

景气内强外弱，升值短缓长多

推荐 (维持)

2011年9月30日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
南方航空	0.71	0.70	推荐
海南航空	0.80	0.70	推荐
东方航空	0.50	0.49	推荐
中国国航	1.05	1.10	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

投资要点

- **国内市场景气拉动主业盈利强劲增长。**预计8月航空业收入362亿元，同比增长17%，环比增长3.4%；利润66亿元，同比上升27%，环比增长15.8%；毛利率26%，同比下降4个PT，环比持平。
- **暑期旺季，国内景气依然持续，国际表现仍显疲软。**8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51.46、34.40、17.06、1.11亿吨公里，同比增长3.90%、6.0%、-0.2%和4.5%，环比上升-0.1%、0.8%、-2.0%和-4.2%。8月的暑期旺季，国内景气程度依然持续，国际航线表现仍显疲弱。
- **飞机增速持续降低，运力供给严格受控。**8月底我国民航飞机1693架，同比和环比分别增长9.72%和0.8%。飞机日利用率9.6小时，同比减少0.3小时，环比持平。
- **航空运营效率维持高位，票价水平继续攀升。**8月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为85.0%、85.9%、81.5%和83.4%，同比上升0.8%、1.3%、-0.9%和1.8%，环比上升-0.6%、-0.9%、0.5%、0.8%，国内客座率维持高位，国际客座率继续小幅回升。预计8月我国民航客公里票价约0.79元，同比提高9.7%，吨公里收入约6.84元，同比提高11.4%，票价水平继续攀升。
- **人民币升值短期可能趋缓，油价震荡下跌。**9月份以来，欧美欧债问题进一步发酵，使得市场担忧未来经济复苏前景，同时资金逐渐撤离大宗商品转向美元等避险资产，导致9月份至今人民币兑美元跌0.29%，短期内人民币升值速度可能趋缓。长期来看，欧美宽货币的“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。油价方面，受国际经济前景不明的影响，8月以来开始震荡下跌，且短期内不具备大幅上涨的基础，国内航空公司业务毛利率有望止跌回升。
- **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，欧美债务危机加剧使国内外经济陷入二次衰退，A380即将引进带来的运营亏损和航线竞争，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。
- **行业评级及投资策略：**鉴于航空三季度基本面依然良好，在供求关系和竞争结构日益改善的局势下，航空的消费属性有望减轻周期性的不利影响，4季度航空基本面环比下滑幅度尚需观察，我们维持行业推荐评级，航空股的未来走势更多的取决于大盘走势。我们继续推荐弹性最大的南方航空；推荐进入旅游旺季和航空主业整合的海南航空；京沪航线占比最大的东方航空（高铁冲击低于预期）。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。通航产业长期发展空间巨大，但短期内不可能一蹴而就，业绩难以快速释放，建议关注10月14-16日在西安召开的国际通用航空大会的相关政策和态度。我们亦提示在大盘不佳的情况下，估值偏贵的通航公司股价存在下行风险。重点推荐民用炭/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。

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

目 录

投资聚焦	- 6 -
投资逻辑	- 6 -
投资策略	- 7 -
核心假设	- 8 -
风险提示	- 8 -
航空运量需求:	- 8 -
运输总周转量: 国内景气依然持续, 国际表现仍显疲软	- 8 -
旅客周转量: 同比增速小幅下降	- 10 -
货邮周转量: RFTK 同比小幅负增长	- 10 -
旅客运输量: 同比增速小幅下降	- 11 -
货邮运输量: 国际货运表现依然疲软	- 12 -
航空运力供给: 飞机增速持续降低, 运力供给严格受控	- 14 -
飞机同比增速处于历史低位, 飞机利用率因受限而同比下滑	- 14 -
可用吨公里: ATK 同比增速下降	- 15 -
可用客公里: ASK 同比增速下降	- 17 -
可用货邮吨公里: AFTK 同比增速负增长	- 17 -
航空运营效率: 载运率和客座率环比小幅微降	- 18 -
载运率: LF 保持较高水平	- 18 -
客座率: 国内客座率维持高位, 国际客座率继续小幅回升	- 19 -
货邮载运率: FLF 环比小幅下滑	- 20 -
航空运营效益: 票价持续攀升、油价震荡下跌	- 21 -
票价水平: 同比环比继续攀升	- 21 -
航油成本: 环比略有上涨, 短期大幅上涨空间有限	- 22 -
燃油附加费: 国内燃油附加费下调, 联动机制充分有效	- 24 -
汇率: 短期内人民币兑美元升值趋势可能趋缓	- 25 -
主业利润: 国内场景气拉动主业盈利强劲增长	- 26 -
机场业: 国内场景气保证行业稳定增长	- 26 -
上海机场: 受同期世博园影响, 本月旅客吞吐量同比小幅下降	- 26 -
厦门空港: 业务强劲增长	- 28 -
深圳机场: 人力成本增加致半年报利润略低于去年同期	- 29 -
白云机场: 业务保持较快增长	- 30 -
图 1、全民航 8 月 RTK 增速国内高于国际	- 9 -
图 2、全民航 8 月 RTK 同比增速略有回落	- 9 -
图 3、国航 8 月 RTK 同比增速国内国际基本持平	- 9 -
图 4、国航 8 月 RTK 同比增速略有回落	- 9 -
图 5、南航 8 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 9 -
图 6、南航 8 月 RTK 同比增速下降	- 9 -
图 7、东航 8 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 9 -
图 8、东航 8 月 RTK 同比增速下降	- 9 -
图 9、全民航 8 月 RPK 同比增速小幅下降	- 10 -
图 10、国航 8 月 RPK 同比增速保持平稳	- 10 -
图 11、南航 8 月 RPK 同比增速下降	- 10 -
图 12、东航 8 月 RPK 同比增速小幅下降	- 10 -
图 13、全民航 8 月 RFTK 同比增速由正转负	- 10 -
图 14、国航 8 月 RFTK 同比增速由正转负	- 10 -

图 15、南航 8 月 RFTK 同比增速下降	- 11 -
图 16、东航 8 月 RFTK 同比增速下降	- 11 -
图 17、全民航 8 月客流同比增速国际高于国内	- 11 -
图 18、全民航 8 月客流量同比增速下降	- 11 -
图 19、国航 8 月客流同比增速地区高于国际国内	- 11 -
图 20、国航 8 月客流量同比增速略升	- 11 -
图 21、南航 8 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 22、南航 8 月客流量同比增速略升	- 12 -
图 23、东航 8 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 24、东航 8 月客流量同比增速略降	- 12 -
图 25、中国 8 月外贸出口增速基本持平	- 13 -
图 26、中国 8 月外贸进口增速小幅上升	- 13 -
图 27、全民航 8 月货量同比增速国内高于国际	- 13 -
图 28、全民航 8 月货邮量同比增速下降	- 13 -
图 29、国航 8 月货邮同比增速国内高于国际	- 13 -
图 30、国航 8 月货邮量同比增速下降	- 13 -
图 31、南航 8 月国际货邮同比增速国际高于国内	- 13 -
图 32、南航 8 月货邮量同比增速下降	- 13 -
图 33、东航 8 月地区货邮同比增速国际高于国内	- 14 -
图 34、东航 8 月货邮量同比增速下降	- 14 -
图 35、8 月底全民航运输飞机 1693 架	- 14 -
图 36、全民航 8 月飞机引进速度持续回落	- 14 -
图 37、全民航 8 月飞机日利用率 9.6 小时	- 15 -
图 38、全民航 8 月飞机利用率同比增速下降	- 15 -
图 39、全民航 8 月 ATK 70.1 亿吨公里	- 15 -
图 40、全民航 8 月 ATK 同比增速处于低位	- 15 -
图 41、全民航 8 月 ATK 同比增速国内高于国际	- 15 -
图 42、全民航 8 月 ATK 同比增速小幅下降	- 15 -
图 43、国航 8 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 44、国航 8 月 ATK 同比增速小幅上升	- 16 -
图 45、南航 8 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 46、南航 8 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 47、东航 8 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 48、东航 8 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 49、全民航 8 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 50、国航 8 月 ASK 同比增速上升	- 17 -
图 51、南航 8 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 52、东航 8 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 53、全民航 8 月 AFTK 同比增速下降	- 17 -
图 54、国航 8 月 AFTK 同比增速小幅上升	- 17 -
图 55、南航 8 月 AFTK 同比增速持平	- 18 -
图 56、东航 8 月 AFTK 同比增速下降	- 18 -
图 57、全民航 8 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 58、全民航 8 月载运率小幅下降	- 18 -
图 59、国航 8 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 60、国航 8 月载运率小幅下降	- 18 -
图 61、南航 8 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 62、南航 8 月载运率升至小幅下降	- 19 -
图 63、东航 8 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 64、东航 8 月载运率小幅下降	- 19 -
图 65、全民航 8 月客座率国内高于国际地区	- 19 -

图 66、全民航 8 月客座率小幅下降	19 -
图 67、国航 8 月客座率国内高于国际和地区	20 -
图 68、国航 8 月客座率小幅下降	20 -
图 69、南航 8 月客座率国内高于国际和地区	20 -
图 70、南航 8 月客座率小幅下降	20 -
图 71、东航 8 月客座率国内高于国际和地区	20 -
图 72、东航 8 月客座率小幅下降	20 -
图 73、全民航 8 月货邮载运率环比下降	21 -
图 74、国航 8 月货邮载运率环比下降	21 -
图 75、南航 8 月货邮载运率环比基本持平	21 -
图 76、东航 8 月货邮载运率环比下降	21 -
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	22 -
图 80、国内、亚太与国际航线票价指数	22 -
图 81、三大航 8 月票价继续攀升	22 -
图 82、三大航 8 月国内票价继续攀升	22 -
图 83、三大航 8 月国际票价继续攀升	22 -
图 84、三大航 8 月地区票价继续攀升	22 -
图 85、8 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 86 美元/桶左右波动	23 -
图 86、预计 8 月航空公司航油采购均价约 8020 元/吨	24 -
图 87、8 月人民币兑美元汇率升值 0.78%	25 -
图 88、8 月人民币兑日元升值 0.6%	25 -
图 89、9 月末一年期 NDF 与即期汇率持平	25 -
图 90、8 月上海两场旅客同比增速高于货邮	26 -
图 91、8 月上海两场起降同比增速下降	26 -
图 92、8 月上海两场旅客吞吐同比增速下降	27 -
图 93、8 月上海两场货邮同比增速平稳	27 -
图 94、8 月浦东机场同比增速客降货增	27 -
图 95、8 月浦东机场起降同比增速下降	27 -
图 96、8 月浦东机场客流量同比增速下降	27 -
图 97、8 月浦东机场货流量同比增速平稳	27 -
图 98、8 月虹桥机场同比增速客降货增	27 -
图 99、8 月虹桥机场起降同比增速平稳	27 -
图 100、8 月虹桥客流量同比增速下降	28 -
图 101、8 月虹桥机场货流量同比增速平稳	28 -
图 102、8 月厦门空港起降同比增速继续上升	28 -
图 103、8 月厦门空港客流量同比增速下降	28 -
图 104、8 月厦门空港货流量同比增速趋缓	29 -
图 105、8 月厦门空港同比增速客运大于货运	29 -
图 106、8 月深圳机场起降同比增速下降	29 -
图 107、8 月深圳机场客流量同比增速下降	29 -
图 108、8 月深圳机场货流同比增速下降	30 -
图 109、8 月深圳机场客货增速处于低位	30 -
图 110、8 月白云机场起降同比增速平稳	30 -
图 111、8 月白云机场旅客同比增速下降	30 -
图 112、8 月白云机场货流量同比增速平稳	31 -
图 113、8 月白云机场客流同比增速好于起降货流	31 -
图 114、航空与其他周期板块股价走势比较	32 -

表 1、重点公司盈利预测与评级（2011.9.29）	- 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 9 月 28 日收盘价）	- 31 -
表 5、全球机场估值比较（2011 年 9 月 28 日收盘价）	- 32 -

投资聚焦

投资逻辑

国内市场依然高度景气，国际市场复苏尚需时日。

随着三季度旺季的到来，国内市场延续了上半年高度景气的态势。在旅客需求稳定增长、运力增长严格受控的情况下，市场呈现供不应求，票价和客座率继续攀升。

国际方面，美国 4000 亿长期国债扭曲操作和欧央行介入救援希腊，使得欧美债务危机有所缓解。但欧美国家走出债务危机、经济重拾升势尚需时日，国际航线在未来一段时间可能仍将处于疲软态势。

从季节波动来看，9 月份暑期之后航空景气度环比开始走弱，但国内下滑幅度好于去年，国际则逊于去年。

人民币短期升值趋缓，长期有望继续升值；油价短期不具备大幅上涨基础。

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 3.43%。9 月份以来，欧美欧债问题进一步发酵，使得市场担忧未来经济复苏前景，同时资金逐渐撤离大宗商品转向美元等避险资产，导致 9 月份至今人民币兑美元跌 0.29%，短期内人民币升值速度可能趋缓。

长期来看，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，前者将使国内航空公司长期受益。

油价方面，受国际经济前景不明的影响，8 月以来开始震荡下跌，且短期内不具备大幅上涨的基础。国内航空公司业务毛利率有望止跌回升。

国内场景气与旅客消费水平提升，拉动机场业务高增长。

在国内航空市场景气的背景下，我国机场航空业务持续增长。2011 年 1~8 月全民航旅客吞吐量同比增长 8.8%，保证了机场业务的稳定增长。

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：基本面良好，消费属性提升有望减轻周期属性的不利影响。

国内经济放缓和欧美债务危机升级的“内忧外患”之下，市场担心航空的周期性使得航空股伴随大盘出现下跌，但我们认为航空消费属性日渐提升，在供求关系和竞争结构日益改善的背景下，航空消费属性有望减轻周期属性的不利影响。欧美债务危机虽然愁云密布，但对国内航线为主的航空公司的影响相对较小；高铁虽然降低了速度、频率和投资，但高铁分流依然是中长期压抑航空股估值的最重要因素。航空股的3季度的基本面其实不差（国际航线不好因素已经反映在目前股价中），航空股价的走势将更多的取决于未来大盘走势。

