

航空：推荐（维持）

机场：中性（维持）

2011 年 7 月 25 日

行业盈利喜人，多因素有望推动估值修复

航空业2011年中报业绩前瞻

上证指数 2771

行业规模

		占比%
股票家数（只）	10	0.5
总市值（亿元）	2575	1.0
流通市值（亿元）	1891	1.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.7	-9.2	-9.3
相对表现	1.2	-12.0	-19.7



相关报告

- 1、《航空机场铁路行业 2011 年中期投资策略-航空静待旺季推动，铁路估值有望提升》2011/6/8
- 2、《航空机场行业点评报告-景气逐步高涨，估值亟待修复》2011/4/13

姚俊

S1090511040038

罗嫣嫣 0755-82960274

luoyanyan@cmschina.com.cn

S1090511060001

研究助理

常涛

changtao@cmschina.com.cn

2011H1 中国民航业实现盈利 183 亿元(+27%)，预计南航中报同比增长约 30%，主业翻番，业绩最为亮丽。板块前期受淡季、高铁和高贝塔影响，PE 仅约 10 倍，旺季效应、高铁影响低于预期和消费属性逐步得到认同等有望推动板块估值修复，维持航空业“推荐”的评级。重点关注南航和国航（预期较低下的超预期可能）。

- **2011H1 中国民航业经营业绩靓丽。**上半年，尽管中国民航业周转量同比增速放缓，但受益供给紧张带来的高票价和高客座率，全行业实现营业收入 2282.8 亿，同比增长 22.5%，实现盈利 183 亿元，同比增长 27.3%。其中航空公司盈利 127.8 亿元，同比增长 26%。
- **2011H1 运营回顾：（1）量的增速放缓，但 4 月起环比改善。**1-5 月全行业完成总周转量和客、货周转量分别为 228.1 亿吨公里（+8.4%）、1785.5 亿客公里（+12.8%）和 70.3 亿吨公里（+0.8%）。（2）**内外航线景气分化。**前 5 个月内、外航线总周转量同比增速分别为 10%和 5.3%。整体来看，三大航的国内航线供需关系均好于国际航线。（3）**供给偏紧下，客座率和票价保持高位。**经我们测算，1-5 月份全行业 ASK 动态供给增速约 9.4%，显著低于客运周转量 12.8%的增速，使得全行业客座率高达 81%。国内综合票价同比提升 4.4%，国际航线票价同比提升 4.0%。（4）**人民币升值 2.25%**（5）**2011H1 新航油均价达 126 美元/桶（+44%），国内航油出厂价均价约 6653 元/吨（+24%）。**
- **我们测算三大航（国航、南航和东航）中报净利为 45（-4.1%）、27（+29.8%）和 25（+28.9%）亿元。**剔除汇兑损益（预计三大航分别为 11.3、8.8 和 7.9 亿元）、油料套保转回（预计三大航分别为 0.85、0、0.9 亿元）和其他非经营性损益，预计三大航中报主业业绩分别为 32.9（-15.2%）、18.2（+131.7%）和 16.2（+5.3%）亿元。
- **维持航空“推荐”评级。**航空前期受淡季、高铁和高贝塔影响，调整较为充分，目前板块 PE 仅 10 倍出头。我们预计旺季效应、高铁影响低于前期悲观预期、消费属性逐步得到市场认同等多种因素有望推动航空板块估值修复。关注中报业绩将最为亮丽的南航和市场一致预期较低的国航的超预期可能。

□ 风险提示：经济下行，影响航空的突发因素、大盘系统风险等。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
中国国航	9.81	0.95	1.00	1.07	9.8	9.2	3.0	强烈推荐-A
南方航空	7.98	0.59	0.72	0.78	11.1	10.2	2.9	强烈推荐-A
东方航空	5.03	0.48	0.52	0.54	9.7	9.3	3.6	强烈推荐-A
海南航空	6.90	0.73	0.74	0.65	9.3	7.7	2.3	审慎推荐-A
中信海直	12.26	0.24	0.27	0.32	45.4	38.3	4.0	强烈推荐-A
厦门空港	14.74	0.94	1.03	1.16	14.3	12.7	2.8	审慎推荐-A
深圳机场	5.46	0.42	0.40	0.33	13.7	16.5	1.6	中性-A
上海机场	13.44	0.68	0.76	0.85	17.7	15.8	1.8	审慎推荐-A
白云机场	7.98	0.51	0.61	0.70	13.1	11.4	1.4	中性-A

资料来源：招商证券（更新日期：2011年7月25日）

正文目录

一、中期业绩前瞻.....	4
1、上半年运营情况回顾	4
2、中期业绩前瞻	7
3、维持航空“推荐”评级.....	8
二、国内民航业月度运行情况.....	9
三、主要航空公司月度指标	12
四、主要机场月度指标	14

图表目录

图 1：中国民航历年月度周转量同比增速	4
图 2：中国民航历年月度旅客周转量同比增速	4
图 3：中国民航历年月度货邮周转量同比增速	5
图 4：2011 年上半年，国内航线供需关系整体好于国际航线	5
图 5：2011 年上半年，中国民航客运供需关系整体好于货运	6
图 6：2011 年 1-5 月，中国民航客座率情况	6
图 7：2011 年上半年人民币对美元持续升值	6
图 8：新航油价格走势	7
图 9：国内航油出厂价	7
图 10：我国民航月度总周转量历史走势	9
图 11：我国民航总周转量国内外航线情况比较	9
图 12：我国民航月度货运周转量历史走势	10
图 13：我国民航月度货运量历史走势	10
图 14：我国民航货运量国内外航线情况比较	10
图 15：我国民航月度客运周转量历史走势	10
图 16：我国民航月度客运量历史走势	11
图 17：我国民航客运量国内外航线情况比较	11
图 18：我国民航业月度载运率历史情况	11
图 19：我国民航业月度客座率历史情况	11
图 20：我国民航业飞机日利用小时数历史情况	11
图 21：主要航空公司当月运力供需边际比较	13
图 22：中国国航当月客座率	13
图 23：国泰航空当月客座率	13
图 24：南方航空当月客座率	13
图 25：东方航空当月客座率	13
图 26：主要机场月度飞机起降架次	14
图 27：主要机场飞机起降架次年初累计增速	14
图 28：主要机场月度旅客吞吐量	15
图 29：主要机场旅客吞吐量年初累计增速	15
图 30：主要机场月度货邮吞吐量	15
图 31：主要机场货邮吞吐量年初累计增速	15
表 1：三大航 2011 年中报业绩预测	8
表 2：三大航 2011 年二季度业绩预测	8
表 3：国内民航业各项经营数据（2011 年 5 月）	9
表 4：航空主要上市公司月度经营数据（2011 年 6 月）	12
表 5：主要机场上市公司月度业务数据（2010 年 6 月）	14
附：国内外主要航空公司市场表现、盈利预测与估值表	16
附表 1：国内主要公司市场表现	16
附表 2：国内主要公司估值表	16

