

旺季更旺提升业绩水平，高铁降速提升估值水平

推荐（维持）

2011年8月31日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
南方航空	0.71	0.70	强烈推荐
中国国航	1.11	1.26	推荐
海南航空	0.80	0.70	推荐
东方航空	0.50	0.49	推荐
上海机场	0.80	0.94	强烈推荐
厦门空港	1.12	1.17	推荐
白云机场	0.62	0.73	推荐
深圳机场	0.42	0.47	推荐

相关报告

航空运输Ⅲ：《布局海南谋划全球，未来增长稳定可期》
2011-8-30

航空运输Ⅲ：《高铁冲击低于预期，整合效应逐渐显现》
2011-8-30

航空运输Ⅲ：《整合航空主业，进军商业地产》2011-8-27

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S0190511020002

联系人：朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

投资要点

- **7月国内市场高度景气，主业盈利环比大幅增长。**预计7月航空业收入350亿元，同比增长19%，环比增长24%；利润57亿元，环比增长180%；毛利率26%，同比下降3个PT，环比提升7个PT。
- **暑期旺季，国内国际同比环比增速均呈现回升态势。**7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51.52、34.12、17.40、1.16亿吨公里，同比增长7.70%、8.8%、5.7%和7.7%，环比上升13.0%、14.4%、10.5%和16.7%。暑期旺季使得国际、国内航线同比和环比增速均呈现回升态势。
- **航空运力供给严格受控。**7月底我国民航运输飞机1679架，同比和环比分别增长10.5%和1.3%。飞机日利用率9.6小时，同比减少0.2小时，环比增加0.7小时。
- **航空运营效率大幅边际改善。**7月份客运市场旺季更旺，客座率达到85.6%升至7月历史最高位，同比和环比提高2.2、3.8个PT。全月综合载运率达到74.4%，同比和环比提高2.2、1.3个PT。预计7月我国民航客公里票价约0.75元，同比提高8.7%，吨公里收入约6.5元，同比提高8.5%，票价水平继续攀升。
- **高铁冲击逐渐减弱，人民币升值有望加速。**国内市场供需失衡导致高度景气，三季度旺季更旺，航空公司盈利水平大幅提升。高铁建设降速、降价、降密度、降投资，对航空的冲击逐渐减弱，“7.23”甬温列车追尾事故发生后，预计铁道部将对未来高铁发展规划作了一些调整，使得民航在与高铁的竞争中，天平开始出现了微妙的倾斜，航空公司压力减轻。欧美国家凯恩斯式救助碰到天花板，宽货币的“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力，再平衡是全球唯一的选项，多因素的“连推带拉”致使人民币长期面临“被走强”压力。
- **机场：航空和非航业务比翼齐飞，攻守兼备。**国内市场高度景气使得除了时刻受限的深圳机场外，各上市机场航空业务快速增长。同时非航业务的不断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，机场业绩增长的确定性带来大盘下跌过程中的防御性。
- **风险提示：**高铁成网之后对航空业冲击超预期，油价大幅上涨，欧美债务危机恶化使国内外经济陷入二次衰退，发生突发性疾病、灾害或不可抗力等。
- **行业评级及投资策略：**鉴于航空估值处于历史低位，三季度基本面持续向好，航空市场旺季更旺提升业绩水平，高铁冲击逐渐减弱提升估值水平，油价高位回落，人民币升值加速，我们维持行业推荐评级，继续强烈推荐弹性最大的南方航空；推荐整合航空主业、进军商业地产的海南航空；一旦国际市场好转，业绩有望重拾升势的中国国航；京沪航线占比最大的东方航空（高铁冲击逐渐减弱）。机场航空与非航业务增长，业绩提升的确定性带来大盘下跌过程中的防御性。我们推荐商业价值日益凸显、收入结构持续改善的上海机场，空域时刻逐步释放、海西经济融合拉动旅客需求的厦门空港。同时通用航空和低空开放有望获得持续的政策推动，我们建议精选个股，关注民用炭/炭材料市场发力、产能即将释放的博云新材，航空维修稳步增长、航空研发和制造厚积薄发的海特高新，陆航业务跨越式发展的中信海直，空管系统订单有望在“十二五”爆发的川大智胜等通航产业链公司。

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:	- 8 -
运输总周转量: 国内国际同比增速现回升态势	- 8 -
旅客周转量: 同比增速小幅上升	- 10 -
货邮周转量: RFTK 同比增速小幅回升	- 10 -
旅客运输量: 增速同比回升, 环比大幅增长	- 11 -
货邮运输量: 国际货运表现依然疲软	- 12 -
航空运力供给: 飞机增速处持续降低, 运力供给严格受控	- 14 -
飞机同比增速处历史底部, 飞机利用率提升	- 14 -
可用吨公里: ATK 同比增速小幅上升, 环比大幅增长	- 14 -
可用客公里: ASK 同比增速保持平稳	- 16 -
可用货邮吨公里: AFTK 同比增速回升	- 17 -
航空运营效率: 载运率和客座率环比大幅回升	- 17 -
载运率: LF 升至历史高位	- 17 -
客座率: 国际航线 PLF 环比明显回升	- 19 -
货邮载运率: FLF 环比回升	- 20 -
航空运营效益: 票价依然坚挺、油价温和上涨	- 21 -
票价水平: 同比提升, 环比持平	- 21 -
航油成本: 同比继续提升, 短期大幅上涨空间有限	- 22 -
燃油附加费: 处于历史最高位, 联动机制充分有效	- 23 -
汇率: 人民币兑美元加速升值	- 24 -
主业利润: 国内市场高度景气, 主业盈利大幅增长	- 25 -
机场业: 国内航空市场景气拉动业务快速增长	- 26 -
上海机场: 商业价值日益凸显, 消费属性日渐增强	- 26 -
厦门空港: 业务强劲增长, 盈利符合预期	- 29 -
深圳机场: 人力成本增加致半年报利润略低于去年同期	- 30 -
白云机场: 业绩稳定增长, 枢纽持续推进	- 31 -
图 1、全民航 7 月 RTK 增速国内高于国际	- 8 -
图 2、全民航 7 月 RTK 同比增速回升	- 8 -
图 3、国航 7 月 RTK 同比增速国内国际基本持平	- 9 -
图 4、国航 7 月 RTK 同比增速平稳	- 9 -
图 5、南航 7 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 9 -
图 6、南航 7 月 RTK 同比增速略平稳	- 9 -
图 7、东航 7 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 9 -
图 8、东航 7 月 RTK 同比增速上升	- 9 -
图 9、全民航 7 月 RPK 同比增速小幅上升	- 10 -
图 10、国航 7 月 RPK 同比增速下降	- 10 -
图 11、南航 7 月 RPK 同比增速上升	- 10 -
图 12、东航 7 月 RPK 同比增速上升	- 10 -
图 13、全民航 7 月 RFTK 同比增速回升	- 10 -
图 14、国航 7 月 RFTK 同比增速小幅下降	- 10 -

图 15、南航 7 月 RFTK 同比增速下降	- 11 -
图 16、东航 7 月 RFTK 同比增速大幅回升	- 11 -
图 17、全民航 7 月客流同比增速国际高于国内	- 11 -
图 18、全民航 7 月客流量同比小幅上升	- 11 -
图 19、国航 7 月客流同比增速地区高于国际国内	- 11 -
图 20、国航 7 月客流量同比增速下降	- 11 -
图 21、南航 7 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 22、南航 7 月客流量同比增速下降	- 12 -
图 23、东航 7 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 24、东航 7 月客流量同比增速小幅上升	- 12 -
图 25、中国 7 月外贸出口增速基本持平	- 12 -
图 26、中国 7 月外贸进口增速小幅上升	- 12 -
图 27、全民航 7 月货量同比增速国内高于国际	- 13 -
图 28、全民航 7 月货邮量同比增速小幅回升	- 13 -
图 29、国航 7 月货邮同比增速国内高于国际	- 13 -
图 30、国航 7 月货邮量同比增速下降	- 13 -
图 31、南航 7 月国际货邮同比增速国际高于国内	- 13 -
图 32、南航 7 月货邮量同比增速小幅下降	- 13 -
图 33、东航 7 月地区货邮同比增速国际高于国内	- 13 -
图 34、东航 7 月货邮量同比增速上升	- 13 -
图 35、7 月底全民航运输飞机 1679 架	- 14 -
图 36、全民航 7 月飞机引进速度持续回落	- 14 -
图 37、全民航 7 月飞机日利用率 9.6 小时	- 14 -
图 38、全民航 7 月飞机利用率同比增速小幅回升	- 14 -
图 39、全民航 7 月 ATK 69.2 亿吨公里	- 15 -
图 40、全民航 7 月 ATK 同比增速处历史低位	- 15 -
图 41、全民航 7 月 ATK 同比增速国内高于国际	- 15 -
图 42、全民航 7 月 ATK 同比增速小幅回升	- 15 -
图 43、国航 7 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 15 -
图 44、国航 7 月 ATK 同比增速小幅下降	- 15 -
图 45、南航 7 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 46、南航 7 月 ATK 同比增速小幅下降	- 16 -
图 47、东航 7 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 48、东航 7 月 ATK 同比增速上升	- 16 -
图 49、全民航 7 月 ASK 同比增速平稳	- 16 -
图 50、国航 7 月 ASK 同比增速下降	- 16 -
图 51、南航 7 月 ASK 同比增速保持平稳	- 17 -
图 52、东航 7 月 ASK 同比增速小幅上升	- 17 -
图 53、全民航 7 月 AFTK 同比增速回升	- 17 -
图 54、国航 7 月 AFTK 同比增速下降	- 17 -
图 55、南航 7 月 AFTK 同比增速下降	- 17 -
图 56、东航 7 月 AFTK 同比增速大幅回升	- 17 -
图 57、全民航 7 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 58、全民航 7 月载运率继续攀升	- 18 -
图 59、国航 7 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 60、国航 7 月载运率升至历史高位	- 18 -
图 61、南航 7 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 62、南航 7 月载运率升至历史高位	- 18 -
图 63、东航 7 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 64、东航 7 月载运率升至历史高位	- 18 -
图 65、全民航 7 月客座率国内高于国际地区	- 19 -

图 66、全民航 7 月客座率持续攀升	- 19 -
图 67、国航 7 月客座率国内高于国际和地区	- 19 -
图 68、国航 7 月客座率大幅上升	- 19 -
图 69、南航 7 月客座率国内高于国际和地区	- 19 -
图 70、南航 7 月客座率大幅上升	- 19 -
图 71、东航 7 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 72、东航 7 月客座率大幅上升	- 20 -
图 73、全民航 7 月货邮载运率环比小幅下降	- 20 -
图 74、国航 7 月货邮载运率环比下降	- 20 -
图 75、南航 7 月货邮载运率环比基本持平	- 20 -
图 76、东航 7 月货邮载运率环比下降	- 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 7 月票价大幅提升	- 21 -
图 82、三大航 7 月国内票价大幅提升	- 21 -
图 83、三大航 7 月国际票价小幅提升	- 22 -
图 84、三大航 7 月地区票价基本持平	- 22 -
图 85、7 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 115 美元/桶左右波动	- 22 -
图 86、7 月航空公司航油采购均价约 7900 元/吨	- 23 -
图 87、7 月人民币兑美元汇率升值 0.53%	- 24 -
图 88、7 月人民币兑日元贬值 4.5%	- 24 -
图 89、7 月末一年期 NDF 与比即期汇率升值 1.63%	- 25 -
图 90、7 月上海两场旅客同比增速高于货邮	- 27 -
图 91、7 月上海两场起降同比增速下降	- 27 -
图 92、7 月上海两场旅客吞吐同比增速下降	- 28 -
图 93、7 月上海两场货邮同比增速小幅回升	- 28 -
图 94、7 月浦东机场同比增速客降货增	- 28 -
图 95、7 月浦东机场起降同比增速上升	- 28 -
图 96、7 月浦东机场客流量同比增速上升	- 28 -
图 97、7 月浦东机场货流量同比增速回升	- 28 -
图 98、7 月虹桥机场同比增速客降货增	- 28 -
图 99、7 月虹桥机场起降同比增速下降	- 28 -
图 100、7 月虹桥客流量同比增速下降	- 29 -
图 101、7 月虹桥机场货流量同比增速上升	- 29 -
图 102、7 月厦门空港起降同比增速上升	- 30 -
图 103、7 月厦门空港客流量同比增速上升	- 30 -
图 104、7 月厦门空港货流量同比增速趋缓	- 30 -
图 105、7 月厦门空港同比增速客运大于货运	- 30 -
图 106、7 月深圳机场起降同比增速平稳	- 31 -
图 107、7 月深圳机场客流量同比增下降	- 31 -
图 108、7 月深圳机场货流同比增速微升	- 31 -
图 109、7 月深圳机场客货增速处于低位	- 31 -
图 110、7 月白云机场起降同比增速平稳	- 32 -
图 111、7 月白云机场旅客同比增速平稳	- 32 -
图 112、7 月白云机场货流量同比增速微降	- 32 -
图 113、7 月白云机场客流同比增速好于起降货流	- 32 -
图 114、航空与其他周期板块股价走势比较	- 34 -

表 1、重点公司盈利预测与评级（2011.8.30）	- 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 8 月 26 日收盘价）	- 33 -
表 5、全球机场估值比较（2011 年 8 月 26 日收盘价）	- 34 -

投资聚焦

投资逻辑

下半年国内市场将维持高度景气，人民币有望加速升值，油价持续高位回落

上半年国内市场高度景气、供不应求，票价和客座率持续提升。三季度以来，旺季更旺，各航空公司盈利水平大幅提升。

近期欧美债务危机影响海外经济复苏的进程，但欧美各国或继续释放流动性推动经济复苏，我们依然相信欧美有能力逐渐走出债务危机的泥潭，国际航线有望见底趋稳，逐步回升。

同时，由于我国经济是内热外冷，未来一段时间人民币有望加速升值、油价有望高位回落。总体来说行业景气程度显著超越了市场悲观预期。

高铁规划或重新调整，真实冲击低于预期

“7.23”甬温列车追尾事故发生后，铁道部对未来高铁发展规划作了一些调整：

- (1) “保在建、上必需、重配套”，铁路建设规模要适度超前而不能过度超前；
- (2) 高铁线路实行不同速度列车的混跑，以满足不同群体的需求；
- (3) “降速、降价、降密度”，提升安全冗余；
- (4) 强化铁路安全的基础建设，全面提高高铁设备质量和施工质量，严格禁止建设项目赶工期，工程建设进度要服从质量安全。

这些政策和措施的出台，使得民航在与高铁的竞争中，天平开始出现了微妙的倾斜，航空公司压力减轻。

国内场景气与旅客消费水平提升，拉动机场业务高增长。

在上半年国内航空市场景气的背景下，我国机场航空业务持续增长。2011年1~6月全民航50大机场旅客吞吐量同比增长10.3%，飞机起降同比增长5.3%。

航空大众化与居民收入水平提高使得机场商业经营发展提速，机场商业经营开始蜕变，消费属性日渐增强。

受益航空公司枢纽建设，首都、浦东、白云等核心机场枢纽建设纷纷提速。航线网络越发达、中转联程越完善，则吸引力越大，抗高铁冲击的能力也越强，枢纽机场未来将长期受益。

投资策略

航空业：基本面趋势向好，配合大盘秋季攻势下的弹性表现。国内市场供需失衡导致高度景气，三季度旺季更旺，航空公司盈利水平大幅提升。高铁建设降速、

降价、降密度、降投资，对航空的冲击逐渐减弱。欧美国凯恩斯式救助碰到天花板，宽货币的“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力，再平衡是全球唯一的选项，多因素的“连推带拉”致使人民币长期面临“被走强”压力。

