

布局航空，震荡蓄势，迎接京沪高铁新时代

推荐 (维持)

2011 年 5 月 27 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
中国国航	1.11	1.26	推荐
东方航空	0.48	0.55	推荐
南方航空	0.61	0.67	推荐
海南航空	0.74	0.85	推荐
厦门空港	1.12	1.17	推荐
上海机场	0.76	0.88	强烈推荐
白云机场	0.62	0.73	推荐
深圳机场	0.42	0.47	中性

相关报告

航空运输 III:《国内航油价格可能上调 800 元》2011-5-25

航空运输 III:《中信海直联合调研会议纪要》2011-5-24

航空运输 III:《海南航空公司债券发行启动》2011-5-19

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

- **4 月行业景气程度提升。**预计 4 月航空业收入 283 亿元，同比增长 21%；盈利 32 亿元，同比增长 58%。在油价同比提升 30% 的情况下，预计毛利率 19%，同比仅下降 2 个 PT。4 月行业景气持续，需求、客座率、票价水平同比提升，以及人民币快速升值，使得本月盈利较 3 月份大幅增长。预计第二季度全行业盈利超越预期。
- **航空需求客运持续回升，货运基本持平。**4 月我国全民航综合、国内（含地区）、国际和地区的运输总周转量（RTK）分别为 48.2、31.5、16.5、11.1 亿吨公里，同比增长 11.1%、13.0%、7.7% 和 11.1%，环比上升 3.0%、4.3%、0.5% 和 9.3%。4 月份航空需求同比增速呈现持续回升态势，国内供不应求、国际基本持平，景气程度显著超越了市场悲观预期。
- **航空运力供给同比增速持续放缓。**4 月底我国民航运输飞机 1630 架，同比和环比分别增长 10.8% 和 0.7%。飞机日利用率 9.3 小时，同比减少 0.2 小时，环比增加 0.3 小时。4 月份飞机日利用率环比上升明显，体现了市场需求，尤其是国内市场需求景气程度。
- **航空运营效率改善。**4 月份客运市场维持景气，客座率保持高位，全月综合载运率达到 73.5%，同比虽然上升 1.5 个百分点，环比小幅上升 0.4 个百分点。预计 4 月我国民航客公里票价约 0.65 元，同比提高 4.8%，环比上升 4.8%；吨公里收入约 5.62 元，同比提高 7.5%，环比上升 6.6%，票价水平继续提升。
- **航空：震荡蓄势，等待东风。**需求增速回升、油价回落后维持震荡、高铁降速使竞争压力减轻、人民币稳定升值，我们维持航空股处于震荡蓄势阶段的判断，等待大盘止跌企稳和京沪高铁通车的东风。
- **机场：兼具防御性和抗通胀性。**机场非航业务的发展将改善机场收入结构，机场业务的消费属性日渐增强，抗通胀特性明显。同时在国内经济暂时出现滞涨状态下，股市可能不具备大的行情，机场板块防御特性突出。
- **风险提示：**油价持续大幅上升和汇率剧烈波动风险；高铁替代竞争；发生突发性疾病、灾害或不可抗力等。
- **行业评级及投资策略：**航空方面，油价和汇率的跷跷板效应短期趋于平衡，航空股估值修复的核心驱动力在于基本面的持续向好。但受制于大盘弱市格局，航空股处于震荡蓄势阶段，我们建议投资者逢低布局，等待大盘止跌企稳和京沪高铁通车的东风。我们推荐国内航线占比高的南航和国际航线有望改善的国航。机场方面，在经济滞涨的情况下具有抗通胀和防御的双重特性。我们推荐业务规模快速增长并存在资产注入和收费标准上调预期的上海机场。同时建议关注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、海特高新和博云新材等。

目 录

投资聚焦	- 6 -
投资逻辑	- 6 -
投资策略	- 7 -
核心假设	- 7 -
风险提示	- 8 -
航空运量需求：客运同比增速持续回升，货运基本持平	- 8 -
运输总周转量：RTK 同比增速上升	- 8 -
旅客周转量：同比增速大幅回升	- 10 -
货邮周转量：RFTK 同比增速基本持平	- 10 -
旅客运输量：国内表现强劲，同比增速继续回升	- 11 -
货邮运输量：同比下滑，环比微升	- 12 -
航空运力供给：飞机引进增速平稳，飞机利用率环比回升	- 14 -
飞机同比增速持续下降，飞机利用率回升	- 14 -
可用吨公里：ATK 同比增速回落，环比上升	- 14 -
可用客公里：ASK 同比增速上升	- 16 -
可用货邮吨公里：AFTK 同比增速上升	- 17 -
航空运营效率：环比大幅回升	- 17 -
载运率：LF 同比微降、环比回升	- 17 -
客座率：PLF 同比环比基本持平	- 19 -
货邮载运率：FLF 同比环比小幅下滑	- 20 -
航空运营效益：票价继续提升、油价大幅下挫	- 21 -
票价水平：同比环比继续提升	- 21 -
航油成本：同比继续提升，出厂价上调与国际接轨	- 22 -
燃油附加费：联动机制充分有效	- 23 -
汇率：4 月人民币兑美元升值加速，5 月升值速度暂时趋缓	- 24 -
主业利润：全行业主业盈利持续增长	- 25 -
机场业：国内景气使得机场旅客增速维持较高水平	- 25 -
上海机场：客增货降	- 25 -
厦门空港：客货保持强劲增长	- 27 -
深圳机场：客货保持小幅增长	- 28 -
白云机场：旅客吞吐量同比增速持续回升	- 29 -
图 1、全民航 4 月国内 RTK 同比增速高于国际	- 8 -
图 2、全民航 4 月 RTK 同比增速继续回升	- 8 -
图 3、国航 4 月地区 RTK 同比增速低于国际国内	- 9 -
图 4、国航 4 月 RTK 同比增速大幅上升	- 9 -
图 5、南航 4 月国际 RTK 同比增速高于国内地区	- 9 -
图 6、南航 4 月 RTK 同比增速回升	- 9 -
图 7、东航 4 月国际 RTK 同比增速高于国内地区	- 9 -
图 8、东航 4 月 RTK 同比增速下滑	- 9 -
图 9、全民航 4 月 RPK 同比增速回升	- 10 -
图 10、国航 4 月 RPK 同比增速回升	- 10 -
图 11、南航 4 月 RPK 同比增速回升	- 10 -
图 12、东航 4 月 RPK 同比增速基本持平	- 10 -
图 13、全民航 4 月 RFTK 同比增速基本持平	- 10 -
图 14、国航 4 月 RFTK 同比增速回升	- 10 -

图 15、南航 4 月 RFTK 同比增速回升	- 11 -
图 16、东航 4 月 RFTK 同比增速下滑	- 11 -
图 17、全民航 4 月国内客流同比增速高于国际	- 11 -
图 18、全民航 4 月客流量同比增速回升	- 11 -
图 19、国航 4 月国内客流增速高于国际	- 11 -
图 20、国航 4 月客流量同比增速上升	- 11 -
图 21、南航 4 月地区客流同比增速高于国际国内	- 12 -
图 22、南航 4 月客流量同比增速上升	- 12 -
图 23、东航 4 月地区客流同比增速高于国内国际	- 12 -
图 24、东航 4 月客流量同比增速回升	- 12 -
图 25、中国 4 月外贸出口增速小幅下滑	- 12 -
图 26、中国 4 月外贸进口增速小幅下滑	- 12 -
图 27、全民航 4 月地区货量同比增速高于国内	- 13 -
图 28、全民航 4 月货邮量同比增速平稳	- 13 -
图 29、国航 4 月国际货邮同比增速高于地区国内	- 13 -
图 30、国航 4 月货邮量同比增速继续回升	- 13 -
图 31、南航 4 月国际货邮同比增速高于国内地区	- 13 -
图 32、南航 4 月货邮量同比增速趋缓	- 13 -
图 33、东航 4 月地区货邮同比增速高于国际国内	- 13 -
图 34、东航 4 月货邮量同比增速下滑	- 13 -
图 35、4 月底全民航运输飞机 1630 架	- 14 -
图 36、全民航 4 月飞机引进速度持续回落	- 14 -
图 37、全民航 4 月飞机日利用率 9.3 小时	- 14 -
图 38、全民航 4 月飞机利用率同比增速回升	- 14 -
图 39、全民航 4 月 ATK 65.3 亿吨公里	- 15 -
图 40、全民航 4 月 ATK 同比增速回升	- 15 -
图 41、全民航 4 月地区 ATK 同比增速高于国内	- 15 -
图 42、全民航 4 月 ATK 同比增速回升	- 15 -
图 43、国航 4 月国际 ATK 同比增速高于国内地区	- 15 -
图 44、国航 4 月 ATK 同比增速继续攀升	- 15 -
图 45、南航 4 月国际 ATK 同比增速高于国内地区	- 16 -
图 46、南航 4 月 ATK 同比增速回升	- 16 -
图 47、东航 4 月地区 ATK 同比增速高于国内国际	- 16 -
图 48、东航 4 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 49、全民航 4 月 ASK 同比增速回升	- 16 -
图 50、国航 4 月 ASK 同比增速继续回升	- 16 -
图 51、南航 4 月 ASK 同比增速继续回升	- 17 -
图 52、东航 4 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 53、全民航 4 月 AFTK 同比增速上升	- 17 -
图 54、国航 4 月 AFTK 同比增速上升	- 17 -
图 55、南航 4 月 AFTK 同比增速回升	- 17 -
图 56、东航 4 月 AFTK 同比增速下降	- 17 -
图 57、全民航 4 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 58、全民航 4 月载运率同比继续上升	- 18 -
图 59、国航 4 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 60、国航 4 月载运率同比继续上升	- 18 -
图 61、南航 4 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 62、南航 4 月载运率同比继续上升	- 18 -
图 63、东航 4 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 64、东航 4 月载运率同比继续上升	- 18 -
图 65、全民航 4 月客座率国内高于国际地区	- 19 -

图 66、全民航 4 月客座率同比继续上升	- 19 -
图 67、国航 4 月客座率国内高于国际和地区	- 19 -
图 68、国航 4 月客座率同比继续上升	- 19 -
图 69、南航 4 月客座率国内高于国际和地区	- 19 -
图 70、南航 4 月客座率同比继续上升	- 19 -
图 71、东航 4 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 72、东航 4 月客座率同比继续上升	- 20 -
图 73、全民航 4 月货邮载运率同比下滑	- 20 -
图 74、国航 4 月货邮载运率环比下滑	- 20 -
图 75、南航 4 月货邮载运率环比下滑	- 20 -
图 76、东航 4 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 4 月票价同比环比继续提升	- 21 -
图 82、三大航 4 月国内票价同比环比继续提升	- 21 -
图 83、三大航 4 月国际票价同比环比略有下滑	- 22 -
图 84、三大航 4 月地区票价同比环比继续上升	- 22 -
图 85、4 月国际布伦特原油价格下挫后在 115 美元/桶左右波动	- 22 -
图 86、4 月航空公司航油采购均价约 7330 元/吨	- 23 -
图 87、4 月人民币兑美元汇率升值 0.88%	- 24 -
图 88、4 月人民币兑日元贬值 1.3%	- 24 -
图 89、4 月末一年期 NDF 比即期汇率升值 3.12%	- 25 -
图 90、4 月上海两场旅客同比增速高于货邮	- 26 -
图 91、4 月上海两场起降同比增速下滑	- 26 -
图 92、4 月上海两场旅客吞吐同比增速回升	- 26 -
图 93、4 月上海两场货邮同比增速下滑	- 26 -
图 94、4 月浦东机场起降同比增速客货	- 26 -
图 95、4 月浦东机场起降同比增速微降	- 26 -
图 96、4 月浦东机场客流量同比增速上升	- 26 -
图 97、4 月浦东机场货流量同比增速下滑	- 26 -
图 98、4 月虹桥机场旅客同比增速高于起降	- 27 -
图 99、4 月虹桥机场起降同比增速从高位	- 27 -
图 100、4 月虹桥客流量同比增速微降	- 27 -
图 101、4 月虹桥机场货流量同比增速下滑	- 27 -
图 102、4 月厦门空港起降同比增速上升	- 28 -
图 103、4 月厦门空港客流量同比增速上升	- 28 -
图 104、4 月厦门空港货流量同比增速微降	- 28 -
图 105、4 月厦门空港同比增速客运大于货运	- 28 -
图 106、4 月深圳机场起降同比增速回升	- 28 -
图 107、4 月深圳机场客流量同比增速回升	- 28 -
图 108、4 月深圳机场货流同比增速微降	- 29 -
图 109、4 月深圳机场客流同比增速高于起降	- 29 -
图 110、4 月白云机场起降同比增速回升	- 29 -
图 111、4 月白云机场旅客同比增速回升	- 29 -
图 112、4 月白云机场货流量同比增速微降	- 30 -
图 113、4 月白云机场客流同比增速好于起降货流	- 30 -
图 114、航空与其他周期板块股价走势比较	- 31 -

表 1、重点公司盈利预测与评级（2011.5.27）	- 8 -
表 2、国内航油出厂价生命历程（元/吨）	- 23 -
表 3、国内燃油附加费生命历程	- 24 -
表 4、全球航空公司估值比较（2011 年 5 月 26 日收盘价）	- 30 -
表 5、全球机场估值比较（2011 年 5 月 26 日收盘价）	- 31 -

投资聚焦

投资逻辑

行业需求增速持续回升，盈利大幅增长。4 月份航空需求同比增速呈现持续回升态势，国内供不应求、国际基本持平，景气程度显著超越了市场悲观预期。

分航线来看，依然延续国内是“火焰”，国际是“海水”的形势。受二季度欧美经济表现不佳、日本地震使全球产业链上受损等影响，国际航线需求较为疲软。有鉴于此，航空公司进行了运力调配以适应不同的市场需求状况，4 月份国际航线运力环比增速下降、国内航线环比增速上升。从中长期来看，随着下半年欧美经济逐步好转、人民币持续升值和出境游不断升温，国际航线复苏值得关注 and 期待。

4 月份开始航空市场逐渐进入旺季，我们预计行业增速将持续回升，并有可能回升至两位数之上，需求前景依然向好。预计第二季度全行业盈利水平将超越预期。

供给缺口得以持续，运力环比回升。在去年飞机引进速度较快的情况下，今年航空公司开始主动控制飞机引进节奏，同比增速持续降低。4 月份航空公司在没有办法提升短期飞机引进速度的情况下，主动提升了日利用率，以满足市场需求，尤其是高度景气的国内市场需求。

在需求回升和供给受控的情况下，航空公司票价水平（含燃油附加）持续攀升，经营绩效同比环比大幅提升，再加上汇兑收益的锦上添花，使得全行业盈利水平大幅增长。

汇率和油价的跷跷板效应短期趋于平衡。今年以来人民币持续升值，1 月升值 0.1%，2 月升值 0.48%、3 月升值 0.35%、4 月升值 0.88%，5 月以来升值 0.09%。人民币升值可以对冲航油成本的上升。