短期，欧美经济重拾升势尚需时日，国际航线在未来几个月内可能仍将处于疲软态势，国际航线占比较大的航空公司股价难以出现大的行情。**中期**，高铁建设进程虽然放缓，但明年高铁逐渐成网后依然会对航空造成一定冲击。**长期**，看好航空股的消费属性，居民收入水平提高后出境游需求提升和国际经济的好转将使国际航线快速增长，竞争格局和供需关系改善将带来业绩长期增长的持续性。

我们维持行业推荐评级，继续推荐弹性最大的南方航空；推荐进入旅游旺季和航空主业整合的海南航空；京沪航线占比最大的东方航空（高铁冲击低于预期）。

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。

通航产业长期发展空间巨大，但短期内不可能一蹴而就，业绩难以快速释放，建议关注10月14-16日在西安召开的国际通用航空大会的相关政策和态度。我们亦提示在大盘不佳的情况下，估值偏贵的通航公司股价存在下行风险。重点推荐民用炭/炭材料市场发力、产能即将释放的博云新材；关注航空维修稳步增长、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。

核心假设

2011 年 WTI 均值 95 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，A380 即将引进带来的运营亏损和航线竞争，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 (2011.9.29)

股票简称	股价 (2011.9.29)	EPS			PE			PB	评级	目标价
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E		
南方航空	6.44	0.59	0.71	0.70	10.92	9.07	9.20	2.20	推荐	8.52
海南航空	5.91	0.73	0.80	0.70	8.10	7.39	8.44	1.82	推荐	8
东方航空	4.81	0.48	0.50	0.49	10.02	9.62	9.82	2.67	推荐	6
中国国航	7.85	0.95	1.05	1.1	8.26	7.48	7.14	2.20	推荐	10.5
上海机场	11.79	0.68	0.80	0.94	18.95	17.15	14.57	1.58	强烈推荐	16.00
厦门空港	13.02	0.94	1.12	1.17	15.73	13.19	11.82	2.12	推荐	16.80
白云机场	7.14	0.51	0.62	0.73	15.61	12.73	10.81	1.23	推荐	9.30
深圳机场	4.60	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：国内景气依然持续，国际表现仍显疲软

2011 年 8 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 51.46、34.40、17.06、1.11 亿吨公里，同比增长 3.90%、6.0%、-0.2% 和 4.5%，环比上升 -0.1%、0.8%、-2.0% 和 -4.2%。8 月的暑期旺季，国内景气程度依然持续，国际航线表现仍显疲弱。

1~8 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 376.65、248.9、127.7 和 8.36 亿吨公里，同比增长 7.1%、9.1%、3.3% 和 10.1%，航空市场需求依然保持较强增长。

图 1、全民航 8 月 RTK 增速国内高于国际

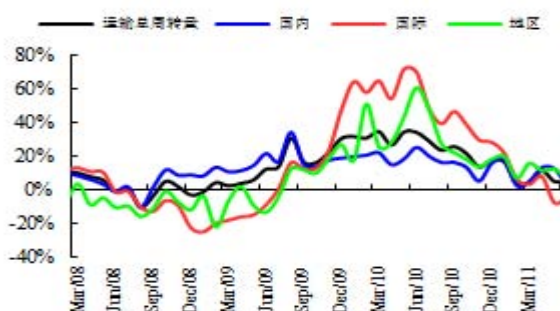
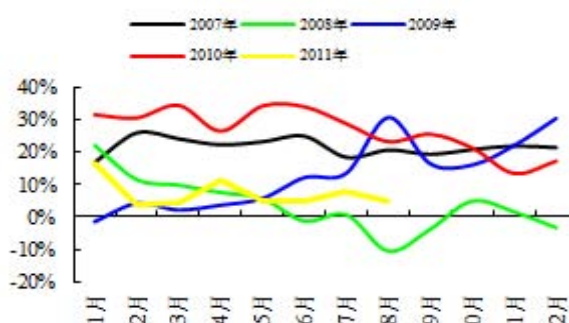


图 2、全民航 8 月 RTK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 8 月 RTK 同比增速国内国际基本持平

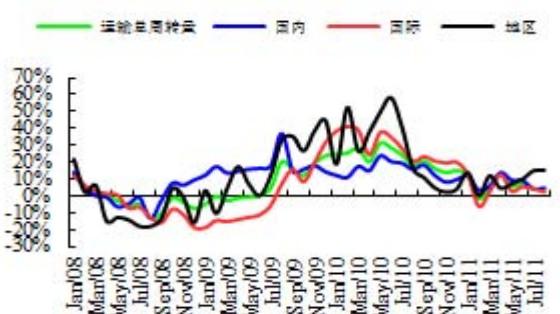
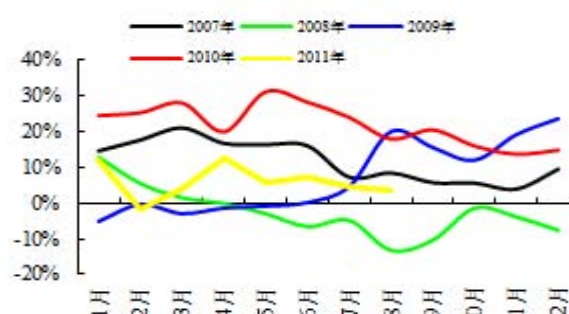


图 4、国航 8 月 RTK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、南航 8 月 RTK 同比增速国际高于国内

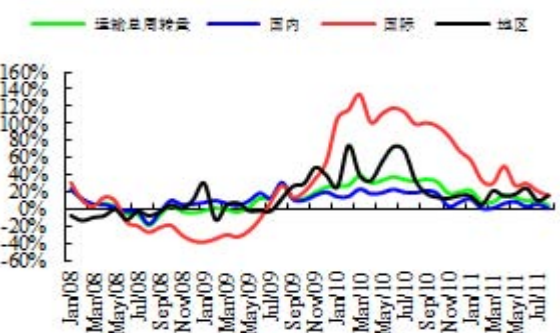
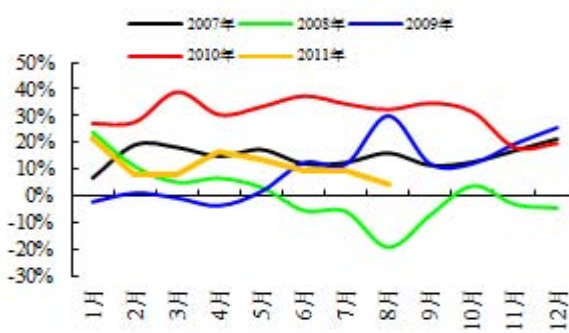


图 6、南航 8 月 RTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航 8 月 RTK 同比增速国际高于国内

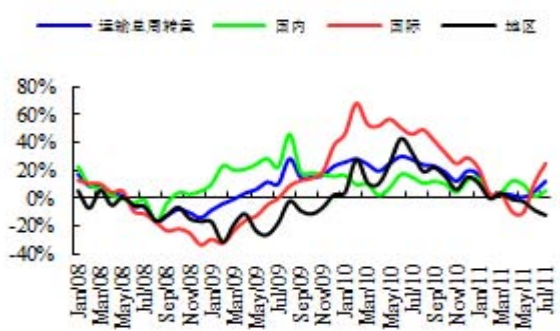
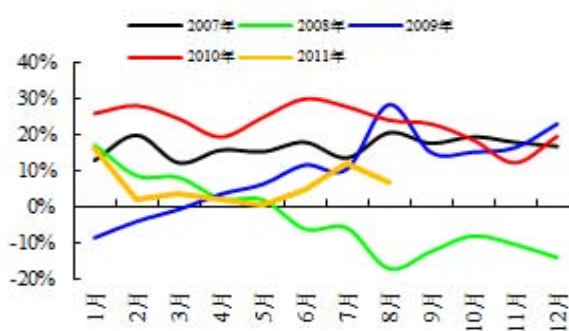


图 8、东航 8 月 RTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客周转量：同比增速小幅下降

图 9、全民航 8 月 RPK 同比增速小幅下降

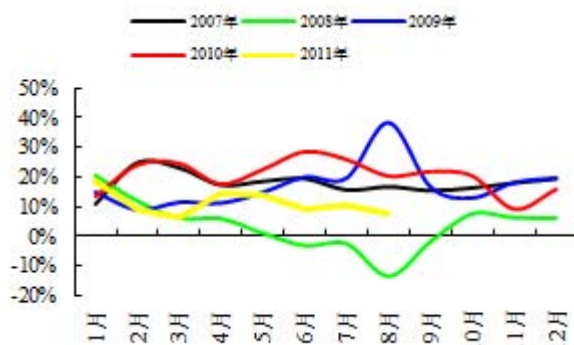
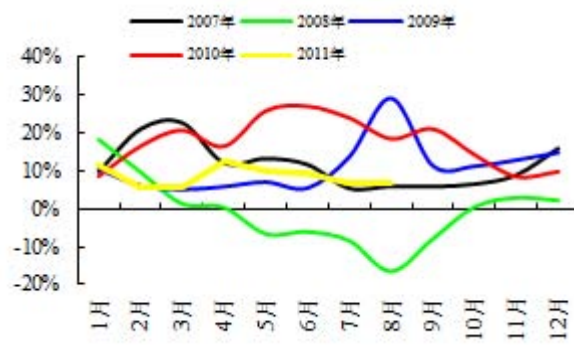


图 10、国航 8 月 RPK 同比增速保持平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、南航 8 月 RPK 同比增速下降

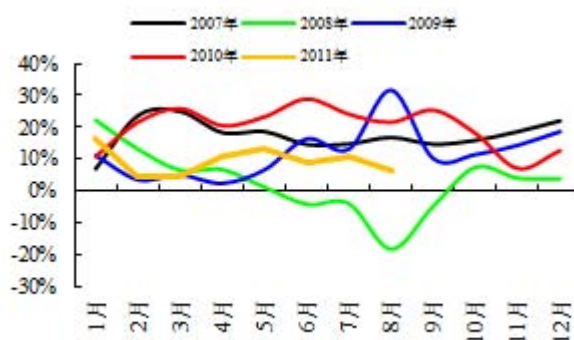
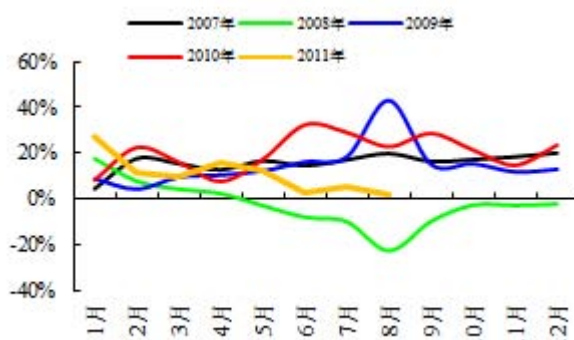


图 12、东航 8 月 RPK 同比增速小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮周转量：RFTK 同比小幅负增长

图 13、全民航 8 月 RFTK 同比增速由正转负

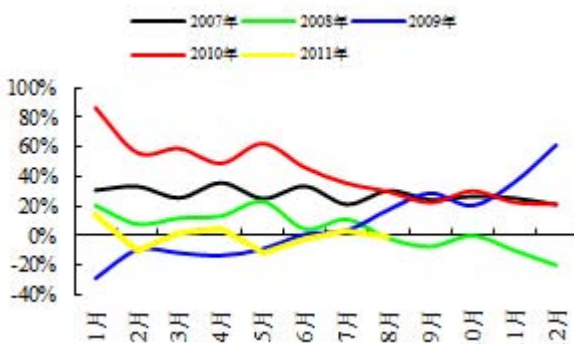
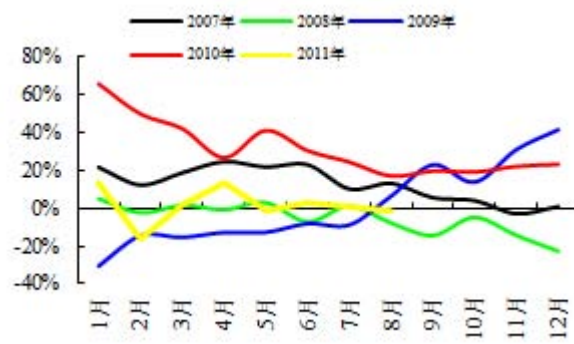


图 14、国航 8 月 RFTK 同比增速由正转负



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、南航 8 月 RFTK 同比增速下降

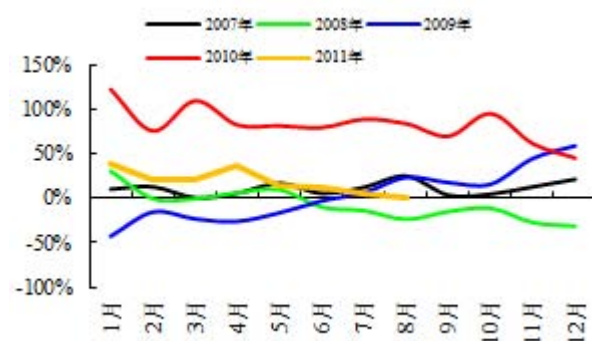
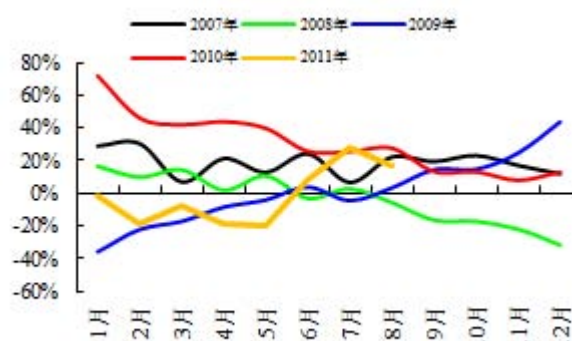


