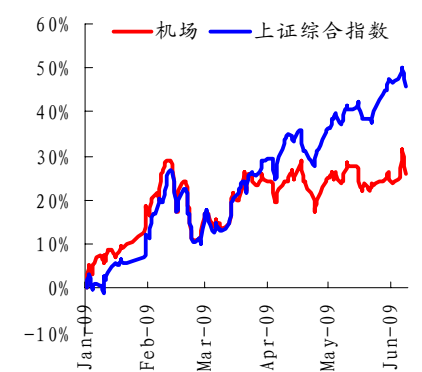
细分行业评级

航空运输业	增持
机场业	增持

09 年以来航空运输板块市场表现



09 年以来机场板块市场表现



相关报告

《航空运输业：景气回升迹象明显，上调评级至增持》2009.03.26
《航空机场：盈利拐点出现，增持航空股》2009.04.14

正文目录

一、航空业：复苏之路一波三折	4
1.前4月行业回暖迹象明显	4
1.1 国内航线裸票票价同比持续回升，国际航线降幅收窄	4
1.2 客座率同比持续提升	5
1.3 国内航线运量持续两位数增长，国际航线降幅缩小	6
1.4 区域市场需求呈北部、中部强，东部、南部疲软态势	7
2.甲型流感，影响几何？	8
2.1 甲型流感全球蔓延，但致死率很低	8
2.2 国际航线受冲击，国内航线短期影响不大	10
2.3 甲型流感对国内航空运输市场的影响还有待观察	11
3.经济复苏阶段，油价上涨对航空业影响偏中性	11
4.航空业：短期观望，长期增持评级	12
二、机场业：业绩稳定的防御品种	13
1.前4月运营数据	13
1.1 客运保持两位数增长，货邮有所好转	13
1.2 上市机场：厦门、深圳增长较快，浦东触底回升	14
2.机场股的投资逻辑	15
3.主要机场公司 PE 相对市场折价	16
4.维持机场板块增持评级	16

图表目录

图 1: 国内航线裸票票价指数.....	4
图 2: 3、4 月份国内航线裸票票价同比持续回升	4
图 3: 亚洲及港澳地区航线裸票票价指数.....	5
图 4: 亚洲航线裸票票价下跌幅度收窄	5
图 5: 国际航线裸票票价指数.....	5
图 6: 国际航线裸票票价指数下跌幅度收窄	5
图 7: 民航整体客座率水平.....	6
图 8: 民航旅客运输量增速.....	6
图 9: 目前全球甲型 H1N1 流感死亡率仅为 0.50%.....	9
图 10: 中国内地及香港确诊甲型 H1N1 流感病例.....	9
图 12: 5 月份以来国际油价持续上涨.....	12
图 13: 全国前 50 家机场月度旅客吞吐量增速.....	14
图 14: 全国前 50 家机场月度货邮吞吐量增速.....	14
图 15: 2003 年以来各年度机场板块市场表现.....	15
图 16: 2003-2009 年机场板块历史 PE.....	16
表 1: 1-4 月国内主要机场旅客吞吐量增速.....	7
表 2: 主要航空公司旅客周转量增速.....	8
表 3: 新浪网调查问卷: 猪流感是否会影响你的出行计划? (截至 6 月 14 日共 65,048 人参加)	10
表 4: 甲型流感疫情未来可能演绎的三种情况.....	11
表 5: 国内航线燃油附加费调整历史 (历史上 WTI 原油价格上涨至 60 美元以上, 国内航油出厂价上涨至 4500 元以上, 一般会恢复征收国内航线燃油附加费)	12
表 6: 重点公司业绩预测及评级.....	13
表 7: 主要机场月度业务量增速.....	14
表 8: 主要机场公司业绩预测与估值.....	16
表 9: 主要机场公司投资要点.....	17

一、航空业：复苏之路一波三折

1. 前 4 月行业回暖迹象明显

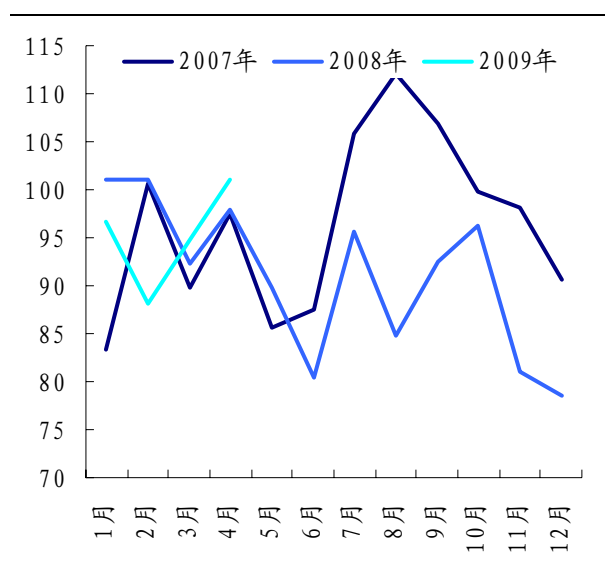
1.1 国内航线裸票票价同比持续回升，国际航线降幅收窄

在国内市场旺盛的需求刺激下，1-4 月国内航线裸票票价水平（不包括燃油附加费部分）呈现同比逐步回升态势。并且从 3、4 月份开始，国内航线裸票票价已经开始达到并超过 07 年同期水平，其中 4 月份国内航线裸票票价指数为 101 点，同比提升 3.17%。

五一小长假结束后，除上海——深圳、广州航线上由于部分航空公司投入运力增加较快导致各航空公司陷入非理性价格战，票价一度跌至 2-3 折左右外，其他国内航线票价基本稳定。5 月中旬之后，上海——深圳、广州航线的票价水平已经恢复至 5 折附近。

受国际市场需求低迷影响，1-4 月国际航线票价持续在底部徘徊，但在国际经济有所好转的背景下，票价下滑幅度已经略有收窄。4 月份亚洲及港澳地区航线裸票票价指数为 89.2，同比下降 13.57%，下滑幅度较 3 月份收窄 1.86 个百分点；国际航线(不含亚洲)裸票票价指数为 111.1 点，同比下降 10.91%，下滑幅度较 3 月份收窄 7.20 个百分点。

图 1：国内航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 2：3、4 月份国内航线裸票票价同比持续回升