我们维持行业推荐评级，继续强烈推荐弹性最大的南方航空；推荐整合航空主业、进军商业地产的海南航空；一旦国际市场好转，业绩有望重拾升势的中国国航；京沪航线占比最大的东方航空（高铁冲击逐渐减弱）。

我们继续维持“张弛有道看航空”的中期策略观点：继续捕捉航空基本面和市场情绪之间的预期差和时间差。短期鉴于航空业基本面和市场情绪之间的预期差和时间差，积极配置航空股，参与航空股估值修复行情；**中期**对明年四横四纵高铁网络对航空业的冲击维持谨慎态度；**长期**看好航空股的消费属性、出境游高速增长带来的国际航线快速增长、供需关系改善带来的长期业绩增长的持续性。

机场业：航空和非航业务比翼齐飞，攻守兼备

国内市场高度景气使得除了时刻受限的深圳机场外，各上市机场航空业务快速增长。同时非航业务的不断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，机场业绩增长的确定性带来大盘下跌过程中的防御性。

我们推荐商业价值日益凸显、收入结构持续改善的上海机场，空域时刻逐步释放、海西经济融合拉动旅客需求的厦门空港。

通用航空：精选成长个股，建议中长期布局

短期业绩难以快速释放，估值偏贵，若大盘不佳则在短期内股价存在下行风险。但我们坚持认为 2011 年是通航元年，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。推荐关注民用炭/炭材料市场发力、产能即将释放的博云新材，航空维修稳步增长、航空研发和制造厚积薄发的海特高新，陆航业务跨越式发展的中信海直，空管系统订单有望在“十二五”爆发的川大智胜等通航产业链公司。

核心假设

2011 年 WTI 均值 105 美元/桶，波动区间 85 - 120 美元/桶；航空公司原油套保一直持续到 2011 年底；燃油附加费与油价保持联动；2011 年人民币兑美元升值 5% 左右。

风险提示

高铁成网之后对航空业冲击超预期，油价大幅上涨，欧美债务危机加剧使国内外经济陷入二次衰退，航空股估值高企与大盘系统性风险，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 (2011.8.30)

股票简称	股价 (2011.8.30)	EPS			PE			PB	评级	目标价
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E		
南方航空	7.82	0.59	0.71	0.70	13.95	12.16	12.51	2.20	强烈推荐	10.65
中国国航	9.36	0.95	1.11	1.26	10.53	9.07	8.46	2.20	推荐	14.28
东方航空	5.47	0.48	0.50	0.49	11.02	11.12	11.35	2.67	推荐	6.00
海南航空	6.39	0.73	0.80	0.70	9.99	9.72	8.89	1.82	推荐	9.60
上海机场	12.90	0.68	0.80	0.94	18.95	17.15	14.57	1.58	强烈推荐	16.00
厦门空港	13.86	0.94	1.12	1.17	15.73	13.19	11.82	2.12	推荐	16.80
白云机场	7.11	0.51	0.62	0.73	15.61	12.73	10.81	1.23	推荐	9.30
深圳机场	4.97	0.42	0.42	0.47	13.23	12.98	11.60	1.44	推荐	6.30

注：2010 年按股本全面摊薄计算

数据来源：兴业证券研究所

航空运量需求：

运输总周转量：国内国际同比增速现回升态势

2011 年 7 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 51.52、34.12、17.40、1.16 亿吨公里，同比增长 7.70%、8.8%、5.7% 和 7.7%，环比上升 13.0%、14.4%、10.5% 和 16.7%。暑期旺季的到来使得国际、国内航线同比和环比增速均出现回升态势。

1~7 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 325.7、215.1、110.7 和 7.3 亿吨公里，同比增长 7.8%、9.9%、3.9% 和 11.1%，国内和地区航线市场需求依然保持强劲增长。

图 1、全民航 7 月 RTK 增速国内高于国际

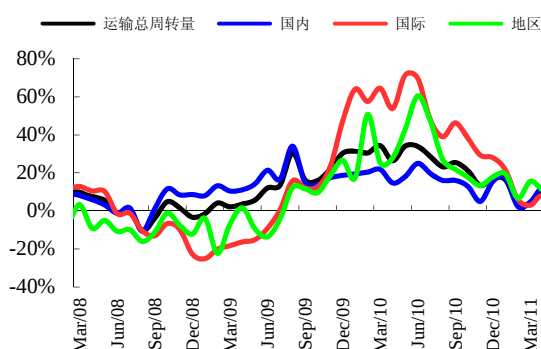
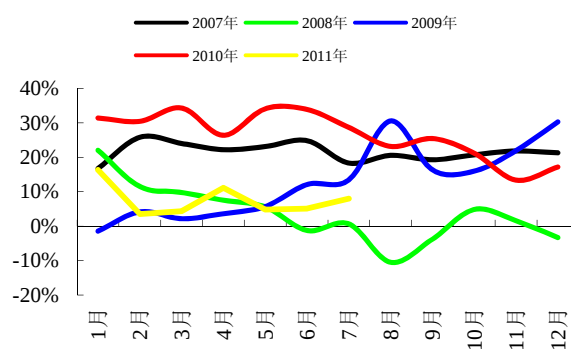


图 2、全民航 7 月 RTK 同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 7 月 RTK 同比增速国内国际基本持平

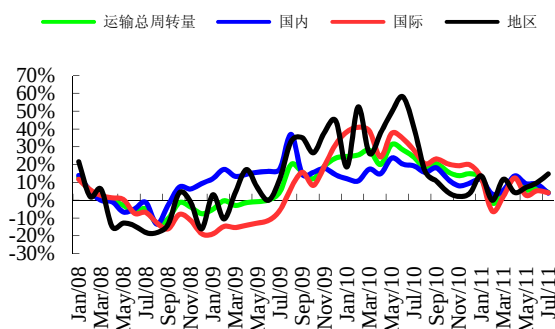
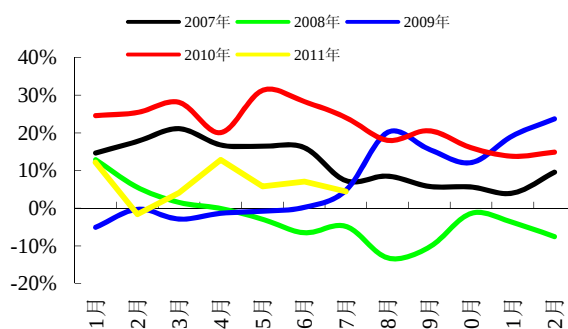


图 4、国航 7 月 RTK 同比增速平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、南航 7 月 RTK 同比增速国际高于国内

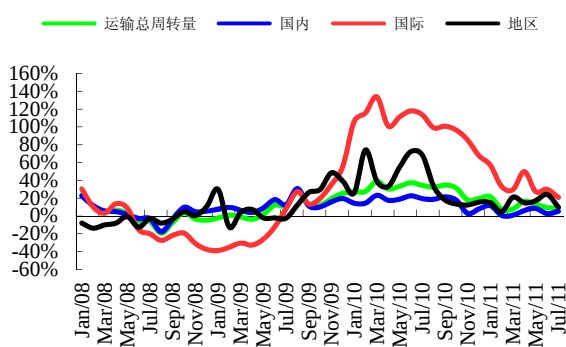
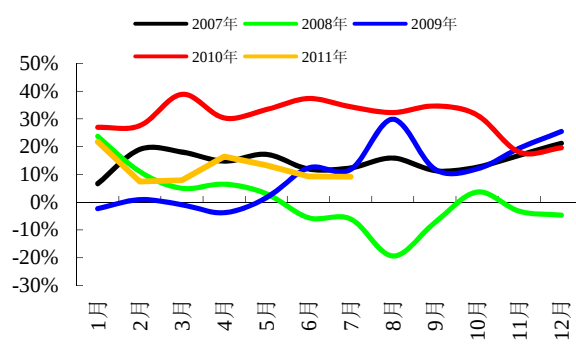


图 6、南航 7 月 RTK 同比增速略平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航 7 月 RTK 同比增速国际高于国内

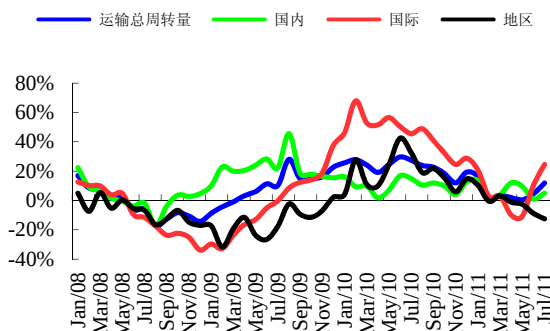
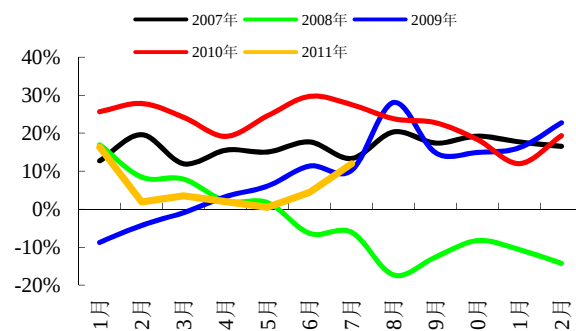


图 8、东航 7 月 RTK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客周转量：同比增速小幅上升

图 9、全民航 7 月 RPK 同比增速小幅上升

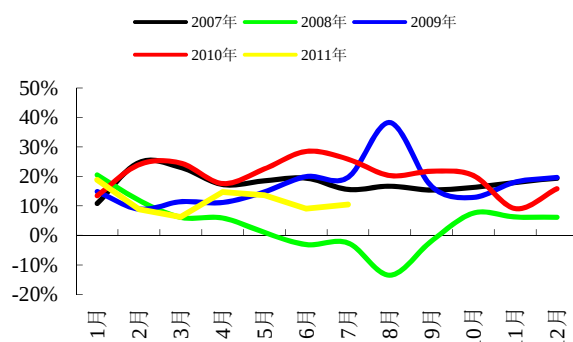
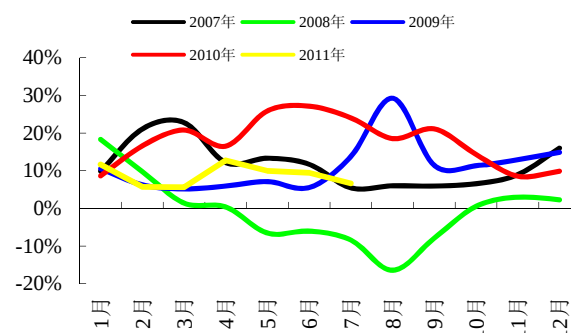


图 10、国航 7 月 RPK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、南航 7 月 RPK 同比增速上升

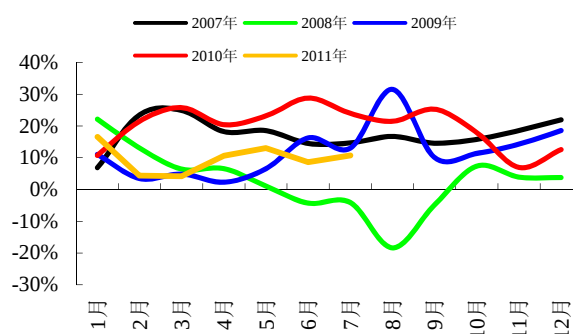
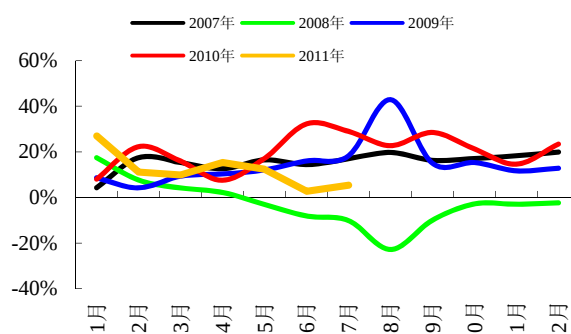


图 12、东航 7 月 RPK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮周转量：RFTK 同比增速小幅回升

图 13、全民航 7 月 RFTK 同比增速回升

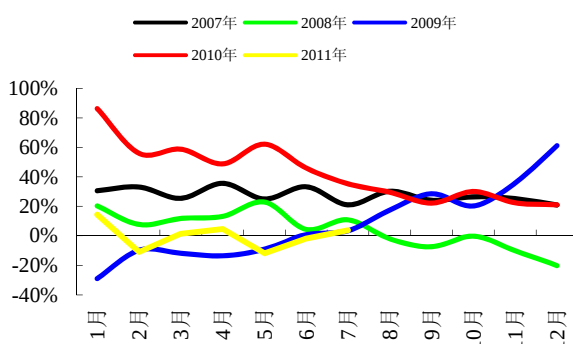
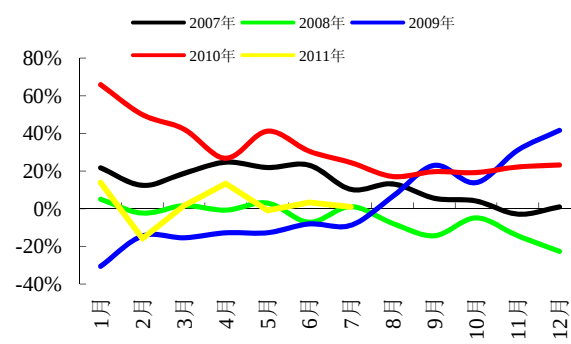


图 14、国航 7 月 RFTK 同比增速小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、南航 7 月 RFTK 同比增速下降

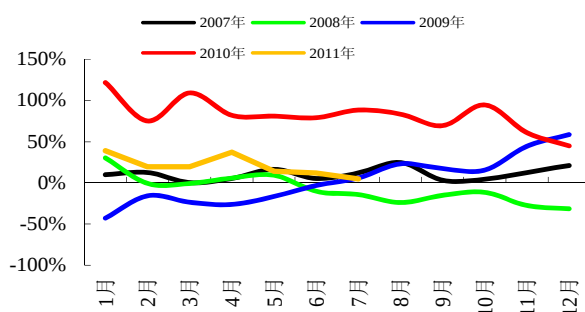
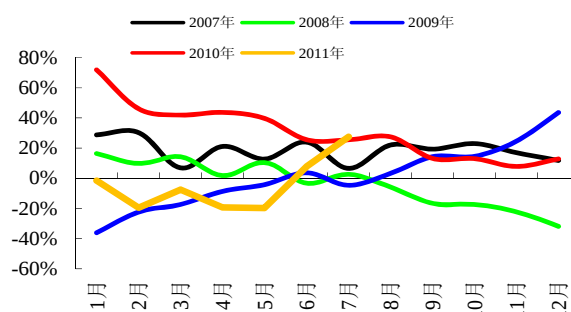