图 16、东航 8 月 RFTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客运输量：同比增速小幅下降

2011 年 8 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 2758.4、2558.5、199.9、68.6 万人次，同比增长 4.5%、4.6%、4.3%和 6.9%，环比增长 1.0%、0.8%、2.5%和-2.4%，旅客同比增速小幅下降。

1~8 月合计综合、国内(含地区)、国际和地区旅客运输量分别为 19393.9、18013.5、1380.3 和 500.3 万人次，同比增长 8.7%、8.7%、7.9%和 13.1%。

图 17、全民航 8 月客流同比增速国际高于国内

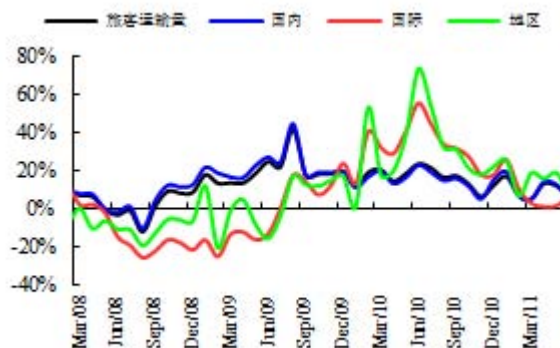
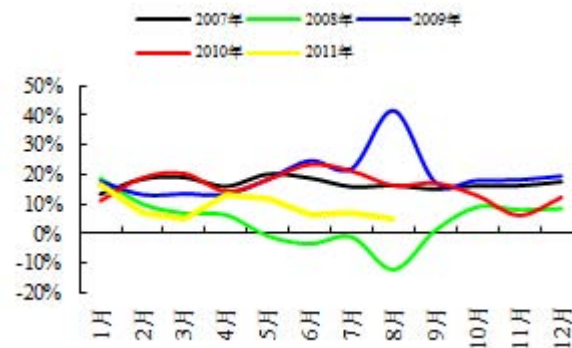


图 18、全民航 8 月客流量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 19、国航 8 月客流同比增速地区高于国际国内

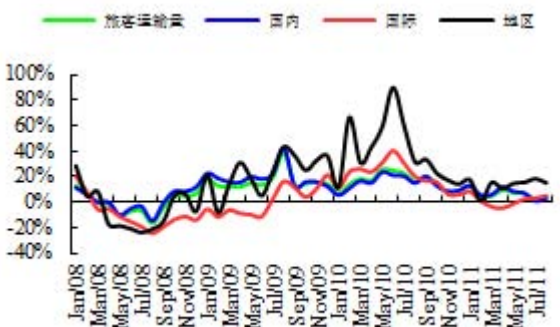
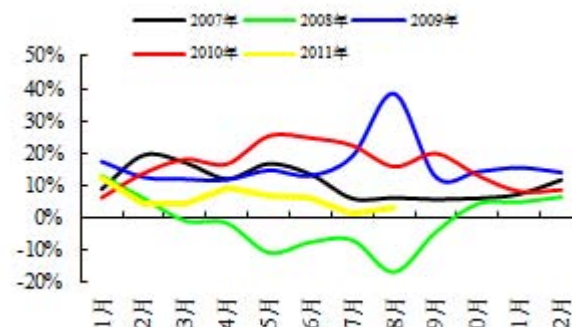


图 20、国航 8 月客流量同比增速略升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 21、南航 8 月客流同比增速国际高于国内

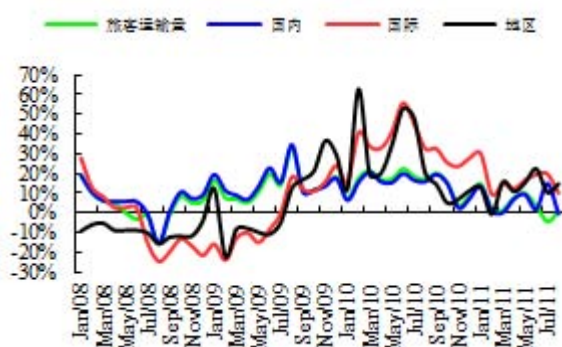
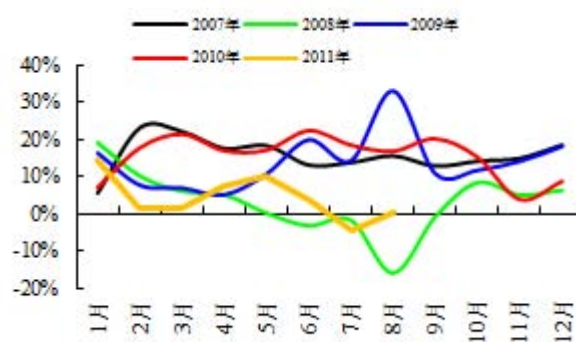


图 22、南航 8 月客流量同比增速略升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 23、东航 8 月客流同比增速国际高于国内

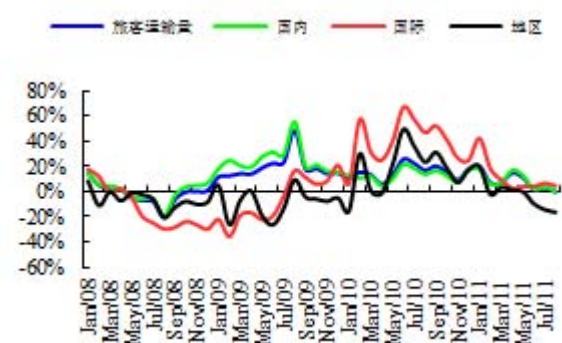
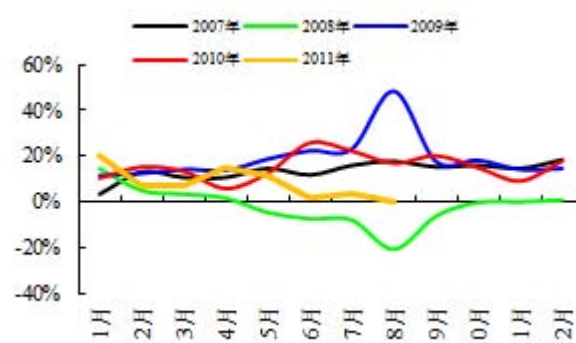


图 24、东航 8 月客流量同比增速略降



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 8 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 45.5、30.7、14.9 和 1.7 万吨，环比增长-3.1%、0.3%、-8.2%和-9.4%，同比上升 0.5%、2.8%、-3.9%和-13.5%，其中国际和地区航线货邮运输量同比下滑明显。

1~8 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区货邮运输量分别为 356.5、238.9、117.6 和 14.4 万吨，同比增长-0.6%、1.5%、-4.5%和 1.0%。今年以来由于国际经济表现不佳以及去年的高基数，导致国际航空货运市场表现疲软，较去年为负增长。

图 25、中国 8 月外贸出口增速基本持平

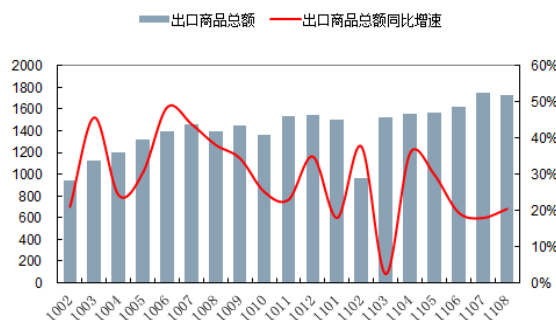
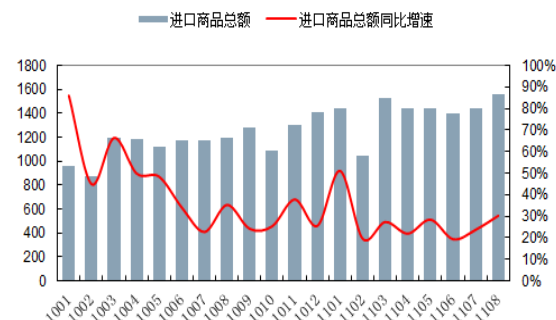


图 26、中国 8 月外贸进口增速小幅上升



数据来源：海关、兴业证券研究所

图 27、全民航 8 月货量同比增速国内高于国际

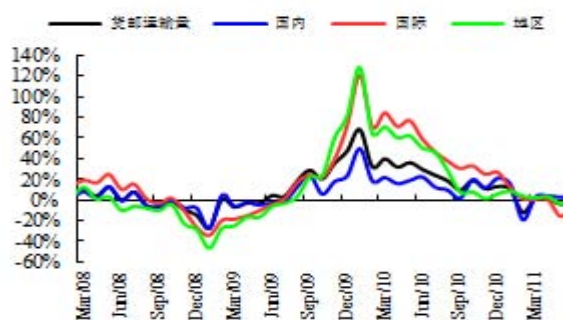
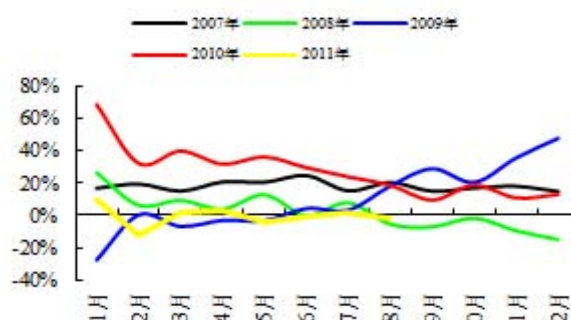


图 28、全民航 8 月货邮量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 29、国航 8 月货邮同比增速国内高于国际

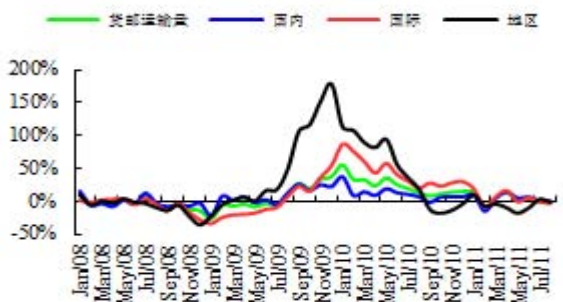
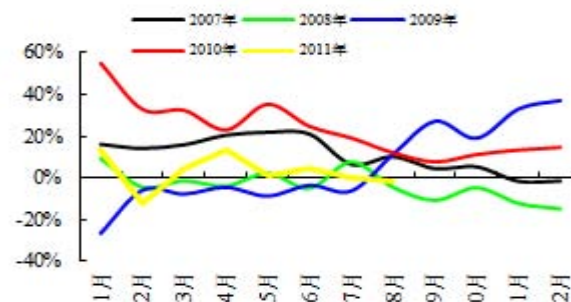


图 30、国航 8 月货邮量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 31、南航 8 月国际货邮同比增速国际高于国内

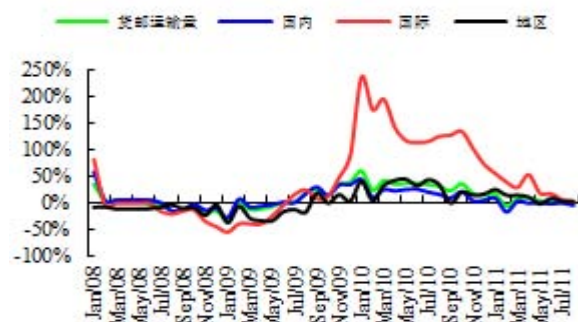
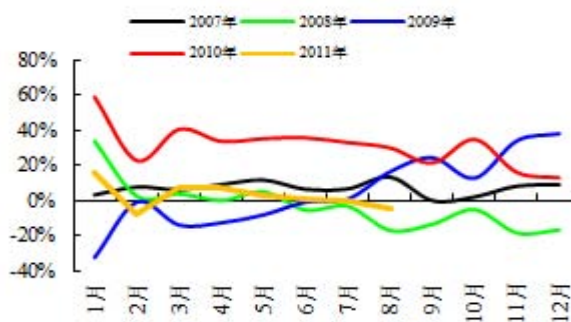
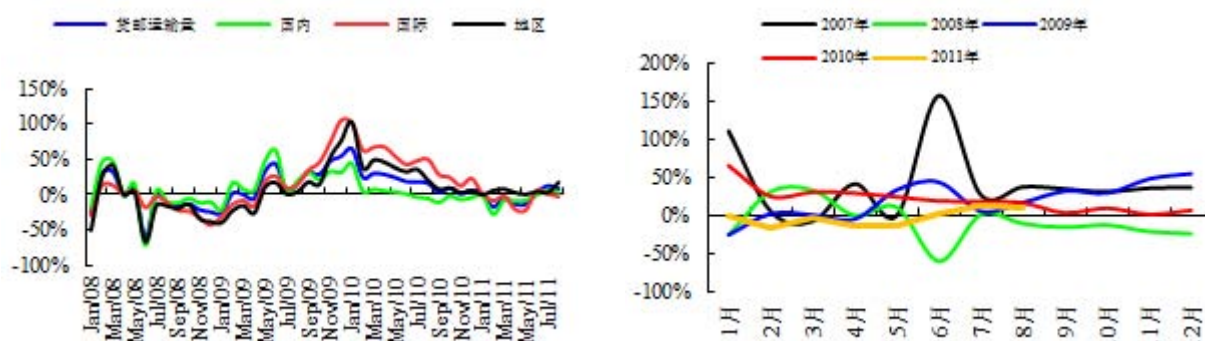


