

交通行业小组  
(联系人: 姚俊)  
0755-25310463  
yaoj@cmschina.com.cn

2008年6月30日

## 旺季来临, 业务量继续向好

### 航空机场行业月报 (2009年6月)

#### 交通行业

#### 航空/机场

中性/中性 (维持)

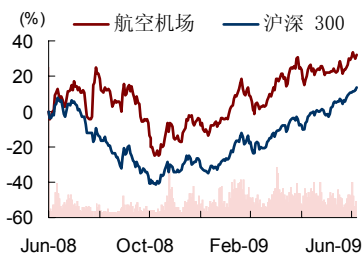
上证指数 2975

#### 行业规模

|           |      | 占比% |
|-----------|------|-----|
| 股票家数 (只)  | 10   | 0.6 |
| 总市值 (亿元)  | 1885 | 0.9 |
| 流通市值 (亿元) | 729  | 0.8 |

#### 行业指数

| %    | 1m   | 6m    | 12m  |
|------|------|-------|------|
| 绝对表现 | 8.2  | 46.4  | 34.4 |
| 相对表现 | -7.0 | -25.1 | 21.5 |



#### 相关报告

- 1、《航空机场行业月报》系列
- 2、《主动性过剩: 交通行业专题报告之二》2009/1/12
- 3、《景气复苏预期加强, 把握盈利拐点的投资机会 - 航空机场行业 2009 年二季度投资策略》2009/4/3
- 4、《盈利改善预期不变, 逐步偏向相对防御 - 航空机场行业 2009 年中期投资策略》2009/6/15
- 5、《深圳机场: 积极应对变化, 相对防御意义仍然具备》2009/3/2
- 6、《南航航空: 供需逐步改善, 期待复苏》2009/3/11
- 7、《厦门空港: 收购主业资产效益明显》2009/4/28
- 8、《中国国航: 多重因素导致巨亏, 季报已显盈利拐点》2009/4/17
- 9、《中信海直: 隐形的冠军, 明年即将进入快速发展》2009/2/16

#### 摘要:

- **5月航空景气继续向好。**总周转量完成 32.6 亿吨公里, 同比增长 4.8%, 其中, 国内航线同比增长 16.8%, 国际航线同比下降 16.3%, 跌幅继续收窄。从今年累计数据来看, 国内航线客运量增长 21.1%, 国际航线客运量下降 17.7%; 旅客周转量 RPK 累计增长 12.7%。
- **5月客座率和票价水平环比下降属正常现象。**当月客座率 72%, 上月为 76%, 国内综合票价指数从 101 点大幅下降到 78.7 点, 我们认为客座率和票价水平的下跌原因中, 只有部分是疫情影响, 主要还是季节波动因素, 从历史数据来看, 每年 5 月份相对四月份的客座率是环比下降的, 且票价水平往往在 5、6 月份均环比下降, 7 月进入旺季后将大幅回升。
- **6月 30 日航空煤油出厂价由 4020 元/吨上调至 5050 元/吨,**上调的时点在预期之内但幅度较大, 国内外价格出现倒挂, 如果价格不变, 全行业将新增成本约 60 亿。我们预计本次调整包含了未来上涨预期, 燃油附加费有可能恢复, 幅度约在 50 元/人左右才能抵消新增成本。另外国航、东航和上航燃油套保公允价值也将转回, 预计国航转回 18 亿左右, 东航转回 10 亿以上。
- **主要公司的业务量继续向好。**国航、南航、东航国内航线分别同比大幅增长 20%、12% 和 31%, 其中 5 月份增长中含有去年同期基数低的原因, 6 月后将进入旺季; 五大机场的旅客吞吐量、飞机起降同步回升, 特别是深圳机场和厦门空港。
- **投资策略:** 我们认为目前航空正处于业务量恢复转向公司盈利改善阶段, 在此阶段继续关注航空, 而越到预期接近明确的后期, 景气回升使得航空公司加大运力投放以及非航业务的相应增长, 则偏向稳定性相对强的机场类。航空投资重点为中国国航、南方航空和上海航空; 机场投资重点是业绩增长明确的深圳机场和厦门空港以及整合预期的上海机场; 我国通用航空业务以及海上石油服务的发展前景广阔, 重点关注中信海直。

#### 主要公司主要财务指标

|      | 股价   | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 09PE  | 10PE | PB   | 评级     |
|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|--------|
| 上海机场 | 15.4 | 0.45  | 0.47  | 0.70  | 32.9  | 21.9 | 2.4  | 审慎推荐 A |
| 深圳机场 | 7.7  | 0.15  | 0.27  | 0.32  | 28.6  | 24.3 | 2.8  | 审慎推荐 A |
| 白云机场 | 9.6  | 0.42  | 0.39  | 0.44  | 24.8  | 21.7 | 1.9  | 中性 A   |
| 厦门空港 | 15.6 | 0.65  | 0.72  | 0.78  | 21.7  | 20.0 | 4.2  | 审慎推荐 A |
| 南方航空 | 5.4  | -0.74 | 0.20  | 0.28  | 27.1  | 19.4 | 5.1  | 审慎推荐 A |
| 中国国航 | 7.0  | -0.77 | 0.26  | 0.31  | 27.0  | 22.6 | 4.2  | 审慎推荐 A |
| 东方航空 | 5.3  | -2.86 | 0.01  | 0.09  | 533.0 | 59.2 | -2.2 | 中性 B   |
| 中信海直 | 7.4  | 0.18  | 0.28  | 0.33  | 26.3  | 22.3 | 2.6  | 强烈推荐 A |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、航空运输月度行业数据分析 .....             | 3  |
| 1、国内好于国际，客运好于货运 .....            | 3  |
| 2、国际航油价格延续上涨趋势 .....             | 6  |
| 3、主要航空公司数据 .....                 | 7  |
| 二、主要机场月度数据分析 .....               | 10 |
| 三、投资策略和国际估值情况 .....              | 12 |
| 1、投资策略 - 盈利改善预期不变，逐步偏向相对防御 ..... | 12 |
| 2、主要国内和国外公司估值 .....              | 14 |