5 月以来，人民币升值势头趋缓，油价回落后维持震荡，汇率和油价的跷跷板效应短期趋于平衡。全年而言，我们预计人民币升值幅度有望突破市场预期的 5%，有利于提升航空公司汇兑损益，并提升国民出境游的需求。国际原油 WTI 价格可能在 100 美元左右震荡。

燃油附加费覆盖 70~80% 油价上涨成本。5 月初受基地组织本-拉登被击毙和欧美经济表现不佳的影响，国际油价大幅下挫 10% 左右。5 月 25 日，发改委突然上调国内航油出厂价 800 元至 7640 元/吨，综合采购成本升至 7650 元/吨。此次航油价格上调是在国际油价暂时回落、国内成品油尚未提价的情况下出现的调价行为，使得根据国际油价确定的国内航油理论出厂价与实际出厂价基本接近，我国航油定价机制进一步接轨以实现完全国际化，也从侧面反映了国际航油价格与原油价

格差价扩大的现实情况。虽然调价短期增加航油成本，但有利于航空公司根据国际油价变动进行主动成本控制，提升成本透明化管理科学化。

5月26日国内航空公司随即上调燃油附加费，其中800公里以上由110元上调为140元，800公里以下（含）由60元上调为80元。本次航油和燃油附加费的上调实现了三个联动：国内航油与国际油价的联动、国内燃油附加与国内航油价格的联动、国际燃油附加与国际油价的联动，并将推动航空公司对继续进行燃油套保的探讨。根据测算，燃油附加费上调后可以覆盖70~80%的油价上涨成本。

机场业务持续增长，防御特性突出。在国内航空市场景气的背景下，我国机场航空业务持续增长，此外非航业务高速增长，值得特别关注。日本地震和欧美经济表现疲软对国际航线有一定影响，枢纽机场的国际航线旅客增速较低。

在通货膨胀高企和经济增速下滑的情况下，我国宏观经济暂时处于滞涨状态。一方面，通货膨胀使得机场日常运营成本面临一定压力，但机场非航业务定价不受政府管制，可跟随CPI同步上调，抗通胀性明显，机场消费属性日渐增强；另一方面，滞涨状态下股市可能不具备大的行情，机场板块防御特性突出。

投资策略

航空业：震荡蓄势，逢低布局。需求增速回升、油价回落后维持震荡、高铁降速使竞争压力减轻、人民币稳定升值，我们维持航空股处于震荡蓄势阶段的判断，等待大盘止跌企稳和京沪高铁通车的东风。国际航线虽然较为疲软，但从中长期来看，随着航空公司的运力调配、欧美经济下半年逐步好转、人民币持续升值和出境游不断升温，国际航线复苏值得关注和期待。我们推荐国内航线占比高的南航和国际航线有望改善的国航。

机场业：兼具防御性和抗通胀性。机场非航业务的发展将改善机场收入结构，机场业务的消费属性日渐增强，抗通胀特性明显。同时在国内经济暂时出现滞涨状态下，股市可能不具备大的行情，机场板块防御特性突出。我们首推业务规模快速增长并存在资产注入和收费标准上调预期的上海机场。

通用航空：关注跌出来投资机会。业绩不达预期，估值偏贵，短期股价随着大盘不佳存在下行风险。但通用航空和低空开放有望获得持续的政策推动，通用航空股票亦有望反复活跃，建议关注通用航空股票跌出来的机会。推荐关注中信海直、川大智胜、海特高新和博云新材等通航产业链公司。

核心假设

2011年WTI均值100美元/桶，波动区间90-110美元/桶。航空公司原油套保一直持续到2011年上半年。2011年人民币兑美元升值5%左右。

风险提示

航空股估值高企与大盘系统性风险；油价持续大幅上升和汇率剧烈波动风险；高铁替代竞争；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 (2011.5.27)

简称	股价	EPS			PE			PB	评级	目标价
		10	11E	12E	10	11E	12E	11E		
中国国航	9.40	1.05	1.11	1.26	11	10	9	2.7	推荐	16.65
东方航空	5.28	0.48	0.48	0.55	13	13	12	2.9	推荐	7.68
南方航空	7.44	0.59	0.61	0.67	15	15	13	2.7	推荐	9.76
海南航空	7.11	0.73	0.74	0.85	12	12	10	2.3	推荐	11.10
厦门空港	13.93	0.91	1.12	1.17	17	14	13	2.4	推荐	19.04
上海机场	13.30	0.68	0.76	0.88	21	19	16	1.8	强烈推荐	19.00
白云机场	8.07	0.51	0.62	0.73	17	14	12	1.4	推荐	11.16
深圳机场	5.58	0.42	0.42	0.47	14	14	13	1.6	中性	6.30

数据来源：兴业证券研究所

航空运量需求：客运同比增速持续回升，货运基本持平

运输总周转量：RTK 同比增速上升

2011 年 4 月我国全民航综合、国内（含地区）、国际和地区的运输总周转量（RTK）分别为 48.2、31.5、16.5、11.1 亿吨公里，同比增长 11.1%、13.0%、7.7% 和 11.1%，环比上升 3.0%、4.3%、0.5% 和 9.3%。

1~4 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区的运输总周转量（RTK）分别为 181.1、120.2、61.8 和 4.0 亿吨公里，同比增长 8.8%、9.4%、9.3% 和 13.1%，除国际外同比增速继续回升。

4 月份航空需求同比增速呈现持续回升态势，国内供不应求、国际基本持平，景气程度显著超越了市场悲观预期。

图 1、全民航 4 月国内 RTK 同比增速高于国际

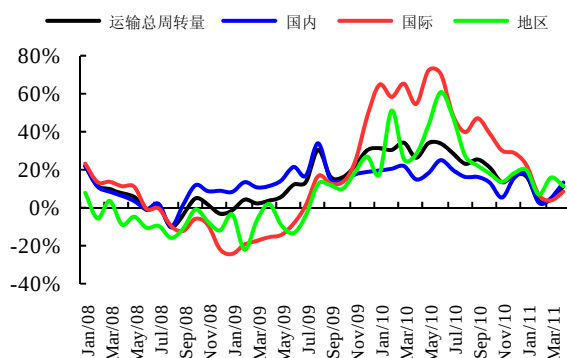
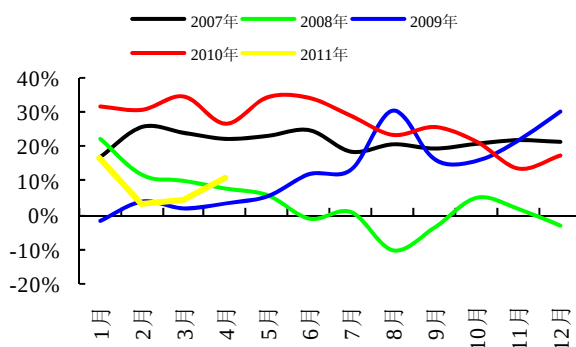


图 2、全民航 4 月 RTK 同比增速继续回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 4 月地区 RTK 同比增速低于国际国内

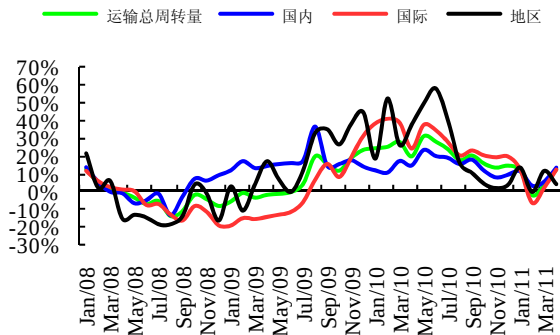
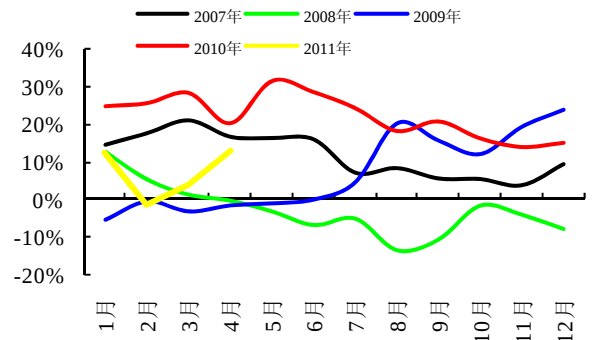


图 4、国航 4 月 RTK 同比增速大幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、南航 4 月国际 RTK 同比增速高于国内地区

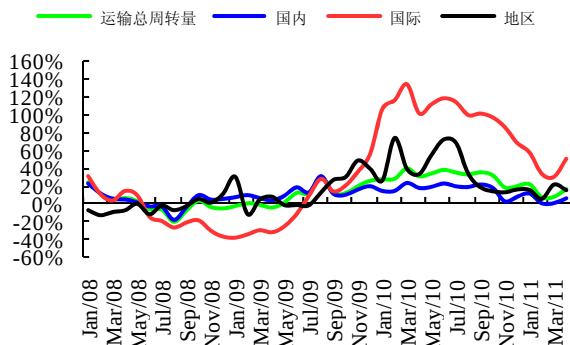
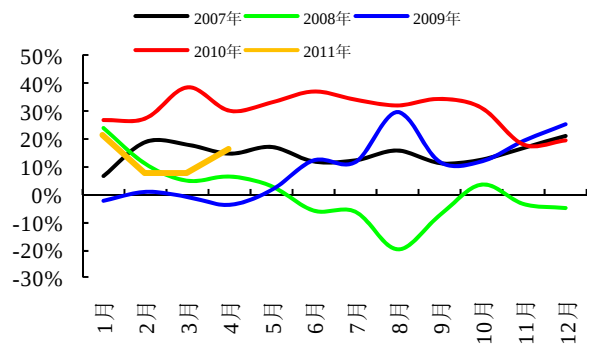


图 6、南航 4 月 RTK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航 4 月国际 RTK 同比增速高于国内地区

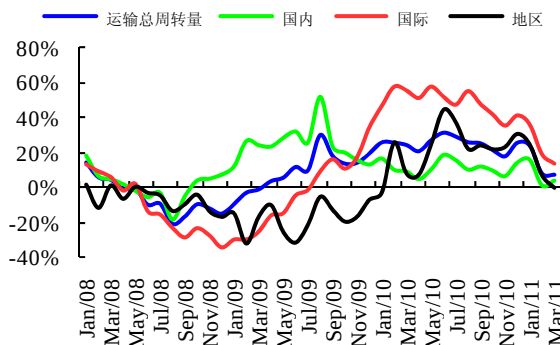
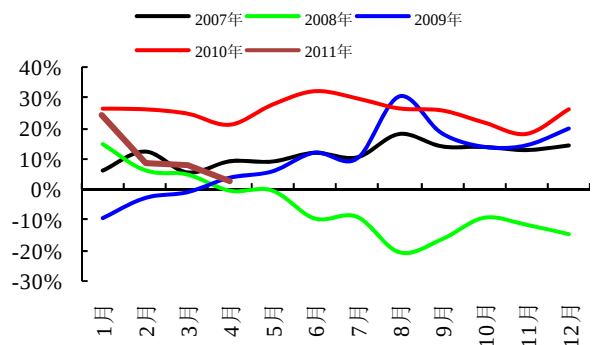


图 8、东航 4 月 RTK 同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客周转量：同比增速大幅回升

图 9、全民航 4 月 RPK 同比增速回升

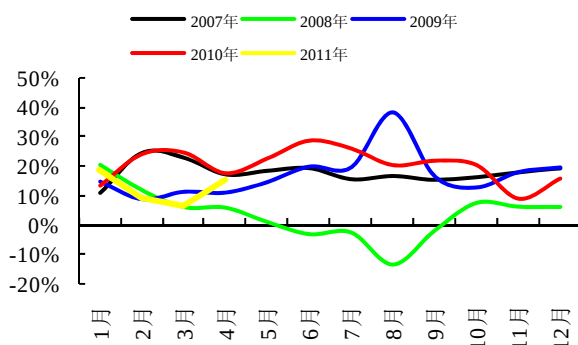
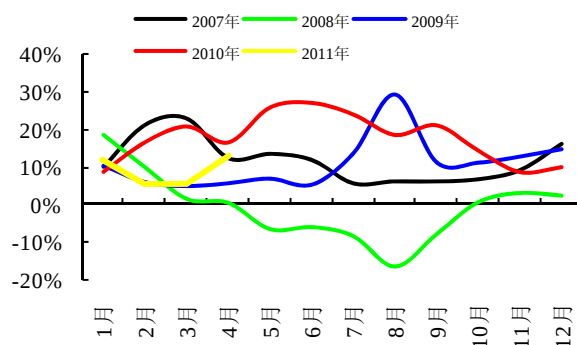


图 10、国航 4 月 RPK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、南航 4 月 RPK 同比增速回升

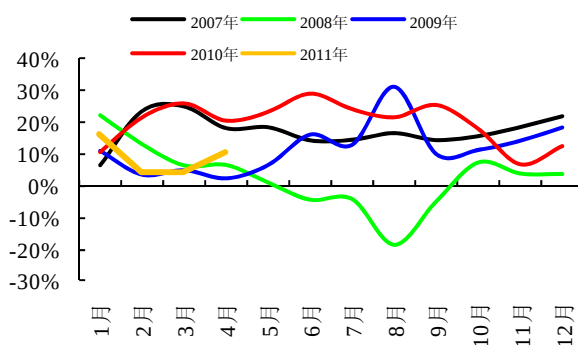
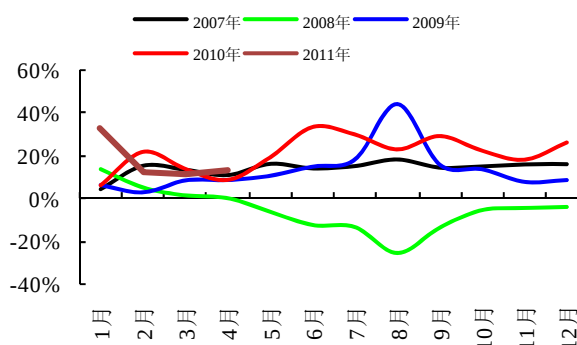


图 12、东航 4 月 RPK 同比增速基本持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮周转量：RFTK 同比增速基本持平