图 32、南航 8 月货邮量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 33、东航 8 月地区货邮同比增速国际高于国内 图 34、东航 8 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

航空运力供给：飞机增速持续降低，运力供给严格受控

飞机同比增速处于历史低位，飞机利用率因受限而同比下滑

2011 年 8 月底我国民航运输飞机 1693 架，同比和环比分别增长 9.72% 和 0.8%。飞机日利用率 9.6 小时，同比减少 0.3 小时，环比持平。ATK 70.11 亿吨公里，同比增长 3.1%，环比增加 1.2%，客座数 3245 万个，同比增长 3.9%，环比增加 1.7%。

在去年飞机引进速度较快的情况下，今年航空公司飞机引进同比增速持续降低，目前增速已降至历史较低水平。伊春空难后，飞机日利用率受到限制，使得今年暑期旺季飞机日利用率较去年有所下滑，使得飞机运力供给增速进一步下降。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、8 月底全民航运输飞机 1693 架

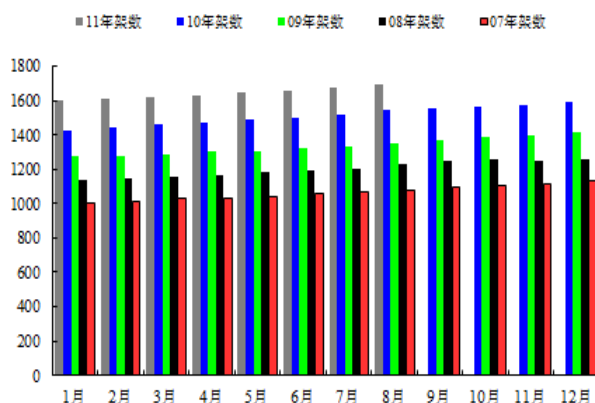
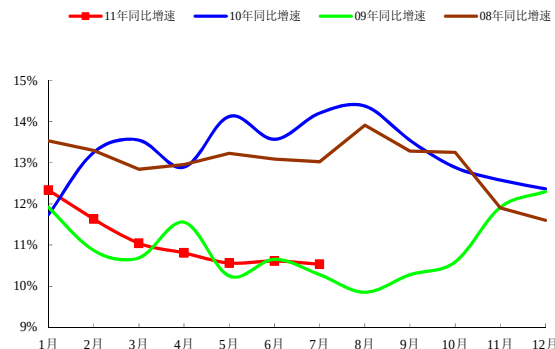


图 36、全民航 8 月飞机引进速度持续回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 37、全民航 8 月飞机日利用率 9.6 小时

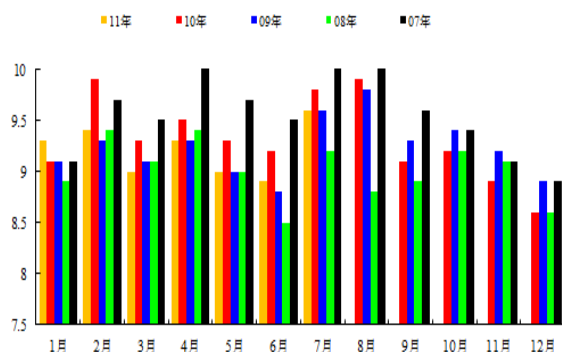
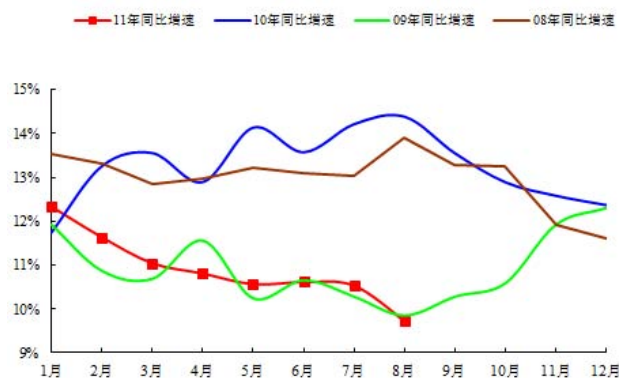


图 38、全民航 8 月飞机利用率同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用吨公里：ATK 同比增速下降

2011 年 8 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 70.1、45.9、24.2 和 1.6 亿吨公里，同比增长 3.1%、4.4%、0.7%和 3.9%，环比上升 1.2%、1.8%、0.3%和-3.6%。

1~8 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区的可用吨公里（ATK）分别 518.98、339.24、182.85 和 13.0 亿吨公里，同比增长 5.8%、5.7%、6.2%和 10.3%。

图 39、全民航 8 月 ATK 70.1 亿吨公里

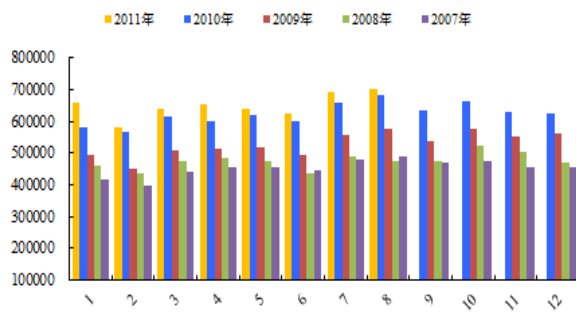
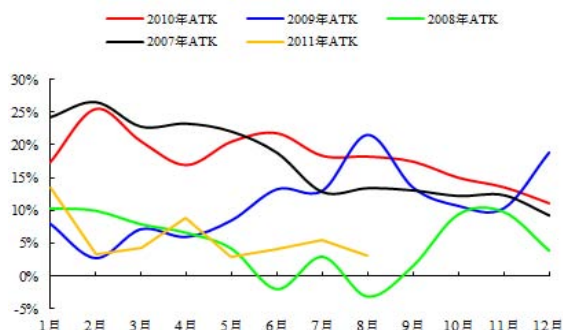


图 40、全民航 8 月 ATK 同比增速处于低位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 41、全民航 8 月 ATK 同比增速国内高于国际

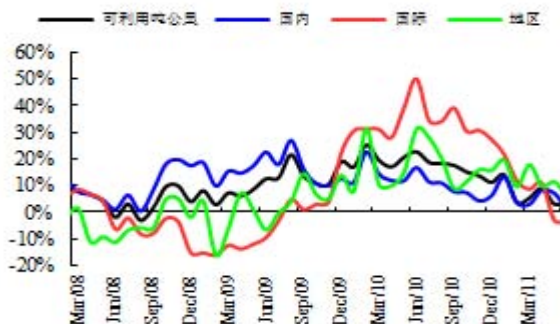
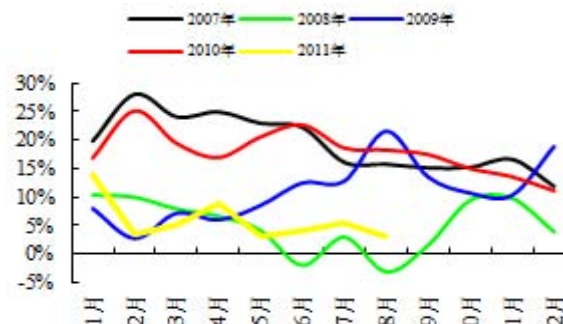


图 42、全民航 8 月 ATK 同比增速小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 43、国航 8 月 ATK 同比增速国际高于国内

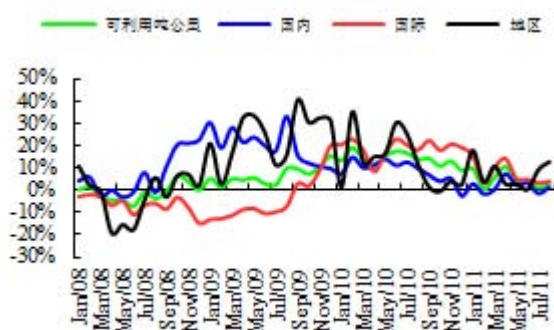
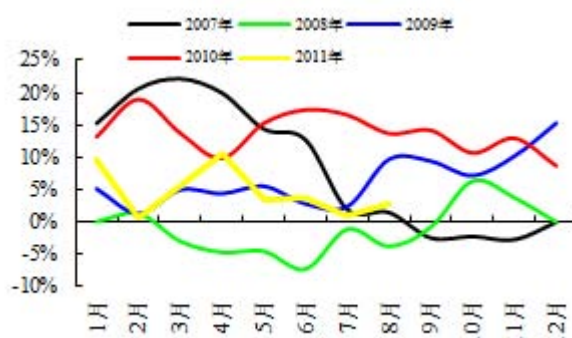


图 44、国航 8 月 ATK 同比增速小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 45、南航 8 月 ATK 同比增速国际高于国内

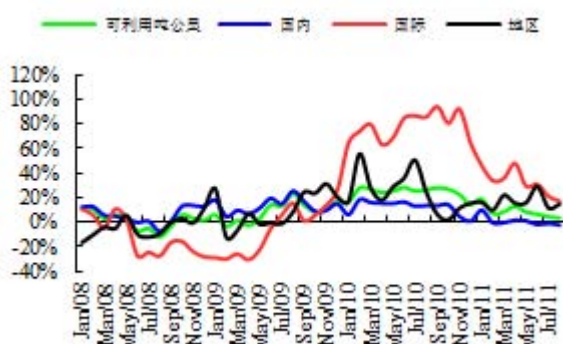
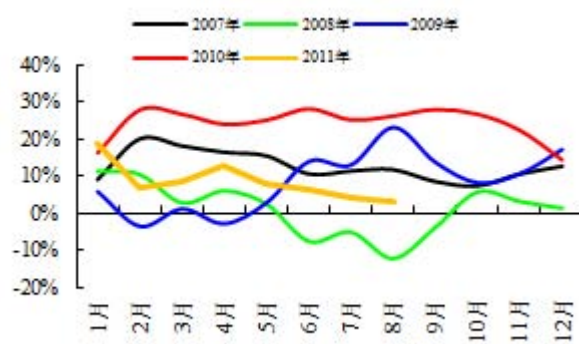


图 46、南航 8 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 47、东航 8 月 ATK 同比增速国际高于国内

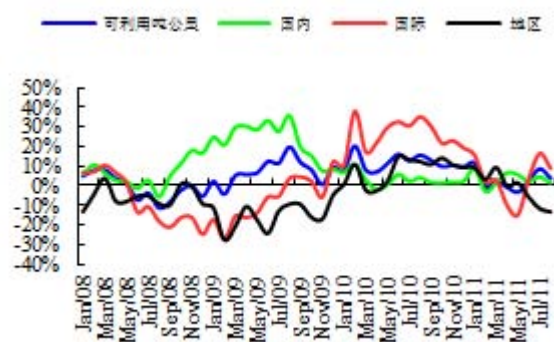
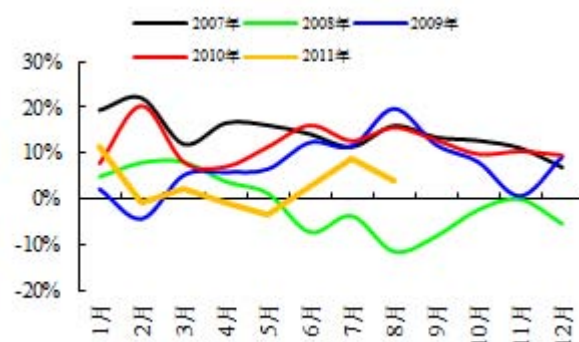


图 48、东航 8 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用客公里：ASK 同比增速下降

图 49、全民航 8 月 ASK 同比增速下降

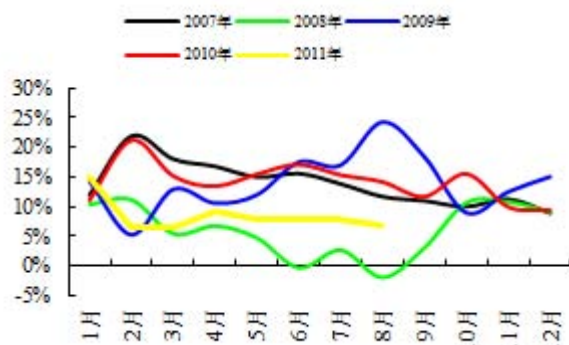
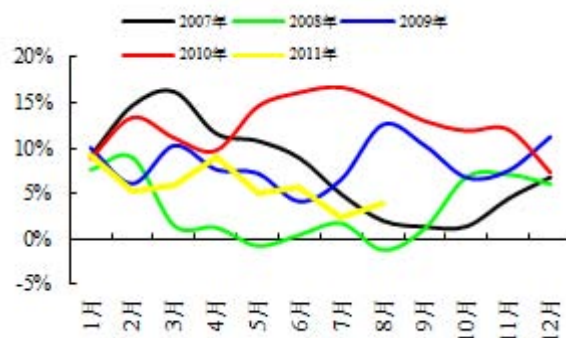


图 50、国航 8 月 ASK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 51、南航 8 月 ASK 同比增速下降

