

旺季更旺，待空难创伤恢复

报告要点

● 国内客运市场：投入增幅小于需求，客座率再创新高

7月国内航空旅客运输量为2371万人，同比增长19.71%。供给依旧跟不上需求，客座率再刷今年新高；客座率创今年新高，国内航线票价再创07年以来单月新高。

● 国际客运市场：量价均创历史新高

7月国际航线旅客运输量176万人，同比增长44.15%，预计后续增速会放缓。客座率持续提升，国航仍稳居第一。国际航线票价水平上升，创4年新高。

● 货运市场：低基数因素弱化，增速继续放缓

环比增速下降，供给降幅小于需求，载运率仅南航环比上升。未来增速继续放缓。

● 运力和服务：供给放缓，正常性持续走低

运力方面，退出比引进积极，窄体多于宽体，供给放缓。服务方面，正常性持续走低。

● 国际油价下行，人民币汇率难判

国际油价下行，国内航油出厂价短期内难到调整点。人民币汇率震荡，后期走势难判。

● 主要新闻事件回顾

民航强国：建设路径明确，未来喜忧参半；国泰公布半年报，市场恢复和效率提升带来业绩超预期；民航局酝酿新公司注册金提高10倍；民航局重拳出击航班延误，三大航京沪穗机场备份飞机；通用航空收费下调利好中信海直。

● 行业看法

中报业绩符合预期，但事件频发，短期缺乏上升动力。

● 风险提示

国际油价快速上涨，人民币升值幅度低于预期，空难事件负面影响持续时间长于预期。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600115	东方航空	推荐
601111	中国国航	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

东方航空	09A	10E	11E
PE	127.28	15.12	13.41
PB	19.01	8.88	5.34
EV/EBITDA	16.28	9.67	7.63
中国国航	09A	10E	11E
PE	27.36	12.30	10.86
PB	5.74	4.01	3.05
EV/EBITDA	14.80	7.76	6.27

相关研究

《7月月报：旺季提前，后期看点在国际》
2010-7-29

《6月月报：淡季不淡，利好犹在》2010-6-29

《2010年下半年投资策略：“脆弱”不再，期待新高》2010-6-22

分析师：

吴云英

(8621)68751160

wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208120194

联系人：

沈晓峰

(8621)65751772

shenxf@cjsc.com.cn

正文目录

国内客运市场——投入增幅小于需求，客座率再创新高	4
7月国内旅客运输量同比增长 19.7%，增幅创年内新高	4
供给依旧跟不上需求，客座率再刷今年新高	4
7月国内航线票价再创 07 年以来单月新高	5
国际客运市场——量价均创历史新高	6
国际航线旅客运输量增长 44%，预计增速仍将放缓	6
客座率持续提升，国航仍稳居第一	6
国际航线票价水平上升，创 4 年新高	7
货运市场——低基数因素弱化，增速继续放缓	8
低基数因素逐渐弱化，环比增速下降	8
供给降幅小于需求，载运率仅南航环比上升	8
未来趋势：增速继续放缓	9
运力和服务：供给放缓，正常性持续走低	10
运力：退出比引进积极，窄体多于宽体，供给放缓	10
正常性：持续走低	10
油价、燃油附加费和汇率	11
国际油价下行，国内航油出厂价短期内难到调整点	11
人民币汇率震荡	12
机场——货邮吞吐量增速均下降；旅客吞吐量仅白云上升	13
本月市场表现	15
主要新闻事件回顾	16
行业看法	17
行业看法：中报业绩符合预期，但事件频发，短期缺乏上升动力	17
风险提示	18

图表目录

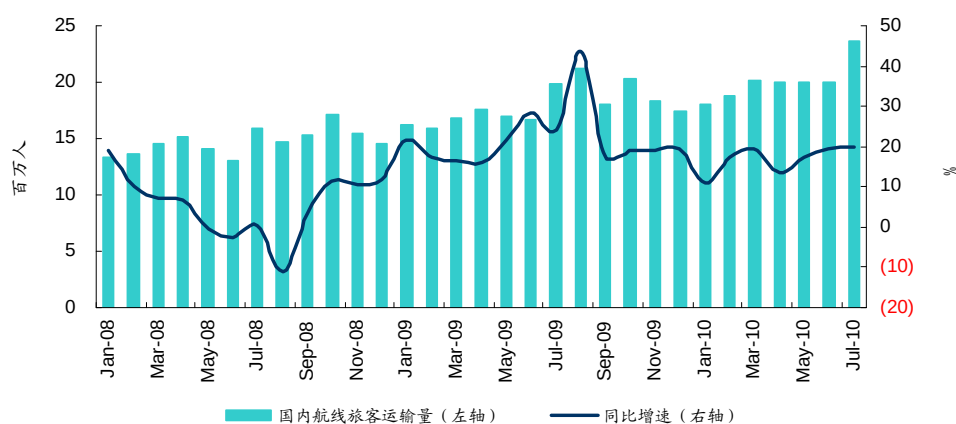
图 1: 国内旅客运输量走势	4
图 2: 国内客运周转量同比增速	4
图 3: 国内客运可用座公里同比增速	4
图 4: 国内客运航线客座率走势	5
图 5: 国内航线票价指数	5
图 6: 国际旅客运输量走势	6
图 7: 国际客运周转量同比增速	6
图 8: 国际客运可用座公里同比增速	6
图 9: 国际客运航线客座率走势	7
图 10: 中国民航亚洲及港澳地区航线、国际航线（不含亚洲地区）票价指数	7
图 11: 中国民航邮货运输量同比增速	8
图 12: 国航货运周转量	8
图 13: 国航货运载运率	8
图 14: 南航货运周转量	9
图 15: 南航货运载运率	9
图 16: 东航货运周转量	9
图 17: 东航货运载运率	9
图 18: 中国货运周转量与 PMI 指数	9
图 19: 三大航正常率	10
图 20: 国内外油价走势	11
图 21: 国内外油价走势（8 月）	11
图 22: 人民币—美元汇率走势	12
图 23: 虹桥机场运营数据	13
图 24: 浦东机场运营数据	13
图 25: 白云机场运营数据	13
图 26: 深圳机场运营数据	13
图 27: 厦门机场运营数据	14
图 28: 首都机场运营数据	14
图 29: 行业指数变化对比	16
图 30: 航空机场行业指数与沪深 300 指数对比	16
图 31: 航空机场行业相对沪深 300 市净率	16
表 1: 行业飞机架数（截止 2010 年 7 月）	10
表 2: 2010 年第 2 季度燃油附加费收取标准	12
表 3: 2010 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性	12
表 4: 单月破百万吞吐量机场生产数据一览表	14
表 5: 航空机场行业板块市场走势	15
表 6: 主要公司估值水平	17

