

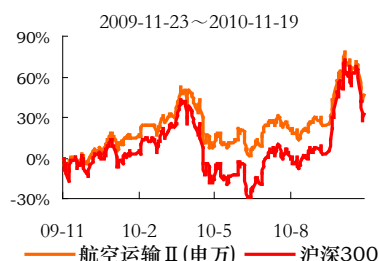
分析师： 王晓艳
执业证书编号： S0050107051185
Tel: 010-59355907
Email: wangxiaoy@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

交通运输**投资评级**

本次评级： 推荐
跟踪评级： 维持

市场数据

航空运输行业指数	3593.72
沪深 300 指数	3178.85
上证指数	2888.57
深证成指	12295.85
中小板指数	7478.07

行业指数相对沪深 300 表现**相关研究****行业研究小组****行在繁忙的天空****航空业 2011 年投资策略研究****投资要点**

- **消费升级推动航空需求增长。**消费升级是消费结构的升级,从升级过程来看,通常经历四个阶段,即:必需型消费-起步型消费-喜好型消费-享受型消费。未来 20 年,国内关于消费的各个细分领域,都将进行消费升级,而航空作为人们出行方式的消费升级也将成为主流之一,人们出于必须、喜好和享受等原因将越来越多地选择航空。
- **空域资源紧张抑制运力增长。**与需求增长 20% 以上相比,2010 年新增运力相对谨慎,主要航段的客座率将超过 2007 年同期最高水平。在空域紧张的情况,枢纽城市之间的航线大幅增加运力的可能性相应下降。虽然空域改革被列入“十二五”规划,但是根本解决尚需时日,重点城市之间的航线有望继续维持较高的客座率水平。
- **国内国际航线继续量价齐升。**1-10 月份,行业客座率水平持续位于近五年的最高水平,表现出淡季不淡的特征,三大航齐头并进。国内国际航线票价指数同步走高,旺季与淡季的差别有所缩小,新的定价策略使得航空公司的相关航线票价水平能够达到 20% 以上。较高的票价水平和客座率有望得到持续,航空公司的盈利水平将会进一步提高。
- **商务旅客推动两舱业务增长。**2010 年 1-9 月,全球两舱客运量同比增长 9.2%,其中与远东地区相关的航线增长更多,目前主要的亚洲航线收入占两舱客运总收入的 1/3,客运量占两舱客运总量的 1/4 以上,月增长率保持在 15% 左右,未来亚洲仍然有望成为增长最强劲的地区。2011 年,商务旅客将继续成为推动两舱客运量增长的重要力量。
- **人民币对美元升值步伐加快。**预计 2011 年累计升值 4-5%。航空业将会获得大额的人民币汇兑损益,预计人民币对美元升值 1%,南方航空、东方航空、中国国航 EPS 将分别增加 0.04 元、0.02 元和 0.03 元。
- **行业政策推动投资热点形成。**未来出台的行业政策将主要集中在与国际航线、航空货运、通用航空等相关的领域。行业政策有利于行业的发展,也有望成为航空板块表现的催化剂。行业基本面的好转将为航空板块的长期投资价值奠定良好的基础,并赢得大幅的上行空间。
- **行业评级及重点推荐股票。**根据对航空和机场行业的运营现状和趋势以及行业估值水平和投资机会的分析,我们维持对航空业“推荐”评级,航空板块的阶段性机会始终存在。重点推荐中国国航(601111)、南方航空(600029)、东方航空(601115)、外运发展(600270)、上海机场(600009)。

正文目录

一、消费升级推动航空需求增长.....	3
二、空域资源紧张抑制运力增长.....	4
三、国内国际航线继续量价齐升.....	5
四、商务旅客推动两舱业务增长.....	6
五、机场业务增长稳定增速放缓.....	7
六、快递行业集中度将不断提高.....	7
七、油价上扬增加航空公司成本.....	8
八、人民币对美元升值步伐加快.....	8
九、行业政策推动投资热点形成.....	9
十、行业投资机会和重点关注公司.....	10

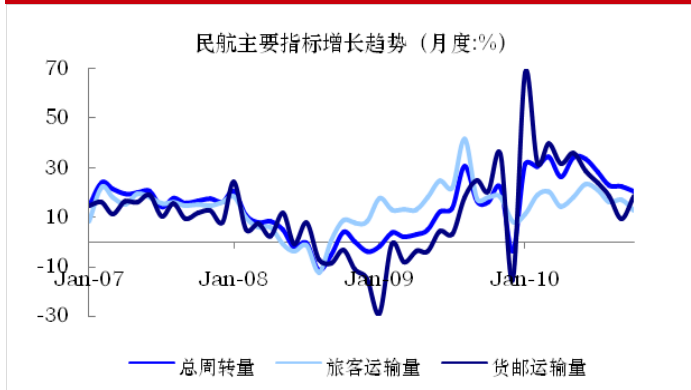
图表目录

图表 1: 航空运输业主要指标增长速度.....	3
图表 2: 近五年同期航空运输业主要指标增长速度.....	3
图表 3: 主要航空公司运营数据对比（1-10 月累计）	3
图表 4: 民航客运量增速	3
图表 5: 民航旅客运输市场旅客构成（消费目的）	3
图表 6: 民航旅客运输市场旅客构成（消费性质）	3
图表 7: 中国国航客运运力投入变化趋势.....	4
图表 8: 南方航空客运运力投入变化趋势.....	4
图表 9: 东方航空客运运力投入变化趋势.....	4
图表 10: 主要航段数据	4
图表 11: 客座率变化趋势.....	5
图表 12: 主要航空公司近年客座率水平.....	5
图表 13: 民航飞机日利用率	5
图表 14: 国内航线综合票价指数.....	5
图表 15: 国内远程航线综合票价指数.....	6
图表 16: 国际航线综合票价指数.....	6
图表 17: 两舱业务增速	6
图表 18: 两舱业务和收入增速比较.....	6
图表 19: 国际航空市场的 RPK 增速.....	7
图表 20: 国际航空市场的 FTK 增速.....	7
图表 21: 分航线旅客运输量增速.....	7
图表 22: 主要机场 2010 年经营状况.....	7
图表 23: 邮政业务增速	8
图表 24: 国际原油价格走势	8
图表 25: 航空煤油价格走势	8
图表 26: 美元兑人民币汇率走势.....	8
图表 27: 人民币升值敏感性分析.....	9
图表 28: 国际航线旅客运输量占比.....	9
图表 29: 三大航国际航线业务量占比.....	9
附录: 估值评级表	12