## 图目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1: 国内航线与国际航线 RPK 同比增长出现分化 .....          | 3  |
| 图 2: 国内民航总周转量累计增速趋势 .....                  | 4  |
| 图 3: 国内民航客运量及增速趋势 .....                    | 4  |
| 图 4: 国内民航客运周转量及增速趋势 .....                  | 4  |
| 图 5: 国内民航货运量及增速趋势 .....                    | 4  |
| 图 6: 国内民航货邮周转量及增速趋势 .....                  | 4  |
| 图 7: 各年份月度客座率情况 .....                      | 5  |
| 图 8: 航空运输综合票价指数趋势 .....                    | 5  |
| 图 9: 国内航空运输两大市场指数趋势 .....                  | 5  |
| 图 10: 新加坡航空煤油价格持续上升 .....                  | 6  |
| 图 11: 国内外航油价差 .....                        | 6  |
| 图 12: 航空公司 09 年度累计 RPK 增长与 ASK 增长的差距 ..... | 7  |
| 图 13: 中国国航客座率年度比较 .....                    | 8  |
| 图 14: 南方航空客座率年度比较 .....                    | 8  |
| 图 15: 东方航空客座率年度比较 .....                    | 9  |
| 图 16: 国内主要机场飞机起降的月度累计增速 .....              | 11 |
| 图 17: 国内主要机场旅客吞吐量的月度累计增速 .....             | 11 |
| 图 18: 国内主要机场货运吞吐量的月度累计增速 .....             | 11 |

## 表目录

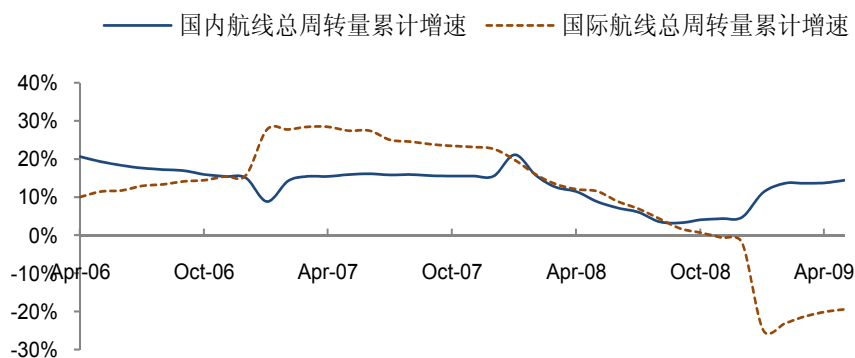
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 表 1: 民航业当月各项经营数据 .....                 | 3  |
| 表 3: 航空主要上市公司月度经营数据 (2009 年 5 月) ..... | 7  |
| 表 4: 主要机场上市公司月度业务数据 (2009 年 5 月) ..... | 10 |
| 表 5: 国内主要公司估值表 .....                   | 14 |
| 表 6: 国际地区主要同业公司估值表 .....               | 14 |

## 一、航空运输月度行业数据分析

### 1、国内好于国际，客运好于货运

5月民航业总周转量完成32.6亿吨公里，同比增长4.8%，其中，国内航线继续保持回升，同比增长16.8%，而国际航线总周转量仍同比下降16.3%，跌幅略有收窄，但仍不见明显回升迹象。从今年累计数据来看，国内航线周转量累计增长14.4%，确立了全行业景气回升的趋势（图1至2）。

**图1：国内航线与国际航线RPK同比增长出现分化**



资料来源：中国民航总局、招商证券

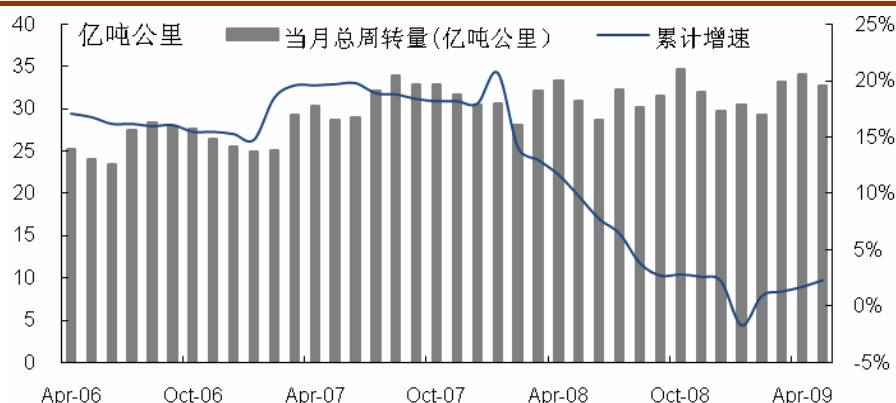
旅客运输方面，客运量当月完成1813万人，同比增长17.8%，其中国内航线客运量完成1704万人，同比增长21.1%，国际航线客运量完成109.6万人，下降17.7%；旅客周转量当月完成258.8亿客公里，同比增长12.7%；货邮运输量当月完成9.4万吨，同比下降11%（图3至6，表1）。

**表1：民航业当月各项经营数据**

| 统计指标           | 5月完成   | 当月增长   | 本年累计    | 累计增长   |
|----------------|--------|--------|---------|--------|
| 一、运输总周转量（亿吨公里） | 32.6   | 4.8%   | 159.5   | 2.3%   |
| 国内航线           | 23.1   | 16.8%  | 114.9   | 14.4%  |
| 港澳航线           | 0.7    | -10.0% | 3.4     | -8.3%  |
| 国际航线           | 9.4    | -16.3% | 44.6    | -19.5% |
| 二、旅客运输量（万人）    | 1813.1 | 17.8%  | 8950.3  | 14.9%  |
| 国内航线           | 1703.5 | 21.1%  | 8373.9  | 18.1%  |
| 港澳航线           | 37.3   | -9.9%  | 207.8   | -3.4%  |
| 国际航线           | 109.6  | -17.7% | 576.4   | -17.4% |
| 三、旅客周转量（亿客公里）  | 258.8  | 12.7%  | 1315.47 | 11.1%  |
| 四、货邮运输量（万吨）    | 34.13  | -3.9%  | 155.57  | -9.4%  |
| 国内航线           | 24.9   | -0.8%  | 115.9   | -5.1%  |
| 港澳航线           | 1.1    | -17.2% | 4.9     | -26.5% |
| 国际航线           | 9.2    | -11.4% | 39.7    | -20.1% |
| 五、货邮周转量        | 9.4    | -11.0% | 42      | -16.0% |