国内客运市场——投入增幅小于需求，客座率再创新高

7月国内旅客运输量同比增长 19.7%，增幅创年内新高

根据民航总局公布的数据，7月国内航空旅客运输量为 2371 万人，同比增长 19.71%。若以去年为基数，7月同比增幅创今年新高，超过了淡季 3 月 19.58% 的年内最高增速。若以历史高峰 2007 年走势为基础，今年 7 月同比增幅为 49%，增幅持平 6 月淡季。因淡季低基数，很容易实现增幅提升，实现“淡季不淡”；但在旺季高基数的基础上实现持平淡季的同比增速，充分体现了今年航空业的持续高景气，不但“淡季不淡、旺季提前”，而且“旺季更旺”。

图 1：国内旅客运输量走势



资料来源：Wind，长江证券研究部

供给依旧跟不上需求，客座率再刷今年新高

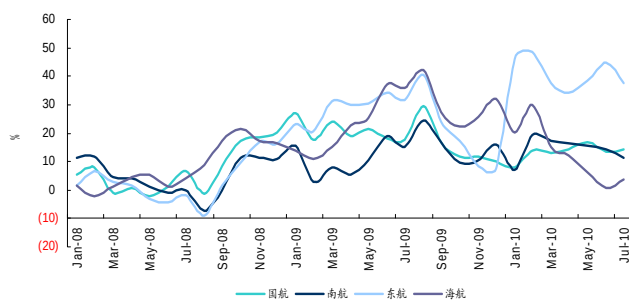
海航 7 月国内航线客运周转量同比增幅上升至 16.99%，国航、南航和东航回落至 21.55%、19.87% 和 56.58%。

图 2：国内客运周转量同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

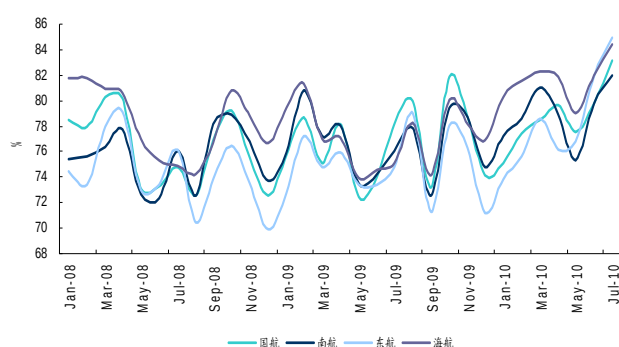
图 3：国内客运可用座公里同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

7月四大公司可供座公里环比上升13%，旅客周转量环比上升17%。供给依旧跟不上需求，导致客座率上升，超过6月，再度刷新今年记录，各公司客座率创2004年以来单月最高值。东航持续2个月的行业同比增幅第一，终于超过海航，取得国内客运航线客座率第一的位置，达84.95%；但各公司差距已经不大，其中海航、国航和南航分别为84.40%、83.10%和82.00%。我们认为东航客座率大幅提升主要收益于世博，6月和7月日均入园人数分别为43.65万和44.48万。从航空公司生产安排看，全年运力重点保障的时间段为春运和暑运两大黄金季，且该期间内公司都会留有足够的裕度，即保障调配能力、组织能力，及时反映市场需求。因此，在供给达到最大极限的情况下仍出现供不应求，可见行业已经完全供给不足，且已无法通过空间或时间的调整加以避免的程度。

图 4：国内客运航线客座率走势

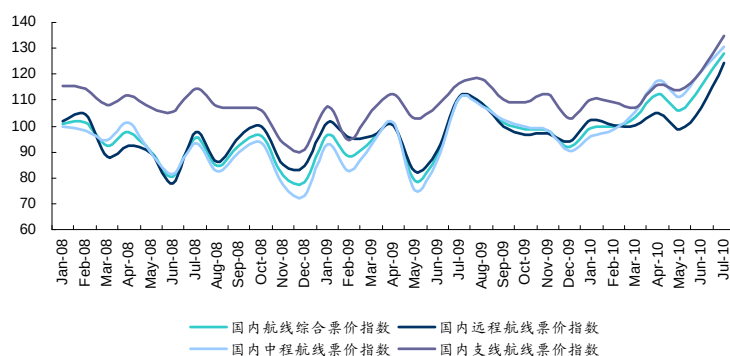


资料来源：公司公告，长江证券研究部

7月国内航线票价再创07年以来单月新高

7月国内航线票价指数创2007年以来单月新高，同比上升16%，高于2007年8月（传统旺季高点）的112，且再次刷新6月刚创下的新高。细分来看，国内远程、中程和支线票价指数同比分别上升12%，18%和15%。7月量价齐升，且票价指数创历年同期新高，旺季更旺。

图 5：国内航线票价指数



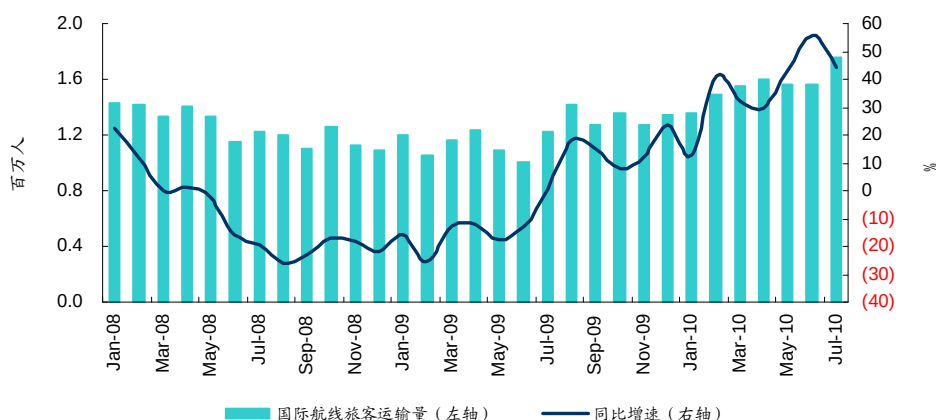
资料来源：CEIC，长江证券研究部（注：“中国民航国内航线价格指数”以BSP系统提供的样本航线票价数据为基础编制。）

国际客运市场——量价均创历史新高

国际航线旅客运输量增长 44%，预计增速仍将放缓

根据民航总局公布的数据，7月国际航线旅客运输量 176 万人，同比增长 44.15%，较 6 月 55.52% 的增速下降，符合我们上期月报的观点：增速放缓。叠加世博走旺、欧元相对贬值、签证放宽、出国旅游、留学生探亲等多因素，三季度国际客运航线将在复苏中不断冲击新高，但较难维持淡季的高增速。