一、消费升级推动航空需求增长

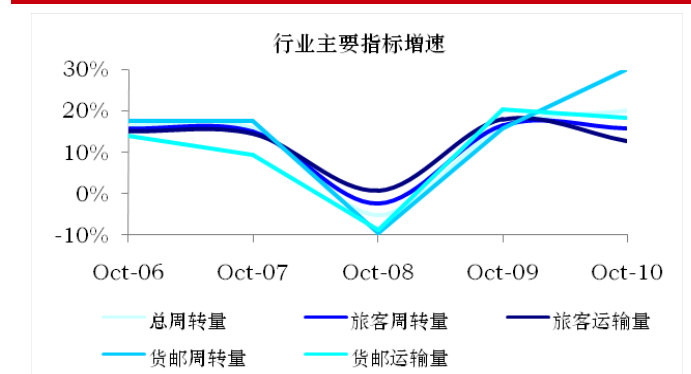
根据民航局统计数据，2010年1-10月份，民航共完成运输总周转量446.06亿吨公里、旅客运输量22517.3万人、货邮运输量456.15万吨，分别比去年同期增长27.9%、17.2%和28.5%。经过2008年的低谷和2009年的快速增长，进入2010年，行业依旧保持两位数的快速增长态势。从三大航空公司的运营数据来看，各项业务指标都在20%的增速以上。