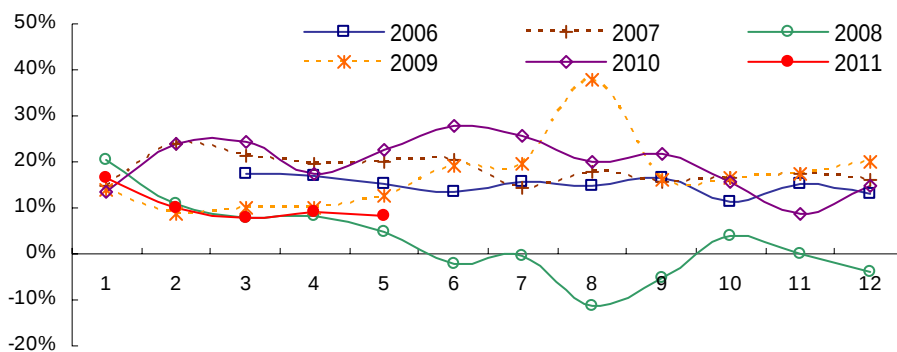
一、中期业绩前瞻

1、上半年运营情况回顾

2011 年上半年中国民航业经营业绩靓丽。上半年，中国民航业在周转量同比增速放缓的情况下受益供给紧张带来的高票价和高客座率，全行业实现营业收入 2282.8 亿，同比增长 22.5%，实现盈利 183 亿元，同比增长 27.3%。其中航空公司盈利 127.8 亿元，同比增长 26%。

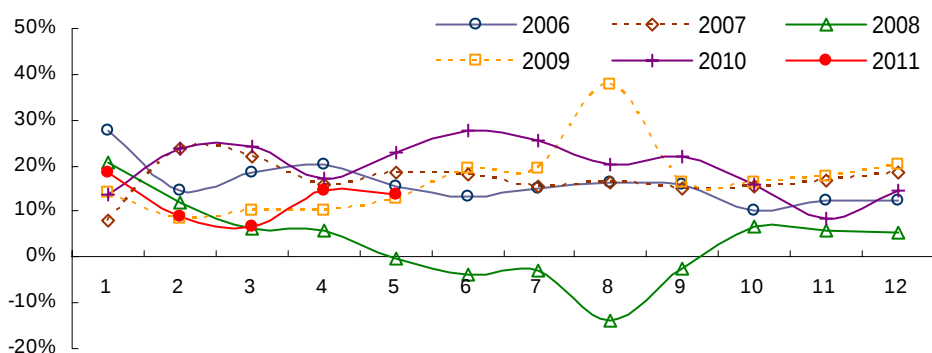
上半年中国民航周转量增速保持平稳，整体增速较去年有所放缓，但环比呈改善趋势。2011 年 1-5 月中国民航全行业完成总周转量、客运周转量和货运周转量分别为 228.1 亿吨公里、1785.5 亿客公里和 70.3 亿吨公里，分别同比增长 8.4%、12.8%和 0.8%。完成旅客运输量 11157.9 万人，同比增长 10.6%。完成货邮运输量 222.2 万吨，同比仅增长 0.8%。尽管增速整体较去年同期放缓，但从环比的情况来看，4 月份开始商旅活动的带动下明显改善。（见图 1-3）

图1：中国民航历年月度周转量同比增速



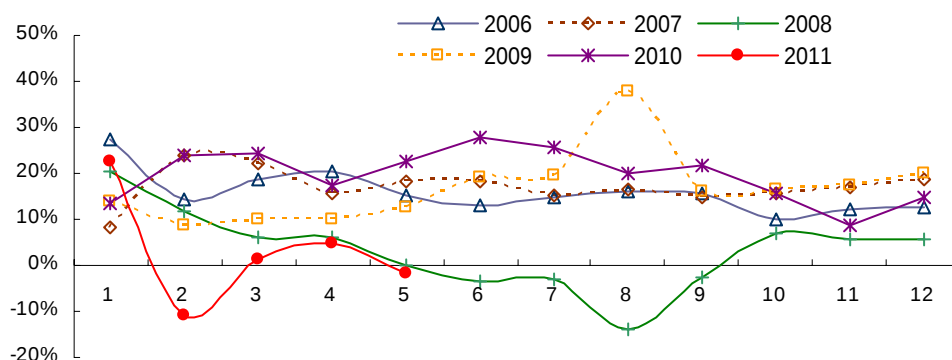
资料来源：民航总局、招商证券

图2：中国民航历年月度旅客周转量同比增速



资料来源：民航总局、招商证券

图3：中国民航历年月度货邮周转量同比增速

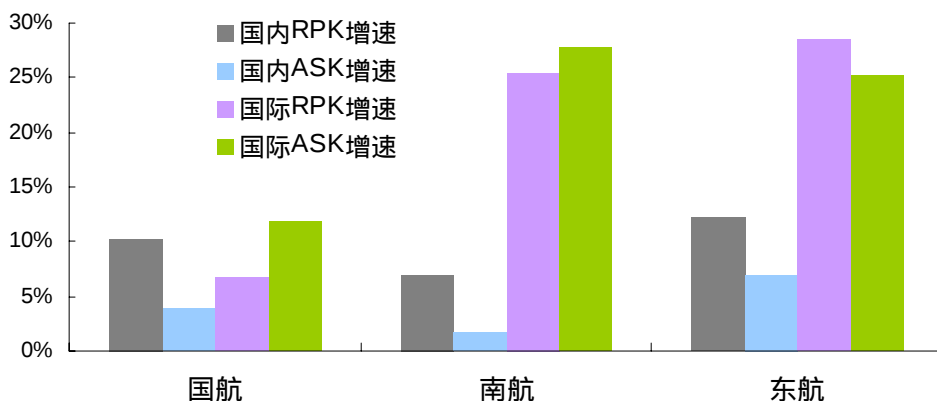


资料来源：民航总局、招商证券

国内、国际景气分化。运输总周转量上来看，前5个月国内航线同比增速达到了10%，而国际航线仅5.3%。旅客运输量方面，国内航线和国际航线分别完成10075.9万人和819.7万人，分别同比增长11%和8.4%。货邮运输量方面，国内和国际分别完成149.3万吨和72.9万吨，分别同比增长2.1%和-1.9%。

整体来看，国内航线供需关系好于国际航线。三大航的国内航线的边际需求增速均大幅高于边际供给增速。而国际航线方面，仅有东航的边际需求增速高于边际供给增速，南航由于处在大力拓展国际航线的战略时期，整体供需双方的增速都较高。（见图4）

