

证券研究报告

航空运输Ⅲ 机场Ⅲ



民用航空持续景气，通用航空异军突起

2011年2月28日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	10E	11E	评级
中国国航	0.95	1.15	强烈推荐
南方航空	0.57	0.72	强烈推荐
东方航空	0.52	0.58	强烈推荐
海南航空	0.61	0.70	强烈推荐
上海机场	0.68	0.76	强烈推荐

相关报告

航空运输Ⅲ：《新开局，新气象——中国民航“十二五”展望》2011-2-14

航空运输Ⅲ：《“淡季不淡”彰显行业景气，“春运大潮”带来火热行情——航空机场12月报》2011-1-31

航空运输Ⅲ：《国航净利润预增200%以上》2011-1-13

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S1010210030008

联系人：朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

投资要点

- **1月行业利润持续保持历史同期最好水平。**1月预计我国航空公司收入267亿元，盈利28亿元，毛利率20%，环比提升11%、250%、10PT。近年春运运行情火热、票价提升，致使1月份盈利大幅增长，为历史同期最好水平。
- **航空运量需求同比增长强劲，国内需求环比大幅上升。**1月我国民航综合、国内（含地区）、国际和地区的运输总周转量（RTK）分别为46.7、30.3、16.4和1.0亿吨公里，同比增长16.4%、17.3%、21.6%和19.5%，环比增长2.6%、6.8%、-4.2%和-6%。
- **航空运力供给增长略快。**1月底我国民航运输飞机1603架，同比和环比分别增长12.3%和0.8%。飞机日利用率9.3小时，同比增加0.2小时，环比增加0.7小时。ATK65.9亿吨公里，同比增长13.9%，环比增加5.8%，供座数2858万个，同比增长13.1%，环比增长8.1%。
- **航空运营效率环比回升。**1月综合客座率（PLF）为79.3%，同比提升2.5个百分点，环比下降0.2个百分点。运力投放的增加使得客座率环比微降，但高于历史同期水平。预计1月我国民航客公里收入约0.65元，同比提高18.2%，环比提高10.2%。吨公里收入约5.5元，同比提高18.3%左右，环比提升12.2%。国内航空公司竞争格局改善使其议价能力愈发强大。1月份在供给增速高于需求增速使载运率下降的情况下，票价水平依然坚挺并环比大幅提升。
- **民用航空景气持续，通用航空异军突起。**1月份民航国内需求同比和环比大幅增长，景气程度令人欣喜。由于国内竞争格局改善，票价水平持续提升，盈利有望超预期。推动低空开放、促进通用航空发展是大势所趋，随着后续鼓励政策的陆续出台，通用航空有望异军突起。
- **机场非航业务快速增长，消费属性日渐增强。**航空景气带动机场需求，经济发展提升居民收入水平，两者合力之下各机场的非航业务高速增长，将不断改善机场的收入结构，使得机场经营业务的消费属性日渐增强，估值水平有望向商业零售行业靠拢，上升空间巨大。
- **风险提示：**航空股估值高企与大盘系统性风险；全球政治和经济波动导致油价和汇率风险；高铁替代竞争；运力增长过快，爆发非理性价格战；发生突发性疾病、灾害或不可抗力等。
- **行业评级及投资策略：**民用航空方面，油价回落和需求景气将助力航空股（低估值周期股）反弹。通用航空方面，“两会”召开在即，通航有望异军突起，出现政策推动行情。机场方面，估值合理、攻守兼备。我们重点推荐中长期受益低空开放的通航产业链相关公司中信海直、川大智胜、博云新材、海特高新等；推荐具有资产注入和提价预期、具有内涵和外延增长双重看点的上海机场，以及成本控制能力强、运营效率高、内外兼修、攻守兼备的厦门空港；关注航空股估值修复的反弹行情。

目 录

投资聚焦	- 6 -
投资逻辑	- 6 -
投资策略	- 6 -
核心假设	- 7 -
风险提示	- 7 -
航空运量需求：需求持续景气	- 7 -
运输总周转量：RTK 同比增速维持高位	- 7 -
旅客周转量：同比和环比均持续上升	- 9 -
货邮周转量：RFTK 同比和环比增速下滑	- 10 -
旅客运输量：同比环比均大幅增长	- 10 -
货邮运输量：同比增速放缓，环比下滑	- 11 -
航空运力供给：飞机增速平稳，飞机利用率回升	- 13 -
飞机同比增速持续小幅下降，飞机利用率回升明显	- 13 -
可用吨公里：ATK 同比增速放缓，环比小幅回落	- 14 -
可用客公里：ASK 同比增速上升，高于历史同期	- 16 -
可用货邮吨公里：AFTK 同比增速持续回落，环比微升	- 17 -
航空运营效率：环比回升，高于历史同期水平	- 17 -
载运率：LF 同比和环比显著上升	- 17 -
客座率：PLF 环比微降，高于历史同期水平	- 18 -
货邮载运率：FLF 环比下滑，但仍高于历史同期水平	- 20 -
航空运营效益：票价和业绩同比高增长、油价大幅上扬	- 20 -
票价水平：同比和环比回升	- 20 -
航油成本：同比大幅提升	- 22 -
燃油附加费：即时上调，实现联动	- 23 -
汇率：人民币兑美元小幅贬值	- 24 -
主业利润：1 月份预计全行业盈利创历史同期最好水平	- 25 -
机场业：非航收入快速增长，防御特性突出	- 25 -
上海机场：2010 年业绩超预期，未来成长空间可期	- 26 -
厦门空港：货流量同比增速高于起降和客流量同比增速	- 28 -
深圳机场：货邮吞吐量同比增速高于起降和旅客吞吐量增速	- 29 -
白云机场：旅客吞吐量同比增速持续回升	- 30 -
图 1、全民航 1 月国际 RTK 同比增速略高于国内	- 8 -
图 2、全民航 1 月 RTK 同比增速略低于 12 月	- 8 -
图 3、国航 1 月地区 RTK 同比增速略高于国内	- 8 -
图 4、国航 1 月 RTK 同比增速略低于 12 月	- 8 -
图 5、南航 1 月国际航线 RTK 同比增速高于国内	- 8 -
图 6、南航 1 月 RTK 同比增速略高于 12 月	- 8 -
图 7、东航 1 月国际航线 RTK 同比增速高于国内	- 9 -
图 8、东航 1 月 RTK 同比增速略低于 12 月	- 9 -
图 9、全民航 1 月 RPK 同比环比均上升	- 9 -

图 10、国航 1 月 RPK 同比增速略高于 12 月	- 9 -
图 11、南航 1 月 RPK 同比增速高于 12 月	- 9 -
图 12、东航 1 月 RPK 同比增速持续上升	- 9 -
图 13、全民航 1 月 RFTK 同比和环比增速下滑	- 10 -
图 14、国航 1 月 RFTK 同比和环比增速下滑	- 10 -
图 15、南航 1 月 RFTK 环比上升同比下滑	- 10 -
图 16、东航 1 月 RFTK 同比增速由正转负	- 10 -
图 17、全民航 1 月国际客流同比增速高于国内	- 10 -
图 18、全民航 1 月客流量同比和环比增速上升	- 10 -
图 19、国航 1 月国内客流量增速高于国际	- 11 -
图 20、国航 1 月客流量同比增速上升	- 11 -
图 21、南航 1 月国际客流量同比增速高于国内	- 11 -
图 22、南航 1 月客流量同比增速上升	- 11 -
图 23、东航 1 月国际客流量同比增速高于国内	- 11 -
图 24、东航 1 月客流量同比增速持续上升	- 11 -
图 25、全民航 1 月国内货量同比增速略高于国际	- 12 -
图 26、全民航 1 月货邮量同比增速略低于 12 月	- 12 -
图 27、国航 1 月国际货邮量同比增速高于国内	- 12 -
图 28、国航 1 月货邮量同比增速略低于 12 月	- 12 -
图 29、南航 1 月国际货邮量同比增速高于国内	- 12 -
图 30、南航 1 月货邮量同比增速高于 12 月	- 12 -
图 31、东航 1 月国际货邮量同比增速略高于国内	- 13 -
图 32、东航 1 月货邮量同比增速由正转负	- 13 -
图 33、1 月底全民航运输飞机 1603 架	- 13 -
图 34、全民航 1 月飞机引进速度继续回落	- 13 -
图 35、全民航 1 月飞机日利用率 9.3 小时	- 14 -
图 36、全民航 1 月飞机利用率同比增速小幅上升	- 14 -
图 37、全民航 1 月 ATK 65.9 亿吨公里	- 14 -
图 38、全民航 1 月 ATK 同比增速持续回升	- 14 -
图 39、ATK 和 RTK 对比	- 15 -
图 40、全民航 1 月 ATK 增速回升与 RTK 基本持平	- 15 -
图 41、全民航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内	- 15 -
图 42、全民航 1 月国际国内运力同比增速对比	- 15 -
图 43、国航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内	- 15 -
图 44、国航 1 月 ATK 同比增速小幅上升	- 15 -
图 45、南航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内	- 15 -
图 46、南航 1 月 ATK 同比增速回升	- 15 -
图 47、东航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内	- 16 -
图 48、东航 1 月 ATK 同比增速回升	- 16 -
图 49、全民航 1 月 ASK 同比增速高于历史同期	- 16 -
图 50、国航 1 月 ASK 同比增速接近历史同期	- 16 -
图 51、南航 1 月 ASK 同比增速高于历史同期	- 16 -
图 52、东航 1 月 ASK 同比增速上升	- 16 -
图 53、全民航 1 月 AFTK 同比增速持续回落	- 17 -
图 54、国航 1 月 AFTK 同比增速持续回落	- 17 -
图 55、南航 1 月 AFTK 同比增速持续回落	- 17 -
图 56、东航 1 月 AFTK 同比增速由正转负	- 17 -
图 57、全民航 1 月载运率国内高于国际地区	- 17 -
图 58、全民航 1 月载运率环比下滑	- 17 -
图 59、国航 1 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 60、国航 1 月载运率环比下滑	- 18 -

图 61、南航 1 月载运率国内高于国际地区.....	- 18 -
图 62、南航 1 月载运率环比微降	- 18 -
图 63、东航 1 月载运率国内高于国际地区.....	- 18 -
图 64、东航 1 月载运率环比下滑	- 18 -
图 65、全民航 1 月客座率国内高于国际和地区.....	- 19 -
图 66、全民航 1 月客座率环比微降	- 19 -
图 67、国航 1 月客座率国内高于国际和地区.....	- 19 -
图 68、国航 1 月客座率环比上升	- 19 -
图 69、南航 1 月客座率国内高于国际和地区.....	- 19 -
图 70、南航 1 月客座率环比下降	- 19 -
图 71、东航 1 月客座率国内高于国际和地区.....	- 19 -
图 72、东航 1 月客座率环比微降	- 19 -
图 73、全民航 1 月货邮载运率下滑	- 20 -
图 74、国航 1 月货邮载运率下滑	- 20 -
图 75、南航 1 月货邮载运率上升	- 20 -
图 76、东航 1 月货邮载运率环比下滑	- 20 -
图 77、国内航线票价指数	- 21 -
图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数	- 21 -
图 79、国际航线（不含亚洲地区）票价指数.....	- 21 -
图 80、国内、亚太与国际航线票价指数	- 21 -
图 81、三大航 1 月裸票价同比和环比提升	- 21 -
图 82、三大航 1 月国内裸票价同比环比提升.....	- 21 -
图 83、三大航 1 月国际裸票价同比环比基本持平.....	- 21 -
图 84、三大航 1 月地区裸票价同比和环比上升.....	- 21 -
图 85、1 月国际原油 WTI 价格持续上扬，在 90 美元/桶左右波动.....	- 22 -
图 86、1 月航空公司航油采购均价约 6360 元/吨	- 23 -
图 87、1 月人民币兑美元汇率小幅贬值 0.2%	- 25 -
图 88、1 月人民币兑日元升值 0.8%	- 25 -
图 89、1 月末一年期 NDF 比即期汇率升值 2.34%	- 25 -
图 90、航空、机场与大盘指数相对走势	- 26 -
图 91、1 月上海两场客货同比增速基本持平.....	- 27 -
图 92、1 月上海两场起降同比增速高于历史同期.....	- 27 -
图 93、1 月上海两场客量同比增速高于历史同期.....	- 27 -
图 94、1 月上海两场货量同比增速处于低位.....	- 27 -
图 95、1 月浦东机场同比增速客平货降	- 27 -
图 96、1 月浦东机场起降同比上升	- 27 -
图 97、1 月浦东机场客流量同比增速持平	- 27 -
图 98、1 月浦东机场货流量同比增速下滑	- 27 -
图 99、1 月浦东机场起降增速国内国际持平.....	- 28 -
图 100、1 月浦东机场旅客增速国际国内持平.....	- 28 -
图 101、1 月虹桥机场客货流量同比增速回升.....	- 28 -
图 102、1 月虹桥机场起降同比增速超历史同期.....	- 28 -
图 103、1 月虹桥客流量同比增速超历史同期.....	- 28 -
图 104、1 月虹桥机场货流量同比增速回升.....	- 28 -
图 105、1 月厦门空港起降同比增速持续上升.....	- 29 -
图 106、1 月厦门空港客流量同比增速持续上升.....	- 29 -
图 107、1 月厦门空港货流量同比增速持平.....	- 29 -
图 108、1 月厦门空港同比增速客增货降	- 29 -
图 109、1 月深圳机场起降同比增速低于历史同期.....	- 30 -
图 110、1 月深圳机场客流量同比增速持续回升.....	- 30 -
图 111、1 月深圳机场货流同比增速接近历史高位.....	- 30 -

图 112、1 月深圳货流同比增速高于起降和客流.....	- 30 -
图 113、1 月白云机场起降同比增速由负转正.....	- 31 -
图 114、1 月白云机场旅客同比增速持续回升.....	- 31 -
图 115、1 月白云机场货流量同比增速微升.....	- 31 -
图 116、1 月白云机场客流同比增速好于起降货流.....	- 31 -
图 117、航空与其他周期板块股价走势比较.....	- 33 -
表 1、重点公司盈利预测与评级（2011.3.1）.....	- 7 -
表 2、国内航油出厂价生命历程（元/吨）.....	- 22 -
表 3、国内燃油附加费生命历程.....	- 23 -
表 4、2010 年 12 月以来国内外航空公司纷纷上调燃油附加费.....	- 24 -
表 5、全球航空公司估值比较（2011 年 2 月 25 日收盘价）.....	- 31 -
表 6、全球机场估值比较（2011 年 2 月 25 日收盘价）.....	- 32 -

投资聚焦

投资逻辑

国内需求旺盛，景气依然持续。1 月份受春运行情影响，民航需求尤其是国内需求同比和环比大幅增长，景气程度令人欣喜。由于国内竞争格局改善，航空公司议价能力大幅增强。1 月份在供给增速略高于需求增速使载运率下降的情况下，票价水平尤其是国内航线票价水平仍然大幅上升。而对于航空公司而言，业绩对票价水平提升的敏感性远大于对 RPK 提升的敏感性。在竞争格局改善、供需匹配基本平衡、精细化管理持续推进的驱动下，我国民航业有望景气持续。

油价继续大幅上涨缺乏支撑，短期有望回落。由于中东和北非局势不稳，近期油价波动剧烈。油价暴涨会影响到欧美经济的复苏进程，大国之间的博弈和政治干预会阶段性缓解危机的加速蔓延。当前美国对中东乱局的态度已经在转变；欧佩克各国已经在行动，安抚国内的动荡、加大生产。油价在短期内有望回落，中东乱局有望缓解，从而在预期层面对 A 股有正面影响。