图 6：国际旅客运输量走势

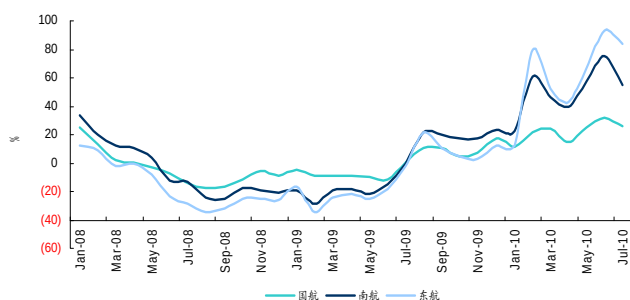


资料来源：CEIC，长江证券研究部

客座率持续提升，国航仍稳居第一

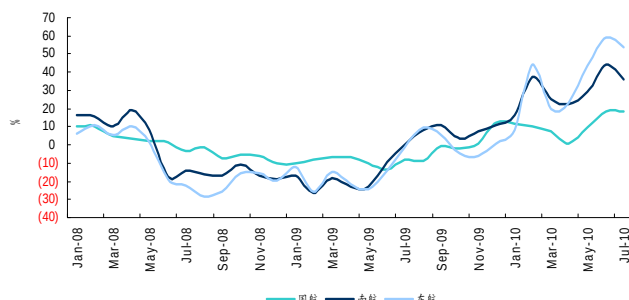
今年三大航均通过加密及新开两种方式，努力提升国际航线投入，但同比去年 7 月旺季的高基数，今年 7 月供给和需求增速环比 6 月基本略有下降，但仍供小于求，客座率同比均提升。其中，南航由于今年国际航线运力投放力度加大、东航由于合并了上航的经营数据，因此国际客运航线的运力投放增速分别为 35.99% 和 53.48%，周转量同比增速分别为 54.82% 和 83.81%，产投两项指标增幅均高于国航。国航虽相较其他两大航增幅略慢，但环比自身，7 月运力同比增幅为 5 月的一倍，达 18.73%，周转量同比增幅 26.01%。

图 7：国际客运周转量同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：国际客运可用座公里同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

7 月份三大航的国际客运航线客座率环比上升，国航、南航、东航环比上升 1.4，1.7 和 3.2 个百分点，连续两月维持增长。同比去年，由于东航和南航的低基数，客座率同比增幅为 9%-13%，且达 2004 年以来的单月高峰；国航增幅虽然仅为 4.80%，但仍维持行业第一。南航、东航与国航客座率差额分别缩小了 0.3 和 1.5 个百分点，符合我们上期月报预测，客座率差距不断缩小。

图 9：国际客运航线客座率走势

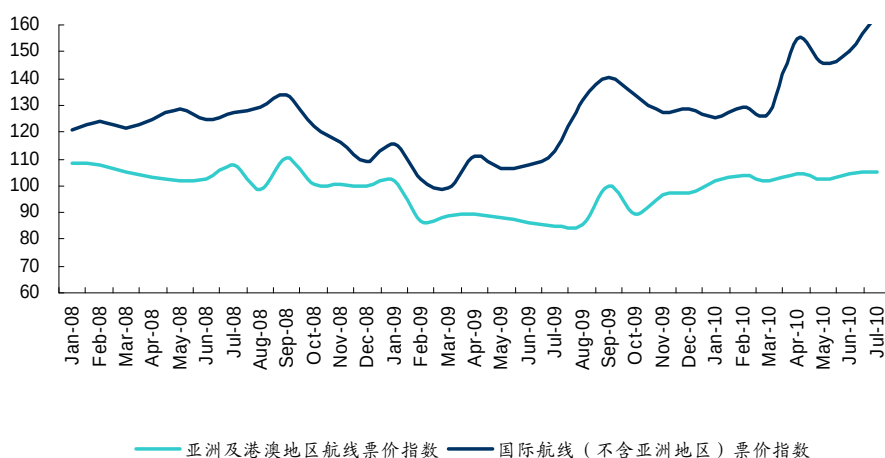


资料来源：公司公告，长江证券研究部

国际航线票价水平上升，创 4 年新高

国际航线（不含亚洲地区）票价指数在 7 月较上月明显回升，为 164，创 4 年来单月新高，且刷新今年 4 月（旺季）155 的新纪录。亚洲及港澳地区航线的票价指数环比不变，为 105。

图 10：中国民航亚洲及港澳地区航线、国际航线（不含亚洲地区）票价指数



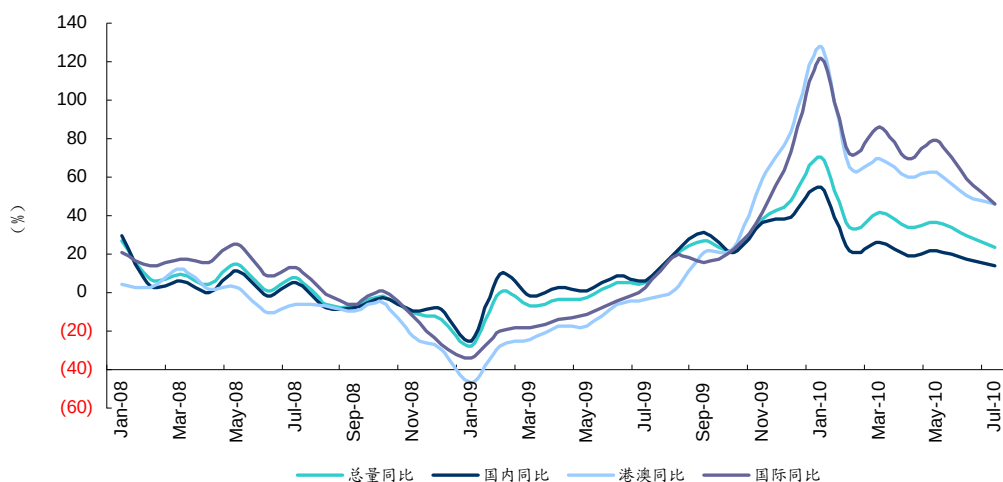
资料来源：中国民用航空，长江证券研究部（注：“中国民航亚洲及港澳地区航线票价指数”、“中国民航国际航线（不含亚洲地区）票价指数”以 BSP 系统提供的样本航线票价数据为基础编制。）

货运市场——低基数因素弱化，增速继续放缓

低基数因素逐渐弱化，环比增速下降

7月国际和地区航线货邮运输量继续保持快速增长，同比增幅分别为46.35%和45.89%，增速分别较上月回落12.42个百分点和4.33个百分点，低基数因素逐渐弱化。国内增速也低于上月3.52个百分点，为13.99%。总体邮货运输量同比增长为23.72%，增速下降5.67个百分点。符合我们上期月报观点，增速放缓。