图 13、全民航 4 月 RFTK 同比增速基本持平

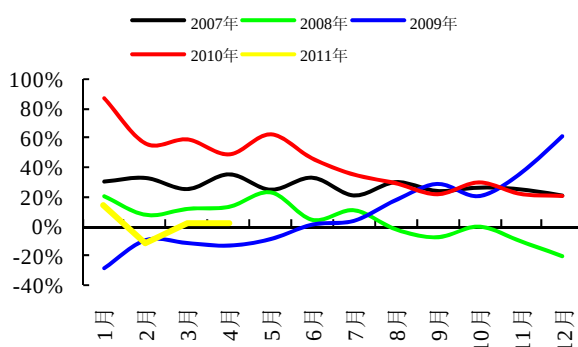
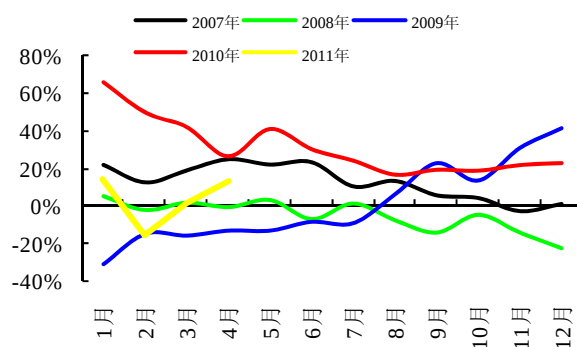


图 14、国航 4 月 RFTK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、南航 4 月 RFTK 同比增速回升

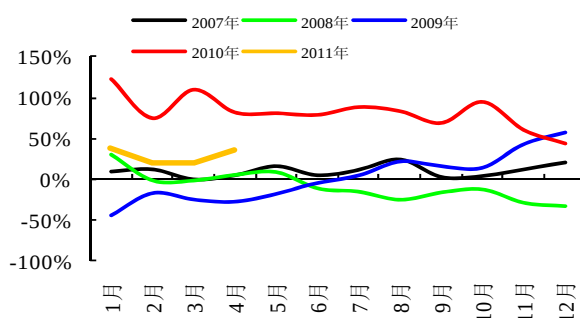
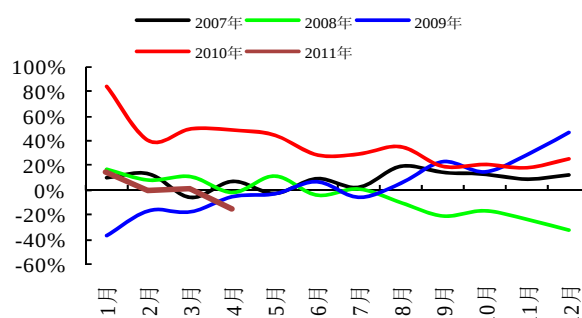


图 16、东航 4 月 RFTK 同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客运输量：国内表现强劲，同比增速继续回升

2011 年 4 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 2436.8、2275.2、161.6、65.4 万人次，同比增长 13.0%、14.0%、0.9% 和 15.5%，环比增长 5.7%、6.3%、-1.8%、10.3%。

1~4 月合计综合、国内(含地区)、国际和地区旅客运输量分别为 9171.2、8509.9、661.3 和 241.0 万人次，同比增长 10.6%、10.6%、10.2% 和 16.5%。国内方面，旅客运输量的同比增速继续攀升，景气程度依然持续；国际方面，受欧美经济表现疲软影响，国际航线旅客吞吐量同比增速下滑，环比基本持平。

图 17、全民航 4 月国内客流同比增速高于国际

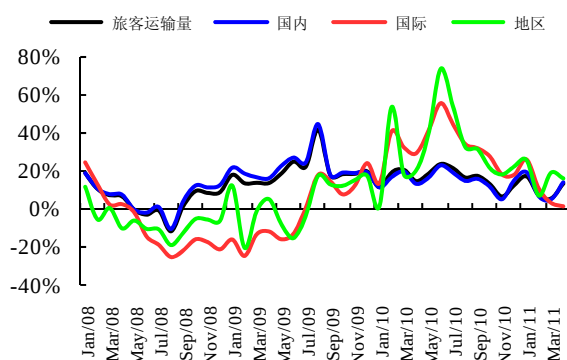
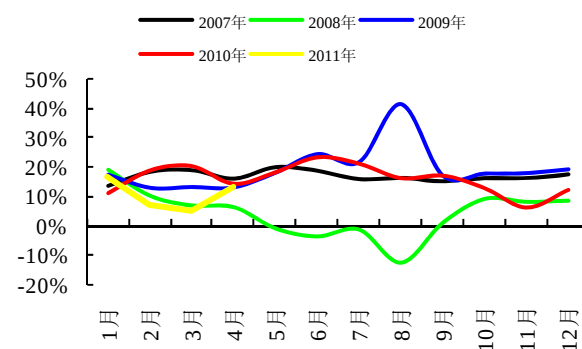


图 18、全民航 4 月客流量同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 19、国航 4 月国内客流增速高于国际

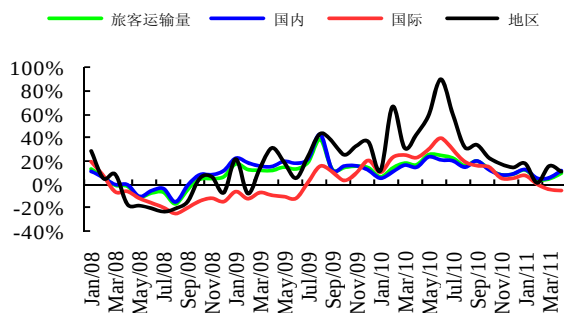
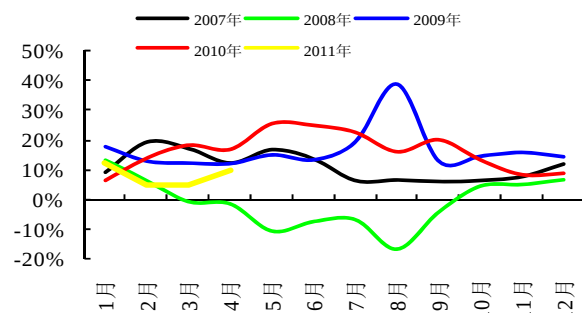
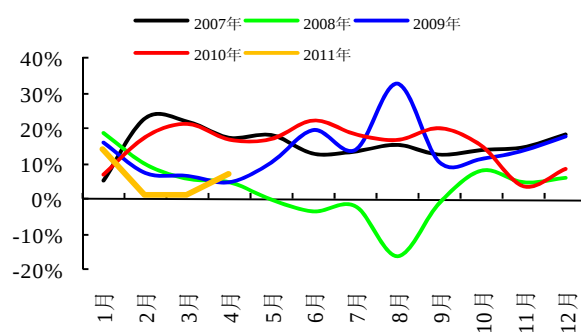
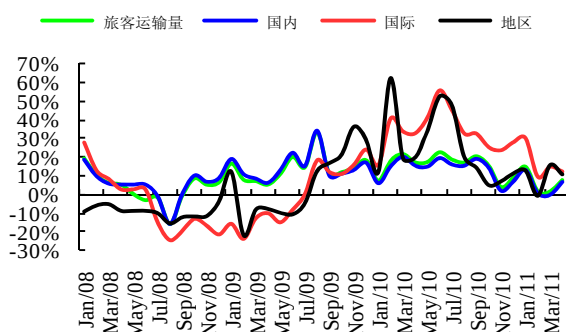


图 20、国航 4 月客流量同比增速上升



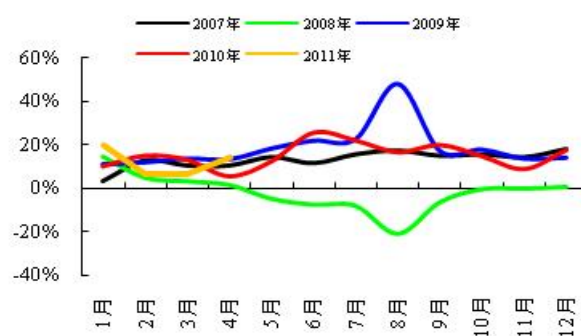
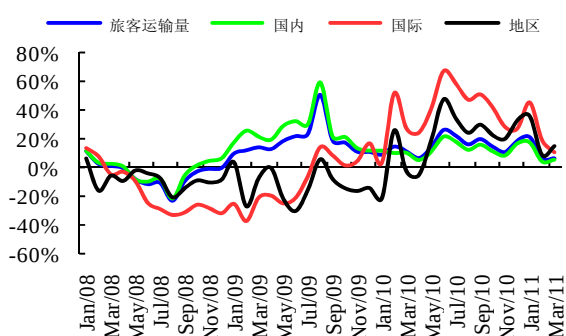
数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 21、南航 4 月地区客流同比增速高于国际国内 图 22、南航 4 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 4 月地区客流同比增速高于国内国际 图 24、东航 4 月客流量同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮运输量：同比下滑，环比微升

2011 年 4 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 47.8、32.1、15.8 和 1.9 万吨，同比下降 4.1%、1.7%、8.8% 和 5.4%，环比上升 2.6%、3.9%、0.2% 和 3.3%。

受日本地震影响，全球工业产业链零部件出现部分短缺现象，加之希腊等国家的债务危机，致使欧美二季度以来经济表现疲软，航空运货需求出现同比下滑、环比微升的局面。

图 25、中国 4 月外贸出口增速小幅下滑

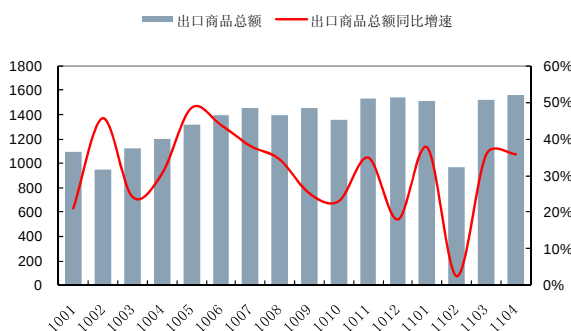
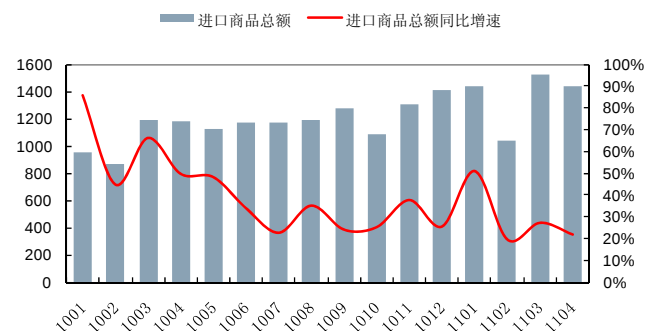


图 26、中国 4 月外贸进口增速小幅下滑



数据来源：海关、兴业证券研究所

图 27、全民航 4 月地区货量同比增速高于国内

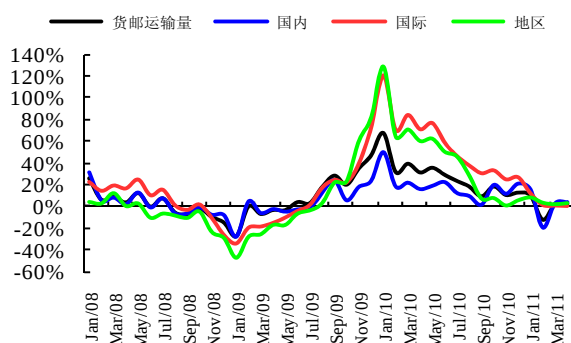
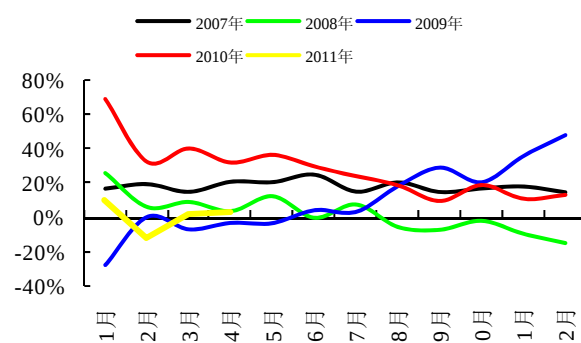


图 28、全民航 4 月货邮量同比增速平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 29、国航 4 月国际货邮同比增速高于地区国内

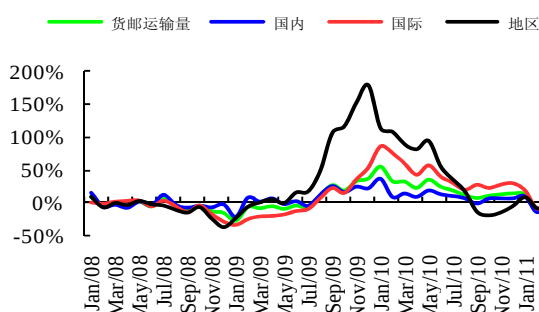
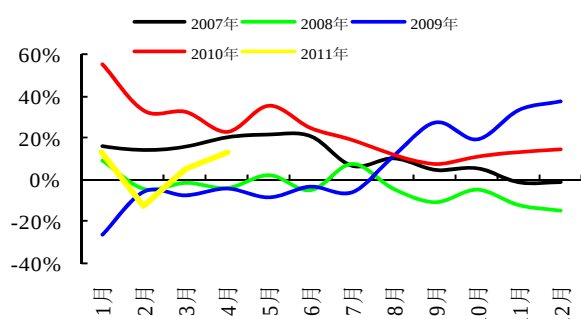


图 30、国航 4 月货邮量同比增速继续回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 31、南航 4 月国际货邮同比增速高于国内地区

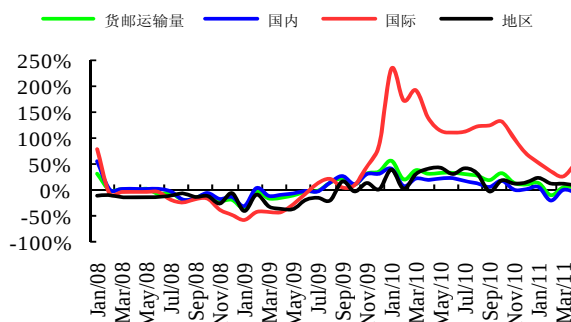
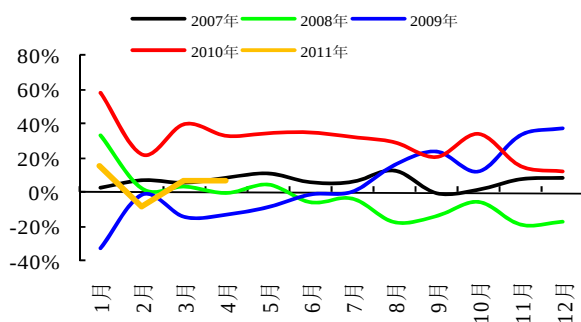