机场非航业务高速增长，消费属性日渐增强。航空景气带动机场需求，经济发展提升居民收入水平，两者合力之下各机场的非航业务高速增长，将不断改善机场的收入结构，使得机场经营业务的消费属性日渐增强，估值水平有望向商业零售行业靠拢，上行空间较大。

低空开放积极推进，通用航空腾飞在即。通用航空是民航事业的两翼之一，在国家经济社会建设中具有不可替代的作用，加快通用航空发展意义重大。民航“十二五”规划将加快通用航空发展，积极试点低空空域开放、推进基础设施建设、改善企业运营环境、完善规章标准体系。通航产业链将出现历史性机遇和爆发性增长，“两会”期间有望展开政策推动行情。

投资策略

民用航空：油价回落和需求景气助力低估值周期股反弹。中东乱局的缓解将使油价有望回落，国内外经济稳步复苏将使航空需求持续景气。两者叠加使得航空公司票价提升、成本无忧，盈利增长有望超预期。在大盘春季攻势中，具有良好业绩支撑的低估值周期股有望持续反弹。推荐引领行业变革的中国国航、国内业务弹性大的南方航空、战略整合后体现协同效应的东方航空、具有整体上市预期的海南航空。

通用航空：政策推动、异军突起。加快通用航空发展是建设民航强国、实现经济结构转型、增强地区经济活力的必由之路。3 月 3 日“两会”即将开幕，政策驱动行情有望展开，通用航空相关公司有望异军突起。推荐中长期受益低空开放的

通用航空产业链相关上市公司中信海直、川大智胜、博云新材、海特高新等。

机场业：估值合理、攻守兼备。机场非航业务的发展将改善机场收入结构，内航外线收费有望并轨可进一步提升机场盈利能力。机场行业估值处于历史低位，2010年 17X PE，2011 年 15X PE。推荐业务规模快速增长、毛利率不断提升、存在资产注入和收费标准上调预期的上海机场，其具有内涵和外延增长的双重看点；以及成本控制能力强、运营效率高、内外兼修、攻守兼备的厦门空港。

核心假设

2011 年 WTI 均值 90 美元/桶，波动区间 70-110 美元/桶。航空公司原油套保一直持续到 2011 年上半年。2011 年综合、国内、国际和地区的 RPK 增速分别为 15.57%、15.62%、15.90%、11.34%。2011 年人民币兑美元升值 3~5%。

风险提示

航空股估值高企与大盘系统性风险；全球政治和经济波动导致油价和汇率风险；高铁替代竞争；运力增长过快，爆发非理性价格战；发生突发性疾病、灾害或不可抗力等。

表 1、重点公司盈利预测与评级（2011.3.1）

简称	股价	EPS			PE			PB	评级	目标价
		09	10E	11E	09	10E	11E	10E		
中国国航	11.93	0.42	0.95	1.15	28	13	10	3.5	买入	19.56
东方航空	6.61	0.08	0.52	0.58	83	13	11	4.3	买入	10.46
南方航空	8.88	0.05	0.72	0.57	178	12	16	2.8	买入	10.30
海南航空	8.27	0.09	0.61	0.70	92	14	12	3.7	买入	11.92
厦门空港	15.56	0.91	0.95	1.12	17	16	14	2.9	买入	20.22
上海机场	14.38	0.37	0.68	0.76	39	21	19	2.0	买入	19.00
白云机场	8.79	0.47	0.53	0.62	19	17	14	1.5	增持	12.40
深圳机场	5.98	0.34	0.42	0.38	18	14	16	1.7	增持	7.69

数据来源：兴业证券研究所

航空运量需求：需求持续景气

运输总周转量：RTK 同比增速维持高位

2011 年 1 月我国民航综合、国内（含地区）、国际和地区的运输总周转量（RTK）分别为 46.7、30.3、16.4 和 1.0 亿吨公里，同比增长 16.4%、17.3%、21.6%和 19.5%，环比增长 2.6%、6.8%、-4.2%和-6%。

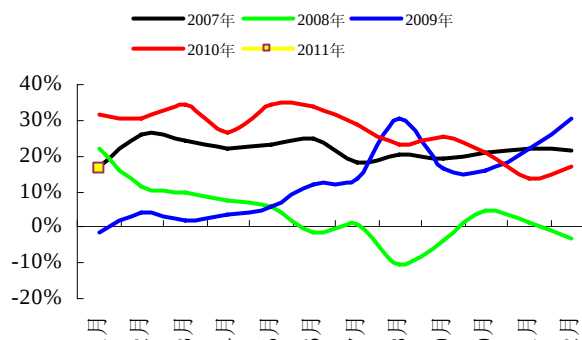
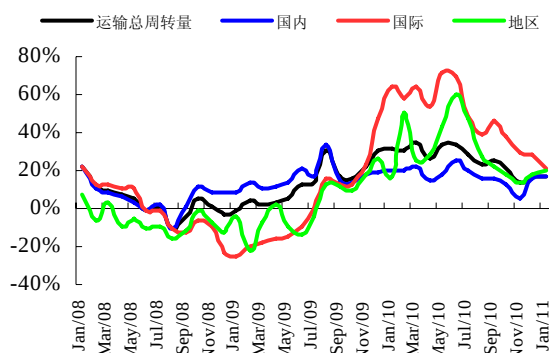
受国外圣诞节和新年过后航空需求减少的影响，国际和地区运输总周转量环比下降 4.2%和 6%，但同比仍保持了 21.6%和 19.5%的较高增速。国内则受到春节影响，

运输总周转量同比劲升 17.3%，环比提高 6.8%，显示国内需求异常强劲。

回落是季节性的，景气是中长期的。经济发展、人民收入水平提高、竞争格局改善、航空消费属性的日益增强，将使得中国航空业迈入下一个黄金十年。

图 1、全民航 1 月国际 RTK 同比增速略高于国内

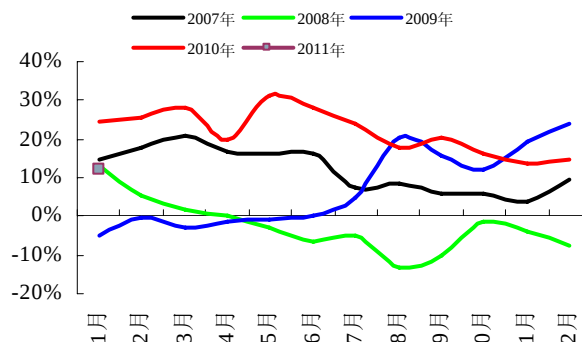
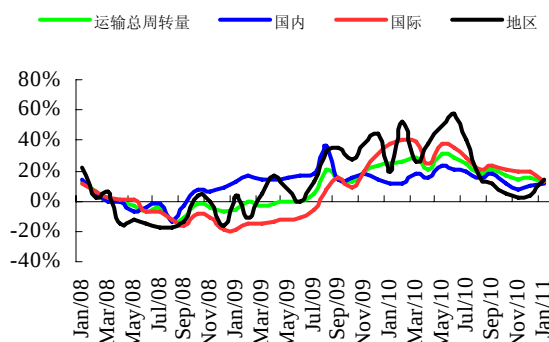
图 2、全民航 1 月 RTK 同比增速略低于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 1 月地区 RTK 同比增速略高于国内

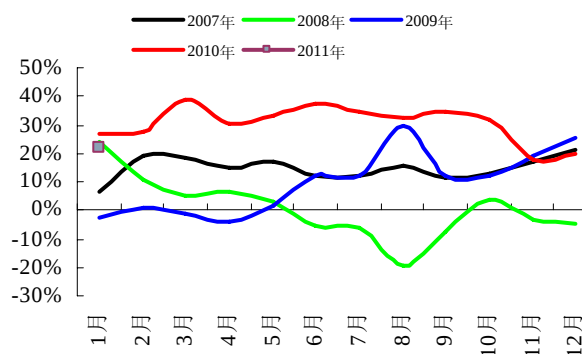
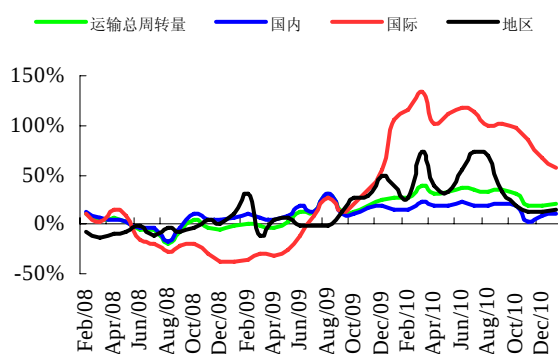
图 4、国航 1 月 RTK 同比增速略低于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、南航 1 月国际航线 RTK 同比增速高于国内

图 6、南航 1 月 RTK 同比增速略高于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航 1 月国际航线 RTK 同比增速高于国内

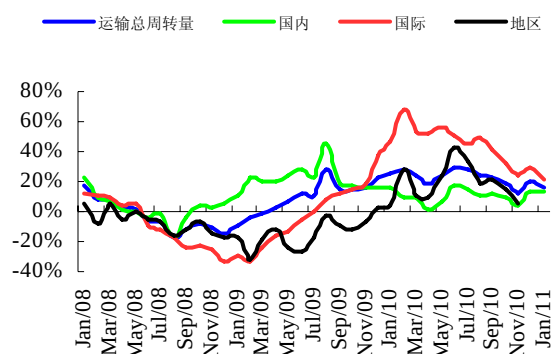
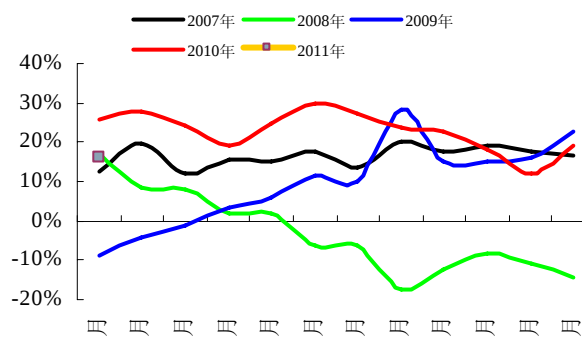


图 8、东航 1 月 RTK 同比增速略低于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客周转量：同比和环比均持续上升

图 9、全民航 1 月 RPK 同比环比均上升

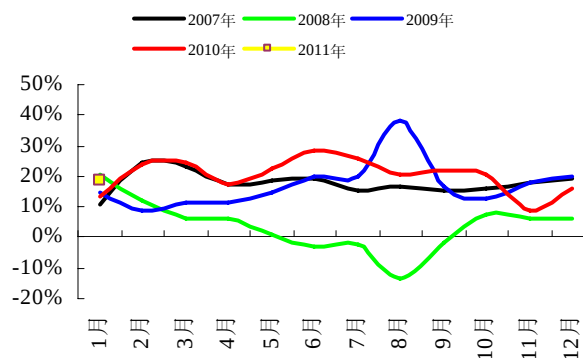
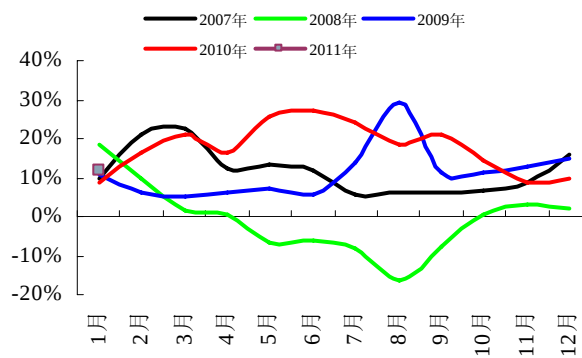


图 10、国航 1 月 RPK 同比增速略高于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、南航 1 月 RPK 同比增速高于 12 月

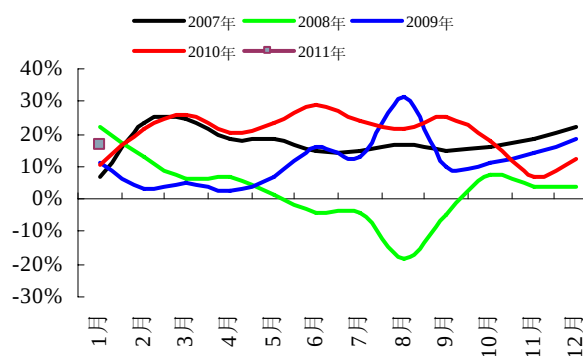
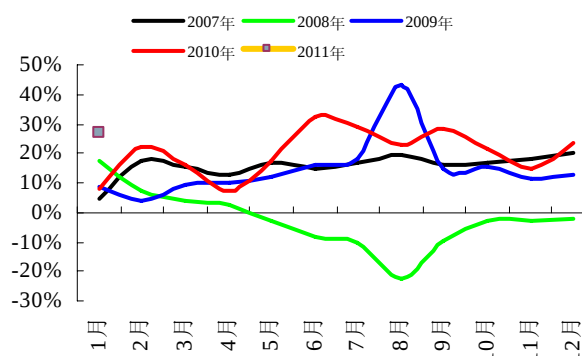


图 12、东航 1 月 RPK 同比增速持续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮周转量：RFTK 同比和环比增速下滑

图 13、全民航 1 月 RFTK 同比和环比增速下滑

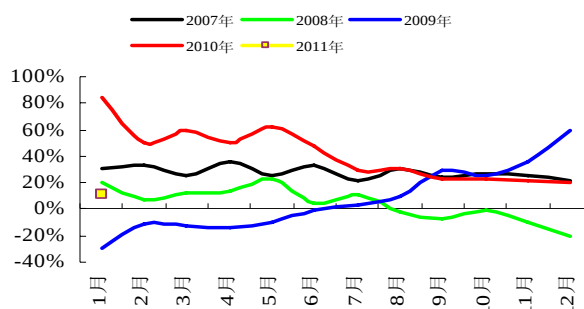
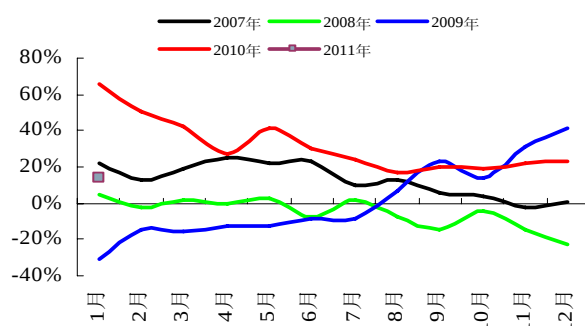


图 14、国航 1 月 RFTK 同比和环比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、南航 1 月 RFTK 环比上升同比下滑

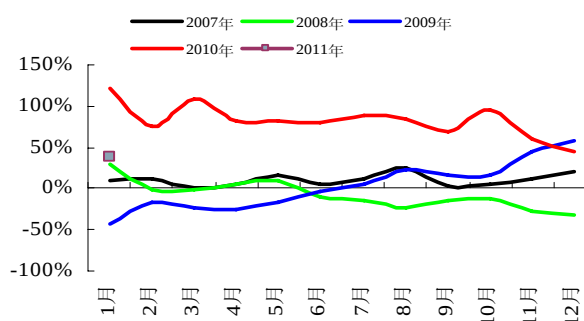
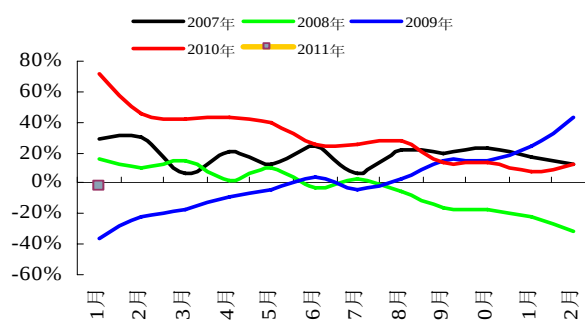


