



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 1 月 18 日

航空&机场

研究部

陶薇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080205070024
taovivian@cicc.com.cn

高铁冲击下全年投资机会较为平淡

航空机场板块 2011 投资策略

投资亮点:

航空业: 在行业需求高速增长的拉动下, 航空公司 2010 年的盈利水平创下历史新高, 板块同期也大幅跑赢市场 46.6 个百分点。展望 2011 年, 我们认为行业的投资机会将趋于平淡。虽然 2011 年行业供需关系仍将趋紧, 行业整体盈利水平依然有小幅提升, 但业绩惊喜已经不在。并且从全年来看, 高铁即将大面积开通势必对板块投资氛围形成压力, 股价难有较好表现。**我们将国航 A 股和南航 A 股投资评级均下调为中性, 但维持了南航 H 股买入的投资评级,** 主要是南航 H 股估值水平相对另外两家有一个明显折扣, 下行风险相对较小。

机场业: 2010 年机场板块由于业绩缺乏惊喜再次受到市场的冷落, 全年跑输大盘 9.5 个百分点。我们预期 2011 年机场板块仍将延续这一局面。不过, 由于业绩的稳定增长, 机场板块的估值水平再次下移, 目前板块市盈率仅为 14.6 倍, 低于历史平均水平, 长期投资价值明显。**我们重点推荐上海机场,** 其未来数年内业绩将保持稳健增长, 而机场收费调整或资产注入均是今年可能的意外惊喜。深圳机场的估值相对板块有 17% 的折扣, 在今年下半年第二条跑道投入使用后, 深圳机场的设施瓶颈将会打开, 而 3 号航站楼对其业绩的负面影响要到 2013 年方始显现出来, 我们预期下半年深圳机场将有较好的交易机会。**港股我们推荐北京首都机场,** 主要看好公司业绩的长期增长潜力和历史底部估值。

理由:

航空业: 我们预期 2011 年行业的需求增长将在 11~13% 之间, 行业的运力投放相对温和, 约为 10~12%, 行业供需关系仍将在 2010 年的基础上进一步趋紧, 帮助客座率和票价水平进一步小幅提升。但在 2010 年较高的基数上, 行业整体主营业务盈利水平提升幅度不会很大。此外, 如果油价出现大幅上涨, 航空公司的成本压力还将进一步加大。而随着高铁四纵四横建设的逐步完成和投入使用, 对航空公司分流和盈利水平的影响在下半年将会逐步显现出来。我们预期三大航的盈利水平在 2012 年均将出现下滑。

机场业: 在航空需求保持稳定增长的预期下, 我们预计机场的吞吐量也将保持较好的增长。对于主要枢纽机场来说, 国际旅客较好的涨幅有望帮助机场航班机构进一步优化, 盈利性较好的非航业务收入占比进一步提高, 进而提升机场的利润率水平。此外, 除深圳机场外, 主要上市机场未来数年均没有大的资本开支计划, 这也保证了机场业绩的稳健增长。我们预期机场板块 2011 年整体盈利水平将提升 18.7%, 延续了板块业绩稳健增长的特征。如果机场收费调整今年能得以推进, 对于三大枢纽机场上海机场, 北京首都机场和广州白云机场, 年化盈利提升幅度将分别达到 12.7%、13.3% 和 8.9%。

估值:

目前南航 H 股的市净率水平只有 1.2 倍, 低于历史平均水平 1.3 倍, 相比板块平均估值水平 1.6x 也有一个明显的折扣, 相对估值风险不大。机场板块中, A 股的上海机场和深圳机场 2011 年的市盈率 17 倍和 12 倍都已经接近历史估值的低端, 安全边际较大。首都机场目前的市净率水平在 1.2 倍, 也是处于历史低位。我们的 DCF 估值推出首都机场的合理价格为 HKD5.65, 相比目前估计仍有 28% 的上涨空间。

风险:

全球经济复苏差于预期, 油价大幅上涨。

目录

2010 年航空行业回顾	4
需求高速增长，客座率和票价水平同创新高	4
2010 年盈利预测	5
2011 年航空行业展望	6
供需关系：上半年趋紧，下半年看分流	6
票价水平：全年稳中有升，但升幅趋缓	8
油价：上升趋势逐渐明朗，负面影响不可避免	9
人民币升值：汇兑收益将超 2010	9
高铁来了	10
高铁时代即将开启	10
动车组已经对航空需求造成分流	11
武广高铁案例分析 - 旅客量和票价水平双双下降	12
高铁分流作用量化分析	13
2010 年机场行业回顾	17
旺盛航空需求提升机场营运数据	17
2010 年盈利预测	17
2011 年机场行业展望	19
吞吐量仍将保持较好的增长	19
内航外线收费标准有望上调	19
温和的资本开支计划保证了机场的盈利提升	20
机场受高铁冲击远小于航空	20
估值与建议	22
航空行业	22
机场行业	23
中国国航 (601111.CH) : 下调至中性	25
南方航空 (600029.CH) : 下调至中性	27
东方航空 (600115.CH) : 中性	29
上海机场 (600009.CH) : 推荐	31
首都机场 (00694.HK) : 推荐	33
深圳机场 (000089.CH) : 审慎推荐	35
厦门空港 (600897.CH) : 中性	37
白云机场 (600004.CH) : 中性	39

图表

图表 1: 旅客周转量同比增速前高后低	4
图表 2: 客座率水平高位运行	4
图表 3: 票价指数	5
图表 4: 盈利预测调整	5
图表 5: 1986 年以来航空需求相对 GDP 的弹性系数	6
图表 6: 按五年计划核算的航空需求相对 GDP 的弹性系数	6
图表 7: 高铁分流对行业需求影响测算	6
图表 8: 三大航机队规模及座位数变化预测	7
图表 9: 预计 2011 年的运力投放仍较为谨慎	7
图表 10: 2011 年的行业客座率水平将维持高位	8
图表 11: 票价指数 2010 年基数抬高	8
图表 12: 航空公司盈利对油价上涨的敏感性分析	9
图表 13: 人民币升值敏感性分析	9
图表 14: 高铁 (预计) 运行里程	10
图表 15: 高铁 2011 年开通线路明细	11
图表 16: 上海至合肥航线与国内平均水平对比 (旅客运输量同比增速和客座率)	12

图表 17: 不同飞行里程下旅行经济性指数比较	12
图表 18: 航空公司收缩运力	13
图表 19: 票价水平对比	13
图表 20: 北京至上海航线旅行经济性指数情景分析	14
图表 21: 高铁分流假设	14
图表 22: 京沪高铁分流量化分析	15
图表 23: 四纵四横高铁量化静态分析	15
图表 24: 三大航分流影响分析	16
图表 25: 主要机场 1 到 11 月营运指标	17
图表 26: 首都机场和浦东机场分航线指标	17
图表 27: 深圳机场、白云机场和厦门空港盈利预测调整	18
图表 28: 维持对首都机场和上海机场 2010 至 2012 年的盈利预测	18
图表 29: 航空市场休闲消费比重	19
图表 30: 浦东国际客流增速全年大部分时间保持领先	19
图表 31: 收费标准并轨的业绩影响测算	20
图表 32: 目前主要机场跑道及航站楼利用率	20
图表 33: 五大枢纽机场运输起降架次增速缓于行业平均水平	21
图表 34: 2010 年航空板块走势回顾	22
图表 35: 航空可比公司估值表	23
图表 36: 2010 年机场板块走势回顾	23
图表 37: 机场可比公司估值表	24

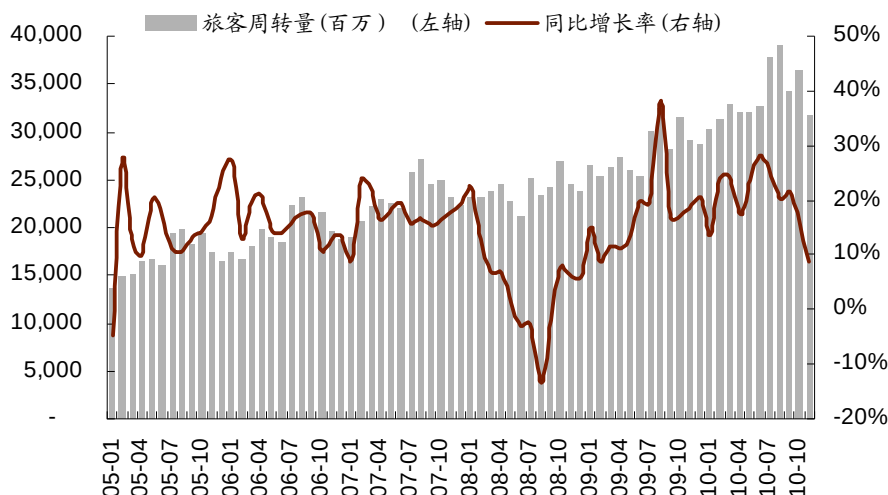
2010 年航空行业回顾

需求高速增长，客座率和票价水平同创新高

中国宏观经济的稳定增长和世界经济的复苏企稳，给 2010 年的中国航空业带来了旺盛的需求。再加上世博效应的推波助澜，2010 年行业需求增速达到 20% 左右，增幅相比 2009 年高出近 3 个百分点，也超过了前一个行业景气高点 2007 年 2.5 个百分点。分航线来看，在经济环境向好的前提下，国内市场的景气程度较 2009 年有了进一步的提升，需求的季节波动幅度也趋于缓和，促使行业的良好表现贯穿整个年度，全年增幅约为 18%。而在国际市场方面，由于 2009 年国际市场回暖较晚，在低基数和经济复苏的双重推动下，国际市场 1 到 11 月份的需求增速达到了 34.3%，高于国内航线 15.5 个百分点。即使 4 月份的欧洲火山灰事件及年末的欧美冰雪灾害也没有给国际市场带来较为明显的负面效应。

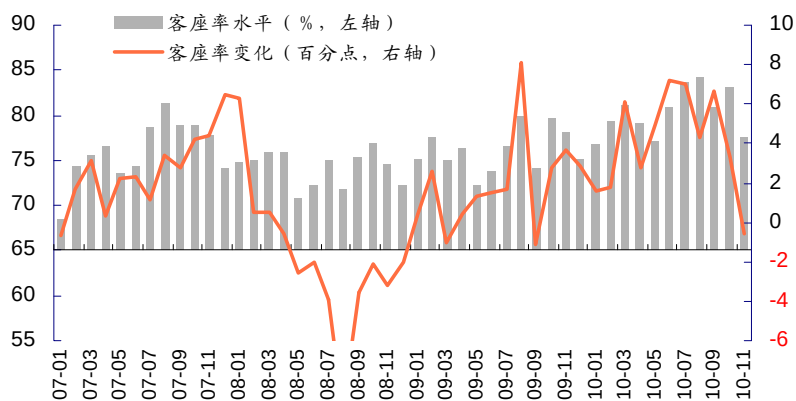
在需求旺盛和运力趋紧的供求关系拉动下，行业客座率水平保持在历史高位，截止 11 月份，行业累计客座率水平达到了 80.5%，同比上升 4.1 个百分点。特别是在需求火爆的八月份，客座率水平创下历史新高 84.2%。供需关系趋紧也助推了票价水平的提升。到 2010 年 11 月，行业票价指数同比增长 16.8%。行业从低价促销的买方市场中逐渐演变为量价齐升的卖方市场。国际市场提升幅度尤其客观，同比增幅为 27.8%，反映出全球航空市场整体回暖的景气局面。

图表 1: 旅客周转量同比增速前高后低



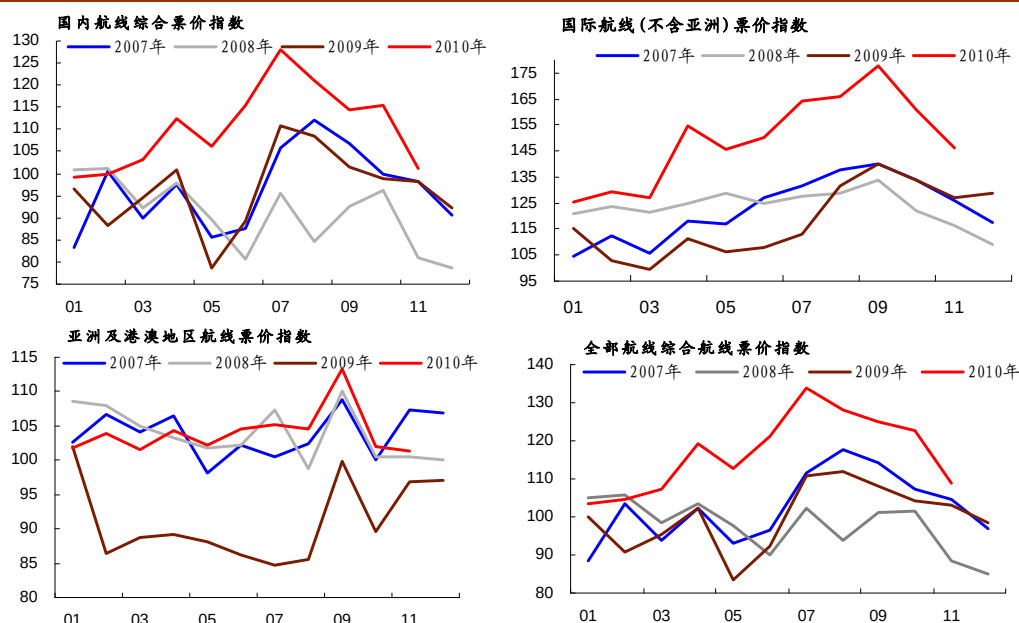
资料来源：中国民航总局，中金公司研究部

图表 2: 客座率水平高位运行



资料来源：中国民航总局，中金公司研究部

图表 3: 票价指数



资料来源: 中国民航总局, 中金公司研究部

2010 年盈利预测

2010 年的客座率和票价水平平均好于预期, 因此我们相应调高了各航空公司的周转量和主营业务收入。但油价在四季度的上涨也加重了航空公司的成本负担。综合来看, 我们将 2010 年国航的净利润上调了 125.27 亿元, 上调幅度为 6.2%, 东航的业绩微调至 54.38 亿元, 略下降 0.1%, 南航的净利润下调至 54.47 亿元, 下调幅度为 7.9%。

图表 4: 盈利预测调整

		国航			南航			东航		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.65	0.68	0.68	0.60	0.60	0.59	0.63	0.64	0.61
	调整后	0.66	0.67	0.66	0.62	0.64	0.63	0.63	0.64	0.63
	(+/-%)	1.5	-0.5	-2.9	2.6	6.3	7.5	0.8	0.1	2.0
客运周转量 (人民币 百万)	调整前	85,095	93,761	93,761	110,720	125,776	136,992	91,260	101,323	108,302
	调整后	86,194	94,644	102,177	111,274	123,440	136,476	93,071	101,871	110,887
	(+/-%)	1.3	0.9	9.0	0.5	-1.9	-0.4	2.0	0.5	2.4
客座率	调整前	79.7%	80.2%	80.2%	78.6%	79.0%	76.5%	77.2%	78.0%	75.7%
	调整后	80.3%	80.4%	79.8%	79.2%	80.2%	78.8%	78.0%	78.7%	77.5%
	(+/-%)	0.6%	0.2%	-0.4%	0.7%	1.1%	2.3%	0.8%	0.8%	1.8%
净利润 (人民币 百万)	调整前	11,794	12,324	8,634	5,911	4,755	2,633	5,443	5,674	3,274
	调整后	12,527	12,967	8,425	5,447	5,206	2,718	5,438	5,554	3,261
	(+/-%)	6.2	5.2	-2.4	-7.9	9.5	3.2	-0.1	-2.1	-0.4
每股盈利 (人民币)	调整前	0.91	0.96	0.67	0.60	0.48	0.27	0.48	0.50	0.29
	调整后	0.97	1.01	0.65	0.55	0.53	0.28	0.48	0.49	0.29
	(+/-%)	6.2	5.2	-2.4	-7.9	9.5	3.2	-0.1	-2.1	-0.4

