

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

2009年10月20日

战略性建仓航空，关注机场环比改善

航空机场行业2009年四季度投资策略

交通运输

航空/机场

推荐/中性(维持)

上证指数 3038

行业规模

		占比%
股票家数(只)	10	0.6
总市值(亿元)	2010	0.9
流通市值(亿元)	1316	1.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.2	-0.7	30.9
相对表现	-6.3	-26.3	-50.7



相关报告

- 1、《航空机场 2009 年度中期投资策略：盈利改善预期不变，逐步偏向相对防御》2009/6/15
- 2、《主动性过剩 - 交通行业专题报告之二》2009/1/12
- 3、《南方航空：扭亏的边缘，盈利改善趋势不变》2009-8-31
- 4、《上海机场：业绩的低点，虹桥注入和国际复苏预期》2009-8-28
- 5、《中国国航：国际航线恢复预期，盈利改善趋势加强》2009-8-26
- 6、《厦门空港：主业增长稳定，估值具有安全边际》2009-8-26
- 7、《中信海直：主业稳步增长，通航前景广阔》2009-8-20
- 8、《深圳机场：主业增长平稳，深港合作可期》2009-7-31
- 9、《航空机场行业月报》系列

摘要:

- 四季度将延续国内航线持续增长而环比趋缓、国际航线恢复的态势。从目前数据看，行业复苏的确立无容置疑。基于对国内外宏观经济、运力投放、需求端因素、油价等的总体判断，我们认为四季度行业总的趋势是“平稳增长”。
- 四季度油价上涨压力仍然存在但相对有限。今年以来国内航油均价在 4335 元/吨左右。尽管四季度国际油价将渐次走强，但国内航油出厂价的全年均价大幅高于 5000 元/吨的可能性也不大。初步展望明年油价，即便美元持续走弱，全球经济难以回到 2007 年水平，均价也不太可能超越 07 年水平。
- 维持 09 年 RPK 增速在 13% 以上的观点。今年 1 至 8 月 RPK 累计增长已达 16.5%，四季度环比 RPK 增速将回落；而运力投放增速随旺季结束也将放缓，年底前飞机引进仍较为谨慎，主要通过提高飞机日利用率来提升可用座位数。
- 人民币升值预期加强。由于过快升值对元气尚未恢复的中国出口的打击巨大，四季度实际出现大幅升值的可能性不大；而年底至明年一季度中国出口加速恢复以及热钱流入等因素将使人民币重回升值通道的预期加强。升值对航空影响显而易见，如南航美元负债占 76%，每升值 1%，净利增加 3 亿元。
- 投资策略：战略性建仓航空股，关注机场的环比改善。维持航空子行业“推荐”评级，基于对明年航空业供需瓶颈和景气上升的判断，同时人民币升值预期，我们认为四季度是战略性建仓的时机。维持机场子行业“中性”评级，受限于跑道、停机坪公共基础设施的定位，行业增长放缓和估值中枢下降，空间将不会太大，但可关注环比改善和主题性机会，或可作为相对收益品种。
 - 航空投资重点：中国国航和南方航空。四季度中国国航国际航线恢复有望增加。南方航空受季节性调整相对明显，人民币升值受益最大。
 - 机场投资重点：深圳机场、上海机场和厦门空港。四季度机场业绩将环比改善，同时关注虹桥注入和世博、深港合作、广州亚运会等主题。
 - 通用航空：政策障碍逐步解冻和消费升级，我国通用航空业务以及海上石油服务的发展有望迎来前所未有的发展机遇，重点关注中信海直。

主要公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
上海机场	14.35	0.45	0.35	0.51	32	41	6.43	审慎推荐 A
深圳机场	7.14	0.15	0.36	0.40	48	20	2.86	审慎推荐 A
白云机场	9.27	0.42	0.43	0.46	22	22	5.13	中性 A
厦门空港	16.46	0.65	0.78	0.83	25	21	4.06	审慎推荐 A
南方航空	5.32	-0.74	0.15	0.28	-	35	1.08	强烈推荐 A
中国国航	7.99	-0.77	0.42	0.31	-	19	1.86	强烈推荐 A
东方航空	5.65	-2.86	0.09	-0.33	-	65	-0.66	中性 A
中信海直	7.34	0.18	0.26	0.26	41	28	2.82	强烈推荐 A

资料来源：招商证券（统计日期2009年10月20日）

正文目录

一、四季度将延续国内航线增长、国际航线恢复的态势	4
二、四季度的油价上涨压力仍然存在但相对有限	7
三、维持 09 年 RPK 增速在 13%以上的观点	9
1、预计 09 年和 10 年 RPK 增速分别为 13%和 15%.....	9
2、预计 09 年和 10 年运力投放增速约为 10%和 9%.....	9
3、10 年供给瓶颈有望凸显	11
四、人民币升值预期增强	12
五、投资策略.....	14
1、投资策略－战略性建仓航空，关注机场的环比改善.....	14
2、重点公司.....	15
3、主要国内和国外公司估值.....	20

图目录

图 1: 09 年 1-8 月中国民航全行业周转量复苏态势逐渐形成预计 13% 以上	4
图 2: 09 年 1-8 月中国民航客运周转量累计同比渐次回升 3% 以上	4
图 3: 09 年 1-8 月中国民航货运周转量月度同比 8 月首次转正, 累计回升至-8.1%	5
图 4: 全行业总周转量的国内国际市场月度同比增速表现比较	5
图 5: 中国民航业客运量完成情况	5
图 6: 国内外客运市场月度同比增速表现比较	5
图 7: 中国民航业货运量完成情况	6
图 8: 国内外客运市场月度同比增速表现比较	6
图 9: 客座率处在同期高位, 仅次于 07 年	6
图 10: 总载运率受货运复苏滞后影响, 整体上差强人意	6
图 11: 国内航油出厂价今年以来进行了 8 次调整, 先降后升, 目前为 4870 元/吨	7
图 12: 新加坡航空煤油价格今年以来总体走高, 目前小幅回落至 75 美元/桶左右	7
图 13: 10 月 9 日国内航油出厂价下调 200 元/吨后, 国内价格高出国外 737 元/吨	7
图 14: 民航旅客周转量增速与 GDP 增速关系	9
图 15: 1990 年以来国内民航运输里程发展	9
图 16: 1990 年以来国内民航航线总数情况	10
图 17: 飞机日利用率年初较低, 在飞机架次投入谨慎下, 旺季日利用率开始提升	10
图 18: 预计 09 年民航运力投放增速不超过 10%	11
图 18: 10 年国内航空供需瓶颈有望凸显	11
图 19: 航空公司美元负债比例	12
图 20: 05-09 年航空公司汇兑损益占利润总额比例	12
图 21: 人民币汇率 09 年经历了盘整阶段后又重燃升值预期	13

表目录

表 1: 09 年国内航油出厂价全年均价对各航空公司燃油成本的影响	8
表 2: 民航业“十一五”规划的目标	10
表 3: 航空业的基本供需模型测算表	11
表 4: 航空公司负债情况	12
表 5: 中信海直盈利预测简表	15
表 6: 中国国航盈利预测简表	16
表 7: 南方航空盈利预测简表	17
表 8: 深圳机场盈利预测简表	18
表 9: 上海机场盈利预测简表	19
表 10: 厦门空港盈利预测简表	19
表 11: 国内主要公司估值表	20
表 12: 国际地区主要同业公司估值表	20