图表1：航空运输业主要指标增长速度



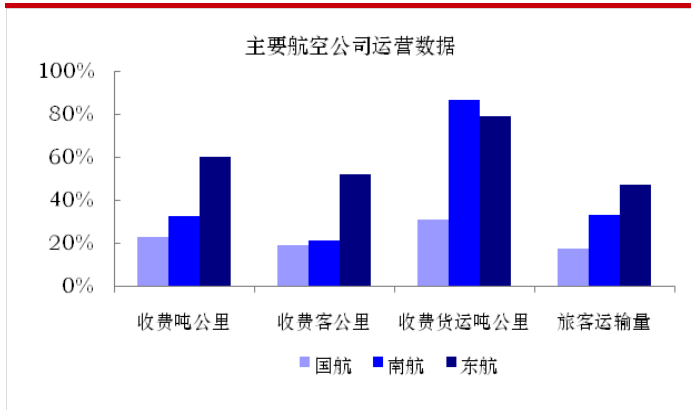
资料来源：民航局，民族证券

图表2：近五年同期航空运输业主要指标增长速度



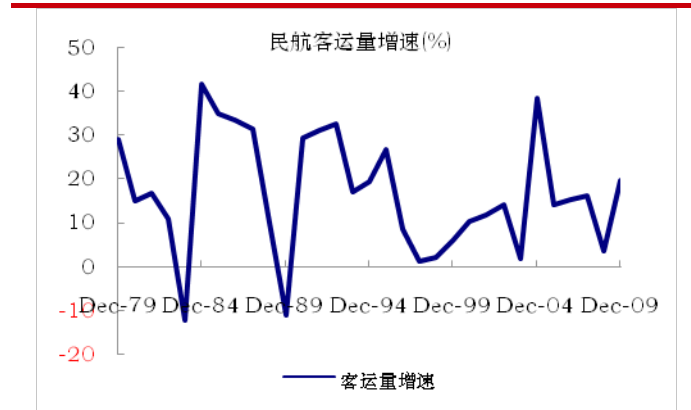
资料来源：民航局，民族证券

图表3：主要航空公司运营数据对比（1-10月累计）



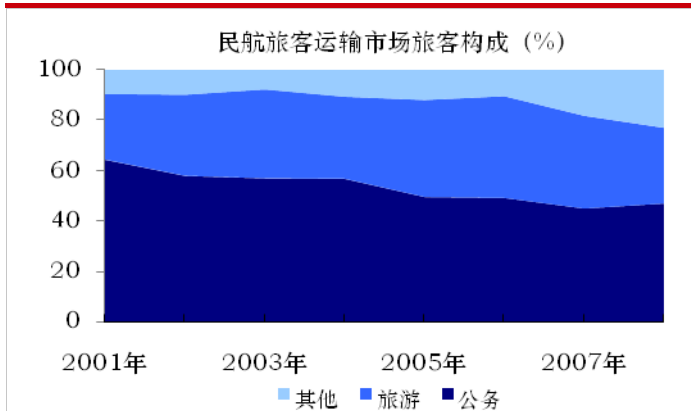
资料来源：公司，民族证券

图表4：民航客运量增速



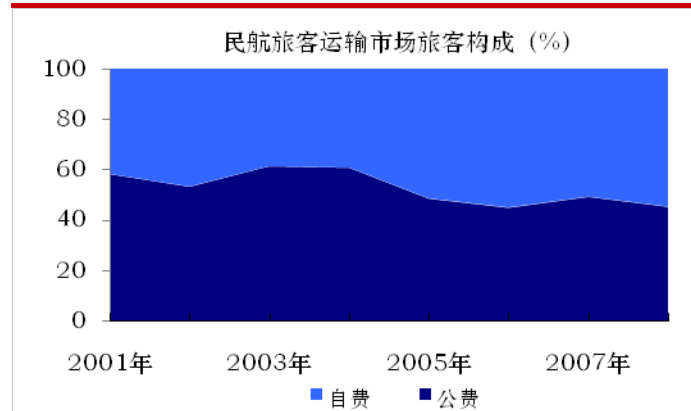
资料来源：民航局，民族证券

图表5：民航旅客运输市场旅客构成（消费目的）



资料来源：民航局，民族证券

图表6：民航旅客运输市场旅客构成（消费性质）



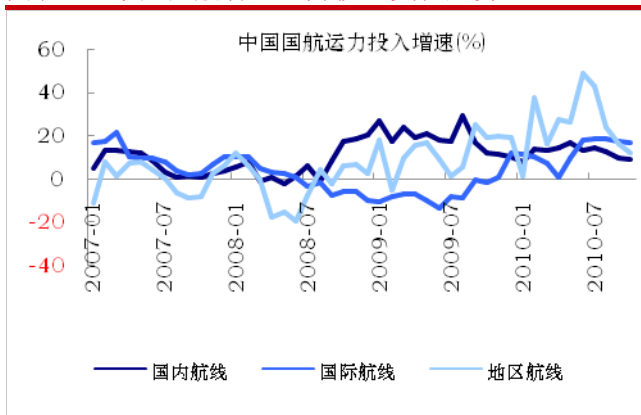
资料来源：民航局，民族证券

从行业的增速中，我们可以看到，低基数效应已经弱化，推动行业需求增长的力量更多

来自于消费升级。消费升级是消费结构的升级,从升级过程来看,通常经历四个阶段,即:必需型消费-起步型消费-喜好型消费-享受型消费。作为“行”这一消费领域,航空无疑也会在消费升级这个大背景中有所体现。在过去 30 年,扣除波动因素,民航经历了两个相对快速增长的阶段,体现出人们在必需型消费和起步型消费阶段的消费特征。在近十年当中,自费出行或者非公务出行占航空旅客构成比重显著增加,这在一定程度上体现出喜好型和享受型消费的特征。未来 20 年,国内关于消费各个细分领域,都将进行消费升级,而航空作为人们出行方式的消费升级也将成为主流之一,在收入水平提高的基础上,人们出于必须、喜好和享受等原因将越来越多地选择航空。此外,航空业与国民经济增长具有密切的相关性,预计航空客运业务仍然能够保持 15%左右的增速。

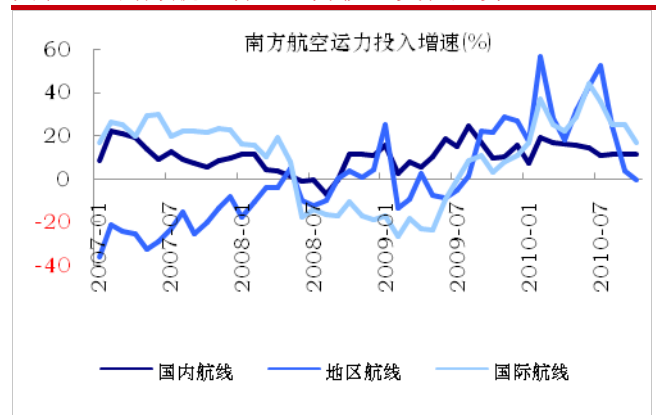
二、空域资源紧张抑制运力增长

图表 7: 中国国航客运运力投入变化趋势



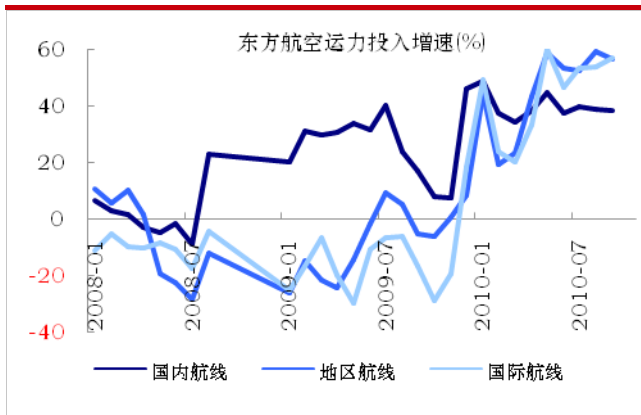
资料来源: 公司, 民族证券

图表 8: 南方航空客运运力投入变化趋势



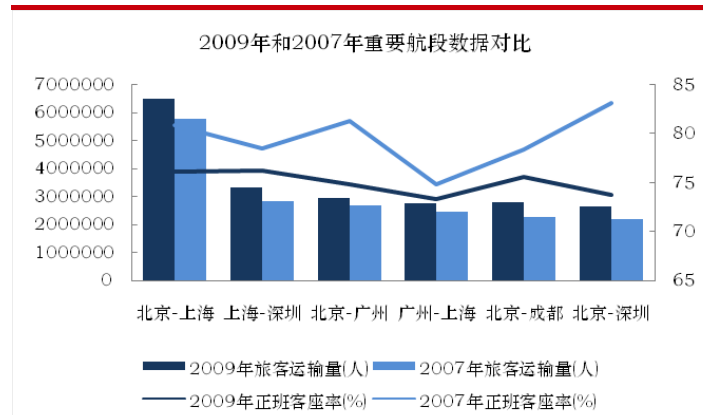
资料来源: 公司, 民族证券

图表 9: 东方航空客运运力投入变化趋势



资料来源: 公司, 民族证券

图表 10: 主要航段数据



资料来源: 民航局, 民族证券

从运力来看,截至 10 月份期末,国内运输飞机在册架数 1571 架,比 9 月净增 10 架,比 2009 年底净增 154 架。与需求增长 20%以上相比,新增运力是相对谨慎的,我们预计 2010 年包括北京-上海、上海-深圳、北京-广州、北京-深圳等主要航段的客座率将会超过 2007 年同期的最高水平。在空域紧张的情况,大幅增加运力的可能性也相应下降,特别是在枢纽城市之间的航线,我们从 2010/2011 冬春航季民航局下发的相关通知中可见一斑。通知中明确提到,京沪、京广和沪广航线将不再增加航班密度,航空公司可调用大飞机执飞,解决目前部分时段运力紧张的问题。由此可见,北京、上海、广州三大城市的空域拥挤情况尚未缓解,因此,在这个冬春航季,民航局原则上不受理涉及三大城市四个机场的新增航线许可和航班

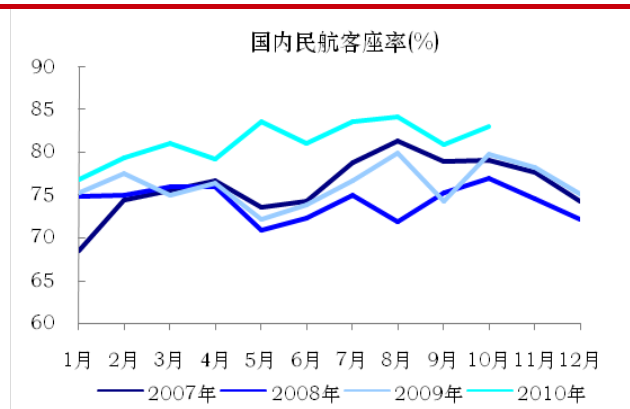
申请，涉及这三地四个机场的航线航班经营许可继续实施调控，航空公司主要通过更换大飞机来解决部分时段运力紧张的问题。虽然空域改革被列入“十二五”规划，但是根本解决尚需时日，重点城市之间的航线在近两年仍将呈现空域资源紧张状态，相应航段有望继续维持较高的客座率水平。