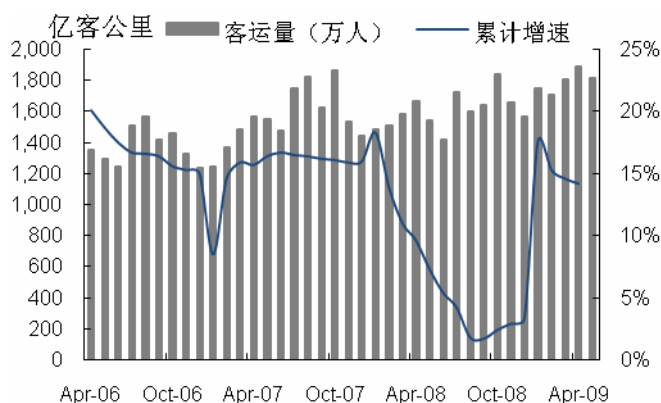
资料来源：民航总局、招商证券

图2：国内民航总周转量累计增速趋势



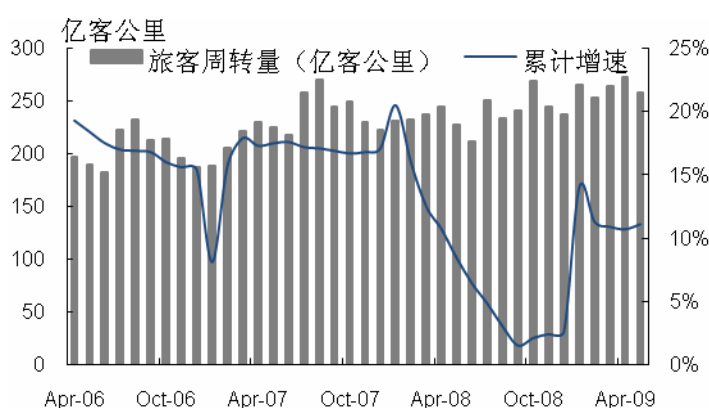
资料来源：中国民航总局、招商证券

图3：国内民航客运量及增速趋势



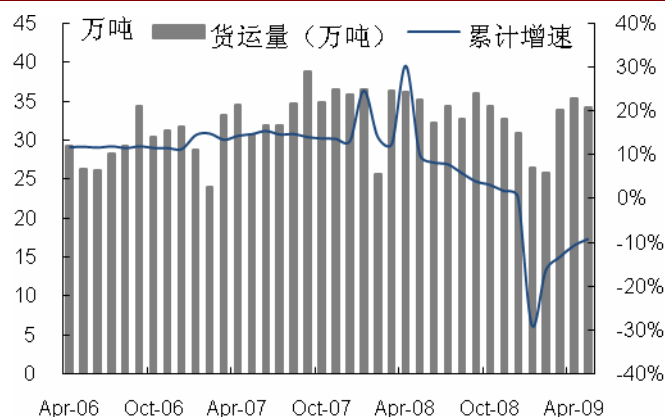
资料来源：中国民航总局、招商证券

图4：国内民航客运周转量及增速趋势



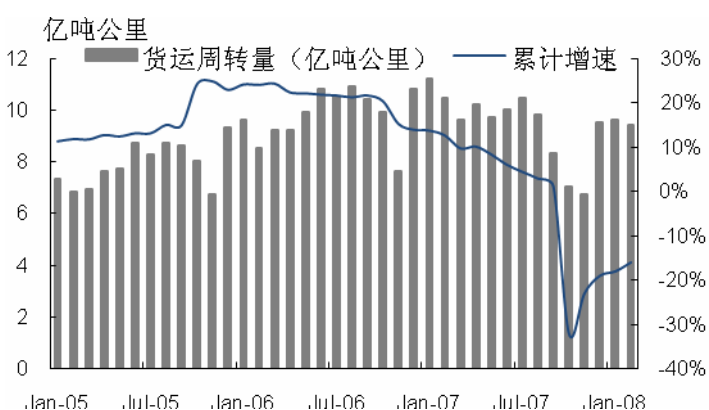
资料来源：中国民航总局、招商证券

图5：国内民航货运量及增速趋势



资料来源：中国民航总局、招商证券

图6：国内民航货邮周转量及增速趋势



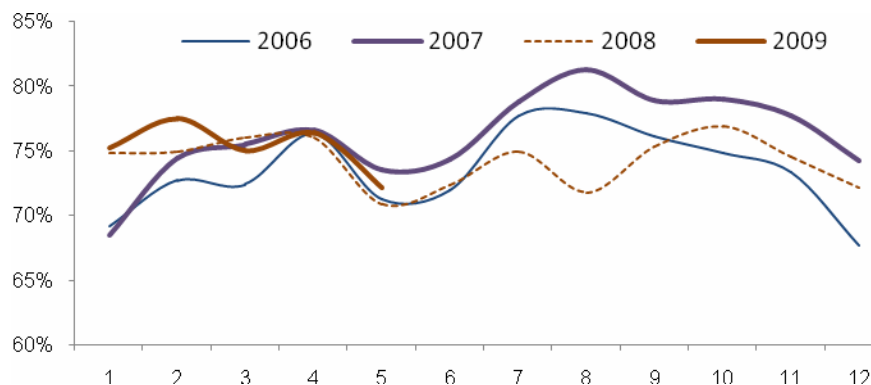
资料来源：中国民航总局、招商证券

今年5月民航客座率72.2%（图7），4月为76.4%；票价指数也同比下跌，国内综合票价指数从101点大幅下降到78.7点（图8）。

在市场指数方面，客运、货运双双出线下跌，反映出中外航空公司在我国40家主要机场的客货吞吐量的回落（图9）。

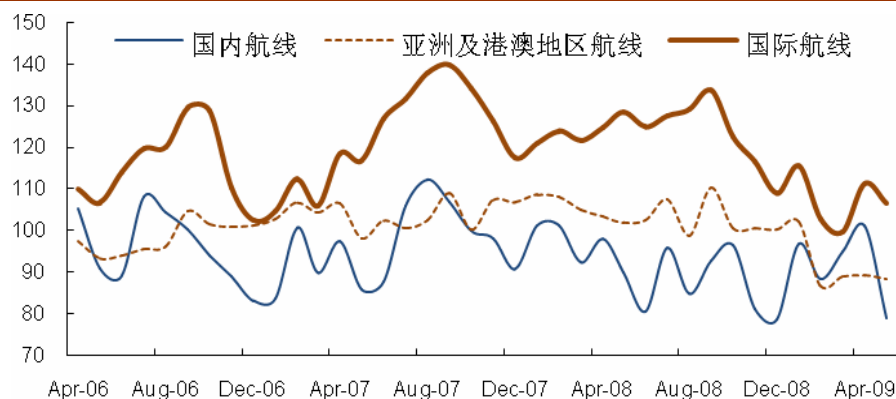
我们认为5月客座率和票价水平环比下降属正常现象。在下跌原因中，只有小部分是疫情影响，主要还是季节波动因素，从历史数据来看，每年5月份相对四月份的客座率是环比下降的，且票价水平往往在5、6月份均环比下降，7月进入旺季后将大幅回升。

图7：各年份月度客座率情况



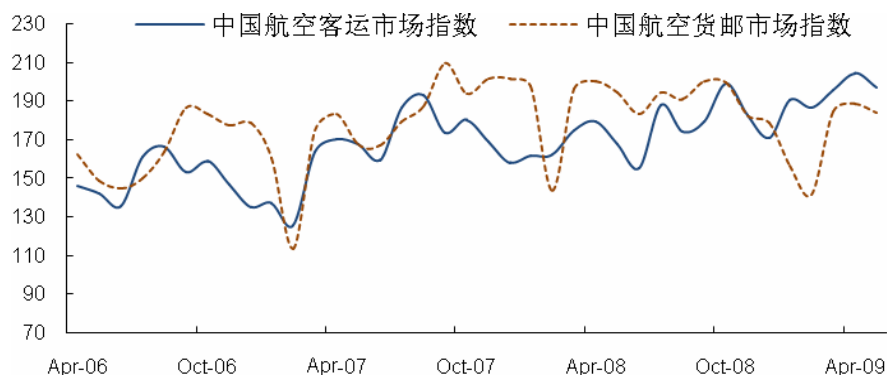
资料来源：中国民航总局、招商证券

图8：航空运输综合票价指数趋势



资料来源：《中国民用航空》、招商证券

图9：国内航空运输两大市场指数趋势



资料来源：《中国民用航空》、招商证券