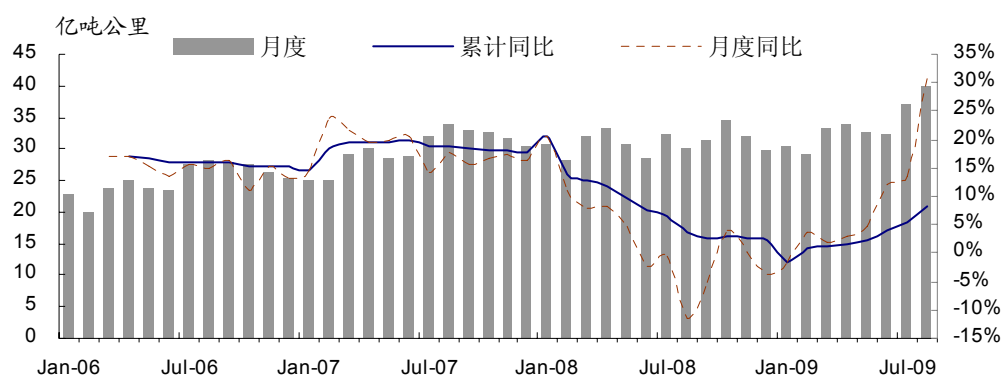
一、四季度将延续国内航线增长、国际航线恢复的态势

从目前数据来看，无论是全行业周转量、客运周转量还是货邮周转量，**恢复趋势的确立无容置疑**（图1至图3）。

今年1-8月，全行业航空总周转量累计完成269亿吨公里，同比增长8.4%。其中客运周转量完成2196亿客公里，同比增长16.5%，货运周转量累计完成73.6亿吨公里，同比下降8.1%。

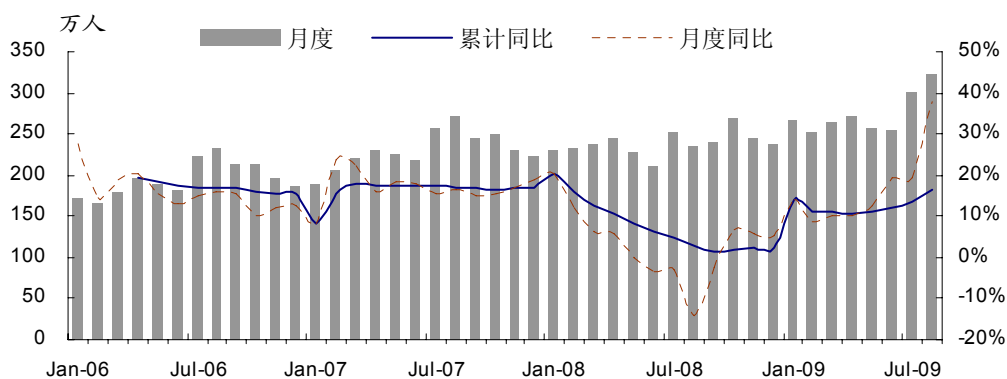
9月份，全行业运输总周转量和旅客运输量、货邮运输量当月同比均达到两位数分别为16.4%、17.3%和24.7%，表明航空需求继续增强，货运拉动主要是国内货源。

图1：09年1-8月中国民航全行业周转量复苏态势逐渐形成



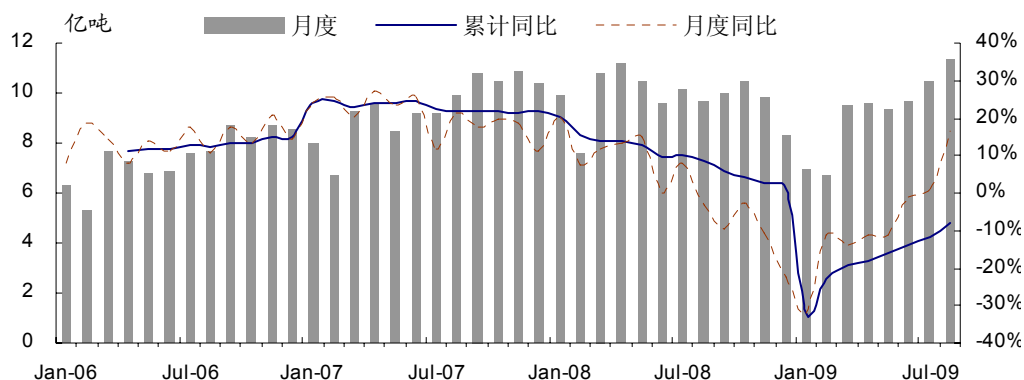
资料来源：中国民航总局、招商证券

图2：09年1-8月中国民航客运周转量累计同比渐次回升



资料来源：中国民航总局、招商证券

图3：09年1-8月中国民航货运周转量月度同比8月首次转正，累计回升至-8.1%

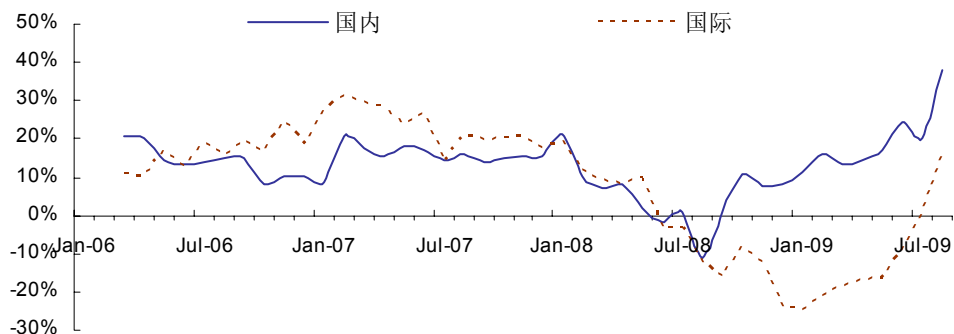


资料来源：中国民航总局、招商证券

从细分市场上看，客运市场复苏情况早于、好于货运市场，国内市场的复苏也早于好于国际市场。在国内客运市场率先复苏后，国际客运市场与货运市场也先后在今年8月初见彩虹。

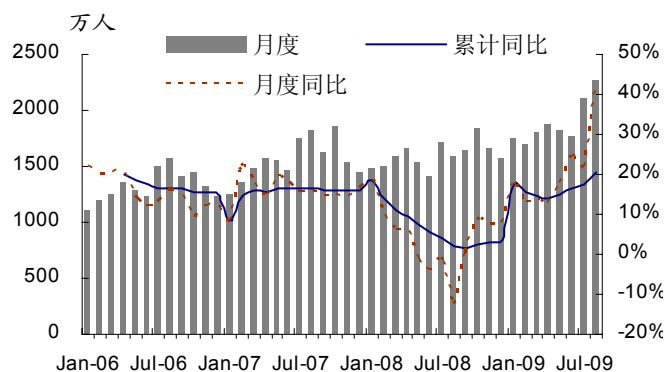
8月，国内客货运总周转量同比增速高达38.2%，国际客货运总周转量同比增速亦达15.9%。尤其是客运市场，国内外表现差距明显，国内客运市场自去年9月起就开始见底回升，而国际客运市场在持续低迷过后终于在今年6月开始出现明显回升，并于7月份首次转正；在货运市场方面，国内市场亦于今年2月份开始表现出较大的回升力度。8月份，国内外货运量同比增速均达到了15%以上。