图 16、东航 1 月 RFTK 同比增速由正转负



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客运输量：同比环比均大幅增长

2011 年 1 月我国民航综合、国内(含地区)、国际和地区旅客运输量分别为 2266.7、2153.2、171.1 和 57.6 万人，同比增长 16.8%、19.3%、25.5%和 25.2%，环比增长 7.8%、7.5%、7.7%和-3.4%。

1 月旅客运输量同比环比大幅增长，航空景气程度淡季不淡。受中国春节影响，国内旅客大幅增长。受全球经济复苏，以及圣诞节后国际商务活动的增加，国际旅客环比也大幅上升。

图 17、全民航 1 月国际客流同比增速高于国内

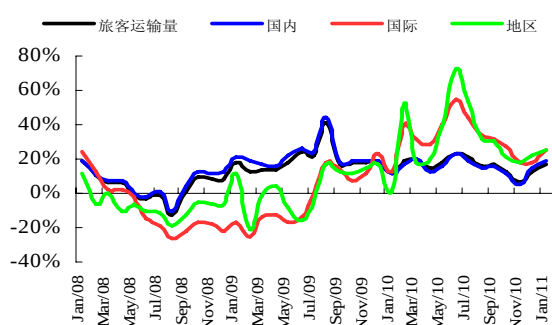
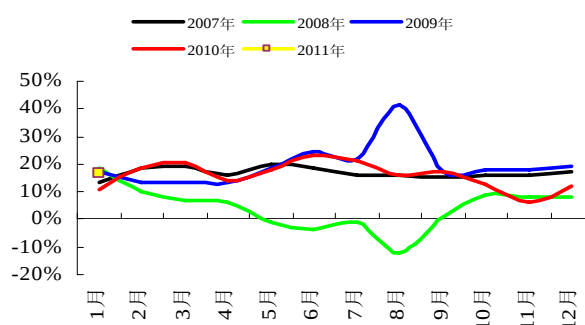


图 18、全民航 1 月客流量同比和环比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 19、国航 1 月国内客流量增速高于国际

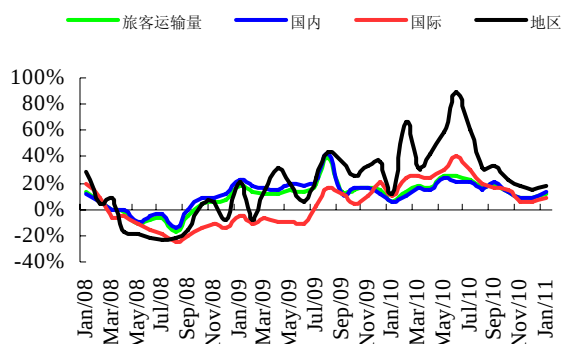
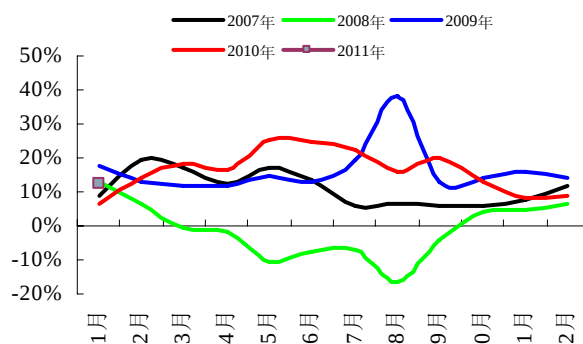


图 20、国航 1 月客流量同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 21、南航 1 月国际客流量同比增速高于国内

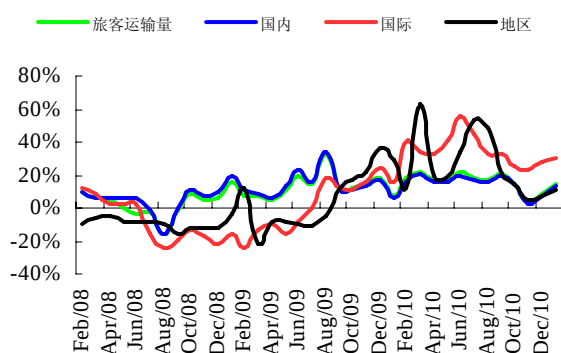
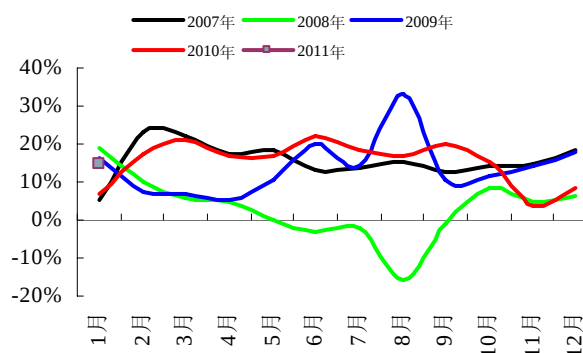


图 22、南航 1 月客流量同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 23、东航 1 月国际客流量同比增速高于国内

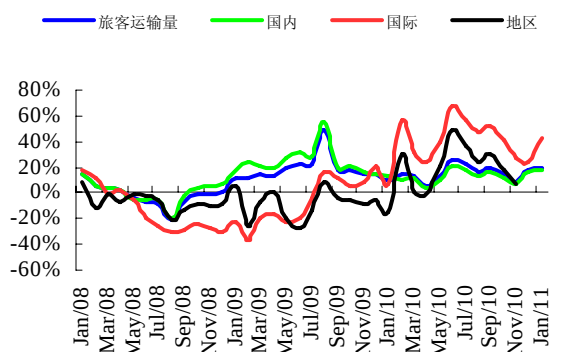
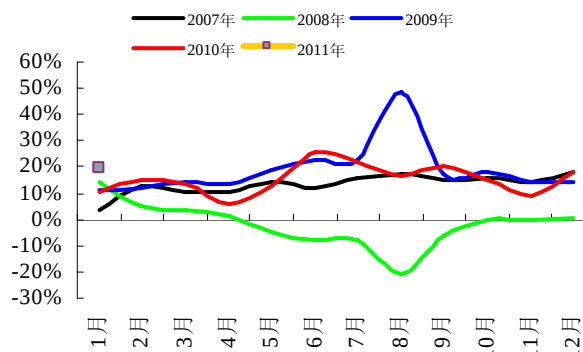


图 24、东航 1 月客流量同比增速持续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮运输量：同比增速放缓，环比下滑

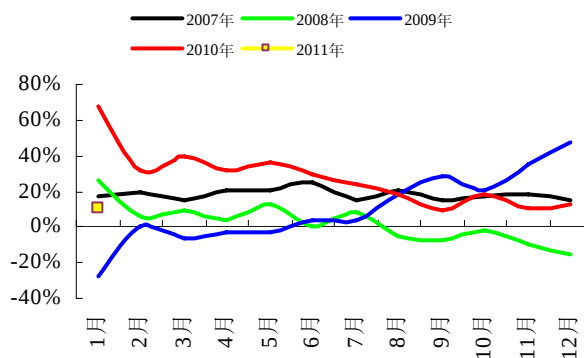
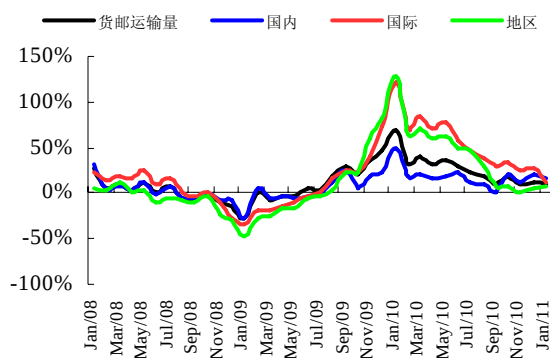
2011 年 1 月我国民航综合、国内（含地区）、国际和地区货邮运输量分别为 49.7、36.1、15.3 和 1.8 万吨，同比增长 10.2%、15.1%、11.8%和 8.4%，环比下降 3.5%、0.5%、10.2%和 7.3%。

航空货运主要看国外需求。圣诞节过后是货运淡季，故国际和地区货邮运输量均出现下滑。我们判断国内航空货运业务整体上依然呈现复苏态势，货邮运输绝对

量出于上升通道，经营形势也好于历史同期，但同比增速将逐渐放缓。

图 25、全民航 1 月国内货量同比增速略高于国际

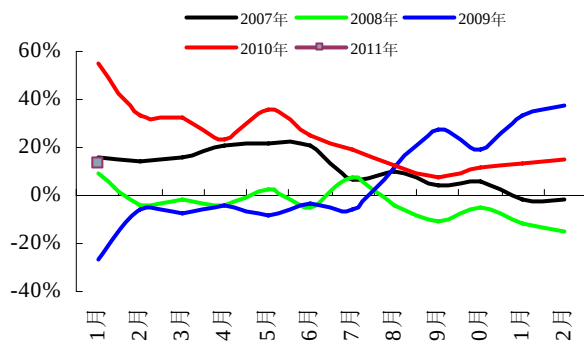
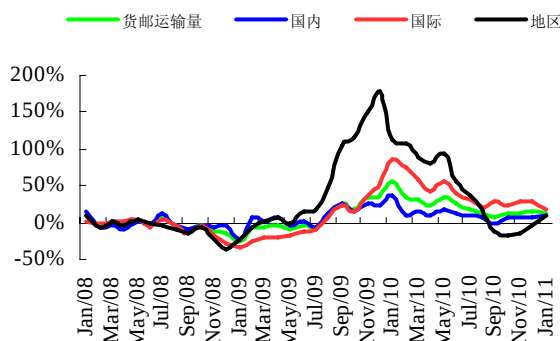
图 26、全民航 1 月货邮量同比增速略低于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 27、国航 1 月国际货邮量同比增速高于国内

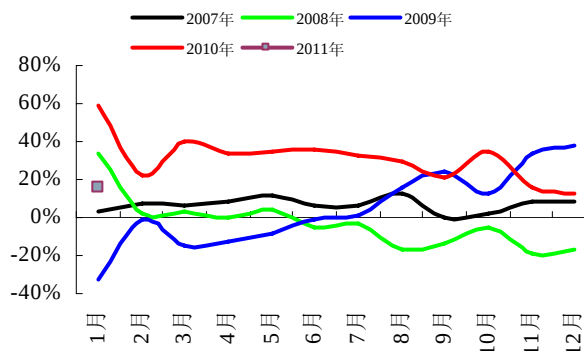
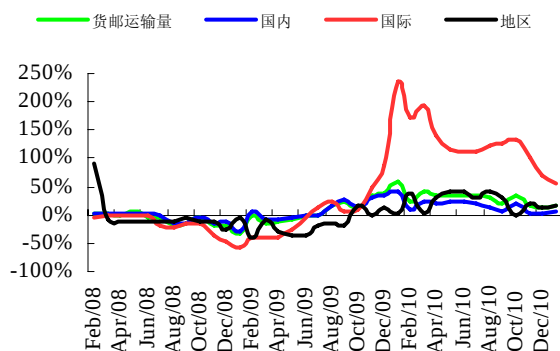
图 28、国航 1 月货邮量同比增速略低于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

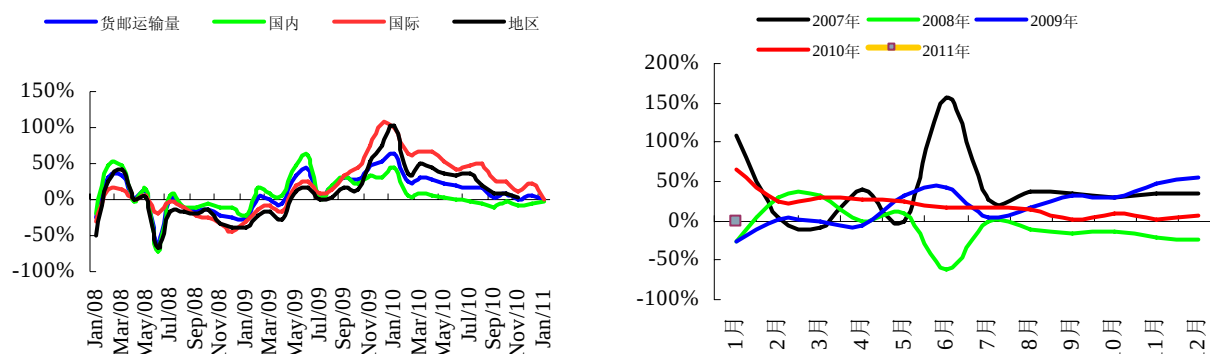
图 29、南航 1 月国际货邮量同比增速高于国内

图 30、南航 1 月货邮量同比增速高于 12 月



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 31、东航 1 月国际货邮量同比增速略高于国内 图 32、东航 1 月货邮量同比增速由正转负



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

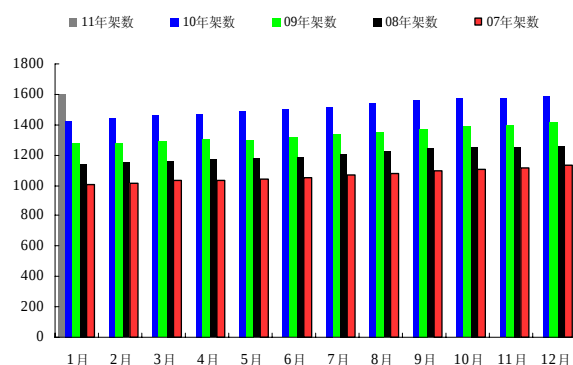
航空运力供给：飞机增速平稳，飞机利用率回升

飞机同比增速持续小幅下降，飞机利用率回升明显

2011 年 1 月底我国民航运输飞机 1603 架，同比和环比分别增长 12.3%和 0.8%。飞机日利用率 9.3 小时，同比增加 0.2 小时，环比增加 0.7 小时。ATK65.9 亿吨公里，同比增长 13.9%，环比增加 5.8%，供座数 2858 万个，同比增长 13.1%，环比增长 8.1%。

航空公司在飞机引进方面一直维持同比相对平稳的增长态势（10-15%之间），同比增速持续降低。但受到 2010 年 12 月出人意料的火爆需求和春运行情的驱动，航空公司大幅上调了飞机日利用率，致使运力投放出现较大增长。整体来看，供需基本平衡。

图 33、1 月底全民航运输飞机 1603 架



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 34、全民航 1 月飞机引进速度继续回落

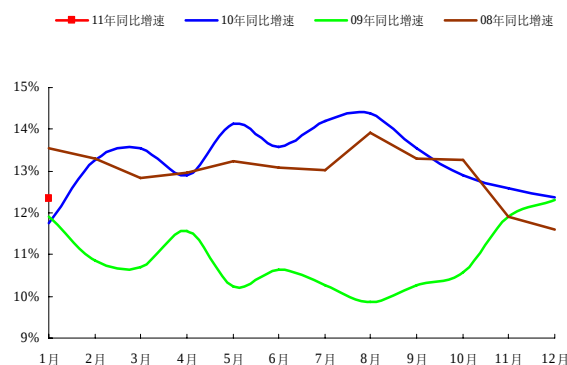
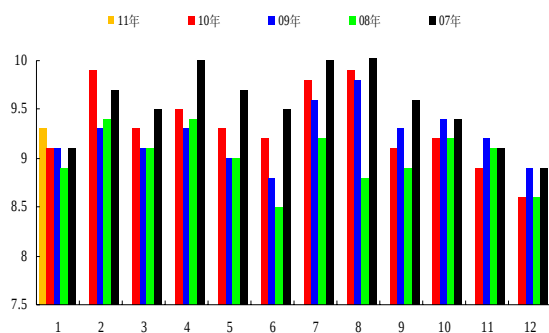
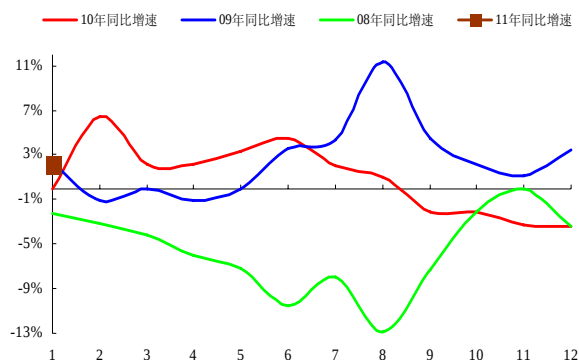