从各航空公司的运力投放来看，2010年1-10月，国航、南航和东航可用座位公里分别同比增长13.06%、15.39%和40.52%，其中国内航线可用座位公里数分别同比增长12.58%、13.41%和40.23%。随着国际航线的回暖，各航空公司国际航线上加大运力投放，可用座位公里数分别同比增长12.88%、27.24%和41.29%，虽然明显高于2009年的投放力度，不过还是显现出审慎态度，投放运力增速低于业务增长速度，预计2011年行业整体运力投放净增13%。

三、国内国际航线继续量价齐升

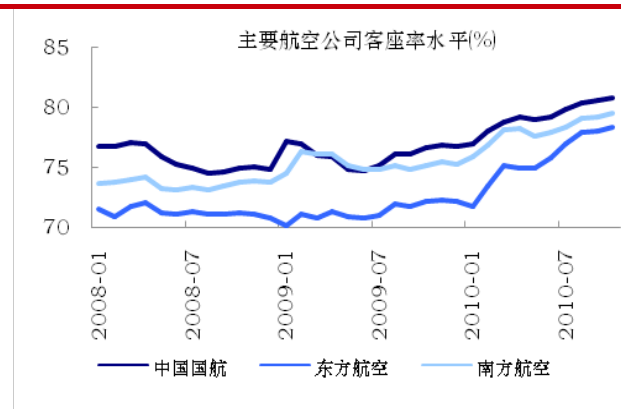
进入2010年，行业在良好的供需环境中呈现出良好的经营状态。从客座率来看，1-10月份，行业客座率水平持续位于近五年的最高水平，平均客座率达到80.7%，同比增长4.4个百分点，表现出淡季不淡的特征。三大航空公司平均客座率水平呈现持续上升的趋势，在传统旺季，客座率基本可以维持在80%以上的水平，三大航齐头并进。分航线来看，国际航线较国内航线恢复较晚，其客座率从2009年7月份开始逐步增长，在2010年2-7月明显提高，目前中国国航国际航线平均客座率已经持续保持在80%以上，南方航空和东方航空保持相对较多的增幅，逐步接近80%。从飞机利用率来看，2010年1-10月大中型飞机的日利用率也处于近三年的最高水平，应该说，运力的有限投放在一定程度上维持了行业较高水平的客座率。

图表 11：客座率变化趋势



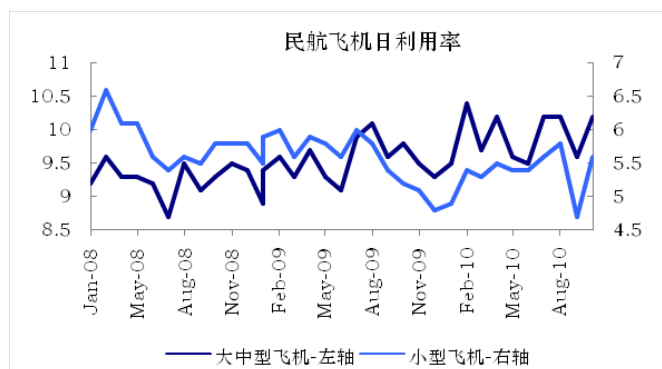
资料来源：民航局，民族证券

图表 12：主要航空公司近年客座率水平



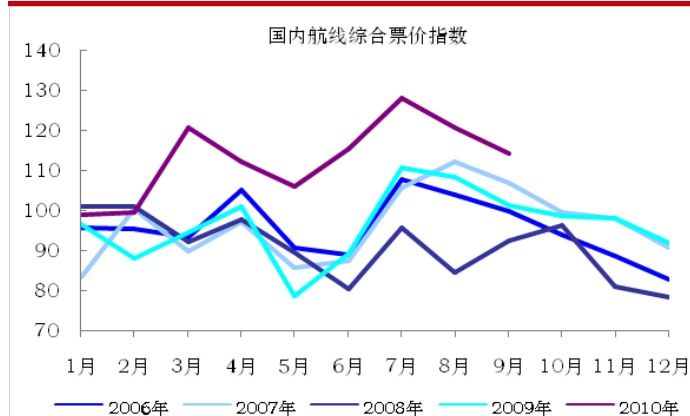
资料来源：民航局，民族证券

图表 13：民航飞机日利用率



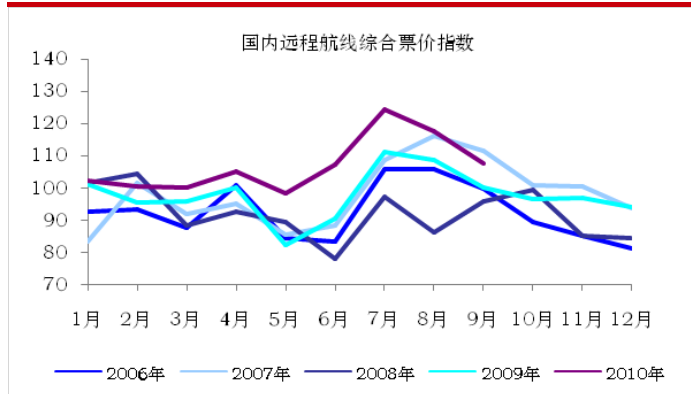
资料来源：民航局，民族证券

图表 14：国内航线综合票价指数



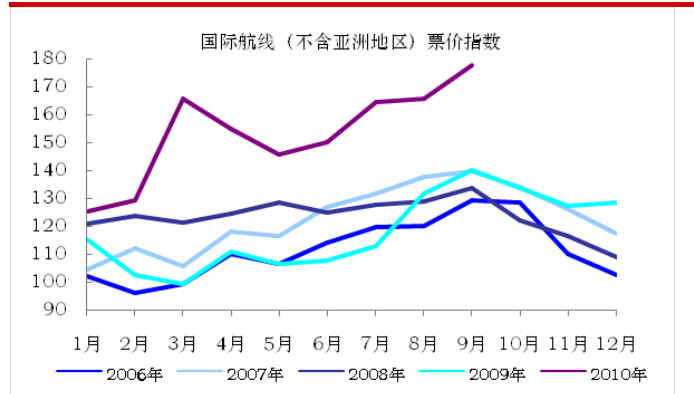
资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 15：国内远程航线综合票价指数