图 16、东航 7 月 RFTK 同比增速大幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客运输量：增速同比回升，环比大幅增长

2011 年 7 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 2732.0、2537、195、70.3 万人次，同比增长 7.3%、7.0%、10.6%和 9.3%，环比增长 17.5%、17.5%、17.7%、21%。旅客同比增速回升，环比大幅增长。其中国际航线增速回升较快。

1~7 月合计综合、国内(含地区)、国际和地区旅客运输量分别为 16693.7、15513.1、1180.6 和 431.7 万人次，同比增长 9.4%、10.0%、7.9%和 14.2%。

图 17、全民航 7 月客流同比增速国际高于国内

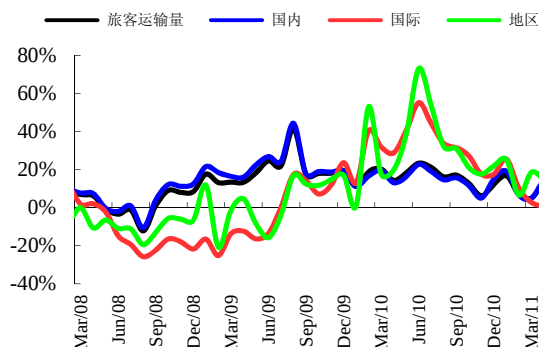
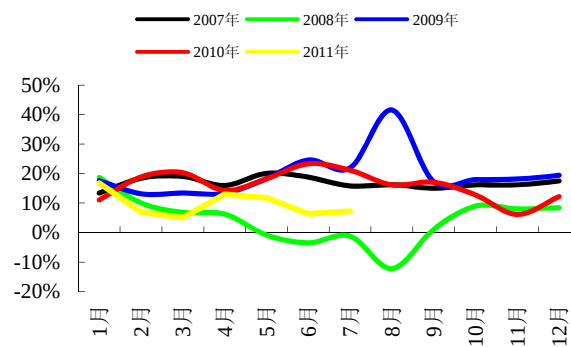


图 18、全民航 7 月客流量同比小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 19、国航 7 月客流同比增速地区高于国际国内

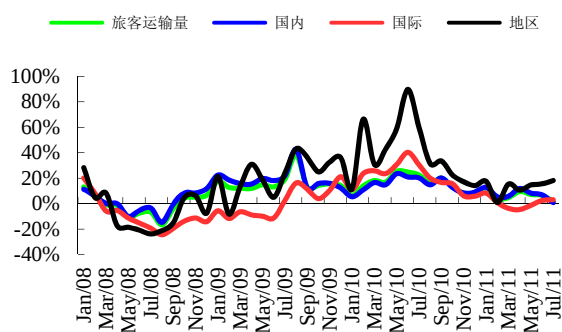
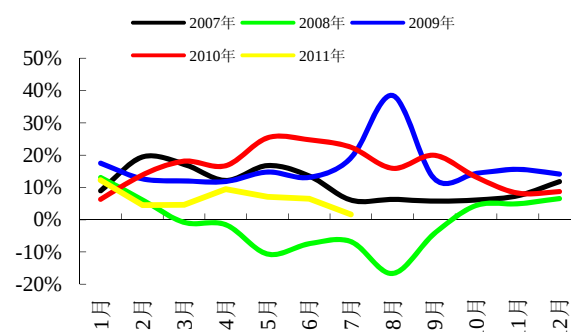


图 20、国航 7 月客流量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 21、南航 7 月客流同比增速国际高于国内

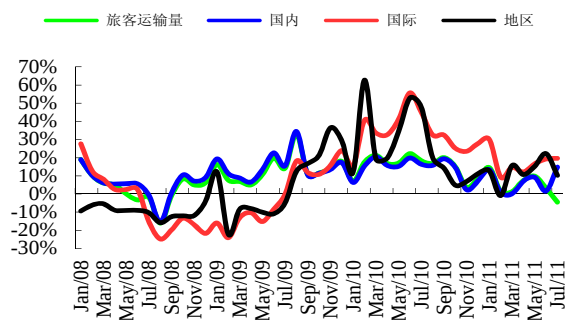
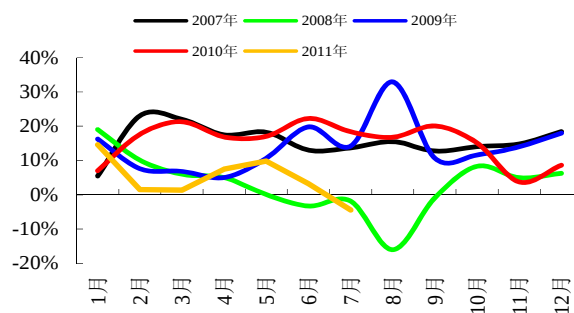


图 22、南航 7 月客流量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 23、东航 7 月客流同比增速国际高于国内

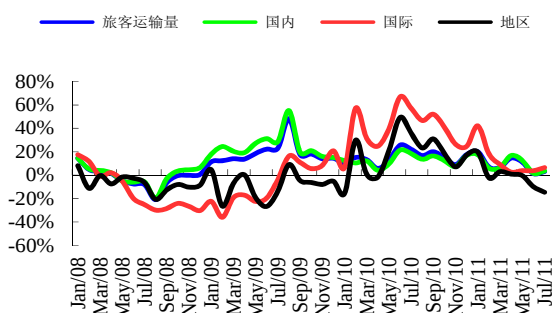
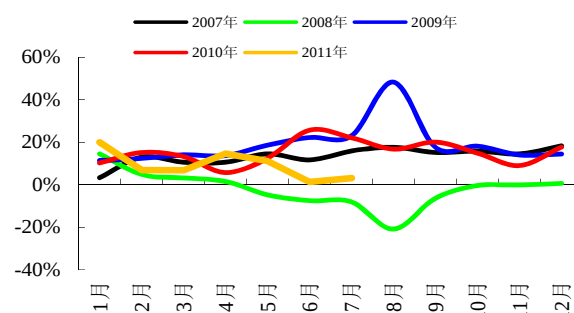


图 24、东航 7 月客流量同比增速小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮运输量：国际货运表现依然疲软

2011 年 7 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 45.3、29.8、15.5 和 2.0 万吨，环比增长 4.1%、2.4%、7.6% 和 8.4%，同比上升 0.8%、3.5%、-3.9% 和 1.7%，其中国际航线货邮运输量同比小幅下滑。

1~7 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区货邮运输量分别为 311、208.5、102.7 和 12.4 万吨，同比增长-0.1%、1.8%、-3.8% 和 2.4%。上半年由于国际经济表现不佳，我国航空货运市场表现较为疲软，增速较低。

图 25、中国 7 月外贸出口增速基本持平

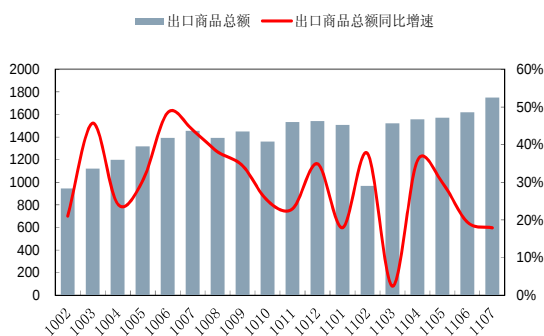
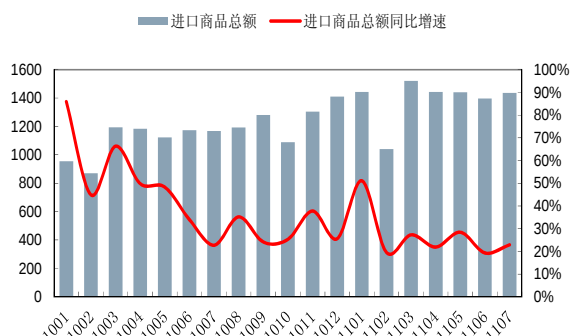


图 26、中国 7 月外贸进口增速小幅上升



数据来源：海关、兴业证券研究所

图 27、全民航 7 月货量同比增速国内高于国际

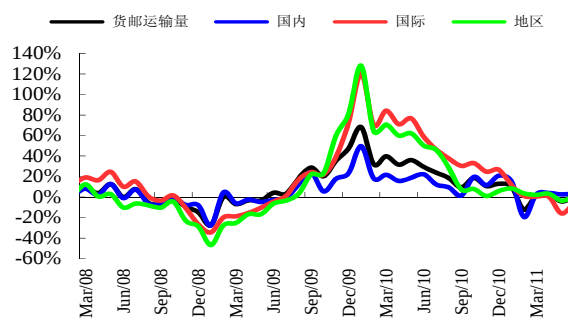
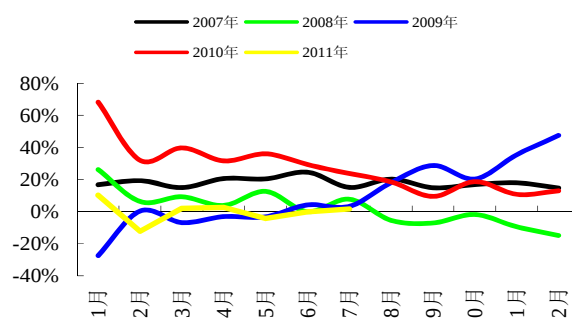


图 28、全民航 7 月货邮量同比增速小幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 29、国航 7 月货邮同比增速国内高于国际

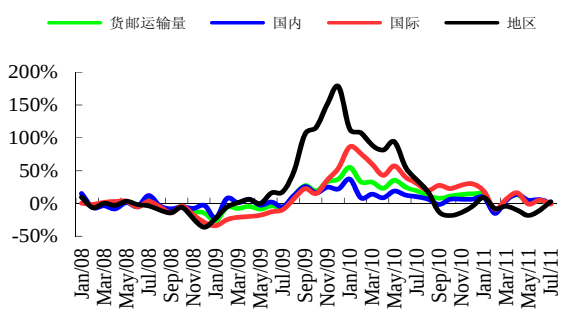
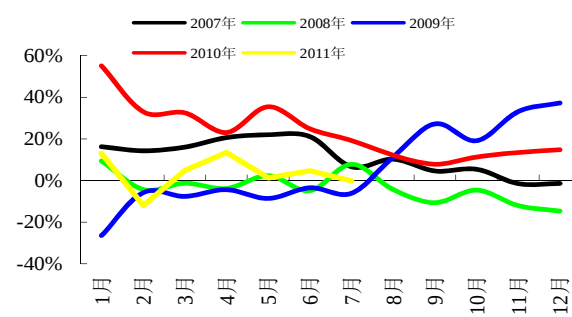


图 30、国航 7 月货邮量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 31、南航 7 月国际货邮同比增速国际高于国内

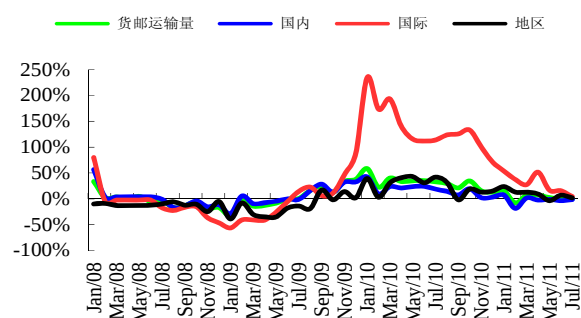
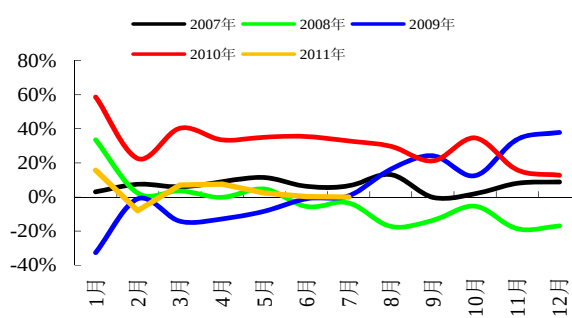


图 32、南航 7 月货邮量同比增速小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 33、东航 7 月地区货邮同比增速国际高于国内

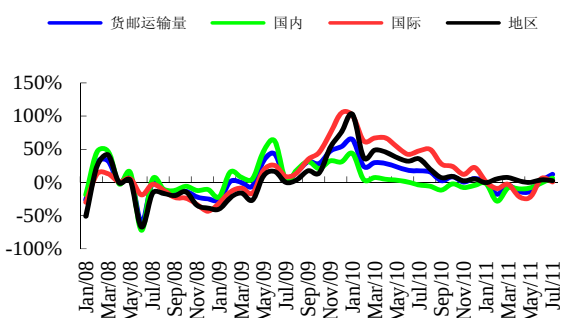
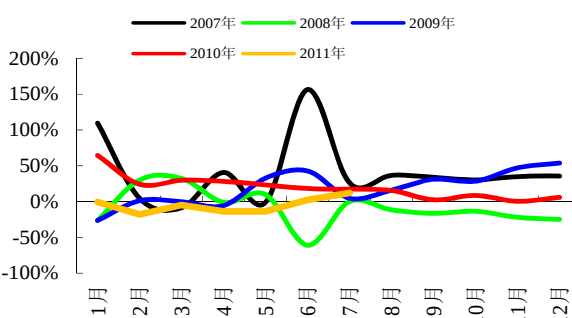


图 34、东航 7 月货邮量同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运力供给：飞机增速处持续降低，运力供给严格受控

飞机同比增速处历史底部，飞机利用率提升

2011 年 7 月底我国民航运输飞机 1679 架，同比和环比分别增长 10.5% 和 1.3%。飞机日利用率 9.6 小时，同比减少 0.2 小时，环比增加 0.7 小时。ATK69.25 亿吨公里，同比增长 5.4%，环比增加 11.1%，供座数 3192 万个，同比增长 4.7%，环比增加 12.3%。

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，目前增速已降至 2009 年时的水平。为了应对暑期旺季市场需求的激增，飞机日利用率大幅增加 0.7 个小时，但环比提升幅度与往年基本持平。总体来看三季度需求增长速度依然快于供给增长速度，市场依旧呈现供不应求的态势，运力供给受控将有利于维持和提升行业景气水平，客座率和票价水平有望继续提升。

图 35、7 月底全民航运输飞机 1679 架

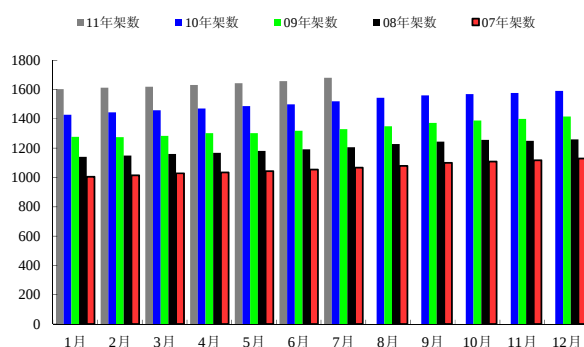
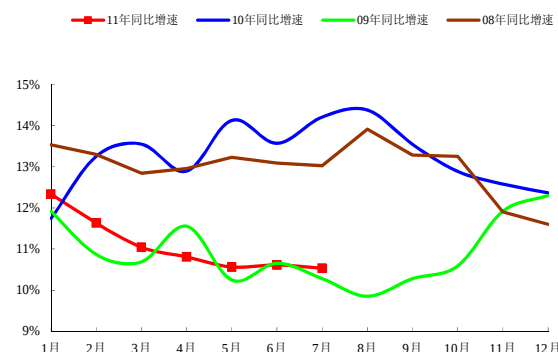


图 36、全民航 7 月飞机引进速度持续回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 37、全民航 7 月飞机日利用率 9.6 小时

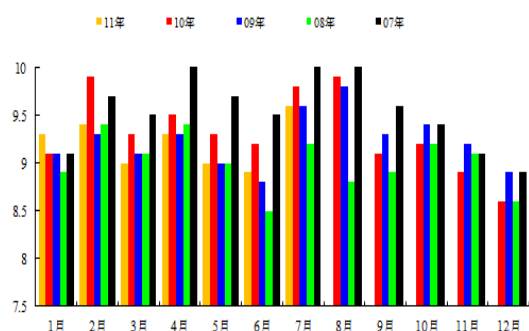
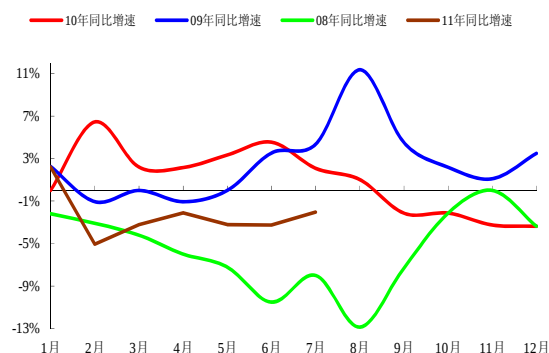


图 38、全民航 7 月飞机利用率同比增速小幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用吨公里：ATK 同比增速小幅上升，环比大幅增长

2011 年 7 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 69.2、45.1、24.2 和 1.7 亿吨公里，同比增长 5.4%、5.2%、5.8%和 5.9%，

环比上升 11.1%、12.6%、8.3%和 12.9%。

1~7 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区的可用吨公里（ATK）分别 448.9、293.3、158.6 和 11.4 亿吨公里，同比增长 6.2%、5.9%、7.1%和 11.2%。

图 39、全民航 7 月 ATK 69.2 亿吨公里

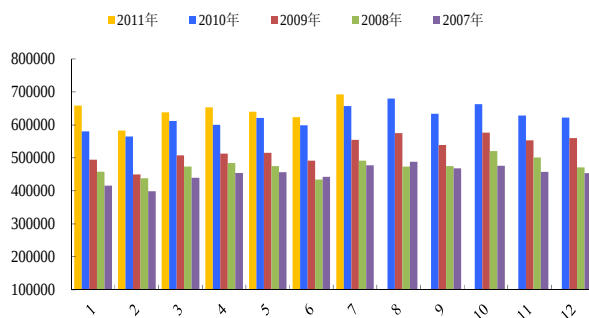
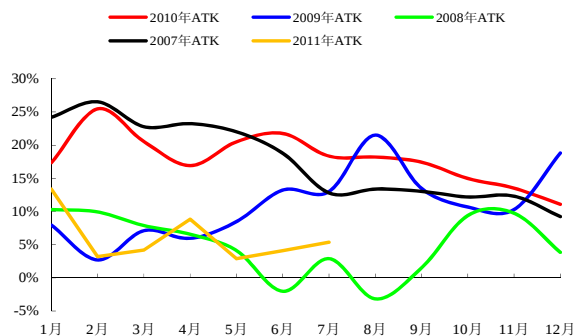


图 40、全民航 7 月 ATK 同比增速处历史低位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 41、全民航 7 月 ATK 同比增速国内高于国际

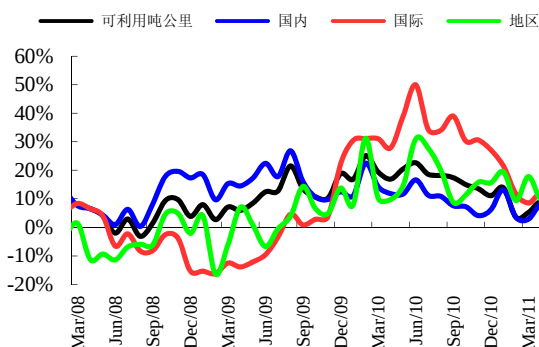
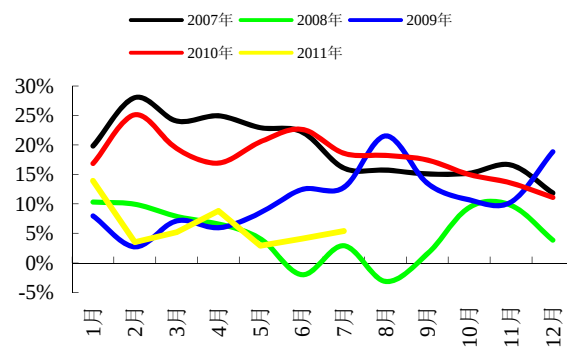


图 42、全民航 7 月 ATK 同比增速小幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 43、国航 7 月 ATK 同比增速国际高于国内

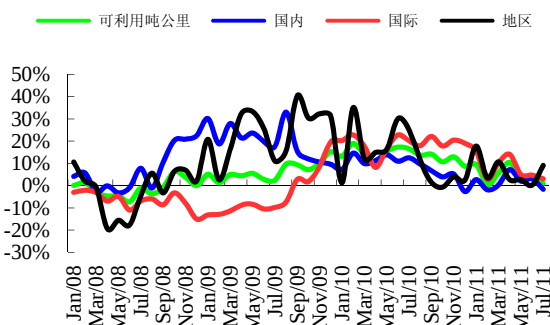
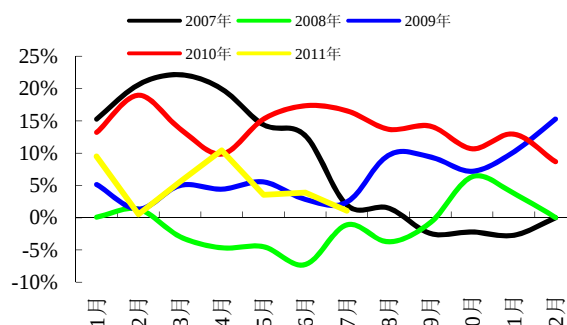


图 44、国航 7 月 ATK 同比增速小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 45、南航 7 月 ATK 同比增速国际高于国内

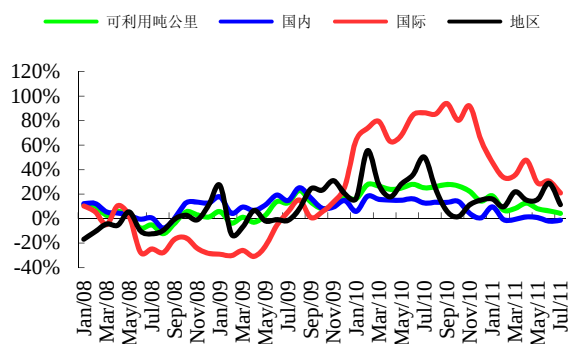
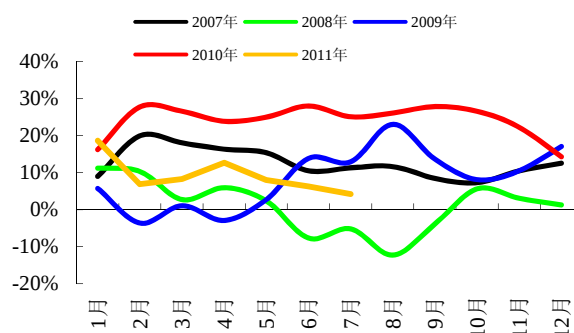


图 46、南航 7 月 ATK 同比增速小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 47、东航 7 月 ATK 同比增速国际高于国内

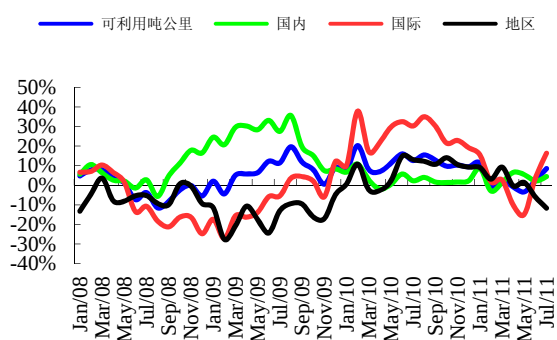
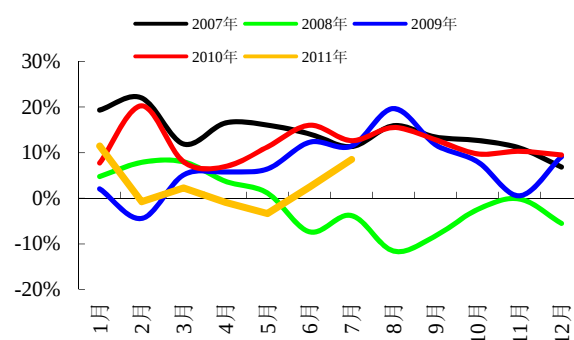


图 48、东航 7 月 ATK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用客公里：ASK 同比增速保持平稳

图 49、全民航 7 月 ASK 同比增速平稳

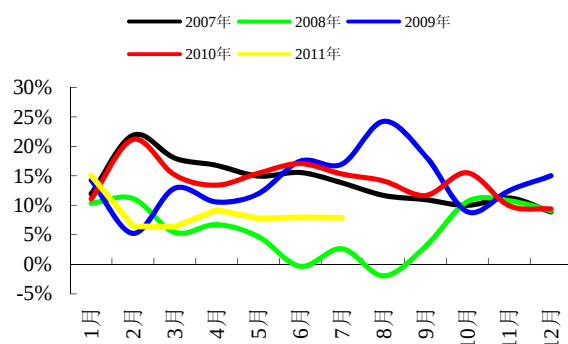
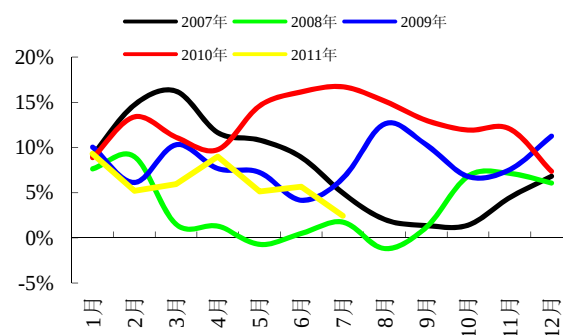


图 50、国航 7 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 51、南航 7 月 ASK 同比增速保持平稳

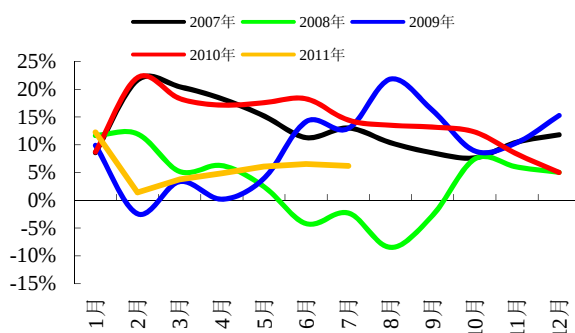
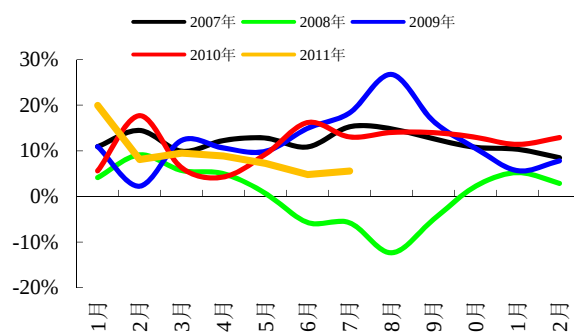


图 52、东航 7 月 ASK 同比增速小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用货邮吨公里：AFTK 同比增速回升

图 53、全民航 7 月 AFTK 同比增速回升

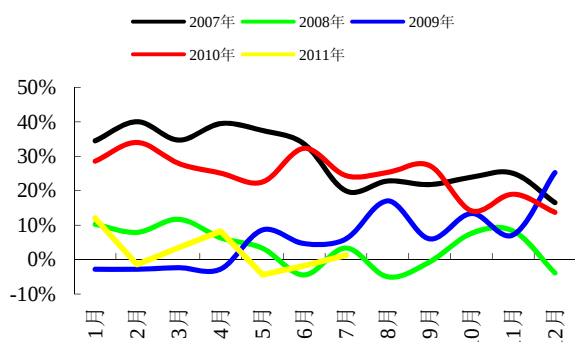
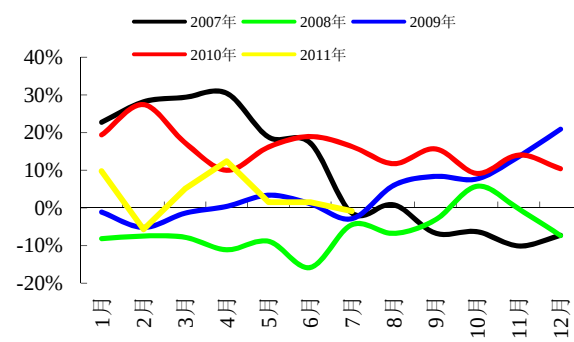


图 54、国航 7 月 AFTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 55、南航 7 月 AFTK 同比增速下降

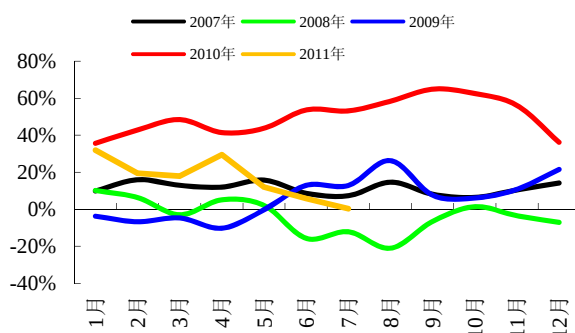
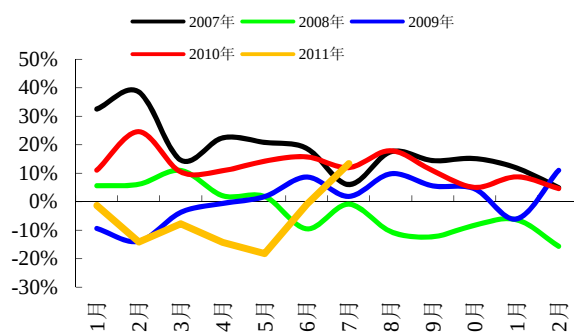


图 56、东航 7 月 AFTK 同比增速大幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效率：载运率和客座率环比大幅回升

载运率：LF 升至历史高位

7 月份客运市场维持高景气，客座率达到 85.6% 升至 7 月历史最高位，同比和环比提高 2.2、3.8 个 PT。全月综合载运率达到 74.4%，同比和环比提高 2.2、1.3 个 PT。

图 57、全民航 7 月载运率国内高于国际地区

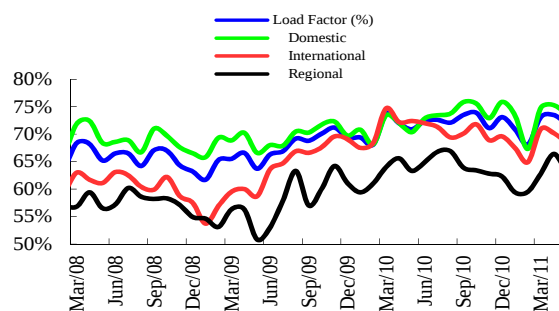
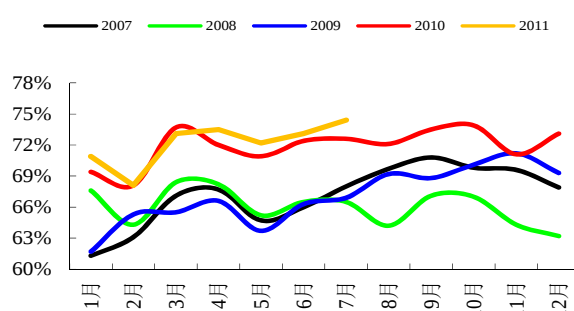


图 58、全民航 7 月载运率继续攀升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 59、国航 7 月载运率国内高于国际地区

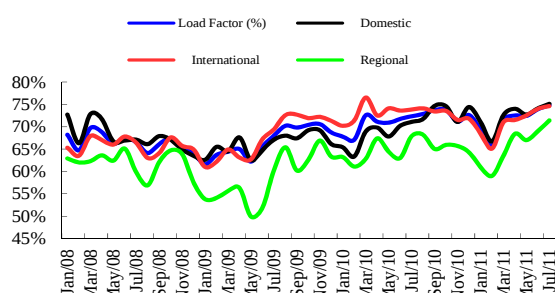
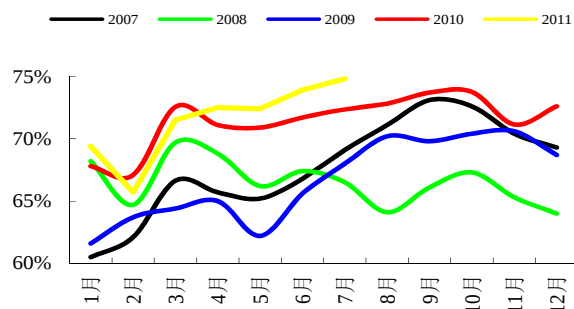


图 60、国航 7 月载运率升至历史高位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 61、南航 7 月载运率国内高于国际地区

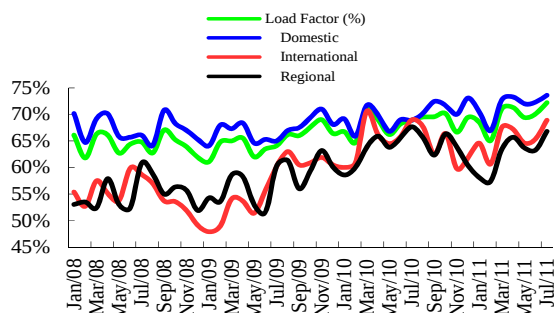
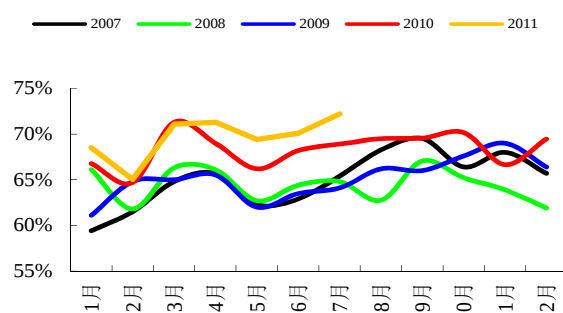


图 62、南航 7 月载运率升至历史高位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 63、东航 7 月载运率国内高于国际地区

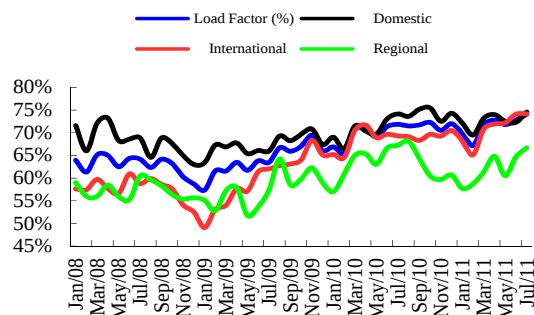
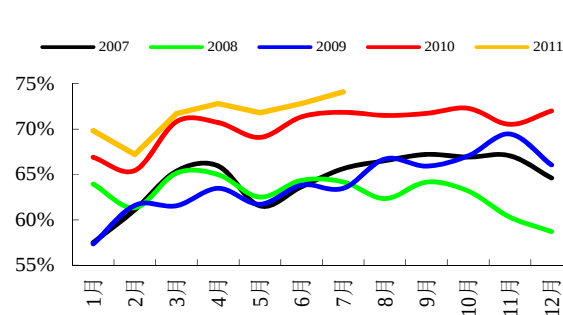


图 64、东航 7 月载运率升至历史高位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

客座率：国际航线 PLF 环比明显回升

我国民航 7 月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为 85.6%、86.8%、81.0% 和 82.6%，同比上升 2.0%、2.5%、0.5% 和 1.7%，环比上升 3.8%、4.1%、2.6%、5.3%，在国内客座率维持高位的情况下，国际客座率出现明显回升。

图 65、全民航 7 月客座率国内高于国际地区

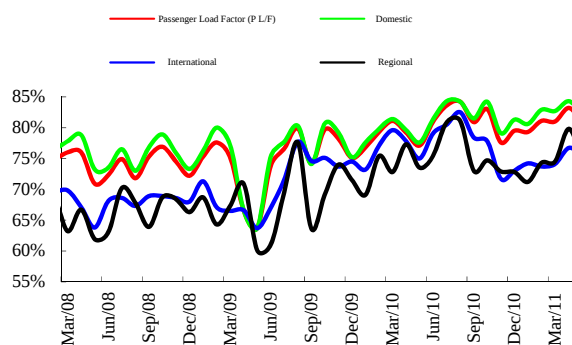
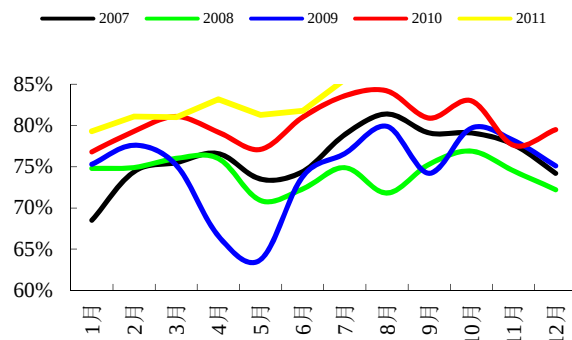


图 66、全民航 7 月客座率持续攀升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 67、国航 7 月客座率国内高于国际和地区

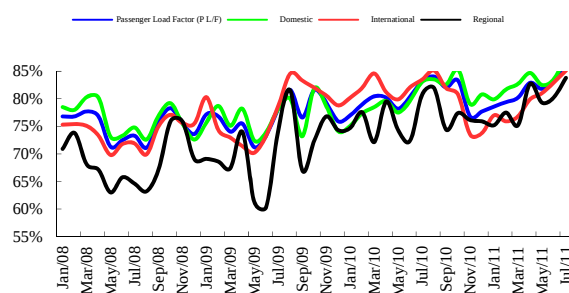
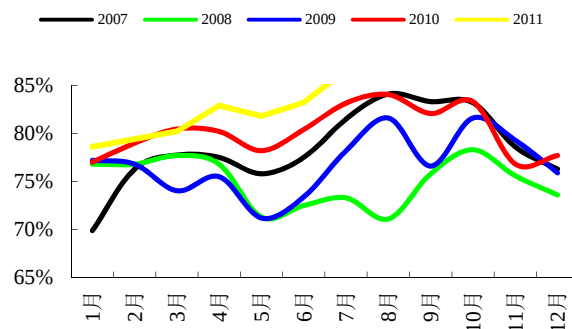


图 68、国航 7 月客座率大幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 69、南航 7 月客座率国内高于国际和地区

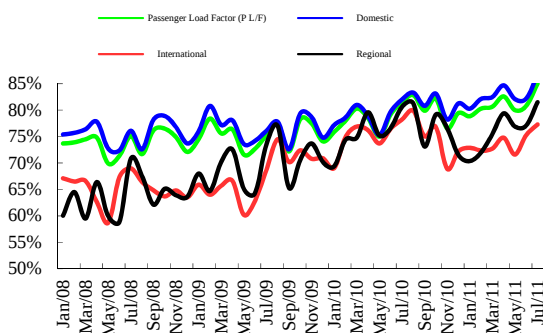
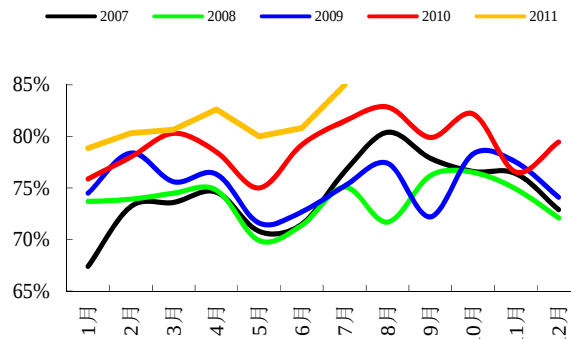


图 70、南航 7 月客座率大幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 71、东航 7 月客座率国内高于国际和地区

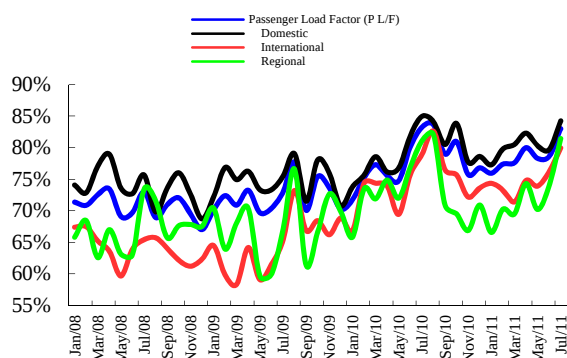
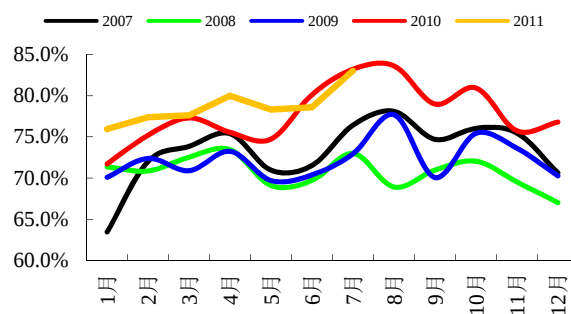


图 72、东航 7 月客座率大幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮载运率： FLF 环比回升

7 月份我国进出口增速虽然有所回升、总量维持增长态势，但由于运力供给增速大于需求增速，故货邮载运率依然小幅下滑。虽然近期欧美债务危机影响海外经济复苏的进程，但欧美各国或继续释放流动性推动经济复苏，我们依然相信欧美有能力逐渐走出债务危机的泥潭。一旦欧美经济恢复复苏，则国际货运有望重拾升势。

图 73、全民航 7 月货邮载运率环比小幅下降

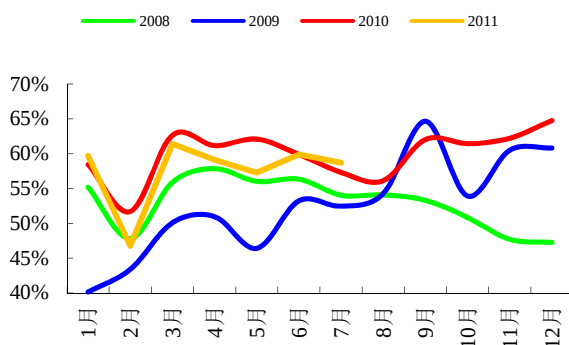
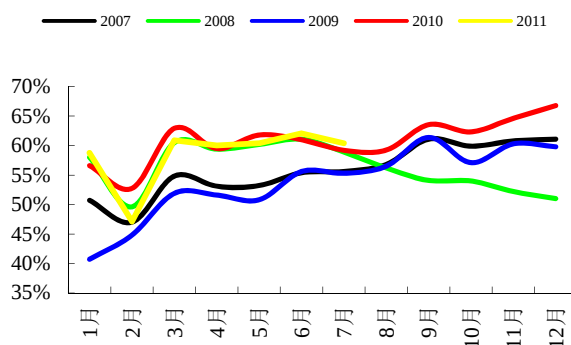


图 74、国航 7 月货邮载运率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 75、南航 7 月货邮载运率环比基本持平

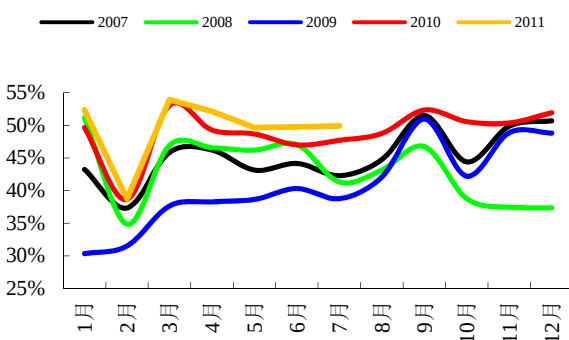
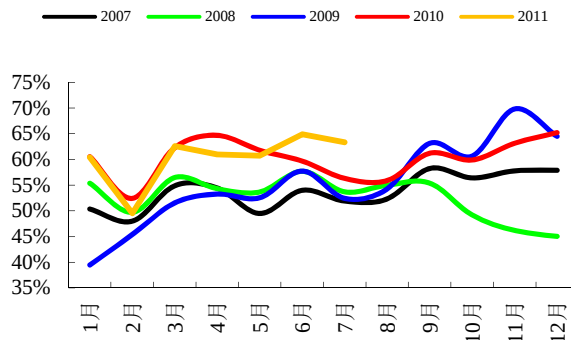


图 76、东航 7 月货邮载运率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效益：票价依然坚挺、油价不温不火

票价水平：同比提升，环比持平

预计7月我国民航客公里票价约0.75元，同比提高8.7%，吨公里收入约6.5元，同比提高8.5%，票价水平继续攀升。

图 77、国内航线票价指数

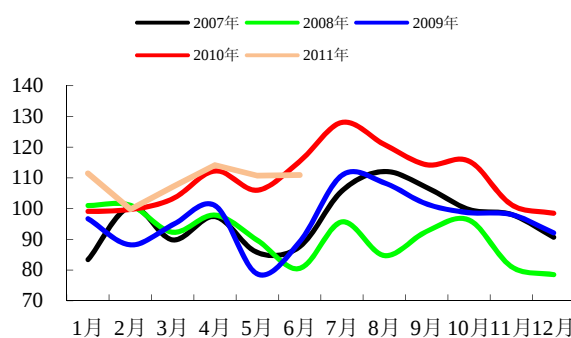
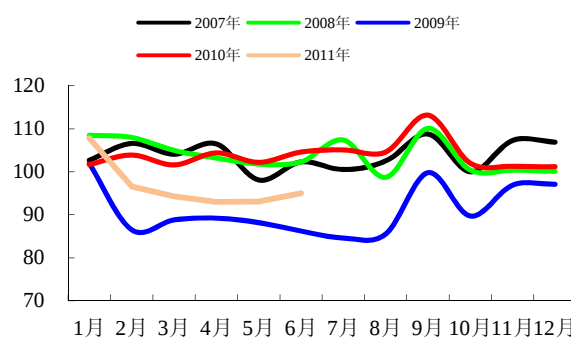


图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数



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

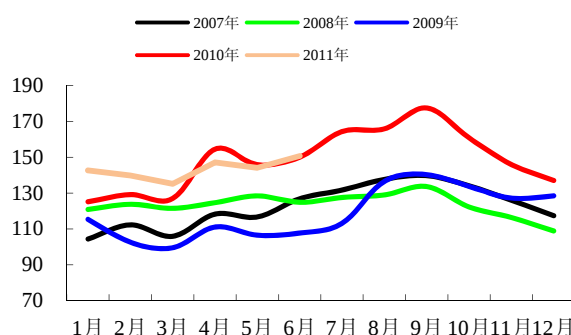
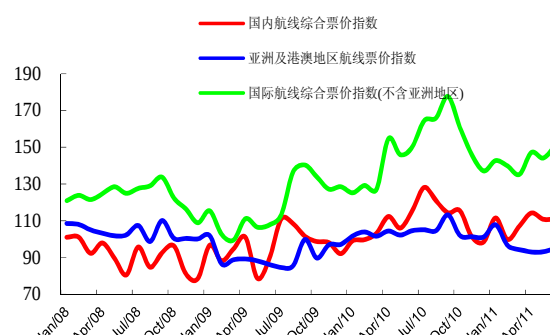


图 80、国内、亚太与国际航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 81、三大航7月票价大幅提升

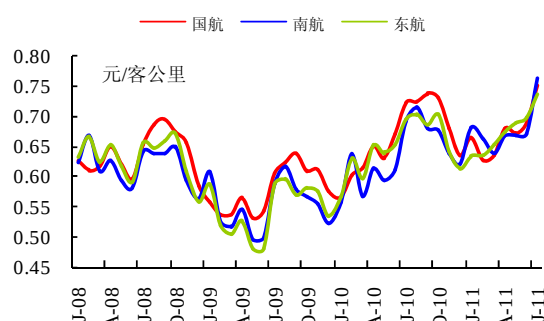
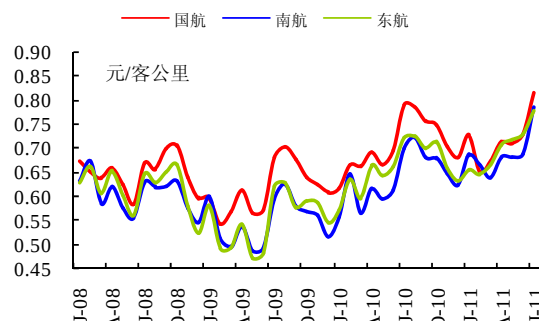


图 82、三大航7月国内票价大幅提升



数据来源：兴业证券研究所预测

图 83、三大航 7 月国际票价小幅提升

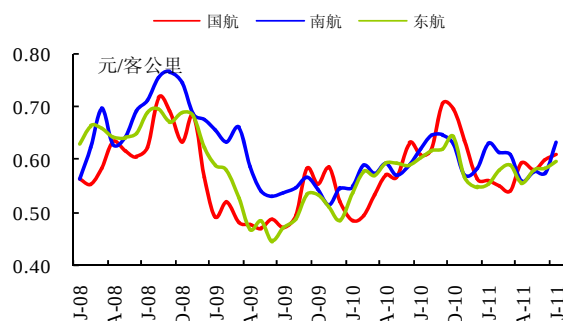
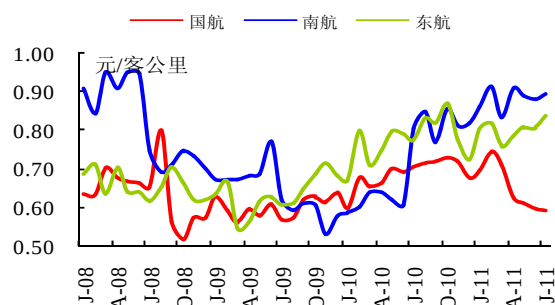


图 84、三大航 7 月地区票价基本持平



数据来源：兴业证券研究所预测

航油成本：同比继续提升，短期大幅上涨空间有限

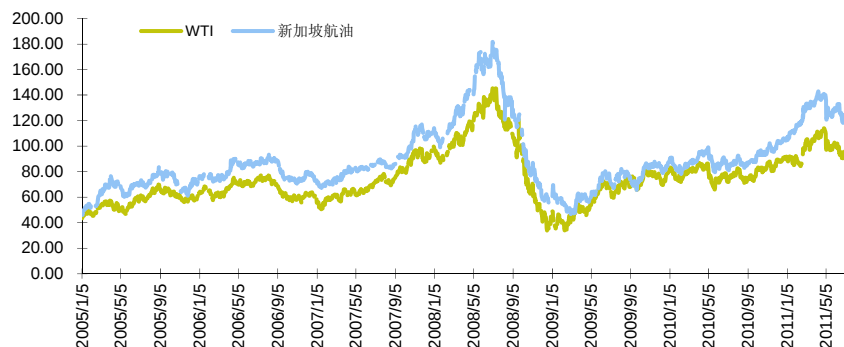
我们估算 7 月航空公司航油采购均价 7900 元，同比上升 35%，环比基本持平，高于 09 年同期（5027 元/吨）和 10 年同期（5847 元/吨）。

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。6 月 24 日，国务院降航空煤油进口关税从 6% 下调至 0%。上述事情使得以国际油价为基础的国内航油理论出厂价与实际出厂价基本非常接近，我国航油定价机制进一步接轨，基本与国际油价完全接轨。

未来国内、国际油价和燃油附加费将实现三个联动；新价格机制体现石油、航油和航空公司三方博弈；航空公司燃油套保可能重启；关税下调后，航油进口增值税也存在下调或减免可能性。近期欧美债务危机使全球经济复苏预期受到影响，国际油价近期不具备大幅上涨的动力。

从中长期看，航空煤油执行零关税对航空公司降低燃油成本形成中长期利好，有利于航空公司根据国际油价变动进行主动成本控制，提升成本透明化和管理科学化。

图 85、7 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 115 美元/桶左右波动



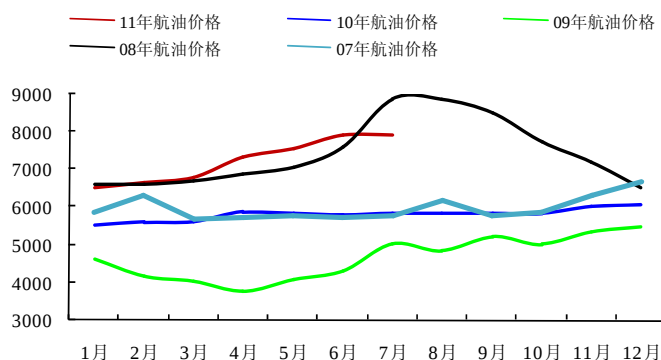
数据来源：Wind、兴业证券研究所

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
20110701			50	7700	400	8100
20110801	35	7725	50	7785	400	8185

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 86、预计 7 月航空公司航油采购均价约 7900 元/吨



数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

燃油附加费：处于历史最高位，联动机制充分有效

今年以来，燃油附加费已上调四次，目前 800 公里以上为 150 元，800 公里以下为 80 元，较去年年底的 70 元和 40 元大幅提高。国内航油价格上调的第二天燃油附加费即跟随上调，证明联动机制充分有效。国际油价、国内油价、燃油附加费三者的联动也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，燃油附加费上涨对需求的抑制作用较小。

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
20110701	80	140	124.35	7664	7640
20110801	80	150	133.85	8192	7768

注：7 月 1 日起我国下调航空煤油进口关税，由 6% 下调至 0%

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

汇率：人民币兑美元加速升值

今年以来人民币持续升值，截至 8 月底人民币兑美元已升值 3.17%，且升值呈现加速趋势。欧美国家凯恩斯式救助碰到天花板，宽货币的“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力，再平衡是全球唯一的选项。多因素的“连推带拉”致使人民币长期面临“被走强”压力：（1）发达国家宽货币致使我国输入性通胀压力持续存在；（2）内生发展动力较强，中国对全球资金的相对吸引力上升；（3）中国产品可替代性低，贸易顺差难以迅速回落，致使发达国家和新兴经济体要求人民币升值的压力持续高企。

人民币升值有利于提升国民出境游需求和航空公司汇兑收益，从而为今年各航空公司的盈利锦上添花。

图 87、7 月人民币兑美元汇率升值 0.53%

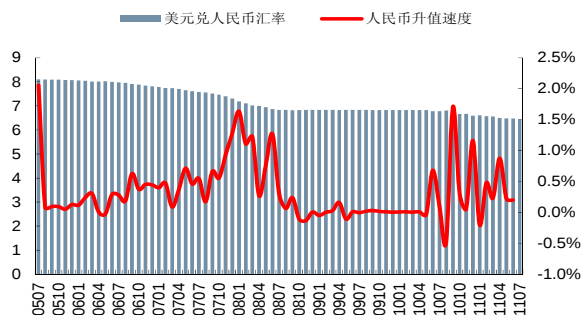
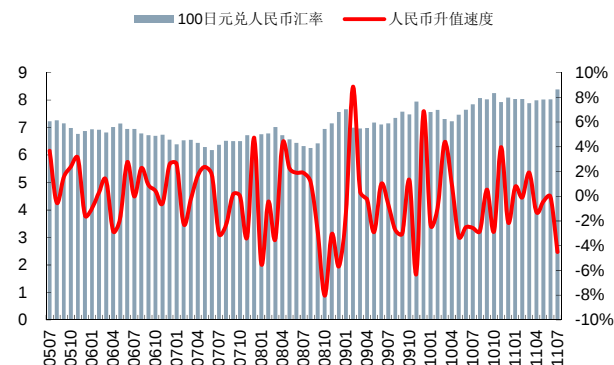


图 88、7 月人民币兑日元贬值 4.5%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 89、7 月末一年期 NDF 与比即期汇率升值 1.63%



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

主业利润：国内市场高度景气，主业盈利大幅增长

预计 7 月航空业收入 350 亿元，同比增长 19%，环比增长 24%；利润 57 亿元，同比下降 2%，环比增长 180%；毛利率 26%，同比下降 3 个 PT，环比提升 7 个 PT。

南方航空：国内景气和规模经济实现业绩向上弹性

公司上半年收入 424.14 亿元，归属股东净利润 27.55 亿元，同比增长 22.3% 和 32.7%，合每股 EPS 0.28 元。

供需失衡导致国内市场高度景气，主营利润大幅增长；规模经济带来业绩向上弹性；枢纽建设持续加强，国际化转型稳步推进；票价提升和燃油附加覆盖油价上涨，毛利率同比略有提升；人民币升值趋势有望加速。

未来展望与盈利预测：国内市场持续景气、国际市场见底趋稳、油价和升值朝着有利方向演绎，我们认为下半年公司业绩会再上一个台阶，上调 2011~13 年 EPS 为 0.71、0.70、0.76 元（原预测 EPS 为 0.70、0.68、0.75 元），给予 15X PE，估值 10.65 元，维持强烈推荐评级。

中国国航：国内景气，国际疲软，中期业绩小幅下滑

公司上半年收入 451.3 亿元，归属股东净利润 40.63 亿元，同比增长 31.5% 和 -13.4%，合每股 EPS 0.33 元。

国内景气，但国际疲软拖累公司业绩增长；货运市场需求放缓，经营效率下滑；机队结构不断优化，资源整合凸显战略眼光。

未来展望与盈利预测：虽然近期欧美债务危机影响海外经济复苏的进程，但欧美各国或继续释放流动性推动经济复苏，我们依然相信欧美有能力逐渐走出债务危机的泥潭，国际航线有望见底趋稳，逐步回升。国航的国际航线比重较大，一旦

国际市场好转，国航的业绩有望一扫阴霾，重拾升势。我们预测国航 11~13 年 EPS 为 1.11、1.26、1.44 元，维持推荐评级

海南航空：布局海南谋划全球，未来增长稳定可期

公司上半年收入 115.63 亿元，归属股东净利润 6.7 亿元，同比增长 19.6% 和 20.2%，合每股 EPS 0.16 元。

运力增长受限，无碍收入稳步增长；国际战略积极推进，宽体机占比增加；二三线市场需求快速增长，公司国内客座率持续上升。

未来展望与盈利预测：海航航线网络特点使其受高铁影响较小；二三线市场需求快速增长和海南“离岛免税”政策增添海航发展新动力；商业地产位置上佳，未来可分享地产收益和升值空间；大股东旗下航空资产注入有望延续；公司债和非公开发行有利于增强公司资金实力。假设公司 2012 年初完成增发，我们预测 2011~2013 年 EPS 为 0.80、0.70、0.81，给予 12X PE，估值 9.60 元，维持推荐评级

东方航空：高铁冲击低于预期，整合效应逐渐显现

公司上半年收入 363.53 亿元，归属股东净利润 24.52 亿元，同比增长 18.06% 和 26.11%，合 EPS 0.22 元。

合理调配运力，确保客运收入稳定增长；整合效应逐渐显现；正式入盟，国际竞争力有望进一步提升。

未来展望与盈利预测：行业方面，国内场景气、高铁竞争压力暂时减轻、国际油价回落、人民币升值加速；公司方面，枢纽战略持续推进、整合后的协同效应日益显现、正式入盟有望进一步提升国际航线竞争力；公司有望继续引进战略投资者，持续降低资产负债率——在这些利好因素的作用下，我们预计东航 2011 年业绩较 2010 年仍有望小幅提升，预测 2011~2013 年 EPS 为 0.50、0.49、0.54 元，给予 12X PE，估值 6.00 元，维持推荐评级

机场业：国内航空市场景气拉动业务快速增长

在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。在通货膨胀高企的情况下，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。

上海机场：商业价值日益凸显，消费属性日渐增强

航空业务平稳增长

7 月份上海机场旅客吞吐 390 万人次，飞机起降 3.08 万架次，货邮吞吐 27 万吨，同比分别增长-0.3%、4.1%、-0.9%。

上半年公司完成旅客吞吐 1979.83 万人次、飞机起降 16.75 万架次、货邮吞吐 153.12 万吨，同比增长 4.14%、5.99%、-2.88%。实现航空及相关收入 11.5 亿元，比增 11.7%。在日本地震和缺少世博会的情况下，公司航空业务较去年同期仍取得了平稳增长，显示了国内市场的强劲需求和枢纽机场的集聚能力。

公司上半年收入 21.74 亿元，归属股东净利润 7.23 亿元，同比增长 13.17%和 31.36%，合 EPS 0.38 元。业绩的强劲增长超越市场预期。

商业经营快速发展，收入结构持续改善

得益于居民消费水平的提高、机场商业经营结构的调整、商业收入斜率的爬升，上半年公司商业餐饮租赁收入 5.77 亿元，同比增长 28.3%，占总收入比重达 26.52%，较去年增加 3.14 个 PT。

航油投资收益锦上添花

上半年由于国际油价持续上涨，浦东航油公司盈利水平大幅提升，贡献投资收益 1.98 亿元，同比增长 42%，占公司净利润的 27.34%，较去年提高 3.75 个 PT。鉴于近期欧美债务危机影响海外经济复苏预期，国际油价难以出现上半年的持续上升态势，下半年浦东航油公司投资收益将更多的依靠量的增长和国际航线比重的提升。

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。

盈利预测与估值

我们预测 2011~13 年 EPS 为 0.80、0.94、1.12 元，对应 PE 分别为 15.6、13.3、11.2 倍，给予 20X PE，估值 16 元，维持“强烈推荐”评级

图 90、7 月上海两场旅客同比增速高于货邮

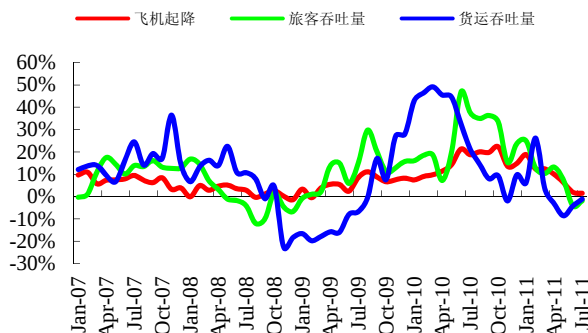
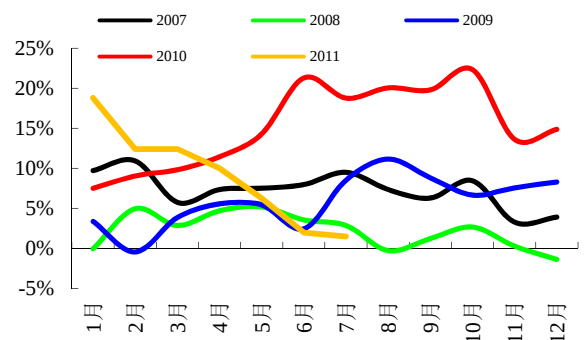


图 91、7 月上海两场起降同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 92、7 月上海两场旅客吞吐同比增速下降

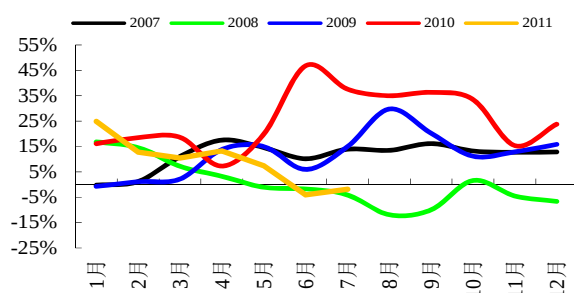
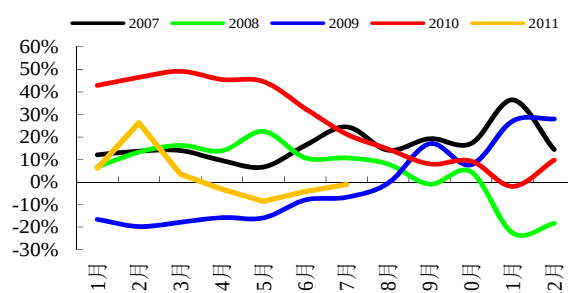


图 93、7 月上海两场货邮同比增速小幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 94、7 月浦东机场同比增速客降货增

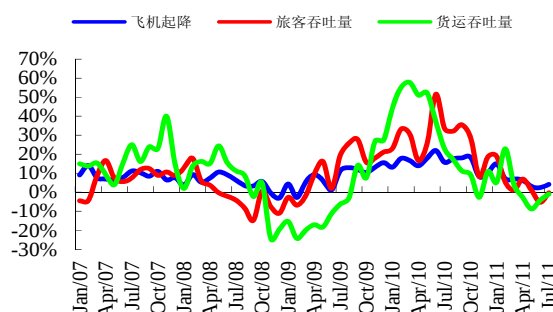
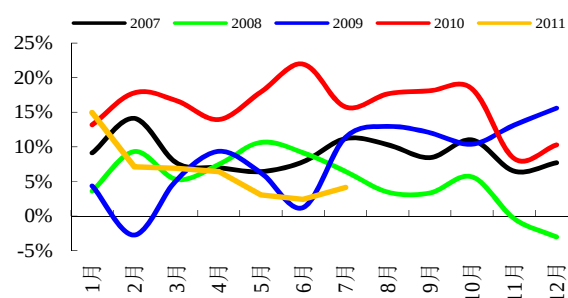


图 95、7 月浦东机场起降同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 96、7 月浦东机场客流量同比增速上升

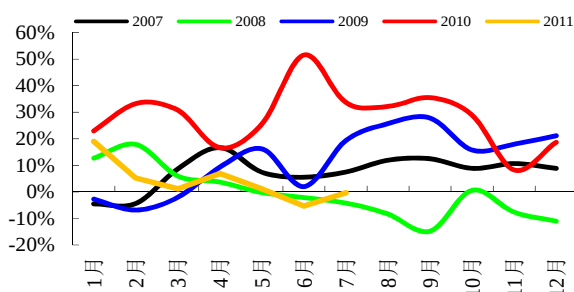
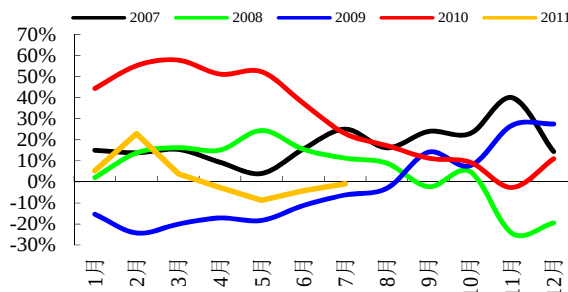


图 97、7 月浦东机场货流量同比增速回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 98、7 月虹桥机场同比增速客降货增

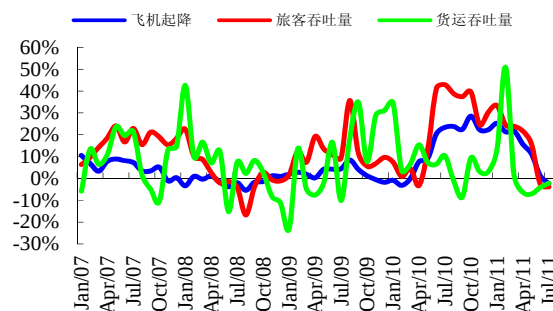
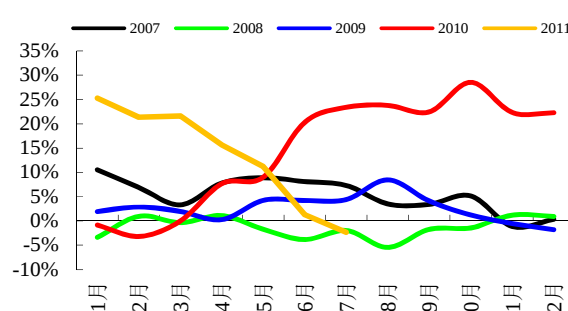


图 99、7 月虹桥机场起降同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 100、7 月虹桥客流量同比增速下降

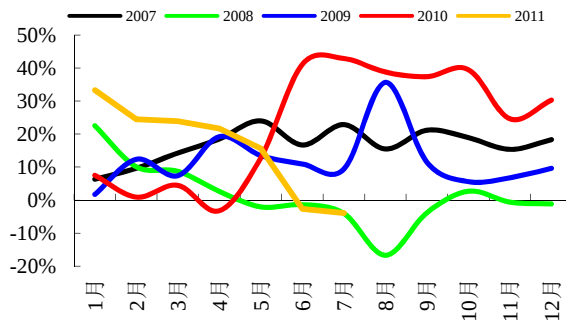
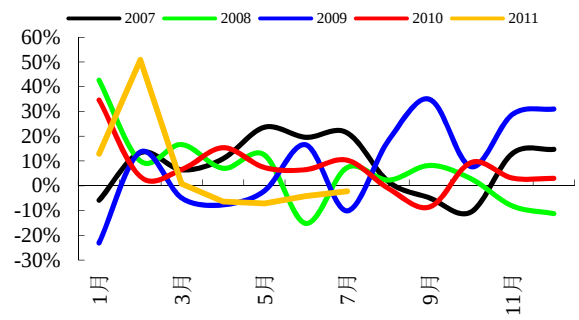


图 101、7 月虹桥机场货流量同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

厦门空港：业务强劲增长，盈利符合预期

受益海西经济发展和航班换季后时刻资源有所释放，公司业务强劲增长

7 月厦门空港旅客吞吐 146.24 万人次，同比增长 24.5%。飞机起降 1.17 万架次，同比增长 17.4%。货邮吞吐 2.02 万吨，同比增长 1.2%。客运增速增长强劲。

上半年公司完成飞机起降 6.44 万架次、旅客吞吐 747.1 万人次、货邮吞吐 12.51 万吨，同比增长 14.0%、17.6% 和 6.5%，均好于行业平均水平。

公司上半年收入 4.69 亿，归属股东净利润 1.51 亿，同比增长 18.44% 和 13.04%，合每股 EPS 0.51 元，基本符合我们的预期。

积极开辟国际航线，航线网络不断完善

3 月份公司开通阿姆斯特丹航线，洲际航线领域取得突破。在全行业国际航线增速放缓的情况下，公司上半年国际航线旅客吞吐量达 94.2 万人次，比增 12.3%，大幅超越行业 7.4% 的增速水平。

公司管理优秀，费用控制严格

管理费用占总营业成本比例由去年的 13.2% 降至今年上半年的 11.7%。受通胀及人力成本上升影响，毛利率略有下滑。上半年公司毛利率为 55.1%，较去年同期下降 1.9 个百分点。

未来看点

①两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；②空域时刻瓶颈逐渐释放可以部分解决产能短板；③旅客配套服务楼和地下停车场的建设将提高运营潜力；④2012 年公司商业地块将进行新一轮全面招标，加上配套服务楼的启用，商业餐饮租赁收入会出现爆发性增长。

盈利预测与估值

我们预测公司 2011~13 年 EPS 为 1.12、1.17、1.37 元，给予 15X PE，估值 16.8

元，维持推荐评级。

图 102、7 月厦门空港起降同比增速上升

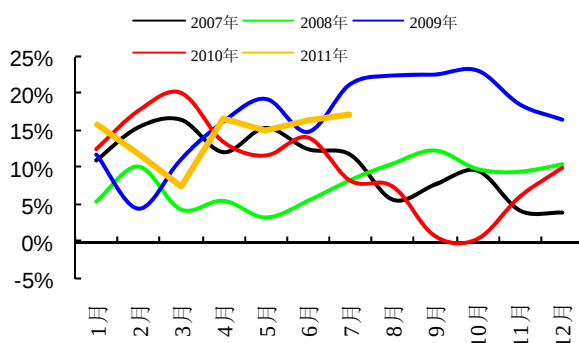
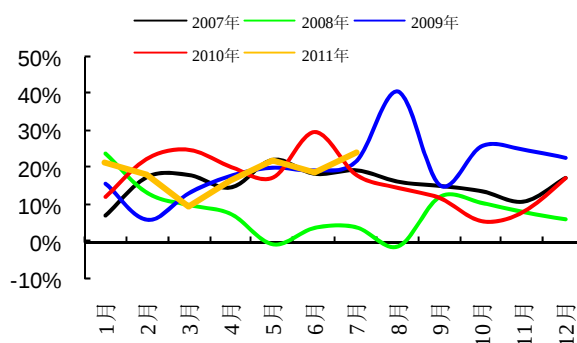


图 103、7 月厦门空港客流量同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 104、7 月厦门空港货流量同比增速趋缓

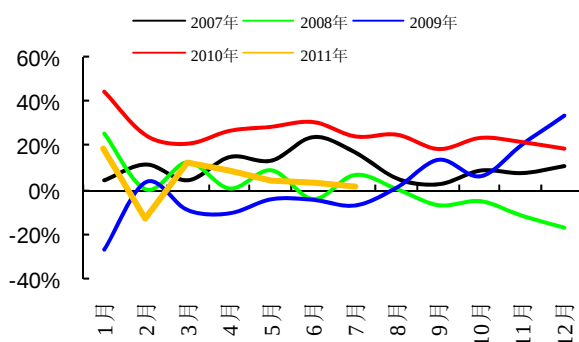
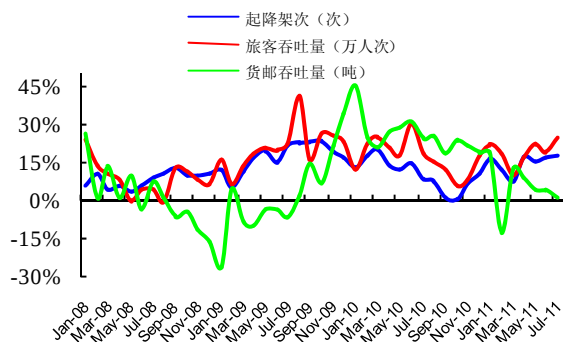


图 105、7 月厦门空港同比增速客运大于货运



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

深圳机场：人力成本增加致半年报利润略低于去年同期

业务平稳增长，依然带有亮点

虽然公司二跑道已经启用，但陆侧瓶颈依然存在，时刻资源受限使得公司业务小幅平稳增长。7 月份深圳机场旅客吞吐 245.06 万人次，同比增长 5.0%。飞机起降 1.89 万架次，同比上升 1.7%。货邮吞吐 7.1 万吨，同比增长 4.7%。上半年旅客、货邮、飞机起降小幅增长 5.13%、5.19%、2.21%。

按照深圳新规，公司从 2010 年 12 月 20 日起为员工缴存住房公积金使得职工薪酬支出同比增长 6500 万（YoY 34%），营业成本的增加导致利润增幅小幅收入增幅。上半年公司收入 10.03 亿、归属母公司净利润 4.57 亿，同比增长 8.42%、-3.98%，合每股 EPS 0.21 元，符合我们预期。

平稳中依然带有亮点：加强主业拓展、完善航线网络；支持核心货运客户的战略实施，完善货运业务平台功能，货运增长领先珠三角其他机场。

盈利预测与估值

今年 8 月份即将举办大运会，公司提升安检水平从而带来额外成本，该赛事未必给公司带来正收益。2012 年底扩建工程的启用会带来额外新增的开办费用，2013 年扩建工程折旧和财务费用增大成本，我们估计公司 2011~2012 年业绩难以大幅提升，2013 年业绩降至谷底，2014 年起产能利用率和业绩将进入爬升阶段。我们预测公司 2011~2013 年 EPS 为 0.42、0.47、0.32 元，维持中性评级。未来关注港深机场股权合作的可能性，以及非航收入的快速增长

图 106、7 月深圳机场起降同比增速平稳

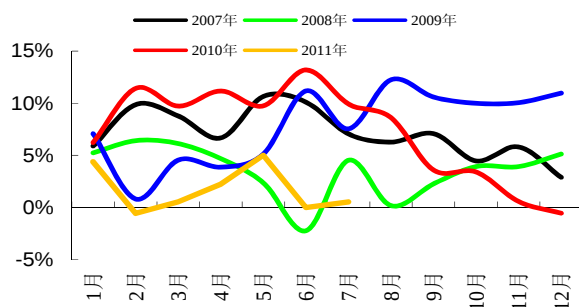
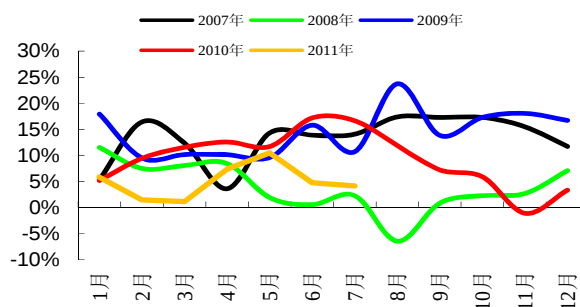


图 107、7 月深圳机场客流量同比增下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 108、7 月深圳机场货流同比增速微升

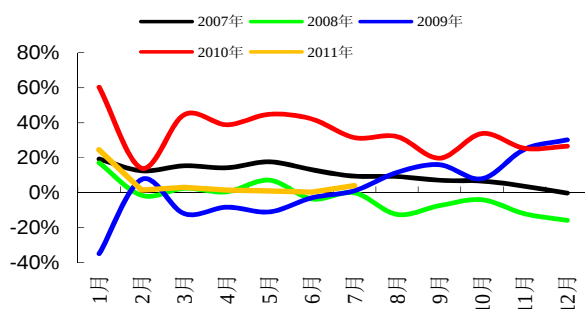
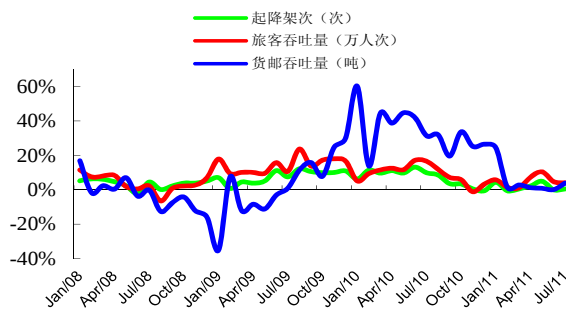


图 109、7 月深圳机场客货增速处于低位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

白云机场：业绩稳定增长，枢纽持续推进

旅客需求保持较快增长

7 月份白云机场旅客吞吐 393.45 万人次，飞机起降 2.96 万架次，货邮吞吐 9.62 万吨，同比分别增长 9.4%、3.8% 和 1.1%。没有去年同期世博会分流影响，5 月以来白云机场客流增速明显提升。

公司上半年实现旅客吞吐 2192.57 万人次、飞机起降 17.11 万架次、货邮吞吐 56.29 万吨，同比增长 4.0%、8.6% 和 2.8%。

上半年收入 20.28 亿元，归属股东净利润 3.28 亿元，同比增长 14.4% 和 19.7%，合 EPS 0.29 元，基本符合我们的预期

枢纽建设持续推进

上半年公司重点加大国际及中转业务市场营销力度，新增 8 条国际航线。随着南航枢纽战略的积极推进，中转联程航线和国际航线尤其是澳洲航线比例大幅增加，使白云机场的航线结构得到改善，有助于收入和业绩增长。

折旧和管理费用较同期有较大增长

东西三指廊去年 2 月投入使用，亚运改造工程去年 10 月投入使用，使得今年资产折旧、维护费用、运营成本和管理费用大幅上升。主营成本 12.56 亿元，比增 15.9%，管理费用 1.58 亿元，比增 24.4%。

合理安排债务结构，财务费用大幅减少

公司上半年偿还了到期的长短期借款 6.8 亿元，改为增发 5 亿元短期融资券，使得财务费用大幅减少 47% 至 0.3 亿元。

未来看点

国际航线比例增加改善公司航线结构和盈利水平；固定资产扩建完成，产能利用率持续爬升；非航收入快速发展；机场收费标准上调时间窗口显现。

盈利预测与估值

我们预测公司 2011~13 年 EPS 为 0.62、0.73、0.89 元，给予 15X PE，估值 9.3 元，维持推荐评级。

图 110、7 月白云机场起降同比增速平稳

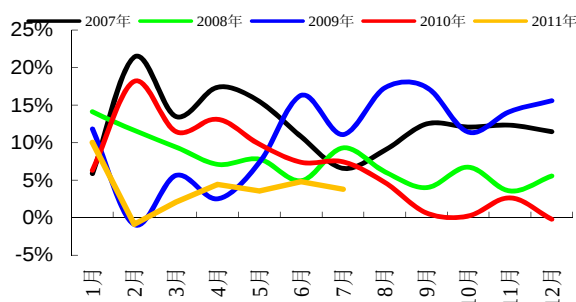
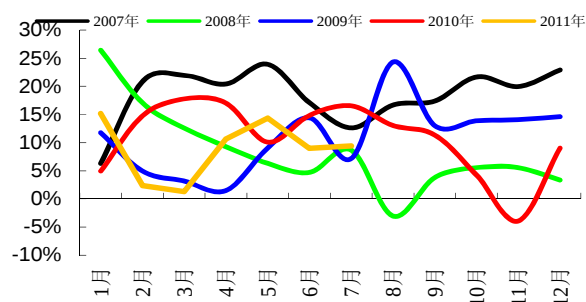


图 111、7 月白云机场旅客同比增速平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 112、7 月白云机场货流量同比增速微降

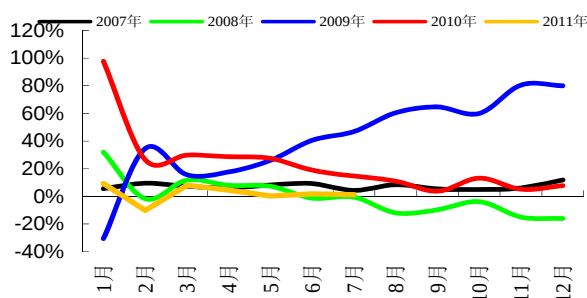
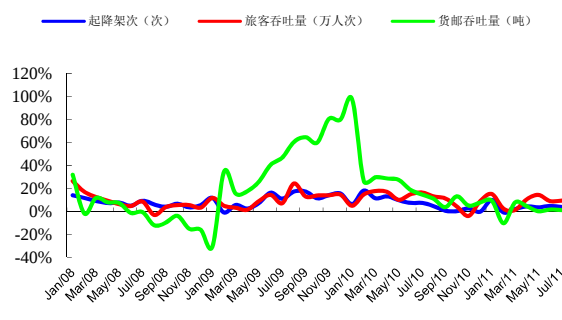


图 113、7 月白云机场客流同比增速好于起降货流



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 8 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	-12.23	23.26	10.02	10.38	1.30	4.47	2.92	1.97	1.49	2.29	1.56	1.25
南方航空-A	-10.95	172.34	12.44	13.59	1.06	5.65	3.28	2.16	0.85	1.15	0.85	0.71
东方航空-A	-1.81	218.08	10.78	12.09	N/A	184.67	4.30	2.94	0.87	1.46	0.89	0.75
海南航空-A	-16.23	72.11	11.11	9.35	1.20	2.67	2.24	1.67	N/A	N/A	N/A	N/A
平均	-10.30	121.45	11.09	11.35	1.19	49.36	3.19	2.19	1.07	1.63	1.10	0.91
中国国航-H	-9.50	18.07	8.24	10.01	1.30	3.03	1.96	1.54	1.16	1.79	1.17	0.96
南方航空-H	-7.15	112.55	9.36	12.39	1.06	3.28	1.62	1.35	0.55	0.78	0.56	0.48
东方航空-H	-1.15	138.46	8.07	10.37	N/A	N/A	2.88	1.78	0.55	1.01	0.58	0.48
平均	-5.93	89.69	8.56	10.93	1.18	3.16	2.15	1.56	0.75	1.19	0.77	0.64
国泰航空	-6.87	12.72	4.82	8.46	0.93	1.48	1.11	1.04	0.67	0.92	0.68	0.60
新加坡航空	6.26	11.77	48.62	9.72	1.22	0.87	0.94	0.90	0.86	0.79	1.00	0.86
马来航空	12.63	7.29	-107.14	-20.83	1.22	5.86	1.58	1.53	0.19	0.23	0.19	0.18
全日空	7.44	-111.87	-9.17	56.95	1.89	1.05	1.35	1.28	0.35	0.33	0.39	0.35
日本航空	-1.54	-15.19	6.58	14.04	1.15	1.69	1.34	1.27	N/A	N/A	N/A	N/A
长荣航空	7.70	-4.19	N/A	N/A	0.33	N/A	N/A	N/A	0.81	1.17	0.81	0.79
大韩航空	-1.95	-38.39	7.19	7.60	0.91	1.42	1.16	1.06	0.35	0.44	0.35	0.33
印度捷达航空	-3.38	-2.30	-2.95	18.56	1.16	0.57	1.43	1.39	0.15	0.17	0.19	0.15
亚洲航空	-15.83	16.21	11.06	11.02	1.28	3.60	2.84	2.26	2.01	2.71	2.04	1.67
快达航空	3.21	28.13	14.72	8.85	1.00	0.53	0.56	0.53	0.23	0.21	0.22	0.20
维珍蓝	3.44	-2.10	20.77	-16.88	0.53	0.40	0.59	0.58	0.10	0.11	0.09	0.09
韩亚航空	-7.55	-6.44	5.09	6.86	0.77	2.27	1.66	1.43	0.34	0.44	0.34	0.32
中华航空	-1.54	-15.19	6.58	14.04	1.15	1.69	1.34	1.27	0.53	0.73	0.53	0.52
平均	0.15	-9.20	0.51	9.87	1.04	1.78	1.32	1.21	0.55	0.69	0.57	0.50
统一航空	N/A	-396.45	-383.72	844.95	N/A	0.75	1.40	0.73	0.00	0.00	0.00	0.00
法荷航空	2.31	-2.23	-1.69	-9.23	0.53	0.22	0.38	0.29	0.08	0.08	0.09	0.08
汉莎航空	9.06	-152.71	10.65	9.27	0.78	0.81	0.75	0.62	0.18	0.22	0.18	0.16
瑞安航空	11.62	-26.24	14.09	11.59	1.67	1.79	1.65	1.58	1.23	1.51	1.52	1.23
易捷航空	1634.85	1915.38	1181.39	884.43	1.04	1.01	0.93	0.82	46.53	52.28	46.76	41.02
平均	414.46	267.55	164.15	348.20	1.01	0.92	1.02	0.81	9.60	10.82	9.71	8.50
西南航空	33.83	62.46	11.05	21.04	1.29	1.27	1.01	0.85	0.50	0.58	0.50	0.37
联合航空	N/A	-3.94	4.07	5.02	N/A	N/A	1.39	2.36	0.00	0.00	0.00	0.00
达美航空	-0.36	-4.55	3.85	7.13	9.11	2.43	5.69	3.84	0.07	0.07	0.07	0.06
美国航空	-0.40	-0.66	-2.56	-0.90	N/A	N/A	N/A	N/A	0.04	0.05	0.04	0.04
JetBlue	-10.73	16.54	11.75	18.05	1.52	0.64	0.69	0.69	0.28	0.33	0.28	0.24
加拿大航空	-0.17	-9.50	-9.88	-7.53	0.23	0.18	0.36	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
平均	4.44	10.06	3.04	7.13	3.04	1.13	1.83	1.65	0.15	0.17	0.15	0.12

数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

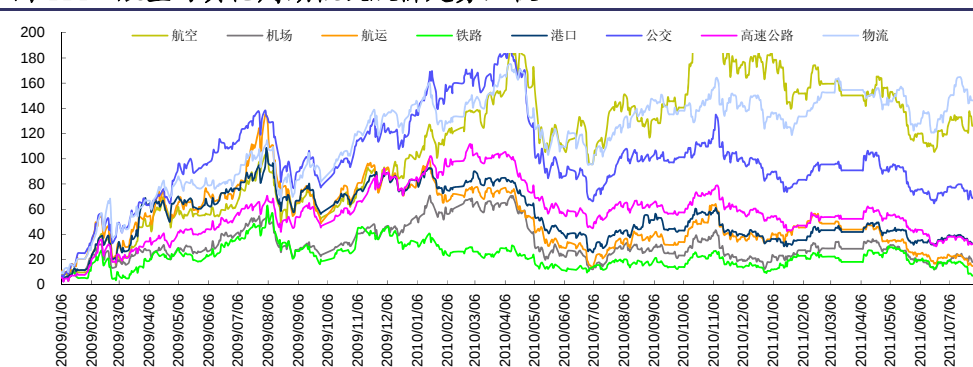
注：除中国外其他地区的平均 PE 的计算中剔除了大于 50 倍的值

表 5、全球机场估值比较（2011 年 8 月 26 日收盘价）

公司名称	货币	EPS				PE				PB			
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
白云机场	CNY	0.42	0.47	0.536	0.588	17.17	15.34	13.45	12.26	1.387	1.244	1.241	1.325
上海机场	CNY	0.45	0.37	0.628	0.771	28.98	35.24	20.76	16.91	1.777	1.843	1.703	1.545
深圳机场	CNY	0.142	0.3402	0.429	0.432	35.56	14.84	11.77	11.69	1.95	1.604	1.427	1.285
厦门空港	CNY	0.6533	0.9071	0.973	1.08	21.61	15.57	14.51	13.07	3.171	3.007	2.54	2.167
国内平均													
北京首都机场	HKD	0.02	0.07	0.108	0.185	173.00	49.43	32.04	18.70	1.205	0.973	0.948	0.876
美兰机场	HKD	0.39	0.39	0.462	0.504	15.92	15.92	13.44	12.32	0.669	1.231	1.178	0.946
香港平均													
日本空港	JPY	41.33	39.64	27.28	14.9	26.47	27.60	40.10	73.42	1.851	0.827	0.867	N/A
泰国机场	THB	5.12	0.5	1.544	2.458	8.79	90.00	29.15	18.31	0.582	0.849	0.852	0.831
法兰克福机场	EUR	2.07	1.64	1.855	2.655	21.94	27.70	24.49	17.11	1.129	1.638	1.54	1.438
奥克兰机场	NZD	0.0916	0.0338	0.082	0.091	24.66	66.83	27.56	24.84	1.257	1.434	1.541	1.482
哥本哈根机场	DKK	96.2	78.3	94.58	97.2	16.16	19.86	16.44	16.00	2.751	3.907	3.499	3.773
维也纳机场	EUR	4.34	3.49	3.652	3.874	7.52	9.36	8.94	8.43	0.859	0.814	0.774	0.742
苏黎世机场	CHF	19.78	31.2	21.699	25.168	17.20	10.91	15.68	13.52	1.066	1.362	1.238	1.168
巴黎机场	EUR	2.76	2.73	2.967	3.277	19.83	20.05	18.45	16.70	1.545	1.624	1.553	1.462
外国平均		21.46	19.69	19.21	18.70	17.82	34.04	22.60	23.54	1.38	1.56	1.48	1.56

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

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。