## 2、国际航油价格延续上涨趋势

新加坡航空煤油 5 月 29 日报收 75.45 美元/桶。按美元汇率 6.8，每吨航空煤油折算成 8.12 桶计算，折合为 4166 元/吨（图 10）。发改委 6 月 30 日对国内成品油价格进行了调整，航空煤油出厂价由 4020 元/吨上调至 5050 元/吨，调整后国内航油出厂价高于国外航油价格近 1000 元/吨，国内外价格出现倒挂（图 11），从对价来看，国内航油价格对应了 80 美元/桶左右的原油水平，因此尽管本次上调航空煤油价格的时点在预期之内，但幅度超出了市场预期。

我们认为此次调整的幅度包含了对国际油价将来一段时间内持续上涨的趋势判断，我们测算，如果假定此次新增 1000 元/吨不变，按现有行业消耗量全年 1200 多万吨，下半年 600 万吨消耗量的新增成本为 60 亿左右。

预计随着国内航油价格今年的两次上调，可能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。今年 1 月 15 日在停止征收国内航线燃油附加费时曾表示“今后是否恢复要视国内航油价格变动情况另行研究确定。”如果下半年客流量按 1.2 亿左右测算，则燃油附加费征收需要 50 元/人。

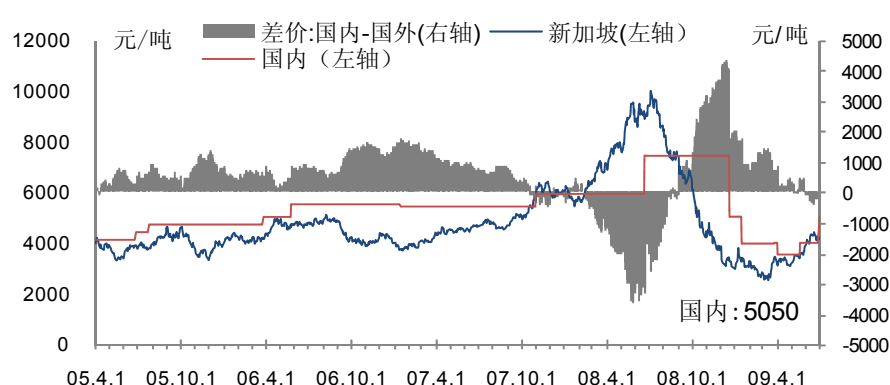
而且随着油价上涨，国航、东航和上航燃油套保公允价值将转回，预计国航转回 18 亿左右，东航转回 10 亿以上。

图10：新加坡航空煤油价格持续上升



资料来源：Bloomberg、招商证券

图11：国内外航油价差



资料来源：Bloomberg、招商证券

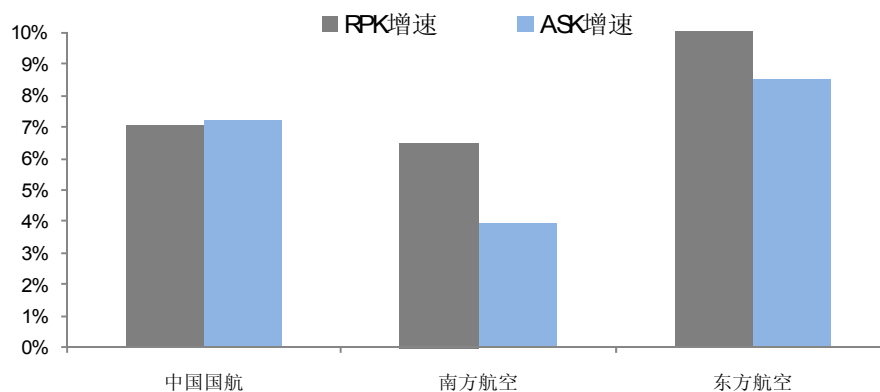
### 3、主要航空公司数据

客运方面，本月主要航空公司相关指标继续向好（表 3），其中，国航、南航、东航国内航线分别同比大幅增长 20%、12%和 31%，其中 5 月份增长中含有去年同期基数低的原因，尽管如此，累计增长仍然大幅上升，且 6 月后将进入旺季。