资料来源：中国民用航空，民族证券

图表 16：国际航线综合票价指数



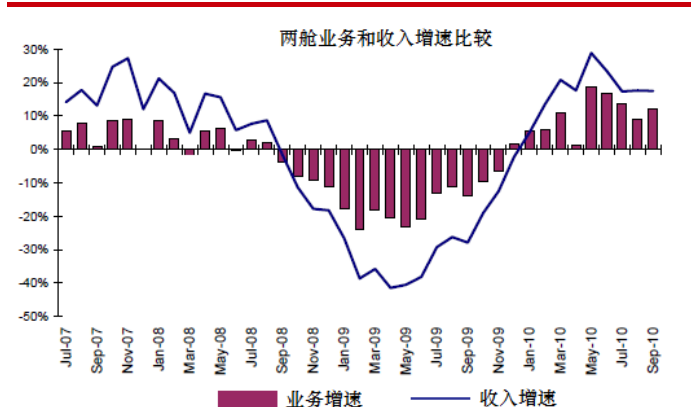
资料来源：中国民用航空，民族证券

从票价水平来看，2010 年 1-10 月份，国内国际航线票价指数同步走高。特别是从 3 月份开始，票价较往年水平显著提高，旺季与淡季的差别有所缩小，其中，国内中程航线票价水平明显高于往年，国际航线更是一路上扬，远远超过近五年最高的水平。在旺季时节，重要商务、旅游城市的机票折扣明显减少，北京、上海、深圳等黄金干线的相当一部分时刻多次出现无折扣的现象。从 7 月份开始，主要航空公司先后开始实施新的定价策略，其中京、沪、穗、深等相关航线两舱提价水平最高，新的定价策略使得航空公司的相关航线收入能够提高 20% 以上。正如我们前面所提到的，在这些航线上，由于相应的空域资源紧张，大幅增加运力的空间有限，因此，较高的票价水平和客座率有望得到持续，航空公司的盈利水平将会进一步提高。

四、商务旅客推动两舱业务增长

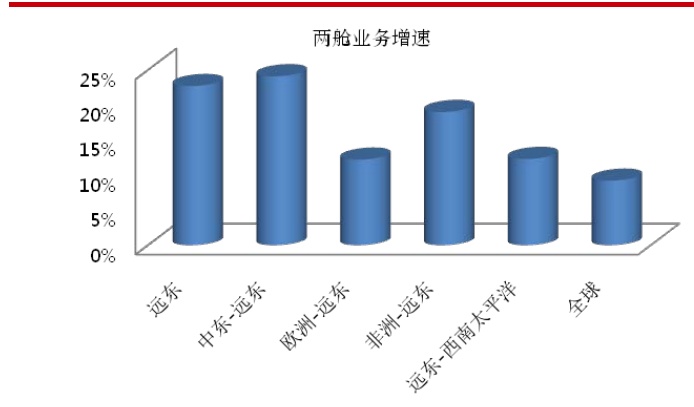
从业务量的增长来看，2010 年国际航线和国内航线表现相当，不过从票价水平的提升来看，国际航线要更胜一筹。其中，两舱增长相对较快对平均票价水平的提升贡献较大。我们从两舱业务量和收入的增速比较中也可以看到，收入增速从 2010 年开始明显高于业务量增长。根据国际航协公布的数据，2010 年 1-9 月，全球两舱客运量同比增长 9.2%，其中与远东地区相关的航线增长更多，目前主要的亚洲航线（远东地区、北美、太平洋中部地区、欧洲至远东地区）收入占两舱客运总收入的 1/3，客运量占两舱客运总量的 1/4 以上，月增长率基本保持在 15% 左右，明显高于全球增速，未来相关航线仍然有望成为增长最强劲的地区。从贸易数据和企业信心数据来看，2011 年，商务旅客将继续成为推动两舱客运量增长的重要力量。