图 11：中国民航邮货运输量同比增速

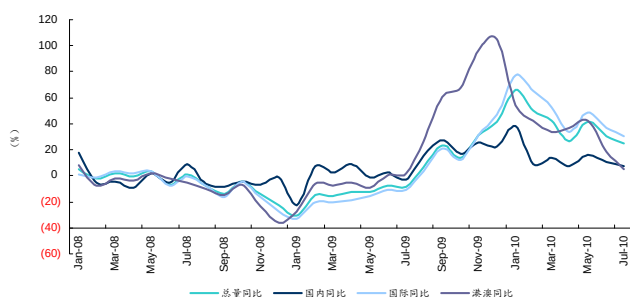


资料来源：CEIC，长江证券研究部

供给降幅小于需求，载运率仅南航环比上升

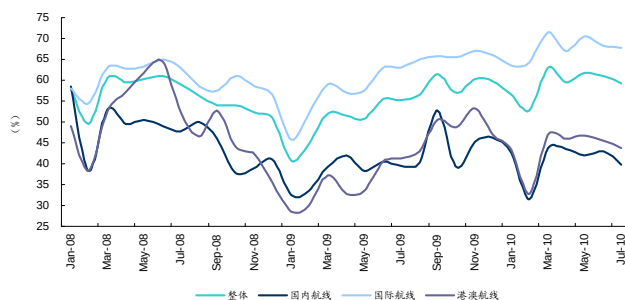
7月，南航货运周转量同比增长88.44%，主要是由于运力同比大幅提升，且在需求向好的背景下运营数据提升较快。东航则是由于将上航的数据纳入统计口径，因此货运周转量增速为67.84%。国航货运业务较为平稳，货运周转量同比增长24.56%。货运载运率方面，国航由于运力投放平稳，基本持平上月，为59.20%，东航和南航分别为56.31%和47.67%，分别为下降3.39和上升0.7个百分点。

图 12：国航货运周转量



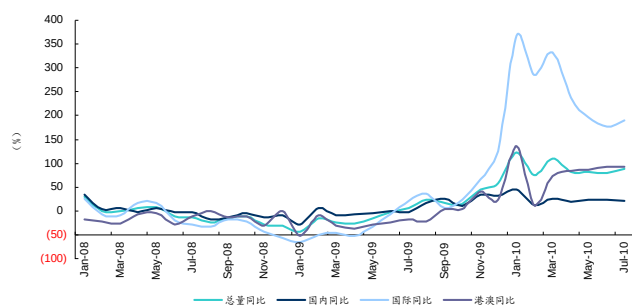
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：国航货运载运率



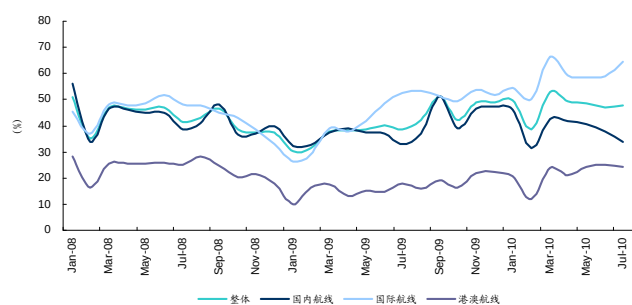
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 14: 南航货运周转量



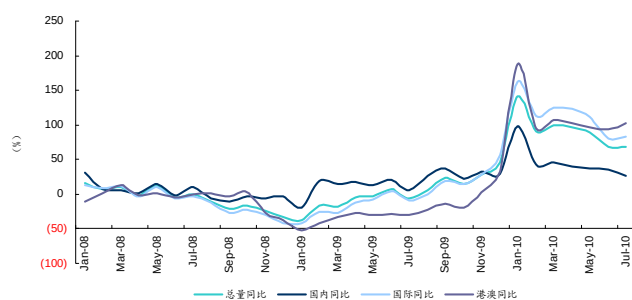
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15: 南航货运载运率



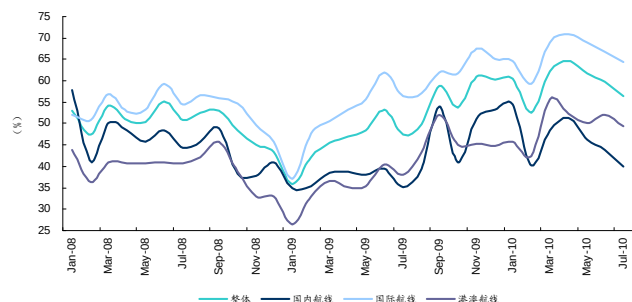
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 16: 东航货运周转量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 17: 东航货运载运率

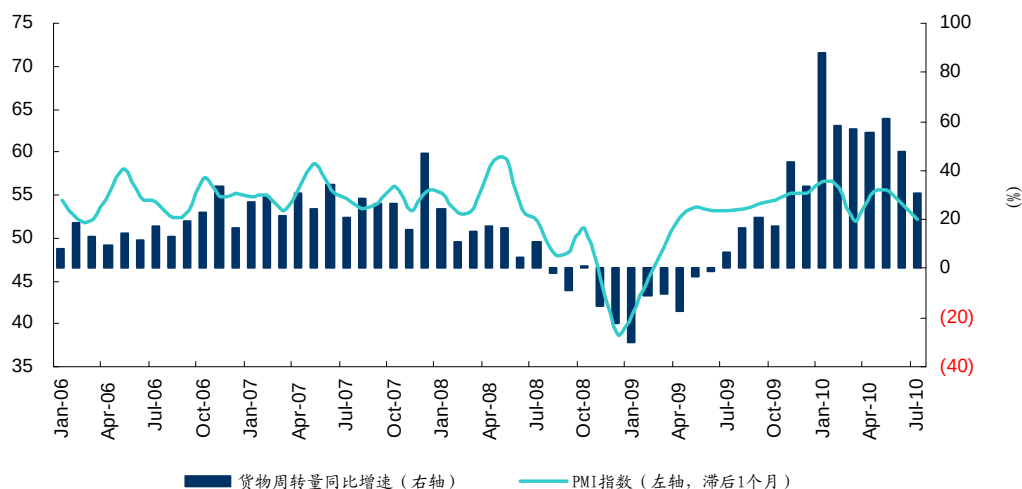


资料来源：公司公告，长江证券研究部

未来趋势：增速继续放缓

7月中国 PMI 指数继续回落，根据模型，我们预测7月货运周转量增速将继续放缓。

图 18: 中国货运周转量与 PMI 指数



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

运力和服务：供给放缓，正常性持续走低

运力：退出比引进积极，窄体多于宽体，供给放缓

今年 1-7 月，行业引进飞机 134 架，其中窄体机 108 架，宽体机 7 架，支线机 12 架，全货机 7 架；退出飞机 32 架，其中窄体机 24 架，宽体机 4 架，全货机 4 架。