从运力投放与需求增长来看，本月国航运力投放增速略高于运力需求增速，其客座率下降 0.1 个百分点。南方航空保持一贯的运力投放偏谨慎的作风，运力投放增速与供给增速缺口达 2.6 个百分点，客座率稳步提升。而东方航空本月的运力控制比以外有较大改善，RPK 增速高于 ASK 增速 2.3 个百分点，客座率上升 1.5 个百分点（图 12）。

从总体的运载情况来看，国航在 4 月出现大幅增长后本月出现小幅下调。自东航 4 月份出现正增长后，本月南航的收入吨公里指标也出现了同比的正增长。显现出货运市场的一丝曙光。但在运力供给却在持续扩大，导致总运载率表现仍然欠佳（图 13-15）。

**图 12：航空公司 09 年度累计 RPK 增长与 ASK 增长的差距**



资料来源：公司、招商证券

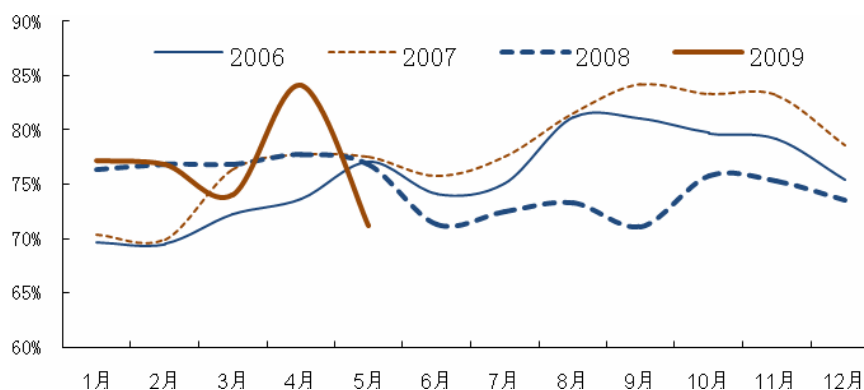
**表 3：航空主要上市公司月度经营数据（2009 年 5 月）**

| 指标                  |      | 中国国航  | 南方航空  | 东方航空  | 国泰航空   |
|---------------------|------|-------|-------|-------|--------|
| 收费客公里<br>RPK(百万)    | 当月完成 | 5607  | 7039  | 4804  | 7085   |
|                     | 同比增长 | 7.0%  | 6.5%  | 10.8% | -6.7%  |
|                     | 累计完成 | 29201 | 36494 | 24300 | 37092  |
|                     | 累计增长 | 6.7%  | 5.5%  | 7.6%  | -1.9%  |
| 收费吨公里<br>RTK(百万)    | 当月完成 | 777   | 765   | 633   | 645    |
|                     | 同比增长 | -1.2% | 1.4%  | 6.0%  | 0.0%   |
|                     | 累计完成 | 3839  | 3841  | 3045  | 3126   |
|                     | 累计增长 | -2.6% | -1.4% | -0.5% | 0.0%   |
| 可利用客公里<br>(ASK)(百万) | 当月完成 | 7871  | 9828  | 6915  | 9352   |
|                     | 同比增长 | 7.2%  | 3.9%  | 8.5%  | -4.7%  |
|                     | 累计完成 | 38972 | 48514 | 34259 | 47075  |
|                     | 累计增长 | 8.3%  | 2.8%  | 8.1%  | -0.7%  |
| 可利用吨公里<br>(ATK)(百万) | 当月完成 | 1249  | 1232  | 1041  | 945    |
|                     | 同比增长 | 5.2%  | 2.6%  | 5.5%  | -15.7% |
|                     | 累计完成 | 6055  | 6036  | 5073  | 4797   |
|                     | 累计增长 | 4.1%  | 0.2%  | 3.9%  | -14.0% |

|                    |         |        |        |        |        |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 旅客运输量(万)           | 当月完成    | 306    | 515    | 357    | 195    |
|                    | 同比增长    | 14.7%  | 10.6%  | 18.6%  | -7.5%  |
|                    | 累计完成    | 1579   | 2592   | 1743   | 1020   |
|                    | 累计增长    | 13.7%  | 9.1%   | 13.5%  | -1.3%  |
| 货邮运输量(千吨)          | 当月完成    | 72     | 67     | 75     | 122    |
|                    | 同比增长    | -8.6%  | -8.6%  | -0.3%  | -13.3% |
|                    | 累计完成    | 337    | 309    | 339    | 577    |
|                    | 累计增长    | -10.8% | -15.4% | -10.8% | -16.5% |
| 客座率<br>(RPK/ASK)   | 当月      | 71.2%  | 71.6%  | 69.5%  | 75.8%  |
|                    | 同比增长百分点 | -0.1   | 1.7    | 1.5    | -1.6   |
|                    | 今年累计    | 74.9%  | 75.2%  | 70.9%  | 78.8%  |
|                    | 同比增长百分点 | -1.1   | 1.9    | -0.4   | -1     |
| 总载运率<br>(RTK/ATK)* | 当月      | 62.2%  | 62.0%  | 60.8%  | 68.2%  |
|                    | 同比增长百分点 | -4.0   | -0.7   | 0.3    | 1.2    |
|                    | 今年累计    | 63.4%  | 63.6%  | 60.0%  | 65.2%  |
|                    | 同比增长百分点 | -4.4   | -1     | -2.7   | -1     |

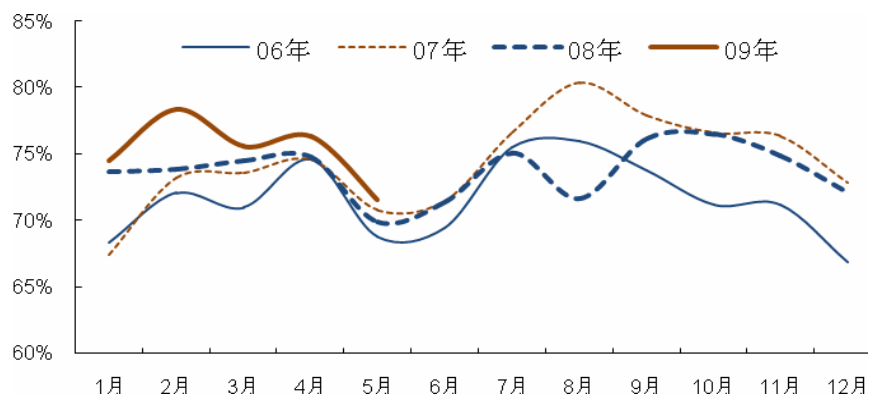
资料来源：各公司、招商证券（注：国泰航空收费吨公里栏中指标为收费货邮吨公里；总载运率栏中指标为货运载运率）