图 32、南航 4 月货邮量同比增速趋缓



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 33、东航 4 月地区货邮同比增速高于国际国内

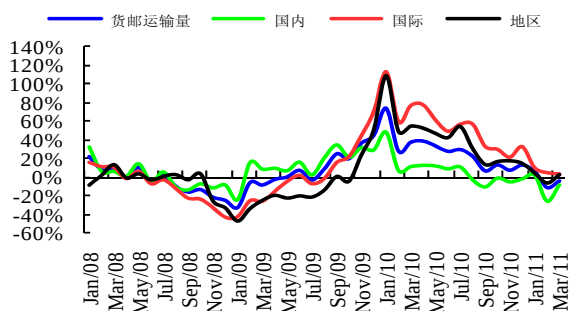
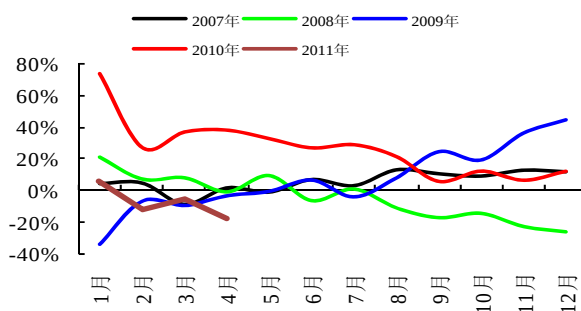


图 34、东航 4 月货邮量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运力供给：飞机引进增速平稳，飞机利用率环比回升

飞机同比增速持续下降，飞机利用率回升

2011 年 4 月底我国民航运输飞机 1630 架，同比和环比分别增长 10.8% 和 0.7%。飞机日利用率 9.3 小时，同比减少 0.2 小时，环比增加 0.3 小时。ATK65.3 亿吨公里，同比增长 8.8%，环比上升 2.4%，供座数 2929 万个，同比增长 7.6%，环比上升 4.0%。

在去年飞机引进速度较快的情况下，今年航空公司开始主动控制飞机引进节奏，同比增速持续降低，4 月份飞机日利用率环比上升明显，体现了市场需求，尤其是国内市场需求的景气程度。

图 35、4 月底全民航运输飞机 1630 架

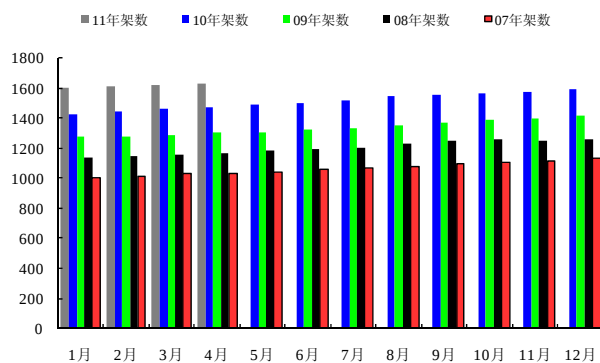
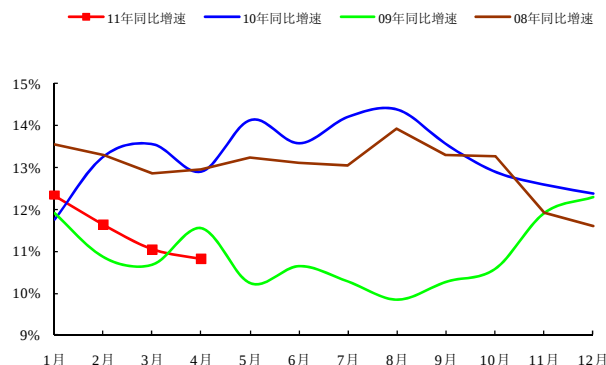


图 36、全民航 4 月飞机引进速度持续回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 37、全民航 4 月飞机日利用率 9.3 小时

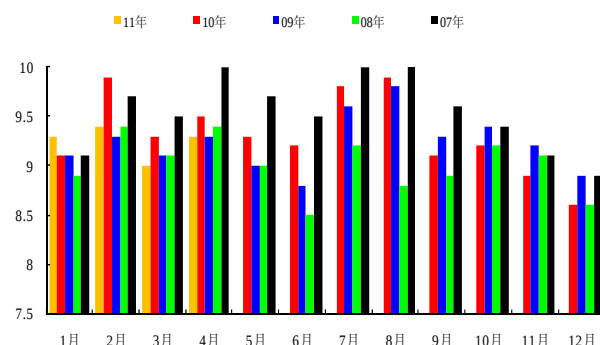
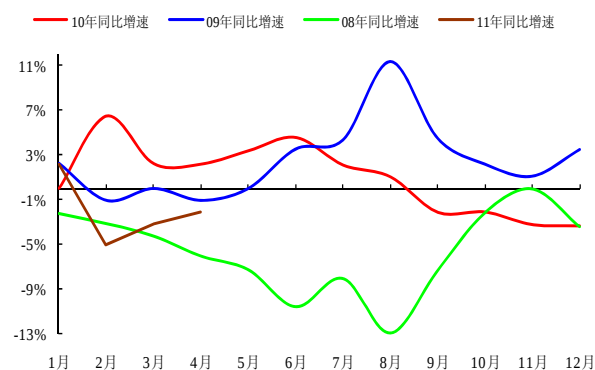


图 38、全民航 4 月飞机利用率同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用吨公里：ATK 同比增速回落，环比上升

2011 年 4 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 65.3、41.9、23.5 和 1.7 亿吨公里，同比增长 8.8%、7.7%、10.8% 和 9.8%，

环比上升 2.4%、2.9%、1.5%和 3.3%。

在国内市场供不应求、国际市场增速缓慢的情况下，各航公司对运力进行了重新调配，国际航线运力较 3 月只是略微增长，国内航线运力则大幅增加。

图 39、全民航 4 月 ATK 65.3 亿吨公里

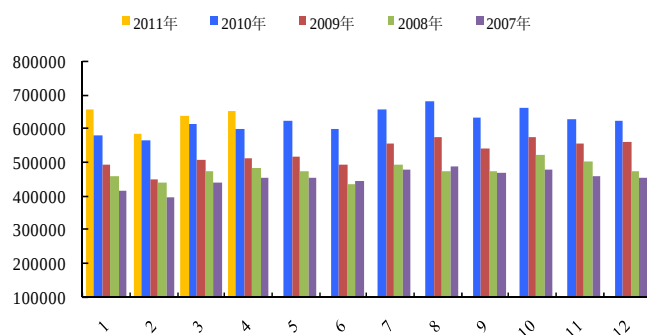
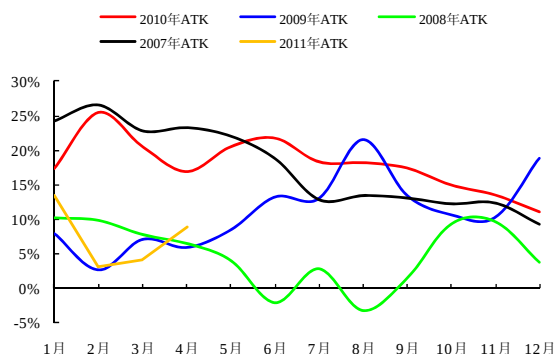


图 40、全民航 4 月 ATK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 41、全民航 4 月地区 ATK 同比增速高于国内

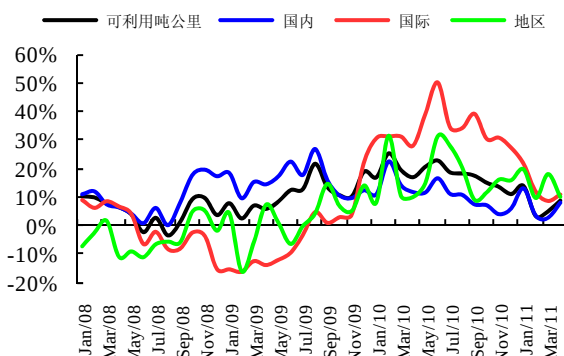
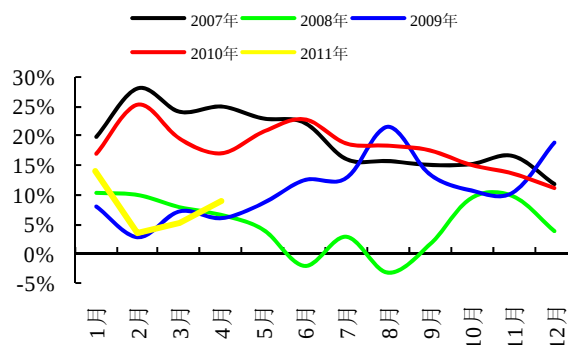


图 42、全民航 4 月 ATK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 43、国航 4 月国际 ATK 同比增速高于国内地区

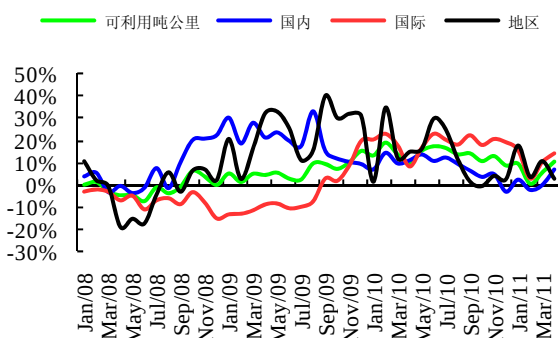
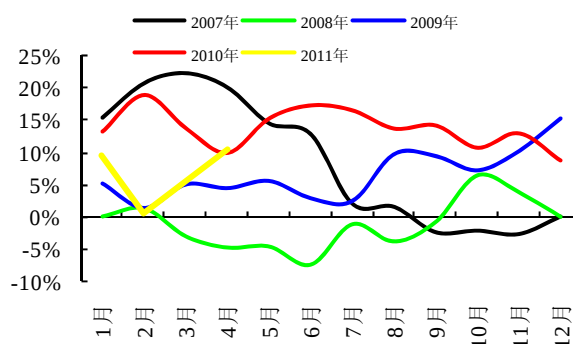
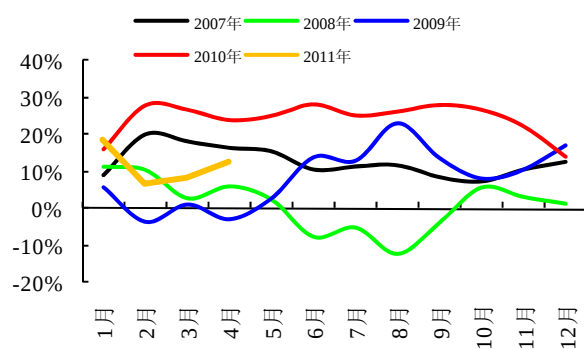
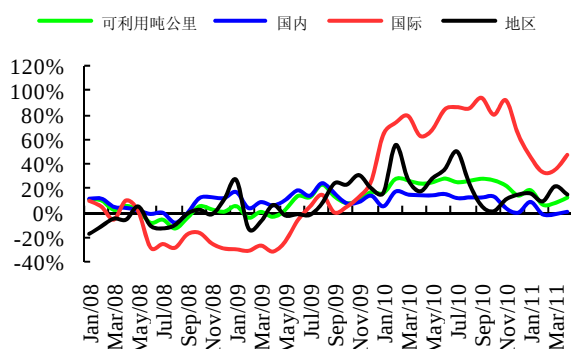


图 44、国航 4 月 ATK 同比增速继续攀升



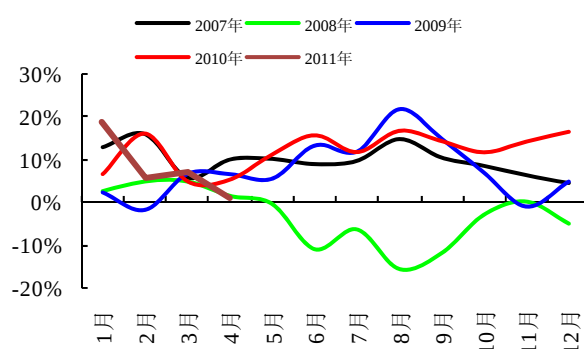
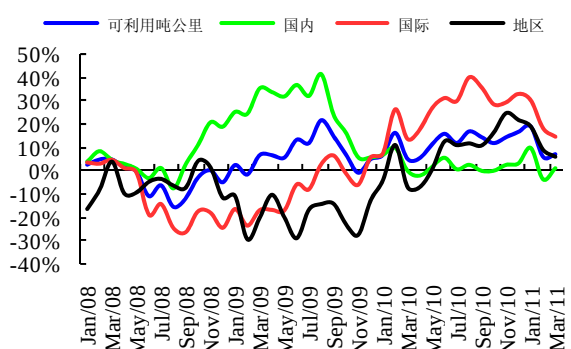
数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 45、南航 4 月国际 ATK 同比增速高于国内地区 图 46、南航 4 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 4 月地区 ATK 同比增速高于国内国际 图 48、东航 4 月 ATK 同比增速下降



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

图 49、全民航 4 月 ASK 同比增速回升

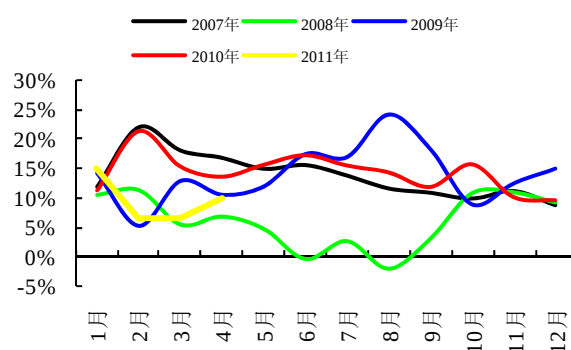
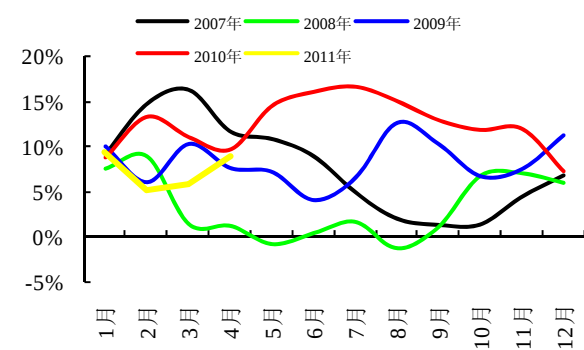


图 50、国航 4 月 ASK 同比增速继续回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 51、南航 4 月 ASK 同比增速继续回升

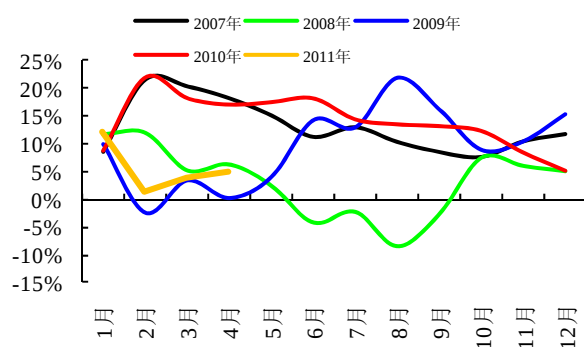
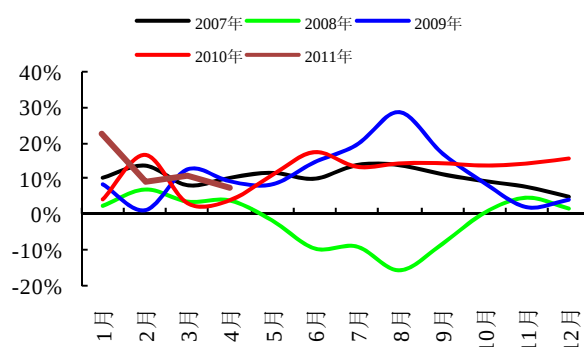