图 35、全民航 1 月飞机日利用率 9.3 小时



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 36、全民航 1 月飞机利用率同比增速小幅上升

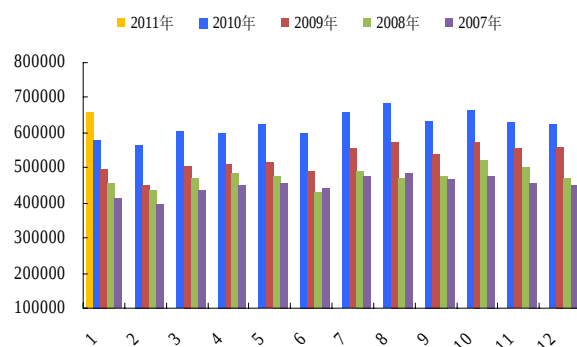


可用吨公里：ATK 同比增速放缓，环比小幅回落

2011 年 1 月我国民航综合、国内（含地区）、国际和地区的可用吨公里（ATK）分别为 65.9、42.9、24.3 和 1.6 亿吨公里，同比增长 13.9%、13.4%、21.6%和 19.5%，环比增加 5.8%、9.8%、-1.2%和-1.4%。

12 月的航空运输量同比增速强劲回升，环比也一改往年略微减少的经验情况而出现正增长，这一“淡季不淡”的现象超出大家的预期。1 月份各航空公司加大了运力投放以期满足航空需求的高速增长和春运出行需求，ATK 环比增长了 5.8%，使得 12 月供小于需的状况得到缓解，票价和客座率稍有下滑。

图 37、全民航 1 月 ATK 65.9 亿吨公里



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 38、全民航 1 月 ATK 同比增速持续回升

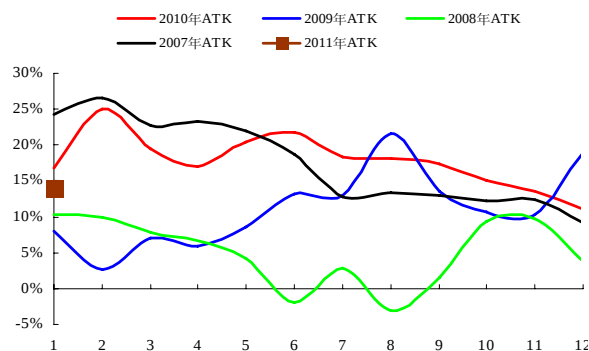


图 39、ATK 和 RTK 对比

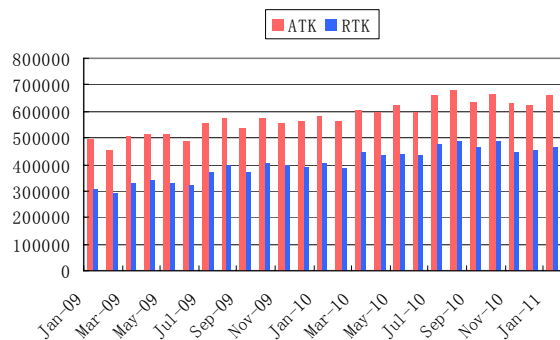
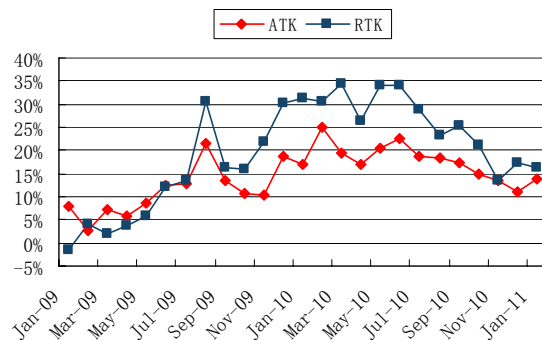


图 40、全民航 1 月 ATK 增速回升与 RTK 基本持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 41、全民航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内

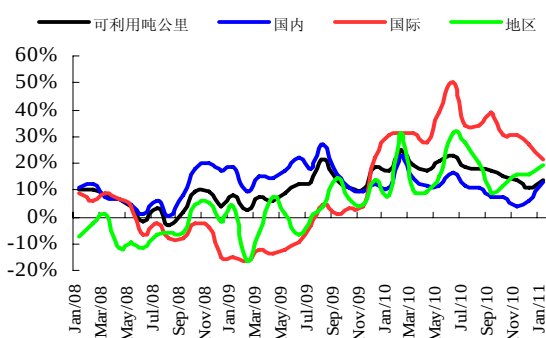
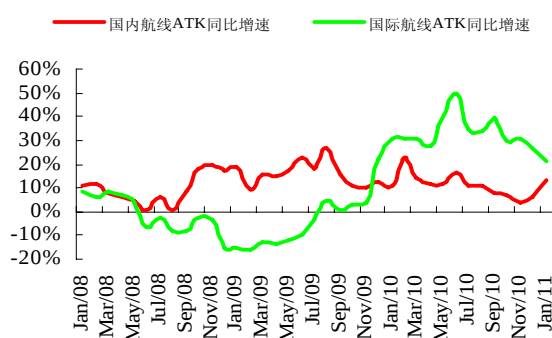


图 42、全民航 1 月国际国内运力同比增速对比



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 43、国航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内

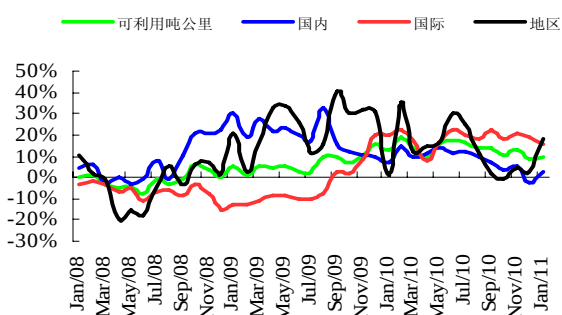
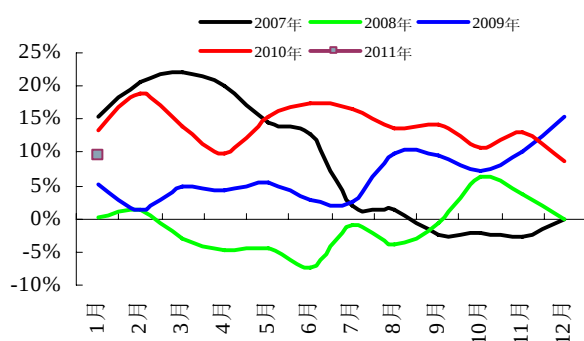


图 44、国航 1 月 ATK 同比增速小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 45、南航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内

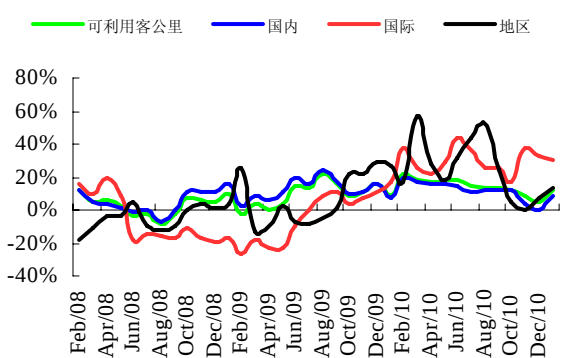
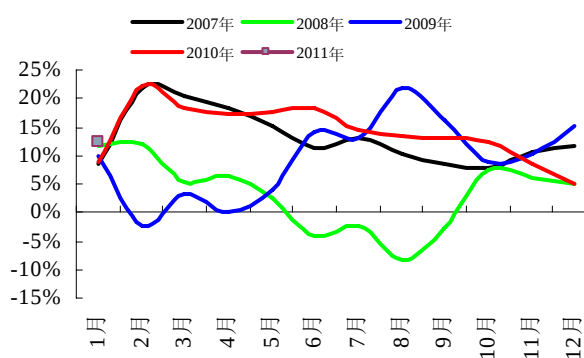


图 46、南航 1 月 ATK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 47、东航 1 月国际 ATK 同比增速高于国内

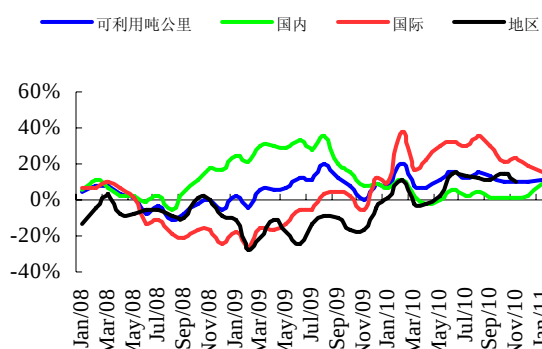
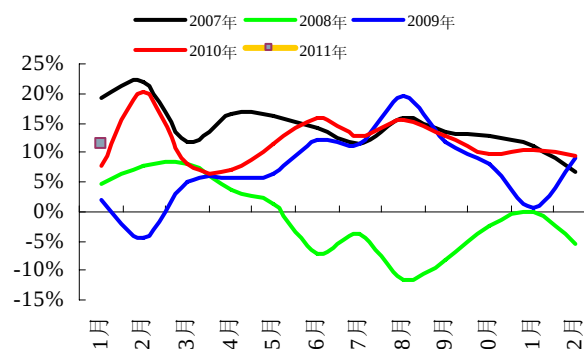


图 48、东航 1 月 ATK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用客公里：ASK 同比增速上升，高于历史同期

图 49、全民航 1 月 ASK 同比增速高于历史同期

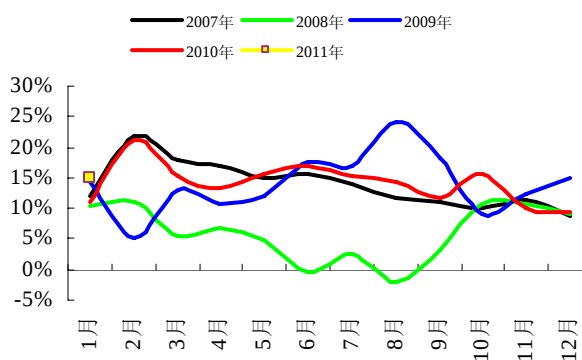
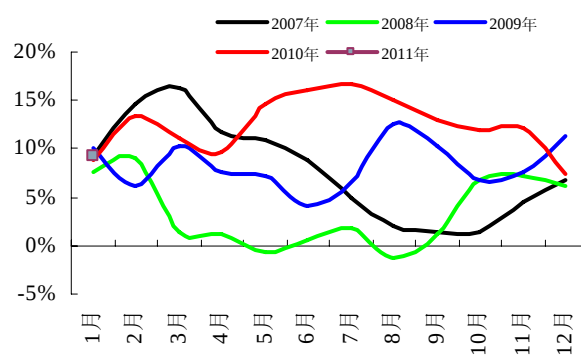


图 50、国航 1 月 ASK 同比增速接近历史同期



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 51、南航 1 月 ASK 同比增速高于历史同期

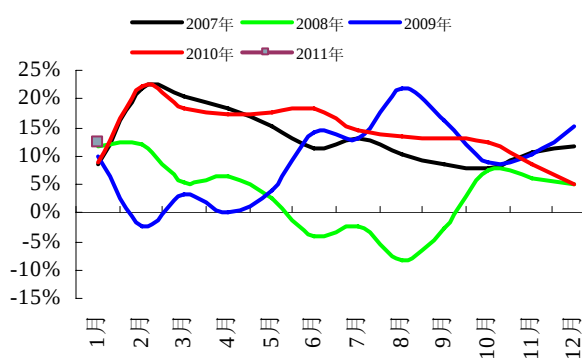
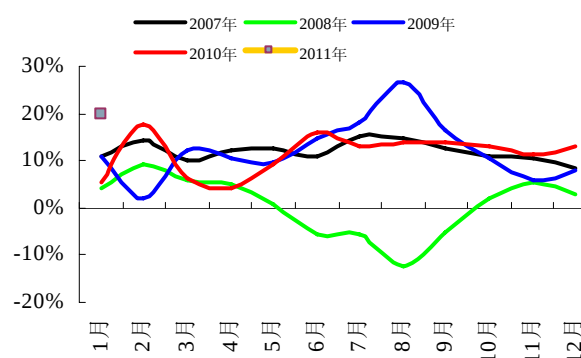


图 52、东航 1 月 ASK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用货邮吨公里：AFTK 同比增速持续回落，环比微升

图 53、全民航 1 月 AFTK 同比增速持续回落

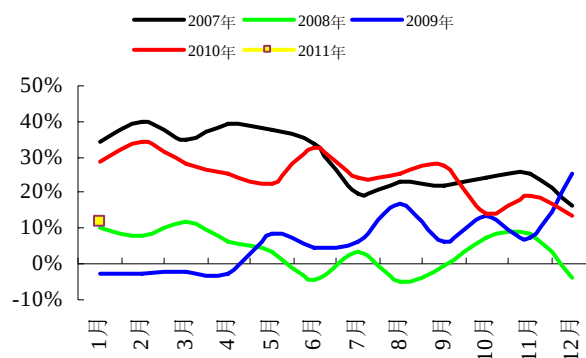
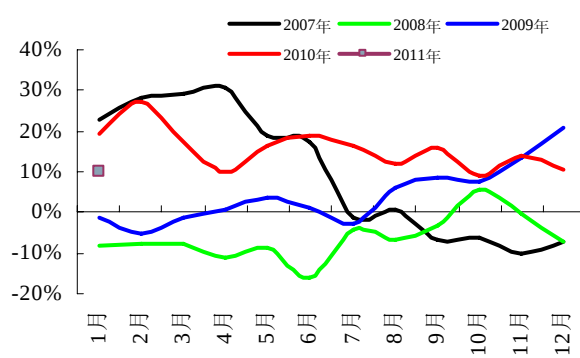


图 54、国航 1 月 AFTK 同比增速持续回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 55、南航 1 月 AFTK 同比增速持续回落

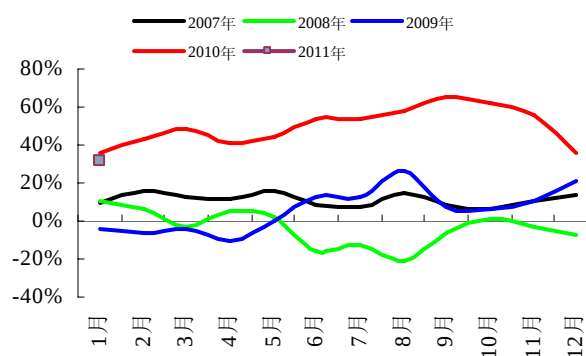
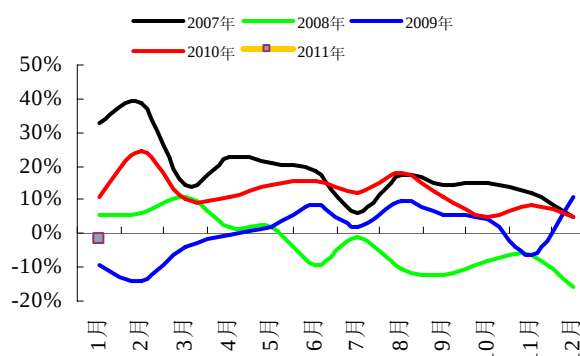