图13：中国国航客座率年度比较



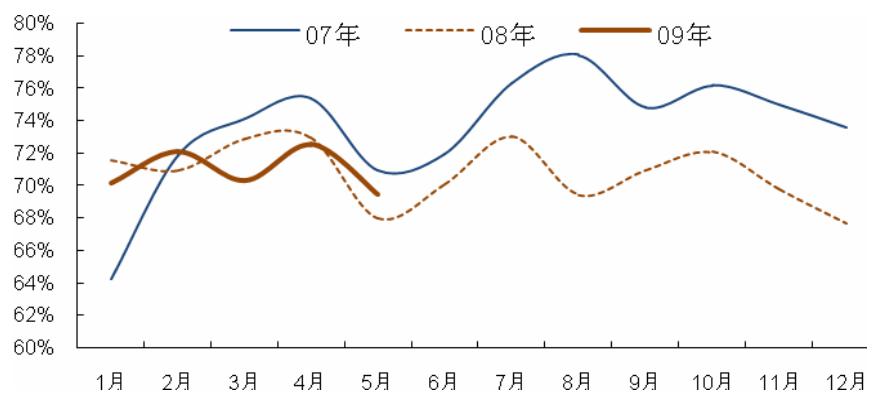
资料来源：公司、招商证券

图14：南方航空客座率年度比较



资料来源：公司、招商证券

图15: 东方航空客座率年度比较



资料来源: 公司、招商证券

## 二、主要机场月度数据分析

全国机场各主要指标在总体上继续保持恢复性趋势（表 4，图 16 至图 18）。

在飞机起降方面，本月全国各主要机场飞机起降增速保持稳定，其中厦门机场表现突出，当月同比增长 19.5%。从累计情况来看，首都机场和厦门机场涨幅位居前二。

旅客吞吐量方面，本月全国主要机场旅客吞吐量出现同比较大增幅。白云机场、虹桥机场和浦东机场的增速出现大幅上升，厦门机场延续了 4 月份的高速增长，当月增幅达 20.4%。从年初至今的累计增速上看，首都机场以 19.1%保持了领先地位，厦门机场以 14.9%的增速位居第二。

在货邮吞吐量方面，仅白云机场出现了 8.4%的高速增长，其主要原因是联邦快递亚太货运枢纽年初正式投产运营，为白云机场货运吞吐量带来较大幅度的增长。首都机场出现大幅下跌，厦门机场仍有跌幅但明显收窄外，而浦东、虹桥跌幅仍无收窄迹象。

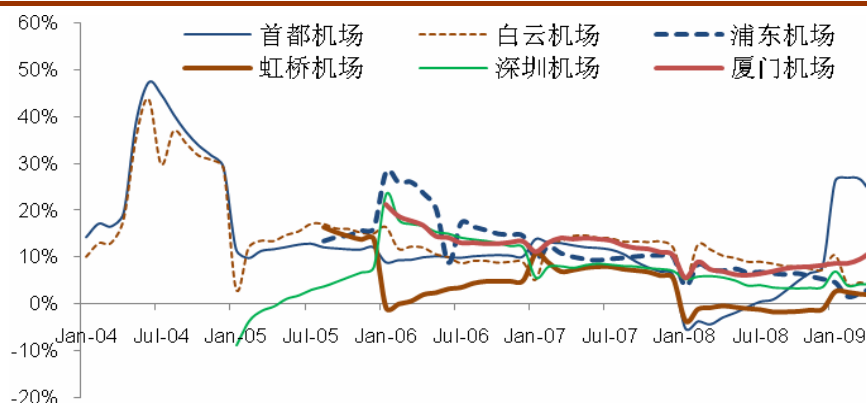
受益于航空景气持续上升，我们预计深圳机场今年中报将实现净利润 3.2 亿左右，EPS 为 0.19 元；而上海机场由于成本上升实现净利润为 2.8 亿左右，EPS 为 0.14 元。

**表 4：主要机场上市公司月度业务数据（2009 年 5 月）**

|    | 机场指标       | 当月完成  | 当月增长   | 本年累计   | 累计同比   |
|----|------------|-------|--------|--------|--------|
| 首都 | 旅客吞吐量（万人次） | 524.5 | 15.7%  | 2592   | 19.1%  |
|    | 货邮吞吐量（万吨）  | 10.6  | -11.1% | 53     | -5.0%  |
|    | 飞机起降（万架次）  | 4.1   | 14.3%  | 20     | 21.4%  |
| 白云 | 旅客吞吐量（万人次） | 291.8 | 8.4%   | 1499   | 5.9%   |
|    | 货邮吞吐量（万吨）  | 6.9   | 14.3%  | 32     | 8.1%   |
|    | 飞机起降（万架次）  | 2.5   | 6.1%   | 12     | 4.6%   |
| 浦东 | 旅客吞吐量（万人次） | 267.8 | 14.4%  | 1231.6 | 4.2%   |
|    | 货邮吞吐量（万吨）  | 18.6  | -17.7% | 86.1   | -19.9% |
|    | 飞机起降（万架次）  | 2.4   | 7.3%   | 11.3   | 4.4%   |
| 虹桥 | 旅客吞吐量（万人次） | 222.2 | 14.3%  | 1017.1 | 7.9%   |
|    | 货邮吞吐量（万吨）  | 3.4   | -8.3%  | 16.1   | -7.2%  |
|    | 飞机起降（万架次）  | 1.6   | 3.5%   | 7.7    | 2.1%   |
| 深圳 | 旅客吞吐量（万人次） | 187.7 | 9.6%   | 1002.1 | 11.4%  |
|    | 货邮吞吐量（万吨）  | 4.7   | -11.2% | 22.1   | -13.4% |
|    | 飞机起降（万架次）  | 1.6   | 5.5%   | 8.2    | 4.4%   |
| 厦门 | 旅客吞吐量（万人次） | 89.9  | 20.4%  | 443.4  | 14.9%  |
|    | 货邮吞吐量（万吨）  | 1.7   | -3.8%  | 7.5    | -10.1% |
|    | 飞机起降（万架次）  | 0.9   | 19.5%  | 4.1    | 12.9%  |