图 52、东航 4 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用货邮吨公里：AFTK 同比增速上升

图 53、全民航 4 月 AFTK 同比增速上升

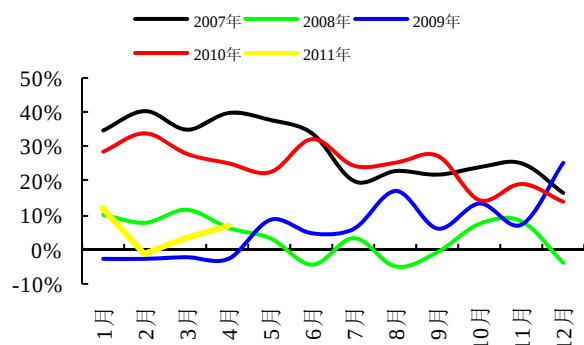
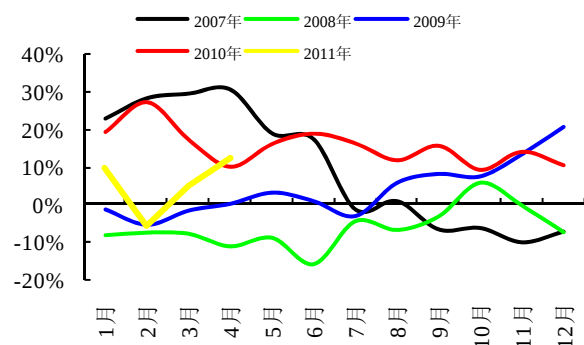


图 54、国航 4 月 AFTK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 55、南航 4 月 AFTK 同比增速回升

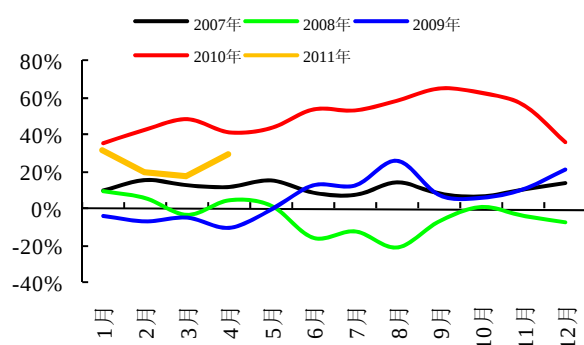
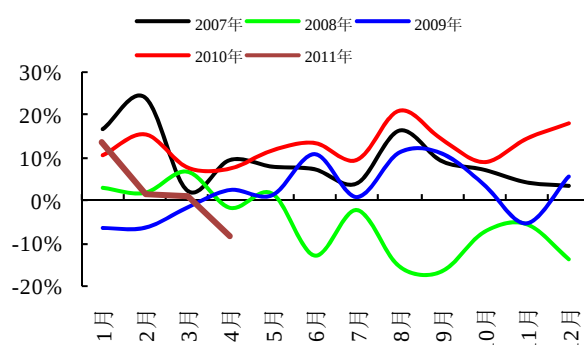


图 56、东航 4 月 AFTK 同比增速下降



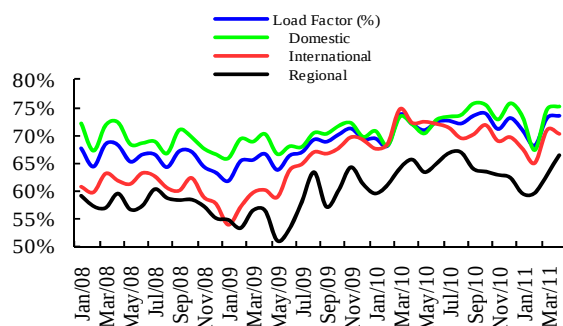
数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效率：环比大幅回升

载运率：LF 同比微降、环比回升

4 月份客运市场维持景气，客座率保持高位，全月综合载运率达到 73.5%，同比虽然上升 1.5 个百分点，环比小幅上升 0.4 个百分点。

图 57、全民航 4 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 58、全民航 4 月载运率同比继续上升

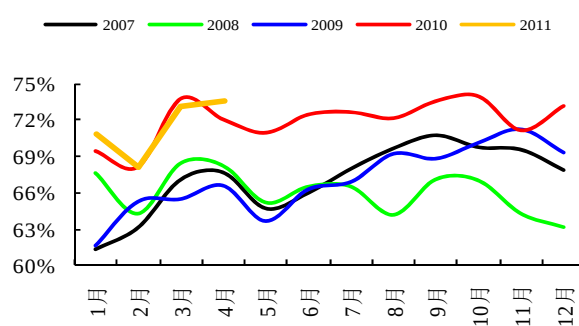
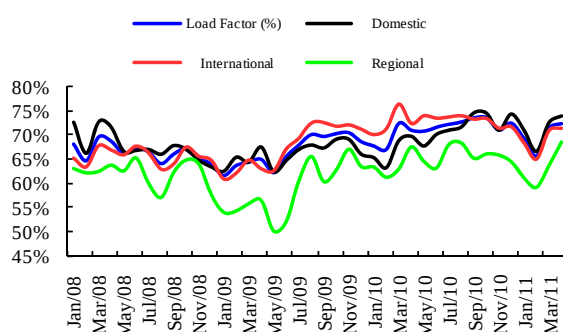


图 59、国航 4 月载运率国内高于国际地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 60、国航 4 月载运率同比继续上升

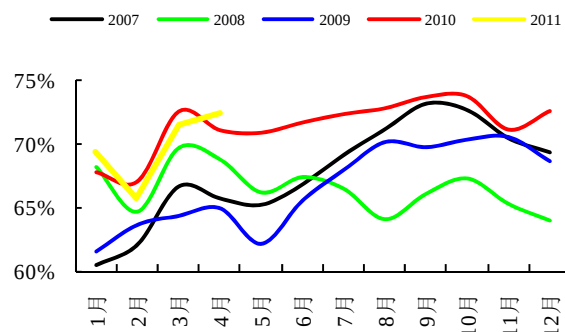
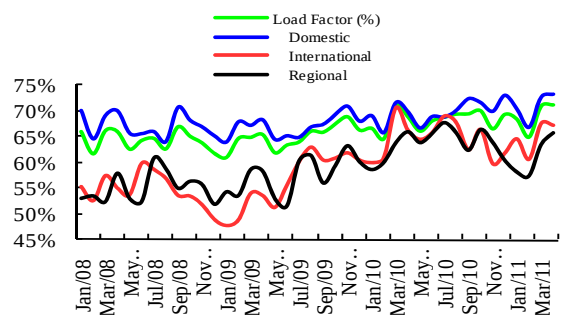


图 61、南航 4 月载运率国内高于国际地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 62、南航 4 月载运率同比继续上升

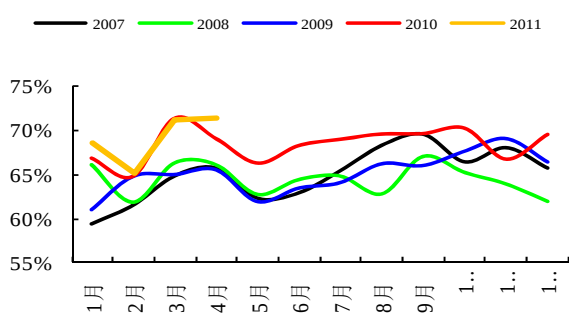
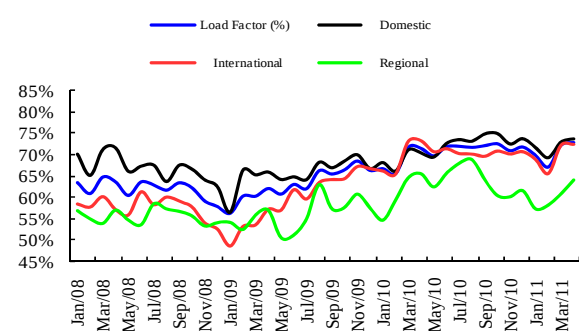
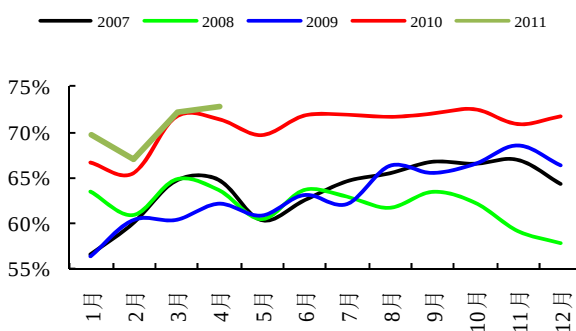


图 63、东航 4 月载运率国内高于国际地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 64、东航 4 月载运率同比继续上升



客座率： PLF 同比环比基本持平

我国民航 4 月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为 83.2%、84.3%、76.7% 和 79.8%，同比上升 4.0%、4.7%、-1.1% 和 2.5%，环比上升 2.2%、1.6%、2.6%、5.3%。

图 65、全民航 4 月客座率国内高于国际地区

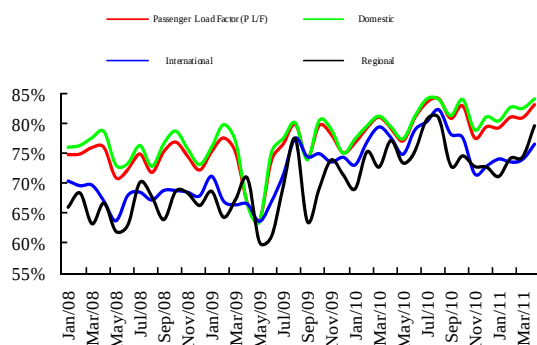
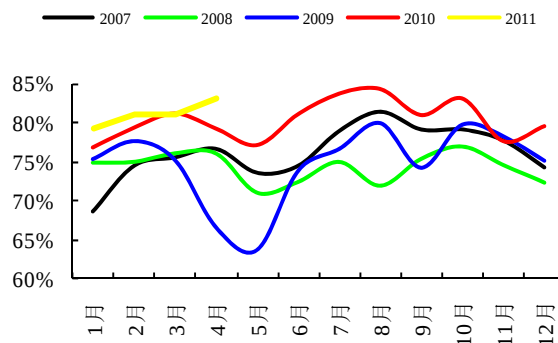


图 66、全民航 4 月客座率同比继续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 67、国航 4 月客座率国内高于国际和地区

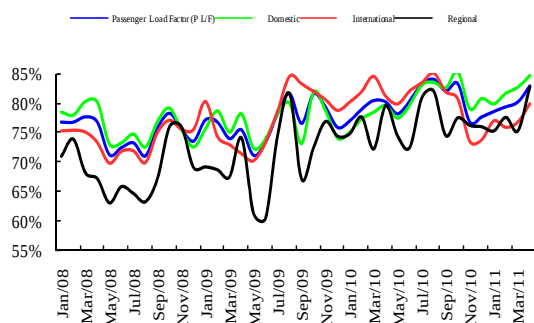
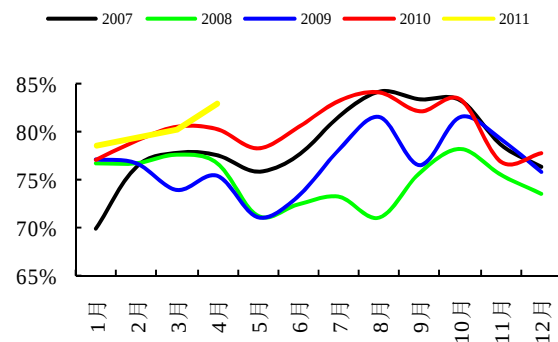


图 68、国航 4 月客座率同比继续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 69、南航 4 月客座率国内高于国际和地区

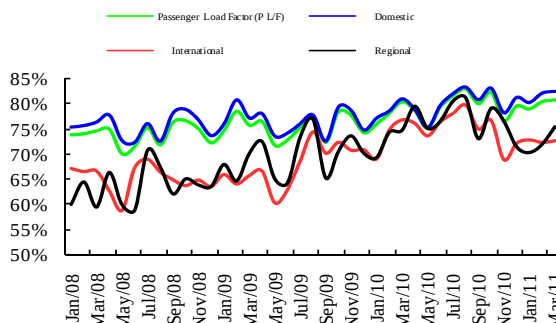
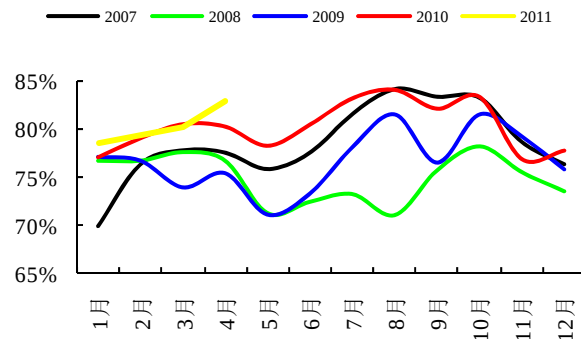


图 70、南航 4 月客座率同比继续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 71、东航 4 月客座率国内高于国际和地区

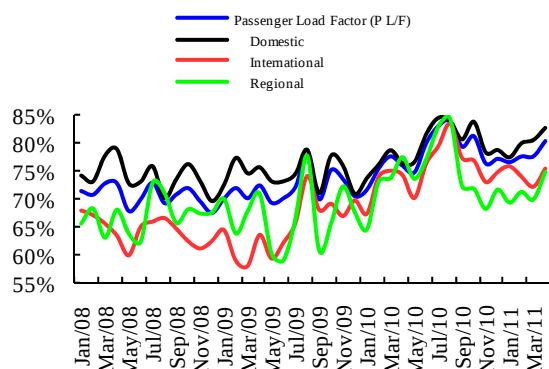
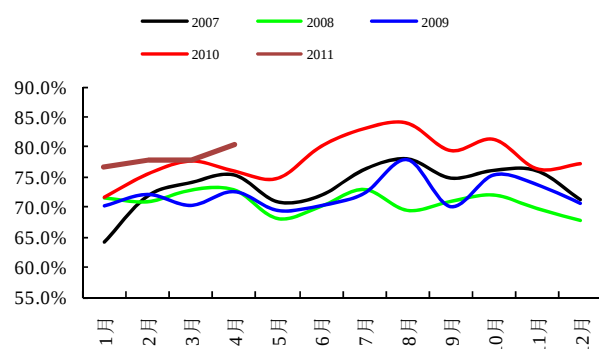


图 72、东航 4 月客座率同比继续上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮载运率： FLF 同比环比小幅下滑

4 月份我国进出口增速放缓，导致货邮载运率同比环比均有小幅下滑。由于欧美经济第二季度表现不佳，故我们判断货邮市场景气程度在第二季度难以有根本改观。第三季度之后随着欧美经济的好转，货运市场景气程度可能将有所改善。