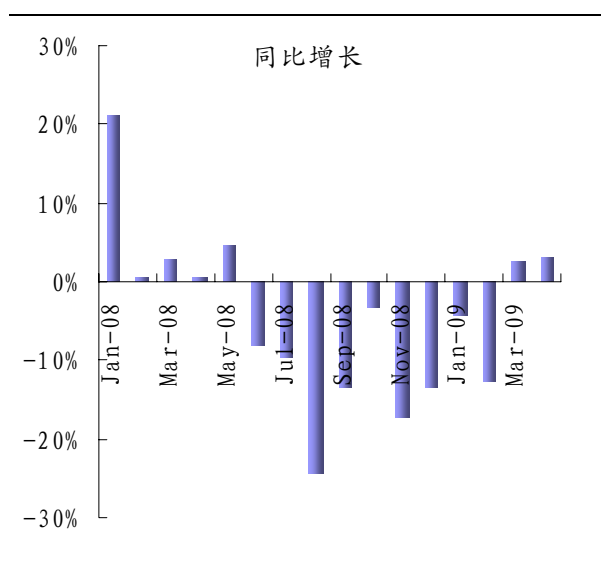
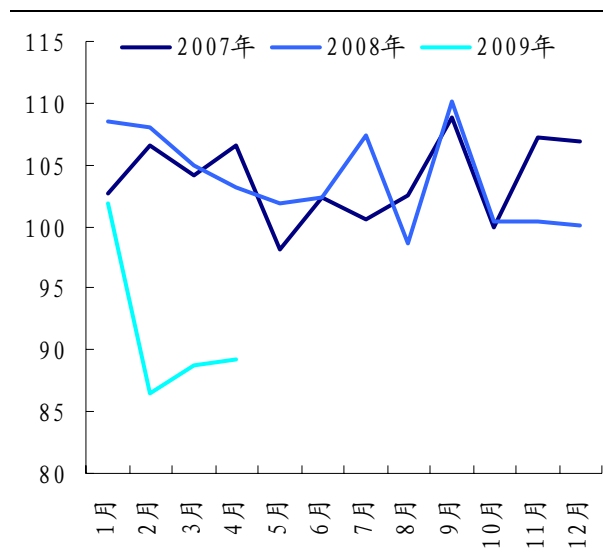


图 3：亚洲及港澳地区航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 4：亚洲航线裸票票价下跌幅度收窄

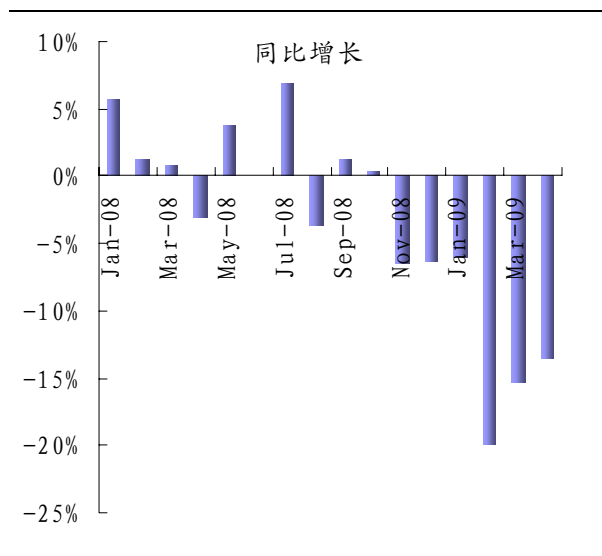
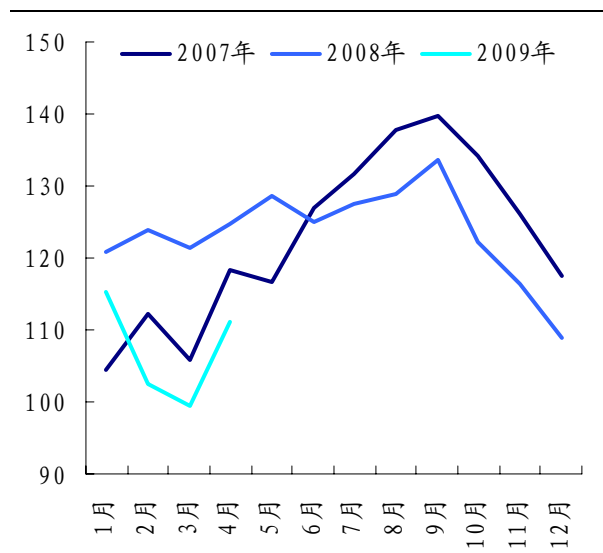
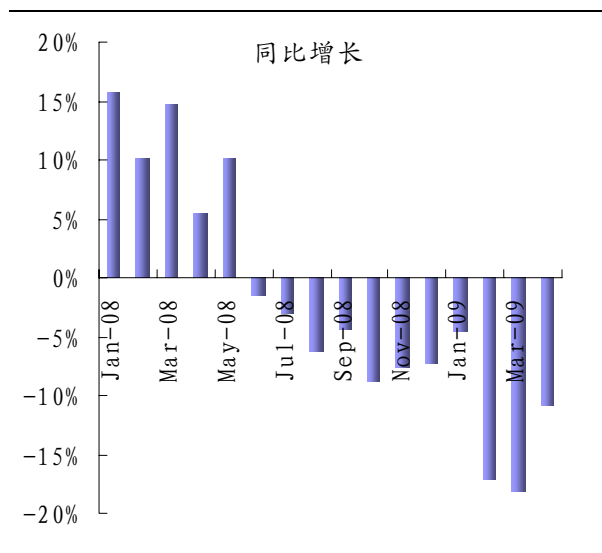