图4：全行业总周转量的国内国际市场月度同比增速表现比较



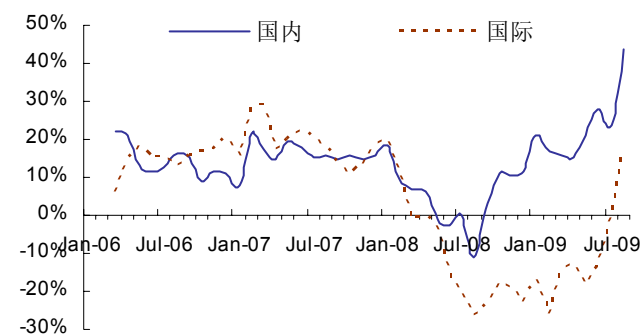
资料来源：中国民航总局、招商证券

图5：中国民航业客运量完成情况



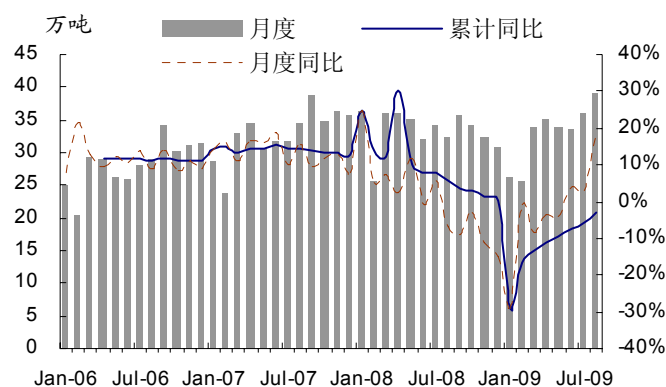
资料来源：中国民航总局、招商证券

图6：国内外客运市场月度同比增速表现比较



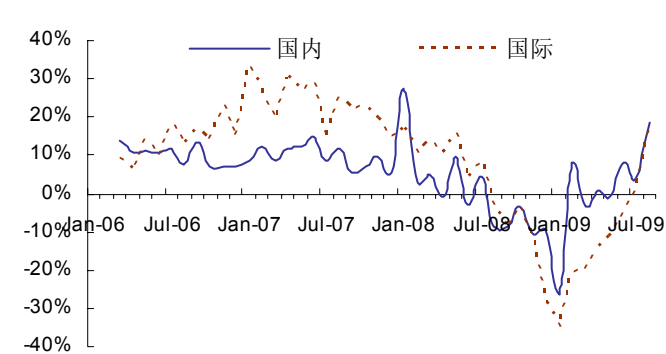
资料来源：中国民航总局、招商证券

图7：中国民航业货运量完成情况



资料来源：中国民航总局、招商证券

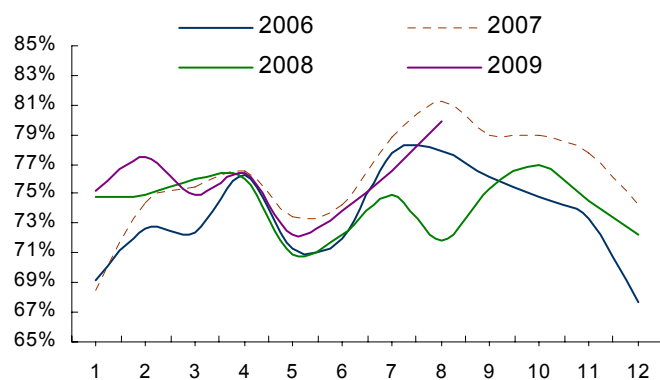
图8：国内外客运市场月度同比增速表现比较



资料来源：中国民航总局、招商证券

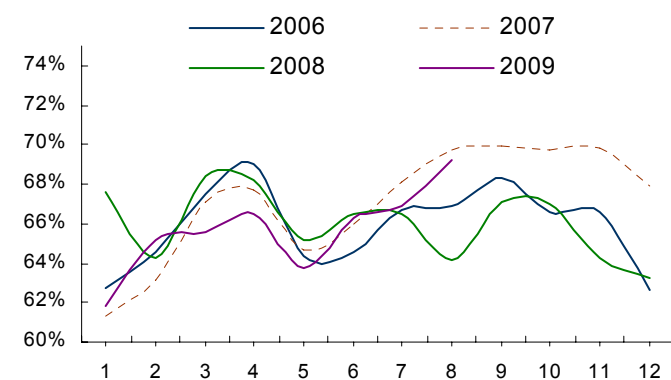
客座率处在历年同期的高位，仅次于07年。

图9：客座率处在同期高位，仅次于07年



资料来源：中国民航总局、招商证券

图10：总载运率受货运复苏滞后影响，整体上差强人意



资料来源：中国民航总局、招商证券

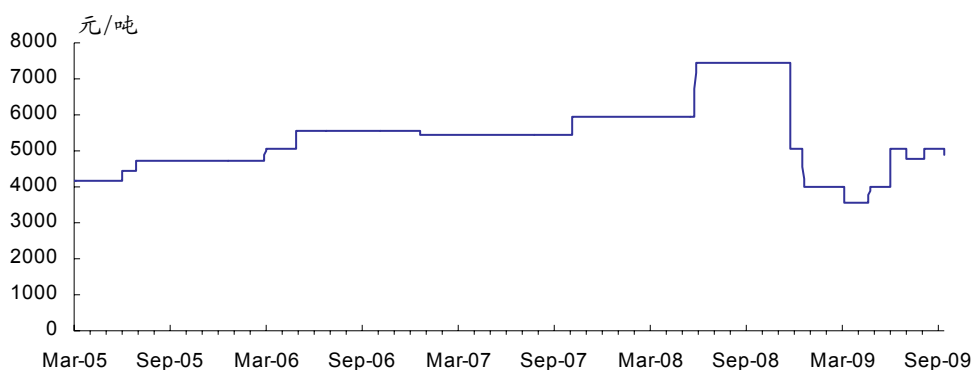
我们认为四季度航空总的趋势是“平稳增长”，即仍将延续“国内航线持续增长而环比趋缓、国际航线恢复的态势”。这个判断主要基于以下几个理由：

- 我们认为国内宏观经济在四季度仍将持续向好，加上去年同期基数比较低，持续增长应该是在预期之内。但预计增速难以维持七八月份的惊人势头，应是一个回归到正常水平的过程。
- 尽管外围经济复苏斜率不高，但国际航线持续恢复是可期待的。而且由于国际市场在去年整个四季度都处在一个急速下探的过程，09年1月份才见底回升，同比基数较低。
- 运力投放的力度在四季度也会相对放缓。
- 目前影响需求端因素中如H1N1疫情影响逐步趋弱，在冬天爆发的可能性也较小。

二、四季度的油价上涨压力仍然存在但相对有限

由于航油成本占航空公司总成本的高比重，航油价格与航空公司的毛利率一直存在高度的相关性。从09年1-8月的情况看，新加坡航空煤油均价在66美元/桶左右，折合约3650元/吨（以1美元=6.8人民币，1吨=8.12桶换算）。国内航油出厂价均价在4335元/吨左右。