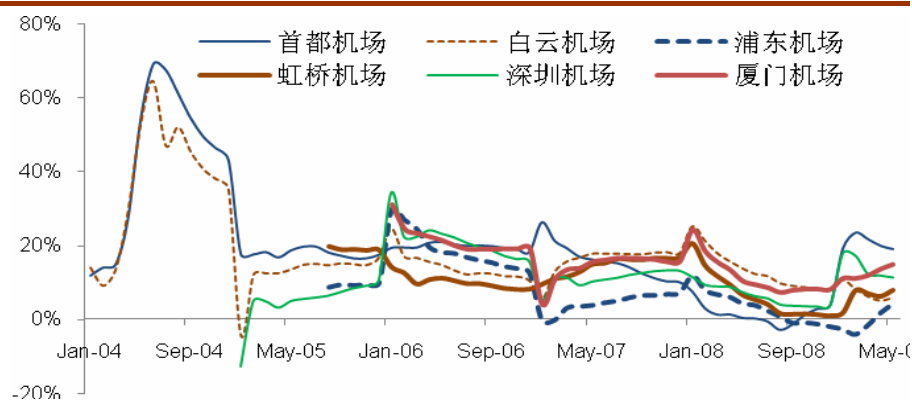
来源：各公司、中国民航总局、招商证券

**图16: 国内主要机场飞机起降的月度累计增速**



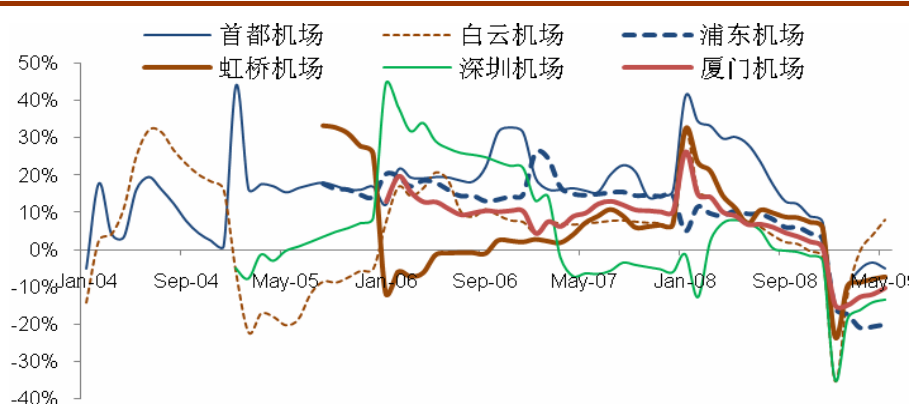
来源: 中国民航总局、招商证券

**图17: 国内主要机场旅客吞吐量的月度累计增速**



来源: 中国民航总局、招商证券

**图18: 国内主要机场货运吞吐量的月度累计增速**



来源: 中国民航总局、招商证券

### 三、投资策略和国际估值情况

#### 1、投资策略—盈利改善预期不变，逐步偏向相对防御

我们认为目前航空公司正处于业务量恢复转向公司盈利改善的阶段，在此阶段应继续关注航空公司的投资机会，而越到预期接近明确的后期，由于景气回升使得航空公司加大运力投放以及非航业务的相应增长，应偏向稳定性相对强的机场类公司（参见《航空机场行业 2009 年中期投资策略》及相关报告）。

##### （1）航空投资重点：中国国航、南方航空和上海航空

航空公司投资仍然沿着两条线，一是国内航线需求复苏，二是并购整合，重点为中国国航、南方航空和上海航空。主要理由是：

##### ■ 后期业务量数据继续转好，毛利率有望保持回升趋势

主要航空公司一季度报的毛利率大幅回升，其中海南航空、中国国航和上海航空更是达到了 15% 以上的水平。随着下半年业务量继续增加，特别是由于去年 5 月至 10 月的基数较低，业务量增速有望在 20% 以上，而毛利率有望保持回升趋势。

我们认为随着航空盈利拐点得到更多市场的认同时，市场就越可能注重盈利性，因此盈利能力强的国航更具代表性，而上海航空和东方航空并购整合具体操作方案未出，暂不评价，而如考虑壳资源的机会，上海航空或是一种投资标的。

##### ■ 票价水平有望超预期回升

国内行业 RPK 月度增速与票价指数基本呈现同方向变动，预计随着国内旅客周转量 RPK 增速继续上升以及行业内竞争结构优化，票价水平将趋于上升。

##### ■ 油价上涨仍然在预期内

通常二、三季度是全年油价上涨的季度，预计油价仍然会走高，但航油的上涨幅度将不太可能使全年油价平均超过 6000 元/吨。

##### ■ 甲型 H1N1 疫情影响逐步减弱

本次疫情不太可能出现非典类似“遭遇战”蔓延的局面，实质影响的期间应该比较短，随着夏秋旺季的到来，影响将减弱。

##### （2）机场投资重点：深圳机场、上海机场和厦门空港

机场仍然具备相对防御意义，在景气恢复和盈利拐点的预期接近明确时，我们认为应逐步偏向稳定性相对强的机场，投资重点是深圳机场、上海机场和厦门空港，主要理由是：

##### ■ 稳定性相对较强：

在交通各子行业中，机场相对而言会更稳定，而且前期涨幅也相对较小，如果后市变化，仍然具备相对防御意义。

##### ■ 国内航线为主的深圳机场和厦门空港今年业绩增长明确

深圳机场今年 1 至 5 月旅客吞吐量增长 11.4%，飞机起降累计增速为 4.3%，预计下半年旅客吞吐继续保持两位数以上的增长，而且 08 年由于计提负债影响会形成业绩低点，今年业绩增长较明确，同时可关注深港合作对公司的影响；