图 5：国际航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 6：国际航线裸票票价指数下跌幅度收窄

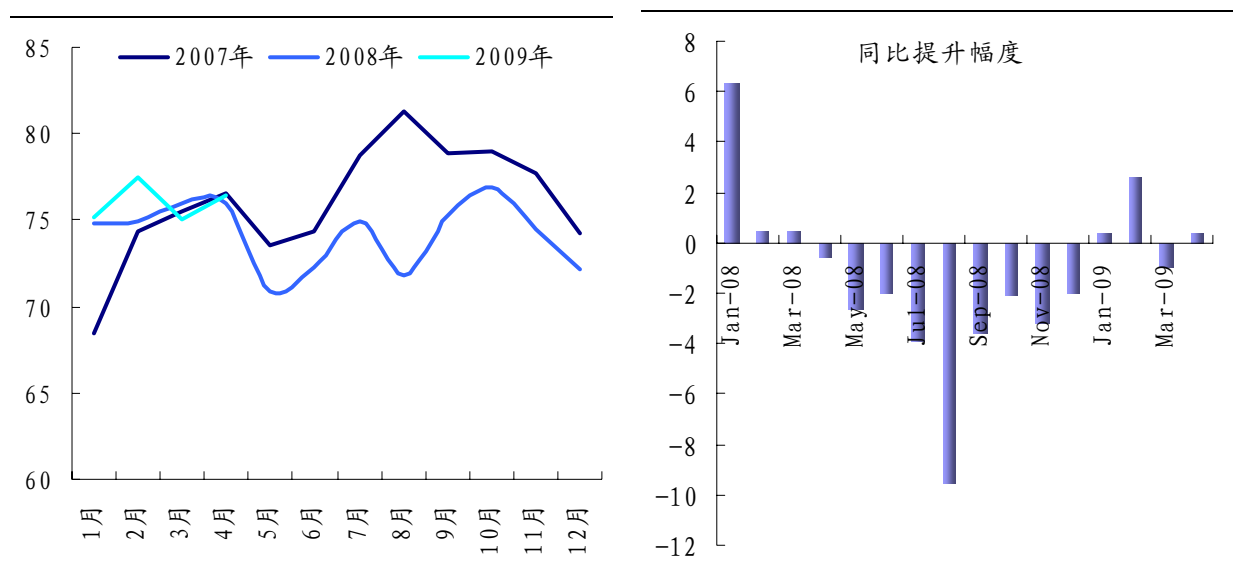


1.2 客座率同比持续提升

1-4 月民航整体客座率维持在 75%以上的高位。除 3 月份客座率同比略有下降外，其他三个月行业整体客座率呈现同比持续提升态势。

从大的行业趋势看，在国内经济转暖的背景下，国内民航运输市场正处于需求回升、景气上行的通道中。但由于宏观经济和行业的复苏之路并不是一条笔直上升的直线，短期客座率等指标出现反复是正常的。

图 7：民航整体客座率水平



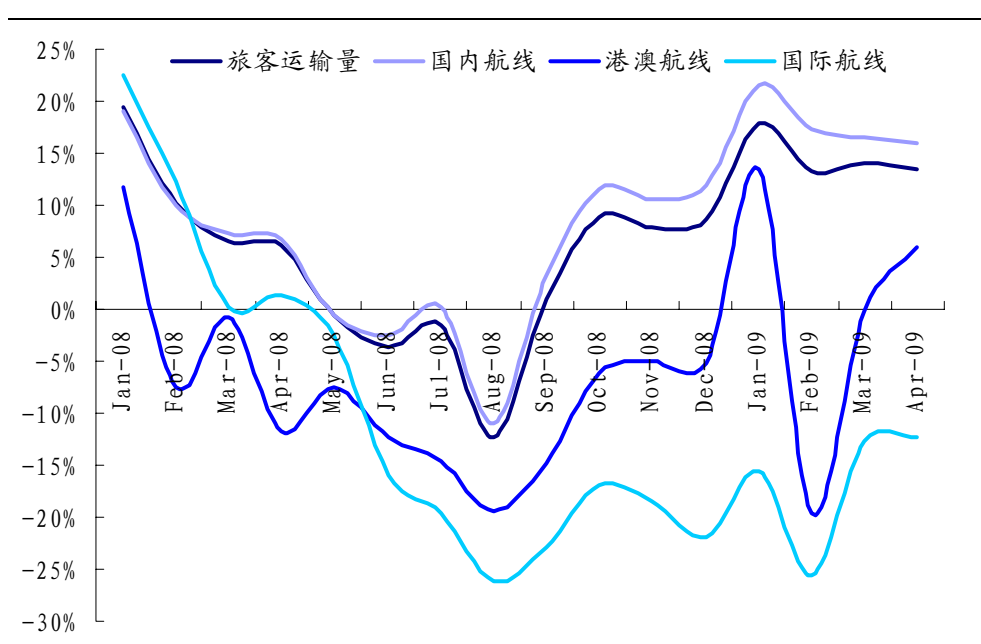
资料来源：民航总局

1.3 国内航线运量持续两位数增长，国际航线降幅缩小

1-4 月，民航旅客运输市场持续呈两位数增长，前四月旅客运输量累计增长 14.65%。其中国内航线累计增长 17.75%，旺盛的国内市场需求是拉动整体运量维持在高位的主要驱动因素。

受欧美等国经济衰退影响，国际航线运量累计下滑 16.55%。但从 3、4 月份的情况，国际航线旅客运输量下降幅度已经从 1、2 月份的 20%左右缩小至 10%左右，呈现出底部回升态势。

图 8：民航旅客运输量增速



资料来源：民航总局

1.4 区域市场需求呈北部、中部强，东部、南部疲软态势

我们将国内市场分为东北、华北、华东、华南、中部地区五大区域，统计各区域前五大机场累计增速。1-4 月东北、华北、华东、华南、中部地区前 5 大机场旅客吞吐量累计增速分别为 14.8%、23.7%、8.3%、9.2%和 18.3%。

从统计数据来看，外贸依存度较低的华北和中部地区旅客运输需求最为旺盛，增速高于全国机场平均水平；外贸依存度较高的华东和华南地区旅客运输需求疲软，增速低于全国平均水平；而东北地区前 5 大机场增速与全国平均增速基本持平。

结合主要航空公司的情况看，由于北京和成都是国航两大核心基地，受益于华北和中部地区航空客运市场的快速增长，1-4 月国航国内航线 RPK 增速维持在两位数以上。考虑到四川大地震和北京奥运会导致成都和北京市场 08 年 5-8 月旅客运输量持续呈负增长，预期 09 年 5-8 月成都和北京旅客吞吐量增速的反弹，将使得国航国内航线 RPK 增速继续维持在高位。

南航的运力主要集中在华南地区，受该区域航空运输需求疲软影响，1-4 月南航国内航线 RPK 增速呈个位数增长。

海航由于国际航线旅客占比非常小，92%以上的旅客运输需求来自国内市场，且主要基地三亚、北京、太原、西安机场旅客吞吐量增速位居全国机场前列，1-4 月海航 RPK 增速达到 11.2%，高于三大航空公司。

表 1：1-4 月国内主要机场旅客吞吐量增速

	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	1-4 月累计
东北地区前 5 大机场					
大连	12.6%	12.5%	11.2%	14.2%	12.7%
沈阳	6.4%	9.9%	4.0%	3.2%	5.8%
哈尔滨	23.5%	17.3%	27.4%	30.5%	24.1%
长春	30.2%	33.5%	34.2%	26.2%	30.9%
延吉	-2.0%	-16.9%	-15.1%	-1.5%	-9.2%
合计	15.6%	14.5%	14.2%	15.1%	14.8%
华北地区前 5 大机场					
北京首都	23.0%	29.5%	18.6%	28.7%	24.8%
天津	0.2%	18.8%	17.2%	21.9%	14.5%
太原	10.9%	25.5%	21.3%	13.6%	17.6%
呼和浩特	17.4%	35.6%	24.2%	37.3%	28.3%
石家庄	37.6%	34.8%	43.3%	19.6%	32.9%
合计	20.5%	28.7%	19.1%	27.3%	23.7%
华东地区前 5 大机场					
上海虹桥	1.7%	14.6%	7.2%	4.1%	6.6%
上海浦东	-1.9%	-6.8%	-2.0%	9.3%	-0.2%
杭州	22.5%	25.1%	17.9%	11.9%	18.8%
南京	27.6%	23.1%	19.8%	18.6%	21.9%
厦门	16.1%	6.3%	13.6%	18.2%	13.6%
合计	7.4%	7.9%	7.5%	10.2%	8.3%
华南地区前 5 大机场					