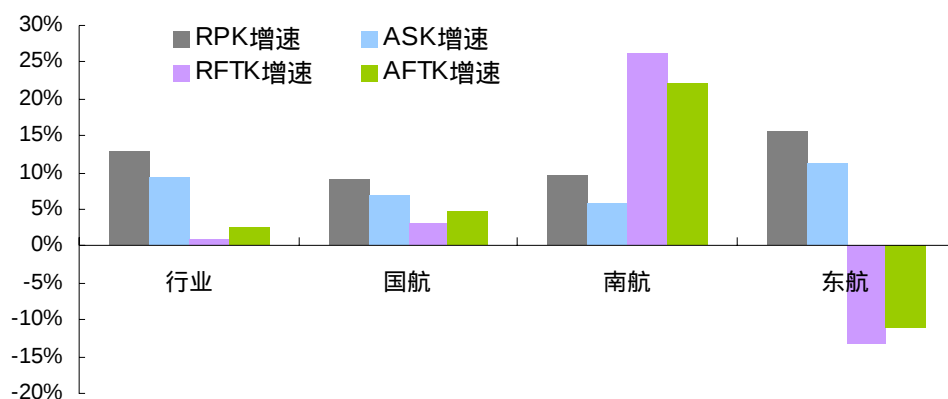
图4：2011年上半年，国内航线供需关系整体好于国际航线



资料来源：民航总局、招商证券

客运、货运差异显著。从上半年的情况来看，货运的景气度显著低于客运，但环比呈改善趋势。1-5月客运和货运周转量分别完成1785.5亿客公里和70.3亿吨公里，分别同比增长12.8%和0.8%。整体来看，客运的供需关系均好于货运。（见图5）

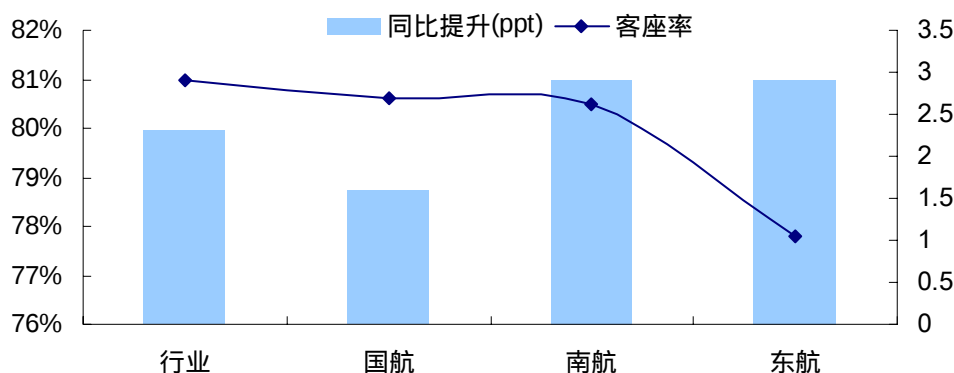
图5：2011年上半年，中国民航客运供需关系整体好于货运



资料来源：民航总局、招商证券

供给偏紧下，客座率和票价保持高位。经我们测算，今年 1-5 月份全行业 ASK 动态供给增速约 9.4%，显著低于客运周转量 12.8% 的增速，使得全行业客座率保持在 81% 的高位。国内综合票价同比提升 4.4%，国际航线票价同比提升 4.0%。（见图 6）

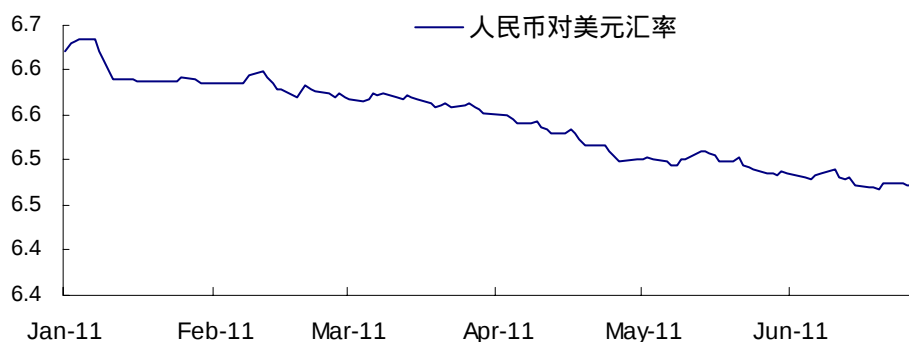
图6：2011年1-5月，中国民航客座率情况



资料来源：民航总局、招商证券

2011 年上半年，人民币对美元整体呈升值态势，累计升幅达 2.25%。（见图 7）

图7：2011年上半年人民币对美元持续升值



资料来源：中国货币基金网

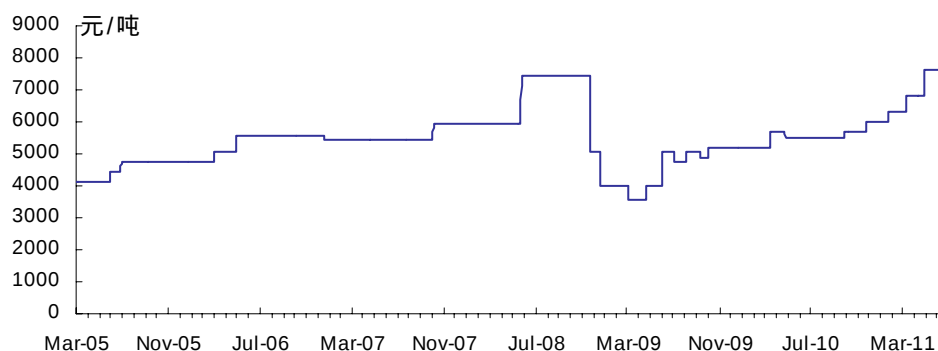
油价方面,新航油 2011 年 1 月 1 日开于 106.8 美元/桶,6 月 30 日收于 124.4 美元/桶。2011 年上半年均价约 126 美元/桶,折合约 6962 元/吨,同比上涨 44%。国内航油出厂价调价三次,目前为 7640 元/吨。2011 年上半年均价约 6653 元/吨,比去年同期上涨约 24%。(见图 8-9)

图8：新航油价格走势



资料来源：Bloomberg

图9：国内航油出厂价



资料来源：国家发改委

2、中期业绩前瞻

在供给谨慎下,尽管量的同比增速放缓,但客座率和票价同比显著提高。我们此前多次就三大航对客座率和票价的弹性进行测算,结果如下(在其他条件不变的情况下):

- 若国内航线客座率提升 1pts,三大航(国航、南航和东航)全年利润总额将增加 7.7 亿元、9.6 亿元和 9.2 亿元,对 EPS 将增厚约 0.05 元、0.08 元和 0.08 元。
- 若国内航线票价提升 1%,三大航全年利润总额将增加 5 亿元、6 亿元和 5.2 亿元, EPS 将增厚约 0.034 元、0.049 元和 0.045 元。