图11：国内航油出厂价今年以来进行了8次调整，先降后升，目前为4870元/吨



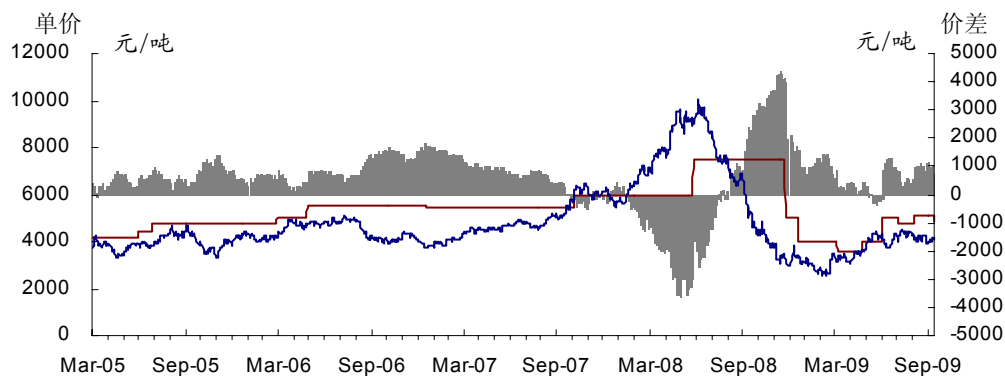
资料来源：国家发改委、招商证券

图12：新加坡航空煤油价格今年以来总体走高，目前小幅回落至75美元/桶左右



资料来源：Bloomberg、招商证券

图13：10月9日国内航油出厂价下调200元/吨后，国内价格高出国外737元/吨左右



资料来源：Bloomberg、国家发改委、招商证券（注：以1美元=6.8人民币，1吨=8.12桶换算）

从目前的情况看来，即使四季度国际油价仍将渐次走强，国内航油出厂价的全年均价大

幅高于 5000 元/吨的可能性也不大。加上国家目前对仍在扭亏边缘的航空公司仍有政策倾斜, 预计国际油价上涨带动国内燃油出厂价上调, 燃油附加费复征的可能性也会增加。初步展望明年油价, 即便美元持续走弱, 但全球经济仍难以回到 2007 年水平, 油价不太可能越过 07 年的高位, 全年均价也不可能超越 07 年水平。

我们维持前期报告中航空公司的成本与油价的测算(表 4), 即以各航空公司用油量各增长 5% 来估算(实际上这个增长水平是高估的), 若全年国内航油价格均价处在 5000 元/吨水平, 则今年航空公司的燃油成本将较去年下降近 30%; 若航油价格平均在 6000 元/吨, 则航空公司的燃油成本较去年约下降 14%。

表 1: 09 年国内航油出厂价全年均价对各航空公司燃油成本的影响

项目	南方航空	东方航空	中国国航	全行业
07 年用油量(万吨)	305	252	272	1200
07 年燃油成本(亿元)	183	151	163	
08 年用油量(万吨)	320	265	286	1260
08 年燃油成本(亿元)	234	193	208	920
燃油成本比 07 年增幅	28%	28%	28%	
09 年燃油量(万吨)	336	278	300	1323
假定一: 均价为 5000 元/吨	168	139	150	662
09 年燃油支出增幅	-29%	-29%	-29%	-29%
假定二: 均价为 6000 元/吨	202	167	180	794
09 年燃油支出增幅	-14%	-14%	-14%	-14%

资料来源: 民航总局、各公司、招商证券

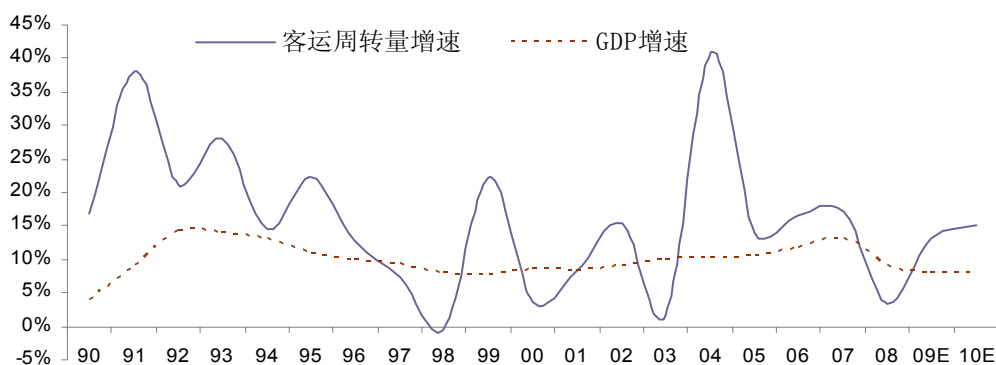
三、维持 09 年 RPK 增速在 13% 以上的观点

1、预计 09 年和 10 年 RPK 增速分别为 13% 和 15%

在年初的报告中，我们基于对国内经济形势的信心、对行业竞争结构优化判断，以及对去年同期基数较低考虑，并根据前期对民航旅客周转量增速与 GDP 增速的关系的拟合模型，我们认为今明两年的全行业 RPK 增速将在 13% 和 15% 左右（参见《航空机场行业 2009 年二季度策略报告》等）。

在经过上半年的渐次回升和夏日旺季的爆发式增长后，今年 1 至 8 月 RPK 累计增长已达 16.5%，但是考虑到四季度 RPK 环比增速会回落，我们维持对 RPK 增速 09 年 13% 和 10 年 15% 的判断。

图 14：民航旅客周转量增速与 GDP 增速关系



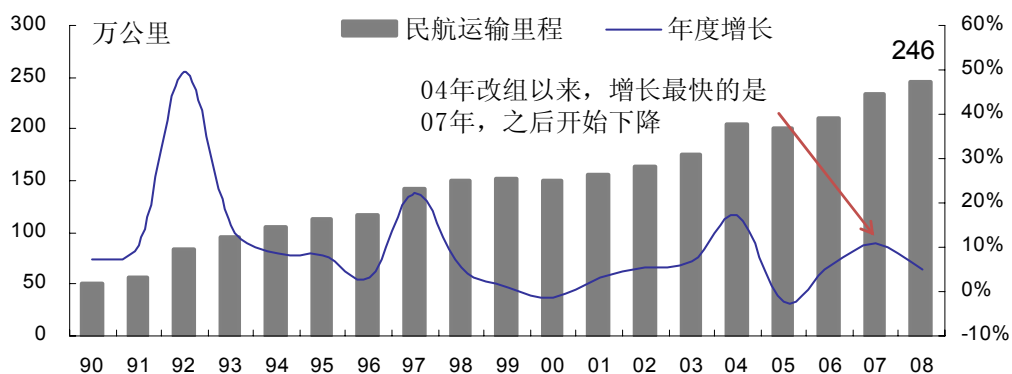
资料来源：中国民航总局、招商证券

2、预计 09 年和 10 年运力投放增速约为 10% 和 9%

国民经济多年的发展带动国内航空运输里程和航线数的持续增长。自 04 年我国航空业改制组建三大航空集团以来，增长最快是 07 年，尔后增速有所下滑（图 15，16）。

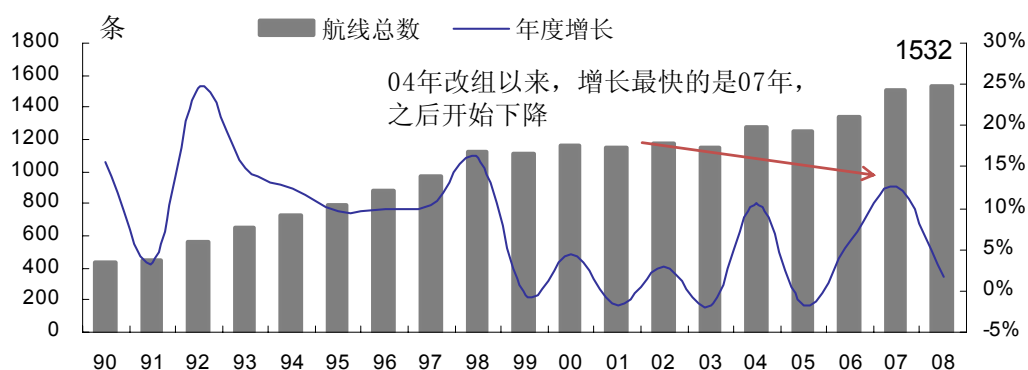
根据民航“十一五”规划（表 2），到 2010 年全行业的飞机将达到 1550 架，09 年可用座位数为 25 万个，10 年为 28 万个，分别同比增长 13% 和 12%。