广州	11.8%	5.1%	2.4%	1.3%	5.0%
深圳	17.9%	9.5%	10.1%	10.1%	11.9%
海口	2.6%	-2.7%	0.8%	1.9%	0.5%
三亚	40.1%	28.5%	7.9%	32.3%	27.0%
南宁	22.4%	30.7%	24.0%	23.2%	24.9%
合计	15.4%	8.4%	5.8%	7.2%	9.2%
中部地区前 5 大机场					
成都	19.8%	6.3%	12.7%	15.7%	13.5%
重庆	22.7%	2.7%	10.1%	11.0%	11.3%
西安	24.1%	29.4%	22.1%	24.4%	24.9%
武汉	42.7%	12.8%	16.8%	12.6%	20.6%
长沙	58.7%	21.1%	21.3%	18.6%	27.9%
合计	29.5%	12.5%	15.8%	16.5%	18.3%
前 50 家机场合计	17.3%	13.9%	12.4%	14.6%	14.5%

资料来源：民航总局

表 2：主要航空公司旅客周转量增速

	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	1-4 月累计
中国国航	10.4%	6.2%	4.9%	4.8%	6.6%
其中：国内航线	22.4%	18.5%	16.0%	16.0%	18.2%
国际航线	-4.5%	-9.4%	-9.8%	-11.1%	-8.7%
港澳航线	14.9%	-11.8%	9.4%	27.8%	9.2%
南方航空	11.0%	3.3%	4.8%	2.2%	5.2%
其中：国内航线	16.6%	9.7%	9.3%	5.9%	10.3%
国际航线	-18.8%	-29.5%	-20.3%	-18.5%	-21.7%
香港航线	40.3%	-13.2%	7.1%	12.3%	7.8%
东方航空	6.5%	3.0%	8.6%	8.8%	6.8%
其中：国内航线	20.3%	26.8%	25.9%	24.5%	24.4%
国际航线	-16.6%	-34.0%	-24.3%	-21.3%	-23.9%
港澳航线	2.4%	-29.6%	-10.2%	-2.6%	-10.3%
海南航空	10.6%	10.4%	9.8%	17.3%	11.2%

资料来源：公司资料

2. 甲型流感，影响几何？

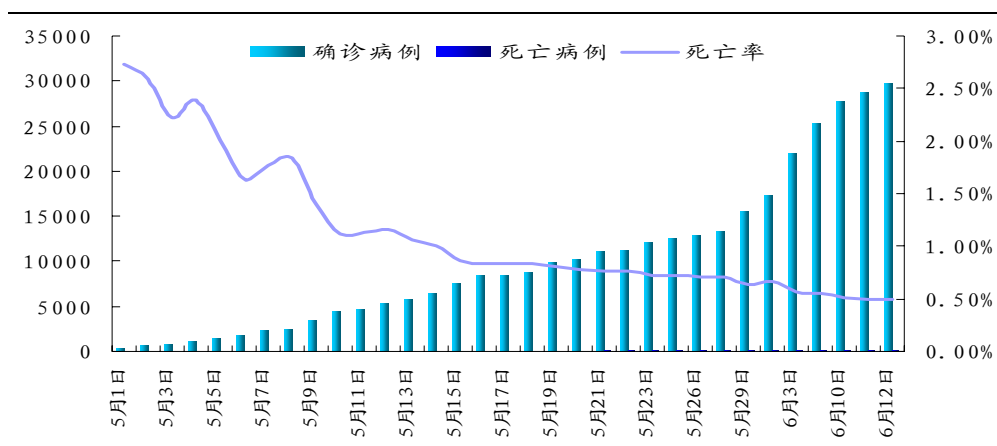
2.1 甲型流感全球蔓延，但致死率很低

- 甲型流感 4 月中旬左右在墨西哥出现，之后从美国、加拿大等美洲国家蔓延至五大洲 74 个国家和地区。截至 6 月 12 日 22 时，全球共报告 28,774 例确诊病例，死亡 144 例，当日新增 1045 例确诊病例。其中，美国、墨西哥和加拿大仍是确诊病例最多的国家，分别确诊 13,217 例、6,241 例和 2,978 例。
- 中国流感疫情总体稳定。自甲型流感在墨西哥出现后，中国对流感疫情

非常重视并全面严控疫情扩散。截至6月13日18时，中国内地共报告165例H1N1流感确诊病例，无死亡病例，当日新增24例确诊病例。总体来看，虽然国内已经开始出现二代病例，但由于中国已经建立起比较完善的防疫体系，中国目前的流感疫情较为稳定，可防可控。

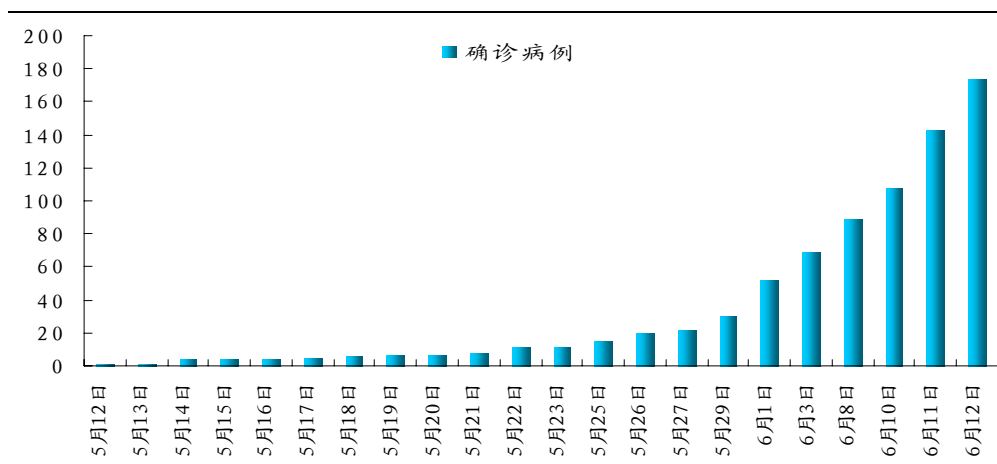
- 世卫组织11日晚宣布将甲型H1N1流感警戒级别升至第6级。根据世卫组织规定，流感大流行警戒级别共分6级。其中，第6级代表流感病毒在疫情发源地以外的其他地区至少一个国家发生了社区层面的暴发，表明病毒正在全球蔓延，这也是流感大流行级。但世卫组织同时强调，流感大流行6级警告的含义指的是流感病毒的传播范围，而与疫情本身的严重程度和致死率无关。同时世卫也指出各国不应限制人员、服务及货物的往来。
- 从目前的情况看，甲型流感的病情并不比普通流感重，并且治疗康复快，致死率仅为0.5%，和普通流感差不多，死亡的患者绝大多数是本身就患有糖尿病、心脏病等慢性病的患者。