图表 17：两舱业务和收入增速比较



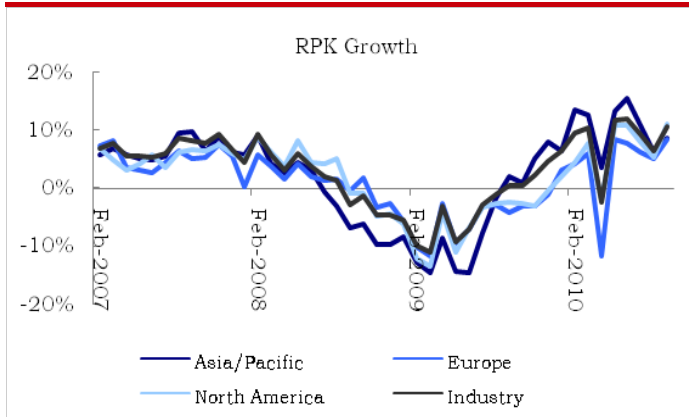
资料来源：IATA，民族证券

图表 18：远东相关航线两舱业务增速



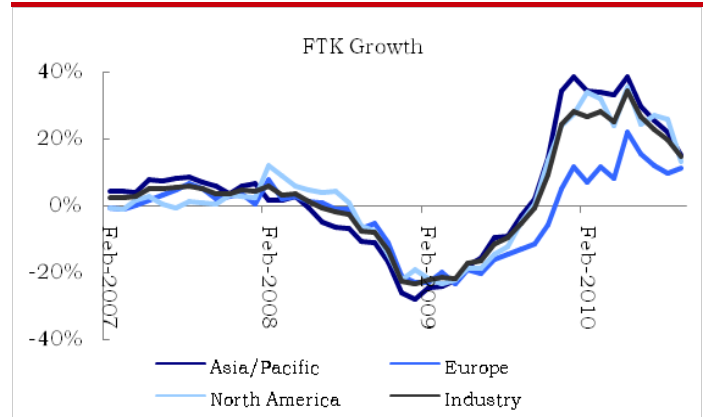
资料来源：IATA，民族证券

图表 19: 国际航空市场的 RPK 增速



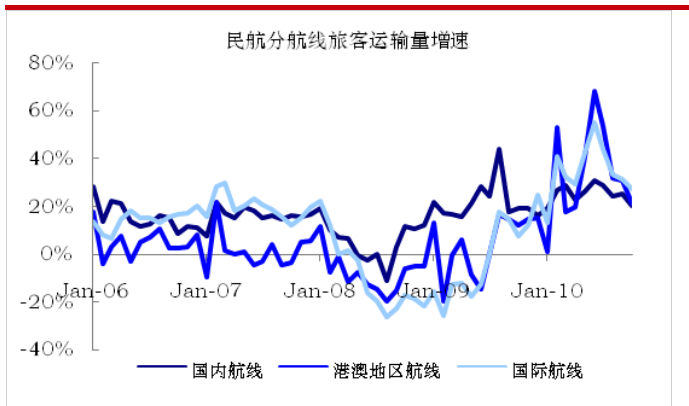
资料来源: IATA, 民族证券

图表 20: 国际航空市场的 FTK 增速



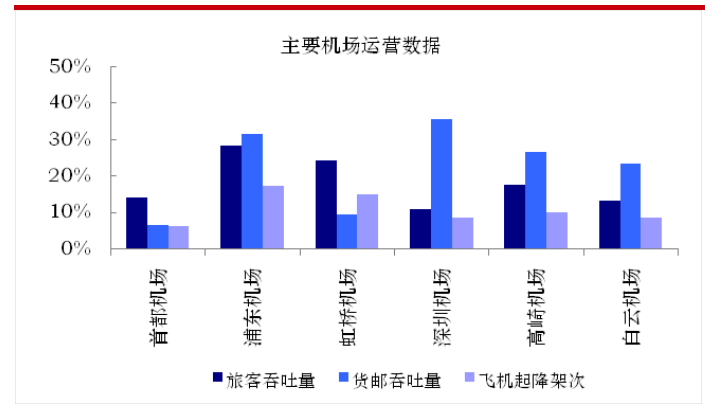
资料来源: IATA, 民族证券

图表 21: 分航线旅客运输量增速



资料来源: 民航局, 民族证券

图表 22: 主要机场 2010 年经营状况



资料来源: 民航局, 民族证券

五、机场业务增长稳定增速放缓

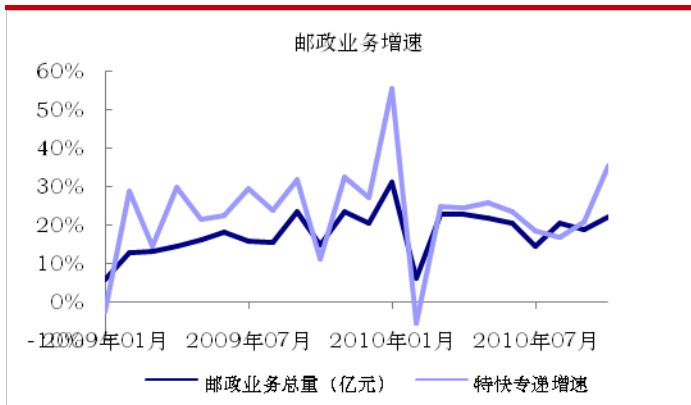
在民航业务的带动下, 机场的飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量这三个指标呈现快速增长态势, 特别是 09 年同期受负面因素较多的上海浦东机场业务量全面回升。得益于货运业务快速增长以及各转运中心业务量的增长, 浦东机场、深圳机场、白云机场等货邮吞吐量增长较快, 增速在 20% 以上, 特别是浦东机场和深圳机场增速达到 30% 以上。通过对上海机场货站的运营数据跟踪, 我们可以看到由于货运业务是从 09 年下半年开始迅猛增长, 从 9 月份开始货运增速已经有所放慢, 预计 2011 年行业平均增速将会低于今年, 维持两位数增长。

六、快递行业集中度将不断提高

在经济增长的大环境下, 今年国内快递业务保持良好的增速, 1-10 月份, 邮政业务和特快专递业务收入同比增长分别达到 20.1% 和 23.7%。对于快递行业而言, 近期有两个因素对其影响较大: 第一, 2010 年下半年, 在新邮政法的推动下, 进入行业的门槛有所提高, 主观上将进一步提高行业的集中度; 第二, 从生产资料价格来看, 随着油价、劳动力、租金以及相关原材料价格的攀升, 物流企业面临的成本压力更大, 部分企业通过提价弥补一部分新增成本。2010 年 10 月后, 多家快递公司业务量陡增, 出现爆仓现象, 这在一定程度上体现出快递业务的增加量超出了行业的服务能力, 而长期的价格战使得行业整体盈利微薄, 突发事件则令行业应对能力下降, 再加上成本攀升, 企业非常容易产生亏损。整体来看, 这种压力有望推动行业集中度的提高, 国内规模较大的快递企业所占的市场份额将有所提升, 并且实现快递行

业价格的理性回归。

图表 23：邮政业务增速



资料来源：民族证券

图表 24：国际原油价格走势



资料来源：国家邮政局，民族证券

七、油价上扬增加航空公司成本

2010 年到目前为止，国际原油价格在 70-85 美元/桶之间波动，均价大约 79 美元/桶，较 2009 年全年均价上涨 27%，航空公司的航油成本也有所提升。不过，航油成本占航空公司的总成本比重已经下降到 30%的水平。预计 2011 年，国际原油价格将会进一步上升，全年均价在 90 美元/桶，较 2010 年全年提高 13%。自 2009 年以来，随着油价联动机制的完善，国内航油价格与国际航油价格差距相对较小，国内航油价格的走势将与国际航油保持较高的一致性。

从航空公司新增航油成本的化解能力来看，一方面，新出台的燃油附加费联动机制使得航空公司能够更加及时地转移新增燃油成本；另一方面，有利于航空公司的供需环境使得航空公司能够顺利地转移新增燃油成本。我们认为，虽然燃油价格上涨会使航空公司燃油成本上升，但是对航空公司而言，这部分新增成本压力能够得到有效的化解，并不会影响航空公司的盈利能力，航空公司的毛利率将维持两位数水平。