图 15：1990 年以来国内民航运输里程发展



资料来源：中国民航总局、招商证券

图16: 1990年以来国内民航航线总数情况



资料来源: 中国民航总局、招商证券

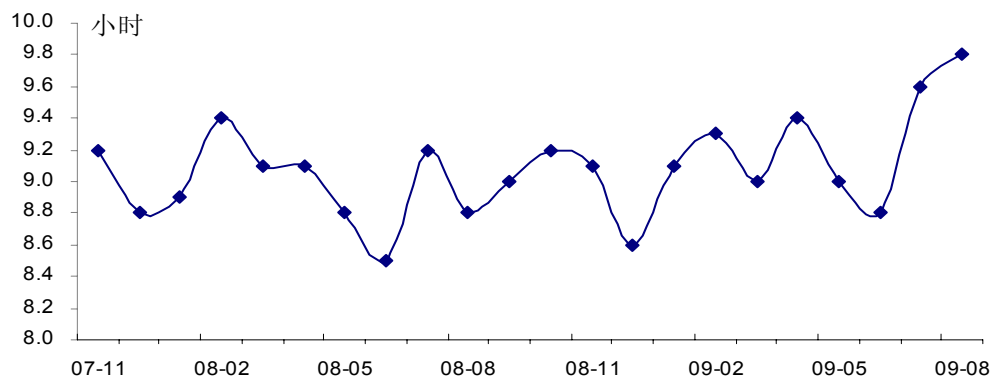
表 2: 民航业“十一五”规划的目标

时间	规划目标
2010 年	航空运输总周转量 500 亿吨公里，年均增长 14%； 旅客运输量 2.7 亿人，年均增长 14.5%； 货邮运输量 570 万吨，年均增长 13%； 全行业运输飞机达到 1550 架左右； 全国民用运输机场达到 190 个左右。
2020 年	航空运输总周转量达到 1500 亿吨公里以上； 旅客运输量 7.7 亿人； 货邮运输量 1600 万吨； 航空旅客周转量在国家综合交通运输中所占的比重超过 20%。

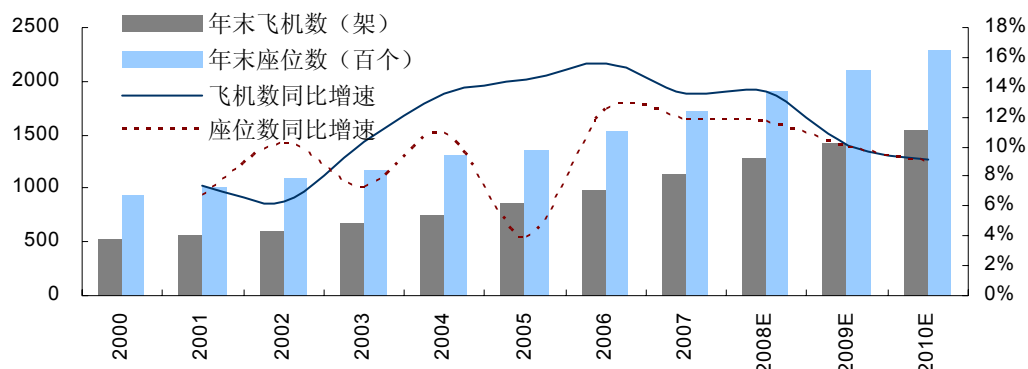
资料来源: 民航总局、招商证券

08 年底至 09 年初的飞机日利用率一度很低，随着国内航线复苏和夏日旺季的到来，航空公司在飞机引进仍较为谨慎，主要通过提高飞机日利用率来提升可用座位数。年初宏观经济的疲软使得航空公司在运力投放上颇为谨慎，采取了一系列措施来削减运力，包括取消飞机订单，延迟飞机交付、暂停续租到期飞机和淘汰旧飞机等，同时降低飞机日利用率。我们预计 09 年全年的行业供给增速不超过 10%，10 年约在 9% 左右。

图17: 飞机日利用率年初较低，在飞机架次投入谨慎下，旺季日利用率开始提升



资料来源: 民航总局、招商证券

图18: 预计09年民航运力投放增速不超过10%


资料来源：民航总局、招商证券

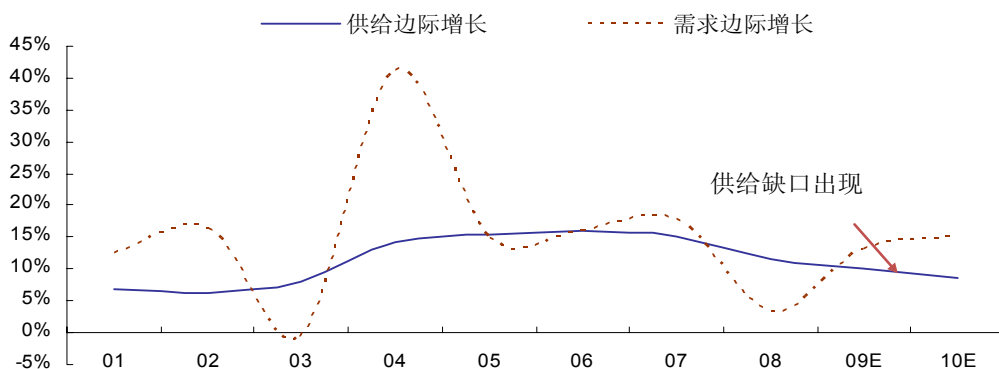
3、10 年供给瓶颈有望凸显

以 RPK 增速代替需求的边际增长（正常状态下的增速，不考虑负增长情况），而以 ASK 增速代替供给的边际增长，我们构建了中国民航全行业的供需模型（表 3 和图 18）。从供需模型测算表可以初步判断，09 年出现 3%左右的供需缺口，航空业景气复苏，而 10 年供需缺口有望进一步扩大。

表 3: 航空业的基本供需模型测算表

年份	供给边际增长	需求边际增长	供给 - 需求	景气度
01	7%	12.5%	-6%	高
02	6%	16.2%	-10%	高
03	8%	-0.4%	8%	低
04	14%	41.1%	-27%	非常高
05	15%	14.7%	1%	低
06	16%	15.9%	0%	持平
07	15%	17.8%	-3%	高
08	12%	3%	8%	低
09E	10%	13%	-3%	高
10E	9%	15%	-6%	高

资料来源：民航总局、招商证券

图18: 10年国内航空供需瓶颈有望凸显


资料来源：民航总局、招商证券

四、人民币升值预期增强

资产负债率极高是航空业的一个显著特征。从今年中报公布的财务报表来看，各航空公司的负债率进一步增加，南方航空、中国国航、东方航空、海南航空和上海航空五家公司的负债率平均高达 89.8%。从债务结构上看，占比最大的是美元负债，五大航空公司的美元占总负债比例平均近 50%。