图 9：目前全球甲型 H1N1 流感死亡率仅为 0.50%



资料来源：世界卫生组织

图 10：中国内地及香港确诊甲型 H1N1 流感病例



资料来源：世界卫生组织

2.2 国际航线受冲击，国内航线短期影响不大

从具体影响路径看，流感疫情主要通过影响消费心理、以及政府临时干预政策两个方面对航空运输业产生影响：

- 流感疫情可能对旅客的消费心理和意愿产生一定得负面影响，出于对卫生、安全等的担忧，以及政府实施的严格的检疫措施等，部分旅客可能放弃或更改出行计划。
- 流感疫情发生后政府采取临时性干预政策。4月28日中国国家旅游局要求旅行社暂停赴墨西哥旅游组团业务，建议中国公民近期暂缓赴墨西哥旅游；5月19日中国驻大阪总领馆发出公告，呼吁中国留学生近期不要回国；6月7日北京市旅游局规定，入境未满7天的游客参加一日游将被劝阻，有发烧、流涕等甲型流感症状的游客也不得参加游览。

从目前的情况看，甲型流感对国际航线旅客运输需求产生了一定的负面影响，但尚未对国内航线造成明显冲击：

- 此次甲型流感主要集中在北美、西欧等地，以疫区（主要是美国、墨西哥、加拿大、日本等疫情严重的国家）为目的地的出、入境受到一定幅度的负面影响。据媒体报道，5月份中旬以来国内多家旅行社的北美及日本旅游线路下架，出境修学游出现下滑迹象（每年7月通常是国内出境修学游高峰时期），江苏省已表示取消09年暑期境外修学旅行活动。此外，中国去往欧洲、东南亚、韩国的国际航线也受到了不同程度的影响。
- 流感疫情尚未对民航运输市场造成明显冲击。中国现有感染病例绝大多数是境外输入型病例，政府目前采取的防控政策重点是控制境外人员入境，对国内人员的正常出行与流动并未设置强制性措施；同时，由于甲型流感的死亡率非常低、治疗康复快，并且目前国内确诊病例较少、未出现死亡病例，因此对国内航线的旅客运输量还未造成明显的负面影响。

表 3：新浪网调查问卷：猪流感是否会影响你的出行计划？（截至 6 月 14 日共 65,048 人参加）

选项	比例	票数
会	61.40%	38,881
不会	29.40%	18,662
说不好	9.20%	5,861

资料来源：新浪网

2.3 甲型流感对国内航空运输市场的影响还有待观察

目前国内外医学专家对于此次甲型流感疫情的未来的发展趋势仍不确定。世卫组织助理总干事福田敬二表示：“甲型流感疫情的发展趋势不可预测，继续保持相对较轻的状态还是会变得更加严重，都是有可能的。”目前国内外专家对于流感疫情的发展趋势主要有三种预测：第一种是夏季到来后，流感流行趋缓甚至消失，到秋冬时再现，不过届时已经生产出足够的疫苗来应对；第二种是病毒的毒性越来越弱，流行时间长，但致死率低；第三种是病毒发生变异，传染力和毒性加强，导致很多人死亡。

- 如果 7、8 月份国内外流感疫情趋缓甚至消失，流感对消费者出行心理产生的负面影响消除，那么此次甲型流感将不会对第三季度的航空旺季产生冲击。同时在 08 年同期低基数的基础上，三季度将呈现旺季更旺的局面。
- 但如果如世卫组织所言，我们正处于一次全球大流感的起点上，流感疫情还将持续 1-2 年时间，或者病毒发生变异、毒性加强，政府采取更为严格的干预措施，如执行更为严格的出入境审批、检验检疫、甚至关闭学校和娱乐场所等，将会对航空需求和票价造成较大的冲击。

由于甲型流感疫情进一步发展的趋势尚不明朗，且具有不可预测性，因此流感疫情对于中国航空运输市场的影响仍有待于观察。

表 4：甲型流感疫情未来可能演绎的三种情况

	疫情	对航空业影响
情况 1	夏季到来后，流感流行趋缓甚至消失，到秋冬时再现，但已有足够的疫苗来应对。	甲型流感将不会对第三季度的航空旺季产生冲击。同时在 08 年同期低基数的基础上，三季度将呈现旺季更旺的局面。
情况 2	现在只是处于一次全球大流感的起点上，流感疫情还将持续 1-2 年时间。	政府可能采取更为严格的干预措施，如执行更为严格的出入境审批、检验检疫、甚至关闭学校和娱乐场所等，将会对航空需求和票价造成较大的冲击。
情况 3	病毒发生变异，传染力和毒性加强，导致很多人死亡。	

3. 经济复苏阶段，油价上涨对航空业影响偏中性

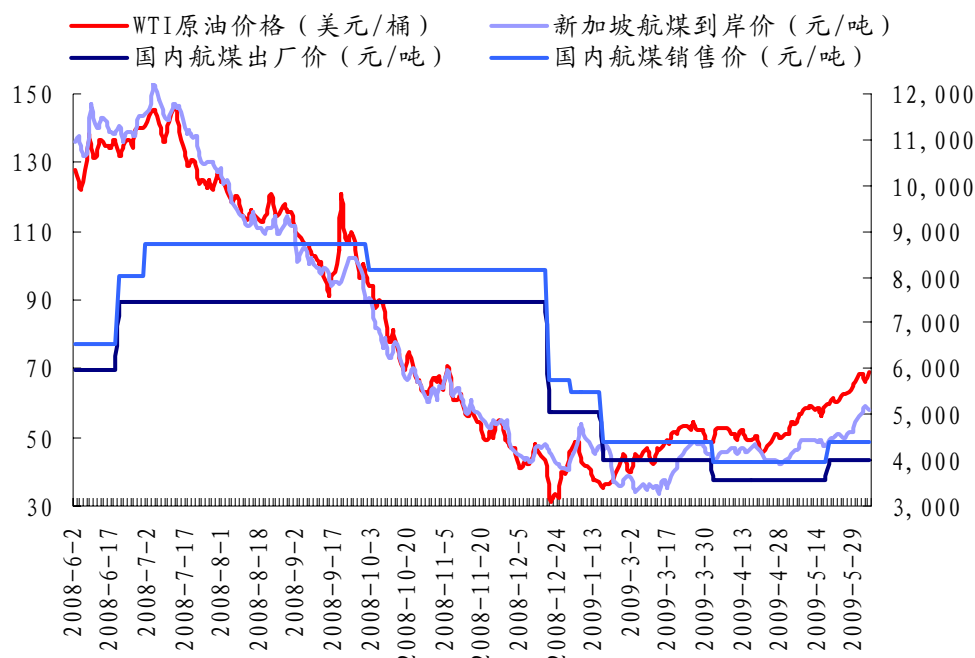
受全球通胀及世界经济复苏预期影响，5 月份以来国际油价持续上涨，截至 6 月 12 日，WTI 原油价格突破 70 美元/桶。