图 73、全民航 4 月货邮载运率同比下滑

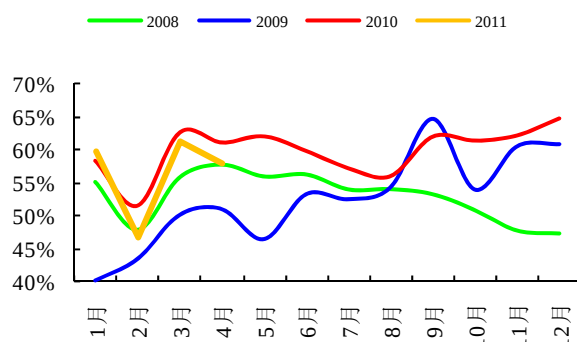
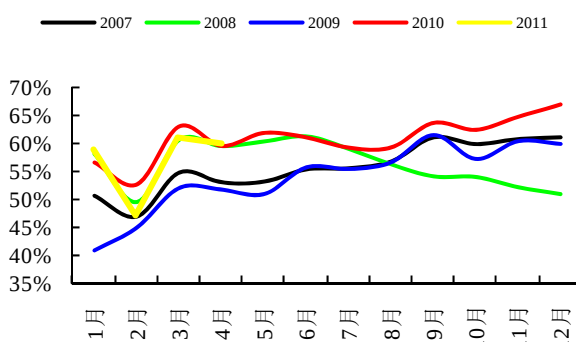


图 74、国航 4 月货邮载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 75、南航 4 月货邮载运率环比下滑

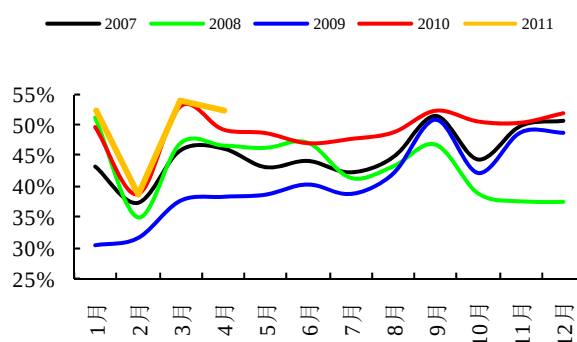
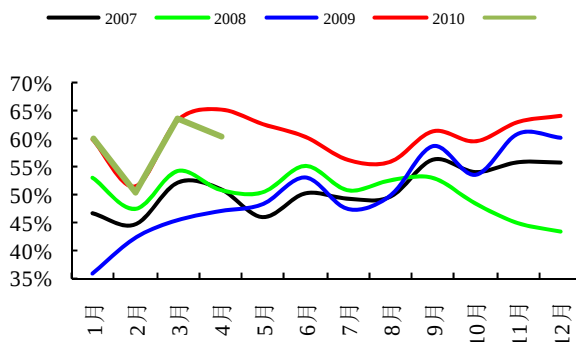


图 76、东航 4 月货邮载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效益：票价继续提升、油价大幅下挫

票价水平：同比环比继续提升

预计4月我国民航客公里票价约0.65元，同比提高4.8%，环比上升4.8%；吨公里收入约5.62元，同比提高7.5%，环比上升6.6%，票价水平继续提升。

图 77、国内航线票价指数

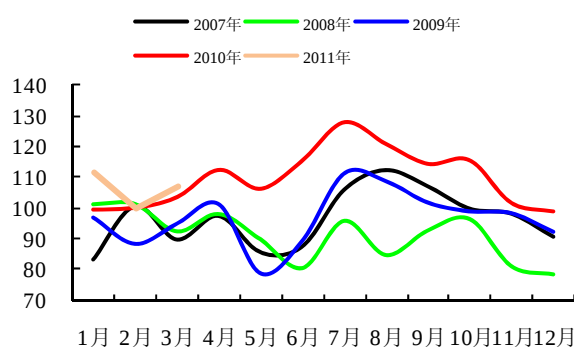
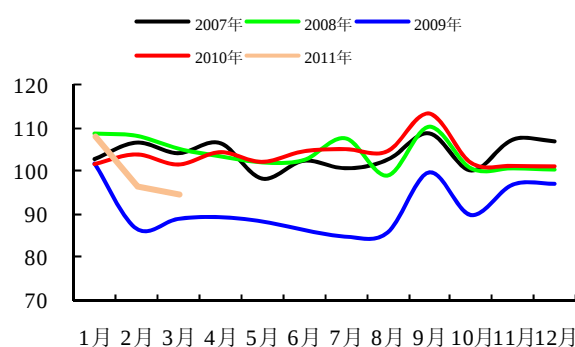


图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数



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

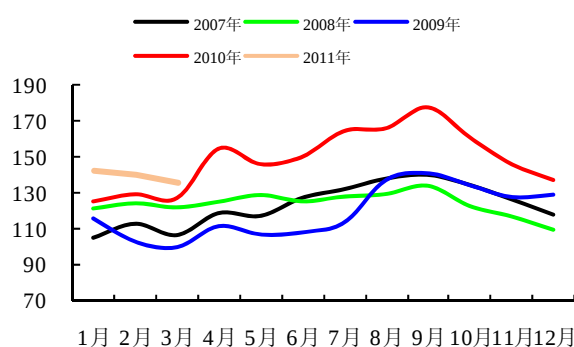
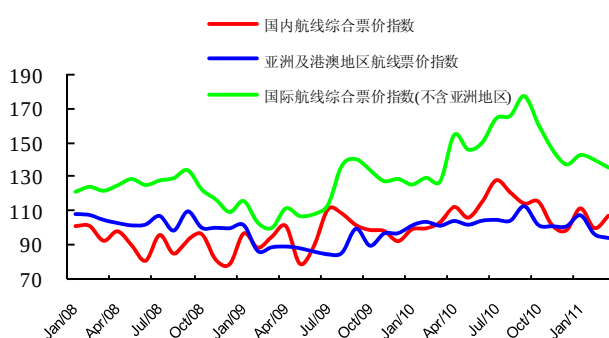


图 80、国内、亚太与国际航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 81、三大航4月票价同比环比继续提升

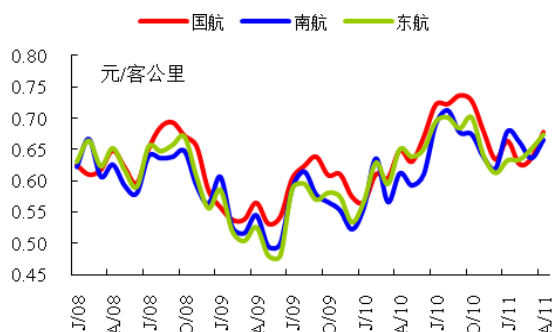
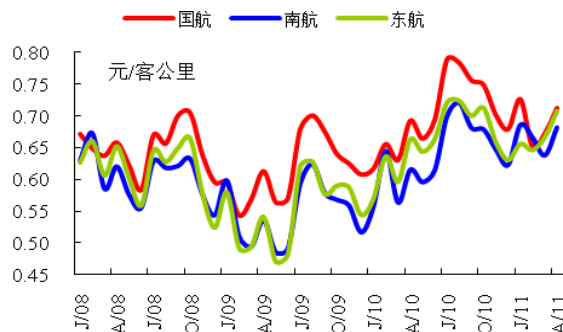


图 82、三大航4月国内票价同比环比继续提升



数据来源：兴业证券研究所预测

图 83、三大航 4 月国际票价同比环比略有下滑

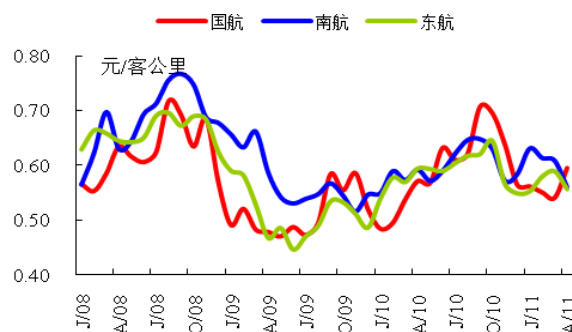
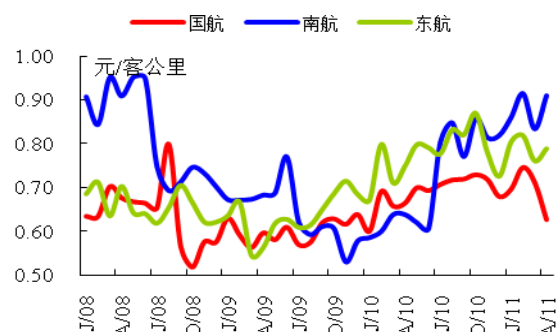


图 84、三大航 4 月地区票价同比环比继续上升



数据来源：兴业证券研究所预测

航油成本：同比继续提升，出厂价上调与国际接轨

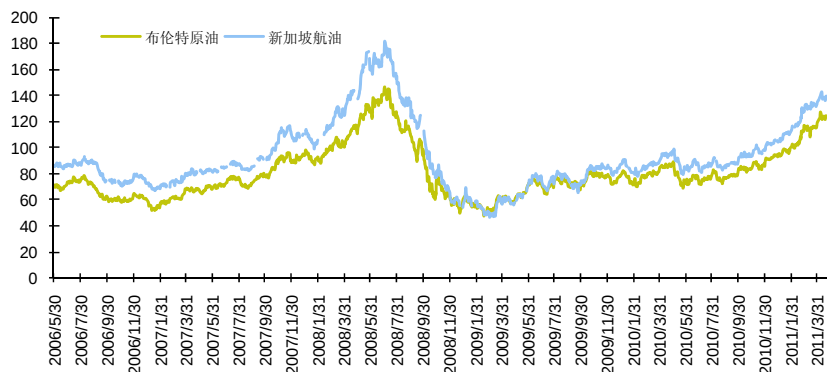
由于 4 月份国际油价仍处高位，我们估算 4 月航空公司航油采购均价 7330 元，同比上升 25%，环比上升 8%，高于 08 年同期（6863 元/吨）、09 年同期（3810 元/吨）和 10 年同期（5870 元/吨）。

5 月初受基地组织本-拉登被击毙和欧美经济表现不佳的影响，国际油价大幅下挫 10% 左右。

5 月 25 日，发改委突然上调国内航油出厂价 800 元至 7640 元/吨，综合采购成本升至 7650 元/吨。此次航油价格上调是在国际油价暂时回落、国内成品油尚未提价的情况下出现的调价行为，使得根据国际油价确定的国内航油理论出厂价与实际出厂价基本接近，我国航油定价机制进一步接轨以实现完全国际化，也从侧面反映了国际航油价格与原油价格差价扩大的现实情况。

虽然调价短期增加航油成本，但有利于航空公司根据国际油价变动进行主动成本控制，提升成本透明化和科学化管理。

图 85、4 月国际布伦特原油价格下挫后在 115 美元/桶左右波动



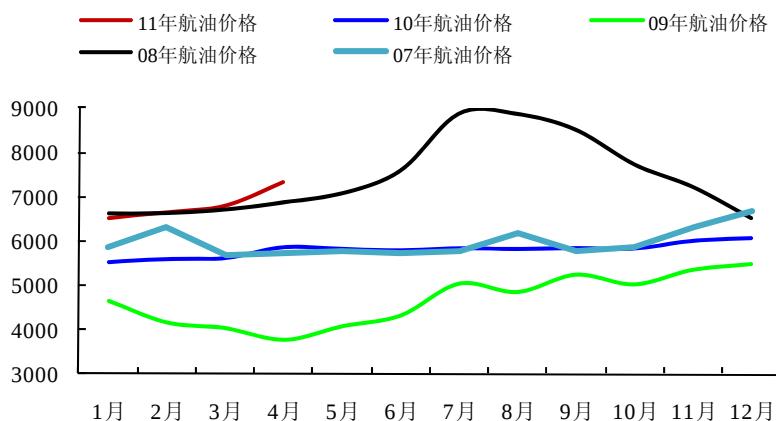
数据来源：Wind、兴业证券研究所

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
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		5600	400	6000
20101001			10	5490	400	5890
20101027	220	5690		5710	400	6110
20101221	300	5990		6010	400	6410
20110101			10	6020	400	6420
20110220	350	6340		6370	400	6770
20110401			-20	6350	400	6750
20110407	500	6840		6850	400	7250
20110525	800	7640		7650	400	8050

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 86、4 月航空公司航油采购均价约 7330 元/吨



数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

燃油附加费：联动机制充分有效

在 5 月 25 日航油价格上调后，26 日起国内航空公司随即上调燃油附加费，其中 800 公里以上由 110 元上调为 140 元，800 公里以下（含）由 60 元上调为 80 元。

本次航油和燃油附加费的上调实现了三个联动：国内航油与国际油价的联动、国内燃油附加与国内航油价格的联动、国际燃油附加与国际油价的联动，并将推动航空公司对继续进行燃油套保的探讨。在国内市场供需紧张的情况下，燃油附加费上调对需求的抑制作用很小。我们维持航空股处于震荡蓄势阶段的判断，等待

大盘止跌企稳和京沪高铁通车的东风。

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)
20050801	20	40	72.64	5297	4740
20060410	30	60	80.72	6333	5040
20060901	60	100	88.27	6848	5540
20070121	50	80	69.19	5308	5450
20071105	60	100	112.68	8115	5950
20080701	80	150	171.28	11220	7450
20081219/25	20	40	59.88	4070	5050
20090115	0	0	59.83	4069	3990
20091114	20	50	83.85	5593	5190
20100401	20	40	90.30	6300	5190
20101028	40	70	93.35	6372	5690
20110222	50	90	123.85	8236	6340
20110408	60	110	139.05	9153	6840
20110526	80	140	123.75	8121	7640

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

汇率：4 月人民币兑美元升值加速，5 月升值速度暂时趋缓

今年以来人民币持续升值，1 月升值 0.1%，2 月升值 0.48%、3 月升值 0.35%、4 月升值 0.88%，5 月以来升值 0.09%。正如前期月报中所述，我们认为年初以来升值主要不是由于外界的压力，而是我国政府为了抑制通胀而采取的主动升值。

受国际大环境和美元升值影响，5 月份人民币对美元升值势头趋缓，有利于缓解中国出口贸易的压力。就全年而言，我们预计人民币升值幅度有望突破市场预期的 5%，有利于提升航空公司汇兑损益，并提升国民出境游的需求。