引进数量最多的是依旧是三大航，占总引进数量的 56%。若以大国航、新东航和大南航来看，占比高达 76%，和现有飞机分布比例 79% 基本持平。

此外，年初各公司制定的国际业务占比目标，即国航 50%、东航 40%、南航 30%，将使得公司调配国内运力投入国际，再次拉大国内供需差距。

表 1：行业飞机架数（截止 2010 年 7 月）

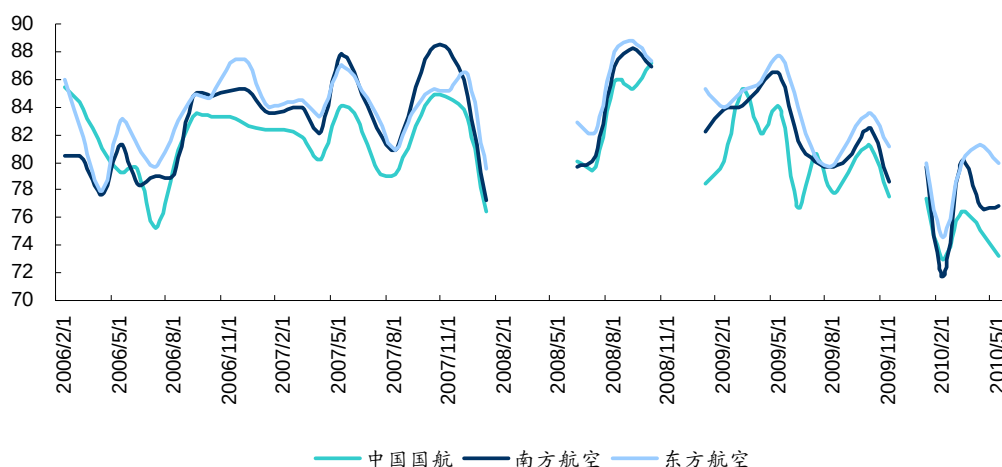
中国国航	大国航 深圳航空	山东航空	新东航 东方航空	上海航空	南方航空	大南航 厦门航空	四川航空	海南航空
262	90	45	256	64	341	62	50	218

资料来源：长江证券研究部

正常性：持续走低

受空域管制、航路紧张、机场饱和、天气恶化等多重因素影响，航空正常性（主要表现为准点率）持续走低。民航局明确重拳出击，以“服务链”概念集航空公司、机场、空管、油料、航信、航材、公安等多方之力力保准点，此外还设立严酷的惩罚制度，并要求三大航留出备用飞机。我们认为这些措施将有利于行业准点率的提升，利于应对高铁。

图 19：三大航正常率



资料来源：Bloomberg，国家发改委，长江证券研究部

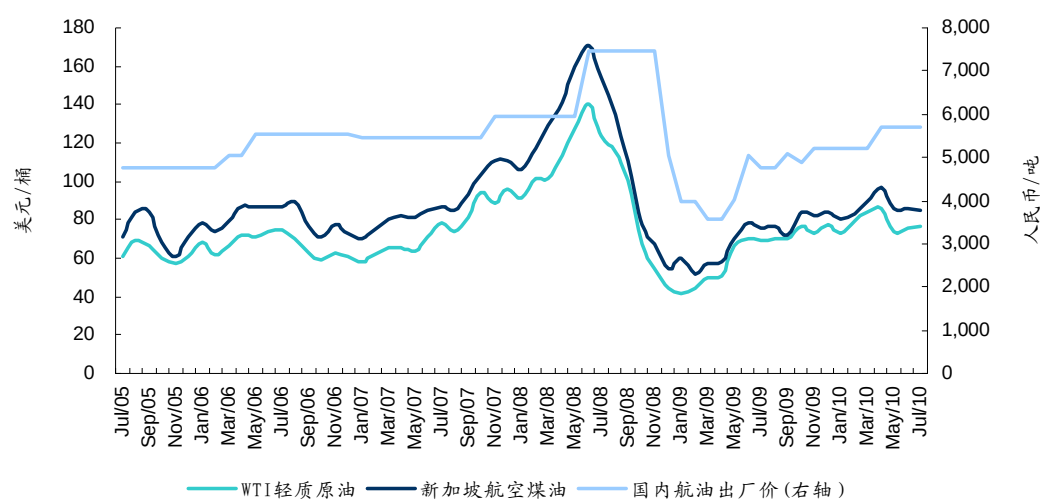
油价、燃油附加费和汇率

国际油价下行，国内航油出厂价短期内难到调整点

7月底WTI轻质原油价格为76.35美元/桶，新加坡煤油价格为85.18美元/桶。

8月，新加坡航空煤油价格月初一度达到92.50美元/桶的高价，随后震荡回落至27日的84.85美元/桶。

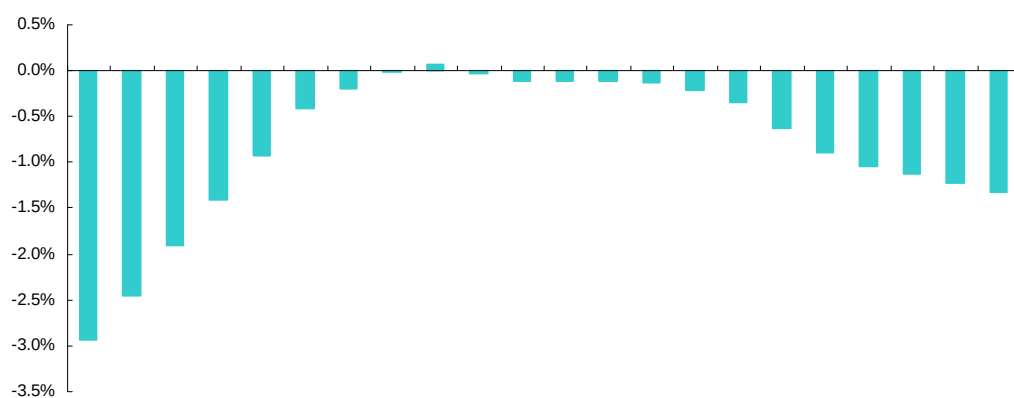
图 20：国内外油价走势



资料来源：Bloomberg，国家发改委，长江证券研究部

当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，航油出厂价才有做调整的前提。根据息旺能源网 31 日数据，8 月 31 日三地原油加权均价变化率（基准期 5 月 31 日）为 -1.23%，国内航油出厂价短期内难到调整点。

图 21：国内外油价走势（8 月）



资料来源：息旺能源网，长江证券研究部

由于新的燃油附加费率定价办法是每季度调整一次费率收取上限，而 2010 年第二季度的附加费收取上限确定为 20 元/人和 40 元/人后，目前国际油价呈震荡式，国内航油出厂价调整走向不清，估计短期内燃油附加费将维持 20/40 的征收标准。经测算，本价格下的燃油附加费对成本的覆盖率为 67%（800 公里以下）和 72%（800 公里以上）。