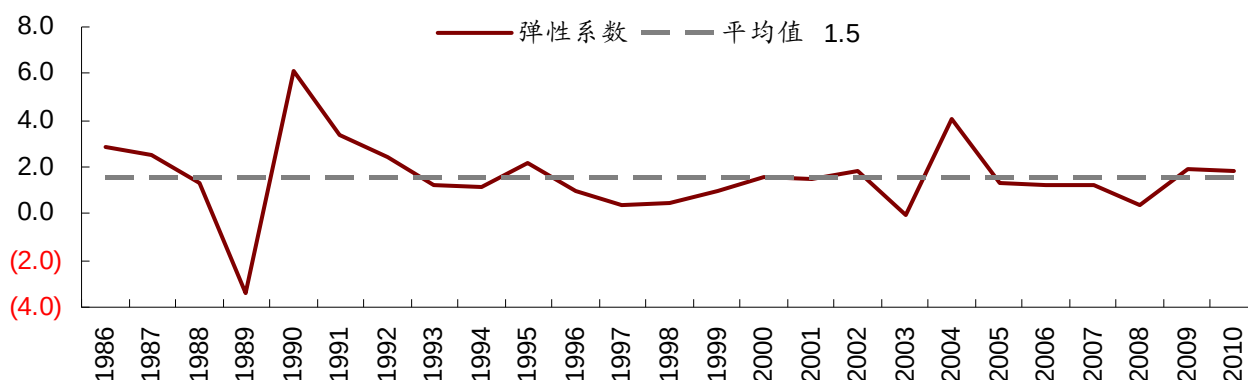
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

2011 年航空行业展望

供需关系：上半年趋紧，下半年看分流

根据我们对航空需求相对 GDP 的弹性系数的分析，自 1985 年以来该系数的平均值在 1.53，而十一五期间的弹性系数为 1.3。根据中金宏观组的预测，2011 年我国 GDP 的增速为 9.5%，在不考虑高铁分流的上半年，我们预计航空业的整体增速将达到 12%~14%。而下半年，如果京沪高铁在 7 月初开通运营，我们预计将给整个市场带来的需求分流约为 1.5%至 1.7%，年化的影响约为 3%至 3.4%（详情分析，请见下文中的“高铁来了”章节）。所以下半年的需求增长将小幅回落。总体来看，全年旅客周转量的增速约为 11.1%~13.2%。

图表 5: 1986 年以来航空需求相对 GDP 的弹性系数



资料来源：从统计看民航，中金公司研究部

图表 6: 按五年计划核算的航空需求相对 GDP 的弹性系数

	七五 1986 - 1990	八五 1990 - 1995	九五 1996 - 2000	十五 2001 - 2005	十一五 2006 - 2010	综合 1986 - 2010
GDP增速	7.9%	12.3%	8.6%	9.8%	11.1%	9.9%
旅客周转量增速	14.6%	24.2%	7.3%	16.1%	14.5%	15.2%
弹性系数	1.85	1.97	0.85	1.65	1.30	1.53

资料来源：从统计看民航，中金公司研究部

图表 7: 高铁分流对行业需求影响测算

	2011 旅客周转量（预计）				同比增速		
	2009 旅客 周转量	2010 旅客周 转量（预计）	乐观预期	悲观预期	10vs09	11vs10 （乐观）	11vs10 （悲观）
上半年	156,975	191,263	217,944	214,215	21.8%	14.0%	12.0%
下半年	180,549	210,390	236,584	232,060	16.5%	12.5%	10.3%
合计	337,524	401,653	454,528	446,275	19.0%	13.2%	11.1%

注:乐观预期: 下半年增速较上半年减少 1.5 个百分点。悲观预期: 下半年增速较上半年减少 1.7 个百分点

资料来源：中国民航总局，中金公司研究部

从运力投放来看，2011 年将延续 2010 年运力供给趋紧的状态。由于波音 787 飞机的交付延迟，行业 2011 年宽体飞机的引进数量有所减少，引进的机型仍将以 A320 和 B737-800 为主，除了南航将增加 2 架 A380 外，三大航宽窄体飞机的结构相比 2010 年不会发生太大的变化。根据航空公司机队引进计划推算，三大航 2011 年座位数增加为 8.7%，而全行业的座位数增长将在 9~10%之间。即使考虑飞机利用率水平的提升，我们预期行业的运力增长仍将低于需求增长，全年约为 10~12%。根据我们对供需关系的预测，行业的客座率水平有望进一步提升。

图表 8: 三大航机队规模及座位数变化预测

	飞机数量净变动				座位数净变动			
	国航	南航	东航	合计	国航	南航	东航	合计
空中客车系列飞机								
A300系列	-	(3)	-	(3)	-	(798)	-	(798)
A319系列	-	-	(1)	(1)	-	-	(124)	(124)
A320系列	23	18	11	52	3,450	2,700	1,650	7,800
A330系列	5	4	3	12	1,475	1,012	885	3,372
A380	-	2	-	2	-	1,050	-	1,050
A300F	-	(1)	-	(1)	-	-	-	-
波音系列飞机								
B737系列	15	18	7	40	2,430	2,880	1,134	6,444
B747系列	(2)	-	-	(2)	(832)	-	-	(832)
B747F	3	-	-	3	-	-	-	-
B757系列	(3)	(2)	-	(5)	(702)	(468)	-	(1,170)
B767系列	(3)	-	-	(3)	(780)	-	-	(780)
B777系列	4	-	-	4	1,760	-	-	1,760
B777F	-	1	2	3	-	-	-	-
B787系列	-	3	-	3	-	870	-	870
其他类型飞机	-	(9)	(2)	(11)	-	(1,525)	(100)	(1,625)
合计	42	31	20	93	6,801	5,721	3,445	15,967
2010年底座位数					63,451	67,116	53,939	184,506
三大航运力增加					10.7%	8.5%	6.4%	8.7%

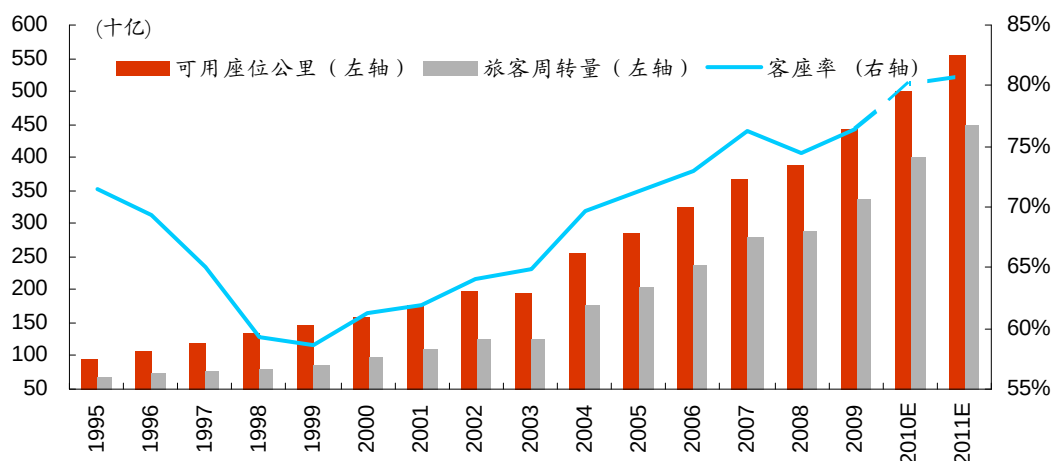
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 预计 2011 年的运力投放仍较为谨慎

	飞机净增加数量		
	2010年度	2011年度	2012年度
空中客车系列飞机			
A320系列	95 ~ 97	60 ~ 62	53 ~ 55
A330系列	10	13	16
A380	0	2	2
波音系列飞机			
B737系列	60 ~ 62	53 ~ 55	40 ~ 42
B747系列	-1	-2	-3
B747F	1	3	0
B777F	8	2	0
B767系列	-1	-3	-2
B777系列	0	4	6
B787系列	0	4	7
其他类型飞机			
MD系列	-10	-11	0
其他	7	5	3
合计	179 ~ 183	138 ~ 142	133 ~ 137
对应座位数增加	26413 ~ 27037	22420 ~ 23044	23649 ~ 24273
座位数增长比例	11.7% ~ 11.9%	9.8% ~ 10.2%	9.5% ~ 9.8%

资料来源：中金公司研究部

图表 10: 2011 年的行业客座率水平将维持高位



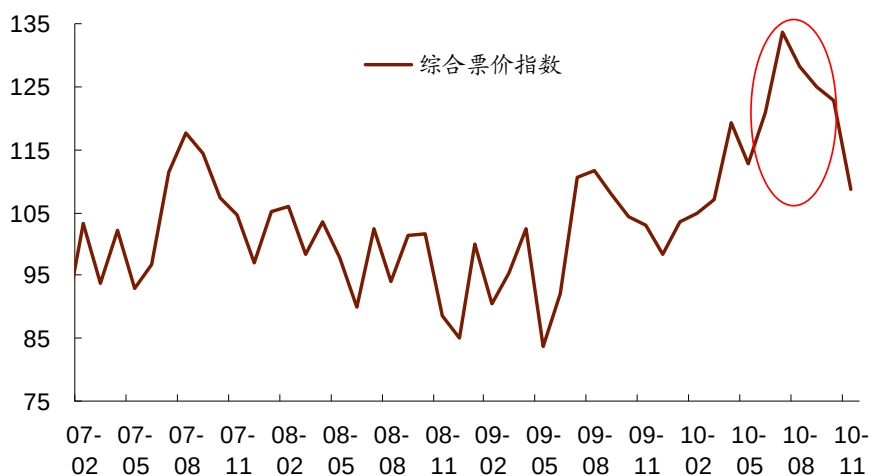
资料来源：中国民航总局，中金公司研究部

根据中国民航总局拟定的民航“十二五”规划，行业需求的增速将保持在 13% 左右，比十一五期间 14.5% 的增速要下降了 1.5 个百分点，为了维持较好的供求关系，运力控制将更为谨慎。由于“十二五”期间恰逢高铁的大规模开通，我们预计整个“十二五”期间运力的增长幅度将为 10%~12% 左右，略低于“十一五”期间 11.8% 的运力增速。同时在运力投放上，除了加大国际市场的开拓力度，充分利用已有的航权协定增加班次和航点，在国内市场上，增加 1000 公里以上及中西部航线的运力供给也将是航空公司在“十二五”期间运力投放的主要策略。

票价水平：全年稳中有升，但升幅趋缓

我们预计，票价指数在经历了 2010 年阶越式的上升后，2011 年的票价指数将维持稳定并小幅提升。在目前行业三足鼎立的竞争局面下，大型航空公司对市场就具有较强的掌控力，过度竞争的局面将很难看到。去年 11 月上旬，行业在后世博需求大幅回落时仍保持了较好的票价水平是一个很好的例证。此外，我们预计行业客座率 2011 年也会有小幅的提升，客座率的高企将会给票价水平带来一定的正面推动。即使京沪高铁在 2011 年下半年开通运行，对票价冲击仍然集中在局部，给整体航空市场的票价负面影响不会太大。对于国际市场来说，在世界经济复苏趋势不变的情况下，我们预计票价水平仍有上涨的空间。

图表 11: 票价指数 2010 年基数抬高



资料来源：CEIC，中金公司研究部

油价：上升趋势逐渐明朗，负面影响不可避免

在美联储量化宽松政策的影响下，弱势美元将推动油价在 2011 年维持总体向上的趋势。中金油气组的预测，2011 年原油价格的均价为 95 美元/桶，较 2010 年平均油价上涨 18.8%。而 2011 年上半年迫于国内通胀压力，燃油附加费联动机制有可能依然无效（2010 年 12 月 22 日油价上调后，燃油附加费就没有相应上调），这将使得航空公司必须通过自身的经营改善去消化燃油上涨带来的成本压力。总体来看，明年油价的上升趋势将不可避免的给航空公司的业绩带来一定的负面影响。

图表 12: 航空公司盈利对油价上涨的敏感性分析

假设原油价格上涨1美元/桶 (人民币百万元)	2011E	2012E
国航		
燃油成本变化	-267	-281
净利润变化	-207	-218
原每股收益(人民币)	0.95	0.99
变化后每股收益(人民币)	0.93	0.97
%	-1.7%	-1.7%
南航		
燃油成本变化	-332	-361
净利润变化	-222	-235
原每股收益(人民币)	0.53	0.28
变化后每股收益(人民币)	0.51	0.25
%	-4.3%	-8.6%
东航		
燃油成本变化	-262	-274
净利润变化	-188	-192
原每股收益(人民币)	0.48	0.50
变化后每股收益(人民币)	0.47	0.49
%	-3.5%	-3.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

人民币升值：汇兑收益将超 2010

根据中金宏观组的预测，2011 年人民币升值幅度为 5~7%，超过 2010 年 3.2% 的升幅。航空公司将获得更多的汇兑收益。从时间节点上分析，上半年通胀压力依然较大，因而人民币升值的速度会较下半年有所加快，所以我们预计航空公司在中期报告中就将会反映全年大部分的汇兑收益。

图表 13: 人民币升值敏感性分析

假设人民币升值1个百分点 (人民币百万元)	2011E	2012E
南航		
新增汇兑收益	603	608
净利润变化	404	395
原每股收益(人民币)	0.53	0.28
变化后每股收益(人民币)	0.57	0.32
%	7.8%	14.6%
国航		
新增汇兑收益	396	400
净利润变化	308	309
原每股收益(人民币)	0.91	0.96
变化后每股收益(人民币)	0.94	0.98
%	2.6%	2.5%
东航		
新增汇兑收益	387	391
净利润变化	279	273
原每股收益(人民币)	0.48	0.50
变化后每股收益(人民币)	0.51	0.53
%	5.1%	4.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

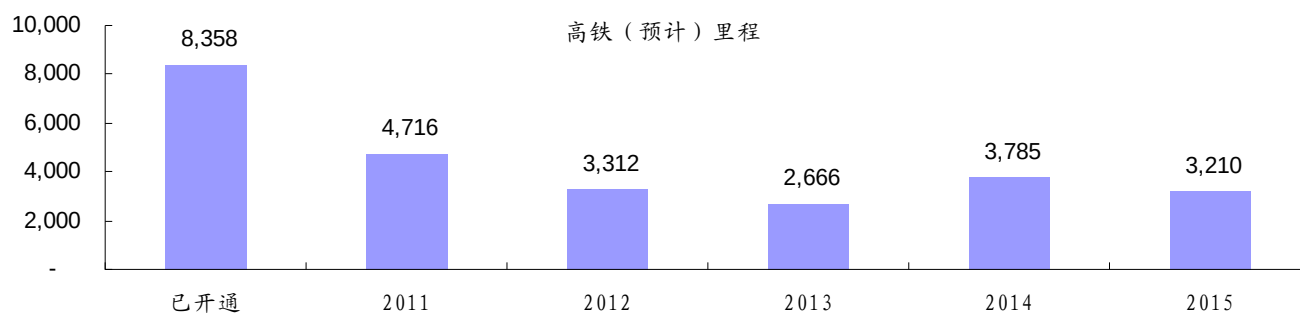
高铁来了

我们预期高铁对于航空的分流影响 2011 年为 1.5~1.7%，2012 年至 2014 年分别为 4.5%、4.9%和 5.7%。由于和高铁重叠的航线在中东部相对密集，三大航中东航受到的冲击最大，国航其次，南航受高铁分流的影响为三大航中最小。从具体数据来看，2011 年东航分流效应是 2.9%，而国航和南航分别是 2.1%和 1.2%。

高铁时代即将开启

根据中金机械研究小组对高铁建设规划的统计，2011 年即将开通的高铁里程预计 4700 公里左右，占今后 5 年开通总里程的 27%，2012 和 2013 年仅分别为 19%和 15%，其中总里程达 1318 公里的京沪高铁预计会在 2011 年中开通。作为航空业目前的“黄金线路”之一，民航将不可避免的面临需求分流的压力。从图表 15 可以看到，到 2011 年底，受高铁影响的航空需求占总体需求的 7%，其中 2011 年通车影响的航空需求约占总需求的 5%。

图表 14: 高铁（预计）运行里程



资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 15: 高铁 2011 年开通线路明细

线路名称	高铁开通 里程	是否与航空线 路重叠	2009年旅客 周转量（百 万）
四纵			
京沪杭客运专线:全程1687公里			
北京－上海	1,318	是	16,121
合肥－蚌埠	120	否	N/A
南京－杭州	249	否	N/A
京广深客运专线:全程2306公里			
北京－武汉	1,121	是	N/A
广州－深圳	116	否	N/A
武汉-广州（已开通）	1,069	是	3,084
杭甬深客运专线： 全程1674公里			
杭州－宁波	150	否	N/A
宁波－厦门（已开通）	1022	是	1,215
京哈客运专线： 全程1670公里			
哈尔滨－大连	906	是	655
天津－秦皇岛	244	否	N/A
北京－天津（已开通）	115	否	N/A
沈阳-秦皇岛（已开通）	405	否	N/A
四横			
沪汉蓉客运专线： 全程1745公里			
武汉－宜昌	292	否	N/A
上海－武汉（已开通）	523	是	2,517
宜昌－重庆（已开通）	377	是	
其他辅助线路			
武汉－咸宁	90	否	N/A
武汉－孝感	61	否	N/A
其他	49	否	N/A
合计	8,227		23,592
其中2011年开通线路	4,716		16,776
旅客周转量合计			337,524
占旅客周转量比例			7.0%
其中2011年开通线路占旅客周转量比例			5.0%