受国际油价持续上涨影响，5 月 19 日起国内航空煤油出厂价每吨上调 460 元，从 3560 元涨至 4020 元。但目前来看，新加坡航空煤油到岸价已经达到 5000 元/吨左右，比国内航油出厂高 1000 元左右。如果未来国际油价继续维持在高位，国内航油价格继续上调的概率较大。

在经济复苏阶段，油价上涨对航空公司的影响偏中性：1) 在经济复苏阶段，原油价格上涨意味着社会需求的回升和经济的回暖，而经济基本面好转、居民商务

和旅游出行活跃度提高，有力于驱动航空客货运需求的持续回升；2）1月15起国内航线燃油附加费停止征收后，使得燃油附加费上调的空间较大。根据历史经验，未来如果国内航油出厂价上调至每吨4500元以上，我们判断民航总局将通过恢复征收国内航线燃油附加费的方式来转嫁航空公司的成本压力。

图 11：5 月份以来国际油价持续上涨



资料来源：BLOOMBERG

表 5：国内航线燃油附加费调整历史（历史上 WTI 原油价格上涨至 60 美元以上，国内航油出厂价上涨至 4500 元以上，一般会恢复征收国内航线燃油附加费）

	国内航线燃油附加费征收标准		WTI 原油价格 (美元/桶)	国内航油出厂 价 (元/吨)
	800 公里以下	800 公里以上		
2005-8-1	20	40	61.57	4620
2006-4-10	30	60	68.74	5040
2006-9-1	60	100	69.19	5540
2007-1-21	50	80	51.13	5540
2007-11-5	60	100	93.98	5950
2008-7-1	80	150	140.97	7450
2008-12-25	20	40	32.35	5050
2009-1-15	0	0	35.4	3990

资料来源：国泰君安证券

4. 航空业：短期观望，长期增持评级

甲型流感疫情未来将如何演绎——是逐渐减弱、还是愈演愈烈？是已经接近尾声，

还是如世卫组织所言，我们才刚处于全球流感大流行的起点上？这一切现在很难准确预测。

短期受流感疫情和油价上涨双重影响，航空股缺乏上涨动力。在流感疫情发展方向尚不明朗的情况下，建议投资者短期以观望为主。但潜在的政策性利好——“二次注资、减免税费、行业重组、海南国际旅游岛建设等”可能带来一些交易性机会。

长期看，在国内外经济逐步好转背景下，国内民航运输业正处在新一轮复苏的起点上，我们看好航空业的长期发展，维持行业长期增持评级。如果未来流感疫情得到有效控制，且航空股出现大幅下调，则为中长期投资者提供了介入时机。

表 6：重点公司业绩预测及评级

公司	股价	EPS			每股净资产	PB	评级
		2009E	2010E	2011E			
海南航空	5.16	0.23	0.27	0.33	2.22	2.32	增持
中国国航	6.35	0.16	0.20	0.33	1.75	3.63	增持
南方航空	5.16	0.20	0.20	0.36	1.28	4.03	增持
东方航空	5.33	-0.18	0.05	0.24	-0.59		谨慎增持

资料来源：国泰君安证券（注 1：海航、南航、东航为考虑注资后的每股净资产；注 2：国航、东航业绩预测未考虑航油套保的影响）

二、机场业：业绩稳定的防御品种

1. 前 4 月运营数据

1.1 客运保持两位数增长，货邮有所好转

1-4 月全国前 50 家机场飞机起降架次、旅客吞吐量同比分别增长 10.63%和 14.50%。在 08 年 8 月份达到谷底后，机场旅客吞吐量增速呈回升态势，09 年前 4 个月持续保持两位数以上的增长。

受主要发达经济体陷入衰退、外部需求低迷、进出口贸易下滑影响，1-4 月全国前 50 家机场货邮吞吐量同比减少 9.25%。其中，1 月份货邮吞吐量同比降幅达到 21.18%，2 月份以后机场货运业务有所好转，货邮吞吐量月度降幅收窄至个位数。

图 12: 全国前 50 家机场月度旅客吞吐量增速

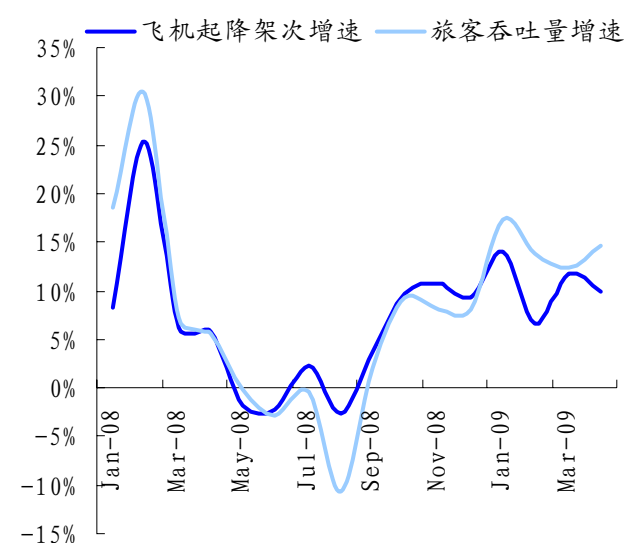
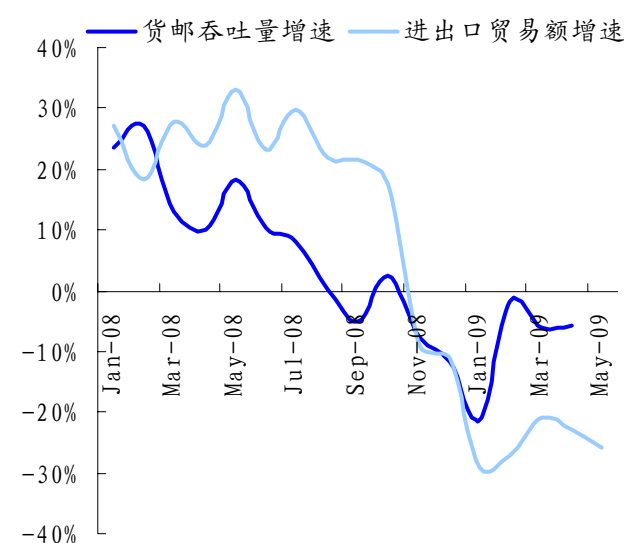