厦门空港 08 年收购集团资产的效益十分明显,公司管理和成本控制能力业内保持前列,海西地缘优势突出,全年业绩增长将在 10% 以上。

#### ■ 上海机场的注入预期、世博会和两个中心建设影响

上海机场尽管受国际航线拖累以及成本开支增加等影响,业绩仍然不明确,但受益于 2010 年世博会和两个中心建设影响,公司具有明确的虹桥资产注入预期,随着虹桥二期工程在今年 3 月投入使用,为解决同业竞争以及上海航空枢纽港的建设,资产注入的时间越来越近。

### (3) 通用航空投资重点: 中信海直

我国通用航空业务以及海上石油服务的发展前景广阔,重点关注中信海直。

我国通用航空还处于起步阶段,08 年雪灾和四川大地震的救灾引起了社会广泛思考。由于灾害是非常态的事件,需要在社会效益和经济效益之间找到平衡的发展模式。而且随着经济总量和国民收入的增加,国内已经开始重视直升机,例如农业部、国家林业局、海监局、公安部门、电网公司等加大了对直升机的需求。

我国深海石油勘探开发尚处于起步阶段,对远程直升机有很大需求;近海和海外石油勘探对直升机的需求也将增加,国内三大石油公司在海上业务量加大,而且也将在未来几年内向海外大力拓展海油业务。

## 2、主要国内和国外公司估值

表 5: 国内主要公司估值表

| 板块 | 公司   | 股价   | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 08PE | 09PE  | 10PE | PB   | 评级     |
|----|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|--------|
| 机场 | 上海机场 | 15.4 | 0.45  | 0.47  | 0.70  | 0.68  | 34.1 | 32.9  | 21.9 | 2.4  | 审慎推荐 A |
|    | 深圳机场 | 7.7  | 0.15  | 0.27  | 0.32  | 0.33  | 51.5 | 28.6  | 24.3 | 2.8  | 审慎推荐 A |
|    | 白云机场 | 9.6  | 0.42  | 0.39  | 0.44  | 0.43  | 22.8 | 24.8  | 21.7 | 1.9  | 中性 A   |
|    | 厦门空港 | 15.6 | 0.65  | 0.72  | 0.78  | 0.8   | 24.0 | 21.7  | 20.0 | 4.2  | 审慎推荐 A |
|    | 平均值  |      | 0.34  | 0.37  | 0.49  | 0.48  | 36.1 | 28.8  | 22.7 | 2.4  |        |
| 航空 | 南方航空 | 5.4  | -0.74 | 0.20  | 0.28  | 0.31  |      | 27.1  | 19.4 | 5.1  | 审慎推荐 A |
|    | 中国国航 | 7.0  | -0.77 | 0.26  | 0.31  | 0.33  |      | 27.0  | 22.6 | 4.2  | 审慎推荐 A |
|    | 东方航空 | 5.3  | -2.86 | 0.01  | 0.09  |       |      | 533.0 | 59.2 |      | 中性 B   |
|    | 海南航空 | 5.4  | -0.40 | 0.07  | 0.10  |       |      | 76.7  | 53.7 | 3.1  | 中性 B   |
|    | 上海航空 | 5.9  | -1.15 | -0.30 | 0.07  |       |      |       | 84.6 | 19.1 | 中性 B   |
|    | 平均值  |      | -1.18 | 0.05  | 0.17  |       |      | 128.8 | 47.9 | 5.8  |        |
| 通航 | 中信海直 | 7.4  | 0.18  | 0.28  | 0.33  | 0.36  | 40.8 | 26.3  | 22.3 | 2.6  | 强烈推荐 A |

资料来源：招商证券（统计日期 6 月 30 日）

表 6: 国际地区主要同业公司估值表

| 行业 | 公司      | 上市地 | 股价   | EPS   |       |       | PE     |       |       | PB   |      |
|----|---------|-----|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|------|
|    |         |     |      | 08 年  | 09 年  | 10 年  | 08 年   | 09 年  | 10 年  | 08 年 | 09 年 |
| 机场 | 法兰克福机场  | 德国  | 30.2 | 1.89  | 1.51  | 1.79  | 16.0   | 20.0  | 16.9  | 1.1  | 1.1  |
|    | 哥本哈根机场  | 丹麦  | 1150 | 125   | 85    | 94    | 9.2    | 13.5  | 12.3  | 3.0  | 2.7  |
|    | 首都机场    | 香港  | 5.5  | 0.14  | 0.08  | 0.13  | 39.6   | 67.6  | 42.0  | 1.9  | 1.8  |
|    | 美兰机场    | 香港  | 4.8  | 0.25  | 0.38  | 0.41  | 19.2   | 12.6  | 11.6  | 1.2  | 1.1  |
| 航空 | 国泰航空    | 香港  | 10.6 | 1.50  | 0.05  | 0.54  | 7.1    | 204.2 | 19.5  | 1.1  | 1.0  |
|    | 新加坡航空   | 新加坡 | 13.2 | 1.59  | 0.49  | 0.88  | 8.3    | 27.1  | 15.0  | 1.1  | 1.0  |
|    | 中华航空    | 台湾  | 8.1  | -0.06 | -0.16 | 0.32  | -146.9 | -50.2 | 25.3  | 1.2  | 1.7  |
|    | 南方航空    | 香港  | 2.2  | 0.29  | 0.06  | 0.15  | 7.5    | 34.7  | 14.4  | 2.0  | 1.4  |
|    | 中国国航    | 香港  | 3.8  | 0.36  | 0.16  | 0.18  | 10.8   | 24.0  | 21.9  | 2.4  | 1.9  |
|    | 东方航空    | 香港  | 1.7  | 0.06  | -0.14 | -0.02 | 29.0   | -12.8 | -72.5 | -0.6 | -5.8 |
| 通航 | Bristow | 美国  | 29.9 | 1.06  | 2.69  | 2.96  | 28.2   | 11.1  | 10.1  | 0.7  | 0.8  |

资料来源：招商证券、BLOOMBERG（收盘价及每股收益以各地本币计价，盈利预测取自 Bloomberg 统计日期 6 月 29 日）

### 分析师简介

**姚俊**，博士，曾在香港招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

**罗雄**，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

**纪敏**，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 投资评级定义

#### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

#### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

#### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

### 免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。