体现到业绩上,我们测算国航、南航和东航的中报将分别实现利润 45 亿元、27 亿元和 25 亿元,分别同比下降 4.1%、增长 29.8%和增长 28.9%。其中汇兑损益方面,上半年人民币对美元升值 2.25%,国航、南航和东航将分别实现 11.3 亿、8.8 亿和 7.9 亿元的汇兑收益。油料套保方面,预计国航和东航将分别实现 0.85 亿元和 0.9 亿元的套保浮亏转回。剔除汇兑损益、油料套保转回和其他非经营性损益,我们预测国航、南航和东

航中期的主业绩为 32.9 亿元、18.2 亿元和 16.2 亿元，分别同比下降 23%、增长 131.7% 和增长 5.3%。根据我们的测算，南方航空的受益今年国内航线的景气和人民币升值，业绩表现将最为亮丽。

表 1：三大航 2011 年中报业绩预测

	归属母公司净利（亿元）			11H1 非经营性损益（亿元）			10H1 非经营性损益（亿元）			主业绩		
	11H1	10H1	YOY	汇兑损益	油料套保浮亏转回	其他	汇兑损益	油料套保浮亏转回	其他	11H1	10H1	YOY
中国国航	45	46.9	-4.1%	11.3	0.85		2.4	5.76		32.9	38.79	-15.2%
南方航空	27	20.8	29.8%	8.8			2.0		11	18.2	7.8	131.7%
东方航空	25	19.4	28.9%	7.9	0.9		1.8	2.24		16.23	15.4	5.3%

资料来源：招商证券

表 2：三大航 2011 年二季度业绩预测

	归属母公司净利（亿元）			2011Q2 非经营性损益（亿元）			2010Q2 非经营性损益（亿元）			主业绩		
	11Q2	10Q2	YOY	汇兑损益	油料套保浮亏转回	其他	汇兑损益	油料套保浮亏转回	其他	11Q2	10Q2	YOY
中国国航	27.3	25.2	8.3%	6.3	-0.1		2.4	-3.6		21.2	26.5	-20.2%
南方航空	14.6	6.6	121.2%	4.9			2.0			9.7	4.6	109.0%
东方航空	14.9	11.5	29.6%	4.4	-0.1		1.8	-4.2		10.6	13.9	-23.6%

资料来源：招商证券

3、维持航空“推荐”评级

维持航空业“推荐”的评级。航空板块前期处于淡季，缺乏催化因素，同时受高铁和高贝塔影响，调整较为充分，目前板块 PE 约 10 倍。我们认为三季度是行业旺季，是航空高景气转化为真实业绩的重要时点，同时多种因素将推动航空板块的估值修复：

- 展望三季度，航空将进入传统旺季，历史上三季度的客座率和票价往往均处于全年的高位。从今年的情况来看，尽管经济存在下行风险，但我们认为整体可控，供给端的谨慎将有力保障供需关系的紧平衡，这一点将在国内航线上体现得更明显。
- 从初步情况来看，京沪高铁的影响低于预期。7 月份，高铁与航空进入正面交锋阶段。京沪高铁开通后，东航京沪线的客座率由原先的 86% 下降至 82%，下降约 4ppt，分流约 5%，大幅低于此前市场预期的 15%-20% 的分流。京沪线整体收益率下降约 20%。近期，由于高铁大小事故不断，从中体现出的管理混乱将使部分客源回流至航空。据我们的跟踪，目前京沪航线票价回升显著，基本上回到八折左右的水平。
- 航空的消费属性将逐步得到市场的认同。我们认为民航的战略地位不会因为高铁的出现而动摇，未来数年航空业仍处黄金发展期，需求端的消费属性和集中度提高将进一步提升航企盈利能力。

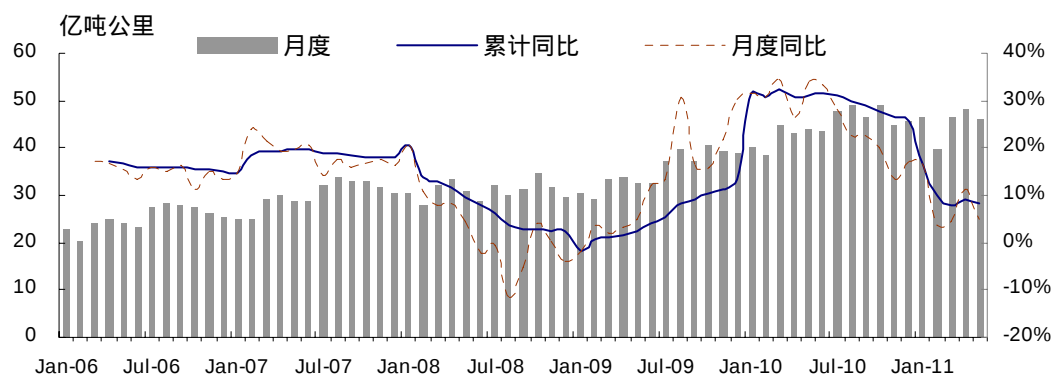
二、国内民航业月度运行情况

表 3：国内民航业各项经营数据（2011 年 5 月）

统计指标	当月完成	当月增长	本年累计	累计增长
一、运输总周转量（亿吨公里）	46.2	4.8%	228.1	8.4%
国内航线	31.1	12.3%	150.6	10.0%
港澳航线	1.1	12.0%	5.1	13.4%
国际航线	15.1	-7.9%	77.5	5.3%
二、旅客运输量（万人）	2407.0	11.8%	11157.9	10.6%
国内航线	2248.5	12.6%	10075.9	11.0%
港澳航线	62.3	18.6%	303.3	17.0%
国际航线	158.5	1.3%	819.7	8.4%
三、旅客周转量（亿客公里）	363.7	13.7%	1785.5	12.8%
四、货邮运输量（万吨）	44.7	-4.2%	222.2	0.8%
国内航线	30.9	2.2%	149.3	2.1%
港澳航线	1.8	-3.5%	8.9	3.8%
国际航线	13.9	-16.0%	72.9	-1.9%
五、货邮周转量（亿吨公里）	15.0	-1.6%	70.3	0.8%