表 2：2010 年第 2 季度燃油附加费收取标准

航线	单位收取率	航空煤油综合采购成本	收取标准	四舍五入后收取标准
800 公里(含)以下航线	0.00002818	5200	23.90	20
800 公里以上航线	0.00002818	5200	44.81	40

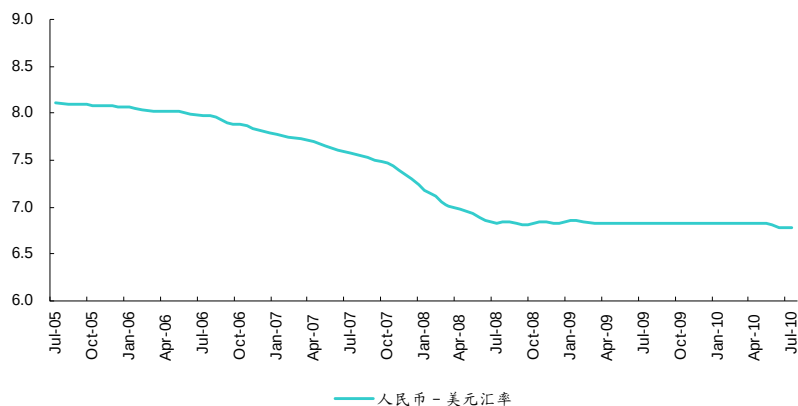
资料来源：发改委，长江证券研究部

人民币汇率震荡

6 月 20 日，中国人民银行新闻发言人发表谈话，称“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。汇改重启后第四个交易日 6 月 24 日)，人民币即期汇价波动弹性增加。

进入 8 月后，美元兑人民币汇率曾一度高涨至 6.810。随后震荡，截止 8 月 27 日，美元兑人民币汇率为 6.798，而中国银行 9 月 1 日公布的 1 年期外汇牌价买入和卖出中间价分别为 6.74 和 6.78，后续走势难判。

图 22：人民币—美元汇率走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 3：2010 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性

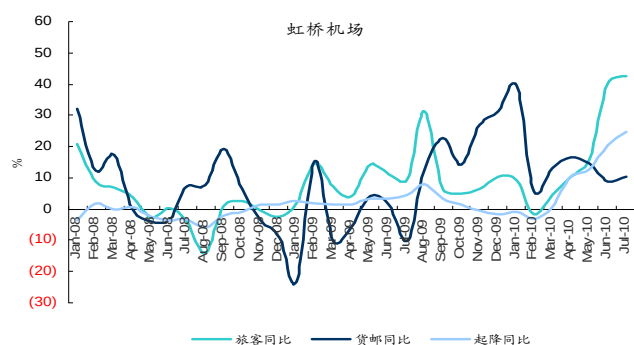
人民币升值幅度	EPS 对人民币升值敏感性		
	南航	国航	东航
1%	0.03	0.02	0.02
2%	0.06	0.05	0.05
3%	0.08	0.07	0.07
4%	0.11	0.09	0.09

资料来源：长江证券研究部

机场——货邮吞吐量增速均下降；旅客吞吐量仅白云上升

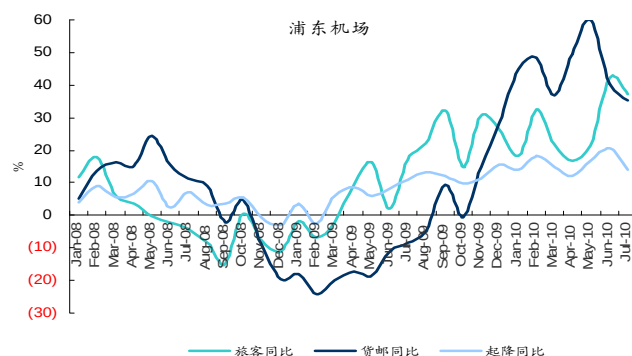
上海的 2 家机场方面，飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量均是虹桥环比上升，浦东环比下降。虹桥旅客吞吐量同比增速创单月新高，浦东机场货邮吞吐量同比增速下降明显，由 4 月的 60% 下降至 35.12%，低基数因素逐渐远去。

图 23：虹桥机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 24：浦东机场运营数据

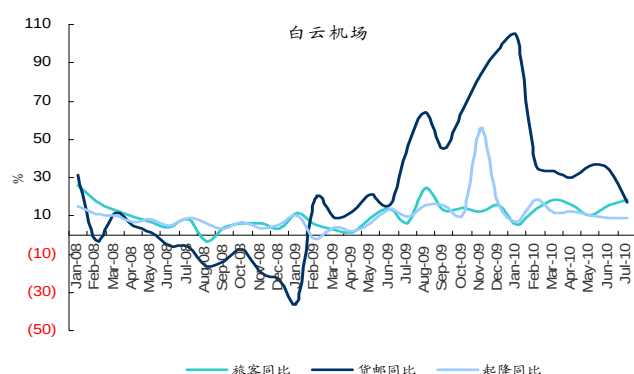


资料来源：CEIC，长江证券研究部

白云机场 7 月旅客吞吐量同比增长 18.27%，货运吞吐量同比增长 16.74%，起降架次同比增长 8.98%。客货增速均正常。上市机场中唯一起降架次和旅客吞吐量增幅环比增加。

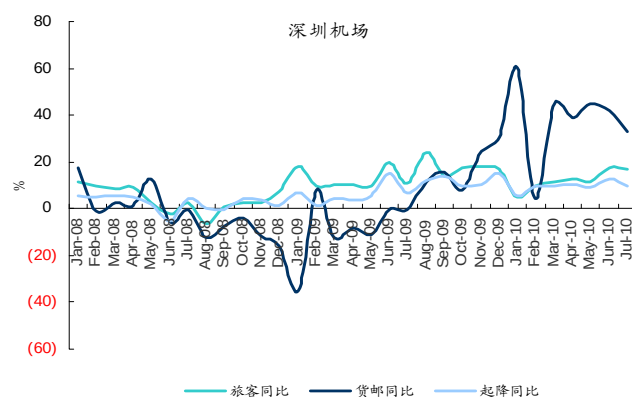
深圳机场 7 月的旅客吞吐量增速为 16.67%，货运吞吐量同比增长 33.01%，起降架次同比增长 9.98%。其中货运吞吐量自 2 月以来均维持高增速，主要原因是 2 月 UPS 落户深圳机场，预计今年后续几个月的增速都将维持高位。