图 56、东航 1 月 AFTK 同比增速由正转负



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效率：环比回升，高于历史同期水平

载运率：LF 同比和环比显著上升

我国民航 1 月综合、国内(含地区)、国际和地区载运率(LF)分别为 70.9%、72.9%、67.5%和 59.4%，同比上升 1.5、2.5、0 和 0 个百分点，环比下降 2.2、2.4、2.1 和 2.9 个百分点。运力投放增速大于需求增速，导致载运率虽高于去年，但环比下降。

图 57、全民航 1 月载运率国内高于国际地区

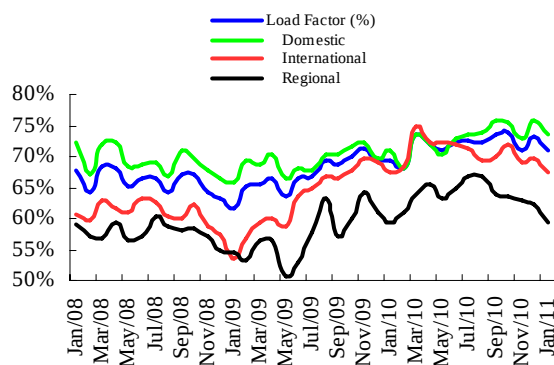
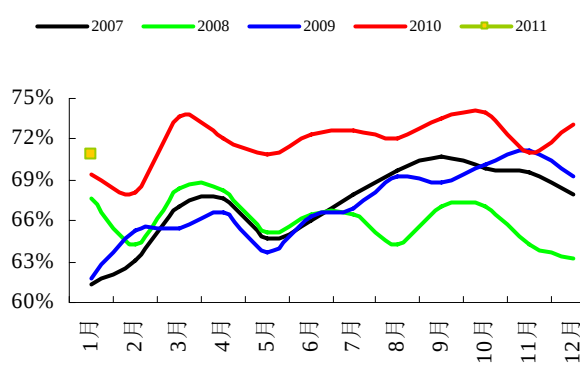
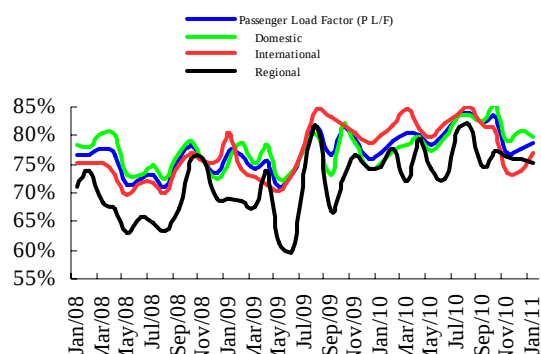


图 58、全民航 1 月载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 59、国航 1 月载运率国内高于国际地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 60、国航 1 月载运率环比下滑

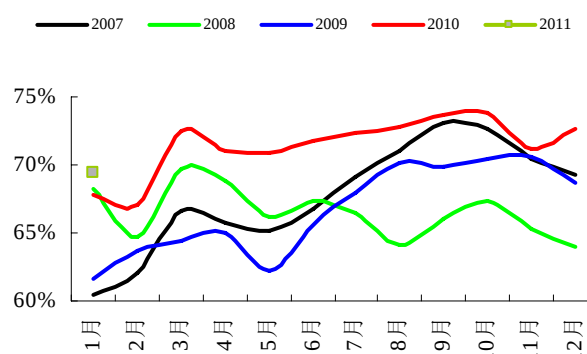
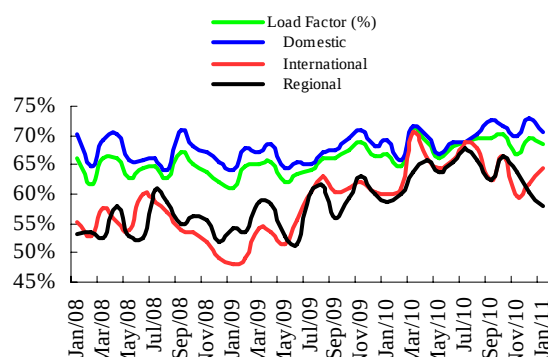


图 61、南航 1 月载运率国内高于国际地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 62、南航 1 月载运率环比微降

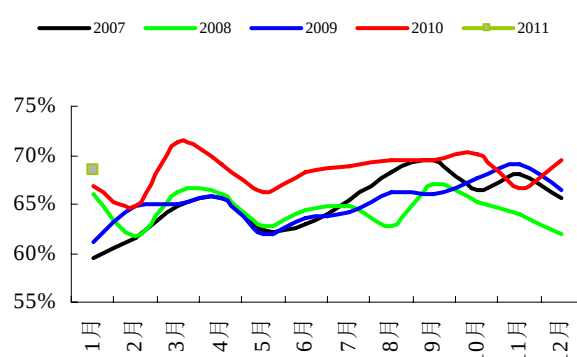
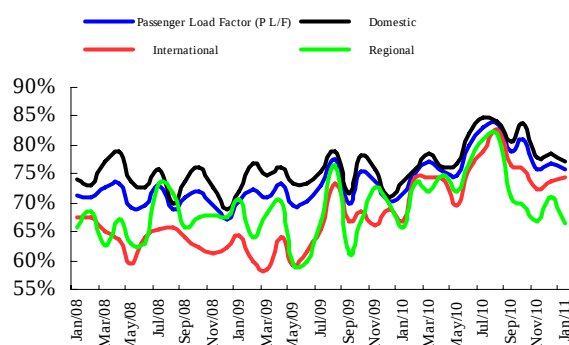
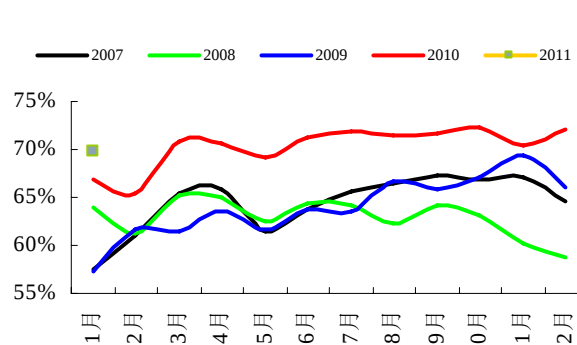


图 63、东航 1 月载运率国内高于国际地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

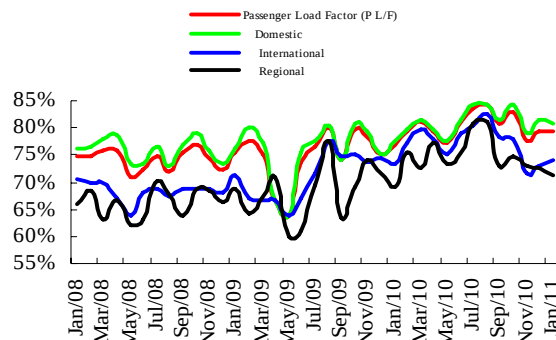
图 64、东航 1 月载运率环比下滑



客座率：PLF 环比微降，高于历史同期水平

我国民航 1 月综合客座率（PLF）分别为 79.3%，同比提升 2.5 个百分点，环比下降 0.2 个百分点。运力投放的增加使得客座率环比微降，但高于历史同期水平。

图 65、全民航 1 月客座率国内高于国际和地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 66、全民航 1 月客座率环比微降

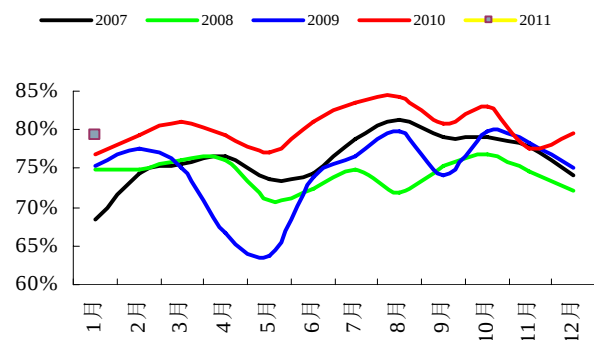
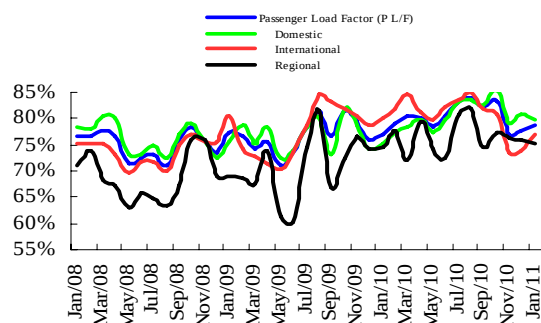


图 67、国航 1 月客座率国内高于国际和地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 68、国航 1 月客座率环比上升

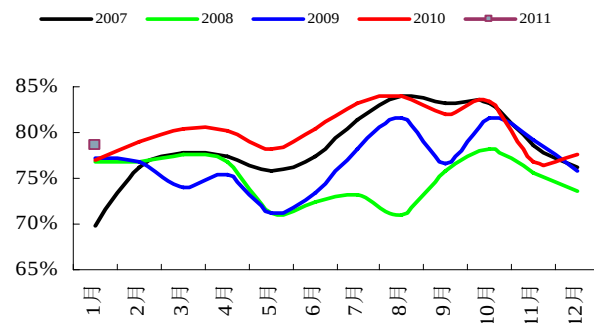
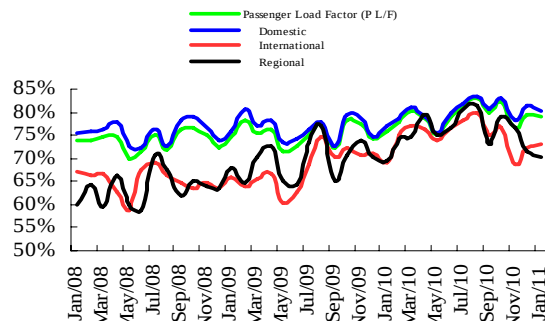


图 69、南航 1 月客座率国内高于国际和地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 70、南航 1 月客座率环比下降

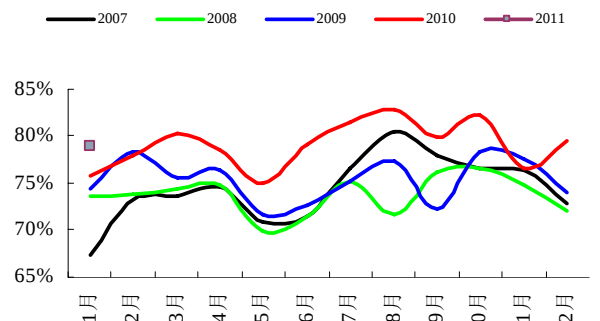
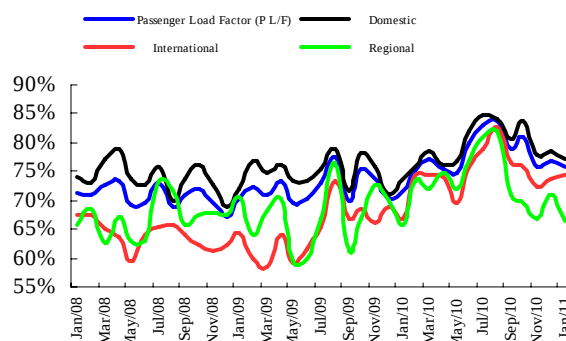
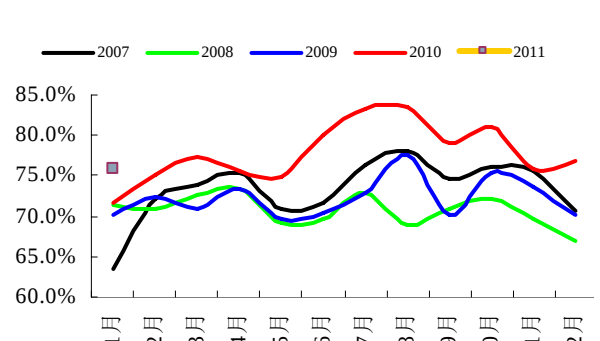


图 71、东航 1 月客座率国内高于国际和地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 72、东航 1 月客座率环比微降



货邮载运率：FLF 环比下滑，但仍高于历史同期水平

1 月份货邮运输量环比下降 3.5%，AFTK 增加 0.4%。供给增速大于需求增速导致货邮载运率环比下降，但仍然高于历史同期水平。若国外经济复苏经历反复，同时货运运力投放增加太快，可能导致货运景气程度下行。

图 73、全民航 1 月货邮载运率下滑

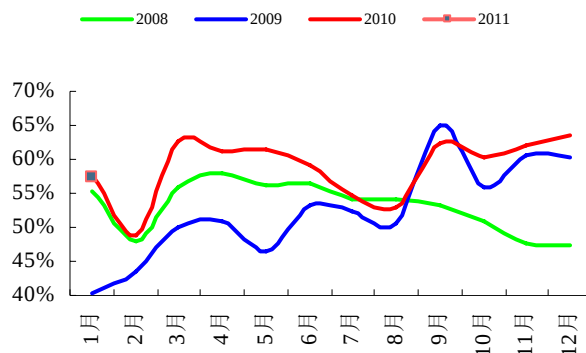
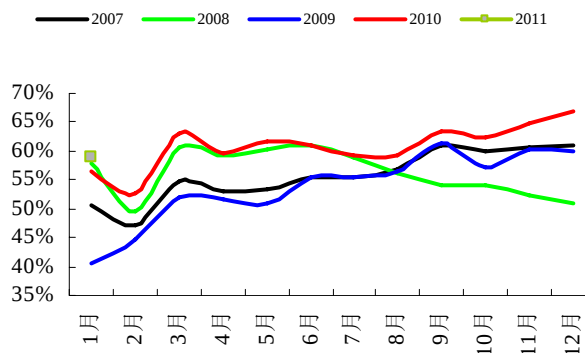


图 74、国航 1 月货邮载运率下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 75、南航 1 月货邮载运率上升

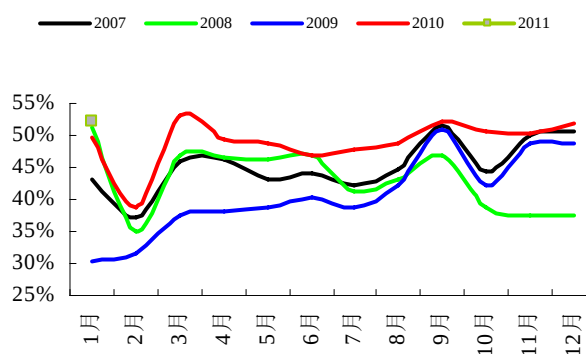
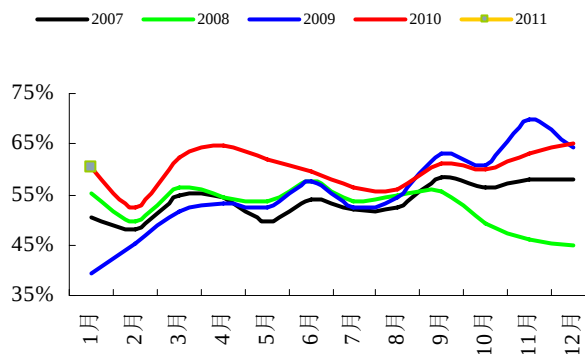


图 76、东航 1 月货邮载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效益：票价和业绩同比高增长、油价大幅上扬