图 13: 全国前 50 家机场月度货邮吞吐量增速



资料来源：民航总局、海关总署

1.2 上市机场：厦门、深圳增长较快，浦东触底回升

1-4 月，浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门空港旅客吞吐量分别增长 1.70%、5.22%、11.90%和 13.60%。四家上市机场公司中，深圳机场和厦门空港客运业务保持两位数以上的增长；浦东机场 4 月份开始旅客吞吐量结束负增长，同比增速达到 10.80%，据悉 5 月份增速也达到 14.40%，旅客吞吐量增速连续两个月保持两位数增长，显示浦东机场客运需求已经触底回升；从近几个月数据看，白云机场旅客吞吐量增速呈持续回落态势，我们判断主要是受区域经济疲软和深圳机场分流两方面的影响。

受进出口不景气影响，1-4 月浦东机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量分别下降 20.50%、14.10%和 11.80%。由于 FEDEX 2 月初将原来设在菲律宾的亚太转运中心迁至白云机场，使得白云机场 1-4 月货邮吞吐量同比增长 6.49%。

表 7: 主要机场月度业务量增速

	09 年 1 月	09 年 2 月	09 年 3 月	09 年 4 月	1-4 月累计
飞机起降架次					
浦东机场	3.56%	-2.48%	5.83%	7.10%	3.60%
虹桥机场	1.40%	3.03%	2.03%	0.40%	1.70%
上海两场合计	2.67%	-0.25%	4.25%	4.70%	2.18%
白云机场	11.11%	-2.05%	5.20%	2.00%	4.00%
深圳机场	17.90%	0.90%	4.60%	3.70%	4.10%
厦门空港	12.00%	5.10%	11.30%	16.40%	11.30%
旅客吞吐量					
浦东机场	-1.92%	-6.82%	-2.00%	10.80%	1.70%

虹桥机场	-0.89%	12.38%	7.41%	4.40%	6.30%
上海两场合计	-1.46%	1.06%	2.13%	7.33%	2.96%
白云机场	11.76%	4.93%	3.20%	1.50%	5.22%
深圳机场	6.80%	9.50%	10.10%	10.10%	11.90%
厦门空港	16.10%	6.30%	13.60%	18.10%	13.60%
货邮吞吐量					
浦东机场	-17.95%	-24.27%	-20.04%	-19.80%	-20.50%
虹桥机场	-23.10%	13.64%	-4.94%	-1.90%	-6.80%
上海两场合计	-18.73%	-19.74%	-17.85%	-15.39%	-16.59%
白云机场	-30.58%	34.53%	15.50%	17.60%	6.49%
深圳机场	-35.00%	7.40%	-12.40%	-8.40%	-14.10%
厦门空港	-26.70%	4.00%	-8.80%	-10.20%	-11.80%

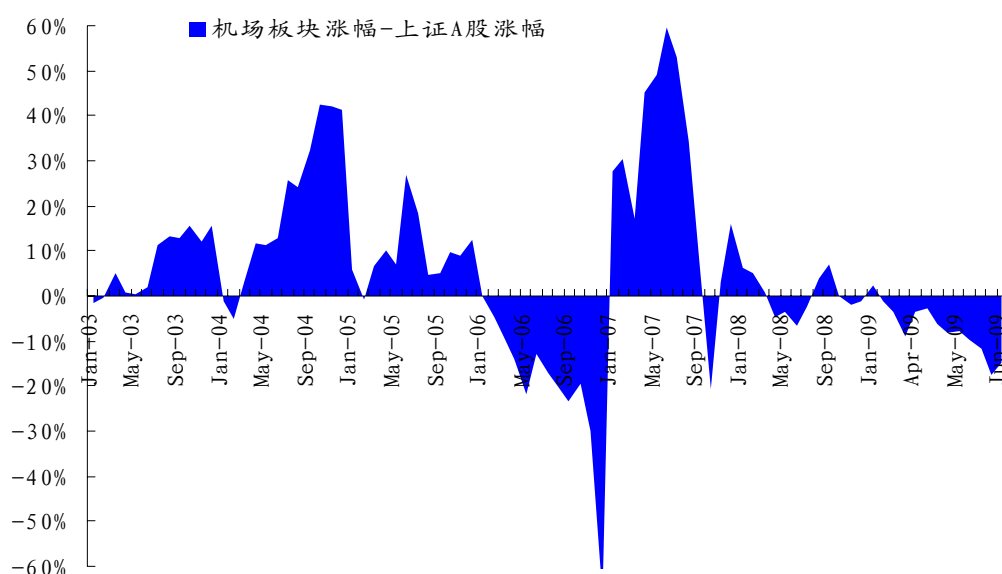
资料来源：公司资料、民航总局

2. 机场股的投资逻辑

分析 2003 年以来各年度机场板块相对市场整体的涨幅：在 2003-2005 年、2008 年两轮大熊市中，机场板块都跑赢大势，在持续下跌的市场中，机场板块作为业绩稳定的基础设施类行业，显示出相对良好的抗跌性；在 2006 年的牛市中，机场板块跑输大势，由于前期相对滞涨，在接下来的 2007 年牛市中，机场板块出现补涨行情并在当年跑赢大势；在 2009 年以来这轮持续上涨的市场中，截至 6 月 12 日，机场板块跑输上证指数 14.9 个百分点。