图 25：白云机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 26：深圳机场运营数据

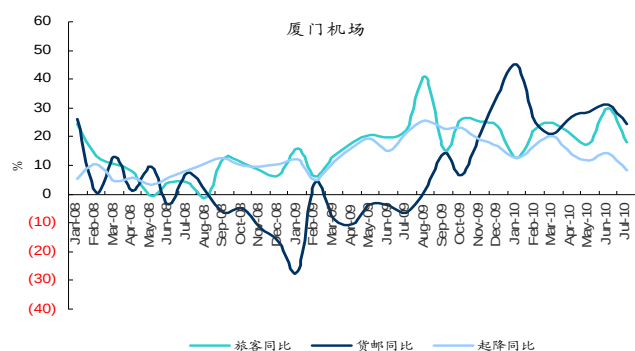


资料来源：CEIC，长江证券研究部

厦门机场 7 月旅客吞吐量同比增长 18.26%，货邮吞吐量同比增长 24.35%，起降架次同比增长 8.35%。

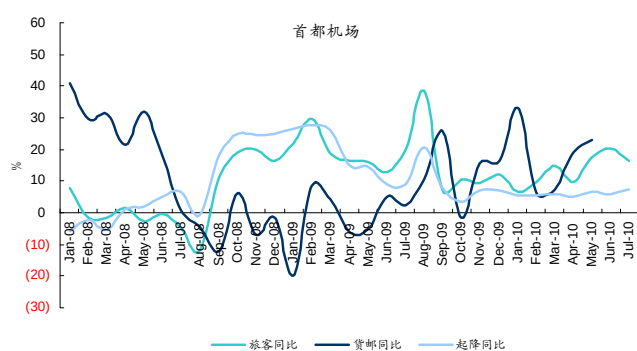
首都机场 7 月旅客吞吐量同比增速较 6 月有所回落，为 16.56%，货邮吞吐量同比增长 13.87% 起降架次同比增长 7.49%。

图 27：厦门机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 28：首都机场运营数据



资料来源：CEIC，长江证券研究部

表 4：单月破百万吞吐量机场生产数据一览表

2010 年 7 月	旅客吞吐量 (千人)	货邮吞吐量 (千吨)	起降架次 (次)
北京首都	6,865	122	45,566
上海浦东	3,929	294	29,526
广州	3,585	91	28,411
上海虹桥	3,116	36	20,642
成都	2,443	34	18,323
深圳	2,354	68	18,639
昆明	1,839	23	16,001
西安	1,769	12	15,340
杭州	1,667	22	13,540
重庆	1,493	13	13,335
南京	1,247	19	10,833
厦门	1,175	20	9,931
青岛	1,170	13	10,154
长沙	1,153	8	10,230
大连	1,099	12	8,886
武汉	1,019	7	9,441

资料来源：CEIC，长江证券研究部

本月市场表现

8月沪深300上升0.53%，上证综指下跌0.55%，全A指数上升1.77%。本月交通运输行业跌幅行业第四，机场业和航空业跌幅分属行业第一和第五。

航空行业指数本月下跌10.14%，跑输沪深300指数10.67个百分点。表现较好的个股为中信海直，本月上涨21.43%。表现较差的个股为东方航空，本月下跌13.93%。机场行业指数本月下跌1.59%，跑输沪深300指数2.12个百分点。表现较好的个股为深圳机场，本月上涨1.00%。表现较差的个股为厦门空港，本月下跌3.34%。

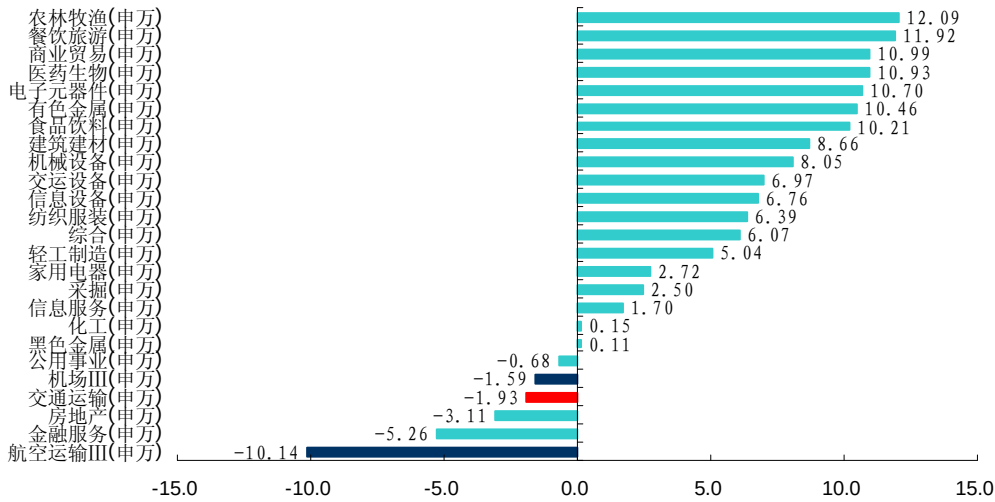
采用市净率PB衡量航空机场行业现在绝对和相对估值所处水平。航空行业现在的PB是6.30倍，2005年以来的平均值是3.94倍，历史上PB最低点是1.31倍（2005年7月）。航空行业PB相对沪深300指数的PB，现在是2.52倍，2005年以来均值是1.15倍，历史上相对沪深300的PB低点是0.66倍（2006年12月）。机场行业现在的PB是1.99倍，2005年以来的平均值是3.16倍，历史上PB最低点是1.8倍（2010年7月）。机场行业PB相对沪深300指数的PB，现在是0.80倍，2005年以来均值是0.99倍，历史上相对沪深300的PB低点是0.59倍（2007年11月）。

表 5：航空机场行业板块市场走势

指数	最新价	本月变动	二月变动	三月变动	一年变动
航空运输Ⅲ（申万）	2732.28	-10.14%	10.29%	1.22%	37.37%
机场Ⅲ（申万）	2211.17	-1.59%	12.02%	1.29%	3.46%
沪深300	2884.04	0.53%	14.17%	3.99%	1.90%
航空-沪深300	-	-10.67%	-3.88%	-2.77%	35.47%
机场-沪深300	-	-2.12%	-2.15%	-2.71%	1.57%
上证综合指数	2622.88	-0.55%	10.49%	1.19%	-1.68%
航空-上证综指	-	-9.58%	-0.20%	0.04%	39.05%
机场-上证综指	-	-1.03%	1.52%	0.10%	5.15%
万得全A指数	2529.00	1.77%	15.12%	5.13%	10.42%
航空-万得全A指数	-	-11.90%	-4.83%	-3.91%	26.95%
机场-万得全A指数	-	-3.36%	-3.11%	-3.85%	-6.95%
中国国航	10.83	-11.66%	9.39%	0.19%	42.88%
东方航空	6.98	-13.93%	4.96%	-3.72%	30.22%
南方航空	6.88	-6.90%	14.10%	5.36%	30.80%
海南航空	5.58	-7.92%	7.72%	0.90%	14.81%
外运发展	9.04	10.78%	38.02%	15.83%	34.74%
中信海直	9.69	21.43%	64.26%	48.06%	47.83%
白云机场	9.83	-0.91%	14.91%	9.78%	17.59%
上海机场	12.94	-2.19%	11.68%	-2.85%	-4.21%
厦门空港	16.50	-3.34%	6.52%	-2.71%	16.40%
深圳机场	5.90	1.00%	12.92%	1.51%	-11.38%