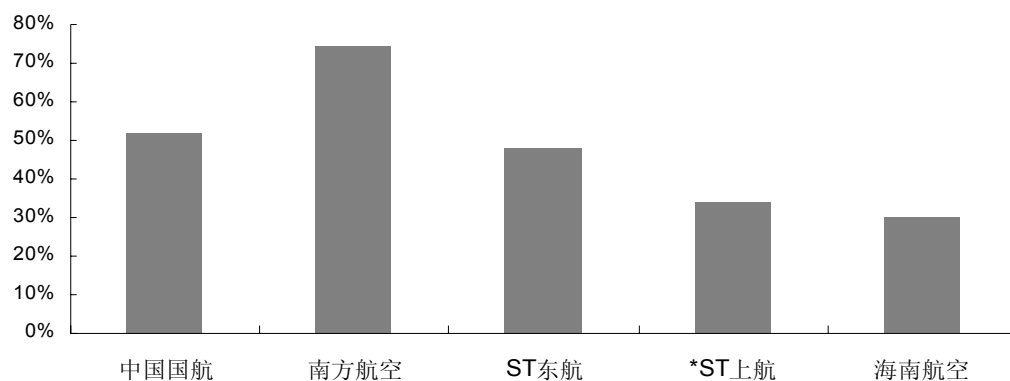
航空公司有大量的外币航空器材融资租赁负债，加上航空公司的收入多以人民币结算而成本项目，如飞机维修费、境外燃油采购费、境外机场起降费及销售费用等，却多以美元结算，因此汇率的变动对航空公司的业绩影响显著。05 年至 09 年中期，各大航空公司每年的汇兑收益占利润总额的比例均值高达 89.1%。

表 4：航空公司负债情况

公司	资产负债率	带息债务 / 全部投入资本	流动负债率
中国国航	76.9%	67.6%	49.7%
南方航空	89.0%	88.0%	45.6%
ST 东航	103.9%	109.0%	59.3%
*ST 上航	92.5%	90.9%	72.3%
海南航空	86.6%	84.8%	49.3%
平均	89.8%	88.1%	55.2%

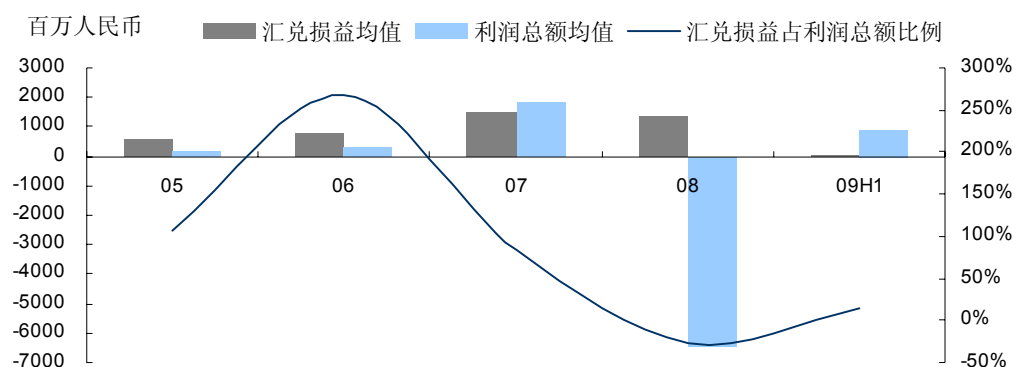
资料来源：各公司 09 年中报、招商证券

图 19：航空公司美元负债比例



资料来源：各公司、招商证券

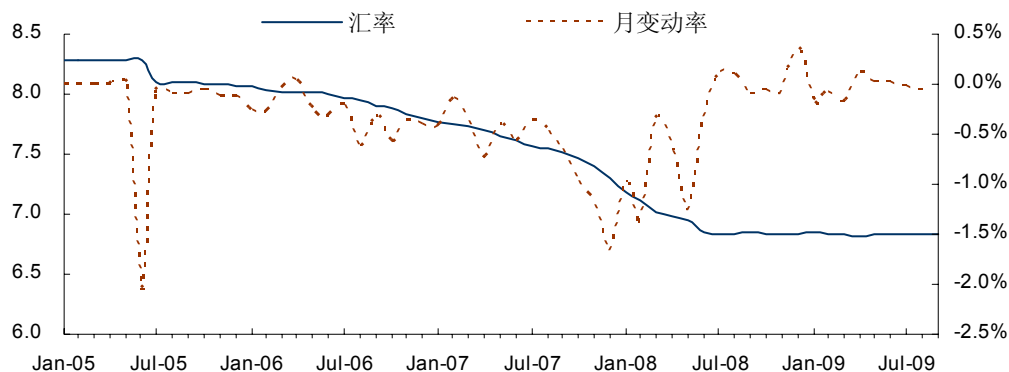
图 20：05-09 年航空公司汇兑损益占利润总额比例



资料来源：各公司、招商证券

自 05 年汇改以来，人民币兑美元汇率已累计升值达 20% 左右。但我们观察到，人民币兑美元的大幅升值主要发生在 09 年之前。之后便进入了盘整阶段，09 年初甚至一度出现贬值（图 21）。

图21：人民币汇率09年经历了盘整阶段后又重燃升值预期



资料来源：Bloomberg、招商证券

人民币升值对航空公司净利润的影响显而易见，例如南方航空今年中报的负债中，美元货种的比例比去年底 75% 稍有上升至 76%，南航在航空公司中美元负债比例最大，受益较大，人民币兑换美元的汇率每升值 1%，公司净利润将增加 3 亿元。

随着中国经济的回暖，在本轮经济复苏中，中国经济体表现优于其他经济体的事实支撑了市场对于人民币在中长期内仍处在升值通道内的基本判断，对人民币升值的预期在重新燃起。

近期贸易摩擦加剧，也从侧面反映出了一些问题，这可能是其他经济体对人民币升值施加压力的一种表现。

另外，我们观察到，市场的一致预期也正在形成，热钱涌入，等待升值。

从进入升值通道的时机上来看，我们认为四季度出现大幅升值的可能性不大，主要是因为人民币过快升值对元气尚未恢复的中国出口的打击是巨大的。

政府还是会想方设法顶住压力。但是我们预测，倘若四季度至明年一季度中国出口加速恢复，人民币重回升值通道的可能性是很大的。

五、投资策略

1、投资策略—战略性建仓航空，关注机场的环比改善

我们认为目前航空公司已进入盈利改善阶段，后期国内航线持续增长和国际航线恢复是基本面的重要支撑，油价的趋势不太可能重现 07 年飙涨的情况，而航空公司应对油价的经验也逐步丰富，总体感觉尽管油价压力仍然存在，但力度将不会如预期那么强。

我们仍然维持航空子行业“推荐”。基于对明年航空业供需瓶颈和景气上升的判断，加上人民币升值的预期，我们认为四季度是战略性建仓航空股的时机。

对于机场子行业继续维持“中性”投资评级，但关注环比改善和主题交易性机会。我们在前期报告中曾提出“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，机场盈利将改善”。从盈利数据来看，机场盈利确实在环比改善。例如 9 月航空机场全行业盈利 8.7 亿，航空公司盈利 1.6 亿，大部分是机场；1 至 9 月累计全行业盈利 92.1 亿，航空盈利 61.3 亿。但受限于跑道、停机坪等公共基础设施定位，行业总体增长放缓和估值中枢下降，机场表现的空间将不会太大，或可作为相对收益的品种。

（1）航空投资重点：

09 年四季度航空公司的投资主要围绕把握明年航空供需瓶颈凸显带动的景气上升行情与人民币升值预期行情所进行的战略性建仓展开，重点为中国国航和南方航空。

- 四季度基本面不太可能发生大的不利变化。
- 中国国航四季度国际航线恢复有望增加，例如澳洲航线在四季度是旺季。
- 南方航空受季节性调整明显，但广州秋交会情况将好于上半年春交会。
- 海南航空四季度的海南旅游是旺季。
- 明年供需瓶颈有望带动景气上升。
- 人民币升值预期加强。
- 新东航的协同效应有待观察。