总结近 7 年来机场板块的市场表现，机场股的投资价值在于：1) 在下跌的市场中具有防御价值；2) 在牛市中存在补涨机会。

图 14：2003 年以来各年度机场板块市场表现



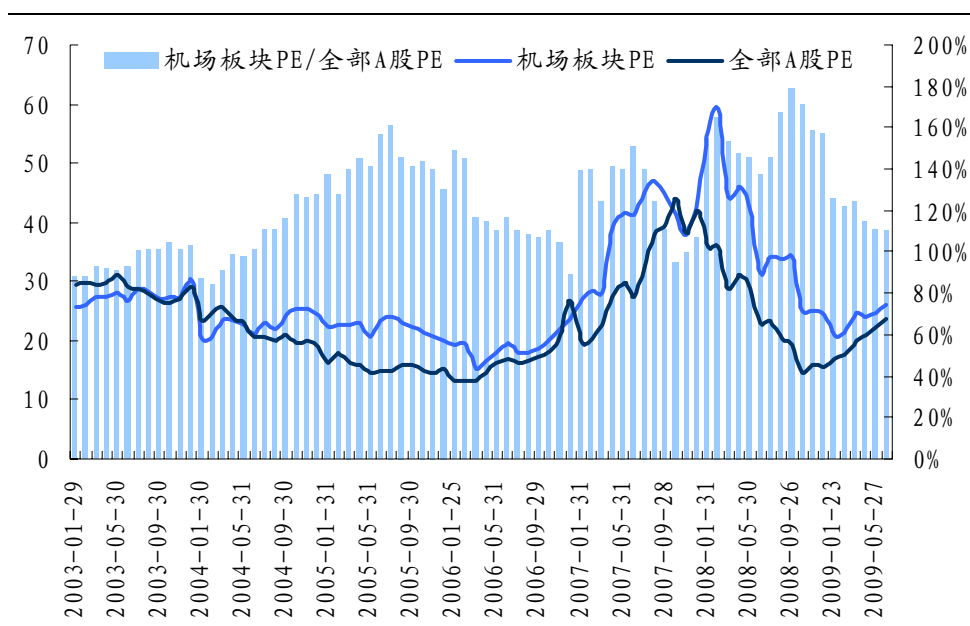
资料来源：WIND 资讯、国泰君安证券

3. 主要机场公司 PE 相对市场折价

按照预测的机场公司 09 年业绩计算，目前机场板块 09 年平均 PE26 倍。剔除估值偏高的上海机场，其他三家机场公司 09 年 PE 基本在 20 倍，相对市场整体 24 倍的 PE 水平折价 15%左右。

从历史上看，机场板块 PE/市场整体 PE 的波动区间在 85%-170%。和历史相对估值比较，目前主要机场公司（剔除上海机场）相对市场整体估值水平处于相对较低的位置。

图 15: 2003-2009 年机场板块历史 PE



资料来源：WIND 资讯

表 8: 主要机场公司业绩预测与估值

公司	收盘价	EPS				PE				PB	评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E		
厦门机场	16.11	0.64	0.80	0.88	0.98	25	20	18	16	4.50	谨慎增持
深圳机场	7.08	0.14	0.33	0.35	0.38	51	21	20	19	2.67	谨慎增持
上海机场	14.60	0.45	0.41	0.51	0.60	32	36	29	24	2.34	谨慎增持
白云机场	9.29	0.43	0.47	0.54	0.65	22	20	17	14	1.87	谨慎增持
平均						36	26	22	20	3.17	

资料来源：WIND 资讯、国泰君安证券

4. 维持机场板块增持评级

假设 09 年全行业旅客吞吐量增长 10%-12%，预期主要机场上市公司业绩将保持平稳增长。作为弱周期性行业，机场板块 09 年以来在持续上涨的市场中跑输市场。但考虑到未来可能存在补涨机会、并且如果市场出现回调机场公司具有一定的防御性，维持行业增持评级。

维持厦门空港、深圳机场、上海机场、白云机场谨慎增持评级。上海机场估值在板块中较高，但如果国际经济开始好转，上海机场受益将最大，同时在整个上海国资整合步伐加快的背景下，预期上海机场资产注入的进程也将渐行渐近。

风险：如果未来猪流感疫情进一步恶化，对航空出行造成较大冲击，可能对机场业绩带来负面影响。

表 9：主要机场公司投资要点

公司	投资要点	评级
厦门空港	1、国内航线旅客占比 85%，受益于国内市场客运需求回升，旅客吞吐量增速在上市机场公司中位居前列，预计全年旅客吞吐量增速在 10%-15% 左右。 2、08 年下半年启动了每四年一次的候机楼商铺招标，基准租金提升的效果从 08 年 9 月份开始体现，租赁收入 08-09 年将呈两位数增长。 3、收购集团飞行区资产从 08 年下半年开始并表，增厚 09 年每股收益 0.10 元。 4、经济下滑对货站影响比较大，09 年预计货站利润有 20% 左右的下降，由于货站利润占比小，对公司整体业绩影响不大。 5、受益于海峡西岸经济区建设。 6、预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.80、0.88 和 0.88 元，09 年动态 PE20 倍。	谨慎增持
深圳机场	1、公司国内航线旅客比重高达 95%，益于国内客运市场需求旺盛，1-4 月旅客吞吐量累计增长 11.9%，在上市机场公司中位居前列。 2、广告业务在天骏解约后引入航媒传媒，由于新合同价格下降，预计广告收入增速将回落至 15% 左右。 3、在地方政府推动下，深圳机场和香港机场业务与股权合作有望取得突破，长期有利于提升公司经营管理水平。 4、受外部经济不景气影响，09 年货运业务仍面临下滑风险。 5、受吞吐能力限制在 2011 年底新设施投产前公司成长都相对缓慢。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.33 元、0.35 元和 0.38 元，09 年动态 PE21 倍。	谨慎增持
上海机场	1、4 月份开始，浦东机场旅客吞吐量结束负增长，同比增速回升至 10% 左右；但由于浦东机场国际航线旅客比重高达 50%，要彻底摆脱客运需求疲软局面还需等待外部经济好转。 2、T2 航站楼和第 3 条跑道从 08 年 2 季度开始计提折旧，09 年 1 季度折旧同比将增加 1.5 亿左右，是全年业绩增长的低点。2 季度开始，在需求回升和 08 年业务量低基数基础上，业绩将有所改善。 3、作为世博会配套项目，虹桥机场扩建工程 10 年 1 季度试运行。为解决虹桥扩建后的同业竞争问题，预计 09 年虹桥资产注入将取得突破。但对公司业绩增厚幅度取决于虹桥土地评估价、及扩建工程是否也一次性注入。 4、预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.41 元、0.51 元和 0.60 元，09 年动态 PE 36 倍，维持谨慎增持评级。	谨慎增持
白云机场	1、受区域经济疲软影响，1-4 月白云机场旅客吞吐量呈个位数增长，并且增速	谨慎增持

- 呈逐月回落态势，客运业务增长低于预期。
- 2、FEDEX 亚太转运中心 2 月初投入使用，使得白云机场货运业务进入新的发展时期。运营初期每周 136 个货运航班进出白云机场，预计新增起降费和货物安检收入将增厚 09 年 EPS 0.02 元左右。
 - 3、受东星航空破产清算影响，公司 5300 万应收账款面临坏账损失，可能导致 09 年业绩低于预期。
 - 4、预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.47 元、0.54 元和 0.65 元，09 年动态 PE20 倍。

资料来源：国泰君安证券

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com