数据来源：Wind，长江证券研究部

图 29：行业指数变化对比



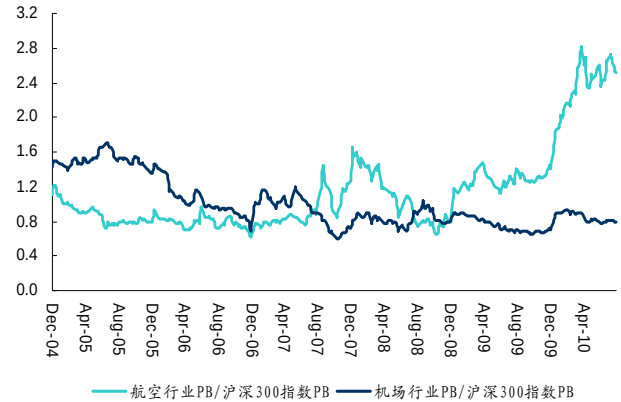
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 30：航空机场行业指数与沪深 300 指数对比



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 31：航空机场行业相对沪深 300 市净率



资料来源：Wind，长江证券研究部

主要新闻事件回顾

- **民航强国：建设路径明确，未来喜忧参半。**喜的是运量目标，随国民收入增加、报销机制放松、旅游需求增长等因素影响，按历史增幅和 GDP 增幅比例分别测算，有望超额完成；忧的是软性指标，运营和管理水平存在差距，未来发展的空间和路径有限，短期内空域资源不足拖累民航快速发展。
- **国泰公布半年报，市场恢复和效率提升带来业绩超预期。**1) 生产方面，效率提升，飞机日利用率同比上升，但准时率下降，导致可用吨千米同比小幅增长；2) 收入方面，受益市场恢复，客货两大业务的运输量、载运率和运价均实现较高增幅，带动收入同比

增幅达 33.7 个百分点；3）成本方面，占比 36%的航油成本同比增幅高达 98%，导致运营成本同比增加 25.96%；4）利润方面，由于生产效率和载运率提升带来的这部分收入，基本不增加运营成本，因此国泰航空利润同比巨额提升，达 742.4%。5）公司还发布公告，新签订购买 30 架 A350-900 型飞机的协议，并计划行使 6 架 B777-300ER 飞机的购买权，主要在于两个考虑：机队更新和未来运力扩张。

- **民航局酝酿新公司注册金提高 10 倍。**航空业涉及国计民生，且关乎公共安全，提高新公司注册门槛无可厚非。而政策紧缩给行业带来的直接影响就是竞争格局基本维持稳定，因内部恶性竞争导致行业不景气的可能性将在一段时间内维持低位。
- **民航局重拳出击航班延误：三大航京沪穗机场备份飞机。**以“服务链”概念集航空公司、机场、空管、油料、航信、航材、公安等多方之力，配备惩罚制度，并留出备用飞机，力保准点，利于应对高铁竞争。
- **通用航空收费下调利好中信海直。**民航局与发改委下发《关于印发通用航空民用机场收费标准的通知》，降低通用航空机场的收费水平，起降费降低 40%以上，停场费降低 50%以上，将于 9 月 1 日起实施。收费下降直接降低公司运营成本。若未来低空得以开放，公司可以依靠经营租赁方式，满足新增业务对飞机数量的需求，同时通过提高飞行员的利用效率增加飞行小时供给，实现创收。

行业看法

行业看法：中报业绩符合预期，但事件频发，短期缺乏上升动力

- **中报均已发布，业绩基本符合市场预期。**
- **事件频发，短期缺乏上升动力。**8 月 24 日伊春空难，8 月 25 日南宁机场一架飞机滑出跑道，8 月 28 日华夏航空机翼擦地。中国民航保持了 2102 天的零空难记录，实则不易。事件发生后，各公司股价表现均差于大盘。从历史 4 起空难后股价波动的分析，我们认为：1）航空跑输大盘为大概率事件，平均跑输 20 天左右。2）即使油价在事件发生期后下跌，仍无法改变跑输大盘走势，但油价二次下跌和暑运旺季到来，提供股价反弹动力。但目前将走出传统旺季，历史油价 9 月环比 8 月下跌为小概率事件，短期内缺乏上升动力。本次事件后，对各方对安全的治理和投入，将大幅提升航空公司的安全运营能力。长期来看，相关部门将从飞机引进、维修、机长、新公司设立等多角度严格管制，行业供给或放缓，且现有较为集中的竞争格局难发生变化。

表 6：主要公司估值水平

公司简称	投资评级		股价	EPS 预测			PE		
	本期	上期		09A	10E	11E	09A	10E	11E
中国国航	推荐	推荐	10.83	0.42	0.88	1.00	25.79	12.31	10.83
东方航空	推荐	推荐	6.98	0.08	0.46	0.52	83.19	15.17	13.42
南方航空	推荐	推荐	6.88	0.05	0.40	0.43	137.60	17.20	16.00
海南航空	推荐	推荐	5.58	0.09	0.30	0.35	62.00	18.60	15.94
外运发展	谨慎推荐	-	9.04	0.25	0.57	0.62	35.73	15.86	14.58
中信海直	谨慎推荐	-	9.69	0.22	0.21	0.22	44.51	46.14	44.05

公司简称	投资评级		股价	EPS 预测			PE		
	本期	上期		09A	10E	11E	09A	10E	11E
白云机场	推荐	推荐	9.83	0.47	0.50	0.50	20.91	19.66	19.66
上海机场	推荐	推荐	12.94	0.37	0.64	0.68	34.97	20.22	19.03
厦门空港	谨慎推荐	谨慎推荐	16.5	0.91	0.91	0.98	18.19	18.13	16.84
深圳机场	谨慎推荐	谨慎推荐	5.9	0.34	0.38	0.41	17.34	15.53	14.39

资料来源: wind, 长江证券研究部

风险提示

国际油价快速上涨, 人民币升值幅度低于预期, 空难事件负面影响持续时间长于预期。

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理 (8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理 (8621) 68751003	13917628525	wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理 (8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理 (8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理 (8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理 (0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理 (0755) 82750396	15818552093	shenfw@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。