（2）机场投资重点：

- 四季度环比逐步改善，特别是国内航线为主的深圳机场和厦门空港业绩增长明确。
- 稳定性较强，相对防御品种，参见前期报告。
- 主题故事：上海机场的注入预期、世博会和两个中心建设影响；深圳机场的深港合作；白云机场的广交会和明年亚运会。

（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，而且也将未来几年内向海外大力拓展海油业务。

我国陆上的其他通用航空业务还处于起步阶段，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。

2、重点公司

(1) 中信海直

- 公司是国内海上石油服务龙头：公司是唯一一家通用航空业务的上市公司，主要收入是来自海上石油提供直升机服务，在全国占据 65% 以上的市场份额。
- 海上石油服务是目前通用航空最盈利的业务：未来石油开采向深海延伸，从近期石油勘探的结果来看，海油开发潜力巨大，而且国内石油三巨头也将未来的勘探和开采规划重点集中在海洋，这为公司业务拓展提供广阔的空间。
- 今年以来油价的上涨趋势对公司偏利好。新家坡航空煤油 10 月 16 日报 83.2 美元/桶。为年内新高。油价上涨将带动海洋石油开采业务的发展，并为提高合同价格的提升打下有利基础。另外，与民用航空公司不同，公司航油成本仅占总成本的 12% 左右，油价上升对公司成本施加的压力有限。
- 通用航空产业将迎来前所未有的发展机遇。受制于政策，我国通航产业发展长期落后于欧美发达国家。08 年底，我国通用航空仅有机场 70 个，飞行员 3076 人，航空器总数 898 架。而美国的现有情况分别是 19100 个、42 万人和 23 万架。随着政策的解冻，我国通航产业有望得到前所未有的发展。在近期举行的中国国际通用航空大会上，上百名与会专家亦得出了这样的一致结论。据悉，近期民航局正在积极争取军方支持放开低空领域。
- 维持“强烈推荐 A”投资评级，公司在品牌、安全管理体系和飞行员储备等方面优势显著，其龙头地位和定价能力将不断加强，盈利逐步改善。
- 风险提示：油价波动，大客户集中、估值重心下移和竞争加强等。

表 5：中信海直盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	527	679	760	985	1150
营业成本	362	486	552	702	806
营业税金及附加	17	21	23	30	35
营业费用	1	0	1	1	1
管理费用	51	59	66	86	98
财务费用	(9)	(12)	(7)	9	0
资产减值损失	5	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	121	125	157	210

营业外收入	5	8	38	5	5
营业外支出	0	15	0	0	0
利润总额	105	114	163	162	215
所得税	19	19	29	29	47
净利润	86	95	134	133	168
少数股东损益	1	2	1	1	2
归属于母公司净利润	85	93	132	132	166
EPS (元)	0.17	0.18	0.26	0.26	0.32

资料来源：招商证券

(2) 中国国航

- 中期实现 EPS 为 0.25 元，全年扭亏为盈基本确定。从今年中报看来，公司是三大航中唯一一个主业实现盈利的公司。随着下半年航空业进入“微观盈利改善”阶段，公司“增量不增收”的情况得到较大改变。
- 四季度基本面的有利因素在增加，不利因素较少。进入四季度，七八月份航空传统旺季的爆发式增速是不可持续的，九月份营运数据已回归至正常水平。但是去年同期基数较低，无须有太多顾虑。四季度国际航线的持续恢复将对国际航线占比最大的国航产生有利影响。另外，年初起油价一路上扬，公司持有燃油套保合同浮亏在进一步转回，对全年的业绩有较大支撑。
- 公司盈利性业内最强，市场形象较好，盈利性和管理能力得到公认，而且公司在行业整合中的积极态度留下想象空间。
- 预计 09 年至 11 年 EPS 分别为至 0.42 元、0.31 元和 0.32 元。

表 6：中国国航盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	49739	52970	51207	57739	63047
营业成本	40308	48607	42916	47715	51392
营业税金及附加	1205	1085	1024	1386	1513
营业费用	3291	3282	2816	3176	3783
管理费用	1312	1574	1280	1155	1261
财务费用	(53)	376	1546	1736	935
资产减值损失	53	259	0	0	0
公允价值变动收益	134	(7707)	2500	500	100
投资收益	1236	(1152)	800	1200	500
营业利润	4993	(11071)	4924	4271	4763
营业外收入	334	364	950	350	350
营业外支出	123	145	100	100	100
利润总额	5203	(10852)	5774	4521	5013
所得税	1429	(1592)	577	678	1003
净利润	3774	(9260)	5197	3843	4011
少数股东损益	(108)	(111)	52	38	40
归属于母公司净利润	3881	(9149)	5145	3805	3970
EPS (元)	0.32	(0.75)	0.42	0.31	0.32

资料来源：招商证券

(3) 南方航空

- 年初以来，国内航线反弹力度强劲，公司作为国内航线占比最高的航空公司，受益最大。但国内航线经过一个阶段的大斜率复苏之后斜率可能会逐渐趋于平坦。而且燃油套保合约的过早平仓使公司无法分享燃油套保转回收益。
- 公司业绩弹性实质取决于经营能力的提高。我们分析了各家航空公司的经营性 EPS 与客座率，票价水平和油价的敏感性，尽管南航在行业景气受益中的弹性最大，但实质取决于公司经营能力的提高，比如达到与国航的票价水平、客座率和成本控制能力等。
- 维持“强烈推荐”评级，我们认为航空基本面向好趋势未变，公司国内航线市场份额占比最大，是航空公司投资机会中的重点之一；年底人民币升值预期将加强，公司也存在秋季广交会和明年亚运会因素刺激等。
- 预计 09 年至 11 年 EPS 分别为至 0.15 元、0.28 元和 0.31 元。

表 7：南方航空盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	55873	56427	54907	59365	61897
营业成本	47384	54248	48930	50957	52679
营业税金及附加	1574	1386	1537	1662	1733
营业费用	3586	3576	3294	3562	3714
管理费用	1831	1873	1647	1781	1857
财务费用	(456)	(594)	461	(28)	(122)
资产减值损失	212	2073	0	0	0
公允价值变动收益	23	(113)	80	80	80
投资收益	373	340	480	480	480
营业利润	2138	(5908)	(404)	1991	2597
营业外收入	801	1257	2000	1000	500
营业外支出	46	97	20	20	20
利润总额	2893	(4748)	1576	2971	3077
所得税	854	48	394	743	769
净利润	2039	(4796)	1182	2229	2308
少数股东损益	187	33	12	22	23
归属于母公司净利润	1852	(4829)	1171	2206	2285
EPS (元)	0.42	(0.74)	0.15	0.28	0.29

资料来源：招商证券

(4) 深圳机场

- 公司主业增长将保持平稳。受益于宏观经济复苏，航空景气将进一步上升，客运保持增长，货运持续恢复，带动航空公司加大运力投放，同时非航业务也将随之增长，毛利率将环比持续改善。
- 近期关注点有深港合作、海航合作、保税物流园和 T3 建设等。深港合作已经从业务合作转向股权合作，深圳机场将从一个地方性机场提升为国内的又一航空枢纽，有望价值重估；深圳市政府与海航集团签订《战略合作框架协议》的运力增加计划需