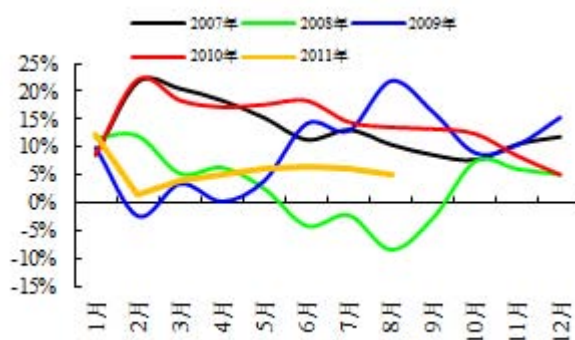
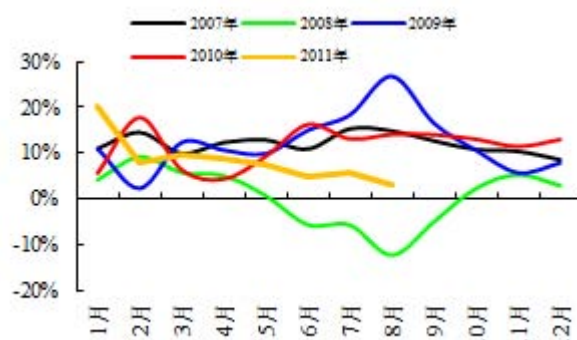


图 52、东航 8 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用货邮吨公里：AFTK 同比增速负增长

图 53、全民航 8 月 AFTK 同比增速下降

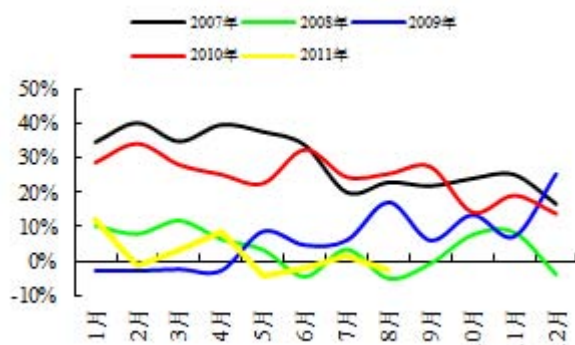
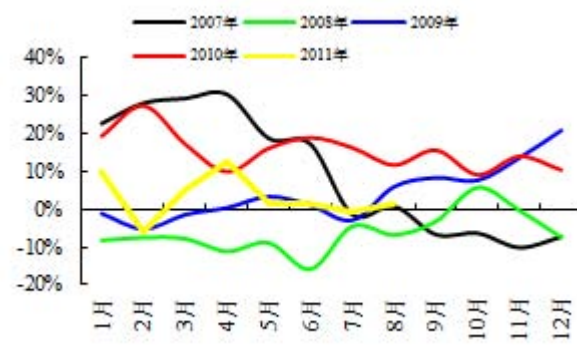


图 54、国航 8 月 AFTK 同比增速小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 55、南航 8 月 AFTK 同比增速持平

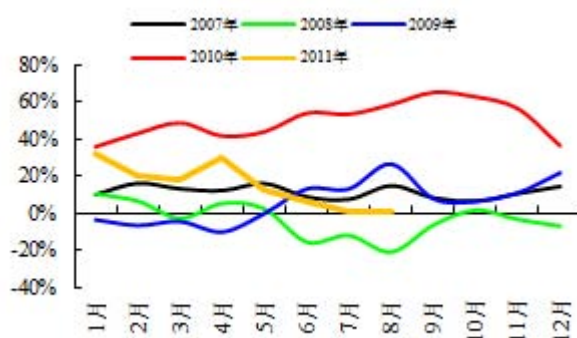
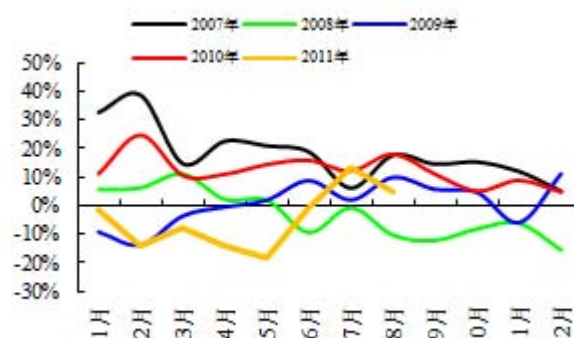


图 56、东航 8 月 AFTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效率：载运率和客座率环比小幅微降

载运率：LF 保持较高水平

8 月份客运市场维持高景气，客座率达到 85.0%，同比和环比提高 0.8、-0.6 个 PT。全月综合载运率达到 73.4%，同比和环比提高 1.1、-1.0 个 PT。

图 57、全民航 8 月载运率国内高于国际地区

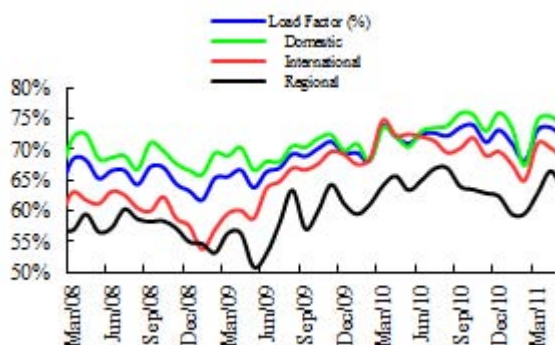
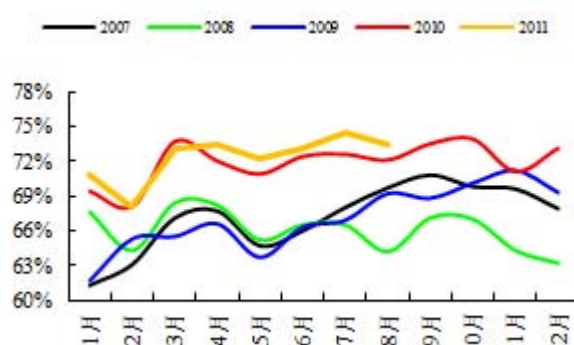


图 58、全民航 8 月载运率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 59、国航 8 月载运率国内高于国际地区

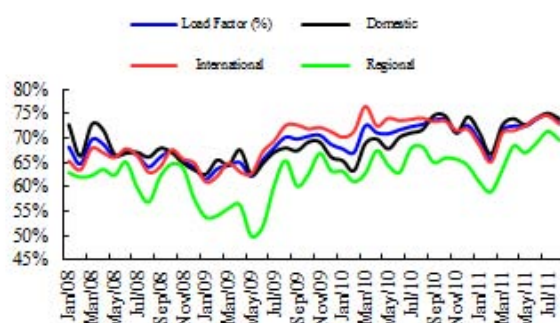
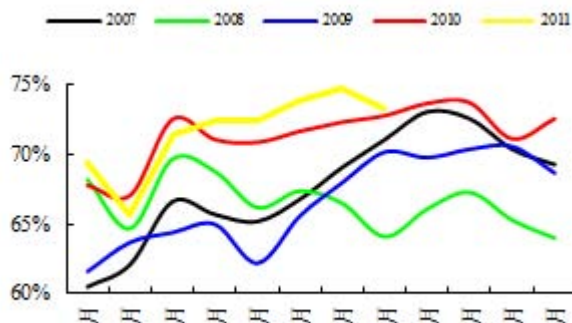


图 60、国航 8 月载运率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 61、南航 8 月载运率国内高于国际地区

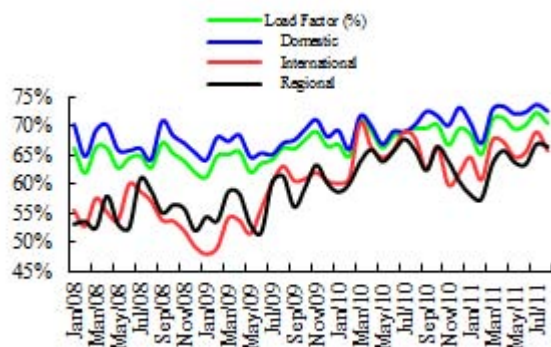
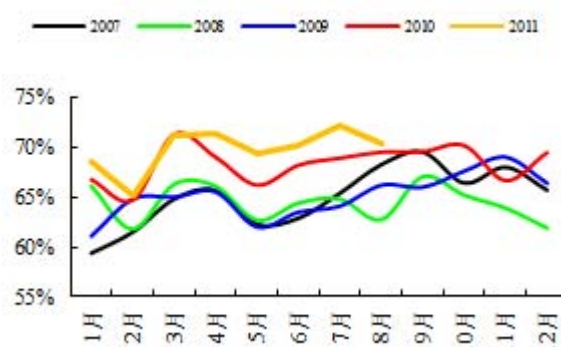


图 62、南航 8 月载运率升至小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 63、东航 8 月载运率国内高于国际地区

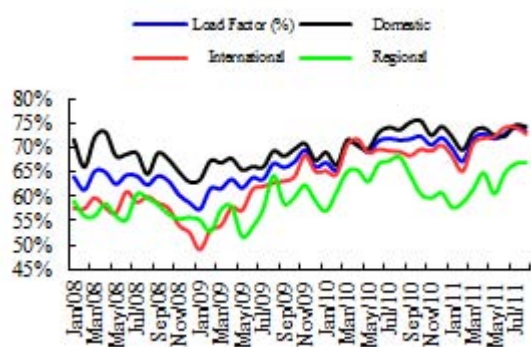
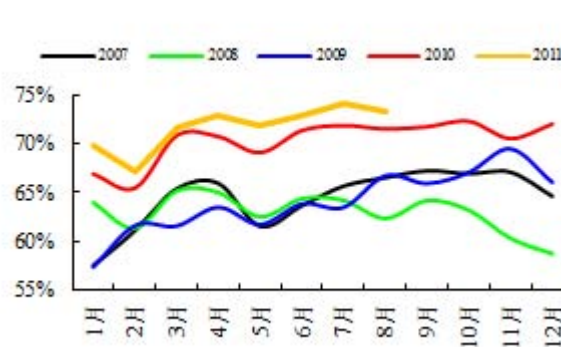


图 64、东航 8 月载运率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

客座率：国内客座率维持高位，国际客座率继续小幅回升

我国民航 8 月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为 85.0%、85.9%、81.5% 和 83.4%，同比上升 0.8%、1.3%、-0.9% 和 1.8%，环比上升 -0.6%、-0.9%、0.5%、0.8%，国内客座率维持高位，国际客座率继续小幅回升。

图 65、全民航 8 月客座率国内高于国际地区

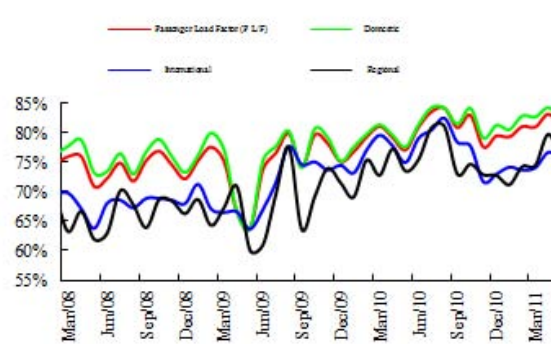
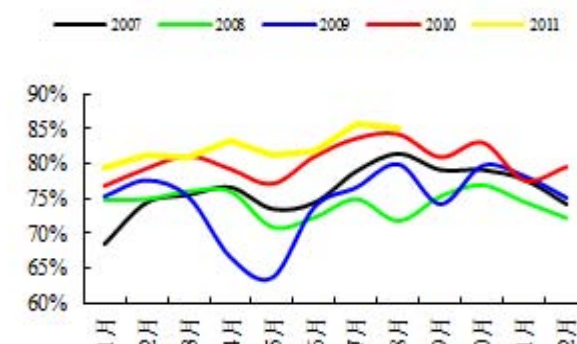


图 66、全民航 8 月客座率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 67、国航 8 月客座率国内高于国际和地区

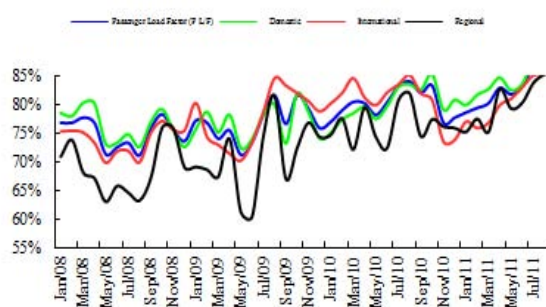
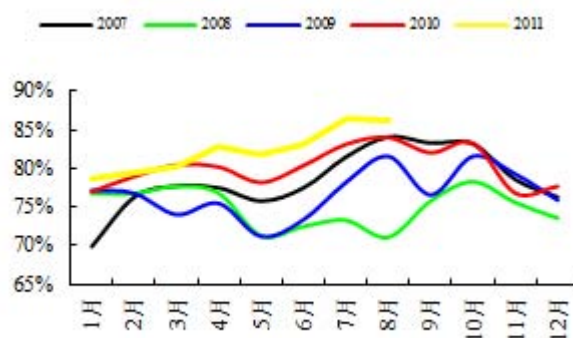


图 68、国航 8 月客座率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 69、南航 8 月客座率国内高于国际和地区