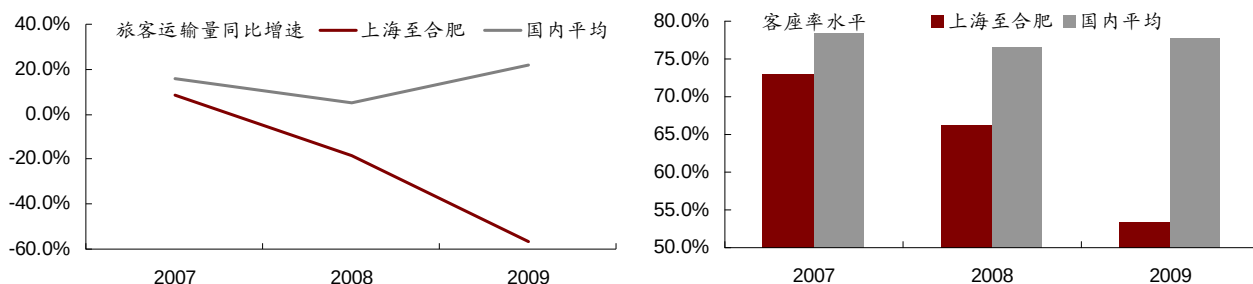
注: 北京至武汉高铁预计通车时间为 2011 年年底, 故对 2011 年基本不会造成分流影响

资料来源: 铁道部, 中金公司研究部

动车组已经对航空需求造成分流

京沪高铁开通之后, 主要影响的航点自北向南依次有北京、天津、济南、徐州、合肥 (蚌埠)、南京、常州、无锡、上海和杭州等。根据我们的分析, 在一定运行里程以下, 分流已经在动车组开行之后出现, 但提前分流效应随着运行里程的增加而逐步减弱。根据我们的分析, 高铁开通对于运行里程在 800 公里以上的航线瞬时冲击最为明显, 而对于航程在 800 公里以下且又已经开通动车组的航线, 我们认为提前分流给需求的瞬时冲击相对较小。我们以上海往返合肥的航线为例, 自 2007 年下半年开行动车组之后, 客流量在 2008 和 2009 同比分别下降 18.4% 和 56.5%, 同期国内市场的平均增速为 5.0% 和 21.7%, 足以显现铁路对航空的巨大分流效应。

图表 16: 上海至合肥航线与国内平均水平对比（旅客运输量同比增速和客座率）



资料来源：从统计看民航，中金公司研究部

从分流动因分析，旅客主要关注的就是旅行时间和票价之间的关系。我们将“铁路相对航空的旅行时间倍数”乘以“铁路相对航空的票价折扣”来衡量两者之间的关系，简称为：**旅行经济性指数**。通过比较不同飞行里程下的旅行经济性指数，我们发现在 400 公里左右的线路，如果已经提前开通了动车组，那么高铁对航空的分流作用将会很小，而 800 公里以上的瞬时冲击最大。1200 公里以上由于旅行时间的增长，航空的旅行时间经济性优于高铁。高铁对于航空的冲击将主要集中在 800 - 1200 公里的航线，武广线是一个很好的例证！

图表 17: 不同飞行里程下旅行经济性指数比较

飞行里程(公里)	400			800			1200		
	航空	动车	高铁	航空	特快	高铁	航空	动车	高铁
乘坐时间(小时)	1.16	3.75	3.05	1.75	7.00	3.50	2.16	10.00	5.00
往返市中心时间(小时)	1.00	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50
旅行时间合计	2.16	4.25	3.55	2.75	7.50	4.00	3.16	10.50	5.50
票价(二等舱)/经济舱	343	160	206	651	342	490	791	327	600
客公里	0.83	0.35	0.45	0.75	0.32	0.46	0.67	0.23	0.46
旅行经济性指数									
	时间倍数		票价折扣	时间倍数		票价折扣	时间倍数		票价折扣
	c=a*b	a	b	c=a*b	a	b	c=a*b	a	b
动车相对航空	0.92	2.0	0.5	1.43	2.7	0.5	1.37	3.3	0.4
高铁相对航空	0.98	1.6	0.6	1.09	1.5	0.8	1.32	1.7	0.8
瞬时冲击	-7%			31%			4%		

注 1:航空票价按 7 折计算，高铁票价为预计数

注 2:400 公里、800 公里和 1200 公里的样本航线分别是上海至合肥、武汉至广州和北京至上海。

资料来源：中金公司研究部

武广高铁案例分析 - 旅客量和票价水平双双下降

武广线全长 1069 公里，旅行经济性指数高铁明显好于特快，属于我们定义的受冲击较大的航线。2009 年底高铁通车运行之后，航空公司缩减了部分航班班次，并且调整飞行任务的机型种类，运力下降 27.6%。如果再考虑客座率的下降为 7%~13% 的话（比照上海至合肥 2008 年和 2009 年客座率的下滑水平），那么高铁对需求的分流作用约为 33%~37%。

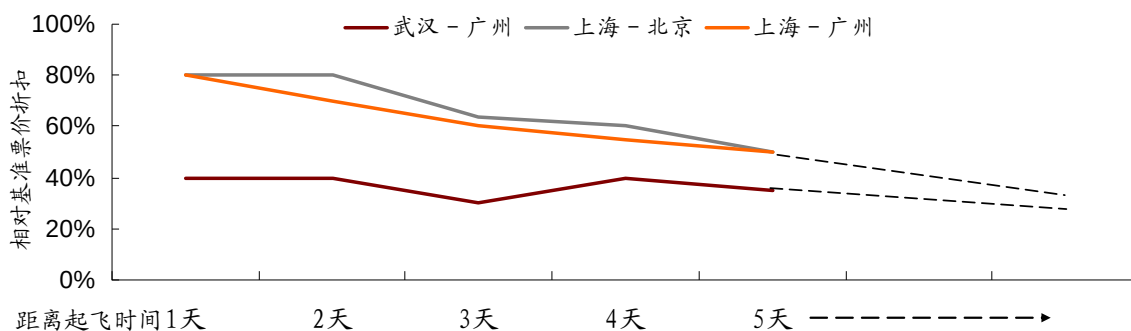
图表 18: 航空公司收缩运力

机型	每周航班数		模拟单周运力(座位数)		运力减少
	通车前	通车后	通车前	通车后	
武汉广州					
737	67	60	10,854	9,720	
319	7	-	868	-	
320	0	21	-	-	
ERJ	0	7	-	350	
小计	74	88	11,722	10,070	-14.1%
广州长沙					
737	21	-	3,402	-	
319	7	-	868	-	
320	28	29	4,200	4,350	
ERJ	-	4	-	200	
小计	56	33	8,470	4,550	-46.3%
合计	130	121	20,192	14,620	-27.6%

资料来源：中金公司研究部

此外，根据收益管理原则，票价会随着飞行时间的临近而有所上升，而临近出行才订票的旅客（通常是商务旅客和票价不敏感的旅客）正是航空公司致力争取的高收益旅客。但高铁的出现使得这部分临时出行的旅客有了更多的选择，进而对航空票价出现直接负面影响。我们比较了与武汉至广州和国内未受高铁冲击的重点航线的票价趋势，以反映高铁开通对票价水平的影响。我们看到，在飞行前五天，高铁覆盖线路的票价平均要比非覆盖线路低 20%~30%，距离起飞时间越远，折扣差距越小。所以我们估计对票价水平的影响幅度约在 10%到 15%。

图表 19: 票价水平对比



资料来源：携程网，中金公司研究部

高铁分流作用量化分析

比照上海至合肥，武汉至广州的分析，我们也对北京至上海的航线进行了旅客经济性指数的情景分析。

图表 20: 北京至上海航线旅行经济性指数情景分析

飞行里程: 1178公里	航空	动车	基本	高铁 悲观	乐观
乘坐时间(小时)	2.16	10.00	5.00	4.75	5.25
往返市中心时间(小时)	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50
旅行时间合计	3.16	10.50	5.50	5.25	5.75
票价(二等舱)/经济舱	791	327	600	550	650
客公里	0.67	0.23	0.46	0.42	0.49
旅行经济性指数			时间倍数	票价折扣	
		$c=a*b$	a	b	动车与高铁相对影响
动车相对航空	c1	1.37	3.32	0.41	
高铁相对航空(基本)	c2	1.32	1.74	0.76	-3.9% = c2/c1-1
高铁相对航空(悲观)	c3	1.16	1.66	0.70	-15.9% = c3/c1-1
高铁相对航空(乐观)	c4	1.50	1.82	0.82	8.9% = c4/c1-1

注:航空票价按 7 折计算, 高铁票价为预计数

资料来源: 中金公司研究部

我们将京沪高铁的航线按照飞行里程进行分类, 并参照武广高铁和郑西高铁的历史数据进行假设, 以及考虑动车提前的分流作用。根据以上模型, 我们匡算出 2011 年下半年(假定京沪高铁在通车时间为 2011 年年中)对整个行业的需求影响大约在 0.8%, (全年在 1.6%, 参见图表 22) 如果再考虑旅客对高铁的“消费冲动”, 悲观预期下, 该分流可能会被进一步放大至 1%左右。

图表 21: 高铁分流假设

飞行里程	分流假设	典型线路	(预计) 高铁里程	(预计)铁 路旅行时间	往返火 车站	高铁总 耗时	航空旅行 时间	往返机 场	航空总 耗时	差异
500公里及以下	100%	郑州西安	505	2.40	0.50	2.90	1.50	1.00	2.50	0.40
500-800公里	60%	长沙广州	700	2.40	0.50	2.90	1.16	1.00	2.16	0.74
800-1000公里	40%	上海济南	968	3.16	0.50	3.66	1.33	1.00	2.33	1.33
1000-1200公里	30%	武汉广州	1069	3.75	0.50	4.25	1.75	1.00	2.75	1.50
1200-1500公里	20%	北京长沙	1483	5.25	0.75	6.00	2.33	1.25	3.58	2.42
1500公里以上	10%	上海成都	1745	10.0	0.50	10.50	2.58	1.50	4.08	6.42

资料来源: 中金公司研究部

图表 22: 京沪高铁分流量化分析

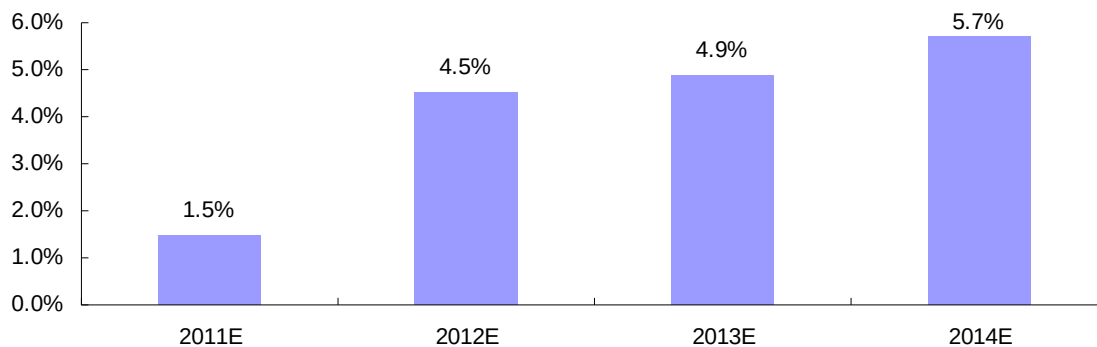
	飞行里程	2008	2009	旅客周转量 (百万)			分流效应
				2010E	2011E	2011E	
					考虑分流	不考虑分流	
上海至合肥	412	100	43	23	23	23	
500公里及以下		100	43	23	23	23	0%
济南南京	579	57	69	88	74	105	
上海徐州	540	38	36	39	32	46	
北京徐州	650	39	49	57	48	68	
500 - 800公里		133	154	184	154	220	60%
南京北京	981	1,238	1,559	1,902	1,898	2,373	
上海济南	852	483	513	554	553	691	
合肥北京	959	478	664	1,007	1,005	1,256	
济南杭州	850	241	272	317	316	395	
天津南京	907	147	180	192	192	240	
天津合肥	906	50	71	95	94	118	
800-1000公里		2,638	3,258	4,065	4,057	5,072	40%
上海北京	1,178	6,775	7,644	8,454	8,616	10,136	
杭州北京	1,200	2,049	2,707	3,737	3,808	4,480	
上海天津	1,133	983	1,236	1,527	1,556	1,830	
杭州天津	1,133	367	401	445	453	533	
北京无锡	1,120	283	452	738	752	885	
常州北京	1,016	111	140	188	191	225	
北京南通	1,080	71	84	96	98	115	
1000 - 1200公里		10,639	12,665	15,185	15,474	18,205	30%
合计		13,510	16,121	19,457	19,709	23,520	32%
国内旅客周转量				401,653			
京沪线占比				4.8%			
对行业影响(全年)						1.6%	

注:500 公里以下动车提前分流, 不考虑高铁分流的瞬时冲击

资料来源: 中金公司研究部

根据京沪高铁的量化分析, 我们也对高铁四纵四横线路在 2011 年至 2014 年的分流作了如下测算。以 2009 年各航段的旅客周转量统计, 与四纵四横的高铁线路重叠的需求占行业的比例在 14.8%。按照静态分析, 2011 年至 2014 年的高铁对航空绝对分流依次为 10%、30%、33%和 39%, 对行业的需求影响依次为 1.5%、4.5%、4.9%和 5.7%。

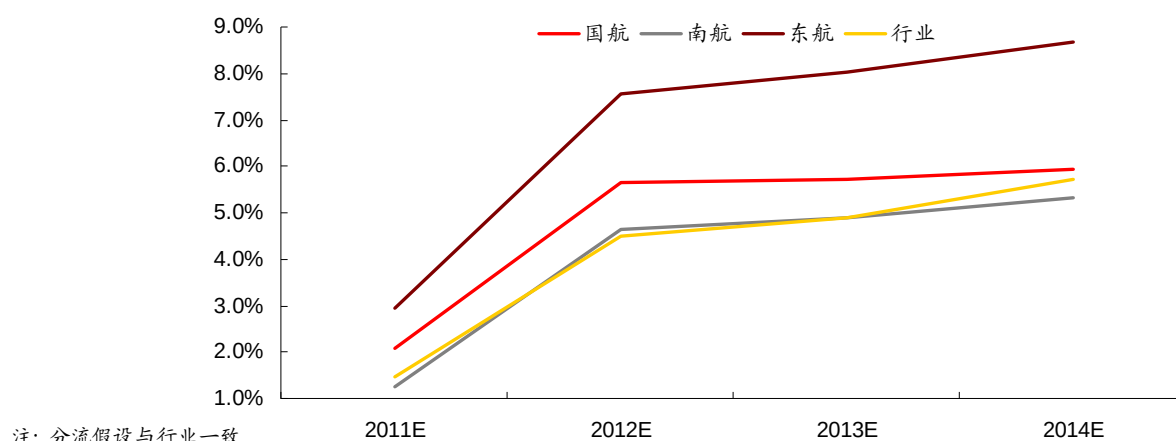
图表 23: 四纵四横高铁量化静态分析



资料来源: 中金公司研究部

三大航中，我们预期东航受高铁的绝对冲击最大，其次是国航与南航。对东航构成主要冲击的是京沪线和沪杭甬深这两条线路。按 2009 年的旅客周转量统计，两者合计占全国需求的 8.8%，静态分析下可能会给东航造成 7% 左右的需求分流。另外值得我们注意的是，此前市场普遍预期南航由于国内市场份额较大，高铁对分流的作用最为明显，不过根据我们的分析，南航虽然国内市场占比较高，但是与高铁需求重合的线路要少于国航和东航。此外，与行业分流的平均水平相比，东航和国航的线路都集中于中东部地区，分流效应要明显高于行业平均水平，而南航的国内航线结构较为平均，所以基本和行业平均水平相吻合。总体来看，三大航在 2011 至 2014 年整体分流影响要大于行业 0.6 到 1.2 个百分点。