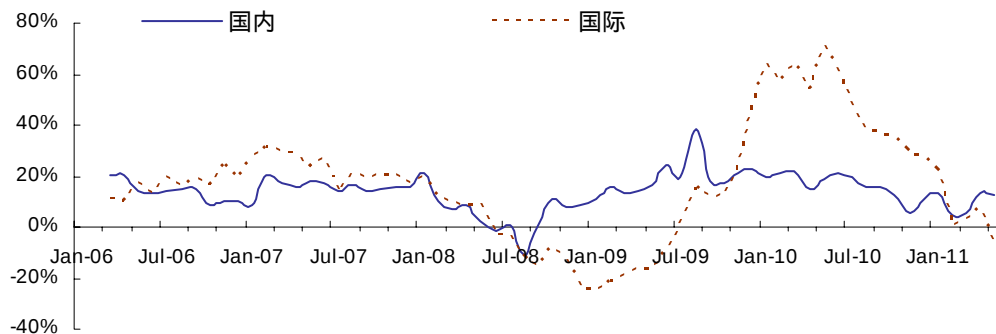
资料来源：民航总局、招商证券

图10：我国民航月度总周转量历史走势



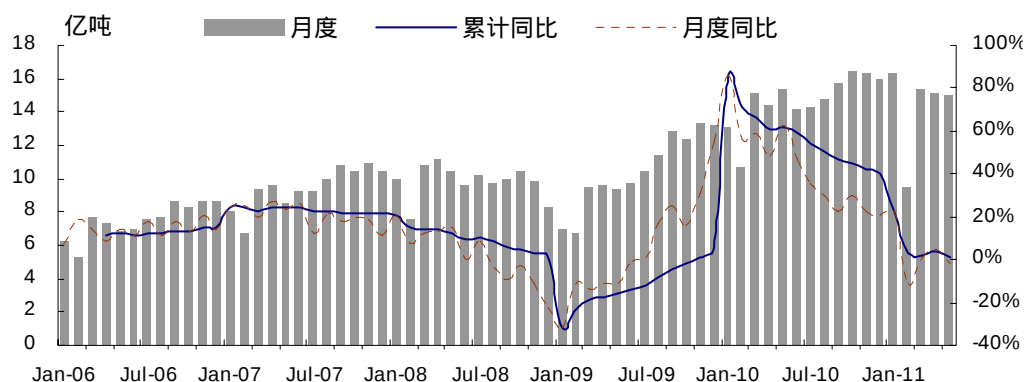
资料来源：民航总局、招商证券

图11：我国民航总周转量国内外航线情况比较



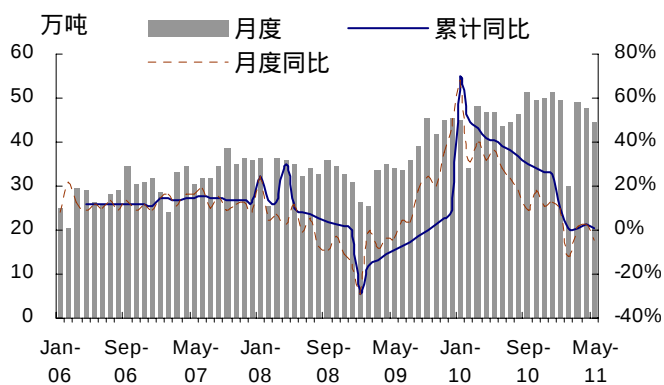
资料来源：民航总局、招商证券

图12：我国民航月度货运周转量历史走势



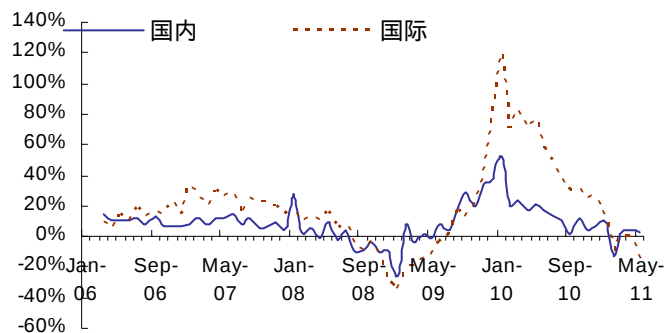
资料来源：民航总局、招商证券

图13：我国民航月度货运量历史走势



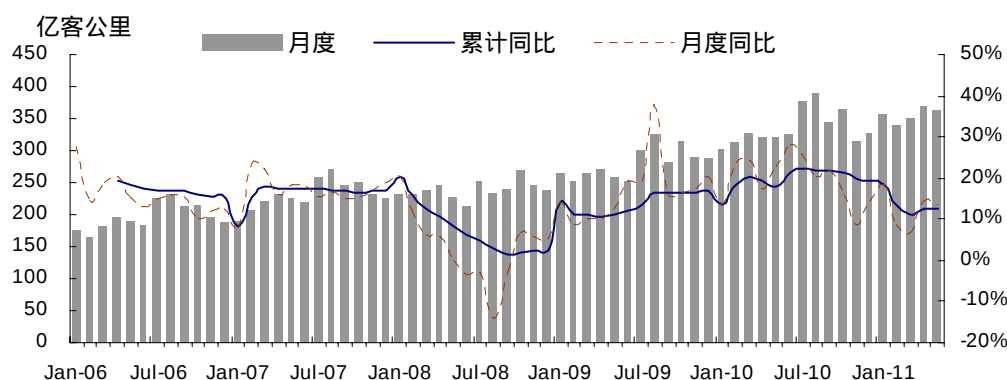
资料来源：民航总局、招商证券

图14：我国民航货运量国内外航线情况比较



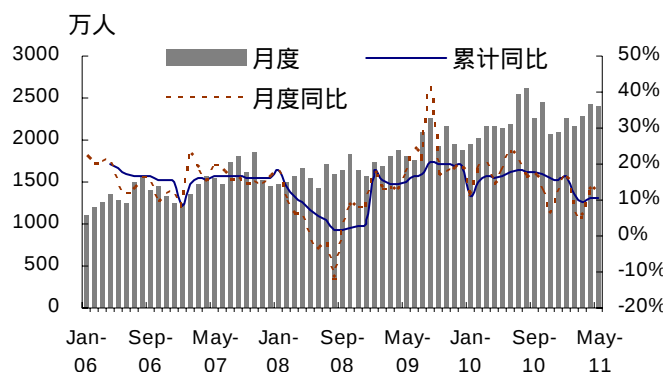
资料来源：民航总局、招商证券

图15：我国民航月度客运周转量历史走势



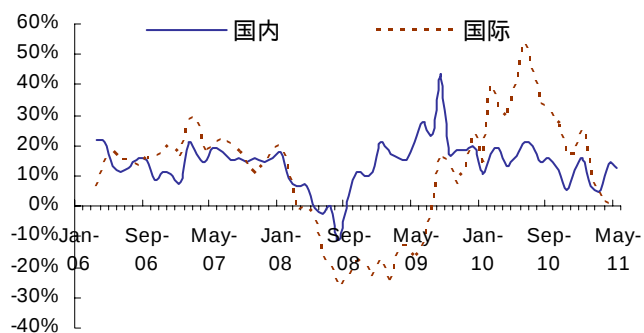
资料来源：民航总局、招商证券

图16：我国民航月度客运量历史走势



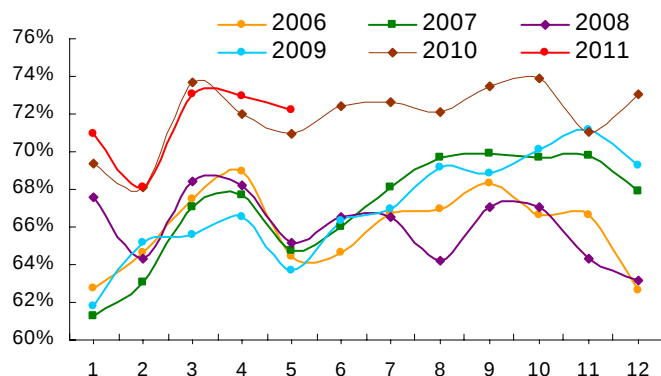
资料来源：民航总局、招商证券

图17：我国民航客运量国内外航线情况比较



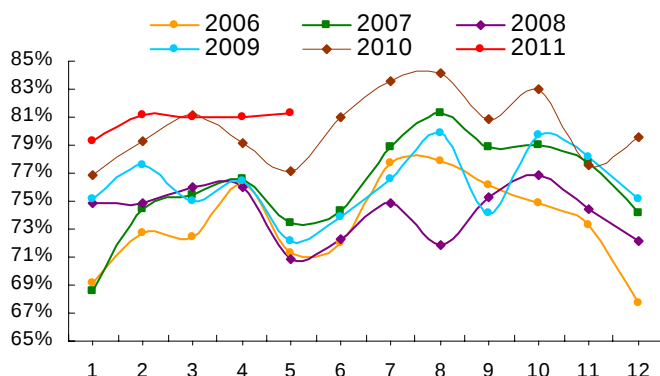
资料来源：民航总局、招商证券

图18：我国民航业月度载运率历史情况



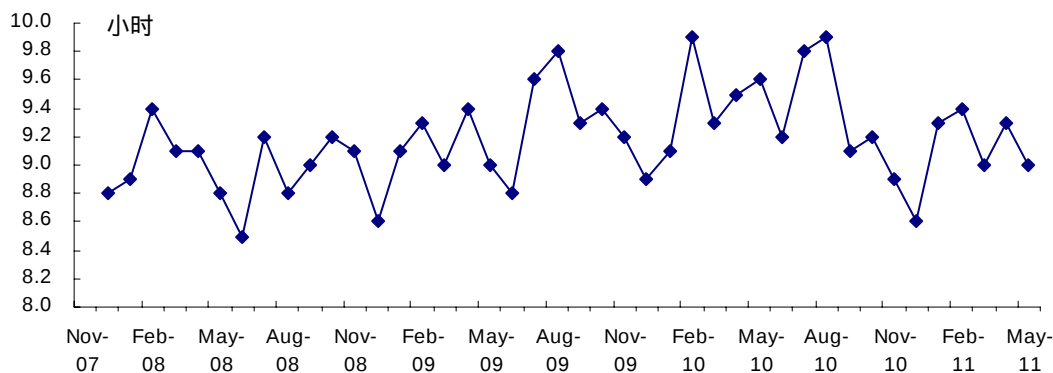
资料来源：民航总局、招商证券

图19：我国民航业月度客座率历史情况



资料来源：民航总局、招商证券

图20：我国民航业飞机日利用小时数历史情况



资料来源：民航总局 招商证券

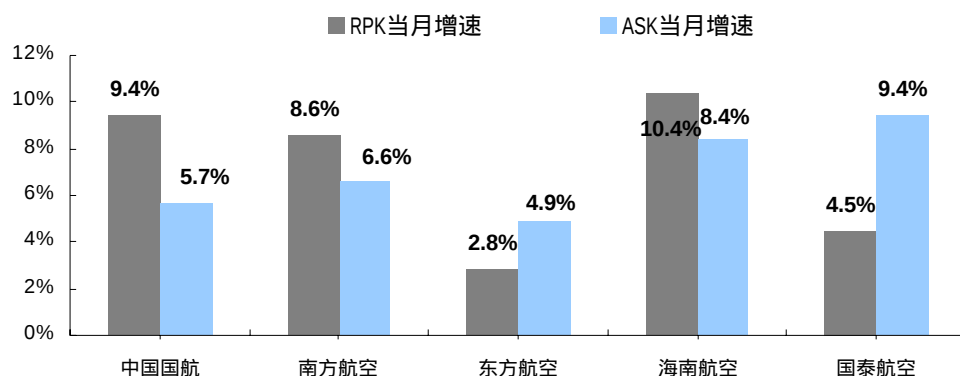
三、主要航空公司月度指标

表 4：航空主要上市公司月度经营数据（2011 年 6 月）

指标	中国国航	南方航空	东方航空	海南航空	国泰航空
收入客公里 RPK(百万)					
当月完成	7685	9644	7917	2757	8330
月度增长	9.4%	8.6%	2.8%	10.4%	4.5%