要在明年第二跑道投入后实现，短期仍有资源瓶颈效应；而保税物流园区和 T3 航站楼建设对公司长期而言是利好。

- 预计 09 年至 11 年 EPS 为 0.36 元、0.40 元和 0.42 元。
- 维持“审慎推荐”评级。公司成长性相对稳定，在弱势中的相对防御意义仍然具备，在 2010 年第二条跑道以及 2011 年 T3 航站楼投入后，业务发展将跃上一个新的台阶。而且公司管理风格透明稳健，大股东利益协调较好。

表 8：深圳机场盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1242	1510	1750	1971	2252
营业成本	628	768	790	888	1018
营业税金及附加	50	62	68	79	90
营业费用	3	4	3	6	7
管理费用	58	59	61	79	90
财务费用	(26)	(41)	(33)	(35)	(39)
资产减值损失	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	16	25	35	40
营业利润	556	671	884	989	1127
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	3	283	3	3	3
利润总额	555	393	886	991	1129
所得税	70	145	160	198	282
净利润	485	249	727	793	847
少数股东损益	10	9	22	24	25
归属于母公司净利润	475	240	705	769	821
EPS（元）	0.33	0.14	0.36	0.40	0.42

资料来源：招商证券

（5）上海机场

- 公司航空枢纽港地位显著。直接服务区是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的长三角地区。
- 整体上市值得期待。上海市政府打造亚太航空枢纽港的决心没有任何变化，虹桥资产注入和整体上市越来越近。
- 上海世博会和两个中心建设为公司提供新机遇。
- 公司增长将主要体现在 2010 年，预计 09 年和 10 年浦东机场飞机起降架次分别达到 30 万和 35 万，但由于机场收费改革和成本运营等，主营业务收入增速仍将放缓，预计 09 年和 10 年主营收入分别达到 35 亿和 44 亿，分别增长 4% 和 26%。
- 维持“审慎推荐 A”的投资评级。预计 09 年至 11 年 EPS 分别为 0.35 元、0.51 元和 0.56 元。投资亮点有枢纽机场的相对稳定性、上海世博会和整体上市等。

表 9：上海机场盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3144	3351	3492	4097	4306
营业成本	1322	2051	2371	2573	2678
营业税金及附加	121	134	140	164	172
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	126	124	122	184	177
财务费用	1	146	180	180	180
资产减值损失	4	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	12	0	0	0	0
投资收益	366	174	150	250	250
营业利润	1948	1073	829	1246	1350
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	2	5	1	0	0
利润总额	1946	1069	829	1246	1350
所得税	221	167	141	224	243
净利润	1725	902	688	1021	1107
少数股东损益	30	42	21	31	33
归属于母公司净利润	1695	860	667	991	1074
EPS（元）	0.88	0.45	0.35	0.51	0.56

资料来源：招商证券

（6）厦门空港

- 公司在海西地区的交通枢纽地位在“大三通”下将加强。与市场普遍观点不同，我们认为小三通模式拥有航班密集优势和成本优势。采用小三通模式实现的“海空联运”能充分利用厦门和金门机场的航线网络。例如，经由空港集团投资的五通码头至金门水头码头仅 9.7 海里，航行时间缩短至 25 分钟，其推行的“两岸一票通”能实现海空联运的无缝接转。
- 全年客流量有望突破 1000 万人。今年 1 至 8 月，厦门旅客吞吐量达 820 万，累计增长 19.1%，飞机起降 7.7 万架次，累计增长 16.7%。航空业景气回升为公司引进基地航空公司和航班，扩大运作规模提供了良好机遇。
- 预计今明两年 EPS 分别为 0.78 元和 0.83 元。我们认为公司管理能力突出和成本控制强，尽管成长性一般但相对最稳定，PE 合理区间为 20 倍至 25 倍，对应股价为 15.6 元至 19.5 元，维持“审慎推荐”的投资评级。

表 10：厦门空港盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	424	643	769	812	869
营业成本	186	312	351	370	394
营业税金及附加	18	26	32	34	37
营业费用	5	7	9	10	10
管理费用	26	45	58	61	65
财务费用	(4)	(4)	(2)	(3)	(5)
资产减值损失	19	7	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	42	4	5	5	5
营业利润	216	253	326	346	373
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	215	253	326	346	373
所得税	24	37	72	76	82
净利润	191	216	254	270	291
少数股东损益	25	21	23	24	26
归属于母公司净利润	166	195	231	246	265
EPS (元)	0.56	0.65	0.78	0.83	0.89

资料来源：招商证券

3、主要国内和国外公司估值

表 11：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	14.4	0.45	0.35	0.51	0.56	31.9	41.0	28.1	31.9	审慎推荐 A
	深圳机场	7.1	0.15	0.36	0.40	0.42	47.6	19.8	17.9	47.6	审慎推荐 A
	白云机场	9.3	0.42	0.43	0.46	0.49	22.1	21.6	20.2	22.1	中性 A
	厦门空港	16.5	0.65	0.78	0.83	0.89	25.3	21.1	19.8	25.3	审慎推荐 A
	平均值		0.34	0.38	0.46	0.49	33.9	27.5	22.0	33.9	
航空	南方航空	5.3	-0.74	0.15	0.28	0.29	-7.2	35.5	19.0	-7.2	强烈推荐 A
	中国国航	8.0	-0.77	0.42	0.31	0.33	-10.4	19.0	25.8	-10.4	强烈推荐 A
	东方航空	5.7	-2.86	0.09	-0.33	-0.20	-2.0	65.2	-17.1	-2.0	中性 A
	海南航空	4.9	-0.40	0.09	0.14	0.20	-12.1	56.4	35.0	-12.1	中性 A
	上海航空	6.2	-1.15	-0.30	0.07		-5.4	-20.7	88.6	-5.4	中性 B
	平均值		-1.18	0.09	0.09		-7.4	31.1	30.2	-7.4	
通航*	中信海直	7.3	0.18	0.26	0.26	0.32	40.6	40.8	28.2	28.2	强烈推荐 A

资料来源：招商证券（统计日期 2009 年 10 月 20 日，*通航指通用航空类，下同）

表 12：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	36.1	1.9	1.5	1.9	7.0	8.8	7.1	1.3	1.3
	哥本哈根机场	丹麦	1260.0	96.2	85.3	93.5	0.1	0.2	0.1	2.9	2.7
	首都机场	香港	5.5	0.0	0.1	0.1	661.0	220.3	127.1	1.5	1.5
	美兰机场	香港	5.7	0.4	0.4	0.4	33.9	32.5	29.8	1.4	1.2
航空	国泰航空	香港	13.2	-2.2	0.5	0.7	-	28.2	20.3	1.2	1.1
	新加坡航空	新加坡	14.2	0.9	0.2	0.8	14.8	87.0	17.4	1.1	1.1
	中华航空	台湾	11.1	-10.3	-0.5	0.3	-	-	49.9	0.8	0.8
	南方航空	香港	2.4	-0.7	0.0	0.1	-	281.3	109.3	2.3	1.7
	中国国航	香港	4.5	-0.8	0.3	0.2	-	49.1	55.1	2.4	2.1
	东方航空	香港	2.3	-3.1	-0.1	0.0	-	-	629.5	-3.6	21.7
通航	Bristow	美国	32.3	4.0	2.7	2.9	3.3	4.9	4.6	0.8	0.3

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 2009 年 10 月 20 日）

分析师简介

姚俊，博士，曾在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。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输规划与管理专业、美国乔治亚理工学院工业与系统工程双硕士（2009）。2009年5月加盟招商证券，目前为交通运输行业研究助理。

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±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。