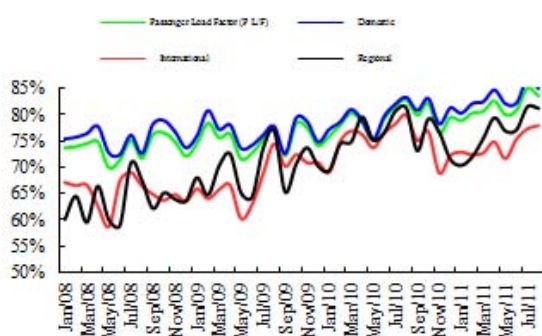
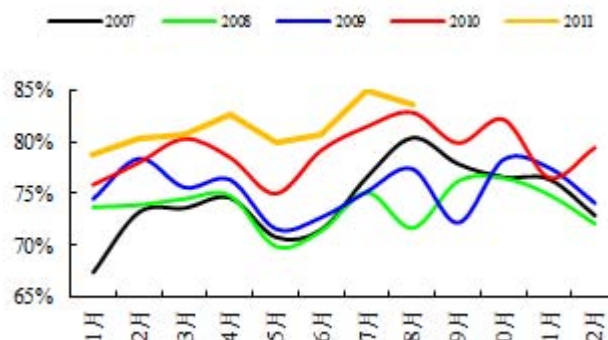


图 70、南航 8 月客座率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 71、东航 8 月客座率国内高于国际和地区

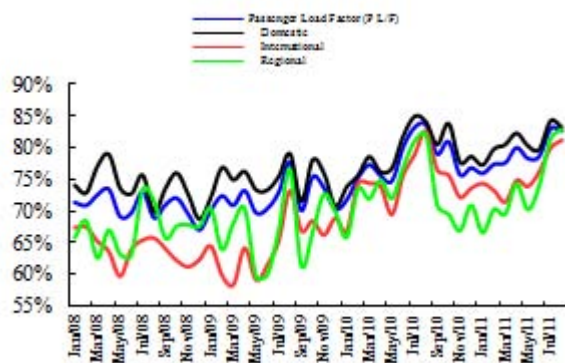
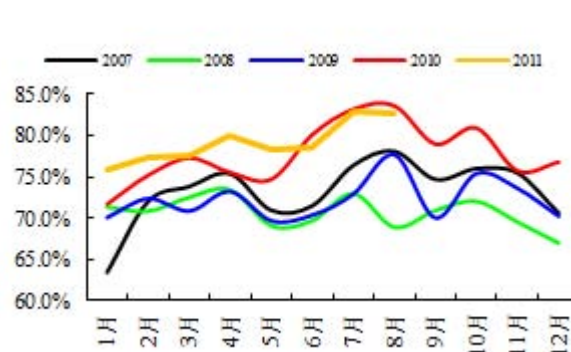


图 72、东航 8 月客座率小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮载运率：FLF 环比小幅下滑

8 月份航空货运需求依然表现疲软，环比基本持平，同比小幅负增长，致使货邮载运率环比小幅下滑。近期美国没有推出 QE3 而是推出了 4000 亿长期债权的扭曲操作；欧债问题进一步发酵，救助希腊问题仍未得出最终的妥善解决方案。我们估计国际经济年底前可能难以出现大幅好转，未来几个月国际货运可能依然表现疲软。

图 73、全民航 8 月货邮载运率环比下降

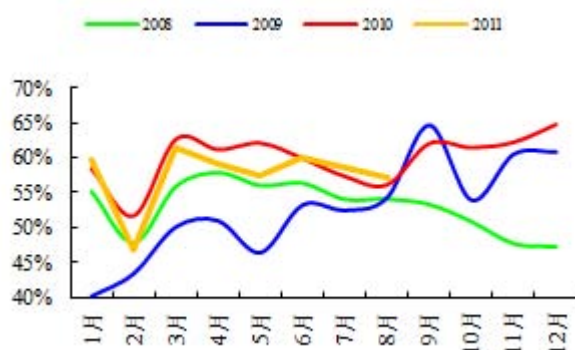
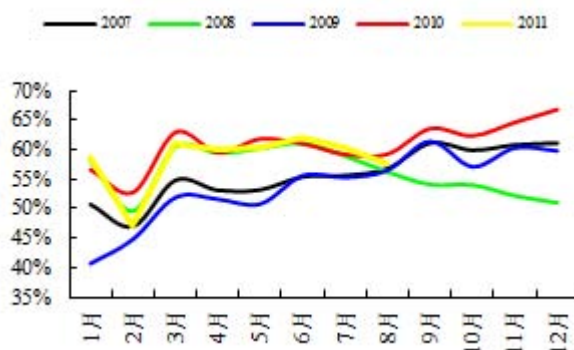


图 74、国航 8 月货邮载运率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 75、南航 8 月货邮载运率环比基本持平

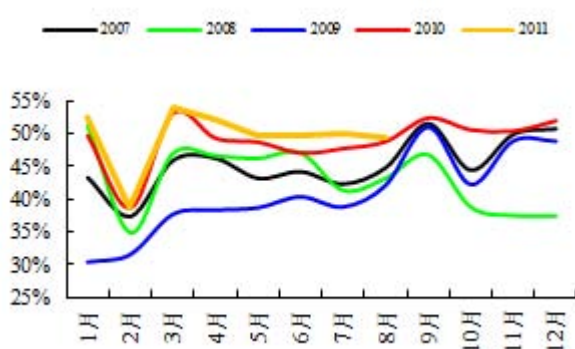
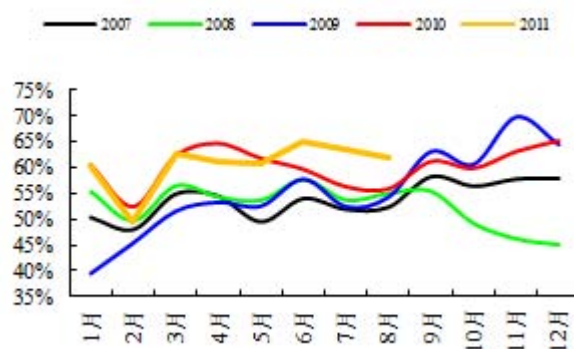


图 76、东航 8 月货邮载运率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效益：票价持续攀升、油价震荡下跌

票价水平：同比环比继续攀升

预计 8 月我国民航客公里票价约 0.79 元，同比提高 9.7%，吨公里收入约 6.84 元，同比提高 11.4%，票价水平继续攀升。

图 77、国内航线票价指数

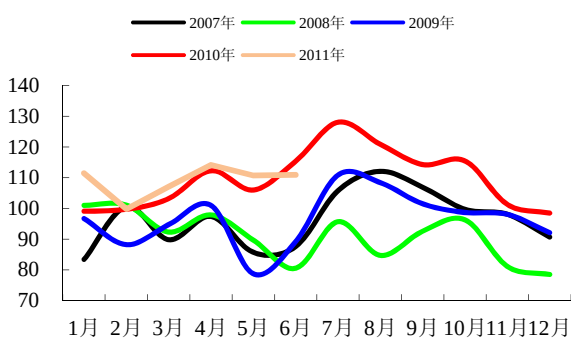
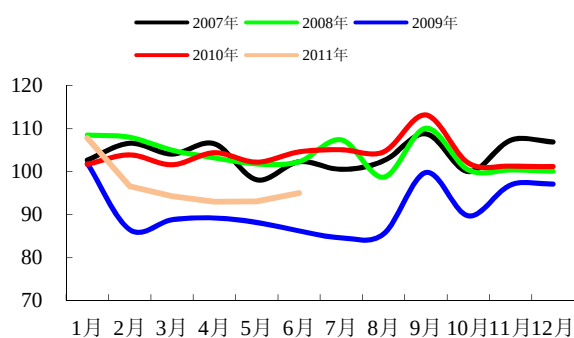


图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数



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

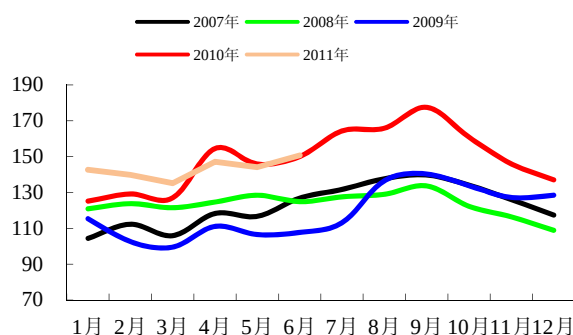
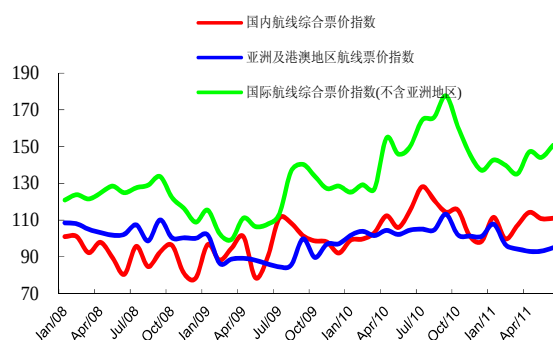


图 80、国内、亚太与国际航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 81、三大航 8 月票价继续攀升

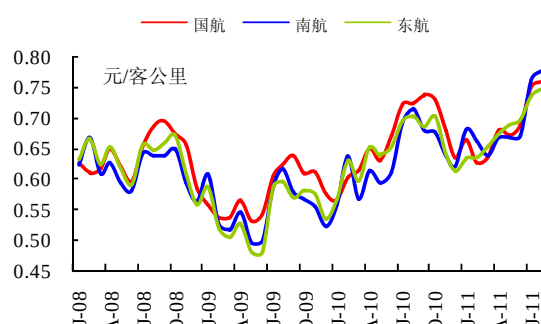
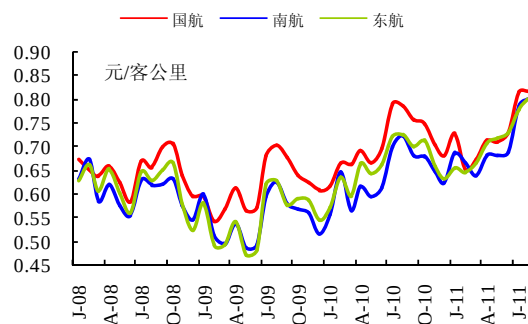


图 82、三大航 8 月国内票价继续攀升



数据来源：兴业证券研究所预测

图 83、三大航 8 月国际票价继续攀升

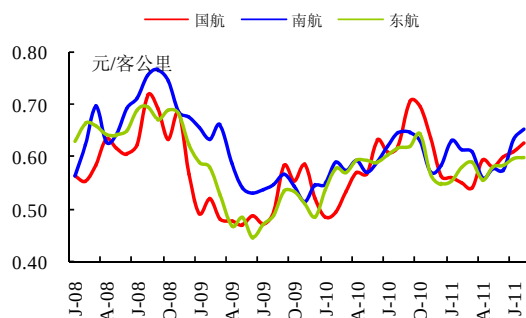
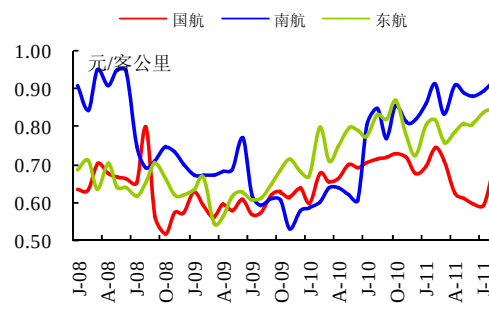


图 84、三大航 8 月地区票价继续攀升



数据来源：兴业证券研究所预测

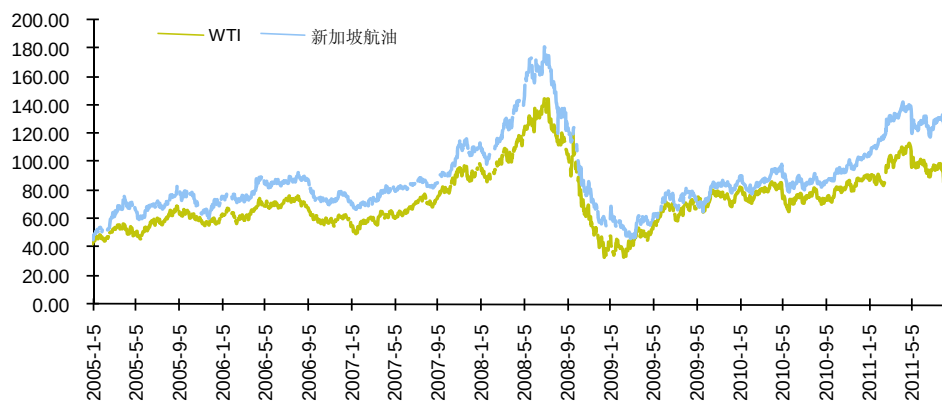
航油成本：环比略有上涨，短期大幅上涨空间有限

我们估算 8 月航空公司航油采购均价 8020 元，同比上升 37.6%，环比上升 1.52%，高于 09 年同期（4840 元/吨）和 10 年同期（5830 元/吨）。

8 月以来，由于欧美债务危机问题，市场担忧未来经济复苏前景，同时资金逐渐撤离大宗商品转向美元等避险资产，导致油价回落。9 月 1 日，国内下调航油出厂价 115 元/吨至 7610 元/吨，综合采购成本降至 7670 元/吨。

近日欧洲各国决定加大支持力度帮助希腊度过危机，欧洲债务危机虽有所缓解，但各国仍有不小分歧，具体救助措施迟迟未出，我们认为国际油价近期不具备大幅上涨的动力。

图 85、8 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 86 美元/桶左右波动



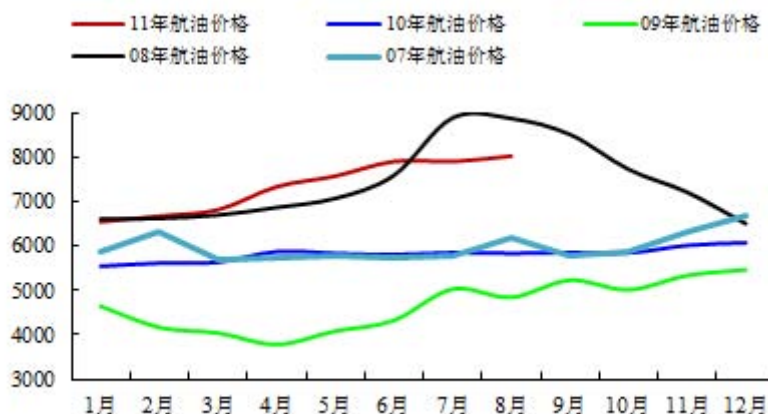
数据来源：Wind、兴业证券研究所

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	85	7725		7785	400	8185
20110901	-115	7610		7670	400	8070

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 86、预计 8 月航空公司航油采购均价约 8020 元/吨



数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

燃油附加费：国内燃油附加费下调，联动机制充分有效

今年以来，燃油附加费已上调四次，最高时 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。9 月 5 日，跟随航油价格下跌，800 公里以上航线燃油附加费下调为 140 元。虽然此次油价和燃油附加调整相隔了 5 天，但联动机制依然有效。国际油价、国内油价、燃油附加费三者的联动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
20110905	80	140	124.55	7639	7610

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：短期内人民币兑美元升值趋势可能趋缓

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3.43%。9月份以来，欧美债务问题有了新动向，美国没有推出QE3，以4000亿美元的长期国债扭曲操作代替；欧债问题进一步发酵，救助希腊方案迟迟未能出台，使得市场担忧未来经济复苏前景，同时资金逐渐撤离大宗商品转向美元等避险资产，导致9月份至今人民币兑美元跌0.29%。

长期来看，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、8 月人民币兑美元汇率升值 0.78%

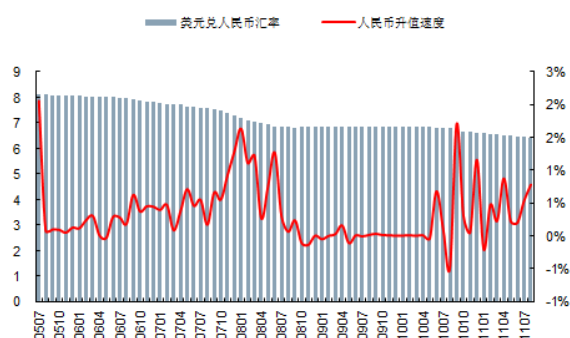
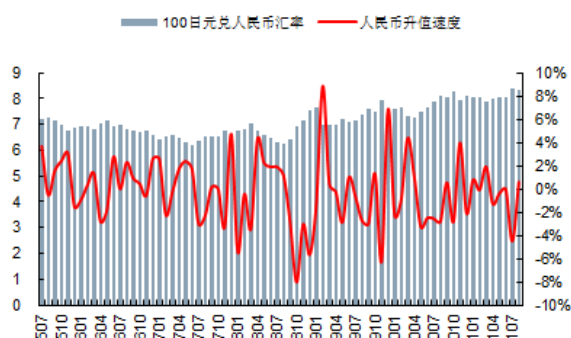


图 88、8 月人民币兑日元升值 0.6%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 89、9 月末一年期 NDF 与即期汇率持平



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

主业利润：国内市场景气拉动主业盈利强劲增长

预计 8 月航空业收入 362 亿元，同比增长 17%，环比增长 3.4%；利润 66 亿元，同比上升 27%，环比增长 15.8%；毛利率 26%，同比下降 4 个 PT，环比持平。由于油价同比大涨 36%，导致毛利率下降，但由于人民币升值加速，汇兑收益同比增长 2 倍，因而出现毛利率下降而利润大幅上升的情形。

机场业：国内场景气保证行业稳定增长

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：受同期世博园影响，本月旅客吞吐量同比小幅下降

航空业务小幅下降

受去年世博会高基数影响，8 月份上海机场旅客吞吐 387 万人次，飞机起降 3.02 万架次，货邮吞吐 26 万吨，同比分别增长-5.0%、0.3%、-1.5%。旅客人数下降幅度较小，显示了市场需求，尤其是国内需求表现较为强劲。

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。

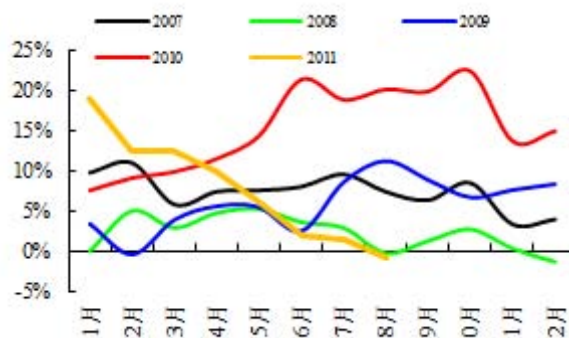
盈利预测与估值

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、8 月上海两场旅客同比增速高于货邮



图 91、8 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、8 月上海两场旅客吞吐同比增速下降

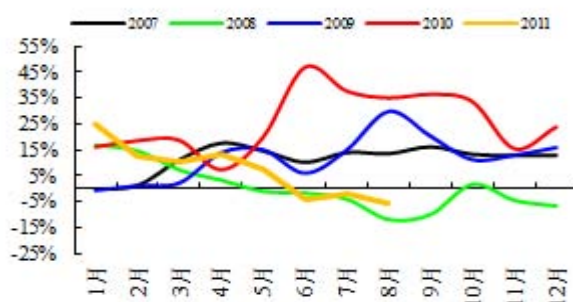
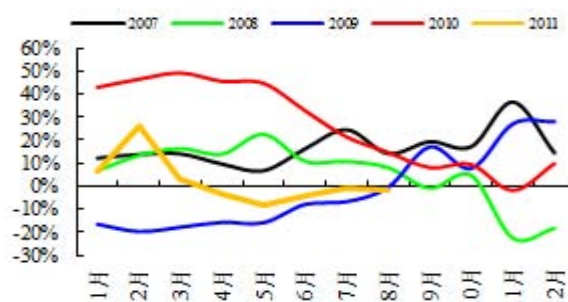


图 93、8 月上海两场货邮同比增速平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 94、8 月浦东机场同比增速客降货增

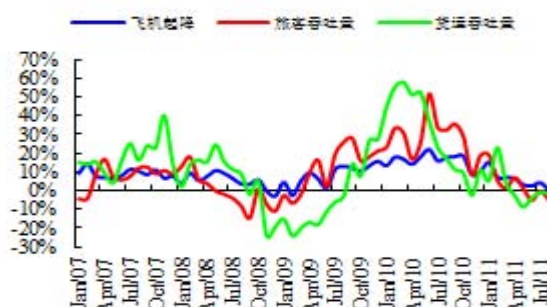
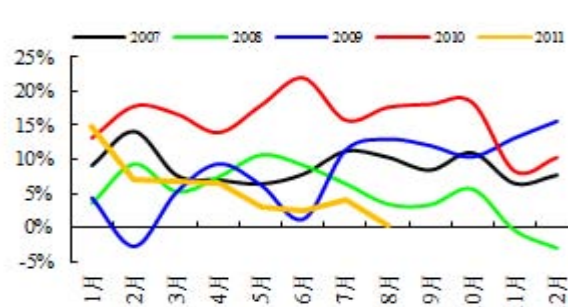


图 95、8 月浦东机场起降同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 96、8 月浦东机场客流量同比增速下降

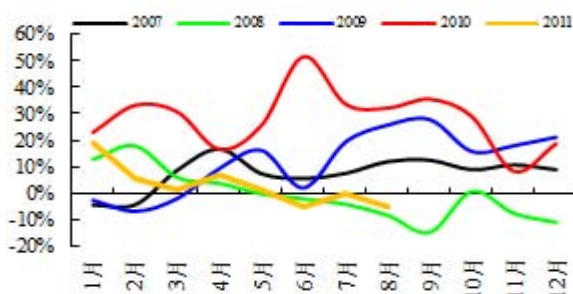
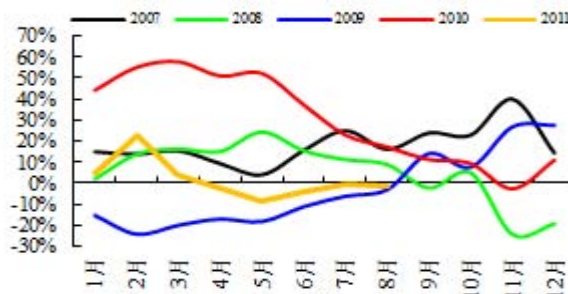


图 97、8 月浦东机场货流量同比增速平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 98、8 月虹桥机场同比增速客降货增

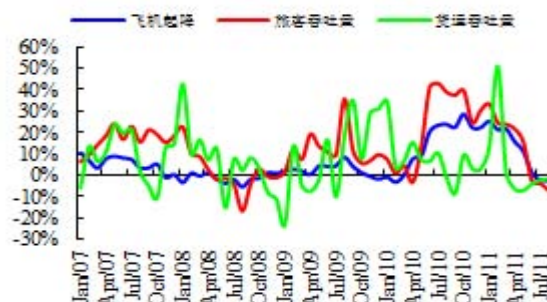
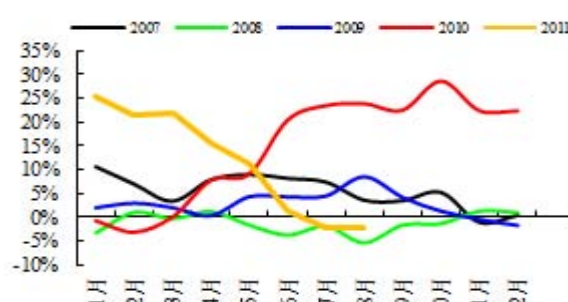


图 99、8 月虹桥机场起降同比增速平稳



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 100、8 月虹桥客流量同比增速下降

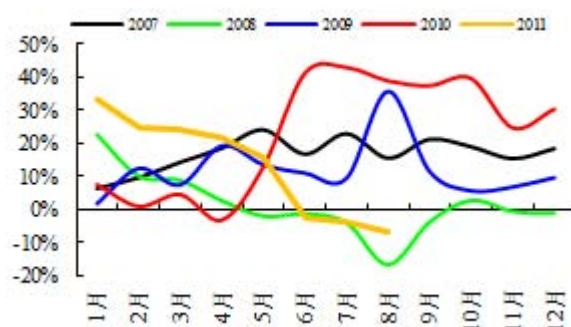
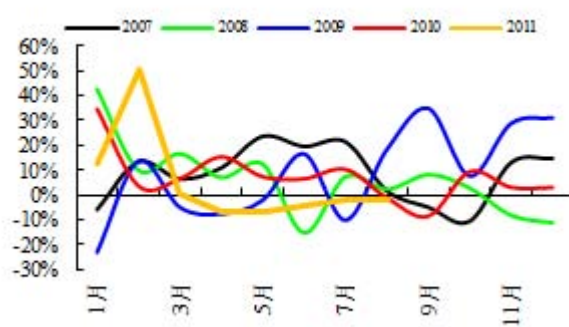


图 101、8 月虹桥机场货流量同比增速平稳



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

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

8 月厦门空港旅客吞吐 140.97 万人次，同比增长 16.7%。飞机起降 1.16 万架次，同比增长 17.2%。货邮吞吐 2.09 万吨，同比增长 2.2%。客运增长强劲。

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、8 月厦门空港起降同比增速继续上升

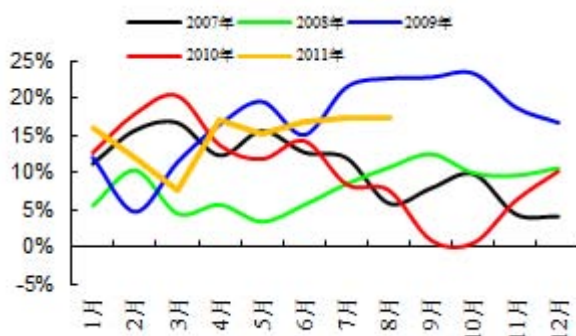
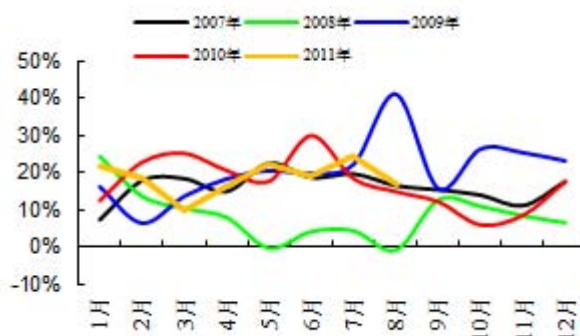


图 103、8 月厦门空港客流量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 104、8 月厦门空港货流量同比增速趋缓

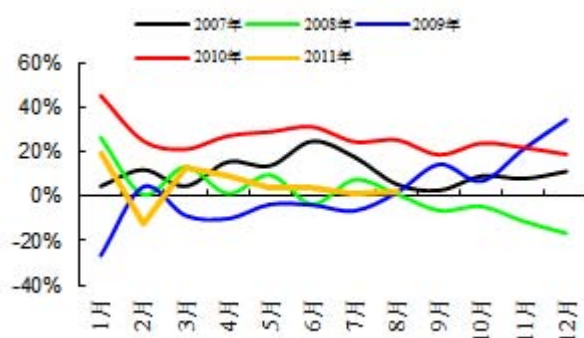
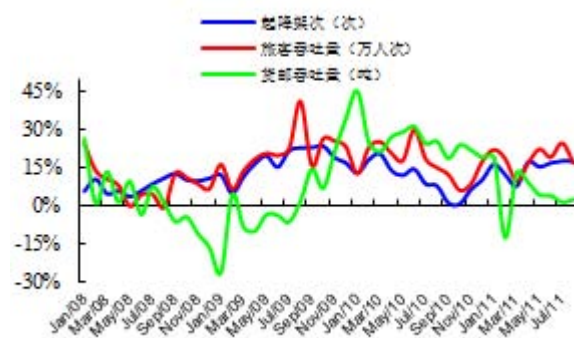


图 105、8 月厦门空港同比增速客运大于货运



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。8 月份深圳机场旅客吞吐 240.83 万人次，同比增长 1.5%。飞机起降 1.87 万架次，同比上升 -1.1%。货邮吞吐 6.6 万吨，同比增长 -6.2%。

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、8 月深圳机场起降同比增速下降

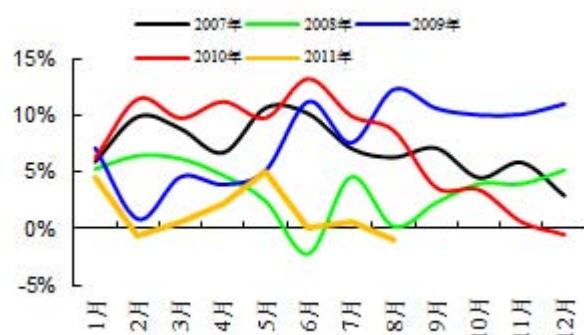
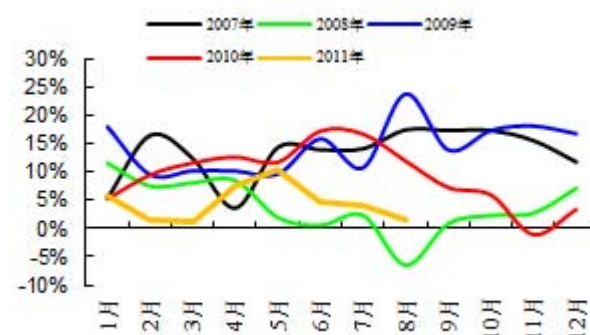


图 107、8 月深圳机场客流量同比增下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 108、8 月深圳机场货流同比增速下降

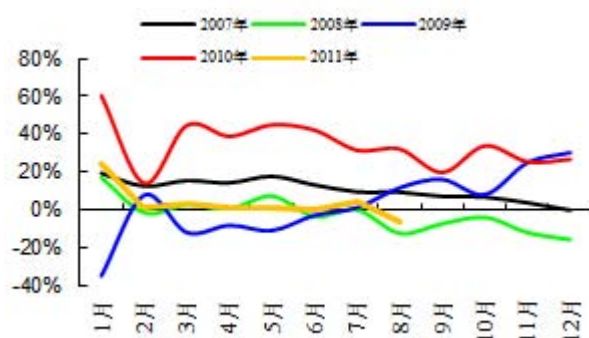


图 109、8 月深圳机场客货增速处于低位



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

白云机场：业务保持较快增长

旅客需求保持较快增长

8 月份白云机场旅客吞吐 390.3 万人次，飞机起降 2.99 万架次，货邮吞吐 9.85 万吨，同比分别增长 6.0%、4.4% 和 1.9%。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。

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、8 月白云机场起降同比增速平稳

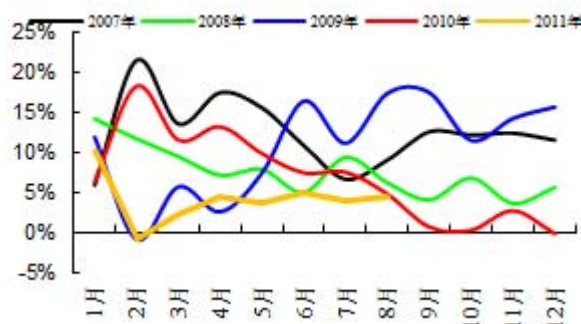
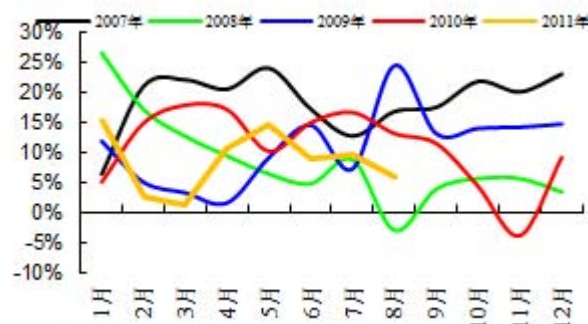


图 111、8 月白云机场旅客同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 112、8 月白云机场货流量同比增速平稳

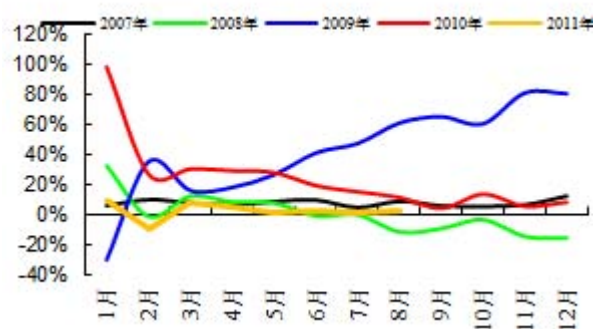


图 113、8 月白云机场客流同比增速好于起降货流



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 9 月 28 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	-10.40	19.78	8.52	9.25	1.30	4.02	2.63	1.72	1.28	1.96	1.33	1.05
南方航空-A	-9.14	143.83	10.38	10.66	1.06	4.89	2.85	2.19	0.71	0.96	0.72	0.60
东方航空-A	-1.61	193.85	9.58	10.54	N/A	168.00	3.92	2.69	0.77	1.30	0.79	0.66
海南航空-A	-15.23	67.67	10.43	8.76	1.20	2.57	2.16	1.62	N/A	N/A	N/A	N/A
平均	-9.09	106.28	9.73	9.80	1.19	44.87	2.89	2.06	0.92	1.41	0.95	0.77
中国国航-H	-7.26	13.80	6.30	7.85	1.30	2.42	1.56	1.23	0.95	1.46	0.95	0.77
南方航空-H	-5.34	84.04	6.99	8.26	1.06	2.52	1.24	1.01	0.42	0.59	0.43	0.36
东方航空-H	-0.87	104.62	6.10	7.77	N/A	N/A	2.12	1.29	0.42	0.78	0.44	0.37
平均	-4.49	67.49	6.46	7.96	1.18	2.47	1.64	1.18	0.60	0.94	0.61	0.50
国泰航空	-5.76	10.66	4.04	7.44	0.93	1.29	0.98	0.91	0.58	0.80	0.59	0.53
新加坡航空	6.77	12.72	52.53	10.51	1.22	0.94	1.01	0.97	0.93	0.85	1.08	0.93
马来航空	11.28	6.51	-95.71	-4.80	1.22	4.74	1.28	1.49	0.17	0.21	0.17	0.16
全日空	7.41	-111.42	-9.13	56.72	1.89	1.02	1.31	1.24	0.34	0.32	0.38	0.34
日本航空	-1.40	-13.80	6.20	13.72	1.15	1.66	1.36	1.28	N/A	N/A	N/A	N/A
长荣航空	8.84	-4.81	N/A	N/A	0.33	N/A	N/A	N/A	0.72	1.05	0.72	0.71
大韩航空	-1.54	-30.23	5.66	6.28	0.91	1.11	0.91	0.83	0.27	0.34	0.27	0.26
印度捷达航空	-3.49	-2.38	-3.06	19.19	1.16	0.52	1.31	1.27	N/A	N/A	N/A	N/A
亚洲航空	-13.89	14.22	9.70	9.97	1.28	2.95	2.32	1.87	1.78	2.41	1.81	1.50
快达航空	2.94	25.71	13.46	8.09	1.00	0.53	0.56	0.53	0.20	0.19	0.21	0.19
维珍蓝	4.07	-2.49	24.62	-17.78	0.53	0.55	0.81	0.79	0.10	0.13	0.11	0.10
韩亚航空	-5.54	-4.72	3.73	5.09	0.77	1.65	1.21	1.05	0.25	0.32	0.25	0.23
中华航空	-1.40	-13.80	6.20	13.72	1.15	1.66	1.36	1.28	0.50	0.69	0.50	0.49
平均	0.64	-8.75	1.52	10.68	1.04	1.55	1.20	1.13	0.53	0.66	0.55	0.49
统一航空	N/A	-369.91	-358.03	843.78	N/A	0.71	1.33	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
法荷航空	2.11	-2.04	-1.54	-6.90	0.53	0.20	0.34	0.27	0.07	0.07	0.08	0.07
汉莎航空	8.58	-144.64	10.08	11.65	0.78	0.74	0.69	0.58	0.17	0.20	0.17	0.16
瑞安航空	12.69	-28.67	15.40	12.66	1.67	1.92	1.76	1.68	1.33	1.64	1.65	1.34
易捷航空	1,803.03	2,112.43	1,302.92	896.98	1.04	1.15	1.06	0.93	50.76	57.02	51.00	44.42
平均	456.60	313.43	193.77	351.64	1.01	0.94	1.04	0.83	10.47	11.79	10.58	9.19

西南航空	36.29	67.00	11.85	24.40	1.29	1.34	1.07	0.97	0.52	0.61	0.52	0.40
联合航空	N/A	-9.57	5.12	5.90	N/A	N/A	1.67	2.64	N/A	N/A	N/A	N/A
达美航空	-0.44	-5.53	4.68	8.03	9.11	2.68	6.27	5.04	0.08	0.09	0.08	0.07
美国航空	-0.42	-0.69	-2.71	-0.97	N/A	N/A	N/A	N/A	0.04	0.05	0.04	0.04
JetBlue	-11.95	18.42	13.08	20.65	1.52	0.66	0.71	0.71	0.30	0.35	0.30	0.26
加拿大航空	-0.13	-7.33	-7.63	-5.62	0.23	0.14	0.27	6.67	0.00	0.00	0.00	0.00
平均	4.67	10.38	4.07	8.73	3.04	1.20	2.00	3.20	0.19	0.22	0.19	0.15

数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

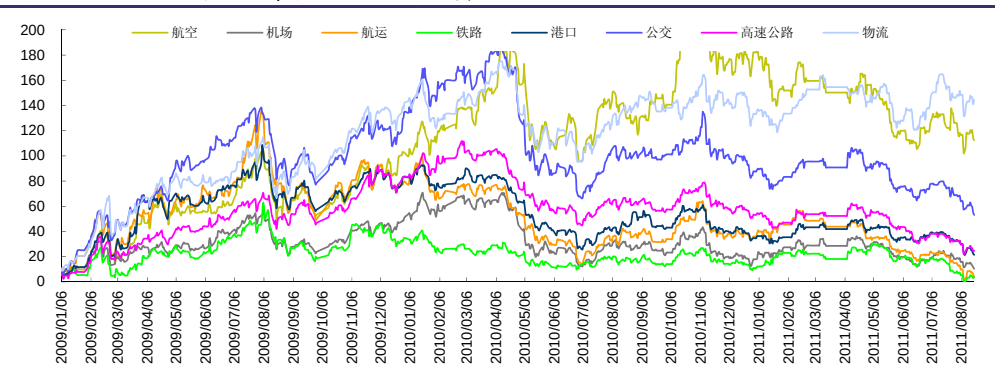
注: 除中国外其他地区的平均 PE 的计算中剔除了大于 50 倍的值

表 5、全球机场估值比较 (2011 年 9 月 28 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	0.54	0.60	17.26	15.43	13.53	12.08	1.39	1.28	1.28	1.21
上海机场	CNY	0.45	0.37	0.63	0.79	27.13	33.00	19.44	15.53	1.78	1.81	1.67	1.52
深圳机场	CNY	0.14	0.34	0.43	0.43	33.31	13.90	11.03	10.97	1.95	1.54	1.37	1.23
厦门空港	CNY	0.65	0.91	0.97	1.09	20.73	14.93	13.92	12.40	3.17	2.97	2.51	2.14
国内平均						24.61	19.31	14.48	12.75	2.07	1.90	1.71	1.52
北京首都机场	HKD	0.02	0.07	0.11	0.22	180.00	51.43	33.33	16.44	1.21	0.86	0.84	0.77
美兰机场	HKD	0.39	0.39	0.46	0.53	14.87	14.87	12.55	10.90	0.67	0.96	0.91	0.78
香港平均						97.44	33.15	22.94	13.67	0.94	0.91	0.88	0.78
日本空港	JPY	41.33	39.64	27.28	14.90	27.92	29.11	42.30	77.45	1.85	0.95	1.00	N/A
泰国机场	THB	5.12	0.50	1.54	2.40	7.62	78.00	25.26	16.24	0.58	0.74	0.75	0.73
法兰克福机场	EUR	2.07	1.64	1.86	2.69	22.21	28.03	24.78	17.10	1.13	1.70	1.60	1.49
奥克兰机场	NZD	0.09	0.03	0.08	0.09	24.72	66.98	27.62	24.89	1.26	1.48	1.59	1.53
哥本哈根机场	DKK	96.20	78.30	94.58	97.22	16.63	20.43	16.92	16.46	2.75	3.95	3.53	3.81
维也纳机场	EUR	4.34	3.49	3.65	3.81	7.03	8.74	8.35	8.02	0.86	0.82	0.78	0.75
苏黎世机场	CHF	N/A	N/A	21.70	25.44	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
巴黎机场	EUR	2.76	2.73	2.97	3.22	20.61	20.84	19.17	17.68	1.55	1.75	1.67	1.57
外国平均						18.11	36.02	23.49	25.41	1.42	1.63	1.56	1.65

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。