图表 24：三大航分流影响分析



注：分流假设与行业一致

资料来源：中金公司研究部

2010 年机场行业回顾

旺盛航空需求提升机场营运数据

受旺盛的航空市场需求带动，2010 年前 11 个月全国前 50 大机场旅客吞吐量，飞机起降架次和货邮吞吐量分别增长 15.5%、10.4%和 21.3%。从市场细分来看，外围经济的复苏和上半年相对较低的基数使得国际航线的表现要好于国内航线，北京首都机场全年的国际旅客吞吐量同比上升 21.6%，超过国内 11 个百分点。此外，上海浦东机场前 11 个月的国际旅客吞吐量同比增速也达到了 30.7%，跑赢国内 3.1 个百分点。

图表 25: 主要机场 1 到 11 月营运指标

机场	旅客吞吐量 (千人)			运输起降架次			货邮吞吐量 (千吨)		
	2010.1~11	2009.1~11	+/-, %	2010.1~11	2009.1~11	+/-, %	2010.1~11	2009.1~11	+/-, %
北京	67,871	59,956	13.2%	474,313	446,695	6.2%	1,395	1,333	4.6%
上海虹桥	28,746	23,133	24.3%	199,344	173,112	15.2%	430	392	9.5%
上海浦东	37,374	29,430	27.0%	303,871	262,545	15.7%	2,948	2,229	32.3%
广州	37,292	33,649	10.8%	299,492	288,155	3.9%	981	788	24.5%
深圳	24,441	22,285	9.7%	196,773	183,057	7.5%	729	545	33.7%
厦门	12,083	10,369	16.5%	104,868	95,613	9.7%	223	177	26.0%
总数 (前50大机场)	491,818	425,843	15.5%	4,171,669	3,780,243	10.4%	10,050	8,285	21.3%

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 26: 首都机场和浦东机场分航线指标

首都机场	2010.1-12	2009.1-12	YoY (%)	上海机场	2010.1-11	2009.1-11	YoY (%)
单位: 千, 下同				航班起降架次			
航班起降架次				国内			
国内	410.7	392.7	4.6	国内	159.6	135.6	17.7
国际及地区	106.9	95.8	11.5	国际	109.2	95.2	14.7
合计	517.6	488.5	5.9	地区	32.6	29.3	11.4
旅客吞吐量				合计	301.4	260.1	15.9
国内				旅客吞吐量			
国内	56,695	51,273	10.6	国内	19,622	15,375	27.6
国际及地区	17,141	14,098	21.6	国际	13,096	10,023	30.7
合计	73,837	65,372	12.9	地区	4,882	3,992	22.3
				合计	37,600	29,390	27.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

2010 年盈利预测

需求旺盛拉动机场的旅客服务及起降等航空性收入出现不错的增幅。此外，国际旅客的增速好于国内，带动了免税销售等商品零售业务的收入增长，2010 年机场非航收入的增速普遍高于航空性收入，从而进一步提升机场的整体收入水平。从成本核算来看，A 股上市机场中，除白云机场之外，其他各大机场的折旧费用总体保持稳定，各机场均维持了较好的利润水平。鉴于白云和厦门机场非航收入的表现好于预期，我们小幅调高了白云机场和厦门空港的盈利预测，2010 年白云机场和厦门机场的净利润分别调高至 5.86 亿元和 2.78 亿元，合每股收益 0.51 元和 0.94 元，上调幅度均为 1%。同时我们维持对首都机场、上海机场和深圳机场 2010 年的业绩预测，依次分别为 5.77 亿元、12.9 亿元和 7.03 亿元。

图表 27: 深圳机场、白云机场和厦门空港盈利预测调整

		深圳机场			白云机场			厦门空港		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
飞机起降架次 (千次)	调整前	217	228	256	344	379	410	120	133	144
	调整后	217	230	259	329	379	410	116	128	138
	(+/-%)	0.1	1.0	1.0	-4.2	0.0	0.0	-3.5	-4.4	-4.4
旅客吞吐量 (千次)	调整前	26,935	30,167	35,597	42,050	47,096	50,864	13,140	14,717	15,895
	调整后	26,713	30,186	35,620	40,978	46,305	50,936	13,140	14,783	15,965
	(+/-%)	-0.8	0.1	0.1	-2.6	-1.7	0.1	0.0	0.4	0.4
净利润 (人民币 百万)	调整前	703	767	845	580	632	684	276	299	323
	调整后	703	771	849	586	642	695	278	304	329
	(+/-%)	0.0	0.5	0.5	1.0	1.6	1.6	1.0	1.8	1.8
每股盈利 (人民币)	调整前	0.42	0.45	0.50	0.50	0.55	0.59	0.93	1.00	1.08
	调整后	0.42	0.46	0.50	0.51	0.56	0.60	0.94	1.02	1.10
	(+/-%)	0.0	0.5	0.5	1.0	1.6	1.6	1.0	1.8	1.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 28: 维持对首都机场和上海机场 2010 至 2012 年的盈利预测

		首都机场			上海机场		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
净利润 (人民币 百万)		577	863	1,050	1,290	1,499	1,758
每股盈利 (人民币)		0.13	0.20	0.24	0.67	0.78	0.91

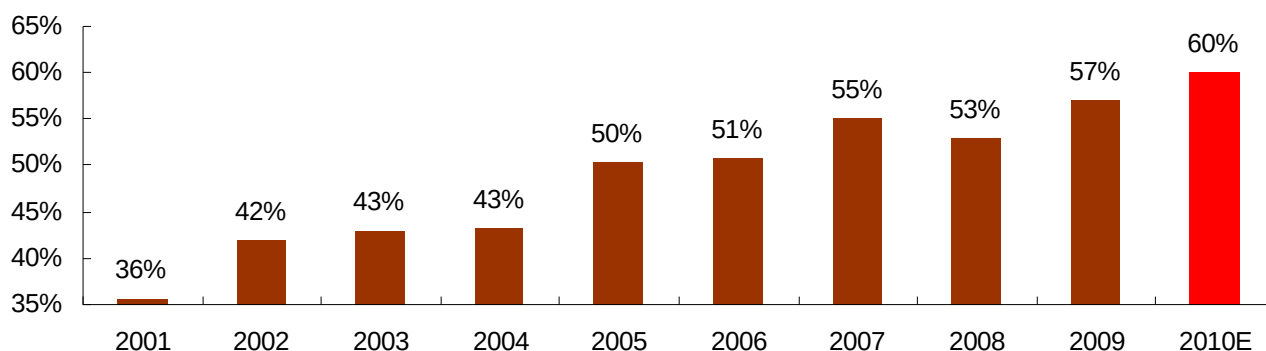
资料来源：公司数据，中金公司研究部

2011 年机场行业展望

吞吐量仍将保持较好的增长

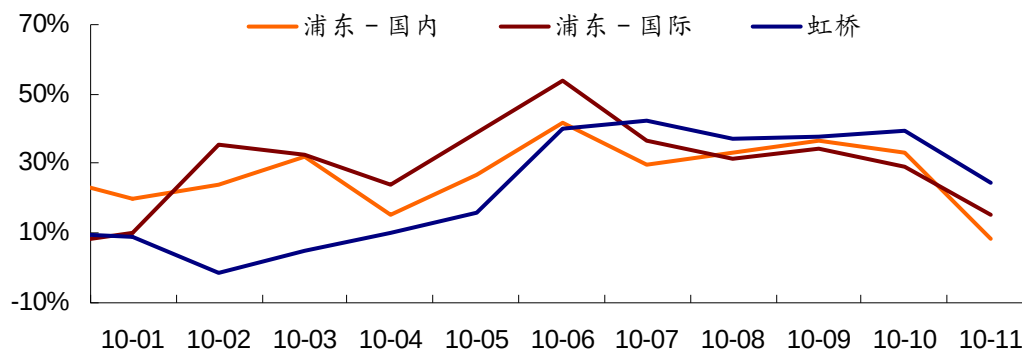
鉴于航空需求在 2011 年仍然将保持较好的增长的前提下，机场吞吐量仍将能够维持较好的增长势头。分区域来看，由于 2010 年世博会所导致的需求“挤出效应”，部分传统旅游城市（张家界、西双版纳、丽江、桂林，九寨沟）的吞吐量指标同比出现了一定的下滑。但鉴于目前航空市场休闲消费的比例日趋提高，这些城市的旅客吞吐量在 2011 年将重拾较好的增长态势，有望领先于整个行业。而 2010 年受世博效应推动的上海市场，增速将由于比较基数的推高，增速会有所回落。不过由于国际市场的需求好转，客流增量不仅仅来自世博会。在外围经济不出现二次探底的前提下，我们预计 2011 年浦东机场的国际吞吐量仍有望保持双位数的增幅，整体增速仍将保持较高的单位数增长。

图表 29：航空市场休闲消费比重



资料来源：中国民航总局，中金公司研究部

图表 30：浦东国际客流增速全年大部分时间保持领先



资料来源：CEIC，公司数据，中金公司研究部

内航外线收费标准有望上调

根据 2007 年 12 月份公布的《民用机场收费改革实施方案》，国家发改委及民航总局（“有关部门”）将在 2012 年之前实行内航外线与外航外线的收费标准并轨。在 2011 年 1 月 11 日举行的全国民航工作会议上，李家祥局长也明确表示“民航局计划推进价格收费改革，拟订中、外航空公司国际及港、澳航班收费标准并轨方案，完善机场收费形成机制。”目前内航外线的收费标准是减按外航外线的 60% 征收。如果有关部门决定按两次调整该收费标准的话，我们预计可能在 2011 和 2012 年分别上调 33%。根据我们对国内三大枢纽机场的分析，对上海机场的收入和利润贡献最多，其次是首都机场和白云机场。

图表 31: 收费标准并轨的业绩影响测算

单位: 人民币百万元	上海机场		首都机场		白云机场	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
原航空性收入	2,855	3,541	2,973	3,573	1,855	2,158
收入增加	104	466	80	362	37	163
变化%	3.7%	13.2%	2.7%	10.1%	2.0%	7.6%
原每股收益	0.67	0.78	0.20	0.24	0.50	0.55
每股收益增加	0.04	0.19	0.01	0.06	0.02	0.10
盈利增加%	6.4%	24.1%	6.6%	24.8%	4.4%	17.9%
年化盈利增加%	12.7%	24.1%	13.3%	24.8%	8.9%	17.9%

注 1: 假设 2011 及 2012 分两次上调 33%，总共上调 67%。2011 年为年中，2012 为年初。

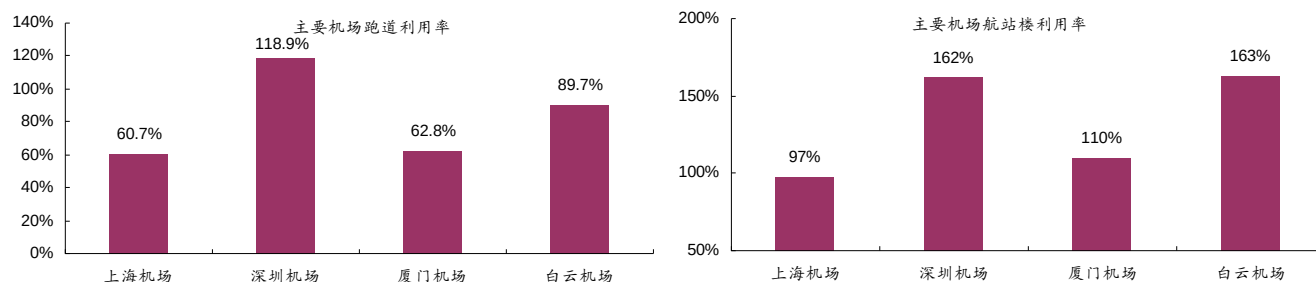
注 2: 航空性收入中不包括机场建设费

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

温和的资本开支计划保证了机场的盈利提升

根据我们对上市机场未来几年的资本开支情况的整理, 2011 年深圳机场第二条跑道将于下半年投入使用, 从一定程度上缓解设施瓶颈 (但跑道建设由集团公司承担, 因此深圳机场并不产生折旧费用和财务费用)。航站楼建设方面, 除 2013 年深圳机场的 3 号航站楼计划投入使用之外 (目前航站楼建设预算 85 亿), 近 3 年内其他上市机场并无航站楼大型新建和改造计划。这也保证了机场未来几年业绩的稳步提升。

图表 32: 目前主要机场跑道及航站楼利用率



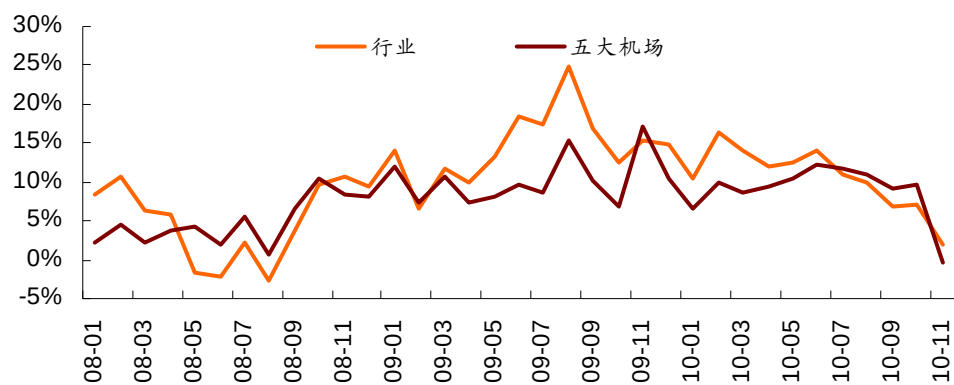
注: 按单跑道日均 500 架次核算

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

机场受高铁冲击远小于航空

对机场而言, 我们认为高铁对机场的冲击要远小于航空。虽然高铁开通的始发站点与各大枢纽机场有所重叠, 但是从目前大型枢纽机场的跑道利用率来看, 时刻资源相对饱和, 这也是近年来主要机场起降架次明显低于行业平均水平的主要原因之一。高铁开通后, 我们相信航空公司会将受分流影响严重的航线的运力投放到新的市场, 开辟新的航线或增加其他航线的频率, 并不会就此放弃机场起降时段这一宝贵资源, 这也保证了机场吞吐量将稳定增长。长期来看, 为了应对高铁的冲击, 航空公司未来的运力投放将会向国际市场倾斜, 这也将进一步优化机场的航班结构, 进而提升机场的收入和盈利水平。

图表 33: 五大枢纽机场运输起降架次增速缓于行业平均水平



注:五大枢纽机场: 北京、广州、上海虹桥、上海浦东、深圳

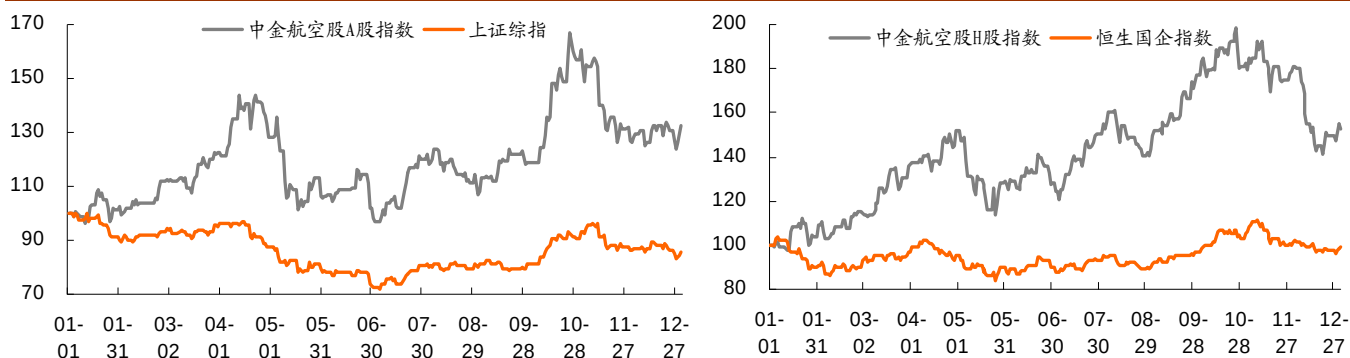
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