票价水平：同比和环比回升

随着国内航空公司竞争格局的改善，其议价能力愈发强大。1 月份在供给增速高于需求增速使载运率下降的情况下，票价水平尤其是国内航线票价水平大幅上升。

客运方面，我们估算 1 月份我国民航客公里票价约 0.65 元，同比提高 18.2%，环比提高 10.2%。

货运方面，我们估算 1 月份我国民航吨公里运价约 5.5 元，同比提高 18.3%左右，环比提升 12.2%。

图 77、国内航线票价指数

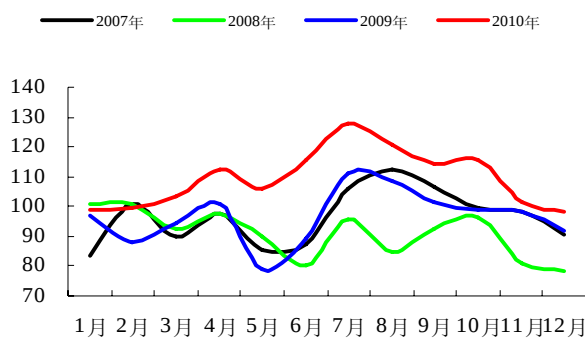
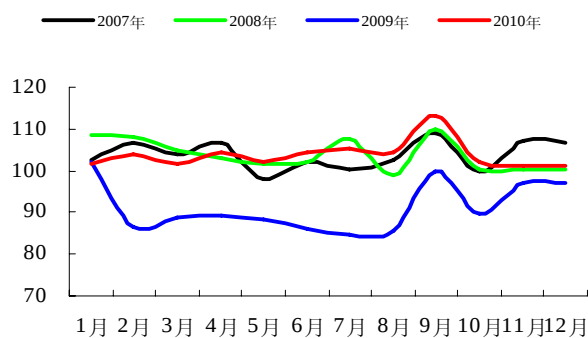


图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 79、国际航线（不含亚洲地区）票价指数

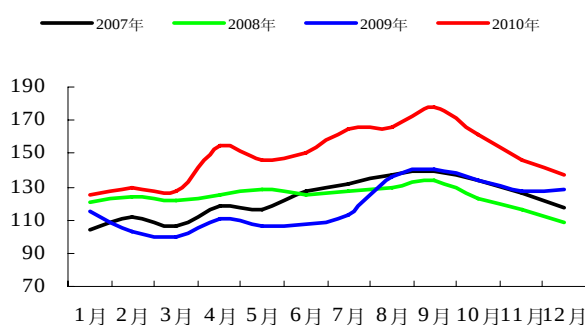
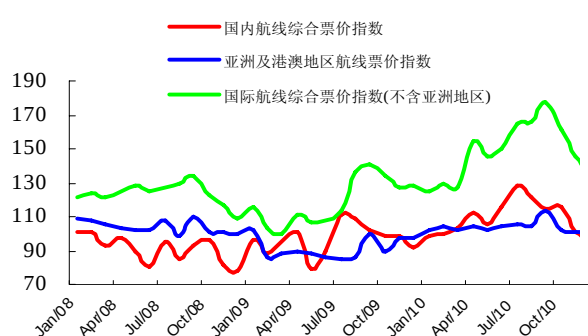


图 80、国内、亚太与国际航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 81、三大航 1 月裸票价同比和环比提升

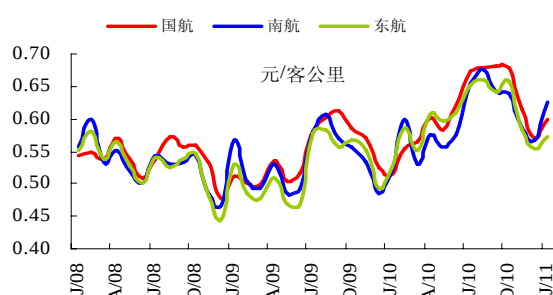
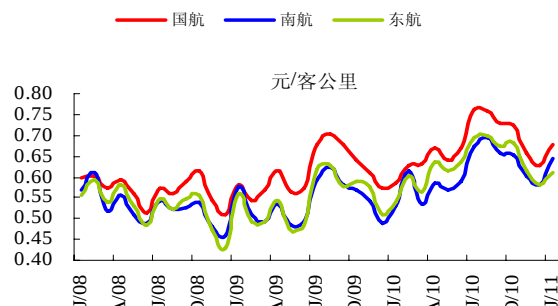


图 82、三大航 1 月国内裸票价同比环比提升



数据来源：兴业证券研究所预测

图 83、三大航 1 月国际裸票价同比环比基本持平

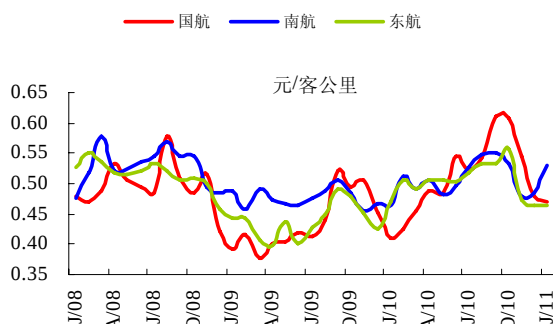
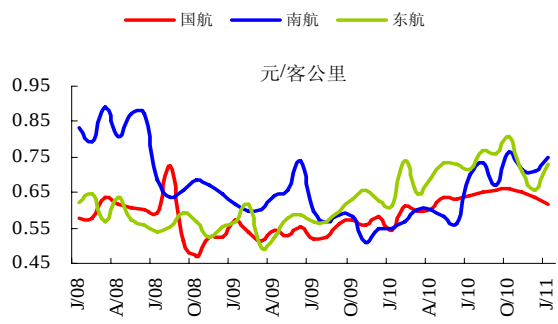


图 84、三大航 1 月地区裸票价同比和环比上升

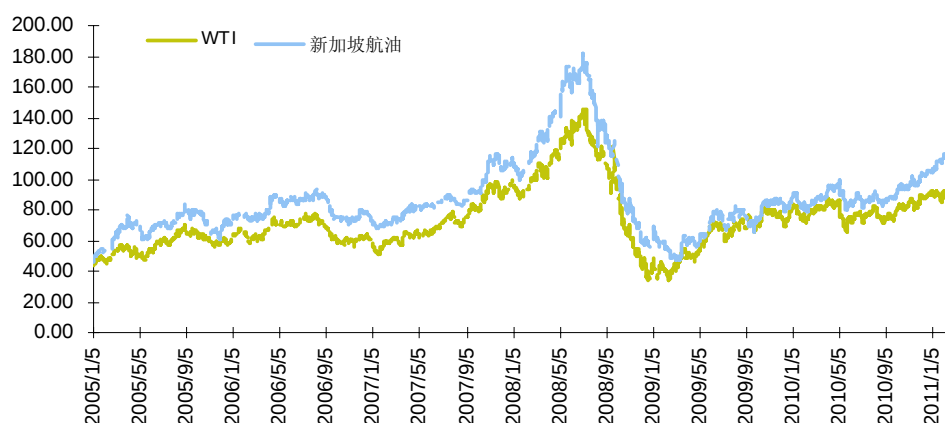


数据来源：兴业证券研究所预测

航油成本：同比大幅提升

2月20日，发改委上调国内航油出厂价350元至6340元，综合采购成本至6360元/吨。我们估算12月航空公司航油采购均价6540元/吨，同比上升18.1%，环比上升7.7%，略低于08年同期（6606元/吨），但高于09年同期（4642元/吨）和10年同期（5540元/吨）。

图 85、1 月国际原油 WTI 价格持续上扬，在 90 美元/桶左右波动



数据来源：Wind、兴业证券研究所

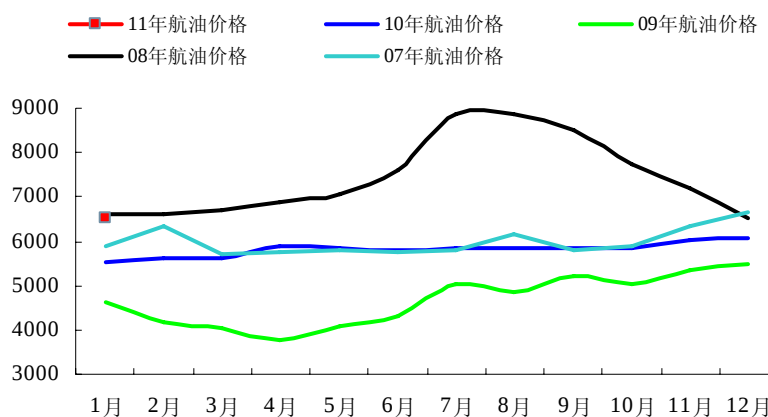
表 2、国内航油出厂价生命历程（元/吨）

时间	出厂价调整	出厂价	综合采购成本差价调整	综合采购成本	进销差价（均值）	零售价
20050723		4740			440	5180
20051001		4740			480	5220
20060327	300	5040		5040	400	5440
20060524	500	5540		5540	400	5940
20060721		5540	290	5830	400	6230
20061001		5540	30	5860	400	6260
20070101		5540	-180	5680	400	6080
20070114	-90	5450		5590	400	5990
20070401		5450	-90	5500	400	5900
20070701		5450	-50	5450	400	5850
20071017		5450	-20	5470	400	5870
20071105	500	5950		5970	400	6370
20080121		5950	210	6180	400	6580
20080401		5950	-80	6100	400	6500
20080620	1500	7450		7600	400	8000
20080701		7450	720	8320	400	8720
20081001		7450	-570	7750	400	8150
20081219	-2400	5050		5350	400	5750
20090101		5050	-330	5020	400	5420
20090115	-1060	3990		3960	400	4360
20090325	-430	3560		3530	400	3930
20090519	460	4020		3990	400	4390
20090630	1030	5050		5020	400	5420
20090729	-280	4770		4740	400	5140
20090902	300	5070		5040	400	5440

20101001			30	5070	400	5470
20091011	-200	4870		4870	400	5270
20091110	320	5190		5190	400	5590
20100101			20	5210	400	5610
20100401			-10	5200	400	5600
20100414	500	5690		5700	400	6100
20100601	-220	5470		5480	520	6000
20101001			10	5490	400	5890
20101027	220	5690		5710	400	6110
20101221	300	5990		6010	400	6410
20110220	350	6340		6360	400	6760

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 86、1 月航空公司航油采购均价约 6360 元/吨



数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

燃油附加费：即时上调，实现联动

2011 年 2 月 20 日，国家发改委上调国内航油出厂价 350 元/吨至 6340 元/吨，国内航空公司随即上调燃油附加费，其中 800 公里以上由 70 元上调为 90 元，800 公里以下（含）由 40 元上调为 50 元。此次燃油附加和成品油的同步上调符合我们一直预期的联动机制将最终有效的判断，在国内运力紧缺的情境下提价将行之有效，燃油附加基本覆盖 80% 燃油成本上涨，消除了一直悬在民航业头上的油价单边上涨的最大风险。

表 3、国内燃油附加费生命历程

日期	800 公里以下（元）	800 公里以上（元）	当期新加坡航油离岸价(美元/桶)	当期国内航油理论出厂价元/吨	当期国内航油实际出厂价元/吨
050801	20	40	72.64	5297	4740
060410	30	60	80.72	6333	5040
060901	60	100	88.27	6848	5540
070121	50	80	69.19	5308	5450
071105	60	100	112.68	8115	5950
080701	80	150	171.28	11220	7450
081219/25	20	40	59.88	4070	5050

090115	0	0	59.83	4069	3990
091114	20	50	83.85	5593	5190
100401	20	40	90.30	6300	5190
101028	40	70	93.35	6383	5690
110222	50	90	123.85	8236	6340

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

表 4、2010 年 12 月以来国内外航空公司纷纷上调燃油附加费

公司	燃油附加费提高情况
新加坡航空	2010 年 12 月 2 日起提高所售机票的燃油附加费
UPS	2010 年 12 月 1-4 日燃油附加为 16.5%，12 月 5 日起燃油附加为 17.5%
FedEx	2010 年 12 月 1-4 日燃油附加为 11.5%，12 月 5 日起燃油附加为 12.5%
TNT	2010 年 12 月 1-3 日燃油附加为 14%，12 月 4 日起燃油附加为 15%
国泰航空 港龙航空	2010 年 12 月 1 日起，往返中国内地和香港的航线每段航程燃油附加费征收标准由 13.8 美元调整至 15.4 美元
香港航空	2010 年 12 月 1 日起，短航线每航段每位旅客从 108 港币上升至 120 港币，长航线从 521 港币上升至 566 港币
韩亚航空	2010 年 12 月 14 日起，中国往返韩国、日本、东南亚、塞班的单程燃油附加费上调到 250 元，中国往返美洲、欧洲、澳洲的单程燃油附加费上调到 600 元
澳门航空	2010 年 12 月 1 日起将从澳门出发到中国内地、中国台湾、泰国、日本、韩国及新加坡航线每段航程的燃油附加费由 25 美元上调至 27.5 美元
长荣航空	2010 年 12 月 1 日起澳门往返台湾的燃油附加费从 25.2 美元上调至 27.5 美元
中国国航	2010 年 12 月 1 日起，从中国飞往东南亚地区的燃油附加费从 200 元人民币上涨到 300 元人民币，部分从北美、欧洲飞往中国的燃油附加费也上涨
南方航空	2011 年 1 月 1 日起，香港、澳门销售的内地与香港、澳门航线的燃油附加费由每航段 120 港元调整为 129 港元；香港、澳门以外销售的由每航段 103 元调整为 111 元
国内航空公司	2 月 22 日起国内航线燃油附加费上调，其中 800 公里以上由 70 元上调为 90 元，800 公里以下（含）由 40 元上调为 50 元

数据来源：兴业证券研究所

汇率：人民币兑美元小幅贬值

1 月份人民币兑美元贬值 0.2%，人民币兑日元升值 0.8%。根据宏观研究员的观点，2011 年人民币兑美元汇率升值 3~5% 左右。在我们的盈利预测模型中，我们根据航空公司的美元净负债估算了航空公司的汇兑收益。

图 87、1 月人民币兑美元汇率小幅贬值 0.2%

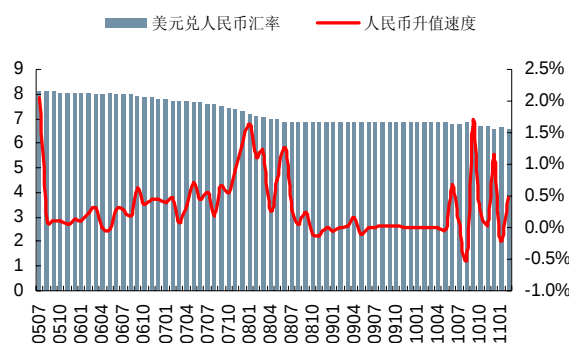
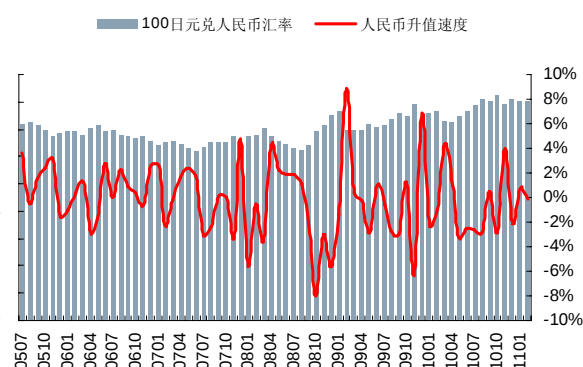


图 88、1 月人民币兑日元升值 0.8%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 89、1 月末一年期 NDF 比即期汇率升值 2.34%



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

主业利润：1 月份预计全行业盈利创历史同期最好水平

1 月份预计我国航空公司收入 267 亿元，盈利 28 亿元，毛利率 20%，环比提升 11%、250%、10 个 PT。近年春运行情火热、票价提升，致使 1 月份盈利大幅增长，为历史同期最好水平。

机场业：非航收入快速增长，防御特性突出

在全球经济复苏和我国航空业景气度提升的情景下，机场的航空业务和非航业务增长强劲，机场的经营情况和盈利水平都将好于历史同期。尤其是非航业务的增长值得关注。随着各机场非航业务向特许经营模式的转变，以及旅客在机场消费的增加，商业餐饮租赁收入和广告业务收入将得到极大提升。

在大市可能不具备单边向上行情的情况下，机场行业稳定的业绩、较低的估值、良好的安全边际将使其具有防守反击的特性，可能对于大盘取得相对收益。

图 90、航空、机场与大盘指数相对走势



数据来源：Wind、兴业证券研究所

上海机场：2010 年业绩超预期，未来成长空间可期

2010 年业绩远超市场预期。受益于全球经济复苏和世博会，公司业绩大幅提升，全年实现营业收入 41.86 亿元、营业利润 16.68 亿元、归属于母公司净利润 13.1 亿元，同比分别增长 25.4%、90.88% 和 85.56%。EPS 为 0.68 元，远超市场预期。

公司业务规模实现跨越式发展。全年共实现飞机起降 33.2 万架次，旅客吞吐量 4,057.86 万人次，货邮吞吐量 322.80 万吨，同比增长 15.36%、27.12% 和 26.92%，客运迈入 4000 万人次机场行列，货运稳居全球第三。

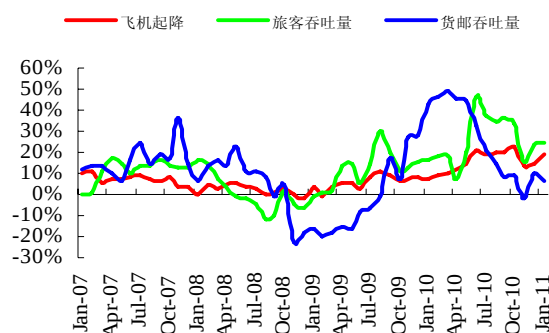
客源和收入结构持续改善。经济发展、居民收入水平提高、本币升值促使浦东机场国际客流快速增长，2010 年达 1541 万人，同比增长 30.3%。非航收入保持了高速增长态势，占收入比例从 2008 年的 42.4% 增加到 2010 年的 45.2%。其中商业餐饮租赁收入同比增速达 50.2%。客源和收入结构改善将长期提升公司盈利水平。

产能利用率持续提升，“攒钱”时代已经来临。公司产能利用率持续提高，毛利率和 ROE 从谷底回升。长、短期借款已全部还清，公司进入“攒钱”时代。良好的现金流和盈利水平为公司将来可能出现的资产整合或对外扩张打下了坚实的基础。

未来四大看点：资产注入有望渐行渐近、机场收费标准上调时间窗口显现、迪斯尼将带来长期新增需求、客源和收入结构持续改善助推盈利水平继续提升。

公司盈利拐点已经到来。不考虑资产注入和收费标准上调，我们上调公司 2011~2013 年 EPS 为 0.76、0.88、1.01 元。若考虑资产注入和提价，则 2011 年 EPS 有望达到 0.96 元。目前估值合理。

图 91、1 月上海两场客货同比增速基本持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 92、1 月上海两场起降同比增速高于历史同期

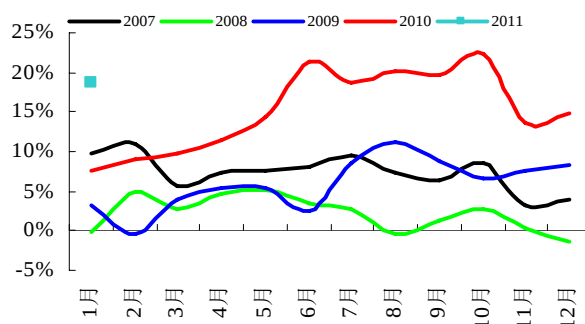
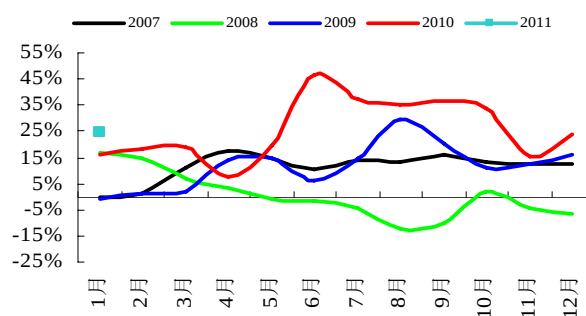


图 93、1 月上海两场客量同比增速高于历史同期



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 94、1 月上海两场货量同比增速处于低位

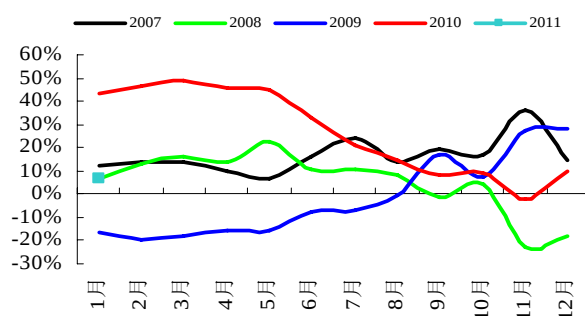
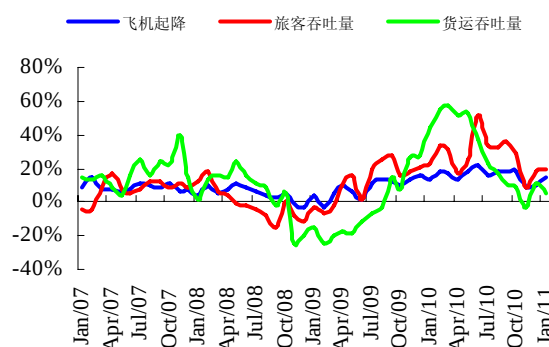


图 95、1 月浦东机场同比增速客平货降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 96、1 月浦东机场起降同比上升

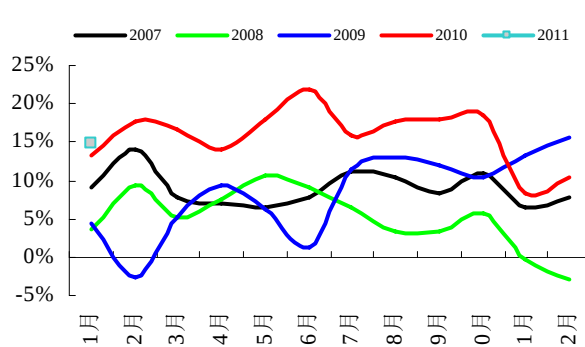
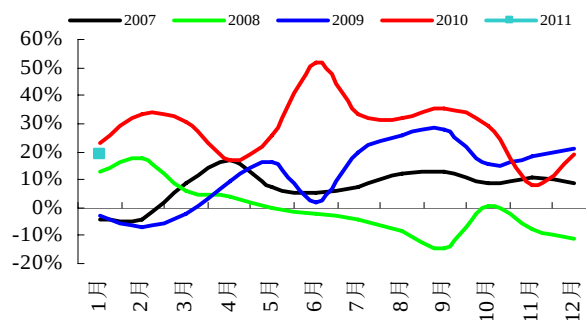


图 97、1 月浦东机场客流量同比增速持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 98、1 月浦东机场货流量同比增速下滑

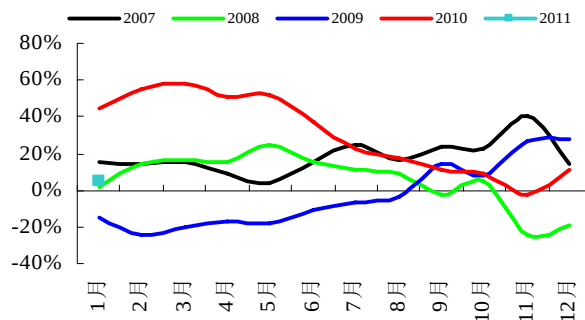


图 99、1 月浦东机场起降增速国内国际持平

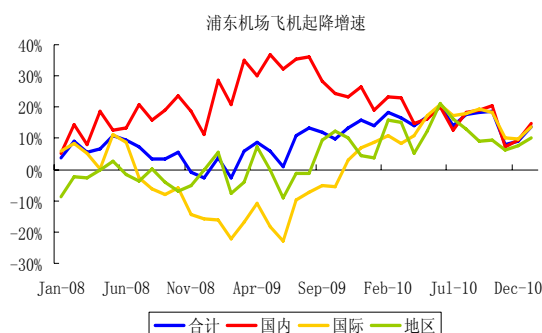
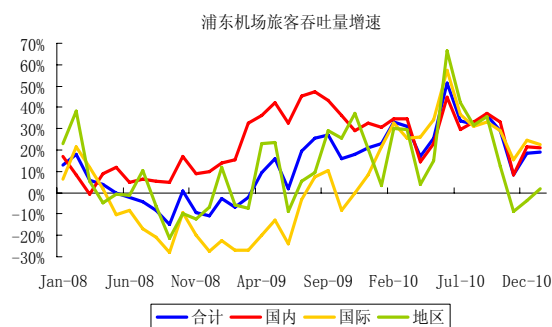


图 100、1 月浦东机场旅客增速国际国内持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 101、1 月虹桥机场客货流量同比增速回升

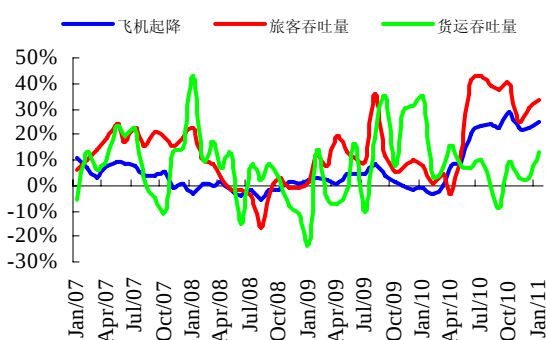
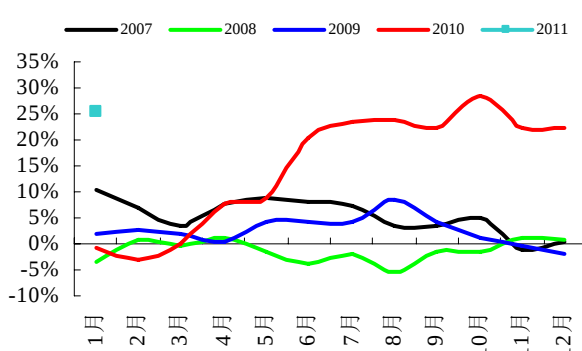


图 102、1 月虹桥机场起降同比增速超历史同期



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 103、1 月虹桥客流量同比增速超历史同期

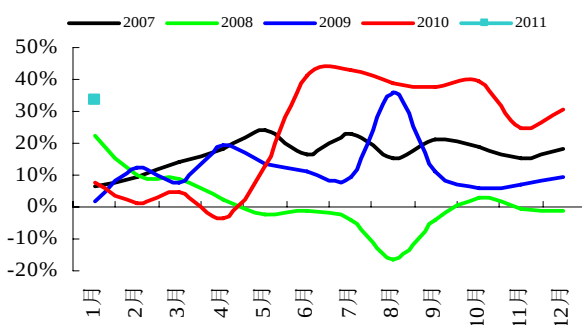
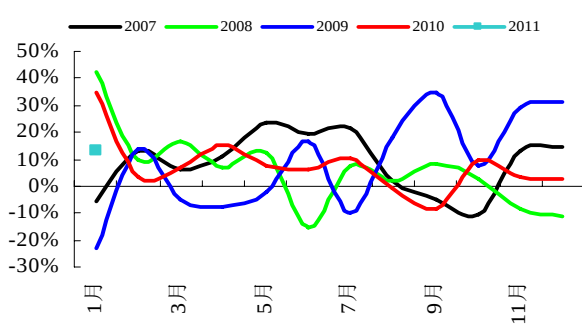


图 104、1 月虹桥机场货流量同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

厦门空港：货流量同比增速高于起降和客流量同比增速

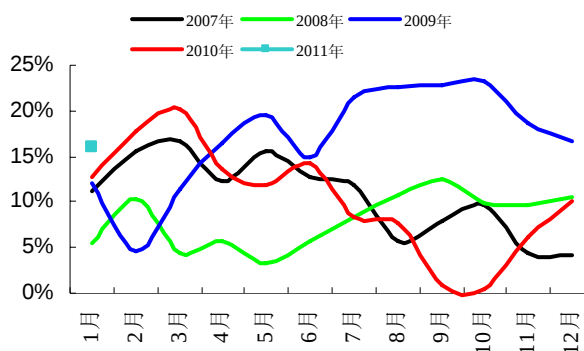
1 月厦门空港旅客吞吐 115 万人次，同比增长 21.9%。飞机起降 10386 次，同比增长 16%。货邮吞吐 2.24 万吨，同比增长 18.8%。货邮同比增速平稳，客运增速保持强劲增长态势。

2011 年 3 月 28 日，厦门将开通直达阿姆斯特丹航线，一周三班，成为厦门首条欧洲直航线路。该航线的开通标志着厦门航线冲出亚洲走向世界，航线网络将进

一步完善。根据我们测算，预计该航线年增加收入 688 万元、净利润 490 万元，合每股 EPS 0.016 元，占我们预测的公司 2010 年 EPS 0.95 元的 1.68%。

两岸三通和海西经济融合将推动厦门空港航空业务稳定增长；空域时刻瓶颈逐渐释放可以部分解决产能短板；旅客配套服务楼的建设将提高运营潜力。公司成本控制能力强、运营效率高，内外兼修，攻守兼备，是良好投资标的。

图 105、1 月厦门空港起降同比增速持续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 106、1 月厦门空港客流量同比增速持续上升

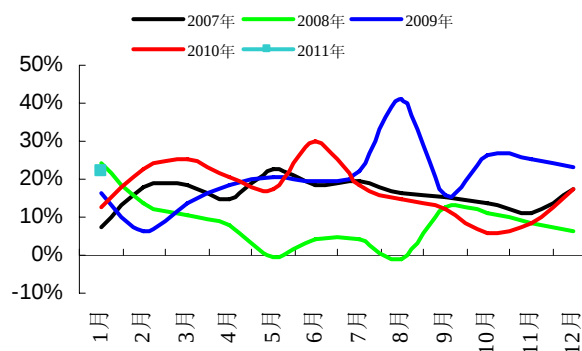
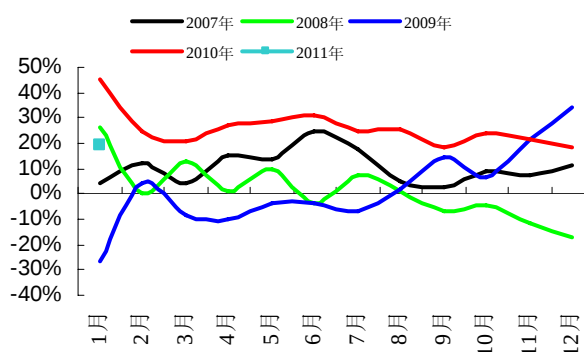
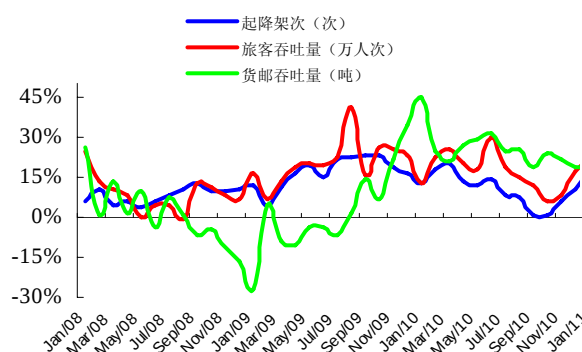


图 107、1 月厦门空港货流量同比增速持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 108、1 月厦门空港同比增速客增货降

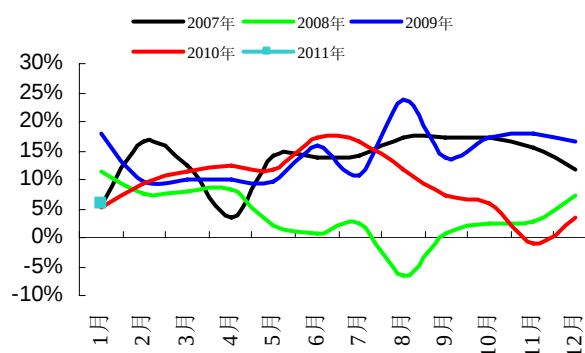
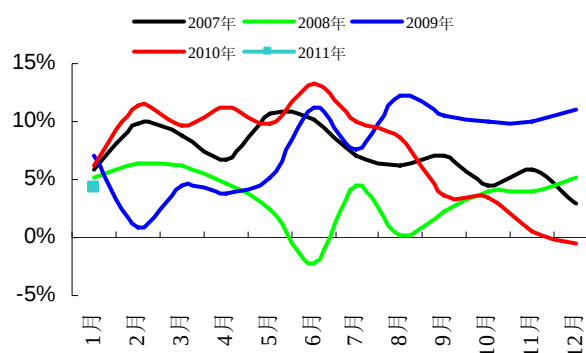


深圳机场：货邮吞吐量同比增速高于起降和旅客吞吐量增速

1 月份深圳机场旅客吞吐 232.11 万人次，同比仅增长 5.8%。飞机起降 1.9 万架次，同比增长 4.7%，合每日 613 架次。深圳机场的“空”“地”瓶颈已使其白天的客运产能接近极限，夜间的货运业务尚有一定的发展空间。本月货邮吞吐 7.26 万吨，同比增长 24.5%，保持较高增速。

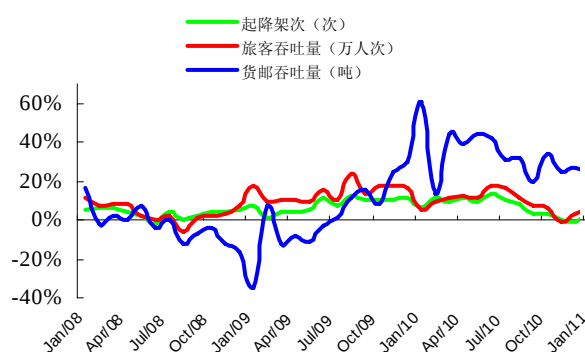
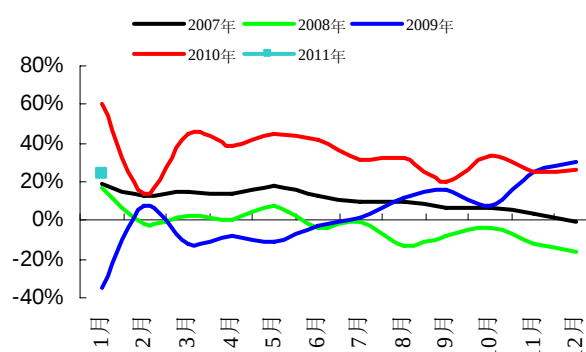
目前深圳机场的二跑道和航站楼建设进展顺利。跑道已进入路面铺装阶段预计 2011 年中启用。航站楼预计 2012 年底能顺利启用。二跑道启用后能部分缓解时刻资源紧张和现有跑道运营压力过大的问题，被压抑的需求有望部分释放。

图 109、1 月深圳机场起降同比增速低于历史同期 图 110、1 月深圳机场客流量同比增速持续回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 111、1 月深圳机场货流同比增速接近历史高位 图 112、1 月深圳货流同比增速高于起降和客流



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

白云机场：旅客吞吐量同比增速持续回升

1 月份白云机场旅客吞吐 368.2 万人次，飞机起降 3 万架次，货邮吞吐 20 万吨，同比分别增长 15.2%、10% 和 9.3%。世博会和亚运会过后，其旅客增速持续回升，货邮平稳增长。

随着公司东西三指廊的启用，跑道和航站楼不存在产能瓶颈，估计 2 年内不会有大型资产投建活动。集团代建的中性货站将在今年上半年会启用，为未来公司货运发展打下扎实的基础。现有产能利用率的不断提升有助于提升毛利率水平。

从长期来看，受制于广东地区外向型产业向内陆转移、深圳机场二跑道和 T3 航站楼启用后的分流，我们预计白云机场的客流和货流增速将面临一定压力。

图 113、1 月白云机场起降同比增速由负转正

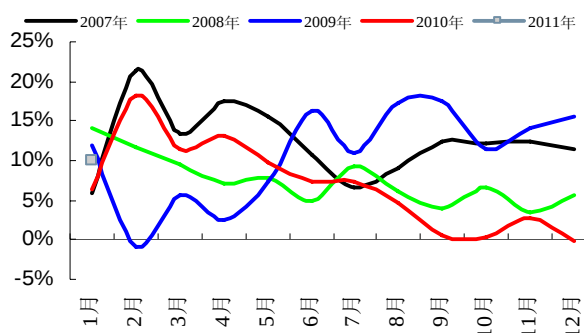
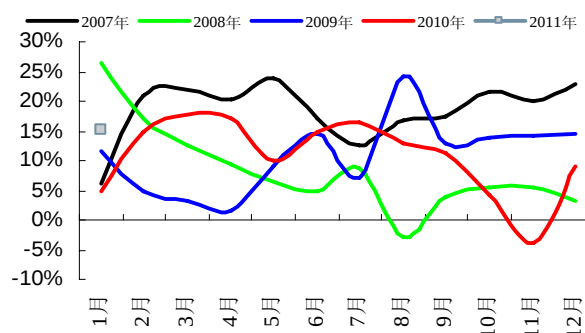


图 114、1 月白云机场旅客同比增速持续回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 115、1 月白云机场货流量同比增速微升

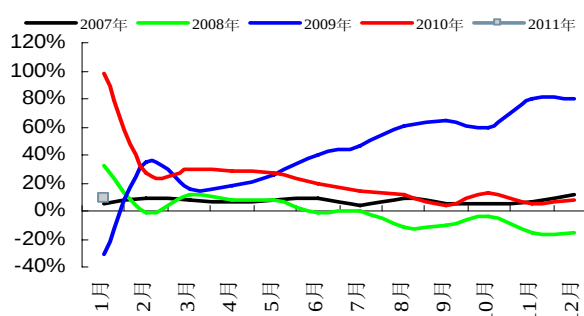
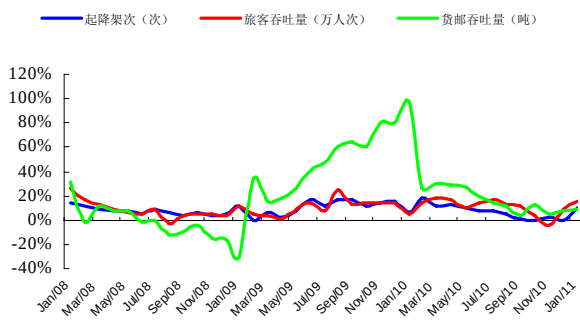


图 116、1 月白云机场客流同比增速好于起降货流



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

表 5、全球航空公司估值比较（2011 年 2 月 25 日收盘价）

公司名称	PE				PB				PS			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
中国国航-A	N/A	N/A	12.26	11.95	N/A	5.77	3.76	2.85	2.98	2.81	1.92	1.64
南方航空-A	-11.73	184.68	13.35	13.15	1.06	6.24	3.63	2.83	1.27	1.23	0.91	0.81
东方航空-A	-2.07	249.62	12.39	11.67	N/A	216.33	5.04	3.41	1.88	1.67	1.02	0.91
海南航空	-19.85	88.22	13.60	11.69	1.20	3.35	3.29	2.74	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值	-11.22	174.17	12.90	12.12	1.13	57.93	3.93	2.96	2.04	1.90	1.28	1.12
中国国航-H	-9.02	17.17	7.75	7.87	1.30	2.91	1.90	1.53	1.79	1.70	1.11	0.96
南方航空-H	-4.80	75.53	6.44	7.72	1.06	2.30	1.15	0.99	0.52	0.52	0.38	0.34
东方航空-H	-1.05	127.31	7.32	8.15	N/A	-18.03	2.63	1.92	0.96	0.93	0.54	0.49
平均值	-4.96	73.34	7.17	7.91	1.18	-4.27	1.89	1.48	1.09	1.05	0.67	0.60
国泰航空	-8.01	14.84	5.66	6.71	0.93	1.74	1.31	1.18	1.04	1.08	0.79	0.72
新加坡航空	8.18	15.38	63.50	12.05	1.22	1.13	1.22	1.15	1.29	1.03	1.31	1.12
马来航空	16.25	8.09	-137.86	14.40	1.22	6.77	1.83	1.64	0.29	0.30	0.25	0.22
全日空	9.08	-136.53	-11.19	72.48	1.89	1.27	1.64	1.53	0.47	0.40	0.48	0.42
日本航空	-1.88	-18.56	6.89	8.28	1.15	2.17	1.63	1.36	N/A	N/A	N/A	N/A
长荣航空	9.53	-5.19	N/A	N/A	0.33	N/A	N/A	N/A	1.43	1.46	1.00	0.96
大韩航空	-2.23	-43.72	8.11	6.41	0.91	1.64	1.34	1.11	0.40	0.50	0.40	0.38
印度捷达航空	-5.32	-3.62	-4.93	18.96	1.16	0.79	1.99	1.62	0.29	0.26	0.30	0.24
亚洲航空	-11.90	12.18	8.31	7.82	1.28	2.51	1.98	1.56	1.49	2.04	1.54	1.33

快达航空	4.86	42.50	22.24	10.13	1.00	0.87	0.91	0.86	0.35	0.32	0.34	0.30
维珍蓝	4.65	-2.84	28.08	20.28	0.53	0.63	0.92	0.83	0.13	0.15	0.13	0.11
韩亚航空	-8.29	-7.07	5.59	5.36	0.77	2.47	1.81	1.41	0.37	0.48	0.37	0.36
中华航空	-1.88	-18.56	6.89	8.28	1.15	2.17	1.63	1.36	0.87	0.89	0.64	0.62
平均值	1.00	-11.01	0.11	15.93	1.04	2.01	1.52	1.30	0.70	0.74	0.63	0.57
英国航空	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.40	0.74	0.41	N/A	N/A	N/A	N/A
法荷航空	4.44	-4.28	-3.24	-35.80	0.53	0.42	0.72	0.57	0.17	0.14	0.17	0.15
汉莎航空	12.44	-61.19	14.85	10.22	0.78	1.08	1.00	0.95	0.30	0.29	0.24	0.22
瑞安航空	13.19	-29.79	16.00	13.01	1.67	1.99	1.83	1.72	1.65	1.68	1.68	1.37
易捷航空	1774.24	2078.70	1282.12	944.35	1.04	1.13	1.05	0.91	50.44	56.67	50.68	45.28
平均值	451.08	495.86	327.43	232.94	1.01	1.00	1.07	0.91	13.14	14.70	13.19	11.75
西南航空	49.00	90.46	16.00	13.47	1.29	1.85	1.48	1.25	0.72	0.84	0.72	0.65
美联航	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
大陆航空	N/A	N/A	N/A	N/A	21.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
达美航空	-0.58	-7.42	6.28	5.38	9.11	3.66	8.57	5.52	0.11	0.12	0.11	0.10
美国航空	-0.80	-1.31	-5.11	-21.38	N/A	-0.69	-0.59	-0.55	0.08	0.09	0.08	0.08
JetBlue	-15.27	25.68	16.72	13.48	1.52	0.88	0.94	0.88	0.40	0.47	0.40	0.35
加拿大航空	-0.28	-15.78	-16.42	12.24	0.23	0.28	0.54	2.52	0.00	0.01	0.00	0.00
平均值	6.41	18.33	3.49	4.64	6.67	1.20	2.19	1.92	0.26	0.31	0.26	0.24

数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

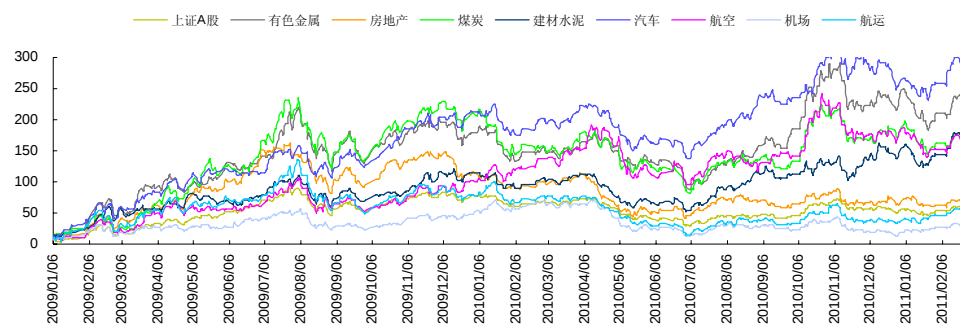
注: 除中国外其他地区的平均 PE 的计算中剔除了大于 50 倍的值

表 6、全球机场估值比较 (2011 年 2 月 25 日收盘价)

公司名称	货币	收盘价	EPS				PE				PB			
			2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
白云机场	CNY	8.56	0.42	0.47	0.54	0.60	20.38	18.21	16.00	14.27	1.39	1.51	1.51	1.41
上海机场	CNY	14.32	0.45	0.37	0.63	0.71	31.82	38.70	22.80	20.28	1.78	2.12	1.96	1.81
深圳机场	CNY	5.84	0.14	0.34	0.43	0.43	41.13	17.17	13.61	13.71	1.95	1.90	1.69	1.44
厦门空港	CNY	15.45	0.65	0.91	0.98	1.09	23.65	17.03	15.78	14.14	3.17	3.38	2.86	2.40
国内平均		11.04	0.42	0.52	0.64	0.71	29.24	22.78	17.05	15.60	2.07	2.23	2.01	1.77
北京首都机场	HKD	3.86	0.02	0.07	0.11	0.17	202.50	57.86	37.85	23.96	1.21	1.12	1.09	1.05
美兰机场	HKD	7.92	0.39	0.38	0.47	0.47	21.87	22.45	18.15	18.07	0.67	1.62	1.55	1.37
香港平均		5.89	0.21	0.23	0.29	0.32	112.19	40.15	28.00	21.02	0.94	1.37	1.32	1.21
日本空港	JPY	1,223.00	41.33	39.64	27.28	22.40	29.59	30.85	44.83	54.60	1.85	0.99	1.04	N/A
泰国机场	THB	33.00	5.12	0.50	1.53	2.04	6.45	66.00	21.63	16.18	0.58	0.63	0.63	0.62
法兰克福机场	EUR	50.65	2.07	1.64	2.01	2.19	24.47	30.88	25.21	23.16	1.13	1.87	1.77	1.71
奥克兰机场	NZD	2.24	0.09	0.03	0.08	0.09	24.44	66.24	27.32	24.62	1.26	1.47	1.58	1.52
哥本哈根机场	DKK	1,670.00	96.20	78.30	94.58	97.22	17.36	21.33	17.66	17.18	2.75	4.11	3.68	3.97
维也纳机场	EUR	47.95	4.34	3.49	3.88	3.99	11.05	13.74	12.35	12.02	0.86	1.29	1.22	1.17
苏黎世机场	CHF	N/A	N/A	N/A	21.58	24.95	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
巴黎机场	EUR	63.45	2.76	2.73	2.97	3.17	22.99	23.24	21.39	20.02	1.55	1.95	1.86	1.77
外国平均		441.47	21.70	18.05	19.24	19.51	19.48	36.04	24.34	23.97	1.42	1.76	1.68	1.79

数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 117、航空与其他周期板块股价走势比较



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。