累计全年	45156	57790	48426	16596	48477
累计增长	9.2%	9.5%	13.3%	5.0%	3.6%
收入吨公里 RTK(百万)					
当月完成	1059	1121	1091	305	N/A
月度增长	7.1%	9.3%	4.6%	10.3%	N/A
累计全年	6217	6845	6235	1798	N/A
累计增长	6.8%	12.6%	5.1%	4.7%	N/A
可利用客公里(ASK)(百万)					
当月完成	9234	11940	10078	3301	10216
月度增长	5.7%	6.6%	4.9%	8.4%	9.4%
累计全年	55728	71741	62127	19838	61136
累计增长	6.7%	5.8%	10.2%	1.8%	9.8%
可利用吨公里(ATK)(百万)					
当月完成	1432	1598	1499	420	2151
月度增长	3.9%	6.3%	2.6%	9.4%	7.6%
累计全年	8756	9881	8778	2543	12846
累计增长	5.6%	10.1%	2.3%	3.4%	12.3%
旅客运输量(万)					
当月完成	402	635	552	161	227
月度增长	6.5%	3.2%	1.4%	10.7%	2.4%
累计全年	2374	3844	3320	957	1318
累计增长	7.4%	6.1%	10.2%	4.5%	1.7%
货邮运输量(千吨)					
当月完成	94	85	120	23	135
月度增长	4.7%	0.3%	2.6%	6.8%	-9.1%
累计全年	570	536	666	132	836
累计增长	4.8%	4.8%	-7.4%	-2.4%	-4.1%
客座率(RPK/ASK)					
当月完成	83.2%	80.8%	78.6%	83.5%	81.5%
月度同比增长(pt)	2.9	1.6	(1.6)	1.5	(3.9)
累计全年	81.0%	80.6%	77.9%	83.7%	79.3%
年增长(pt)	1.8	2.7	2.1	2.5	-4.7
总载运率(RTK/ATK)					
当月完成	73.9%	70.1%	72.7%	72.6%	N/A
月度同比增长(pt)	2.2	1.9	1.4	0.6	N/A
累计全年	71.0%	69.3%	71.0%	70.7%	N/A
年增长(pt)	0.8	1.5	1.9	0.9	N/A