估值与建议

航空行业

2010 年中金航空股 A 股指数累计上涨 32.3%，同期上证指数下跌了 14.3%，航空指数跑赢大盘 46.6 个百分点。板块中表现最好的南航上涨幅度达到 60.7%，跑赢大盘达到 75 个百分点。中金航空股 H 股指数累计上涨 52.9%，同期恒生国企指数微跌 0.8%，航空指数跑赢大盘 53.7 个百分点。南航的表现也领先于板块，跑赢板块达到 43.7 个百分点。从全年的走势来看，板块基本面的全面向好是股价上涨的主要动因，另外下半年的人民币快速升值也使得航空股在 10 月份出现了一波快速上扬。

图表 34: 2010 年航空板块走势回顾



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

展望 2011 年，我们认为行业的投资机会将趋于平淡。虽然 2011 年行业供需关系仍将趋紧，行业整体盈利水平依然有小幅上涨，但业绩惊喜已经不在。并且从全年来看，高铁即将大面积开通势必对板块投资氛围形成压力，股价难有较好表现。我们将国航 A 股和南航 A 股投资评级均下调为中性，但维持了南航 H 股买入的投资评级，主要是南航 H 股估值水平相对另外两家有一个明显折扣，下行风险相对较小。

图表 35: 航空可比公司估值表

公司名称	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			2011-1-17	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	23.00	19.3	7.7	8.8	9.0	17.9	6.2	6.3	6.3	1.9	1.7	1.5	1.4	
新加坡航空	SIA SP	SGD	15.28	84.0	13.1	10.7	10.0	5.8	4.3	3.7	3.6	1.3	1.3	1.2	1.1	
全日空	9202 JP	JPY	305.00	n.m.	83.9	19.5	14.3	25.1	7.4	6.0	5.5	1.6	1.6	1.5	1.3	
大韩航空	003490 KS	KRW	71200.00	n.m.	8.5	7.8	7.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	1.3	1.1	1.0	
中华航空	2610 TT	TWD	22.50	n.m.	6.6	6.3	6.0	26.1	7.5	8.6	8.9	2.5	1.8	1.6	1.4	
长荣航空	2618 TT	TWD	32.55	n.m.	7.0	8.3	8.3	23.5	7.2	8.4	7.6	3.0	2.1	1.9	1.7	
快达航空	QAN AU	AUD	2.45	50.0	10.0	7.6	7.0	4.9	3.4	3.0	2.8	0.9	0.9	0.8	0.8	
泰国航空	THAI TB	THB	44.75	10.4	8.2	8.0	6.4	7.0	5.8	4.9	4.5	1.2	1.2	1.1	0.9	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.16	9.1	n.m.	17.6	9.7	n.m.	27.1	7.7	5.1	2.2	2.0	1.8	1.5	
平均值				34.5	18.1	10.5	8.7	13.8	7.7	5.4	4.9	1.8	1.5	1.4	1.2	
中值				19.3	8.3	8.3	8.3	12.4	6.2	6.0	5.1	1.6	1.6	1.5	1.3	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	292.60	n.m.	25.0	9.8	7.5	7.8	3.8	3.1	2.7	1.6	1.6	1.4	1.2	
汉莎航空	LHA GR	EUR	16.80	n.m.	16.0	11.0	8.8	5.6	3.6	3.2	2.9	1.1	1.1	1.1	1.0	
法国航空	AF FP	EUR	14.54	n.m.	69.2	10.0	6.8	32.0	5.6	4.4	3.8	0.7	0.7	0.7	0.6	
平均值				n.m.	36.7	10.3	7.7	15.1	4.3	3.5	3.1	1.1	1.2	1.0	0.9	
中值				n.m.	30.9	10.2	7.6	11.5	4.1	3.4	3.0	1.1	1.1	1.1	1.0	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	8.99	20.0	8.0	7.6	11.5	15.3	9.5	8.4	9.5	4.1	2.3	1.8	1.6	
南方航空	1055 HK	HKD	4.66	99.7	7.3	7.5	14.9	18.0	9.0	8.0	8.2	3.2	1.5	1.2	1.1	
东方航空	670 HK	HKD	3.95	197.4	7.5	6.8	12.1	15.2	7.0	6.1	6.4	27.0	2.5	1.8	1.6	
平均值				105.7	7.6	7.3	12.8	16.1	8.5	7.5	8.0	11.4	2.1	1.6	1.4	
中值				99.7	7.5	7.5	12.1	15.3	9.0	8.0	8.2	4.1	2.3	1.8	1.6	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	12.31	30.0	12.7	12.2	18.8	19.0	11.3	9.6	10.9	6.3	3.7	2.9	2.6	
南方航空	600029 CH	CNY	9.10	203.4	16.4	17.2	32.9	23.4	10.0	9.0	9.0	7.0	3.3	2.8	2.6	
东方航空	600115 CH	CNY	6.50	115.4	13.5	13.2	22.5	19.2	9.1	7.6	7.8	20.1	4.2	3.2	2.8	
海南航空	600221 CH	CNY	7.73	85.9	15.8	13.9	13.5	24.5	11.5	9.9	8.6	4.2	3.2	2.7	2.2	
平均值				108.7	14.6	14.1	21.9	21.3	10.5	9.0	9.1	8.9	3.6	2.9	2.5	
中值				100.6	14.7	13.5	20.7	20.6	10.7	9.3	8.8	7.0	3.5	2.9	2.6	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

机场行业

2010 年中金机场 A 股指数累计下跌 23.8%，同期上证指数下跌了 14.3%，机场指数跑输大盘 9.5 个百分点。板块中白云机场和厦门空港的跌幅较小，分别为 10.9%和 16.8%。中金机场 H 股指数累计下跌 14.0%，同期恒生国企指数微跌 0.8%，机场指数跑输大盘 13.2 个百分点。从全年的走势来看，机场板块缺乏明确的催化剂。虽然旺盛的航空需求，特别是世博会的举行给上海市场带来充足的客流，但是该预期已经在 2009 年的走势中提前兑现，所以板块中上海机场年度跌幅达到 28.6%，另外机场建设费政策的不确定性也使股价的走势偏弱，致使首都机场全年跌幅至 18.5%。

图表 36: 2010 年机场板块走势回顾


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

我们预期 2011 年机场板块仍将延续平淡的局面。不过，由于业绩的稳定增长，机场板块的估值水平再次下移，目前板块市盈率仅为 14.6 倍，明显低于历史平均水平（2005 年和 2008 年机场板块的市盈率低点分别是 19.6x 和 18.6x），长期投资价值明显。**我们重点推荐上海机场**，其未来数年内业绩将保持稳健增长，而机场收费调整或资产注入均是今年可能的意外惊喜。深圳机场的估值相对板块有 17% 的折扣，在今年下半年第二条跑道投入使用后，深圳机场的设施瓶颈将会打开，而 3 号航站楼对其业绩的负面影响要到 2013 年方始显现出来，我们预期下半年深圳机场将有较好的交易机会。**港股我们推荐北京首都机场**，主要看好公司业绩的长期增长潜力和历史底部估值。目前市场对于首都机场的主要担心是首都第二机场的建设。但是从时间点来看，第二机场起码要在 2015 年后方始投入使用，我们认为现在担心还为时过早。

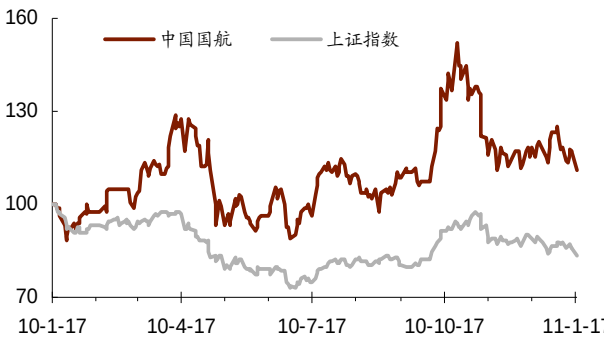
图表 37: 机场可比公司估值表

公司名称	代码	货币	股价		市盈率			EV/EBITDA				市净率				
			2011-1-17	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
国际机场公司																
空港设施	8864 jp	JPY	365.00	62.9	n.a.	21.1	n.a.	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	
日本空港	9706 jp	JPY	1,311.00	44.2	56.4	34.2	30.8	8.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	
泰国机场	AOT Tb	THB	37.25	37.6	18.7	14.4	12.5	7.8	6.6	6.1	6.0	0.7	0.7	0.7	0.7	
法兰克福机场	FRA Gr	EUR	47.98	29.3	26.0	22.2	20.8	12.4	10.0	9.1	8.1	1.7	1.7	1.6	1.6	
奥克兰机场	AIA Nz	NZD	2.24	93.3	24.9	22.4	20.2	15.4	13.4	12.5	11.8	1.5	1.5	1.5	1.5	
哥本哈根机场	KBHL Dc	DKK	1,576.00	20.1	16.7	15.8	15.1	10.3	9.2	8.7	8.4	4.0	3.5	3.7	3.7	
维也纳机场	FLU Av	EUR	49.18	14.1	12.7	12.6	14.9	10.0	9.3	8.8	8.4	1.3	1.3	1.2	1.2	
苏黎世机场	UZAN Sw	CHF	383.25	12.3	17.8	15.5	13.8	8.5	8.0	7.5	7.0	1.5	1.4	1.3	1.2	
佛罗伦萨机场	AFI Im	EUR	11.35	29.1	42.0	n.a.	n.a.	11.0	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	
平均值				41.3	28.2	20.4	19.0	9.8	9.7	9.0	8.5	1.7	1.7	1.7	1.7	
中值				33.4	24.9	21.1	17.6	10.2	9.3	8.8	8.4	1.4	1.5	1.5	1.5	
国内机场公司（港股）																
北京机场	694 hk	HKD	4.41	56.0	28.2	18.3	15.1	16.4	11.7	9.5	9.0	1.3	1.3	1.2	1.2	
美兰机场	357 hk	HKD	9.90	26.1	21.1	19.9	17.6	12.9	10.4	9.5	8.4	2.3	2.3	2.0	1.9	
平均值				41.0	24.6	19.1	16.4	14.7	11.1	9.5	8.7	1.8	1.8	1.6	1.5	
中值				41.0	24.6	19.1	16.4	14.7	11.1	9.5	8.7	1.8	1.8	1.6	1.5	
国内机场公司（A股）																
上海机场	600009 ch	CNY	13.24	36.1	19.8	17.0	14.5	15.2	10.7	9.2	7.7	2.0	1.8	1.6	1.5	
白云机场	600004 ch	CNY	8.33	17.6	16.4	14.9	13.8	8.2	8.6	7.1	6.3	1.5	1.5	1.4	1.3	
深圳机场	000089 ch	CNY	5.48	16.1	13.2	12.0	10.9	9.0	7.9	6.2	5.1	1.8	1.6	1.4	1.3	
厦门空港	600897 ch	CNY	14.55	16.0	15.6	14.2	13.2	9.9	9.0	8.2	7.9	3.3	2.7	2.3	2.0	
平均值				21.5	16.2	14.6	13.1	10.6	9.1	7.7	6.8	2.1	1.9	1.7	1.5	
中值				16.9	16.0	14.6	13.5	9.4	8.8	7.6	7.0	1.9	1.7	1.5	1.4	

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

中国国航（601111.CH）：下调至中性

主要财务，股票信息

人民币（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	H股			A股
主营业务收入	52,970	51,095	87,228	98,595	105,686	当前股价	港币 8.99	人民币 12.31	
（+/-%）	7.0	(3.5)	70.7	13.0	7.2	股票代码	753.HK	601111.CH	
主营业务利润	3,278	7,643	19,033	22,104	20,103	日成交量（百万股）	16.0	48.9	
（+/-%）	(58.9)	133.1	149.0	16.1	(9.1)	52周最高价/最低价	港币 11.64/6.01	人民币 17.31/9.40	
EBITDA	4,592	10,246	16,427	18,618	16,274	总市值（百万元）	港币 161,919	人民币 137,320	
（+/-%）	(50.4)	123.1	60.3	13.3	(12.6)	发行股数（百万股）	12,892	12,892	
净利润	(9,149)	5,029	12,527	12,967	8,425	其中:流通股(百万股)	4,406	7,846	
（+/-%）	(366.7)	155.0	149.1	3.5	(35.0)	主要股东（持股比例）	中国航空集团 (51.5%)		
每股收益（元）	(0.75)	0.41	0.97	1.01	0.65				
每股净资产（元）	1.61	1.95	3.33	4.21	4.76				
每股经营现金流（元）	0.57	0.56	1.86	1.51	1.17				
市盈率（倍）	n.m.	30.0	12.7	12.2	18.8				
EV/EBITDA（倍）	39.8	19.0	11.3	9.6	10.9				
市净率（倍）	7.6	6.3	3.7	2.9	2.6				
股价/每股经营现金流	21.6	21.9	6.6	8.2	10.5				
净资产收益率(%)	(46.3)	21.0	29.2	23.9	13.7				
投入资本回报率(%)	4.4	(10.8)	6.1	11.7	11.3				
股息收益率(%)	0.0	0.0	1.0	0.9	0.4				

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

未来展望

虽然国航国内航线比重相对较小，但由于其航线在中东部较为密集，国航受到高铁的冲击要略高于行业平均水平，而今年下半年将要开通的京沪航线将给国航带来较为直接的冲击。公司今年面临的另一挑战是北京市场的国际航线。随着南航 A380 的到位，南航从北京开辟国际航线势在必行，这也将直接冲击国航的欧美航线。不过，我们相信公司能够借助其均衡的航线网络和枢纽效应，适当调配运力资源以应对挑战。长期来看，国航行业的领先地位依然不容撼动。

公司今年的看点将是货运业务以及和深航的整合。货运方面，国航与国泰航空合资的货运公司将从 2011 年开始营业，随着货机数量的增加和管理能力的提升，国航的货运业务有望在 2011 年更上一层楼。在合并深航之后，国航在国内的三大枢纽（北京，成都，深圳）已经布局完毕，经过去年的前期准备，我们相信国航和深航的协同效应将会逐步显现出来，深航的经营提升值得期待。

盈利预测

我们预计国航 2010 年，2011 年和 2012 年的净利润将达到 125.27 亿元，129.67 亿元和 84.25 亿元，对应每股收益 0.97 元，1.01 元和 0.65 元。

估值与建议

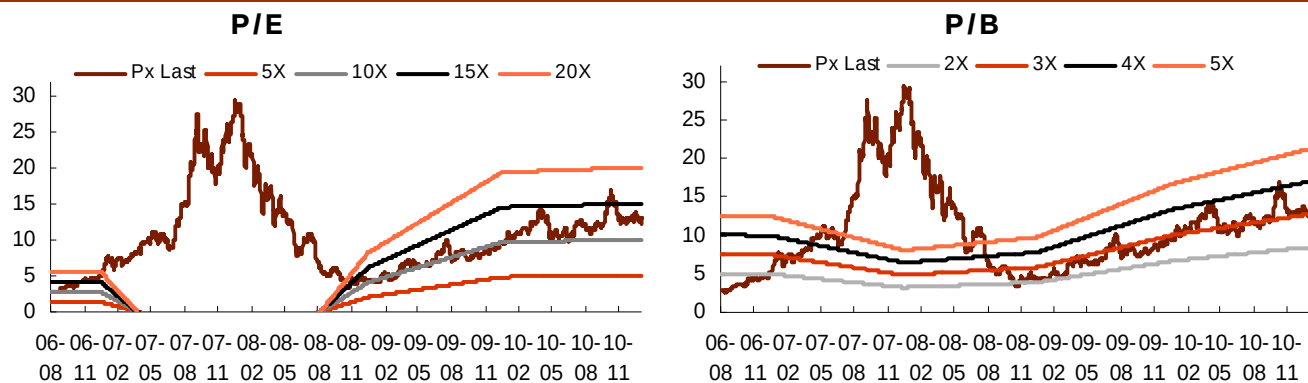
目前国航的 2011 年和 2012 年对应的 PB 分别为 2.9x 和 2.6x，处于历史估值的中间位置。基于前述对于板块的担心，我们将国航投资评级下调至中性。