图表 25：航空煤油价格走势



资料来源：WIND，民族证券

图表 26：美元兑人民币汇率走势



资料来源：WIND，民族证券

八、人民币对美元升值步伐加快

央行在 2010 年 6 月 19 日宣布重启汇改，增强人民币汇率弹性，并继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。2010 年到目前为止，人民币兑美元累计升幅 2.77%，接近我们对全年升值 3%的这一预期。我们预计人民币短期快速升值的可能性很小，但是长期升值预期依然很大。目前，国家开始着手产业结构调整、推动新兴产业

发展等等，这些举措都有望增加相关行业的竞争力，降低未来经济增长对低附加值产品出口的依赖性，缓解人民币升值对出口的冲击。

预计 2011 年，人民币升值速度有望加快，实现全年累计升值 4-5%。在人民币升值的背景下，航空业将会获得大额的人民币汇兑损益，航空公司将在主营业务盈利大幅增加的基础上，获得更多的非经常性损益，业绩相应提高。根据测算，预计人民币对美元升值 1%，南方航空、东方航空、中国国航 EPS 将分别增加 0.04 元、0.02 元和 0.03 元。

图表 27：人民币升值敏感性分析

人民币升值 1%	美元净负债（亿美元）	总股本（亿）	利润增长（亿）	对 EPS 影响（元）
南方航空	72	98	4.91	0.04
东方航空	42.5	113	3.07	0.02
中国国航	58	129	3.95	0.03

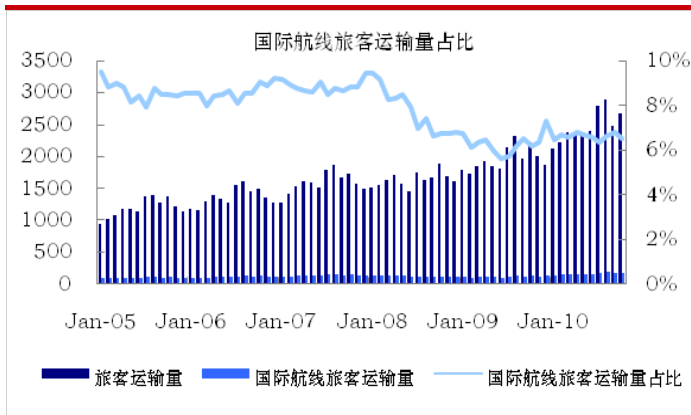
资料来源：公司，民族证券

九、行业政策推动投资热点形成

根据民航 2010 年中工作会议精神，行业将继续优化增长结构，在原有政策的基础之上进一步落实特殊远程国际航线补贴政策，扩大国际航线税费减免的种类和范围，采取有效措施扶持通航企业提升服务能力，尽快建立支持我国航空货运业发展补贴政策体系。从中，我们可以看到，未来出台的行业政策将主要集中在与国际航线、航空货运、通用航空等相关的领域。

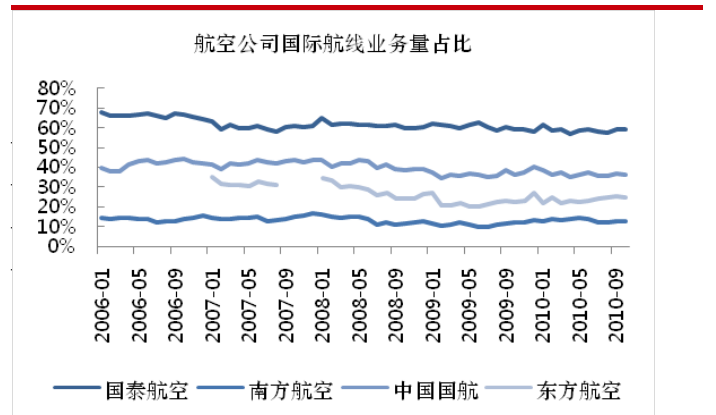
第一，国际航线。长航线是航空公司服务能力的综合体现，但是从国内航空公司的运营情况来看，旅客运输量占比不到 8%，从三大航的国际航线业务量中我们可以看到，国际航线收入客公里占比最高时不到 45%，目前则下降到 40% 以下，与国际上经营水平较高的航空公司存在明显的差距。因此，民航局明确提出，要尽快完善国际航权分配机制，整合已有的国际航权资源，增强我国航空公司在中国至北美、欧洲等国际航线上的抗衡实力，确立我国航空公司在中国至南美、非洲等国际航线上具有主导的优势地位。未来，关于对长航线的推动以及政策扶持将会进一步增加。仅从 2010 年下半年来看，三大航空公司已经开始加快国际航线的开通步伐，并且在国际航线的盈利能力上也有所提升。目前，全球经济仍在复苏过程当中，全球航空业务也在复苏过程当中，三大航的国际业务有望在这一时间段取得较大的突破。

图表 28：国际航线旅客运输量占比



资料来源：民航局，民族证券

图表 29：三大航国际航线业务量占比



资料来源：公司，民族证券

第二，航空货运。相比国际长航线，我国航空公司在货运方面的竞争力更加弱小，世界主要航空货运巨头的快递网络遍布各大城市，高附加值的快件、包裹、电子元器件等货品绝

大部分由外航经营。未来民航将着力发展货运航空，鼓励货运航空公司进行并购、重组和业务合作，改变外航垄断的这一局面。目前三大航都在加快货运业务发展步伐，其中国航和国泰成立合资航空货运公司的计划已经获得发改委、商务部等所有相关政府部门的审批，预计合资航空货运公司今年底或明年初可以正式成立。国航与国泰航的联手将使得国航的货运业务提速进行，国泰航在货运运力、市场等方面提供的合作有助于国航在相对较短的时间内获得较快的增长。此外，东航和南航在货运这一部分的资源整合以及扩张也在进行当中，预计2011年航空货运的发展将会有更加清晰的脉络。