图 87、4 月人民币兑美元汇率升值 0.88%

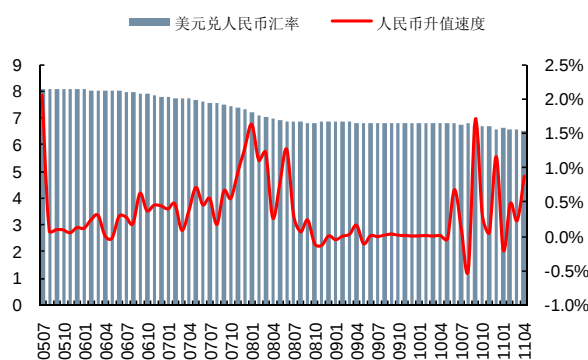
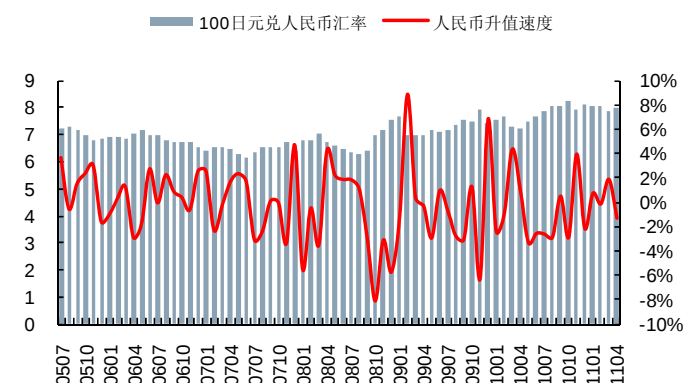
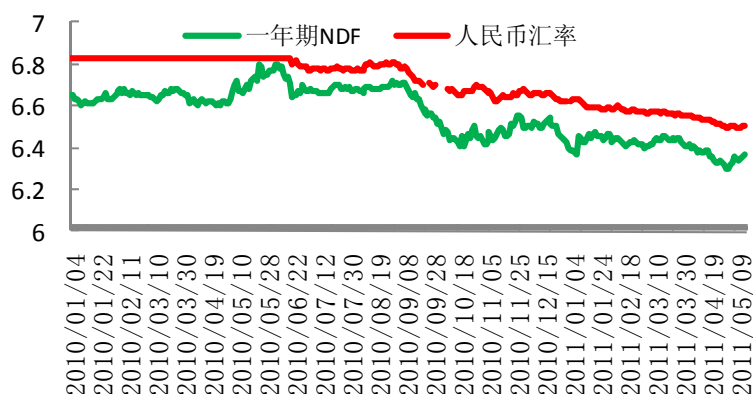


图 88、4 月人民币兑日元贬值 1.3%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 89、4 月末一年期 NDF 比即期汇率升值 3.12%



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

主业利润：全行业主业盈利持续增长

我们预计 4 月我国航空运输业营业收入约 283 亿元，同比增长 21%；预计利润总额约 32 亿元，预计毛利率 19%，同比下降 2 个 PT。行业景气持续、票价水平上升使得本月盈利较 3 月份大幅上升。

机场业：国内景气使得机场旅客增速维持较高水平

在国内航空市场景气的背景下，我国机场航空业务持续增长，此外非航业务高速增长，值得特别关注。日本地震和欧美经济表现疲软对国际航线有一定影响，枢纽机场的国际航线旅客增速较低。

在通货膨胀高企和经济增速下滑的情况下，我国宏观经济暂时处于滞涨状态。一方面，通货膨胀使得机场日常运营成本面临一定压力，但机场非航业务定价不受政府管制，可跟随 CPI 同步上调，抗通胀性明显，机场消费属性日渐增强；另一方面，滞涨状态下股市可能不具备大的行情，机场板块防御特性突出。

上海机场：客增货降

4 月份上海机场旅客吞吐 343 万人次，飞机起降 2.87 万架次，货邮吞吐 28 万吨，同比分别增长 6.9%、6.4%、-2.7%。其中国内、国际、地区旅客吞吐量分别增长 11.5%、2.3% 和 1.5%。

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。

图 90、4 月上海两场旅客同比增速高于货邮

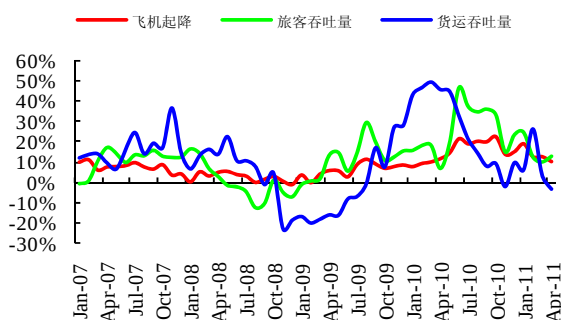
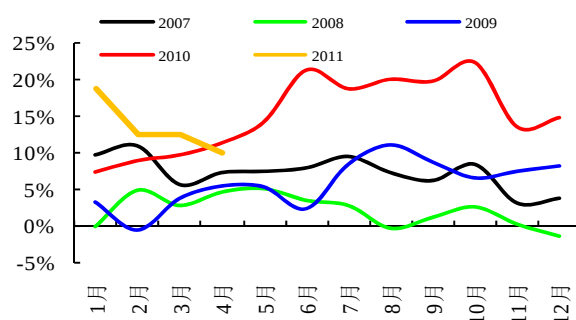


图 91、4 月上海两场起降同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 92、4 月上海两场旅客吞吐同比增速回升

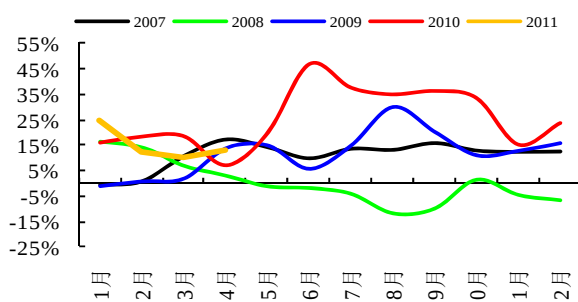
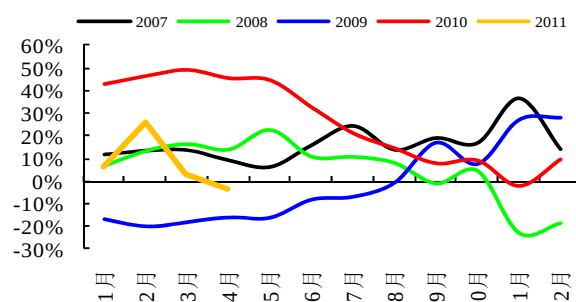


图 93、4 月上海两场货邮同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 94、4 月浦东机场起降同比增速客货

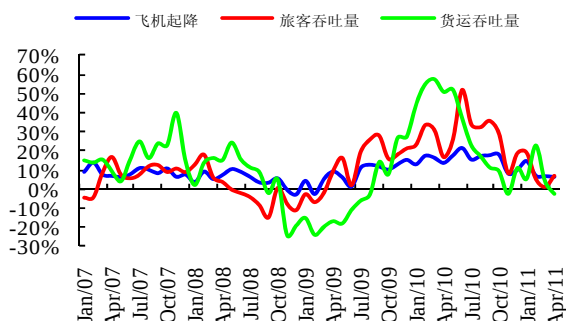
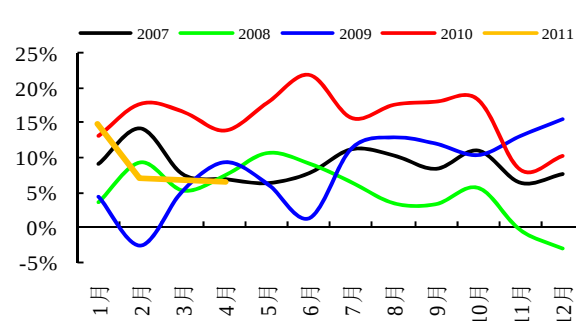


图 95、4 月浦东机场起降同比增速微降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 96、4 月浦东机场客流量同比增速上升

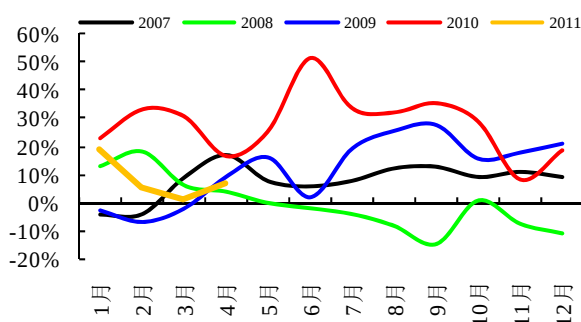
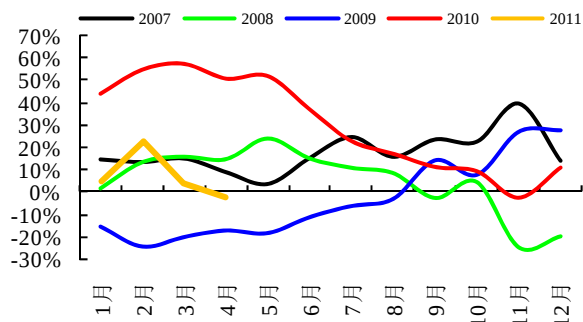


图 97、4 月浦东机场货流量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 98、4 月虹桥机场旅客同比增速高于起降

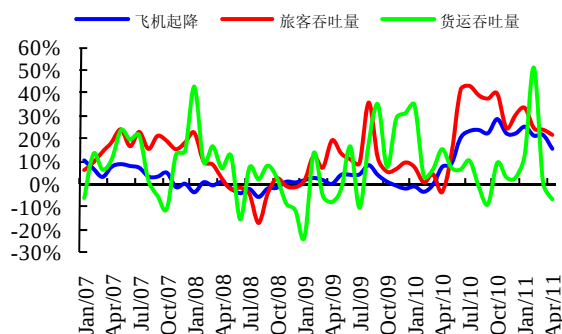
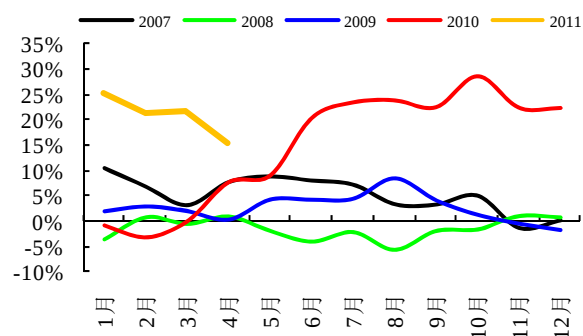


图 99、4 月虹桥机场起降同比增速从高位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 100、4 月虹桥客流量同比增速微降

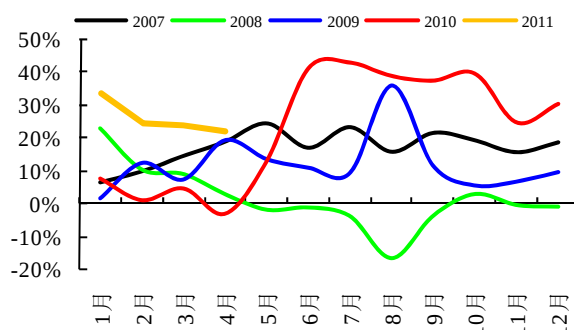
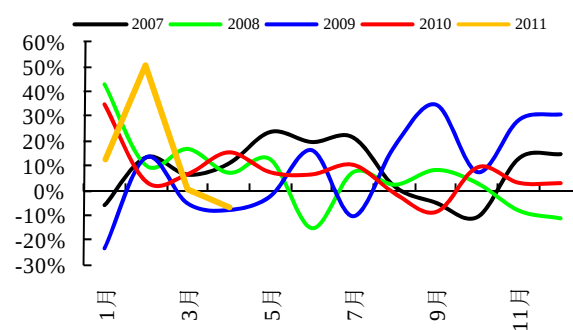


图 101、4 月虹桥机场货流量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

厦门空港：客货保持强劲增长

4 月厦门空港旅客吞吐 136.32 万人次，同比增长 16.5%。飞机起降 11372 次，同比增长 17.0%。货邮吞吐 2.35 万吨，同比增长 9.0%。客货增速超越行业平均水平，增长强劲。

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 102、4 月厦门空港起降同比增速上升

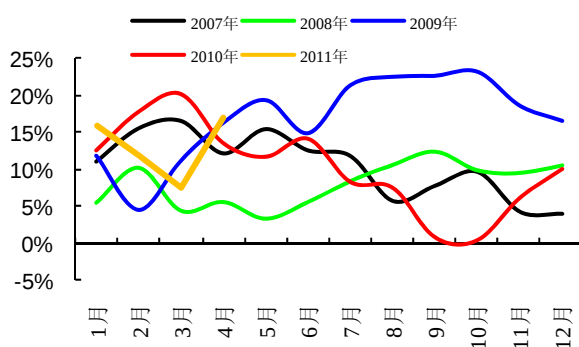
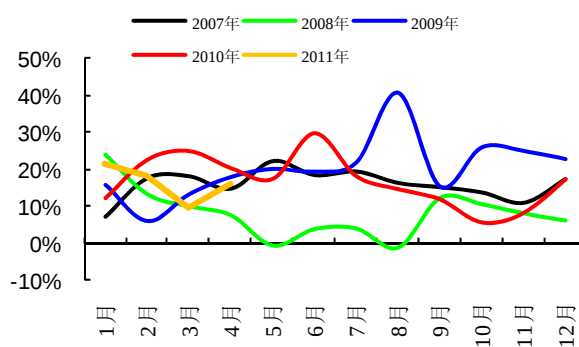


图 103、4 月厦门空港客流量同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 104、4 月厦门空港货流量同比增速微降

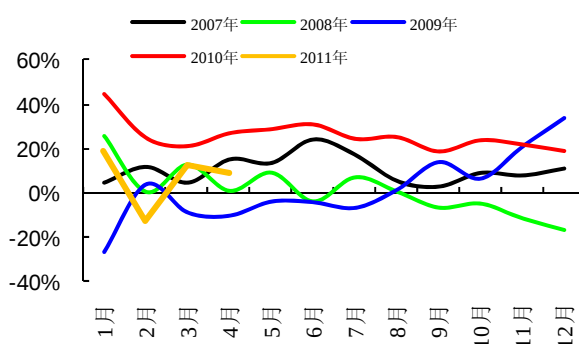
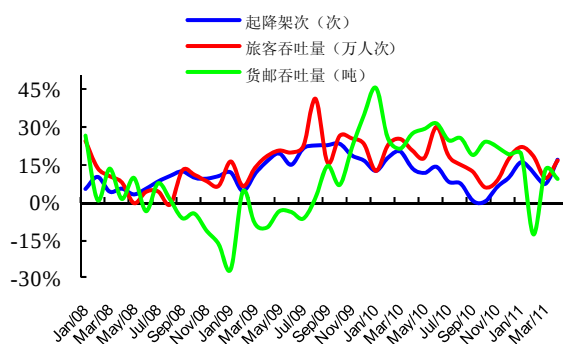


图 105、4 月厦门空港同比增速客运大于货运



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

深圳机场：客货保持小幅增长

4 月份深圳机场旅客吞吐 239.91 万人次，同比增长 7.3%。飞机起降 1.83 万架次，同比上升 2.2%。受制于深圳机场的“空”“地”瓶颈，小机型更换大机型趋势明显。本月货邮吞吐 7.07 万吨，同比增长 1.3%。

预计二跑道在 6 月底启用，运行安全压力大为缓解，时刻资源能得到部分释放，但在 2012 年底 T3 启用前无法根本改变。

图 106、4 月深圳机场起降同比增速回升

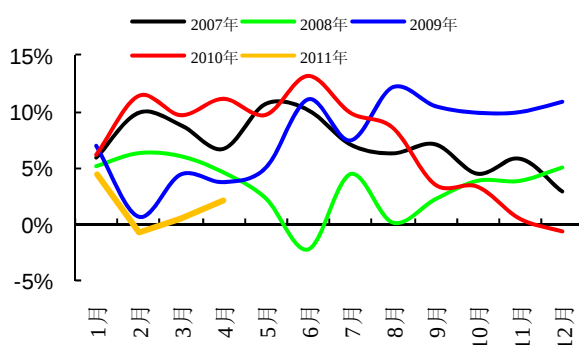
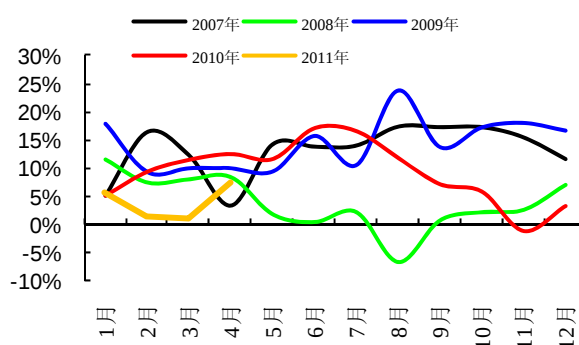


图 107、4 月深圳机场客流量同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 108、4 月深圳机场货流同比增速微降

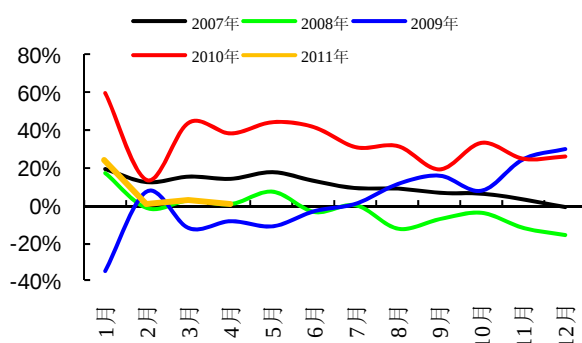
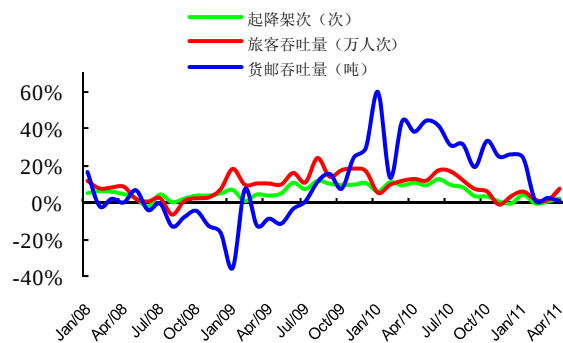


图 109、4 月深圳机场客流同比增速高于起降



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

4 月份白云机场旅客吞吐 380.9 万人次，飞机起降 2.89 万架次，货邮吞吐 10.36 万吨，同比分别增长 10.6%、4.4% 和 4.5%。

今年没有世博会的分流和亚运会的压抑，白云机场客流增速会高于去年。联邦快递拉动公司货运业务快速增长、南航积极推进枢纽战略提升公司客运业务增长潜力，白云机场未来成长值得期待。

图 110、4 月白云机场起降同比增速回升

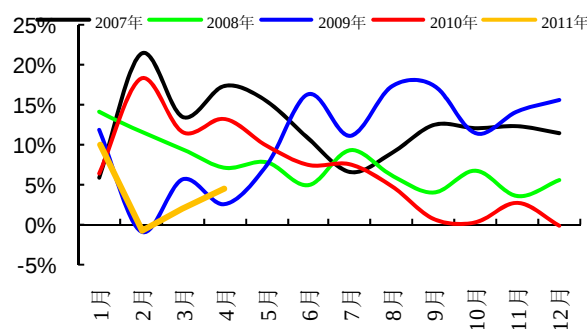
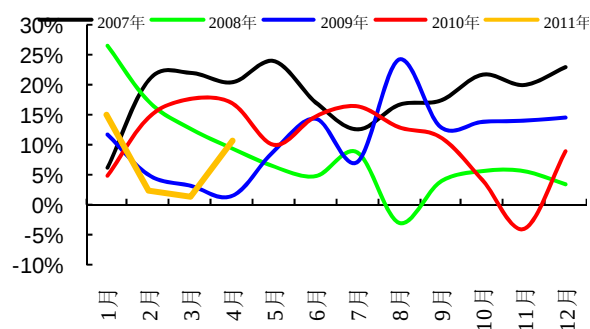


图 111、4 月白云机场旅客同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 112、4 月白云机场货流量同比增速微降

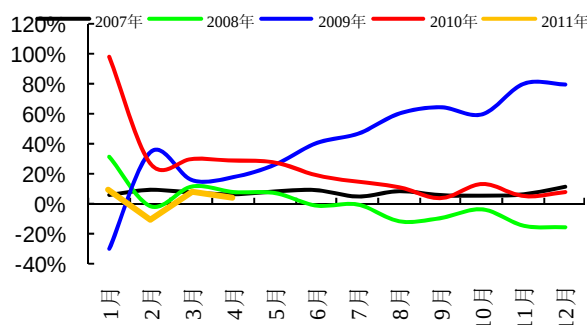
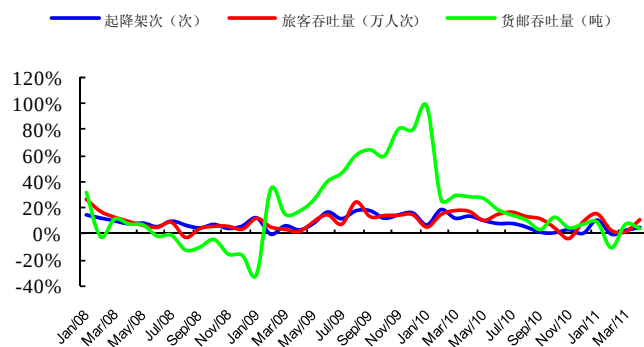


图 113、4 月白云机场客流同比增速好于起降货流



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

表 4、全球航空公司估值比较（2011 年 5 月 26 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	N/A	N/A	N/A	4.69	3.07	2.30	1.64	2.51	1.71	1.38
南方航空-A	-10.14	159.57	11.52	12.14	1.06	5.40	3.13	2.23	0.85	1.15	0.85	0.71
东方航空-A	-1.70	205.77	10.17	10.41	N/A	178.67	4.16	2.82	0.91	1.53	0.93	0.79
海南航空-A	-18.55	82.44	12.71	10.32	1.20	3.14	2.64	1.96	N/A	N/A	N/A	N/A
平均	-10.13	149.26	11.47	10.95	1.13	47.97	3.25	2.33	1.13	1.73	1.16	0.96
中国国航-H	-10.06	19.14	8.73	10.34	1.30	3.21	2.07	1.65	1.29	1.98	1.29	1.08
南方航空-H	-5.47	86.17	7.17	10.23	1.06	2.59	1.28	1.08	0.45	0.63	0.46	0.39
东方航空-H	-1.09	131.54	7.67	10.12	N/A	N/A	2.67	1.79	0.56	1.03	0.59	0.50
平均	-5.54	78.95	7.86	10.23	1.18	2.90	2.01	1.50	0.76	1.21	0.78	0.66
国泰航空	-8.15	15.10	5.72	7.95	0.93	1.77	1.33	1.22	0.83	1.14	0.84	0.74
新加坡航空	8.40	15.80	65.25	13.05	1.22	1.17	1.26	1.20	1.18	1.08	1.38	1.18
马来航空	13.38	7.72	-113.57	17.87	1.22	5.58	1.51	1.30	0.22	0.26	0.22	0.19
全日空	7.20	-108.22	-8.87	55.09	1.89	1.01	1.30	1.22	0.34	0.32	0.38	0.34
日本航空	-1.79	-17.69	7.36	12.82	1.15	2.07	1.61	1.47	N/A	N/A	N/A	N/A
长荣航空	N/A	N/A	N/A	N/A	0.33	N/A	N/A	N/A	1.08	1.57	1.08	1.05
大韩航空	-2.19	-43.03	8.06	7.76	0.91	1.62	1.32	1.17	0.43	0.53	0.43	0.41
印度捷达航空	N/A	N/A	N/A	N/A	1.16	0.86	2.16	2.11	0.32	0.29	0.33	0.26
亚洲航空	-14.41	14.76	10.07	9.97	1.28	3.04	2.40	1.89	1.85	2.50	1.89	1.56
快达航空	4.22	36.96	19.35	10.25	1.00	0.75	0.79	0.75	0.31	0.28	0.30	0.28
维珍蓝	3.69	-2.26	22.31	-20.71	0.53	0.50	0.73	0.72	0.11	0.12	0.11	0.10
韩亚航空	-7.03	-6.00	4.74	5.62	0.77	2.09	1.53	1.28	0.33	0.43	0.33	0.31
中华航空	-1.79	-17.69	7.36	12.82	1.15	2.07	1.61	1.47	0.63	0.88	0.64	0.62
平均	0.14	-9.50	2.53	12.04	1.04	1.88	1.46	1.32	0.64	0.78	0.66	0.59
英国航空	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.07	2.00	1.07	N/A	N/A	N/A	N/A
法荷航空	N/A	N/A	N/A	N/A	0.53	0.42	0.71	0.57	0.15	0.15	0.17	0.15
汉莎航空	N/A	N/A	N/A	N/A	0.78	1.10	1.02	0.84	0.26	0.31	0.26	0.24
瑞安航空	N/A	N/A	N/A	N/A	1.67	2.02	1.86	1.78	1.74	1.76	1.77	1.44
易捷航空	N/A	N/A	N/A	N/A	1.04	1.13	1.05	0.93	50.29	56.49	50.53	44.95
平均	N/A	N/A	N/A	N/A	1.01	1.15	1.33	1.04	13.11	14.68	13.18	11.69

西南航空	49.33	91.08	16.11	18.27	1.29	1.86	1.49	1.18	0.75	0.88	0.75	0.61
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	-0.55	-6.99	5.92	7.33	9.11	3.45	8.08	8.61	0.11	0.12	0.11	0.10
美国航空	-0.77	-1.27	-4.95	-3.20	N/A	N/A	N/A	N/A	0.08	0.09	0.08	0.08
JetBlue	-15.95	24.58	17.46	18.27	1.52	0.92	0.99	0.99	0.45	0.52	0.45	0.37
加拿大航空	-0.22	-12.78	-13.29	-12.43	0.23	0.23	0.44	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
平均	6.37	18.92	4.25	5.65	6.67	1.61	2.75	2.83	0.28	0.32	0.28	0.23

数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

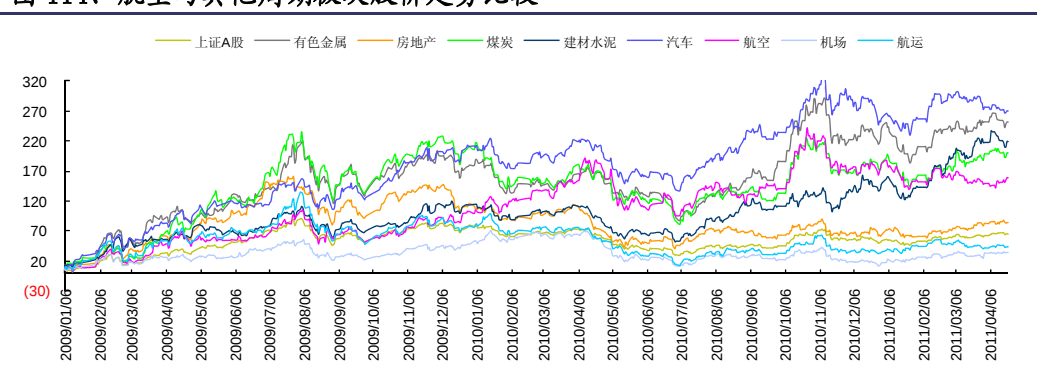
注: 除中国外其他地区的平均 PE 的计算中剔除了大于 50 倍的值

表 5、全球机场估值比较 (2011 年 5 月 26 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	8.22	0.42	0.47	0.54	0.59	19.57	17.49	15.34	14.00	1.39	1.45	1.45	1.55
上海机场	CNY	13.51	0.45	0.37	0.63	0.74	30.02	36.51	21.51	18.23	1.78	2.00	1.85	1.69
深圳机场	CNY	5.75	0.14	0.34	0.43	0.42	40.49	16.90	13.40	13.63	1.95	1.87	1.67	1.50
厦门空港	CNY	14.30	0.65	0.91	0.97	1.07	21.89	15.76	14.70	13.43	3.17	3.13	2.64	2.26
国内平均							27.99	21.67	16.24	14.82	2.07	2.12	1.90	1.75
北京首都机场	HKD	3.65	0.02	0.07	0.11	0.18	187.50	53.57	34.72	20.38	1.21	1.04	1.02	0.95
美兰机场	HKD	8.52	0.39	0.39	0.46	0.49	22.31	22.31	18.83	17.68	0.67	1.72	1.64	1.44
香港平均							104.90	37.94	26.78	19.03	0.94	1.38	1.33	1.20
日本空港	JPY	860.00	41.33	39.64	27.28	14.90	20.81	21.70	31.52	57.72	1.85	0.70	0.73	N/A
泰国机场	THB	N/A	5.12	0.50	1.54	2.09	N/A	N/A	N/A	N/A	0.58	0.70	0.70	0.69
法兰克福机场	EUR	N/A	2.07	1.64	1.86	2.49	N/A	N/A	N/A	N/A	1.13	2.02	1.90	1.79
奥克兰机场	NZD	2.27	0.09	0.03	0.08	0.09	24.77	67.12	27.68	24.95	1.26	1.49	1.60	1.54
哥本哈根机场	DKK	1,665.00	96.20	78.30	94.58	97.22	17.31	21.26	17.60	17.13	2.75	4.11	3.68	3.97
维也纳机场	EUR	N/A	4.34	3.49	3.65	3.82	N/A	N/A	N/A	N/A	0.86	1.12	1.07	1.02
苏黎世机场	CHF	N/A	N/A	N/A	21.70	25.79	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
巴黎机场	EUR	N/A	2.76	2.73	2.97	3.24	N/A	N/A	N/A	N/A	1.55	2.00	1.92	1.81
外国平均							20.96	36.69	25.60	33.26	1.42	1.73	1.66	1.80

数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

图 114、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.cn 内幕交易防控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。