图表 1: 历史和预测的财务数据

(百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入净额	52,970	51,095	87,228	98,595	105,686
(+/-%)	7	(4)	71	13	7
主营业务成本	48,607	41,947	65,626	73,587	82,470
(+/-%)	21	(14)	56	12	12
主营业务利润	3,278	7,643	19,033	22,104	20,103
(+/-%)	(59)	133	149	16	(9)
营业利润	(10,108)	3,764	11,573	12,970	7,503
(+/-%)	(399)	(137)	207	12	(42)
利润总额	(10,852)	5,315	15,619	16,649	10,852
(+/-%)	(327)	(149)	194	7	(35)
净利润	(9,149)	5,029	12,527	12,967	8,425
(+/-%)	(367)	155	149	4	(35)
现金流量表					
经营活动现金流	6,986	6,895	22,752	18,498	14,385
投资活动现金流	(7,526)	(7,758)	(13,038)	(11,092)	(11,049)
融资活动现金流	(215)	586	5,771	(5,074)	(7,417)
现金及现金等价物净增加额	-755	-277	15,484	2,333	-4,081
资产负债表					
流动资产	9,226	7,179	25,476	28,693	25,164
长期投资和固定资产	84,687	94,368	104,858	112,902	120,132
无形资产及其他资产	3,054	3,063	2,782	2,534	2,315
流动负债	42,696	36,394	36,852	38,398	47,807
长期负债	35,914	45,807	52,559	49,797	36,302
少数股东权益	514	39	806	1,623	2,163
股东权益	19,774	23,923	42,898	54,310	61,339
财务指标					
税前利润率 (%)	(20.5)	10.4	17.9	16.9	10.3
净利润率 (%)	(17.3)	9.8	14.4	13.2	8.0
息税折旧摊销前利润率 (%)	8.7	20.1	18.8	18.9	15.4
净资产收益率 (%)	(46.3)	21.0	29.2	23.9	13.7
资产收益率 (%)	(9.3)	4.7	9.4	9.0	5.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	1.0	0.9	0.4
净债务/股东权益 (%)	257.0	262.4	108.1	74.6	62.9
资产负债率 (%)	79.5	77.4	67.2	61.2	57.0
流动比率	0.2	0.2	0.7	0.7	0.5
速动比率	0.2	0.2	0.6	0.7	0.5

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史 PE 和 PB



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

南方航空（600029.CH）：下调至中性

主要财务，股票信息

单位（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	H股	A股
主营业务收入净额	56,427	56,043	76,235	88,349	97,974	当前股价 港币 4.66 人民币 9.10	
(+/-%)	1	(1)	36	16	11	股票代码 1055.HK 600029.CH	
主营业务利润	793	5,255	12,793	13,879	13,583	日成交量（百万股） 7.7 73.1	
(+/-%)	(88)	563	143	8	(2)	52周最高价/最低价 港币 6.04/2.49 人民币 13.00/5.63	
EBITDAR	2,757	9,631	16,292	17,532	17,682	总市值（百万元） 港币 88,378 人民币 74,952	
(+/-%)	(70)	249	69	8	1	发行股数（百万股） 9,817 9,817	
净利润	(4,829)	358	5,447	5,206	2,718	其中：流通股（百万股） 2,482 1,500	
(+/-%)	(338)	107	1,422	(4)	(48)	主要股东（持股比例） 南方航空集团 (59.3%)	
每股盈利（元）	(0.74)	0.04	0.55	0.53	0.28		
市盈率（倍）	n.m.	203.4	16.4	17.2	32.9		
每股经营现金（元）	0.6	1.4	1.7	1.6	1.5		
股价/经营现金（倍）	15.4	6.6	5.4	5.8	5.9		
EV/EBITDA（倍）	(92.8)	23.4	10.0	9.0	9.0		
调整EV/EBITDAR(倍)	48.7	16.3	9.4	8.7	8.7		
市净率（倍）	8.5	7.0	3.3	2.8	2.6		
净资产收益率（%）	-69.0%	3.5%	20.4%	16.3%	7.8%		
投入资本回报率（%）	-8.4%	2.4%	7.4%	5.4%	4.1%		
股息收益率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

未来展望

和之前市场预期不同的是，南航虽然在国内航线网络比重最大，但其航线网络和高铁线路的重合度并不高，因此南航受高铁的冲击在三大航中最低。同时，近年来南航也开始在国际航线上积极布局。今年冬春航班季，南航明显加大了其在澳洲市场的投放力度，以打造广州中转枢纽。而随着下半年 A380 的交付，南航将进一步加大对于国际市场运力的投放。公司预期，到 2012 年，其国际市场的运力投放将从目前的 16% 增加到 30%，航线网络将进一步均衡发展。

盈利预测

我们预计南航 2010 年，2011 年和 2012 年的净利润将达到 54.47 亿元，52.06 亿元和 27.18 亿元，对应每股收益 0.55 元，0.53 元和 0.28 元。

估值与建议

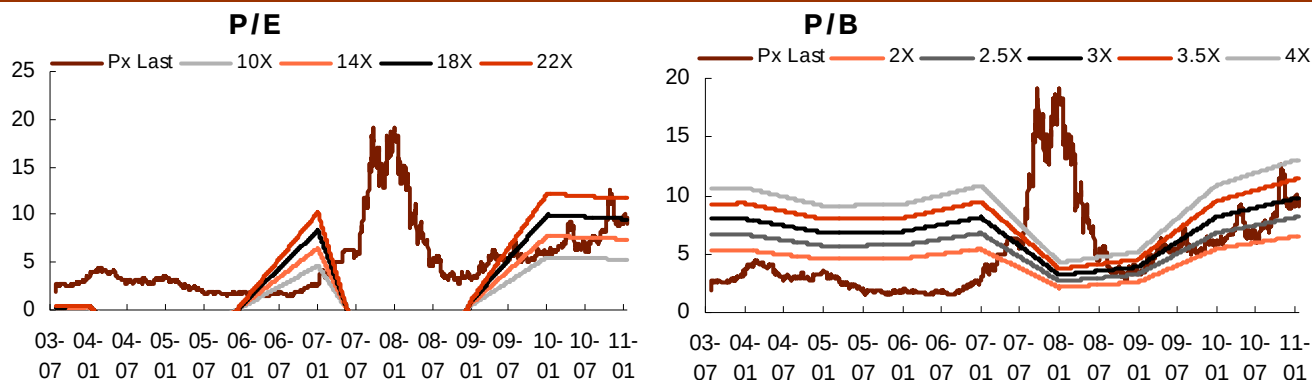
目前南航的 2011 年和 2012 年对应的 PB 分别为 2.8x 和 2.6x，A 股和板块平均水平大致一致。H 股目前 2011 年和 2012 年的 PB 水平分别为 1.2x 和 1.1x，相对板块有 29%~33% 的折扣。鉴于我们对于板块全年投资机会相对看平，我们相应下调了南航 A 股的投资评级至中性。我们维持了 H 股推荐的投资评级，主要是南航 H 股估值水平相对另外两家有一个明显折扣，下行风险相对较小。

图表 1: 历史和预测的财务数据

(百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入净额	56,427	56,043	76,235	88,349	97,974
(+/-%)	1	(1)	36	16	11
主营业务成本	54,248	49,197	61,278	71,962	81,610
(+/-%)	14	(9)	25	17	13
主营业务利润	793	5,255	12,793	13,879	13,583
(+/-%)	(88)	563	143	8	(2)
营业利润	(4,062)	(2,211)	4,930	5,660	1,904
(+/-%)	(313)	46	323	(15)	66
利润总额	(4,748)	457	7,865	7,744	4,144
(+/-%)	(255)	110	(1,621)	2	46
净利润	(4,829)	358	5,447	5,206	2,718
(+/-%)	(338)	107	1,422	(4)	(48)
现金流量表					
经营活动现金流	3,874	11,046	16,526	15,290	15,190
投资活动现金流	(7,704)	(14,434)	(9,399)	(11,415)	(11,382)
融资活动现金流	4,655	3,081	9,550	2,486	(561)
现金及现金等价物净增加额	825	-307	16,677	6,361	3,247
资产负债表					
流动资产	9,248	9,128	27,529	34,923	38,992
长期投资和固定资产	72,016	83,433	88,284	92,262	95,221
无形资产及其他资产	1,739	2,175	2,089	2,004	1,918
流动负债	41,279	37,782	42,863	47,552	50,381
长期负债	32,276	43,696	44,660	45,296	46,302
少数股东权益	2,447	2,899	3,665	4,422	4,812
股东权益	7,001	10,359	26,714	31,920	34,637
财务指标					
税前利润率 (%)	(8.4)	0.8	10.3	8.8	4.2
净利润率 (%)	(8.6)	0.6	7.1	5.9	2.8
息税折旧摊销前利润率 (%)	(2.0)	9.2	15.0	13.8	12.0
净资产回报率 (%)	-69%	3%	20%	16%	8%
资产收益率 (%)	-6%	0%	5%	4%	2%
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
净债务/股东权益 (%)	712.0	524.2	133.8	93.6	76.9
资产负债率 (%)	88.6	86.0	74.2	71.9	71.0
流动比率	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.2	0.2	0.6	0.7	0.7

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

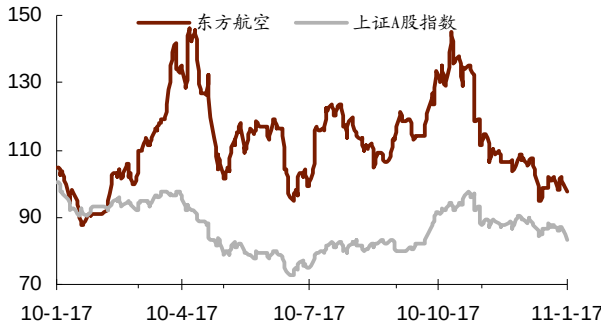
图表 2: 历史 PE 和 PB



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

东方航空（600115.CH）：中性

主要财务，股票信息

单位（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	H股			A股
主营业务收入	41,842	39,831	68,813	76,543	81,391	当前股价	港币 3.95	人民币 6.50	
（+/-%）	(3.9)	(4.8)	72.8	11.2	6.3	股票代码	670.HK	600115.CH	
主营业务利润	(2,125)	1,564	12,818	14,795	14,029	日成交量（百万股）	6.0	50.2	
（+/-%）	(144.3)	173.6	719.5	15.4	(5.2)	52周最高价/最低价	港币 5.38/2.53	人民币 9.91/5.69	
EBITDA	(8,444)	5,945	12,645	14,757	14,185	总市值（百万元）	港币 73,448	人民币 62,290	
（+/-%）	(490.0)	170.4	112.7	16.7	(3.9)	发行股数（百万股）	11,277	11,277	
净利润	(13,928)	540	5,438	5,554	3,261	其中：流通股（百万股）	2,057	2,662	
（+/-%）	n.m.	103.9	907.6	2.1	(41.3)	主要股东（持股比例）	东方航空集团 (59.9%)		
每股盈利（元）	(2.86)	0.06	0.48	0.49	0.29				
每股经营现金流（元）	0.71	0.98	4.36	3.39	3.16				
市盈率（倍）	n.m.	115.4	13.5	13.2	22.5				
EV/EBITDA（倍）	n.m.	19.2	9.1	7.6	7.8				
市净率（倍）	n.m.	20.1	4.2	3.2	2.8				
股价/每股经营现金	4.3	3.1	0.7	0.9	1.0				
净资产收益率(%)	n.m.	17.4	31.1	24.1	12.4				
投入资本回报率(%)	1.1	(27.8)	3.2	8.5	7.4				
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

未来展望

在世博效应的拉动下，东航 2010 年给市场了较大的惊喜，公司 2010 年业绩实现了华丽转身。不过，在去年的高基数上，我们预期 2011 年上海市场国内航线的增幅将会相对较低，而下半年京沪高铁的开通将会给公司的业务进一步冲击。根据我们前面的测算，高铁开通后，东航将是三大航中受影响最大的航空公司。公司也在积极调整航线网络以应对高铁冲击，但从东航目前机队引进计划来看，其将受制于宽体飞机数量和机型的限制，在欧美远程航线的拓展上近期难有突破，盈利较好的日韩航线也由于市场竞争的加剧以及航权谈判的暂停，较难获得更多的旅客增量。所以总的来看，2011 年公司的经营业绩将难有让人惊喜的表现。

盈利预测

我们预计东航 2010 年，2011 年和 2012 年的净利润将达到 54.38 亿元，55.54 亿元和 32.61 亿元，对应每股收益 0.48 元，0.49 元和 0.29 元。

估值与建议

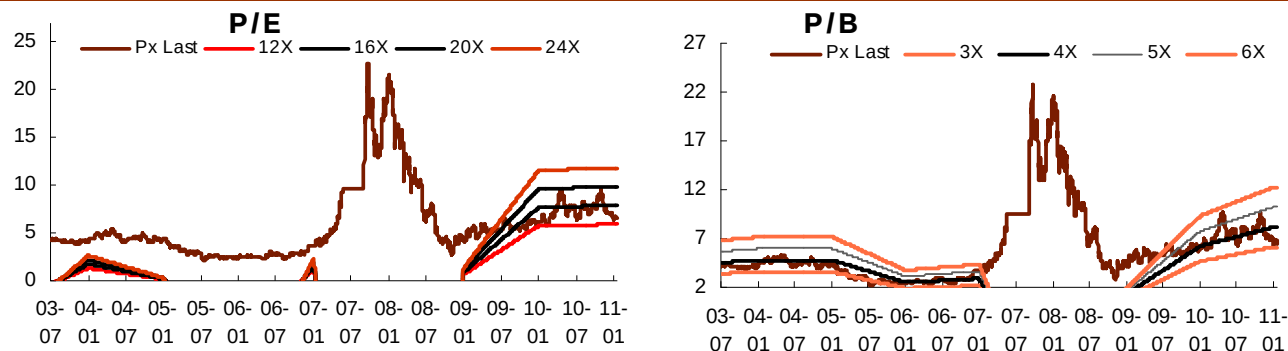
目前东航的 2011 年和 2012 年对应的 PB 分别为 3.2x 和 2.8x，位于板块的高位。从估值来看，不具吸引力。我们维持了对公司中性的投资评级。公司今年的投资机会将来自于战略投资者引进上的突破。否则，东航的估值有回归板块中值的可能性。

图表 1: 历史和预测的财务数据

(百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入净额	41,842	39,831	68,813	76,543	81,391
(+/-%)	(3.9)	(4.8)	72.8	11.2	6.3
主营业务成本	43,076	37,248	54,235	59,790	65,280
(+/-%)	14.4	(13.5)	45.6	10.2	9.2
主营业务利润	(2,125)	1,564	12,818	14,795	14,029
(+/-%)	(144.3)	173.6	719.5	15.4	(5.2)
营业利润	(8,551)	(4,702)	4,247	6,088	3,150
(+/-%)	(5,377.1)	(155.0)	(9.7)	(243.3)	(151.7)
利润总额	(13,985)	640	6,398	7,406	4,467
(+/-%)	(2,029.4)	104.6	(899.5)	(15.8)	39.7
净利润	(13,928)	540	5,438	5,554	3,261
(+/-%)	(2,406.1)	103.9	907.6	2.1	(41.3)
现金流量表					
经营活动现金流	3,465	4,789	21,198	16,496	15,361
投资活动现金流	(2,254)	(7,613)	(12,803)	(12,851)	(12,827)
融资活动现金流	585	1,108	(3,677)	1,000	(1,623)
现金及现金等价物净增加额	1,796	-1,716	4,718	4,645	911
资产负债表					
流动资产	10,401	6,864	15,570	21,033	22,456
长期投资和固定资产	60,180	62,754	80,263	85,643	90,302
无形资产及其他资产	2,524	2,344	11,580	11,450	11,321
流动负债	54,565	36,257	57,238	63,317	67,741
长期负债	29,683	32,148	31,956	29,999	28,043
少数股东权益	534	510	829	1,200	1,423
股东权益	-11,599	3,104	17,490	23,045	26,306
财务指标					
税前利润率 (%)	(33.4)	1.6	9.3	9.7	5.5
净利润率 (%)	(33.3)	1.4	7.9	7.3	4.0
息税折旧摊销前利润率 (%)	(19.7)	14.6	18.0	18.8	17.0
股本回报率 (%)	n.m.	17.4	31.1	24.1	12.4
资产收益率 (%)	(19.0)	0.7	5.1	4.7	2.6
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净债务/股东权益 (%)	(455.3)	1,456.9	263.6	184.4	158.3
资产负债率 (%)	115.1	95.0	83.0	79.4	77.5
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史 PE 和 PB

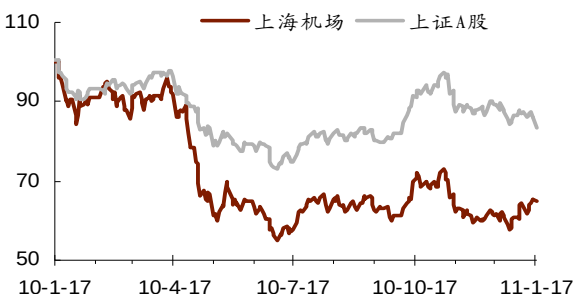


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

上海机场 (600009.CH): 推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	A股	
主营业务收入	3,351	3,338	4,004	4,425	4,899	当前股价	人民币 13.24
(+/-%)	6.6	(0.4)	20.0	10.5	10.7	股票代码	600009.CH
主营业务利润	1,166	912	1,387	1,641	1,941	日成交量 (百万股)	29.7
(+/-%)	(31.4)	(21.7)	52.1	18.3	18.2	52周最高价/最低价	人民币 21.00/11.15
净利润	860	706	1,290	1,499	1,758	总市值 (人民币百万元)	25,513
(+/-%)	(49.3)	(17.9)	82.7	16.2	17.3	发行股数 (百万股)	1,927
每股盈利 (元)	0.45	0.37	0.67	0.78	0.91	其中: 流通股 (百万股)	1,093
市盈率 (倍)	29.7	36.1	19.8	17.0	14.5	主要股东 (持股比例)	上海机场 (集团) 有限公司 (53.3%)
每股经营现金 (元)	0.8	0.6	0.9	1.0	1.1		
股价/经营现金 (倍)	17.1	21.5	14.7	13.7	12.5		
市净率 (倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5		
EV/EBITDA (倍)	15.1	15.2	10.7	9.2	7.7		
净资产收益率 (%)	7.0	5.5	9.1	9.7	10.3		
投入资本回报率 (%)	6.7	5.6	8.8	9.4	10.1		
股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8		

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

未来展望

在航空需求趋旺的带动下, 2010 年 1 至 11 月上海机场的旅客吞吐量整体增速达到了 27.9%, 其中国际旅客吞吐量的增速达到了 30.7%, 高于国内市场 3.1 个百分点, 反映出外围经济复苏给公司带来的增长动力。国际客流的增长也使非航业务, 特别是免税零售业务, 的经营情况得到进一步的改善, 公司收入结构进一步优化, 盈利弹性增加。往后看, 在国际经济不出现二次探底的前提下, 我们预计 2011 年国际旅客增速仍将好于国内, 而总体增速将维持较高的单位数水平。此外, 由于机场利用率水平还有一定提升空间, 近年并没有大规模的资本开支计划, 这也有利于机场盈利水平的提高。我们预期高铁对于机场的分流要小于对于航空, 而长期来看, 航空公司为了应对高铁将进行航线网络的调整, 国际线的比重必将进一步增加, 这也使得主要枢纽机场的航班结构长期有进一步优化的空间。总体来说, 我们预期上海机场未来业绩将能够保证稳健增长。

盈利预测

我们预计上海机场 2010 年, 2011 年和 2012 年的净利润将达到 12.9 亿元, 14.99 亿元和 17.58 亿元, 对应每股收益 0.67 元, 0.78 元和 0.91 元。

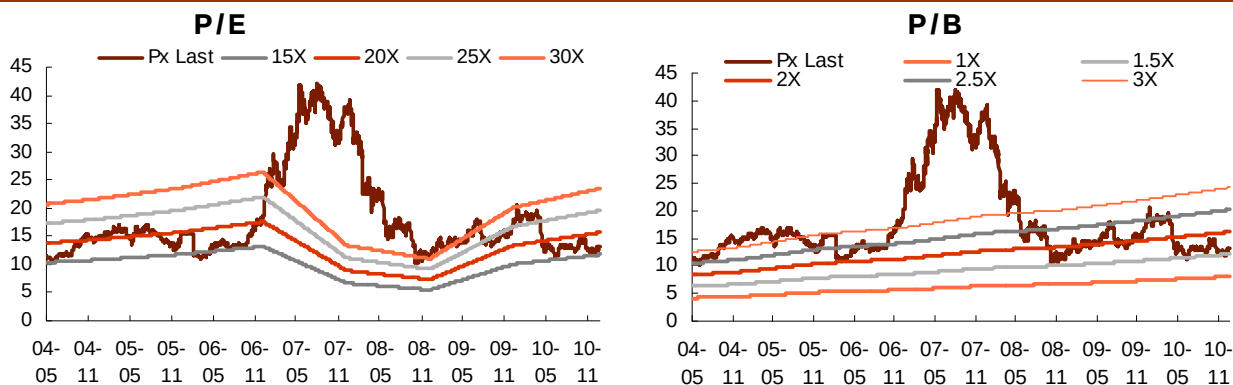
估值与建议

上海机场 2011 年和 2012 年的 PE 分别是 17x 和 14.5x, 处于历史估值的低端。如果内航外线收费标准在 2011 年如期上调, 将给予上海机场较好的利润贡献。此外, 随着虹桥机场利用率水平的提升, 大股东资产注入的预期在 2011 年将会有所加强, 这也将给股价带来一定的促动作用。我们维持对上海机场推荐的投资评级。

图表 1: 历史和预测的财务数据

	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入	3,351	3,338	4,004	4,425	4,899
(+/-%)	6.6	(0.4)	20.0	10.5	10.7
主营业务成本	2,051	2,292	2,456	2,606	2,762
(+/-%)	55.1	11.7	7.2	6.1	6.0
主营业务利润	1,166	912	1,387	1,641	1,941
(+/-%)	(31.4)	(21.7)	52.1	18.3	18.2
营业利润	897	612	1,096	1,358	1,674
(+/-%)	(42.9)	(31.8)	79.2	23.9	23.2
利润总额	1,069	872	1,550	1,838	2,200
(+/-%)	(45.1)	(18.5)	77.7	18.6	19.7
净利润	860	706	1,290	1,499	1,758
(+/-%)	(49.3)	(17.9)	82.7	16.2	17.3
现金流量表					
经营活动现金流	1,495	1,184	1,737	1,857	2,049
投资活动现金流	(1,690)	(249)	(363)	(482)	(454)
融资活动现金流	285	(935)	(537)	(657)	(646)
现金及现金等价物净增加额	90	0	837	717	948
资产负债表					
流动资产	1,602	1,887	2,705	3,579	4,704
长期投资和固定资产	15,253	14,648	14,645	14,752	14,843
流动负债	2,495	1,519	1,447	1,355	1,269
长期负债	2,480	2,482	2,182	1,882	1,582
股东权益	12,306	12,959	14,146	15,519	17,122
财务指标					
毛利率	38.8	31.4	38.7	41.1	43.6
营业利润率 (%)	31.9	26.1	38.7	41.5	44.9
净利润率 (%)	25.7	21.2	32.2	33.9	35.9
息税折旧摊销前利润率 (%)	54.7	54.0	62.8	63.6	64.8
营业、管理费用/主营业务收入	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
股本回报率 (%)	7.0	5.5	9.1	9.7	10.3
资产收益率 (%)	5.0	4.2	7.3	8.0	8.8
股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
净债务/股东权益 (%)	29.4	23.8	19.0	14.7	11.0
资产负债率 (%)	28.8	23.6	20.4	17.3	14.3
流动比率	0.6	1.2	1.9	2.6	3.7
速动比率	0.2	0.2	0.8	1.4	2.3

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史 PE 和 PB


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

首都机场 (00694.HK): 推荐

主要财务, 股票信息

人民币 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	股票代码	694.HK
主营业务收入	4,624	4,965	5,895	6,563	7,110	当前股价 (港币)	4.41
(+/-%)	32	7	19	11	8	日成交量 (百万股)	4.06
EBITDA	834	2,292	3,062	3,529	3,895	总市值 (HK\$ 百万元)	19,099
(+/-%)	-62	175	34	15	10	52周最高价/最低价	5.08/3.7
净利润	85	301	577	863	1,050	发行股数 (百万股)	4,331
(+/-%)	-92	253	92	49	22	其中:流通股(百万股)	1,879
每股收益 (元)	0.02	0.07	0.13	0.20	0.24	主要股东 (持股比例)	首都机场集团 (61.29%)
(+/-%)	-93	253	92	49	22		
每股股息 (元)	0.00	0.03	0.07	0.10	0.12		
净资产收益率 (%)	0.7	2.4	4.5	6.5	7.6		
投入资本回报率 (%)	1.3	3.5	3.4	4.4	5.4		
股息收益率	0.0	0.7	1.3	1.8	2.2		
市盈率 (倍)	196.5	56.0	28.2	18.3	15.1		
EV/EBITDA (倍)	29.6	16.4	11.7	9.5	9.0		
市净率 (倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1		
自由现金流量收益率 (%)	-18.3	10.1	14.7	20.2	-1.0		



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

未来展望

在航空需求依旧良好的前提下, 2011 年首都机场的吞吐量有望维持双位数的增长, 国际经济复苏带来的国际旅客增量将能够促进免税零售等非航业务有较好的表现。有关市场担心的京沪高铁的分流问题, 我们认为机场完全可以释放部分非高铁覆盖航线的时刻资源来有效应对分流影响, 首都机场时刻资源供小于求的局面不会发生改变, 从而对首都机场的总体客流不会产生较大影响。此外, 鉴于机场建设费返回的政策将延续至 2015 年底, 此前一直困扰机场发展的不确定性已经消除, 原先暂停的母公司注资计划也有望恢复, 这不仅可以减轻公司的财务负担, 也为未来 A 股的融资计划铺平道路。

盈利预测

我们预计首都机场 2010 年, 2011 年和 2012 年的净利润将达到 5.77 亿元, 8.63 亿元和 10.5 亿元, 对应每股收益 0.13 元, 0.20 元和 0.24 元。

估值与建议

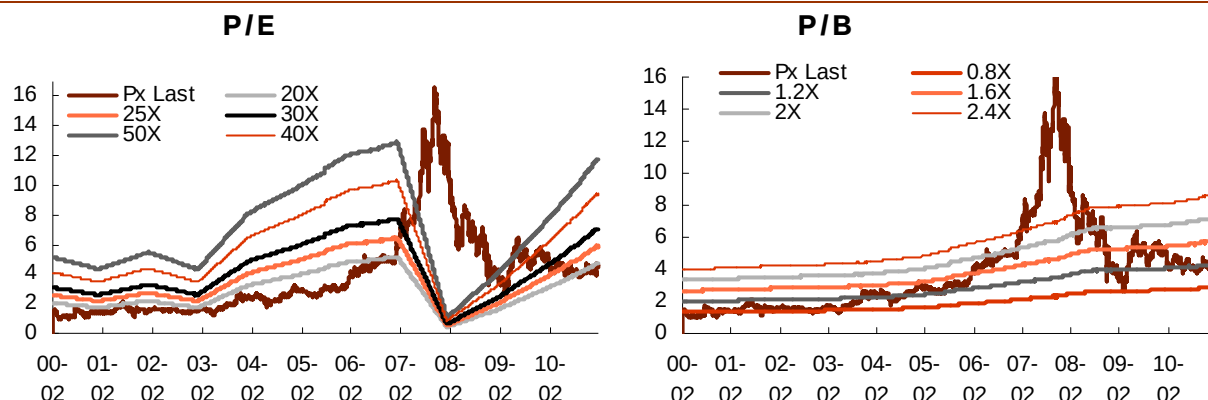
我们用 DCF 估值算出首都机场的目标价为 HKD5.65 元, 相对目前的股价仍有 28% 的上涨空间。目前首都机场对应 2011 年 PB 仅有 1.2x, 位于历史估值低端, 也明显低于 H 股的美兰机场的 A 股机场和国际机场的平均水平。我们维持对首都机场推荐的投资评级。

图表 1: 历史和预测的财务数据

	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入	4,624	4,965	5,895	6,563	7,110
(+/-%)	32	7	19	11	8
主营业务支出	3,742	3,459	3,479	3,698	3,885
(+/-%)	149	(8)	1	6	5
主营业务利润	882	1,505	2,416	2,866	3,226
(+/-%)	(56)	71	60	19	13
营业利润	140	715	1,542	1,932	2,237
(+/-%)	(92)	410	116	25	16
利润总额	69	403	770	1,151	1,400
(+/-%)	(96)	485	91	49	22
净利润	85	301	577	863	1,050
(+/-%)	(92)	253	92	49	22
现金流量表					
经营活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(5,250)	(882)	(235)	(235)	(3,687)
融资活动现金流	1,486	(339)	(1,449)	(2,588)	1,021
现金及现金等价物净增加额	(3,765)	(1,221)	(1,683)	(2,823)	(2,666)
资产负债表					
流动资产	2,463	2,550	3,052	2,877	3,063
长期投资和固定资产	35,217	34,058	32,808	31,481	33,543
流动负债	16,881	17,322	17,345	17,468	16,478
长期负债	8,489	6,675	5,609	3,542	6,242
股东权益	12,310	12,611	12,906	13,348	13,886
财务指标					
营业利润率 (%)	3.0	14.4	26.2	29.4	31.5
净利润率 (%)	1.8	6.1	9.8	13.1	14.8
息税折旧摊销前利润率 (%)	18.2	45.7	51.6	53.5	54.5
股本回报率 (%)	0.7	2.4	4.5	6.5	7.6
资产收益率 (%)	0.2	0.8	1.6	2.5	2.9
股息收益率 (%)	-	0.7	1.3	1.8	2.2
净债务/股东权益 (%)	69	154	141	120	134
资产负债率 (%)	67.3	65.4	63.8	60.9	61.9
流动比率	0.15	0.15	0.18	0.16	0.19
速动比率	0.14	0.14	0.17	0.16	0.18

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史 PE 和 PB

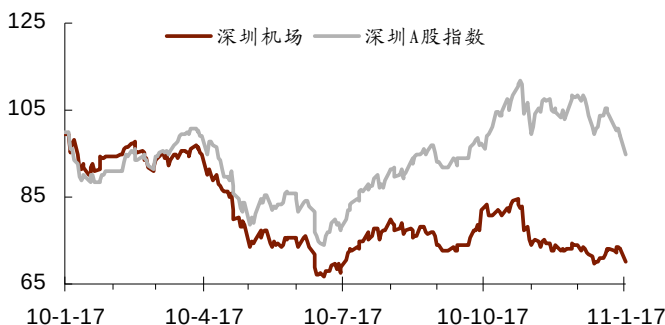


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

深圳机场 (000089.CH): 审慎推荐

主要财务, 股票信息

财务预测 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	A股
主营业务收入	1,516	1,663	1,897	2,099	2,358	当前股价 人民币 5.48
(+/-%)	7.5	9.7	14.1	10.7	12.3	股票代码 000089.CH
主营业务利润	685	748	904	1,009	1,124	日成交量 (百万股) 4.5
(+/-%)	1.2	9.1	20.9	11.6	11.4	总市值 (人民币百万) 9,263
净利润	245	575	703	771	849	52周最高价/最低价 人民币 7.96/5.14
(+/-%)	-57.3	134.9	22.2	9.6	10.2	发行股数 (百万股) 1,690
摊薄每股收益 (元)	0.14	0.34	0.42	0.46	0.50	其中: 流通股 (百万股) 1,037
市盈率 (倍)	37.8	16.1	13.2	12.0	10.9	主要股东 (持股比例) 深圳机场集团公司 (61.4%)
每股经营现金 (元)	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	
市价/经营现金 (倍)	13.5	16.0	10.9	9.5	8.8	
市净率 (倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3	
EV/EBITDA (倍)	16.1	9.0	7.9	6.2	5.1	
净资产收益率 (%)	5.3	11.1	12.1	11.8	11.7	
投入资本回报率 (%)	4.7	11.2	11.2	10.4	10.8	
股息收益率 (%)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

未来展望

随着 2011 年下半年, 第二条跑道的投入使用, 困扰深圳机场的设施瓶颈问题将得以部分解决。所释放的时刻资源将能够满足旅客吞吐量的上升需求。从货运业务来看, 时刻资源的释放也有利于货运飞机起降数量的增加。随着 UPS 转运中心和机场物流保税中心在 2011 年全面投入运营, 机场的货邮吞吐量有望维持 2010 年较好的增长态势。另外, 由于跑道的所有权归属于母公司, 跑道投入使用不会给公司的折旧费用产生负担, 但公司将享有 90% 的跑道收入分成。所以我们预计在 2013 年三号航站楼投入使用之前, 公司的业绩仍有保持稳定增长步伐。