第三，通用航空。国务院已将通用航空初步确定为具有长期发展前景的六个成长性带动性行业之一。民航局正在制定的“十二五”规划也进行了通用航空专项发展规划，重点针对通用机场保障体系、低空空域服务体系、短途运输体系建设以及社会公共服务能力建设等方面进行合理部署，充分发挥行业规划的统筹作用，支持通航产业发展。近日，国务院、中央军委印发了《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，对深化我国低空空域管理改革做出了部署。低空空域的开放将对通用航空维修、培训、运营维护、空管设备和服务产生积极作用。中信海直（000099）拥有我国最大直升机队，目前主要用于海上石油作业，并将向陆地延伸。低空空域的开放将进一步推动公司的业务，公司股价表现主要受益于政策层面的刺激，建议关注交易性机会。

十、行业投资机会和重点关注公司

目前，航空板块平均估值水平为16.77倍，机场板块平均估值水平为18.2倍，整体低于交通运输行业18.56倍和A股市场19.18倍的市盈率。2010年，得益于行业景气程度的上扬、行业盈利能力的提升以及行业政策的推动，航空成为交通运输行业表现最为突出的子行业，截至目前，航空板块涨幅超出市场平均水平45个百分点，最高涨幅超过80个百分点。

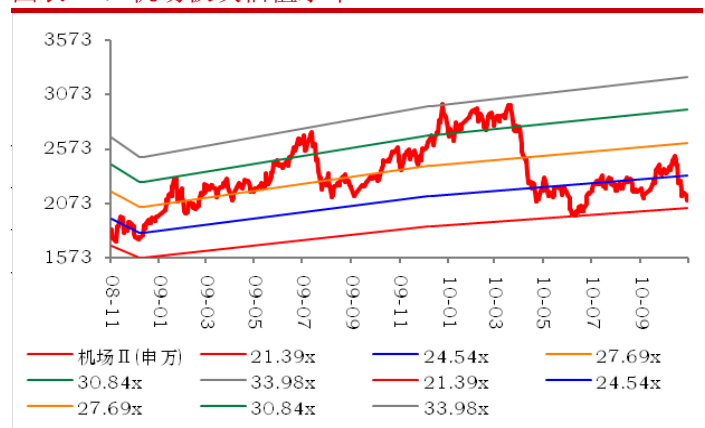
随着行业盈利能力的回升，行业基本面的好转将为航空板块的长期投资价值奠定良好的基础，并赢得大幅的上行空间。而从行业的特性来看，较大幅度的下跌也将为反弹制造更大的弹性。我们认为航空板块的阶段性机会在这个过程中始终存在。相比较而言，机场板块估值水平已经下降到近年来最低水平区间，行业整体稳定的盈利增长赋予其较良好的防御性，倘若上海机场两场问题得到解决，机场板块价值有望得到提升。

图表 30：航空板块估值水平



资料来源：WIND，民族证券

图表 31：机场板块估值水平



资料来源：WIND，民族证券

根据以上对航空和机场行业的运营现状和趋势以及行业估值水平和投资机会的分析，我们选择以下六家重点上市公司进行点评：

1、上海机场（600009）：作为国际航空枢纽，浦东机场定位明确，将会直接受益于此。随着世界经济的探底回升，影响公司业务的不利因素逐步消除，浦东机场的国际业务、货运业务已经开始好转。随着世博会的落幕，上海机场两场合并问题将提上日程，倘若 2011 年这一问题得到有效解决，公司的长期投资价值将不再有阻力。

2、白云机场（600004）：是华南地区枢纽机场，得益于深圳机场和香港机场流量趋于饱和、南方航空运力投放增长，机场起降架次和旅客吞吐量均显示出良好的增长势头。伴随着联邦快递亚太转运中心业务量的逐步增长，白云机场货运业务将进入快速增长阶段，公司的盈利能力逐步增加。

3、中国国航（601111）：公司以北京、成都为中心的航空网络业务量已经逐步回升，入主深圳航空则进一步增加公司在华南地区的竞争力。2011 年，预计国内航空市场运力增速低于需求增速，国际航空市场逐步回暖，而两舱提价、费用水平下降、人民币升值、投资收益将令公司继续保持良好的业绩。

4、南方航空（600029）：是国内规模最大的航空公司，地处华南交通枢纽，可以尽情享受珠三角地区的经济增长带来的成果。公司具有国内最大的机队规模和良好的航线资源，未来将更加侧重于建立国际与国内航线有机衔接、国内干线与支线互相补充的航线网络，以新白云机场为枢纽铺设枢纽辐射航线网络。人民币升值预期等因素将给公司带来投资机会。

5、东方航空（600115）：以上海为核心枢纽，以西安、昆明为区域枢纽。上海正迅速向建设国际经济贸易中心、金融中心和航运中心发展，进出口贸易、商务活动、文化艺术交流将促进航空运输市场的繁荣。公司在部分高收益的国际航线客运和货运业务具有一定优势。2011 年是公司转型的第三个阶段，盈利能力将会得到显著提升。

6、外运发展（600270）：核心业务包括航空货运代理和速递业务，其中国际货运代理业务居国内第一。在全球经济稳定增长的大环境当中，国际快递业务有望保持稳定增长的态势，对公司的利润贡献也将趋于稳定。目前公司利润近 80%都是由国际快递业务贡献，估值水平还有提升空间。

附录：估值评级表

股票 代码	股票 简称	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		2010-11-19 收盘价	目标 价位	投资 评级
		2009	2010E	2011E	2010E	2011E			
600009	上海机场	0.50	0.62	0.63	20.8	20.5	12.92	15.8	推荐
600004	白云机场	0.47	0.52	0.61	17.0	15.3	9.36	10.5	谨慎推荐
601111	中国国航	0.41	0.87	0.90	15.4	14.9	13.39	17.5	推荐
600029	南方航空	0.05	0.79	0.83	12.2	11.6	9.66	12.1	推荐
600115	东方航空	0.08	0.65	0.72	11.7	10.6	7.62	8.6	推荐
600270	外运发展	0.25	0.6	0.66	15.7	14.2	9.4	12.2	推荐

分析师简介

王晓艳，管理学硕士，管理科学与工程专业，物流研究方向。具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历，对交通运输行业具有全面、系统性的理解和独到的见解，并以此来判断行业和公司的发展趋势和成长性，注重从本质分析和挖掘行业的投资机会。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn