

整体增速放缓，内外航线分化

报告要点

- 1) 受经济复苏缓慢、日本地震、世博会高基数的影响，主要业务指标增速放缓，上半年旅客运输量同比增长 10%，国内、国际分别为 10.4%、7.3%；由于国内供给下滑，国内航线客座率有所提升。
- 2) 航空业上半年营业收入增速下滑 34 个百分点至 23%，毛利率下滑 0.5 个百分点至 18.6%，二季度油价涨幅较高，导致毛利率下滑幅度较大；机场业营业收入增速下滑幅度相对较小，分季度看有所改善。
- 3) 上半年航空业净利率变化不大，归属于母公司净利率的同比增速受高基数影响而大幅下滑，分季度来看有所改善，财务费用减少使得三费占比减少 2.4 个百分点至 9.1%；上半年机场行业归属于母公司的净利润增速和净利率都有所下滑，分季度看有所改善。
- 4) 航空业资产负债率下滑 8.4 个百分点至 75.3%，净现金流占营业收入比有所提升；而机场行业资产负债率小幅下滑 1.3 个百分点至 23%，应收账款占比下降 8.8 个百分点至 42.1%。

展望下半年，我们的观点如下：

- 1) 国内旺、国际淡的格局不变，三季度传统旺季行情值得期待，全球经济复苏缓慢，航空货运短期内反弹概率不大；
- 2) 三季度是飞机引进的高峰期，机队结构和国内外分配有望得到进一步改善，未来飞机净引进量的增速在 8% 左右；
- 3) 短期内高铁运能受限，中长期来看，高铁全面降速，存在永久性降速的可能，当前建设资金紧缺，对航空的长远影响有望减弱；
- 4) 油价高位运行，欧债危机与美债问题未得到实质性解决，利比亚石油供给恢复，油价短期内大幅上涨的概率不大，美国维持宽松货币政策的动力依然存在，人民币有望持续升值。

推荐南方航空：国内占比高，没有世博会的高基数，受京沪高铁的影响小，布局国际航线，形成三大网络体系，人民币升值弹性大；关注估值低、全球经济复苏后受益较大的中国国航。

推荐估值低、未来持续增长可期、有资产注入预期的上海机场，关注产能释放后增速加快的深圳机场。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
600029	南方航空	推荐
600115	东方航空	推荐
600221	海南航空	推荐
601111	中国国航	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

南方航空	10A	11E	12E
PE	10.47	10.65	11.50
PB	2.69	2.12	1.77
EV/EBITDA	15.74	13.05	14.45
中国国航	10A	11E	12E
PE	8.36	11.24	12.91
PB	2.72	2.19	2.87
EV/EBITDA	7.08	6.77	7.03

相关研究

- 《高铁影响低于预期，航空旺季有望持续》2011-9-7
- 《高铁、动车事故频出，航空有望旺季更旺》2011-7-26
- 《提前布局，等待反弹》2011-7-3

分析师：

吴云英
 (8621)68751160
 wuyy@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120001
 联系人：
 杨靖凤
 (8621) 68751636
 yangjif@cjsc.com.cn

正文目录

上半年多数公司持股户数趋于集中	5
业务增速减缓，国内好于国际	5
旅客运输量同比增 10.1%，货邮运输量同比仅 0.2%	5
客运：供给增速减缓，客座率有所提升	7
货运：潮水退去，公司有所分化	8
行业景气度如期下滑	9
航空：营业收入增速与毛利率双下滑，下滑幅度较一季度扩大	9
机场：营业收入增速下滑，毛利率提升凸显防御性	10
归属于母公司的净利润下滑，净利率分化	11
航空：投资收益占比减少导致盈利下滑	11
机场：归属于母公司的净利润增速放缓，净利率稳中有增	12
资产负债率下降，收益质量整体提升	14
航空：负债率下降，净现金流占比提升	14
机场：负债率小幅提升，应收账款占比下降	15
航空机场行业盈利能力展望	16
整体：国内旺、国际淡的格局不变	16
航空货运：短期内反弹概率不大	18
供给：三季度飞机引进的高峰期	19
高铁：短期受运能限制，中长期影响减弱	20
油价：上半年高位运行，短期内大幅上涨概率较小	21
汇率：下半年人民币继续升值的概率较大	22
投资建议	23
航空：选择利空少、国内占比高的南方航空	23
机场：关注产能逐步释放，未来增长可期的上海机场	24

图表目录

图 1: 申万航空指数与行业散乱度对比	5
图 2: 申万机场指数与行业散乱度对比	5
图 3: 旅客运输量同比增速	6
图 4: 货邮运输量同比增速	6
图 5: 主要机场旅客吞吐量同比	6
图 6: 主要机场货邮吞吐量同比	6
图 7: 各公司国内航线客座率	7
图 8: 各公司国际航线客座率	7
图 9: 上半年国内 RPK 与 ASK 同比增速	7
图 10: 上半年国际 RPK 与 ASK 同比	7
图 11: 主要公司上半年货运指标增速	8
图 12: 国航分地区货邮指标	8
图 13: 南航分地区货邮指标	8
图 14: 海航分地区货邮指标	8
图 15: 上半年油价大幅上涨	10
图 16: GDP 增速下滑但依然维持高速增长	16
图 17: CPI 有望见顶回落	16
图 18: 三季度旺季行情明显	16
图 19: 2011 年全球航空盈利预测	16
图 20: 1984-1990 年日元兑美元汇率及出境人数变化	17
图 21: 2005 年至今人民币升值幅度（当年）	17
图 22: 1980-2009 年开放为旅游目的地国家的数量	18
图 23: 2003-2010 年票价占收入比重	18
图 24: 2011 全球航空盈利预测	18
图 25: 2011 全球航空盈利预测	19
图 26: 8 月京沪日均高铁余票数量及上座率	20
图 27: 主要油价近年变化	21
图 28: OPEC 富余产能图（百万桶/日）	21
图 29: 2008-2011 年 WTI 油价变化	21
图 30: 人民币汇率走势	22

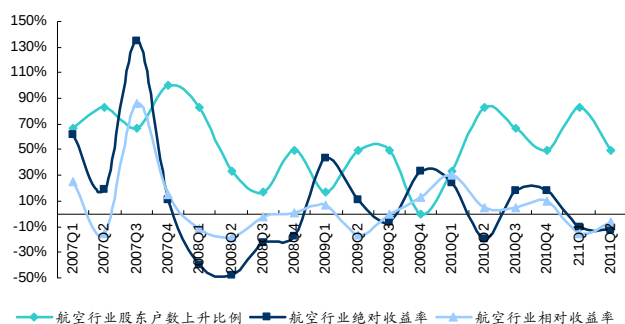
表 1: 航空业营业收入同比增速情况	9
表 2: 航空业毛利率情况	9
表 3: 机场业营业收入同比增速情况	10
表 4: 机场业毛利率情况	11
表 5: 航空业归属于母公司净利润同比增速	11
表 6: 航空业净利率情况	11
表 7: 航空业投资收益占营业收入之比	12
表 8: 航空业三费占营业收入之比	12
表 9: 机场业归属于母公司净利润同比增速	12
表 10: 机场业净利率情况	13
表 11: 航空业投资收益占营业收入之比	13
表 12: 机场业三费占营业收入之比	13
表 13: 航空业资产负债率变化状况	14
表 14: 航空业净现金流占净利润之比	14
表 15: 航空业应收账款占营业收入之比	14
表 16: 机场业资产负债率变化状况	15
表 17: 机场业净现金流占净利润之比	15
表 18: 航空业应收账款占营业收入之比	15
表 19: 上半年行业飞机引进退出情况	19
表 20: 2011-2013 年飞机引进退出计划	19
表 21: 2008 年至今燃油附加费	22
表 22: 油价变化对 EPS 影响 (按最新价 7610 元/吨为基数)	22
表 23: 2011 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性	23
行业重点上市公司估值指标与评级变化	24

上半年多数公司持股户数趋于集中

我们以航空机场行业 10 家公司为样本，统计了单个季度股东户数环比上个季度上升的公司占 10 家公司的比重（行业散乱度），并以此数据与申万航空三级指数、申万机场三级指数进行了对比。

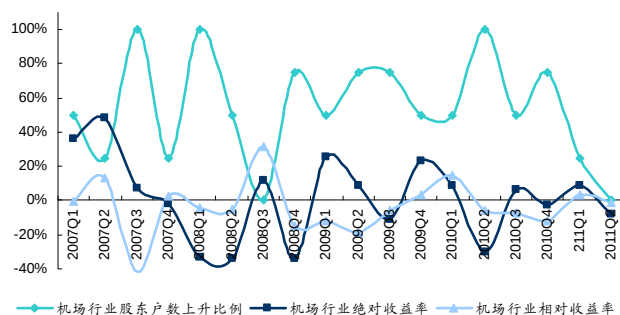
从市场表现来看，行业处于如 08、09 年的单边市场表现时，股东持股集中度上升与股价表现关联度不大，股价主要取决于航空运输机场行业收益变化的趋势；当前股东数下降不再说明看法的分歧，反应的是市场的一致预期，尤其是 2009 年以来的震荡市中，行业散乱度则可以较好的解释了行业的收益情况。

图 1：申万航空指数与行业散乱度对比



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 2：申万机场指数与行业散乱度对比



资料来源：CEIC，长江证券研究所

航空运输行业一季度持股趋于分散，二季度持股有所集中，但受大盘影响表现较差。机场行业上半年持股一直趋于集中，二季度同样受大盘的影响收益一般。二季度申万航空三级指数绝对收益约为-12.89%，相对收益约为-6.38%，申万机场三级指数绝对收益为-7.97%，相对收益为-1.46%。

业务增速减缓，国内好于国际

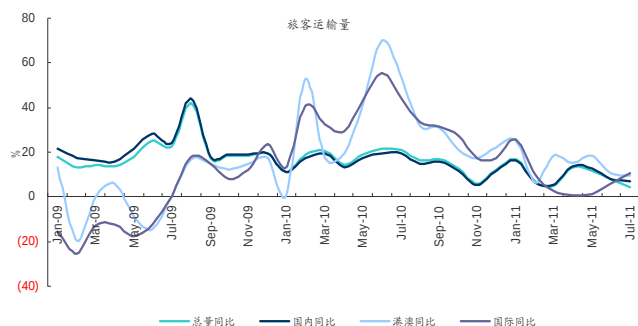
航空机场行业共包括 10 家公司，其中国航、南航、东航、海航是传统意义上的航空运输公司，中信海直是以海上石油勘探服务为主的直升飞机，外运发展主要是货邮运输，机场主要包括上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港 4 家公司。我们下文的财务研究中，将以国航、南航、东航、海航 4 家传统航空公司的合并财务报表来反映航空行业的财务状况，以上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港 4 家公司的合并财务报表来反映机场行业的财务状况。

旅客运输量同比增 10.1%，货邮运输量同比仅 0.2%

上半年受全球经济缓慢复苏、日本地震，以及去年世博会高基数的影响，航空客货运输量同比增速大幅减缓。上半年旅客运输量较去年同比增长 10.1%，国内航线、地区航线、国际航

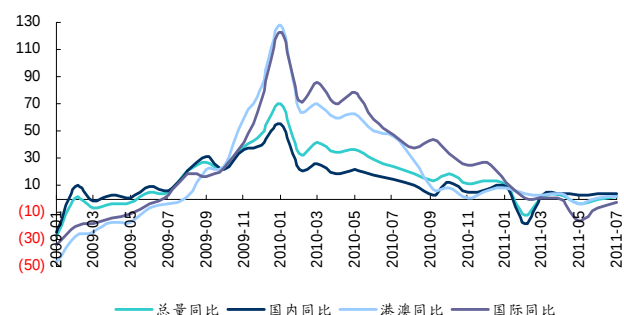
线的旅客运输量同比增速分别为 10.4%、15.5%、7.3%；上半年货邮运输量同比增长 0.2%，国内航线、地区航线、国际航线的同比增速依次为 1.3%、2.2%、-2.1%。国内增速整体好于国际的主要原因是上半年国内经济增长依然维持稳定；旅客运输量增速下降幅度小于货邮运输量同比增速的主要原因是货邮运输受经济波动更敏感。

图 3：旅客运输量同比增速



资料来源：CEIC，长江证券研究所

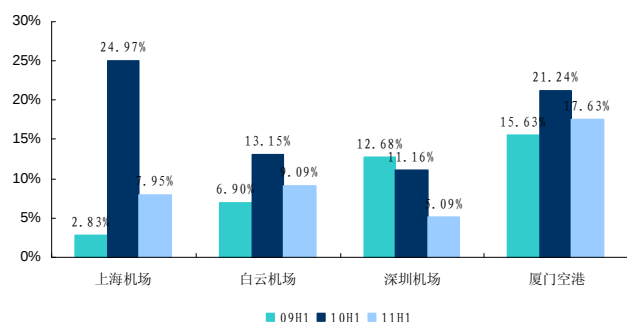
图 4：货邮运输量同比增速



资料来源：CEIC，长江证券研究所

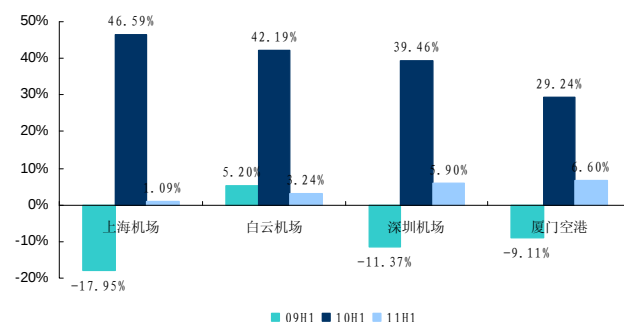
上半年全国前 50 大机场旅客吞吐量较去年同期增长 10.4%，珠三角地区主要机场旅客吞吐量同比增长 7.5%，其中上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港上半年旅客吞吐量分别较同期增长 8.0%、9.1%、5.1%、17.6%，较去年同期增速都出现了不同程度的下滑。上半年全国前 50 大机场货邮吞吐量同比增长 7.4%，珠三角地区主要机场货邮吞吐量较去年同期增长 4.4%，其中上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量分别较同期增长 1.1%、3.2%、5.9%、6.6%，较去年同期出现了大幅度的下滑，主要原因在于货邮运输受经济波动的敏感度相对较大。

图 5：主要机场旅客吞吐量同比



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 6：主要机场货邮吞吐量同比

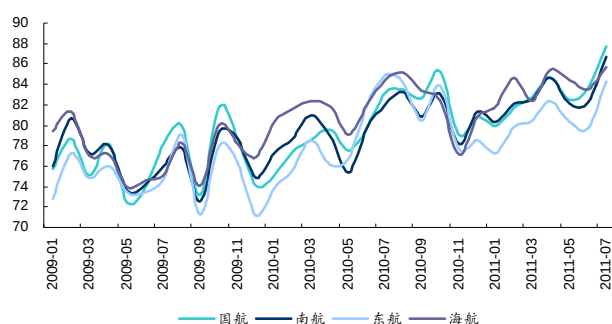


资料来源：CEIC，长江证券研究所

客运：供给增速减缓，客座率有所提升

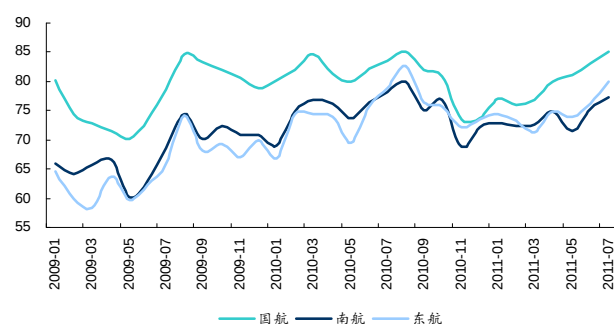
尽管上半年需求增速大幅减缓，但各航空公司的客座率都得到不同程度的提升。其中国航、南航、东航、海航上半年客座率分别较去年同期提升 1.8、2.7、2.2、2.5 个百分点至 81.0%、80.6%、78.0%、83.7%。

图 7：各公司国内航线客座率



资料来源：CEIC，长江证券研究所

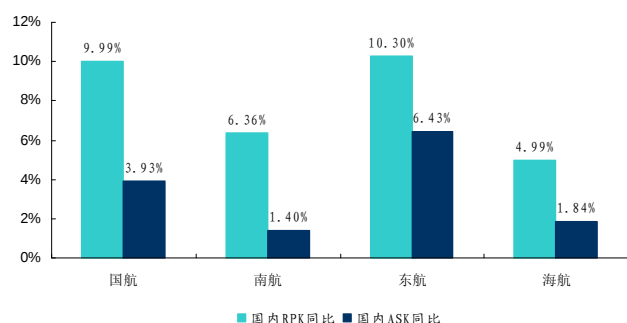
图 8：各公司国际航线客座率



资料来源：CEIC，长江证券研究所

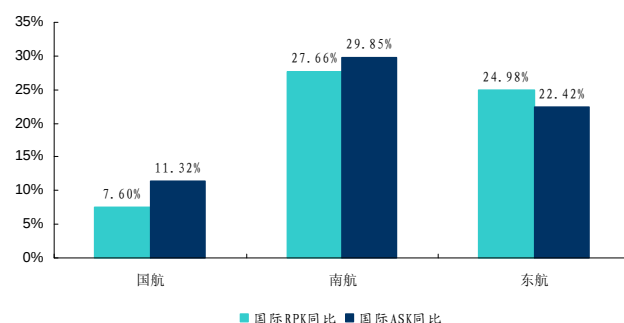
正如我们在中期投资策略中的观点，“国际淡、国内旺”的格局是表象，产投结构不平衡是实质。在上半年国内需求好于国际需求的背景下，国内供给增速小于国际供给增速，使得国内航线的客座率大幅提升，而国际航线的客座率较去年同期还有所下降。上半年国航、南航、东航、海航国内航线的客座率分别较去年提升 4.6、3.9、2.8、2.5 个百分点至 82.5%、82.3%、84.2%、85.7%；而国航、南航、东航国际航线的客座率分别较去年同期变化-2.7、-1.3、1.6 个百分点至 78.9%、73.3%、74.0%。国内航线客座率的提升为整体客座率的提升起到了主要作用。

图 9：上半年国内 RPK 与 ASK 同比增速



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 10：上半年国际 RPK 与 ASK 同比



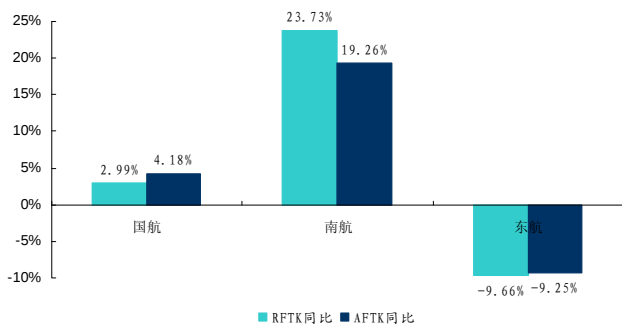
资料来源：CEIC，长江证券研究所

货运：潮水退去，公司有所分化

上半年货邮运输量同比仅增长 0.2%，较去年同比增速大幅下滑，各公司分化凸显。上半年国航、南航、东航的 RFTK 同比增速分别为 3.0%、23.7%、-9.7%，AFTK 同比增速分别为 4.2%、19.3%、-9.3%。其中南航在货邮运输方面表现相对较好，而受日本地震和去年高基数的双重影响，东航表现最差。

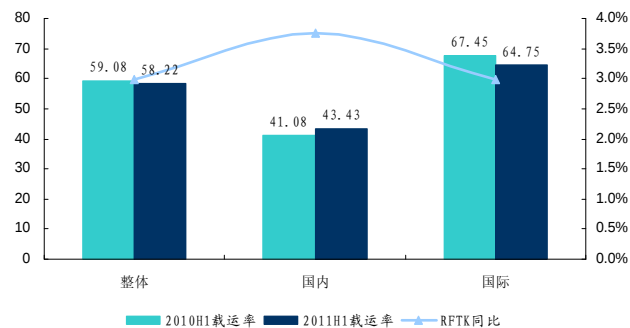
分地区而言，三大航都加大了国际货运方面的投入，南航和东航的国际货邮周转量增速大于国内，国际货邮载运率都有小幅提升，国内航线的货邮载运率有所下降；而国航在国际货邮运输上的投入相对较小，国际货邮载运率有所下降，国内货邮载运率小幅上升。

图 11：主要公司上半年货运指标增速



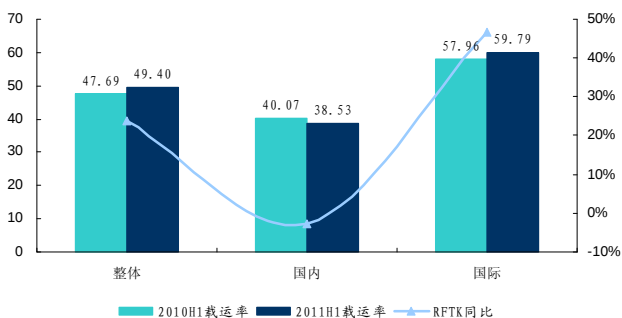
资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 12：国航分地区货邮指标



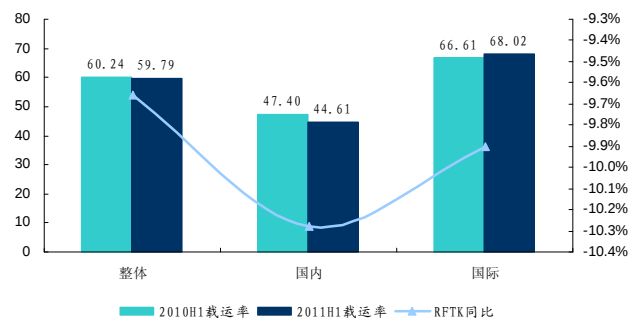
资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 13：南航分地区货邮指标



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 14：海航分地区货邮指标



资料来源：CEIC，长江证券研究所

行业景气度如期下滑

航空：营业收入增速与毛利率双下滑，下滑幅度较一季度扩大

航空行业上半年营业收入同比增长 22.80%，较去年同期下滑 34.08 个百分点，其中一季度和二季度营业收入同比增速依次为 26.75%、19.41%，分别较去年同期下降 15.03、53.22 个百分点。

我们认为收入增速大幅下滑的原因主要有以下几个方面：

- 1、前年基数较低以及去年世博会导致去年增速和营业收入的高基数；
- 2、全球经济在 09-10 年出现阶段性复苏，但上半年受欧债、美债，以及局部政局动荡的影响，经济形势整体不如去年；
- 3、日本地震影响。

其中中国国航一季度同比增速表现较好的原因是由于去年同期合并深航财报时期较短，南航表现相对较好的原因是公司主要业务在国内，而上半年的大环境是国内好于国际。

表 1：航空业营业收入同比增速情况

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	41.78%	72.64%	56.88%	26.75%	19.41%	22.80%
南方航空	30.51%	48.99%	39.38%	21.54%	23.02%	22.30%
东方航空	74.03%	111.27%	92.23%	16.63%	14.15%	15.30%
海南航空	36.42%	48.26%	42.29%	23.14%	16.36%	19.64%
中国国航	30.71%	75.70%	53.12%	44.60%	21.76%	31.55%

资料来源：Wind，长江证券研究部

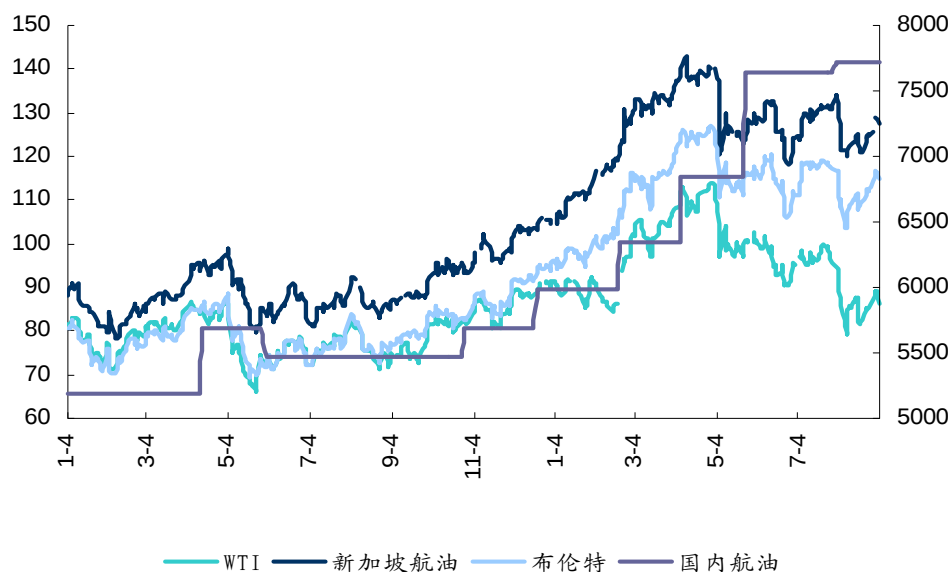
上半年毛利率为 18.60%，较去年同期下滑 0.47 个百分点，其中一季度和二季度的毛利率依次为 18.66%、18.55%，分别较去年同期变化 0.19、-1.04 个百分点。营业收入和毛利率二季度较去年同期下滑的幅度较一季度有所扩大，主要原因是二季度油价同比上涨的幅度较一季度有所扩大，一季度、二季度的油价分别较去年同期增长 18.47%、28.77%。

表 2：航空业毛利率情况

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	18.48%	19.59%	19.07%	18.66%	18.55%	18.60%
南方航空	16.08%	16.98%	16.55%	18.46%	15.18%	16.77%
东方航空	16.74%	19.10%	18.01%	15.93%	16.95%	16.47%
海南航空	24.09%	22.88%	23.47%	25.13%	23.75%	24.44%
中国国航	21.27%	21.57%	21.44%	19.44%	21.76%	20.67%

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年航空行业毛利率整体小幅下滑 0.47 个百分点，毛利率的变化主要来自两方面的博弈，一是航油价格上涨导致成本的，上半年 WTI、新加坡油价、布伦特油价分别较去年同期上涨 25.6%、44.1%、43.2%，而国内航油出厂价较去年同期上涨 23.7%；二是上半年供给增速小于需求增速，客座率提升带来的边际成本递减，上半年国航、南航、东航、海航上半年客座率分别较去年同期提升 1.8、2.7、2.2、2.5 个百分点。

图 15: 上半年油价大幅上涨


资料来源：公司公告，长江证券研究部

机场：营业收入增速下滑，毛利率提升凸显防御性

上半年机场行业 4 家公司营业收入同比增长 13.11%，较去年 17.56% 的同比增速下滑 4.45 个百分点，其中一季度、二季度同比增速分别为 13.24%、12.99%，分别较去年同期的同比增速下滑 2.93、5.90 个百分点。

上半年机场行业营业收入增速下滑幅度与航空业相比较小，主要原因是机场行业具有防御性，机场的收入模式不同于航空运输，机场公司的收入主要有三方面：一是与起降架次相关的收入，二是与旅客吞吐量相关的收入，三是与机场所在地相关的商业租赁收入。需求下滑在一定程度时，影响的仅仅是与旅客吞吐量相关的收入，对机场总收入的影响相对较小。

表 3: 机场业营业收入同比增速情况

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	16.17%	18.89%	17.56%	13.24%	12.99%	13.11%
深圳机场	20.20%	12.83%	16.39%	6.74%	10.09%	8.42%
白云机场	12.79%	15.96%	14.39%	13.83%	14.97%	14.41%
上海机场	18.63%	26.25%	22.53%	15.32%	11.24%	13.17%
厦门空港	11.21%	12.80%	12.04%	16.32%	19.32%	17.89%

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年增速下滑较大的是深圳机场，主要原因是受产能的限制，7 月底二跑道开通后，压抑的需求有望得到释放。厦门机场营业收入同比增速较去年提升幅度最大，主要原因是相关航空公司增加了厦门到海外的航班，从而带来营业收入的大幅增长。

上半年 4 家机场公司的加权平均毛利率为 41.82%，较去年同期的 42.25% 小幅下滑 0.43 个百分点，其中一季度、二季度的毛利率分别为 42.62%、41.07%，分别较去年同期变化-1.02、0.13 个百分点，二季度盈利能力较一季度有所好转。

上半年统计的 4 家机场公司中仅上海机场的毛利率有所提升，主要原因是公司目前尚处于产能释放期，伴随着边际成本递减，从而带来毛利率的提升。而其他公司受需求下降的影响，而成本相对较为固定，导致毛利率有所下滑，但下滑幅度明显小于航空公司。

表 4：机场业毛利率情况

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	43.64%	40.94%	42.25%	42.62%	41.07%	41.82%
深圳机场	55.69%	51.26%	53.47%	52.25%	51.09%	51.66%
白云机场	41.60%	36.28%	38.88%	39.80%	36.43%	38.07%
上海机场	36.39%	37.33%	36.89%	37.90%	37.95%	37.92%
厦门空港	58.40%	55.79%	57.03%	56.20%	54.11%	55.09%

资料来源：Wind，长江证券研究部

归属于母公司的净利润下滑，净利率分化

航空：投资收益占比减少导致盈利下滑

上半年航空行业实现归属于母公司的净利润同比增速 25.03%，较去年同期 236%的同比增速大幅下滑 211 个百分点，其中一季度、二季度归属于母公司的净利润同比增速依次为 3.77%、47.93%，分别较去年同期同比增速下滑 625、65 个百分点。上半年航空业净利率为 7.8%，较去年同期的 8.66%下滑 0.86 个百分点，其中一季度、二季度净利率分别为 6.98%、8.56%，分别较去年同期变化-2.12、0.27 个百分点。上半年净利率整体变化不大，但归属于母公司的净利润却大幅下滑，主要原因是收入的大幅下滑以及去年的高基数所致。

表 5：航空业归属于母公司净利润同比增速

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	628.84%	112.81%	236.31%	3.77%	47.93%	25.03%
南方航空	539.19%	357.07%	5363.16%	-12.90%	131.20%	32.71%
东方航空	1819.83%	3.61%	65.67%	31.54%	22.54%	26.11%
海南航空	693.38%	112.59%	218.19%	8.24%	30.19%	20.24%
中国国航	121.33%	29.72%	60.44%	-23.04%	-5.17%	-13.44%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 6：航空业净利率情况

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	9.10%	8.29%	8.66%	6.98%	8.56%	7.80%
南方航空	8.80%	4.20%	6.44%	6.78%	8.01%	7.42%
东方航空	5.06%	7.37%	6.30%	5.78%	7.13%	6.50%
海南航空	5.75%	6.44%	6.11%	5.59%	7.21%	6.40%
中国国航	14.78%	13.30%	13.94%	8.56%	10.61%	9.64%

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年导致航空业归属于母公司的净利润增速大幅下滑的主要原因主要有两方面，一是前年的低基数导致去年的同比增速很高，二是由于全球经济复苏缓慢导致航空公司的投资收益下滑，上半年航空业投资收益占营业收入之比为 0.91%，较去年同期的 4.11%大幅下滑 3.2 个百分点，分公司来看，主要是由于南航和国航的投资收益占收入之比大幅下滑所致。

表 7：航空业投资收益占营业收入之比

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	2.93%	5.12%	4.11%	0.60%	1.20%	0.91%
南方航空	6.55%	0.40%	3.39%	0.20%	0.50%	0.35%
东方航空	0.01%	0.13%	0.08%	0.16%	0.17%	0.16%
海南航空	0.05%	0.03%	0.04%	-0.05%	0.23%	0.09%
中国国航	2.76%	7.57%	5.51%	1.53%	1.32%	1.42%

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年航空业三费占营业收入之比为 9.08%，较去年同期的 11.48% 下滑 2.39 个百分点，具体来看，主要是由于财务费用的占比较去年同期大幅下滑 2.18 个百分点所致，而管理费用与销售费用占营业收入之比变化不大。分公司来看，南方航空、东方航空、中国国航的财务费用占比都出现了较大的下滑，三个公司的营业收入占比分别较去年下滑 2.77、2.09、2.46 个百分点。

表 8：航空业三费占营业收入之比

	管理费用率		销售费用率		财务费用率		三费占比	
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1
航空行业	2.83%	2.80%	6.77%	6.58%	1.88%	-0.30%	11.48%	9.08%
南方航空	2.77%	2.79%	7.04%	6.94%	1.04%	-1.73%	10.85%	8.00%
东方航空	2.86%	2.90%	6.84%	6.57%	1.89%	-0.19%	11.60%	9.27%
海南航空	2.99%	2.35%	4.49%	4.34%	8.56%	9.73%	16.05%	16.42%
中国国航	2.80%	2.85%	7.06%	6.83%	0.84%	-1.62%	10.70%	8.06%

资料来源：Wind，长江证券研究部

机场：归属于母公司的净利润增速放缓，净利率稳中有增

上半年机场行业归属于母公司的净利润同比增长 17.33%，较去年同期 45.58% 的同比增速下滑 28.25 个百分点，其中一季度、二季度归属于母公司的净利润分别同比增长 17.19%、17.47% 个百分点，分别较去年同期的同比增速下滑 38.88、19.06 个百分点，下滑幅度有所减缓。分公司来看，支撑机场行业利润增速的主要是上海机场，尽管上海机场上半年受高铁、日本地震、高基数的影响，但由于目前公司正处于产能释放期，依托其地理优势维持 31.35% 的同比增速。

表 9：机场业归属于母公司净利润同比增速

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	56.07%	36.53%	45.58%	17.19%	17.47%	17.33%
深圳机场	26.48%	32.33%	29.31%	-6.44%	-1.46%	-3.98%
白云机场	30.90%	-12.79%	7.92%	5.74%	38.70%	19.75%
上海机场	146.60%	90.57%	112.47%	43.57%	21.22%	31.36%
厦门空港	22.23%	13.76%	17.75%	10.97%	15.01%	13.04%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 10: 机场业净利率情况

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	28.25%	27.50%	27.86%	29.33%	28.32%	28.81%
深圳机场	40.70%	39.58%	40.14%	35.73%	35.54%	35.63%
白云机场	19.26%	13.86%	16.50%	17.36%	16.10%	16.71%
上海机场	28.68%	32.51%	30.70%	36.40%	35.07%	35.71%
厦门空港	36.94%	35.65%	36.26%	34.93%	34.23%	34.56%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

上半年机场行业的净利率为 28.81%，较去年同期 27.86% 的净利率提升 0.95 个百分点，其中一季度、二季度的净利率分别为 29.33%、28.32%，分别较去年同期增加 1.08、0.82 个百分点。分公司来看，深圳机场上半年净利率较去年同期下滑 4.51 个百分点至 35.63%，而上海机场毛利率较去年同期上升 5.02 个百分点至 35.71%，是提升整个机场行业毛利率的主要因素。

上半年机场行业投资收益占营业收入之比上升 2.03 个百分点至 8.90%，其中一季度、二季度的投资收益占营业收入之比分别为 6.02%、11.61%，分别较去年同期提升 1.98、2.09 个百分点。其中上海机场投资收益占营业收入之比较去年同期提升 3.05 个百分点至 14.69%，是机场行业投资收益占比增加的主要因素。

表 11: 航空业投资收益占营业收入之比

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	4.04%	9.52%	6.87%	6.02%	11.61%	8.90%
深圳机场	1.96%	2.73%	2.35%	1.70%	2.19%	1.95%
白云机场	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上海机场	9.68%	13.39%	11.63%	14.94%	14.45%	14.69%
厦门空港	0.50%	0.19%	0.34%	0.10%	0.20%	0.16%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

上半年机场行业的三费占比较去年同期下滑 0.65 个百分点至 7.95%，主要的贡献因素是财务费用占比较去年同期下滑 0.88 个百分点至 1.41%。分公司来看白云机场、上海机场财务费用占收入之比较去年同期分别下降 1.72、1.36 个百分点，是导致机场行业财务费用占比下滑的主要因素。

表 12: 机场业三费占营业收入之比

	管理费用率		销售费用率		财务费用率		三费占比	
	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1	2010H1	2011H1
机场行业	5.03%	5.32%	0.62%	0.56%	2.30%	1.41%	7.95%	7.29%
深圳机场	3.14%	3.30%	0.16%	0.14%	-1.67%	-0.26%	1.62%	3.18%
白云机场	7.15%	7.81%	1.67%	1.49%	3.20%	1.48%	12.02%	10.78%
上海机场	3.57%	3.70%	0.00%	0.00%	3.89%	2.53%	7.47%	6.24%
厦门空港	7.02%	6.39%	0.00%	0.00%	-0.23%	-0.48%	6.79%	5.91%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

资产负债率下降，收益质量整体提升

航空：负债率下降，净现金流占比提升

上半年航空业的资产负债率有所下降，二季度末为 75.25%，较去年年中下滑 8.36 个百分点，较一季度末下滑 0.39 个百分点。分公司来看，4 家航空公司的资产负债率二季度末较去年年中都出现了不同程度的下降，其中南航、东航、国航的资产负债率分别较去年下降了 14.79%、7.94%、6.12 个百分点；二季度末较一季度末出现下滑较大的是东方航空，下滑 1.56 个百分点至 81.28%。资产负债率的下降使得航空公司未来能够举债的空间增大，便于未来飞机更换以及机队结构的改善。

表 13：航空业资产负债率变化状况

	2010Q1	2010Q2	2011Q1	2011Q2	较去年年中变化	较一季度末变化
航空行业	85.18%	83.61%	75.64%	75.25%	-8.36%	-0.39%
南方航空	85.30%	85.15%	70.49%	70.36%	-14.79%	-0.14%
东方航空	96.99%	87.40%	82.84%	81.28%	-6.12%	-1.56%
海南航空	83.55%	83.21%	80.99%	81.51%	-1.70%	0.52%
中国国航	76.10%	79.89%	72.21%	71.95%	-7.94%	-0.26%

资料来源：Wind，长江证券研究部

净现金流占净利润之比能够反映公司收益的质量，该比例越大，说明公司的收益质量越高。上半年航空业的收益质量较去年同期提升，净现金流与净利润之比由去年上半年的 1.64 倍提升至 2.05 倍，其中一季度由 1.71 倍提升至 2.14 倍，二季度由 1.56 倍提升至 1.99 倍。分公司来看，一季度收益质量的提升主要是南方航空和中国国航的收益质量提升所致，二季度是由于东方航空、海南航空、中国国航的收益质量提升所致。收益质量的提升使得公司拥有足够的净现金流，这也是上半年航空公司财务费用大幅降低的原因之一。

表 14：航空业净现金流占净利润之比

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	1.71	1.56	1.64	2.14	1.99	2.05
南方航空	1.05	1.70	1.27	1.41	1.60	1.52
东方航空	4.17	1.20	2.31	3.36	1.38	2.20
海南航空	2.64	1.53	2.04	2.29	2.82	2.59
中国国航	1.16	1.71	1.46	1.96	2.49	2.27

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 15：航空业应收账款占营业收入之比

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
航空行业	11.99%	12.96%	6.13%	11.87%	11.22%	5.93%
南方航空	9.58%	11.23%	5.05%	10.10%	9.19%	4.59%
东方航空	12.23%	14.42%	6.16%	10.55%	10.29%	6.01%
海南航空	7.13%	7.65%	3.79%	8.94%	9.30%	5.04%
中国国航	16.04%	14.54%	7.86%	15.50%	14.36%	7.35%

资料来源：Wind，长江证券研究部

此外，应收账款占营业收入之比在一定程度上与净现金流占净利润之比相对应，也能够从另一面反映收益的质量，上半年航空业应收账款占半年营业收入之比从去年的 6.13% 下滑 0.2 个百分点至 5.93%，其中一季度、二季度应收账款占该季度的营业收入之比分别下滑 0.11、1.74 个百分点至 11.87%、11.22%。分公司来看，二季度末国航、东航、南航的应收账款占比较一季度末都有所下降。

机场：负债率小幅提升，应收账款占比下降

二季度末机场行业的资产负债率为 23.02%，较去年年中下降 1.34 个百分点，较一季度末小幅上升 0.93 个百分点。分公司来看，二季度末资产负债率较去年同期下降最大的是上海机场，资产负债率下降 2.34 个百分点；二季度末较一季度末下降的包括厦门空港和深圳机场，分别下降 1.31、0.63 个百分点。

表 16：机场业资产负债率变化状况

	2010Q1	2010Q2	2011Q1	2011Q2	较去年年中变化	较一季度末变化
机场行业	26.49%	24.37%	22.09%	23.02%	-1.34%	0.93%
深圳机场	10.39%	9.36%	10.48%	9.85%	0.49%	-0.63%
白云机场	42.73%	40.31%	38.39%	40.11%	-0.20%	1.72%
上海机场	22.96%	21.33%	17.51%	18.99%	-2.34%	1.48%
厦门空港	9.81%	9.36%	10.39%	9.08%	-0.27%	-1.31%

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年机场行业收益的质量变化不大，净现金流量占净利润之比由去年的 1.38 倍下滑 0.2 倍至 1.18 倍，其中一季度、二季度分别变化-0.45 倍、0.05 倍至 0.63 倍、1.72 倍。分公司来看，下滑较大的是白云机场，白云机场上半年较去年同期下滑 0.97 倍至 1.34 倍，二季度较一季度下滑 1.33 倍至 2.34 倍，说明白云机场的收益质量相对较差。

表 17：机场业净现金流占净利润之比

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	1.09	1.67	1.38	0.63	1.72	1.18
深圳机场	1.34	0.96	1.15	1.21	1.00	1.10
白云机场	1.28	3.67	2.31	0.35	2.34	1.34
上海机场	0.70	1.37	1.08	0.33	1.94	1.15
厦门空港	1.38	1.38	1.38	1.45	0.99	1.21

资料来源：Wind，长江证券研究部

上半年应收账款占营业收入之比由去年的 50.88% 下降 8.81 个百分点至 42.07%，其中一季度末、二季度末的占比分别较去年同期下降 14.74、14.31 个百分点至 90.74%、90.00%。分公司来看，上半年应收账款占营业收入之比较去年同期下降较大的是白云机场、上海机场、厦门空港，分别较去年下降 14.79、7.77、5.45 个百分点。

表 18：航空业应收账款占营业收入之比

	2010Q1	2010Q2	2010H1	2011Q1	2011Q2	2011H1
机场行业	105.48%	104.30%	50.88%	90.74%	90.00%	42.07%
深圳机场	61.99%	69.32%	32.38%	61.09%	71.87%	31.19%
白云机场	115.36%	114.97%	55.76%	93.10%	90.60%	40.96%
上海机场	124.10%	117.86%	58.01%	107.83%	103.87%	50.24%
厦门空港	76.77%	69.94%	37.70%	65.04%	61.88%	32.25%

资料来源：Wind，长江证券研究部

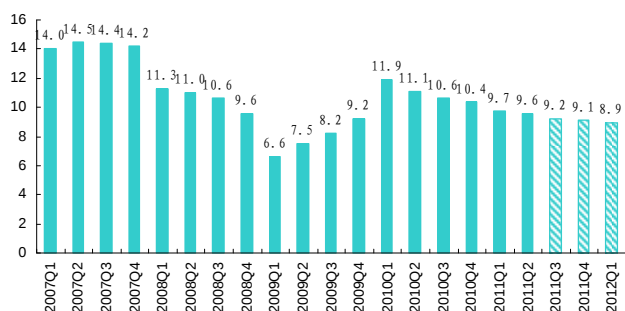
航空机场行业盈利能力展望

整体：国内旺、国际淡的格局不变

2011 年的大环境是国内经济发展稳定，而国际经济复苏缓慢。自 2009 年我国宏观经济开始复苏，到 2010 年一季度创下阶段性高点后复苏进程有所放缓，但 GDP 依然维持较高的增速，根据 Wind 统计的相关机构对宏观经济增速的预测，第三季度的累积同比增速约为 9.2%，2011 年全年的 GDP 增速约为 9.1%，2012 年一季度的 GDP 增速约为 8.9%。尽管增速回落，但与西方发达经济体相比，增速依然可观。

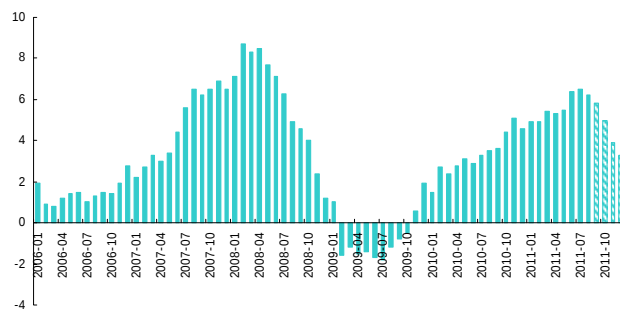
国内 CPI 在本年 7 月份创造了自 2008 年开始 37 个月以来的新高 6.5 后开始回落，新进公布的 8 月份 CPI 为 6.2，较 7 月的 6.5 下降 0.3 个百分点，根据 Wind 统计相关机构的预测数据，9 月-12 月的 CPI 分别为 5.8、5.0、3.9、3.3，尽管具体的数字未必准确，但随着基数的增高，以及食品价格逐步得到控制，下半年 CPI 有望见顶回落。

图 16: GDP 增速下滑但依然维持高速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17: CPI 有望见顶回落



资料来源：Wind，长江证券研究所

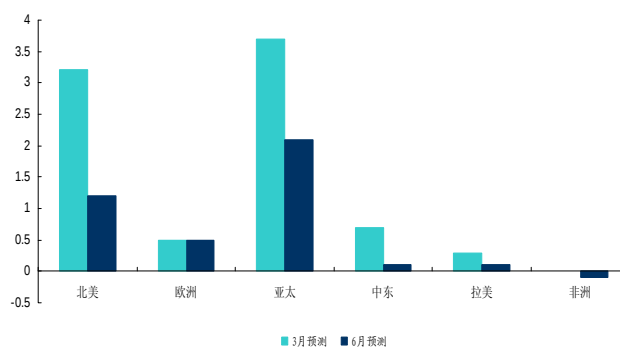
注：图 14 中后 3 个数据及图 15 中后 4 个月数据来源于 Wind 统计的相关机构的预测值。

图 18: 三季度旺季行情明显



资料来源：CEIC，长江证券研究所

图 19: 2011 年全球航空盈利预测



资料来源：IATA，长江证券研究所

在国内经济增速相对平稳，通过通胀有望见顶回落的状况下，我们预计下半年国内需求有望继续保持平稳的增速不会改变。而国际方面，由于全球经济复苏缓慢，美债与欧债问题依然未得到实质性解决，根据国际航空组织 IATA 的预测，2011 年全年盈利较强的是亚太地区和北美地区，其中亚太地区的增速在全球中相对较高。

国际需求方面来看，上半年各航空公司都增开了多条国家航线，主要是考虑到国际需求的复苏以及国际航线的高弹性。

国际需求的复苏需要满足三个条件：

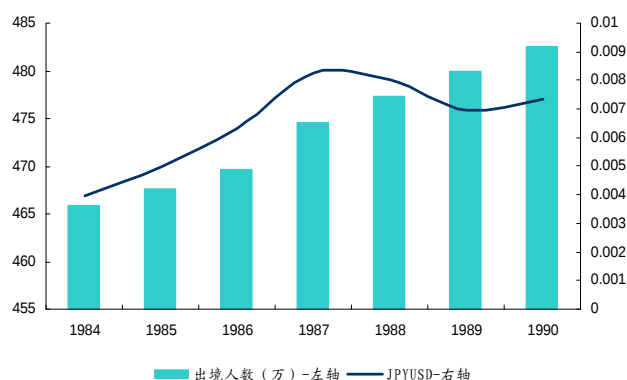
1) 消费升级。消费升级第二阶段就是，处于高度发达的沿海城市居民，将尝试国外旅行或增加国外旅行次数。数据显示，在经济危机前的 2004-2007 年间，国际航线人均乘机比的同比增幅分别为 13%、15%和 19%，但 2008-2009 年出现负增长，下滑至 0.011 次，回到 2006 年水平。因此，2011-2012 年将进入恢复性增长和自然增长叠加期，国际航线人均乘机次数增幅有望超 20%。

2) 本币升值。我们观察到，日本出境人数随日元本币升值而大幅增长。而消费升级和本币升值带动国际也增长的背后原理非常简单：不管是工资带来的绝对增加还是汇兑带来的相对增加，总之收入增加了，而国际旅行的费用多年未变且呈下降趋势，从尝试或体验角度来看，中国人口的高基数给国际业务的高增长提供了足够的增长动力。

3) 签证放松。自 1983 年开放香港为中国公民组团出境旅游目的地至今，全球大部分国家和地区已经对中国开放，数量已过百。尤其值得关注的是近几年开放的欧洲国家、美国和加拿大，这些国家的开通补充了国际航线客源（原本以外国人和商务出行为主要客源）。据了解，国内公司现在欧美航线开始盈利。一般来说，旅游产品需运作一段时间才日趋成熟，才能达到较高的性价比，这时具有更大的吸引力。

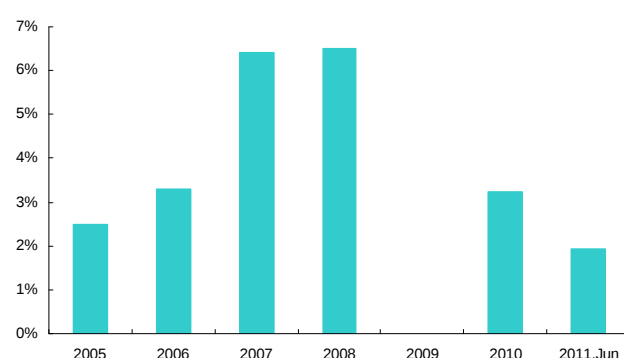
国际航线的高弹性表现在，国内航线与国际航线的航程长短不同，一般来说，国内航班为 2 小时左右，国际航班一般在 4 小时以上，因此，被高铁替代的国内航班，或许仅需调整为一半甚至更少的国际航班，即可充分吸收剩余运力。

图 20：1984-1990 年日元兑美元汇率及出境人数变化

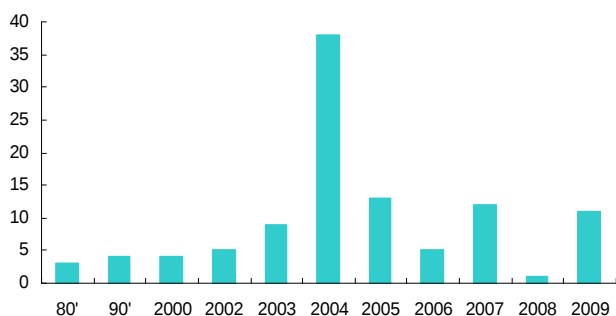


资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

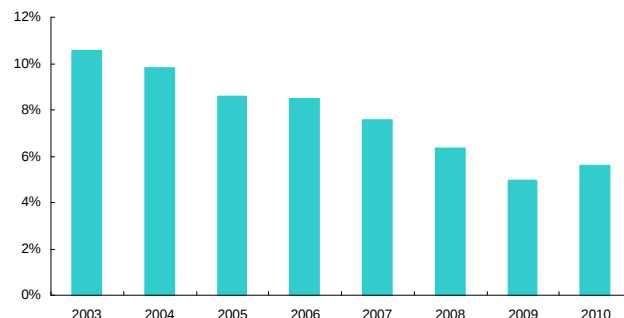
图 21：2005 年至今人民币升值幅度（当年）



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 1: 1980-2009 年开放为旅游目的地国家的数量


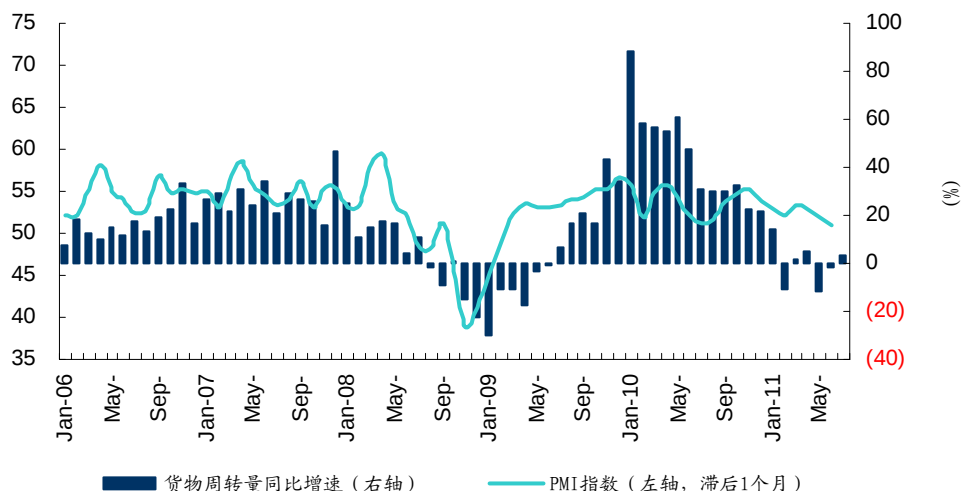
资料来源: 国家旅游局, 长江证券研究部

图 2: 2003-2010 年票价占收入比重


资料来源: CEIC, 公司财报, 长江证券研究部

航空货运: 短期内反弹概率不大

将 06 年来中国国内 PMI 指数和货物周转量同比增速进行对比分析, 发现两者存在极大的相关性。尤其在 PMI 指数下降时, 货物周转量同比增速也开始下滑。时间上, 货物周转量同比增速走势一般较 PMI 指数滞后一个月。2011 年 7 月来 PMI 指数下滑至 50.7, 创 29 个月来的历史最低, 形势不容乐观。8 月 PMI 指数环比回升 0.2 个百分点, 5 个月来首度反弹。9 月份为制造业的传统旺季, 预计 9 月 PMI 指数将好于 8 月。考虑到国内外经济无明显好转的迹象, 处于缓慢复苏的状态, 且面临着去年高基数, 全球经济的拖累, 预计下半年 PMI 指数大幅上涨的可能性不大, 货运需求同比增长大幅上涨概率较小。

图 3: 2011 全球航空盈利预测


资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

供给：三季度飞机引进的高峰期

上半年全行业飞机引进增速为 11.5%，若考虑退出，净增速仅为 4.07%。

表 19：上半年行业飞机引进退出情况

	公务机	货机	宽体	窄体	支线	总计
引入	1	3	7	59	5	75
退出	0	2	3	5	0	10
净增	1	1	4	54	5	65

资料来源：民航小站，长江证券研究部

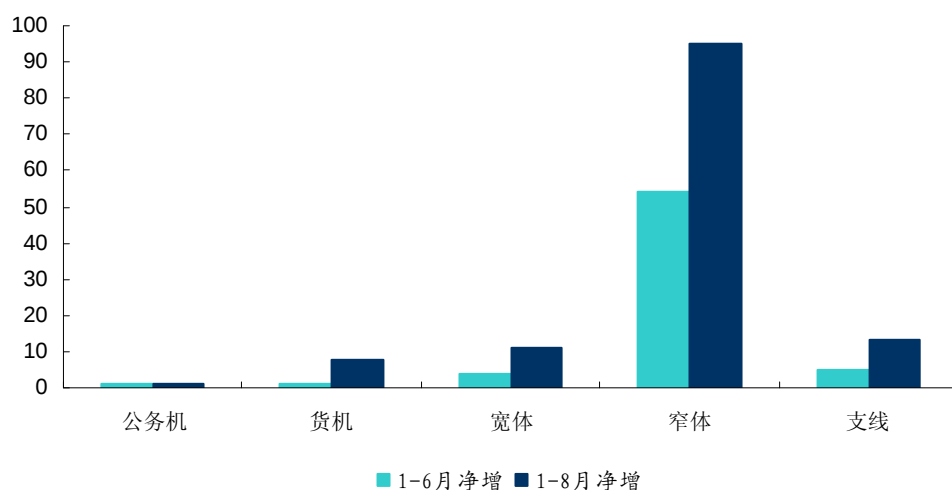
表 20：2011-2013 年飞机引进退出计划

	2010 期末	2011 引进	2012 引进	2013 引进	2011 退出
国航	282	36	37	36	18
深航	99	19	18	17	9
南航	422	55	60	57	16
东航	355	25	31	30	8
海航	97	10	13	22	5
汇总	1255	145	159	162	56
YOY		11.55%	11.36%	10.39%	

资料来源：公司数据，长江证券研究部（其中海航退出数据指到期的租赁飞机数量，但不排除续租的可能性）

2011 年 1-6 月份净增飞机 65 架，而本年 1-8 月份净增飞机 128 架，可以看出本年三季度是飞机引进的高峰期，从公布数据的航空公司看，2011 年全年计划引进飞机 145 架次，预计 9-12 月净增飞机 17 架左右，三季度飞机的大量引进有望进一步改善飞机的分配与机队结构。未来飞机增速控制在 10-11%，考虑到飞机的退出，净增幅在 8% 左右。

图 25：2011 全球航空盈利预测



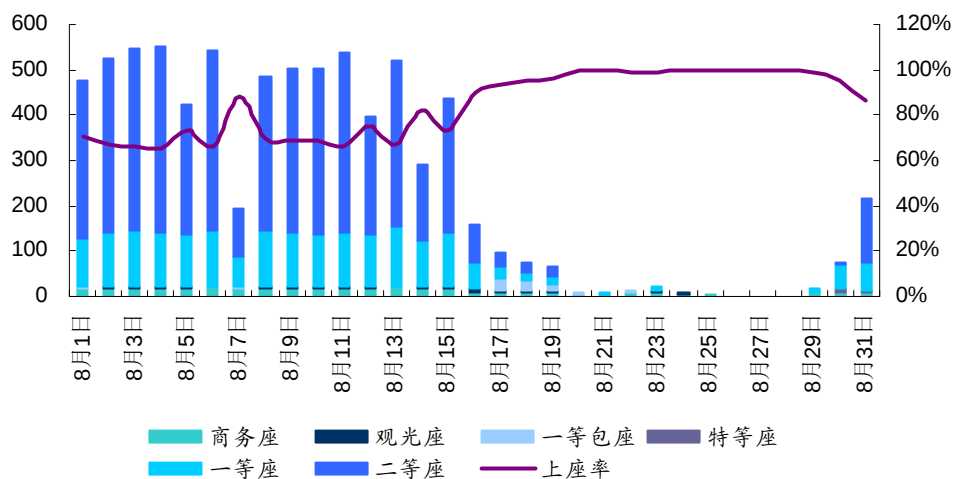
资料来源：IATA，长江证券研究部

高铁：短期受运能限制，中长期影响减弱

我们认为，短期内高铁的运能或将受到限制，中长期来看，由于高铁全面降速，存在永久性降速的可能，且当前建设资金紧缺，对航空的远期影响有望减弱。

我们对京沪线上的高铁列车每日余票情况进行统计，按照平均每车次 1600 座来计算京沪高铁的平均上座率，8 月份以来的高铁客座率如下。

图 26：8 月京沪日均高铁余票数量及上座率



资料来源：中国铁路客户服务中心，长江证券研究部

8 月高铁余票数量及客座率在上下两个半个月呈现分化的形态。1 日至 15 日，平均客座率为 71%，16 日至 31 日，平均客座率为 97%，增长了 26 个百分点。上半个月客座率较低主要是受到 7·23 温州动车追尾事故和高铁故障频发的影响，下半个月客座率上升是因为高铁运行对数减少。自 8 月 16 日起，京沪高铁列车开行对数从 88 对减少 25% 至 66 对，一方面提高了客座率，但另一方面也降低了高铁运能。经过测算，我们发现即使高铁客座率实现 100%，总的运量也仅增长 5%，考虑到 8 月底 9 月上旬是高校开学的时间，综合来看，京沪高铁对航空的分流变化不大。

短期来看，高铁的客座率即使达到满座，对航空分流的影响也远小于原来预计的 20%，且京沪航线上的旅客以商务人士为主，对票价的敏感性相对较低，因此，短期内高铁或将受到运能的限制，对航空的影响低于预期。

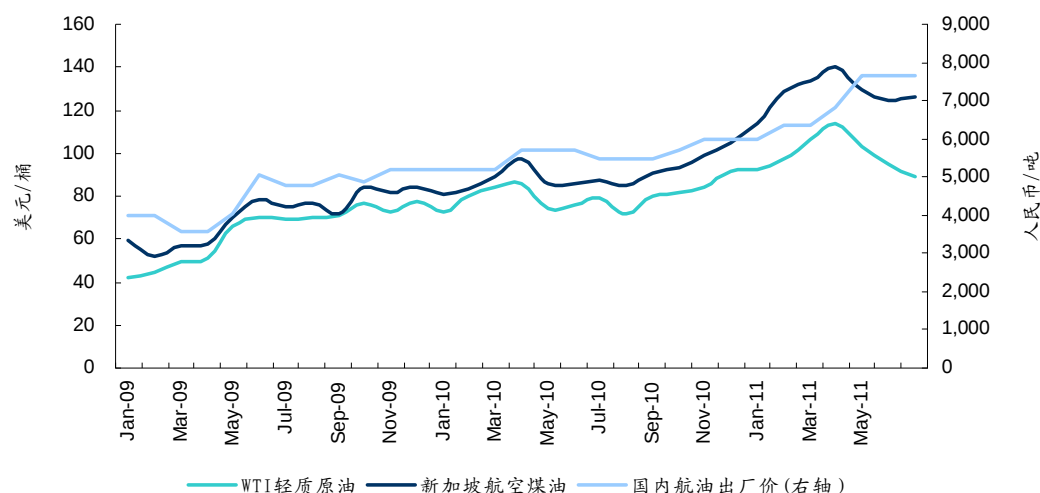
受 7·23 温州动车追尾事故影响，全国高铁进行了全范围的安全检查，检查期内相当部分的在建高铁项目已经停工或放慢施工。此外，28 日起，全国铁路调整运行图，实行全面降速，时速 350 公里调整至 300 公里，250 公里调整到 200 公里。

高铁建设受政策、资金面等因素的影响，进程不断放缓，影响整个“十二五”规划的完成，间接导致存在将“十三五”中可能要进行的机场建设提前到“十二五”的可能。国家目前正在考虑在中西部推进建立几个类似北京、上海、广州的大型枢纽机场。受益于高铁建设进程趋缓和国内机场密度相对较低的事实，机场大规模建设有望提前。

油价：上半年高位运行，短期内大幅上涨概率较小

国际油价自 2009 年以来持续上涨，今年上半年 WTI 轻质原油、新加坡航空煤油、国内航油出厂价分别较去年同期上涨 29%、47%、25%。我们认为，当前油价已处于高位，欧债危机与美债问题未得到实质性的解决，短期内经济很难出现明显的复苏，考虑到利比亚原油恢复产能后供给增加，短期内油价大幅上涨的概率较小。

图 27：主要油价近年变化



资料来源：Bloomberg，发改委，长江证券研究部

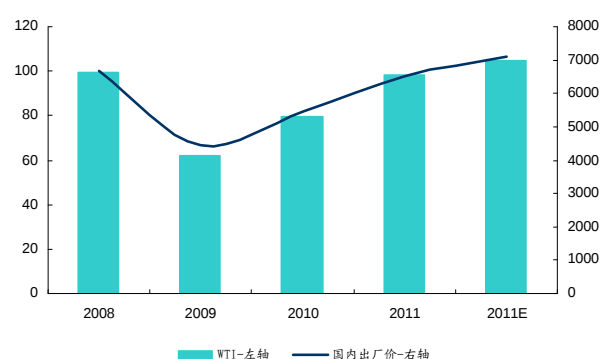
高盛认为，原油价短期仍将下跌，但由于原油供应紧张问题，原油价格将在 2012 年重新回升甚至突破近期高位。国际能源署(IEA)得出的结论是，世界石油储备以每年 6% 的幅度下降，这也是油价未来走高的理由之一。

图 4：OPEC 富余产能图（百万桶/日）



资料来源：EIA，长江证券研究部

图 5：2008-2011 年 WTI 油价变化



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

燃油附加费的征收，补偿了油价变化对航空公司利润的影响，9 月份发改委下调航油出厂价后，航油附加费的收取为 800 公里以下为 80 元，800 公里以上为 140 元，对油价上涨的覆盖率为 800 公里以下为 87%，800 公里以上的覆盖率为 81%。

表 21: 2008 年至今燃油附加费

调整日期	调整后出厂价	调整幅度	800 公里以下 燃油附加费	800 公里以上 燃油附加费	800 公里以下 覆盖率	800 公里以上 覆盖率
20100414	5690	9.63%	30	70	75%	93%
20100601	5470	-3.87%	30	60	79%	84%
20101026	5690	4.02%	40	70	99%	92%
20101222	5990	5.27%	40	80	83%	88%
20110220	6340	5.84%	50	90	87%	84%
20110406	6840	7.89%	60	110	85%	83%
20110525	7640	11.70%	80	140	88%	82%
20110801	7725	1.11%	80	150	85%	85%
20110901	7610	-1.49%	80	140	87%	81%

资料来源：发改委，民航局，长江证券研究部

表 22: 油价变化对 EPS 影响（按最新价 7610 元/吨为基数）

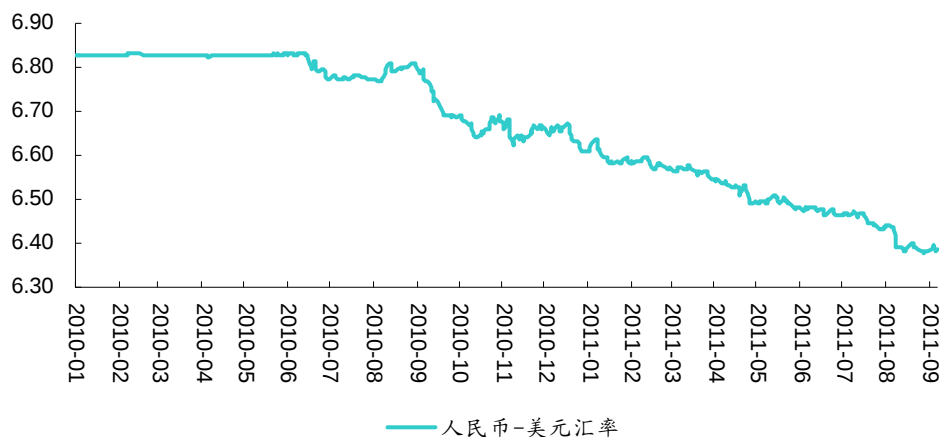
公司	-15%	-10%	-5%	5%	10%	15%
中国国航	0.0620	0.0413	0.0207	-0.0207	-0.0413	-0.0620
东方航空	0.0643	0.0429	0.0214	-0.0214	-0.0429	-0.0643
南方航空	0.0755	0.0503	0.0252	-0.0252	-0.0503	-0.0755

资料来源：发改委，民航局，公司公告，长江证券研究部

由于燃油附加费 80% 的传导率，航空煤油价格每变化 5%，对利润的影响仅为 1%，油价变化对航空 EPS 的影响已减弱。

根据最新的新加坡航油价格、美元汇率、桶吨比、2010 年耗油量等多个参数，我们测算出对各公司 2011 年 EPS 增厚为 0.013-0.020 之间（假设 25% 的所得税率），增厚极为有限。因此，零关税带来的情绪提振大于业绩增厚。

汇率：下半年人民币继续升值的概率较大

图 30: 人民币汇率走势


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

去年 7 月 20 日，中国人民银行新闻发言人发表谈话，称“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。汇改重启后第四个交易日(7 月 24 日)，人民币即期汇价波动弹性增加。进入 2011 年，上半年人民币汇率从年初的 6.607 持续下降至 6 月 30 日的 6.4639，上半年累计升值 2.17%；年初至 9 月 9 日，累计升值 3.31%。

我们认为，当前美国经济依然未出现明显复苏，即使短期内不会实施 QE3，但改变宽松货币政策概率较小，维持宽松货币政策的动力依然存在，因此，下半年人民币或将持续升值。

表 21：2011 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性

EPS 对人民币升值敏感性			
人民币升值幅度	南方航空	中国国航	东方航空
1%	0.042	0.035	0.026
2%	0.084	0.070	0.052
3%	0.126	0.106	0.077
4%	0.167	0.141	0.103

资料来源：公司 2010 年财报，长江证券研究部

投资建议

航空：选择利空少、国内占比高的南方航空

下半年航空业的整体形势依然是国内好于国际，主要有以下几个方面：

- 1、全球经济复苏缓慢，欧债危机与美债问题未得到实质性解决，未来依然是压制全球经济复苏的主要因素，而国内经济发展稳定，即使经济出现下滑，增速也依然远高于主要发达国家及经济体，这是国内需求好于国际的基础；
- 2、三季度是国内航空业的传统旺季，今年的航空旺季在面临去年高基数、高铁影响的状况下，三季度依然频繁爆出航空某些航线一票难求，以及客座率大幅提升的新闻，结合我们对今年 7、8 月份主要业务数据的跟踪，我们认为今年旺季中依然会有较好的表现；
- 3、高铁正式运营前，有关航空公司预计京沪高铁对航空的替代率会在 20%左右，但高铁正式开通运营一个多月来，其对航空的分流远低于预期，且未来面临永久性降速，以及建设进程减缓的挑战，未来对航空的影响有望减小；
- 4、今年以来，各家航空公司都加大了国际航线的投入，为国内航线提供了宽松的竞争氛围，国内航线客座率提升，带来边际成本递减，国内航线占比大的公司有望受益；
- 5、人民币汇率下半年有望持续升值。

结合上述判断，我们推荐南方航空，主要理由是：

- 1、国内占比高，目前国内收入占比约 80%；
- 2、利空因素少，没有世博会的高基数，受京沪高铁影响小；
- 3、今年以来逐步布局国际航线，形成三大网络体系，尽管当前国际航线的贡献度不高，但未来有可能成为公司持续增长的动力之一；

4、人民币升值的弹性最大，人民币没升值 1 个百分点，增厚公司 EPS0.042 元。

此外，我们建议投资者关注估值低、管理运营水平高，全球经济复苏后受益相对较大的中国国航。

机场：关注产能逐步释放，未来增长可期的上海机场

机场的收入模式不同于航空，其收入与三方面有关，一是与旅客吞吐量相关的部分收入，二是与飞机起降架次相关的部分收入，三是与场地出租等飞航业务相关的收入。当需求的下降幅度在一定范围内时，影响的仅是与旅客吞吐量相关的部分收入，因此，机场与航空公司相比具有防御性。

当前整个机场板块的估值较低，当前的机场行业的 PB 为 1.63 倍，相对于沪深 300 指数的 PB 为 0.78 倍，接近历史底部，继续下行的空间不大。

我们推荐产能逐步释放，未来持续增长可期的上海机场：

- 1、长三角经济发展稳定且面临着产业升级，由此带动消费和物流升级，消费升级将拉动国际旅游需求，而物流升级则刺激航空普货业务和快递业务；
- 2、上半年非航业务收入占比较去年仅增长 1 个百分点至 47%，相比于香港机场的 61%和美国机场的 70%-80%还有很大的提升空间；
- 3、上海迪斯尼乐园已经开建，建成后或将成为公司长期增长的催化剂；
- 4、公司自 2008 年投入 T2 航站楼后，产能一直处于低利用率状态，按单跑道 500 起飞架次算，目前跑道和航站楼的利用率分别为 60%、67%，按照从机场自身的发展周期看，上海机场已进入产能释放、投资回报率不断提升的大周期；
- 5、浦东 T2 航站楼货站和虹桥机场资产注入锦上添花。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司简称	投资评级		报表日股价 (8 月 31 日)	EPS 预测				PE			
	本期	上期		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
中国国航	推荐	推荐	9.23	1.05	0.78	0.68	0.72	8.79	11.82	13.57	12.80
东方航空	推荐	推荐	5.5	0.48	0.45	0.47	0.63	11.46	12.14	11.63	8.76
南方航空	推荐	推荐	7.83	0.70	0.69	0.64	0.71	11.19	11.38	12.29	11.03
海南航空	推荐	推荐	6.34	0.74	0.68	0.74	0.87	8.57	9.38	8.58	7.26
外运发展	谨慎推荐	谨慎推荐	7.23	0.49	0.49	0.56	0.68	14.67	14.79	12.89	10.71
中信海直	谨慎推荐	谨慎推荐	10.11	0.24	0.27	0.31	0.35	42.20	37.44	32.20	28.56
白云机场	推荐	推荐	7.14	0.51	0.62	0.69	0.73	14.00	11.57	10.30	9.77
上海机场	推荐	推荐	13.18	0.68	0.80	0.88	1.05	19.38	16.39	15.03	12.52
厦门空港	谨慎推荐	谨慎推荐	14.13	0.94	1.11	1.20	1.39	15.02	12.70	11.82	10.19
深圳机场	谨慎推荐	谨慎推荐	4.99	0.42	0.43	0.46	0.31	11.81	11.69	10.85	16.10

资料来源：wind，长江证券研究部

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。