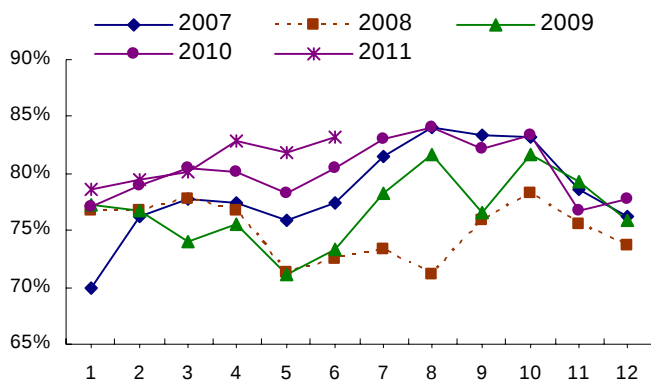
资料来源：各公司、招商证券（注：国泰航空收费吨公里栏中指标为收费货邮吨公里；总载运率栏中指标为货运载运率；东方航空 2010 年数据包括了上航，而 2009 年则没有）

图21：主要航空公司当月运力供需边际比较



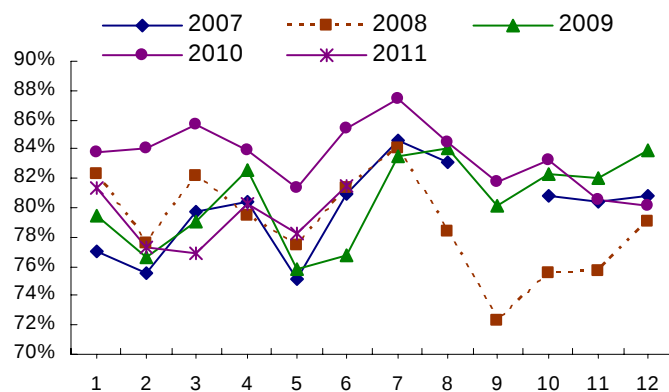
资料来源：各公司、招商证券（注：东航 2010 年数据统计范围包括了上航）

图22：中国国航当月客座率



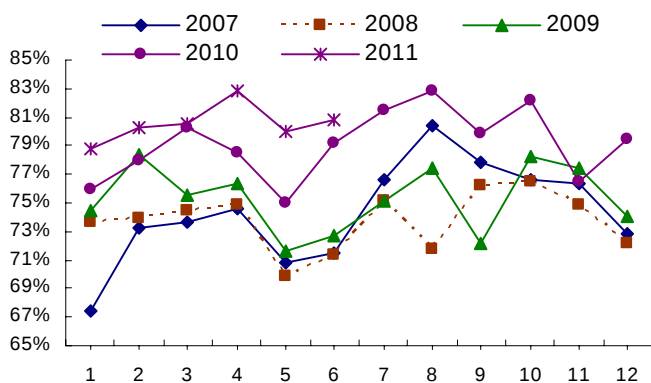
资料来源：各公司、招商证券

图23：国泰航空当月客座率



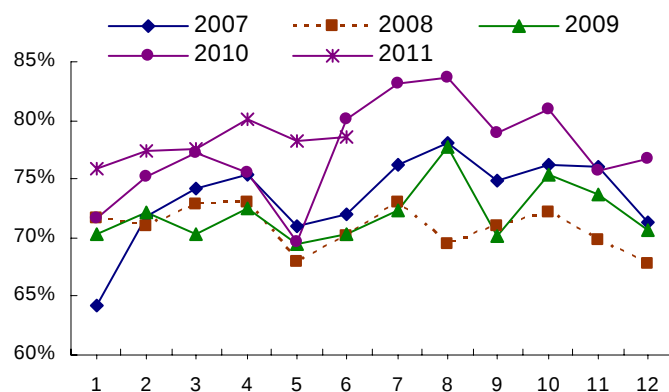
资料来源：各公司、招商证券

图24：南方航空当月客座率



资料来源：各公司、招商证券

图25：东方航空当月客座率



资料来源：各公司、招商证券

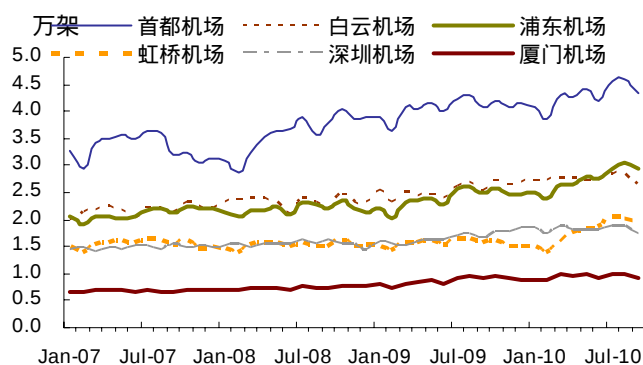
四、主要机场月度指标

表 5：主要机场上市公司月度业务数据（2010 年 6 月）

机场指标	当月完成	当月增长	本年累计	累计同比
首都机场				
旅客吞吐量（万人次）	667.0	7.9%	3135	8.2%
货邮吞吐量（万吨）	13.2	0.2%	63	2.7%
飞机起降（万架次）	4.5	2.3%	22	4.1%
白云机场				
旅客吞吐量（万人次）	354.3	9.0%	2192	8.6%
货邮吞吐量（万吨）	9.4	1.7%	56	3.4%
飞机起降（万架次）	2.8	4.8%	17	3.5%
浦东机场				
旅客吞吐量（万人次）	334.2	-6.1%	1986.8	4.5%
货邮吞吐量（万吨）	25.1	-6.4%	155.0	-1.7%
飞机起降（万架次）	2.8	3.6%	16.6	6.4%
虹桥机场				
旅客吞吐量（万人次）	272.3	-3.6%	1616.4	17.1%
货邮吞吐量（万吨）	3.5	-5.3%	21.9	-4.0%
飞机起降（万架次）	1.9	-1.3%	11.2	12.6%
深圳机场				
旅客吞吐量（万人次）	226.0	4.8%	1385.9	5.1%
货邮吞吐量（万吨）	6.8	0.2%	39.8	5.2%
飞机起降（万架次）	1.8	0.4%	11.0	2.2%
厦门机场				
旅客吞吐量（万人次）	124.2	18.9%	747.2	17.6%
货邮吞吐量（万吨）	2.1	3.7%	125.1	6.5%
飞机起降（万架次）	1.1	16.6%	6.4	13.9%

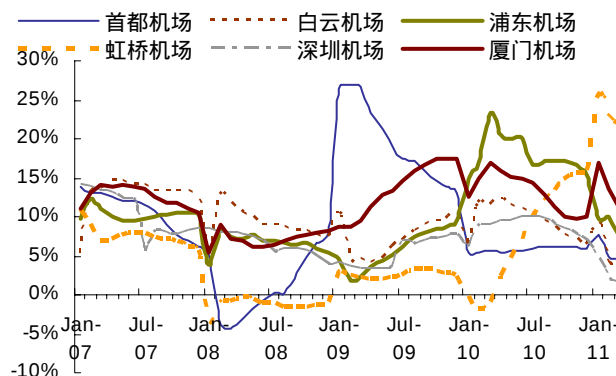
资料来源：各公司、招商证券（注：首都机场数据为 2011 年 5 月数据）

图26：主要机场月度飞机起降架次



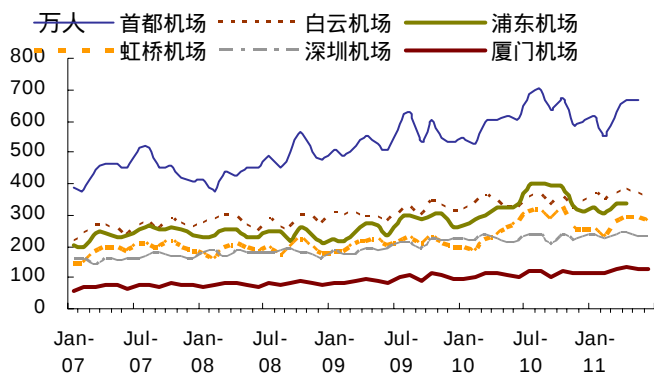
资料来源：各公司、招商证券

图27：主要机场飞机起降架次年初累计增速



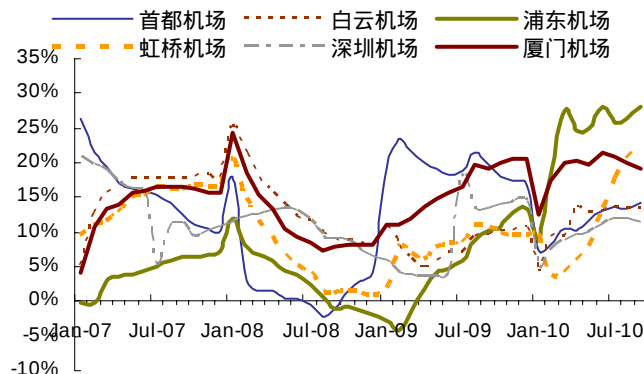
资料来源：各公司、招商证券

图28：主要机场月度旅客吞吐量



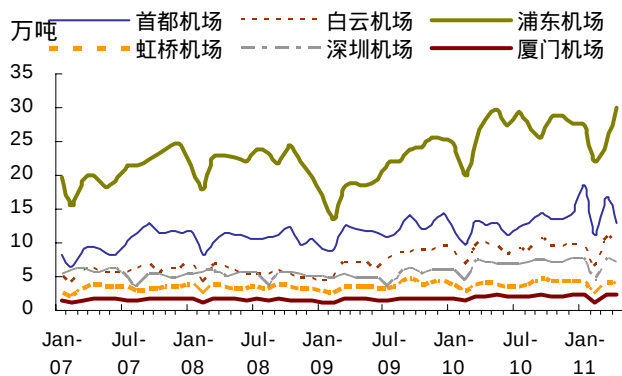
资料来源：各公司、招商证券

图29：主要机场旅客吞吐量年初累计增速



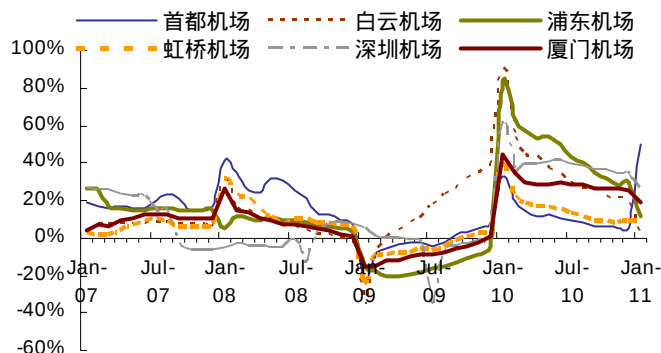
资料来源：各公司、招商证券

图30：主要机场月度货邮吞吐量



资料来源：各公司、招商证券

图31：主要机场货邮吞吐量年初累计增速



资料来源：各公司、招商证券

附：国内外主要航空公司市场表现、盈利预测与估值表
附表 1：国内主要公司市场表现

板块	公司	股价	1 月涨跌	3 月涨跌	6 月涨跌	一年涨跌
沪深 300		3068	1.3%	-7.0%	3.9%	9.8%
航空	中国国航	9.81	-0.7%	-14.8%	-10.4%	-19.0%
	南方航空	7.98	1.0%	-10.6%	-1.5%	13.7%
	东方航空	5.03	-3.5%	-23.1%	-19.8%	-34.7%
	海南航空	6.90	-3.1%	-21.0%	-4.3%	17.8%
	算术平均		-1.6%	-17.4%	-9.0%	-5.6%
通航	中信海直	12.26	17.3%	-0.7%	31.8%	56.8%
机场	深圳机场	5.46	0.2%	-10.9%	-1.1%	-3.1%
	厦门空港	14.74	0.6%	-6.0%	3.8%	-11.2%
	上海机场	13.44	5.2%	-8.8%	0.3%	5.6%
	白云机场	7.98	1.5%	-10.9%	-6.0%	-15.6%
	算术平均		1.9%	-9.1%	-0.8%	-6.0%

资料来源：招商证券研发中心（统计日期为 2011 年 7 月 25 日）

附表 2：国内主要公司估值表

板块	公司	评级	股价	EPS				P/E				BPS	P/B
				10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E		
航空	中国国航	强烈推荐-A	9.81	0.95	1.00	1.07	1.15	10.3	9.8	9.2	8.5	3.23	3.0
	南方航空	强烈推荐-A	7.98	0.59	0.72	0.78	0.81	13.5	11.1	10.2	9.9	2.73	2.9
	东方航空	强烈推荐-A	5.03	0.48	0.52	0.54	0.59	10.5	9.7	9.3	8.5	1.38	3.6
	海南航空	审慎推荐-A	6.90	0.73	0.74	0.65	0.65	9.5	9.3	7.7	7.7	3.02	2.3
通航	中信海直	强烈推荐-A	12.26	0.24	0.27	0.32	0.37	51.1	45.4	38.3	33.1	3.10	4.0
机场	厦门空港	审慎推荐-A	14.74	0.94	1.03	1.16	1.35	15.7	14.3	12.7	10.9	5.33	2.8
	深圳机场	中性-A	5.46	0.42	0.40	0.33	0.33	13.0	13.7	16.5	16.5	3.45	1.6
	上海机场	审慎推荐-A	13.44	0.68	0.76	0.85	0.96	19.8	17.7	15.8	14.0	7.29	1.8
	白云机场	中性-A	7.98	0.51	0.61	0.70	0.70	15.6	13.1	11.4	11.4	5.70	1.4

资料来源：招商证券研发中心（统计日期为 2011 年 7 月 25 日）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，从事航空机场、铁路和物流行业研究。

常涛，北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，长期从事干散货租船业务，对航运和港口业务有较为深刻的认识，对航运企业的运营有深入的研究，目前为招商证券交通行业研究员，负责航运、港口和公路板块的研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。