盈利预测

我们预计深圳机场 2010 年, 2011 年和 2012 年的净利润将达到 7.03 亿元, 7.71 亿元和 8.49 亿元, 对应每股收益 0.42 元, 0.46 元和 0.5 元。

估值与建议

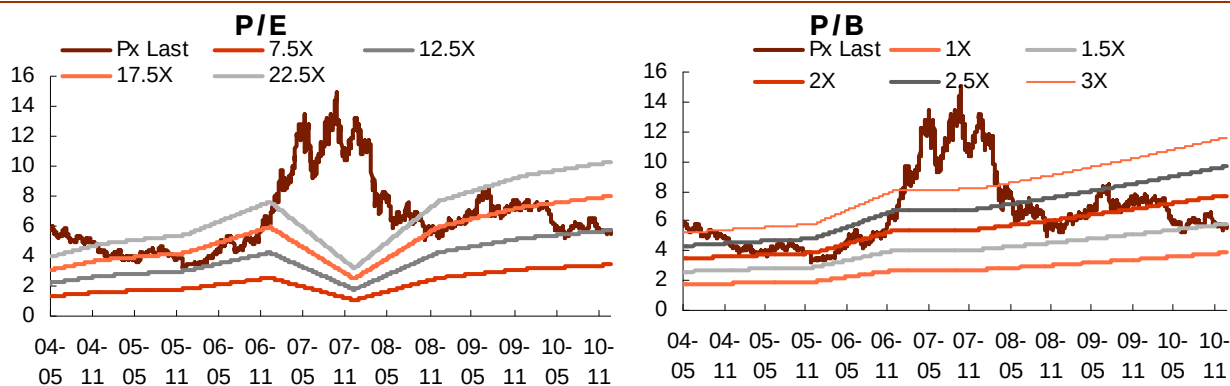
目前深圳机场的 2011 年和 2012 年对应的 PE 分别为 12x 和 10.9x, 相对板块有 17% 的折扣。我们维持对深圳机场审慎推荐的投资评级。

图表 1: 历史和预测的财务数据

	2008 A	2009A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入	1,516	1,663	1,897	2,099	2,358
(+/-%)	7.5	9.7	14.1	10.7	12.3
主营业务成本	768	847	915	1,004	1,138
(+/-%)	13.5	10.2	8.1	9.7	13.3
主营业务利润	685	748	904	1,009	1,124
(+/-%)	1.2	9.1	20.9	11.6	11.4
营业利润	677	717	895	1,007	1,125
(+/-%)	0.6	5.9	24.9	12.5	11.7
利润总额	399	724	902	1,014	1,132
(+/-%)	-40.2	81.4	24.7	12.4	11.6
净利润	245	575	703	771	849
(+/-%)	-57.3	134.9	22.2	9.6	10.2
现金流量表					
经营活动现金流	686	580	853	972	1,053
投资活动现金流	-356	-646	-1,366	-216	-216
融资活动现金流	-232	-69	990	-208	-502
现金及现金等价物净增加额	98	-135	477	548	334
资产负债表					
流动资产	1,584	1,803	2,331	2,922	3,312
长期投资和固定资产	3,545	3,676	4,889	4,884	4,874
流动负债	744	587	685	756	846
长期负债	13	11	1,000	800	300
股东权益	4,638	5,168	5,809	6,512	7,287
财务指标					
主营业务利润率 (%)	45.2	45.0	47.7	48.1	47.7
营业利润率 (%)	44.7	43.1	47.2	48.0	47.7
净利润率 (%)	16.1	34.6	37.1	36.7	36.0
息税折旧摊销前利润率 (%)	33.3	53.0	55.8	58.5	57.1
股本回报率 (%)	5.3	11.1	12.1	11.8	11.7
资产收益率 (%)	4.5	9.9	9.3	9.5	10.0
股息收益率 (%)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
净债务/股东权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债率 (%)	13.9	10.3	22.4	19.2	13.5
流动比率	2.1	3.1	3.4	3.9	3.9
速动比率	2.1	3.1	3.4	3.9	3.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

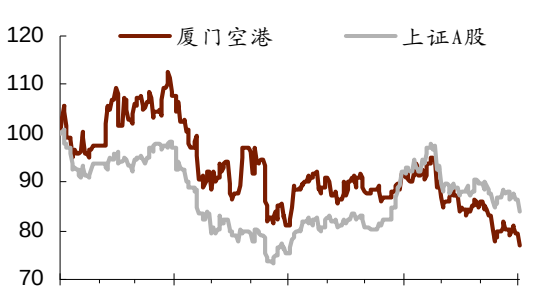
图表 2: 历史 PE 和 PB



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

厦门空港（600897.CH）：中性

主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	A股	
营业收入	675	766	829	918	1,016	当前股价	人民币14.55
(+/-)	38%	13%	8%	11%	11%	股票代码	600897 CH Equity
营业利润	261	373	386	433	474	日成交量(百万股)	1.1
(+/-)	17%	43%	3%	12%	10%	52周最高价/最低价	人民币21.49/14.51
净利润	195	270	278	304	329	总市值(人民币百万元)	4,333
每股盈利(元)	0.65	0.91	0.94	1.02	1.10	发行股数(百万股)	298
(+/-)	18%	39%	3%	9%	8%	其中：流通股(百万股)	125
市盈率	22.3	16.0	15.6	14.2	13.2	主要股东(持股比例)	厦门空港集团(68%)
市净率	3.8	3.3	2.7	2.3	2.0		
EV/EBITDA	12.4	9.9	9.0	8.2	7.9		
净资产收益率	16.7%	22.0%	19.1%	17.6%	16.3%		
ROCE	15.1%	18.2%	15.8%	14.8%	12.4%		
现金分红收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%		
每股经营现金流(元)	0.7	1.2	1.3	1.4	1.5		
股价/经营现金	19.6	11.9	10.9	10.4	9.8		

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

未来展望

在经历了两年较好的增长后，厦门机场从2010年下半年增速开始放缓。这也符合我们一直的观点“在两岸三通拉动过后，长远看，厦门经济能否保持高速增长，是驱动机场业务量发展的根本因素”。此外，机场目前的定位仍局限于区域性的干线机场而非地区性的枢纽机场，国际旅客的比重过低也限制了厦门空港未来非航的发展潜力。总体来看，公司未来业绩将保持稳定增长，但惊喜不多。

盈利预测

我们预计厦门空港2010年，2011年和2012年的净利润将达到2.78亿元，3.04亿元和3.29亿元，对应每股收益0.94元，1.02元和1.1元。

估值与建议

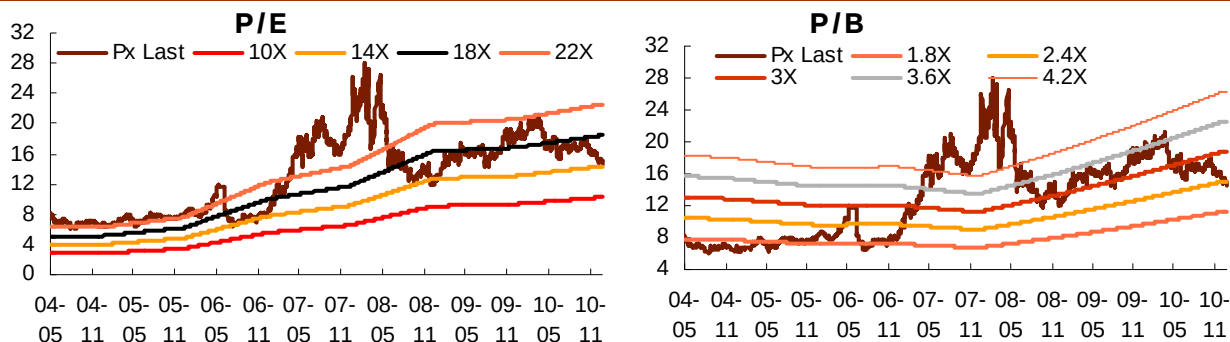
目前厦门空港的2011年和2012年对应的PE分别为14.2x和13.2x，维持对厦门空港中性的投资评级。

图表 1: 历史和预测的财务数据

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	675	766	829	918	1,016
(+/-%)	38.2%	13.5%	8.3%	10.6%	10.8%
主营业务利润	318	401	442	494	552
营业费用	-7	-2	-	-	-
管理费用	-50	-51	-58	-64	-71
财务费用	4	-1	-1	-	-10
营业利润	265	347	383	430	471
税前利润	261	367	386	433	474
所得税	-39	-73	-85	-104	-119
少数股东权益	-28	-24	-23	-25	-27
净利润	195	270	278	304	329
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	221	365	397	417	443
投资活动现金流净额	-575	-329	14	14	-251
融资活动现金流净额	30	-101	-42	-27	227
货币资金增加额	-325	-66	369	404	419
资产负债表 (百万元)					
流动资产	376	226	662	1,099	1,517
长期投资	3	4	4	4	4
固定资产	1,182	1,174	1,078	981	1,136
无形资产和其他资产	113	112	113	114	116
流动负债	395	179	240	281	265
长期负债	-	-	-	-	266
少数股东权益	156	151	173	198	224
股东权益	1,126	1,333	1,587	1,865	2,165
总资产	1,680	1,665	2,000	2,340	2,915
财务指标					
主营业务利润率	52.7%	53.0%	53.3%	53.6%	53.9%
息税前利润率	38.6%	45.4%	46.2%	46.8%	47.3%
净利润率	28.8%	35.3%	33.6%	33.2%	32.4%
净资产收益率	17.3%	20.3%	17.5%	16.3%	15.2%
总资产收益率	11.6%	16.2%	13.9%	13.0%	11.3%
总资产负债率	23.7%	10.9%	12.0%	11.9%	18.0%
净资产负债率	35.3%	13.6%	15.1%	14.9%	24.3%
流动比率	1.0	1.4	2.9	4.0	5.8
速动比率	0.9	1.4	2.8	4.0	5.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史 PE 和 PB



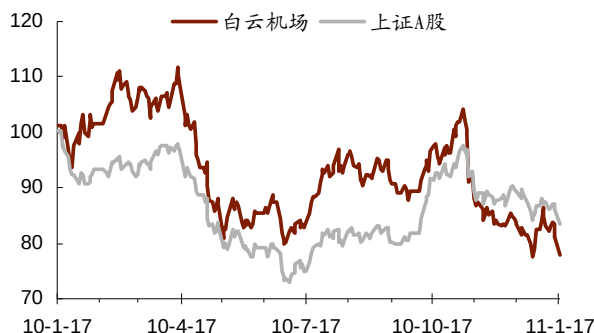
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

白云机场 (600004.CH): 中性

主要财务, 股票信息

财务预测 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,050	3,306	3,694	4,165	4,552
(+/-%)	13.6	8.4	11.7	12.7	9.3
主营业务利润	1,168	1,279	1,290	1,529	1,616
(+/-%)	1.3	9.5	0.8	18.6	5.7
净利润	486	544	586	642	695
(+/-%)	34.6	12.0	7.7	9.6	8.4
每股盈利 (元)	0.42	0.47	0.51	0.56	0.60
市盈率 (倍)	19.7	17.6	16.4	14.9	13.8
每股经营现金 (元)	0.9	1.0	1.0	1.2	1.3
股价/经营现金	9.6	8.3	8.1	7.1	6.6
EV/EBITDA (倍)	8.7	8.2	8.6	7.1	6.3
市净率 (倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
净资产回报率 (%)	8.3	8.8	9.0	9.4	9.7
投入资本回报率 (%)	7.9	7.9	7.2	7.7	8.2
股息收益率 (%)	2.0	3.1	3.0	3.2	3.7

当前股价	A股
人民币 8.33	
股票代码	600004.CH
日成交量 (百万股)	6.5
52周最高价/最低价	人民币 12.36/8.19
总市值 (人民币百万元)	9,580
发行股数 (百万股)	1,150
其中: 流通股 (百万股)	1,150
主要股东 (持股比例)	广东省机场管理集团 (61.96%)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

未来展望

我们预期在下半年深圳机场的跑道投入使用后, 将给白云机场的吞吐量产生一定的分流作用, 白云机场 2011 年吞吐量的增速可能会略低于行业平均水平。非航业务方面, 广告业务 2010 年在和天骏合约到期后, 已经出现了较好的增长, 估计 2011 年的增长将会比较平淡。由于白云机场的客流量仍以国内旅客为主, 短期内非航业务难有较大的提升。综合来看, 白云机场未来几年的业绩虽将维持稳定增长, 但惊喜不多。

盈利预测

我们预计白云机场 2010 年, 2011 年和 2012 年的净利润将达到 5.86 亿元, 6.42 亿元和 6.95 亿元, 对应每股收益 0.51 元, 0.56 元和 0.6 元。

估值与建议

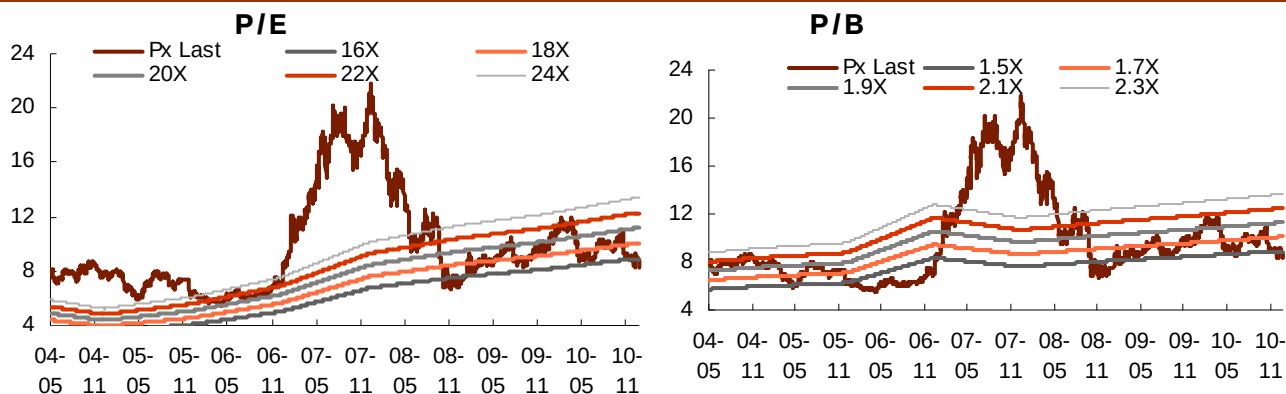
目前白云机场的 2011 年和 2012 年对应的 PE 分别为 14.9x 和 13.8x, 稍高于板块的平均水平, 维持对白云机场中性的投资评级。

图表 1: 历史和预测的财务数据

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利润表					
主营业务收入	3,050	3,306	3,694	4,165	4,552
(+/-%)	14	8	12	13	9
主营业务成本	1,763	1,899	2,265	2,479	2,764
(+/-%)	23	8	19	9	12
主营业务利润	1,168	1,279	1,290	1,529	1,616
(+/-%)	1	10	1	19	6
营业利润	708	753	868	953	1,030
(+/-%)	19	6	15	10	8
利润总额	705	757	843	923	1,000
(+/-%)	18	7	11	10	8
净利润	486	544	586	642	695
(+/-%)	35	12	8	10	8
资产负债表					
流动资产	1,624	2,210	2,649	3,067	3,189
长期投资	149	149	149	149	149
固定资产	7,128	8,735	8,703	8,369	7,992
无形资产及其他资产	119	137	134	132	129
流动负债	2,717	4,676	4,739	4,440	3,960
长期负债	270	170	170	170	0
少数股东权益	190	193	235	281	331
股东权益	5,844	6,192	6,492	6,825	7,169
现金流量表					
经营活动产生的现金流量净额	996	1,155	1,189	1,349	1,452
投资活动产生的现金流量净额	(562)	(524)	(2809)	(236)	(245)
融资活动产生的现金流量净额	(428)	(35)	1936	(845)	(1209)
现金及现金等价物净增加额	5	596	316	267	(2)
主要比率					
股本收益率 (%)	8.3	8.8	9.0	9.4	9.7
资产收益率 (%)	5.4	4.8	5.0	5.5	6.1
营业利润率 (%)	23.2	22.8	23.5	22.9	22.6
净利润率 (%)	15.9	16.5	15.9	15.4	15.3
息税折旧摊销前利润率 (%)	40.3	38.4	38.1	38.6	37.5
股息收益率 (%)	2.04	3.12	2.99	3.22	3.67
流动资产周转率	1.9	1.5	1.4	1.4	1.4
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史 PE 和 PB



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为首都机场提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED