

行业步入淡季，市场波澜不惊，

推荐（维持）

2011年11月28日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
中国国航	0.85	0.89	推荐
海南航空	0.93	0.75	推荐
东方航空	0.56	0.56	推荐
南方航空	0.72	0.70	推荐
上海机场	0.79	0.93	强烈推荐
厦门空港	1.12	1.30	推荐
白云机场	0.56	0.66	推荐
深圳机场	0.44	0.49	中性

投资要点

- **主业盈利同比下降，环比基本持平。**预计10月航空业收入322亿元，同比+12%，环比+1.26%；毛利率21%，同比-5个PT，环比基本持平；行业盈利36亿元，同比-20%，环比-3%。
- **国内需求相对旺盛，国际需求依然疲软。**10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50.89、33.76、17.13、1.06亿吨公里，同比增长3.5%、8.5%、-5.1%和2.5%，环比增长2.1%、2.2%、1.9%和5.8%。国内航空需求相对旺盛，国际航空需求依然疲软。
- **飞机增速略有回升，运力投放整体受控。**10月底我国民航运输飞机1729架，同比和环比分别增长10.27%和1.2%。飞机日利用率9.3小时，同比增加0.1小时，环比持平。
- **航空运营效率有所下滑，票价水平开始松动。**10月全民航综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为82.6%、84.2%、77.6%和77.6%，同比上升-0.4%、0.0%、-1.2%和2.8%，环比上升0.5%、1.1%、-1.7%、2.8%。预计10月全民航客公里票价约0.7元，同比提高5%，环比下降4.1%；吨公里收入约6.0元，同比提高8%，环比下降3.2%。在行业从供不应求逐步过渡到供需平衡，以及油价和燃油附加费下跌的背景下，票价水平开始出现松动。
- **人民币短期升值趋缓，油价短期震荡上扬。**由于欧债危机继续恶化，出于避险需求，资金从各种资产回流美元和美债，人民币短期升值趋缓。长期来看，欧美国宽货币的“央行救政府”将使得欧美货币面临长期贬值压力。全球经济发展前景不明朗使油价可能不具备大幅上涨的基本面支撑，但泛滥的流动性也使得油价难以大幅下挫。此外，近期叙利亚局势动荡、美国对伊朗动武的言论此起彼伏，市场担心原油供应可能会受到影响，油价短期可能震荡上扬，航空公司毛利率可能继续承压。
- **机场：国内市场景气保证行业稳定增长。**国内市场高度景气使得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，机场业绩增长的确性带来大盘震荡过程中的防御性。
- **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：**行业供需从供不应求逐渐向供需平衡过渡，票价开始走弱，客座率同比基本持平，油价依然坚挺，预计航空公司主业在11-12月的淡季仅能维持微利水平。总体来说国内市场依然景气，国际市场受欧债危机影响则前景不明。我们维持行业推荐评级，推荐对国际经济复苏弹性最大的中国国航、战略引资坚定不移、京沪高铁冲击低于预期的东方航空，进入旅游旺季和航空主业整合的海南航空，国内航线占比较大能充分享受国内场景气的南方航空。。机场航空与非航业务比翼齐飞，业绩提升的确性带来大盘震荡过程中的防御性。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。盈利能力较强，现有业务有明显发展空间的公司值得重点关注。我们推荐民用炭/炭材料市场发力、产能即将释放的博云新材，空管系统订单在“十二五”开始爆发的川大智胜；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、增购大型机全力进军深海油田的中信海直。

相关报告

航空运输Ⅲ：《公布大型机购置议案，全力进军深海油田》
2011-11-22

航空运输Ⅲ：《上海试点营业税改增值税细则出台》
2011-11-18

航空运输Ⅲ：《东方航空三季报点评：业务稳步增长，整合与入盟效应逐步显现》
2011-10-31

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

SAC:S0190511020002

分析师 朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

SAC:S0190511100001

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：国内市场维持景气，国际市场持续疲软	- 9 -
运输总周转量：国内需求依然旺盛	- 9 -
旅客周转量：同比增速略有回落	- 10 -
货邮周转量：RFTK 同比环比负增长	- 11 -
旅客运输量：同比增速略有回落	- 11 -
货邮运输量：国际货运表现依然疲软	- 13 -
航空运力供给：飞机增速略有回升，运力投放总体受控	- 14 -
飞机同比增速略有回升，飞机利用率同比上升环比持平	- 14 -
可用吨公里：ATK 同比增速下降	- 15 -
可用客公里：ASK 同比增速基本持平	- 17 -
可用货邮吨公里：AFTK 同比小幅下降	- 18 -
航空运营效率：客座率维持高位，载运率有所下滑	- 18 -
载运率：货运不佳拖累载运率同比环比出现下滑	- 18 -
客座率：国内客座率同比持平，国际客座率同比下滑	- 19 -
货邮载运率：FLF 同比环比下降	- 21 -
航空运营效益：票价环比下滑、油价震荡上扬	- 21 -
票价水平：环比下滑，呈现松动迹象	- 21 -
航油成本：环比略有下降，短期震荡上扬	- 23 -
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：人民币兑美元短期升值趋缓，长期升值趋势不改	- 25 -
主业利润：同比下降，环比基本持平	- 26 -
机场业：国内场景气保证行业稳定增长	- 26 -
上海机场：世博高基数和高铁分流使航空业务同比负增长	- 26 -
厦门空港：航空业务强劲增长，扩建工程有序推进	- 28 -
深圳机场：时刻资源逐渐释放，扩建工程进展顺利	- 30 -
白云机场：业务保持快速增长	- 31 -
图 1、全民航 10 月 RTK 增速国内高于国际	- 9 -
图 2、全民航 10 月 RTK 同比增速略有回落	- 9 -
图 3、国航 10 月 RTK 同比增速国内国际基本持平	- 9 -
图 4、国航 10 月 RTK 同比增速略有回落	- 9 -
图 5、南航 10 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 10 -
图 6、南航 10 月 RTK 同比增速略有回落	- 10 -
图 7、东航 10 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 10 -
图 8、东航 10 月 RTK 同比增速略有回落	- 10 -
图 9、全民航 10 月 RPK 同比增速略有回落	- 10 -
图 10、国航 10 月 RPK 同比增速略有回落	- 10 -
图 11、南航 10 月 RPK 同比增速略有上升	- 11 -
图 12、东航 10 月 RPK 同比增速略有回落	- 11 -
图 13、全民航 10 月 RFTK 同比负增长	- 11 -
图 14、国航 10 月 RFTK 同比负增长	- 11 -

图 15、南航 10 月 RFTK 同比负增长	- 11 -
图 16、东航 10 月 RFTK 同比增速下降	- 11 -
图 17、全民航 10 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 18、全民航 10 月客流量同比增速略有回落	- 12 -
图 19、国航 10 月客流同比增速地区高于国际	- 12 -
图 20、国航 10 月客流量同比增速略有回落	- 12 -
图 21、南航 10 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 22、南航 10 月客流量同比增速略有上升	- 12 -
图 23、东航 10 月客流同比增速国际高于国内	- 13 -
图 24、东航 10 月客流量同比增速略有回落	- 13 -
图 25、中国 10 月外贸出口增速下滑	- 13 -
图 26、中国 10 月外贸进口增速上升	- 13 -
图 27、全民航 10 月货量同比增速国内高于国际	- 13 -
图 28、全民航 10 月货邮量同比负增长	- 13 -
图 29、国航 10 月货邮同比增速国内高于国际	- 14 -
图 30、国航 10 月货邮量同比负增长	- 14 -
图 31、南航 10 月货邮同比增速国际高于国内	- 14 -
图 32、南航 10 月货邮量同比负增长	- 14 -
图 33、东航 10 月货邮同比增速国际高于国内	- 14 -
图 34、东航 10 月货邮量同比基本持平	- 14 -
图 35、10 月底全民航运输飞机 1729 架	- 15 -
图 36、全民航 10 月飞机引进速度回升	- 15 -
图 37、全民航 10 月飞机日利用率 9.3 小时	- 15 -
图 38、全民航 10 月飞机利用率同比小幅提升	- 15 -
图 39、全民航 10 月 ATK68.11 亿吨公里	- 16 -
图 40、全民航 10 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 41、全民航 10 月 ATK 同比增速国内高于国际	- 16 -
图 42、全民航 10 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 43、国航 10 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 44、国航 10 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 45、南航 10 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 46、南航 10 月 ATK 同比增速上升	- 16 -
图 47、东航 10 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 17 -
图 48、东航 10 月 ATK 同比增速下降	- 17 -
图 49、全民航 10 月 ASK 同比增速基本持平	- 17 -
图 50、国航 10 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 51、南航 10 月 ASK 同比增速上升	- 17 -
图 52、东航 10 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 53、全民航 10 月 AFTK 同比小幅下降	- 18 -
图 54、国航 10 月 AFTK 同比增速下降	- 18 -
图 55、南航 10 月 AFTK 同比增速下降	- 18 -
图 56、东航 10 月 AFTK 同比增速下降	- 18 -
图 57、全民航 10 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 58、全民航 10 月载运率环比小幅下降	- 18 -
图 59、国航 10 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 60、国航 10 月载运率环比下滑	- 19 -
图 61、南航 10 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 62、南航 10 月载运率环比下滑	- 19 -
图 63、东航 10 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 64、东航 10 月载运率环比下滑	- 19 -
图 65、全民航 10 月客座率国内高于国际地区	- 20 -

图 66、全民航 10 月客座率环比微升	- 20 -
图 67、国航 10 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 68、国航 10 月客座率环比下降	- 20 -
图 69、南航 10 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 70、南航 10 月客座率环比上升	- 20 -
图 71、东航 10 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 72、东航 10 月客座率环比上升	- 20 -
图 73、全民航 10 月货邮载运率环比下降	- 21 -
图 74、国航 10 月货邮载运率环比下降	- 21 -
图 75、南航 10 月货邮载运率环比下降	- 21 -
图 76、东航 10 月货邮载运率环比下降	- 21 -
图 77、国内航线票价指数	- 22 -
图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数	- 22 -
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 10 月票价环比回落	- 22 -
图 82、三大航 10 月国内票价环比回落	- 22 -
图 83、三大航 10 月国际票价环比基本持平	- 22 -
图 84、三大航 10 月地区票价环比涨跌互现	- 22 -
图 85、10 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 95 美元/桶左右波动	- 23 -
图 86、预计 10 月航空公司航油采购均价约 7670 元/吨	- 24 -
图 87、10 月人民币兑美元汇率升值 0.96%	- 25 -
图 88、10 月人民币兑日元升值 2.4%	- 25 -
图 89、11 月末一年期 NDF 与即期汇率基本持平	- 26 -
图 90、10 月上海两场旅客同比增速高于货邮	- 27 -
图 91、10 月上海两场起降同比负增长	- 27 -
图 92、10 月上海两场旅客吞吐同比负增长	- 27 -
图 93、10 月上海两场货邮同比负增长	- 27 -
图 94、10 月浦东机场同比增速客流高于货流	- 27 -
图 95、10 月浦东机场起降同比基本持平	- 27 -
图 96、10 月浦东机场客流量同比负增长	- 28 -
图 97、10 月浦东机场货流量同比负增长	- 28 -
图 98、10 月虹桥机场同比增速货流大于客流	- 28 -
图 99、10 月虹桥机场起降同比负增长	- 28 -
图 100、10 月虹桥客流量同比负增长	- 28 -
图 101、10 月虹桥机场货流量同比负增长	- 28 -
图 102、10 月厦门空港起降同比增速上升	- 29 -
图 103、10 月厦门空港客流量同比增速上升	- 29 -
图 104、10 月厦门空港货流量同比小幅增长	- 30 -
图 105、10 月厦门空港同比增速客运大于货运	- 30 -
图 106、10 月深圳机场起降同比增速高位回落	- 31 -
图 107、10 月深圳机场客流量同比增速高位回落	- 31 -
图 108、10 月深圳机场货流同比增速上升	- 31 -
图 109、10 月深圳机场同比增速客流大于货流	- 31 -
图 110、10 月白云机场起降同比增速上升	- 32 -
图 111、10 月白云机场旅客同比增速上升	- 32 -
图 112、10 月白云机场货流量同比增速平稳	- 32 -
图 113、10 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	- 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 11 月 25 日收盘价）	- 32 -
表 5、全球机场估值比较（2011 年 11 月 25 日收盘价）	- 33 -

投资聚焦

投资逻辑

国内市场依然景气，国际市场前景不明

国内方面，10月份是旅游和会展的小旺季，国内客运需求环比、同比均实现平稳增长。但随着行业暑期旺季的结束，供需状态已从供不应求逐步过渡到供需平衡，使得含燃油票价水平同比增幅收窄，裸票价同比和环比出现下滑，客座率同比略基本持平环比略有提升。总体来说国内市场依然维持景气状态。

国际方面，旅客同比增速较前几个月有所回升。但欧美债务危机仍未完结，且有继续恶化迹象，欧美经济重拾升势尚需时日，国际航线未来几个月表现有待观察。

货运方面，10月份货运需求同比小幅下降，货邮载运率和运价同比环比出现下滑，疲软态势依然持续。11~12月的欧美感恩节和圣诞节有望使货运需求环比改善，但景气程度可能依然逊于去年。

人民币短期升值趋缓，长期有望继续升值

人民币升值方面，由于欧债危机继续恶化，出于避险需求，资金从各种资产回流美元和美债，使得11月以来人民币兑美元贬值0.5%，一年期NDF与人民币现汇基本持平，人民币短期升值趋缓。

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。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，将使国内航空公司中长期受益。

油价短期震荡上扬，中期可能不具备大幅上涨基础

全球经济发展前景不明朗，使油价中期可能不具备大幅上涨的基本面支撑，但泛滥的流动性也使得油价难以大幅下挫。此外，近期叙利亚局势动荡、美国对伊朗动武的言论此起彼伏，市场担心原油供应可能会受到影响，油价短期可能震荡上扬，航空公司毛利率可能继续承压。

投资策略

航空业：行业淡季波澜不惊，未来反转还看国际航线

虽然航空需求保持平稳增长，但在行业供需从供不应求向供需平衡逐渐过渡的背景下，票价同比和环比开始走弱，客座率同比基本持平，油价依然坚挺，预计航空公司主业在11-12月的淡季仅能维持微利水平。

在国内外复杂经济情况的环境下，国内航空公司一方面严控国内运力增长，努力提升收益水平，以国内补国际。另一方面继续完善国际航线布局，提早进入国际航线培育

期，未雨绸缪应对国内高铁日渐成网带来的冲击，因此一旦国际经济好转，先期培育的国际航线将出现爆发性增长。

我们维持行业推荐评级，推荐对国际经济复苏弹性最大的中国国航、战略引资坚定不移、京沪高铁冲击低于预期的东方航空，进入旅游旺季和航空主业整合的海南航空，国内航线占比较大能充分享受国内市场前景的南方航空。

机场业：航空需求相对稳定、非航需求快速提升，防御性较强

国内市场高度景气使得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震荡过程中的防御性。

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高增长的厦门空港。

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。盈利能力较强，现有业务有明显发展空间的公司值得重点关注。我们推荐民用炭/炭材料市场发力、产能即将释放的博云新材，空管系统订单在“十二五”开始爆发的川大智胜；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、增购大型机全力进军深海油田的中信海直。

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 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

股票简称	股价 (2011.11.25)	EPS			PE			PB	评级	目标价
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E		
中国国航	7.18	1.05	0.85	0.89	6.84	8.45	8.07	1.79	推荐	8.50
东方航空	4.43	0.48	0.5	0.49	9.28	8.86	9.04	2.25	推荐	5.60
南方航空	5.68	0.59	0.68	0.66	9.61	8.35	8.61	1.51	推荐	7.20
海南航空	5.72	0.73	0.75	0.82	7.83	7.63	6.98	1.36	推荐	7.65
厦门空港	13.70	0.94	1.12	1.30	14.57	12.23	10.54	1.96	推荐	16.80
上海机场	12.92	0.68	0.79	0.93	18.99	16.35	13.89	1.58	强烈推荐	14.22
白云机场	7.02	0.51	0.62	0.73	13.73	11.32	9.62	1.08	推荐	7.84
深圳机场	4.68	0.42	0.42	0.47	11.08	11.14	9.96	1.20	中性	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：国内市场维持景气，国际市场持续疲软

运输总周转量：国内需求依然旺盛

2011年10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50.89、33.76、17.13、1.06亿吨公里,同比增长3.5%、8.5%、-5.1%和2.5%,环比增长2.1%、2.2%、1.9%和5.8%。国内市场增速保持强劲势头,充分显示了国内航空市场需求依然旺盛。

1~10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477.41、315.75、161.66和10.42亿吨公里,同比增长6.6%、9.1%、2.0%和8.9%。

图 1、全民航 10 月 RTK 增速国内高于国际

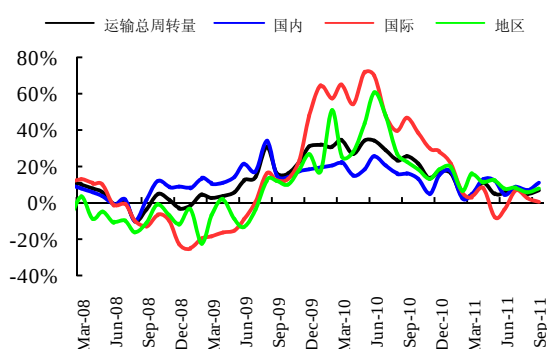
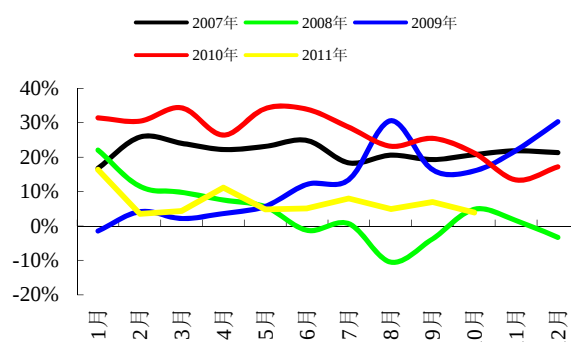


图 2、全民航 10 月 RTK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 10 月 RTK 同比增速国内国际基本持平

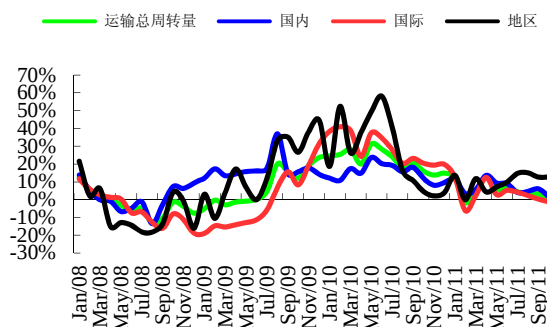
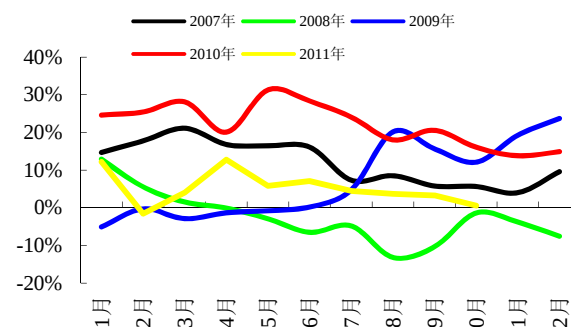


图 4、国航 10 月 RTK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、南航 10 月 RTK 同比增速国际高于国内

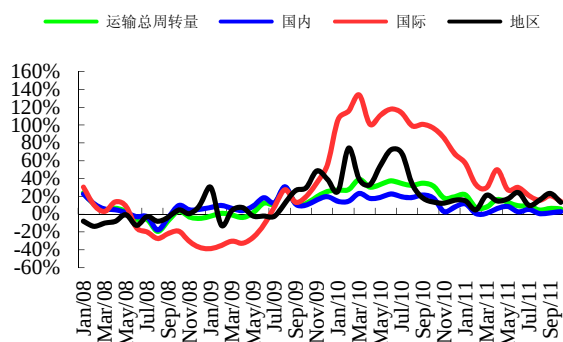
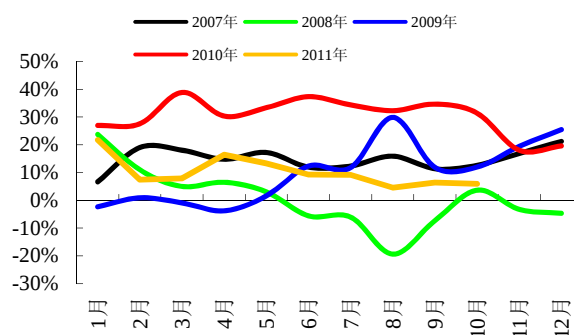


图 6、南航 10 月 RTK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航 10 月 RTK 同比增速国际高于国内

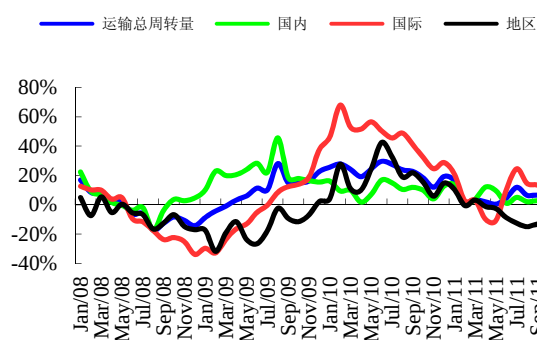
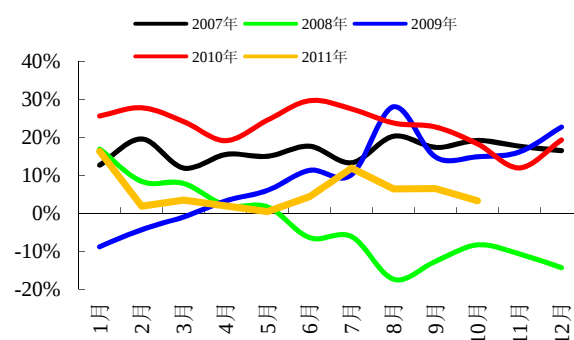


图 8、东航 10 月 RTK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客周转量：同比增速略有回落

图 9、全民航 10 月 RPK 同比增速略有回落

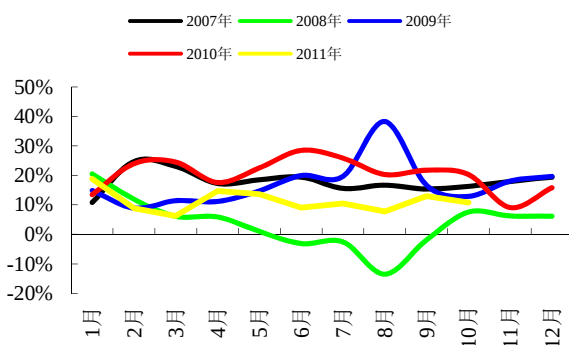
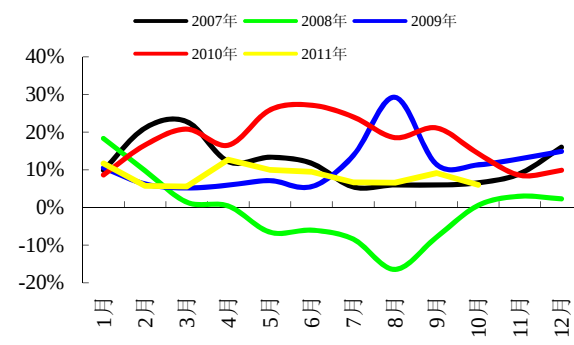


图 10、国航 10 月 RPK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、南航 10 月 RPK 同比增速略有上升

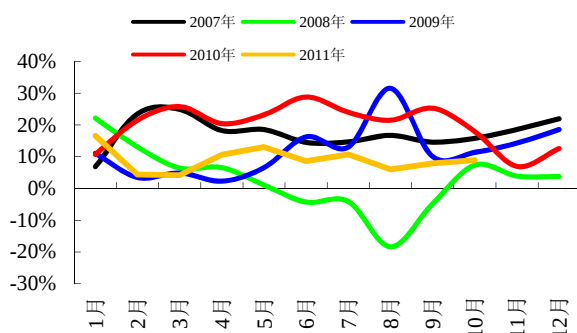
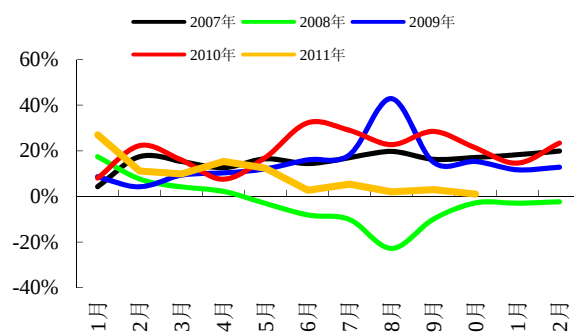


图 12、东航 10 月 RPK 同比增速略有回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮周转量：RFTK 同比环比负增长

图 13、全民航 10 月 RFTK 同比负增长

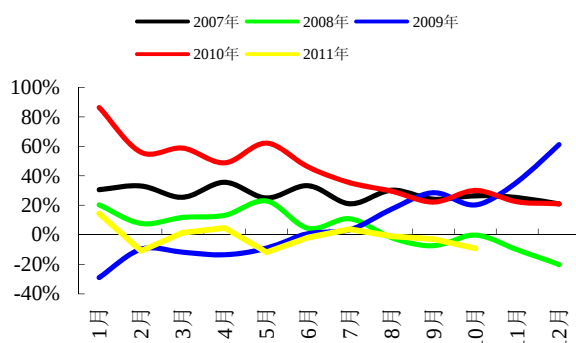
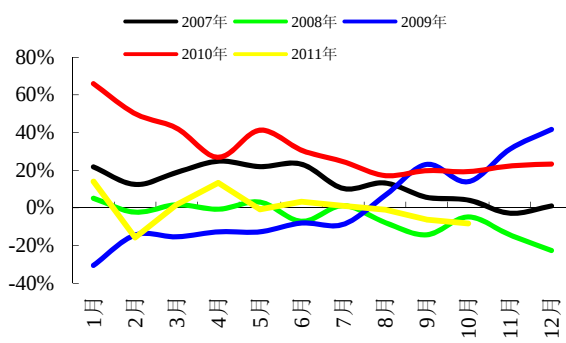


图 14、国航 10 月 RFTK 同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、南航 10 月 RFTK 同比负增长

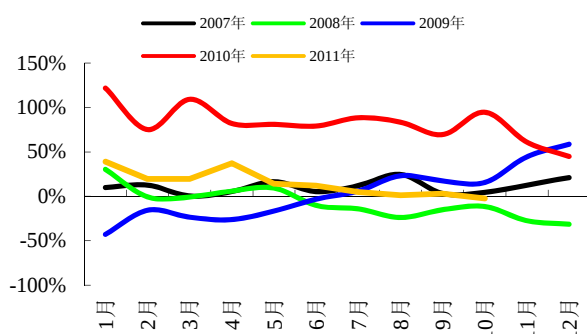
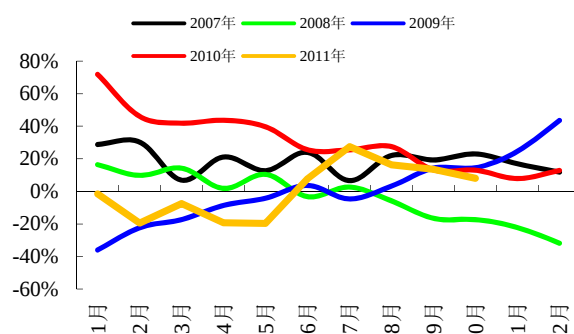


图 16、东航 10 月 RFTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客运输量：同比增速略有回落

2011 年 10 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 2637.7、2445.6、192.1、65.2 万人次，同比增长 7.5%、7.3%、10.5%和 7.4%，环增长 5.4%、5.5%、8.8%和 4.2%。

1~10月合计综合、国内(含地区)、国际和地区旅客运输量分别为24537.2、22780.6、1756.7和625.4万人次,同比增长8.7%、8.7%、8.3%和12.4%。

图 17、全民航 10 月客流同比增速国际高于国内

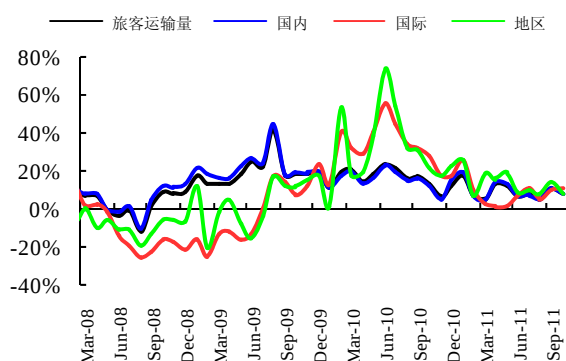
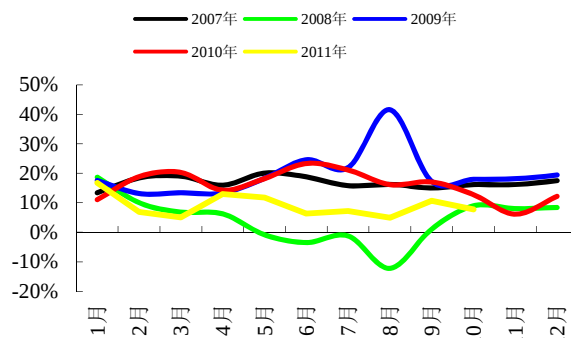


图 18、全民航 10 月客流量同比增速略有回落



数据来源: CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 19、国航 10 月客流同比增速地区高于国际

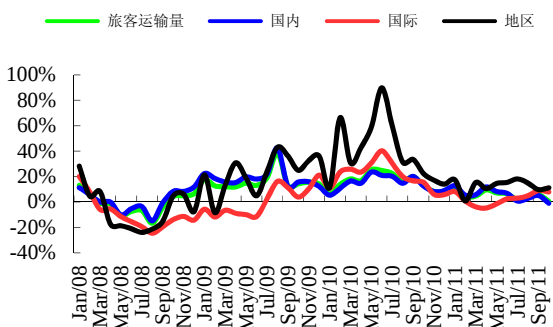
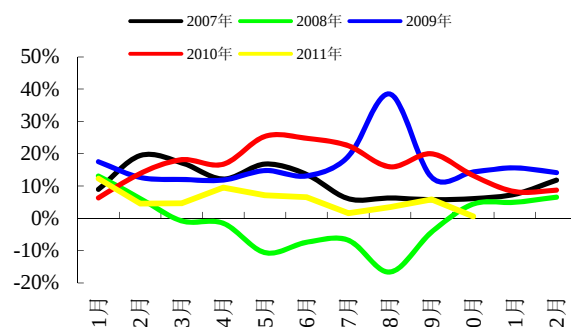


图 20、国航 10 月客流量同比增速略有回落



数据来源: CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 21、南航 10 月客流同比增速国际高于国内

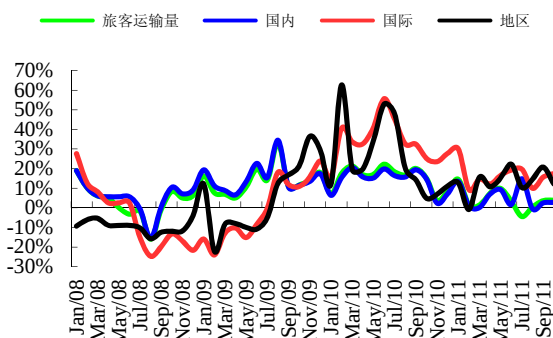
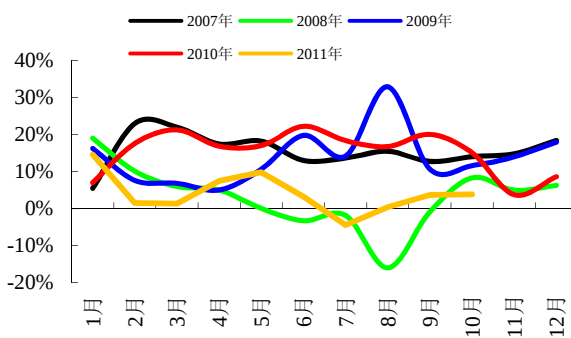


图 22、南航 10 月客流量同比增速略有上升



数据来源: CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 23、东航 10 月客流同比增速国际高于国内

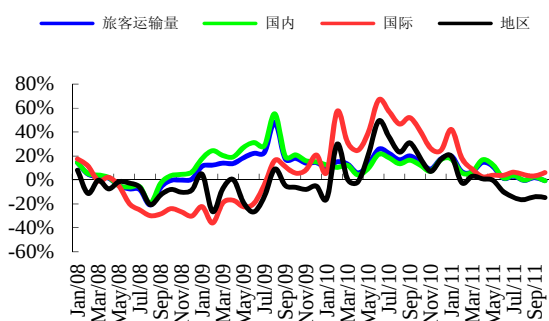
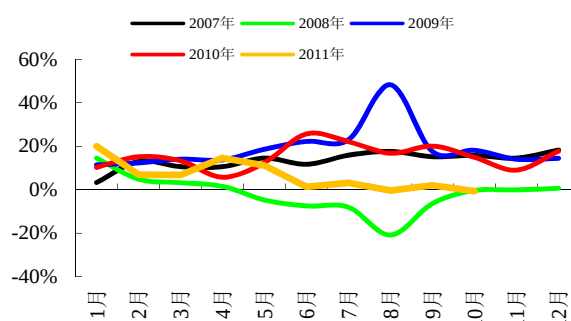


图 24、东航 10 月客流量同比增速略有回落



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 10 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 46.94、32.09、14.85 和 1.52 万吨，同比下降 6.3%、0.2%、17.3% 和 15.6%，环比下降 7.3%、9.6%、2.0% 和 6.9%。

1~10 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区货邮运输量分别为 454.13、306.53、147.60 和 17.52 万吨，同比增长-1.5%、1.0%、-6.4% 和 -2.0%。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，运输总量与去年基本持平。

图 25、中国 10 月外贸出口增速下滑

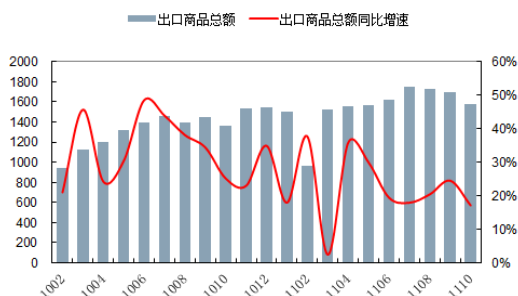
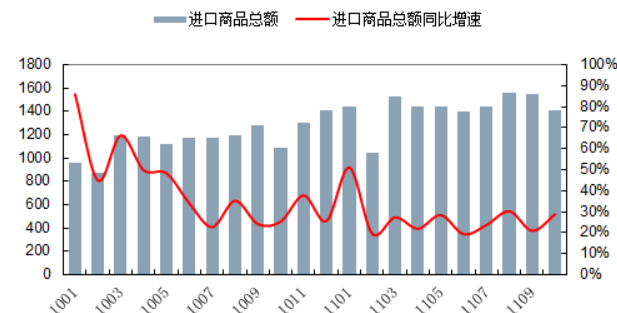


图 26、中国 10 月外贸进口增速上升



数据来源：海关、兴业证券研究所

图 27、全民航 10 月货量同比增速国内高于国际

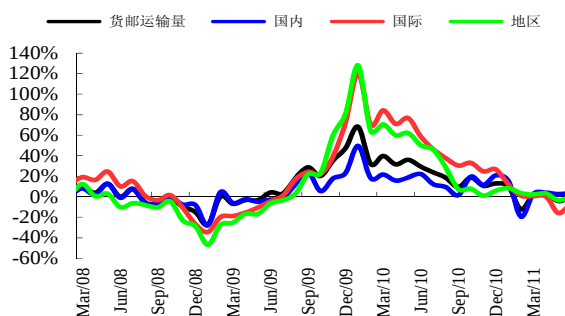
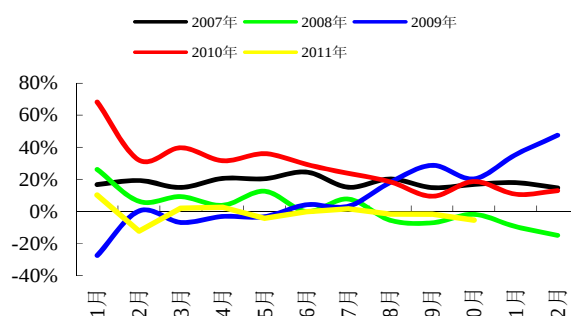


图 28、全民航 10 月货邮量同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 29、国航 10 月货邮同比增速国内高于国际

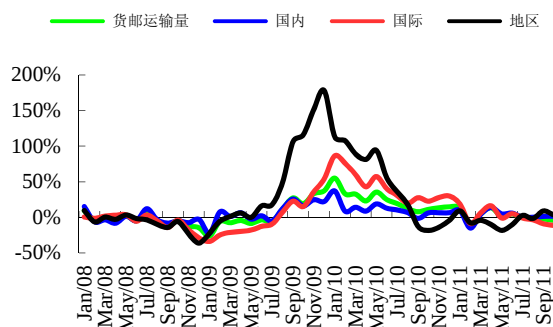
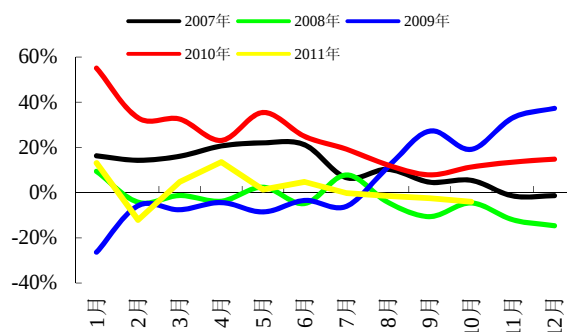


图 30、国航 10 月货邮量同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 31、南航 10 月货邮同比增速国际高于国内

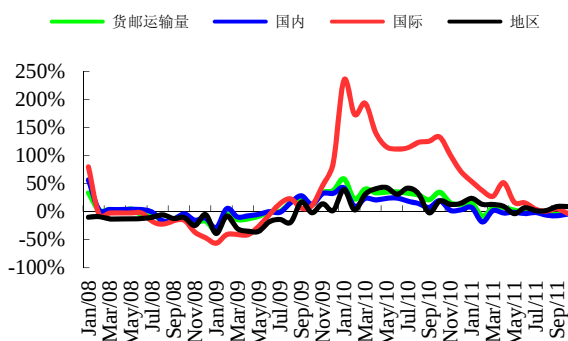
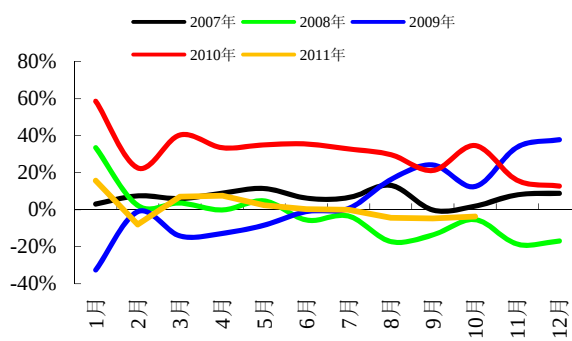


图 32、南航 10 月货邮量同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 33、东航 10 月货邮同比增速国际高于国内

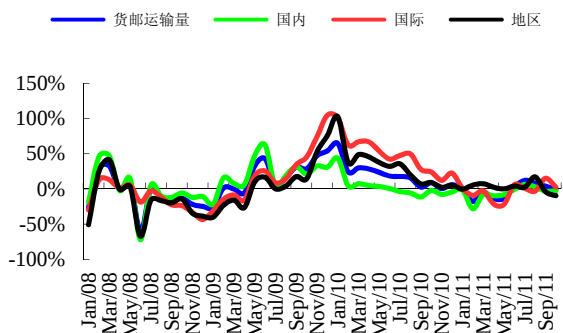
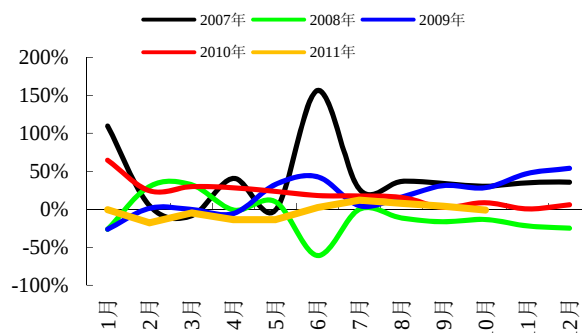


图 34、东航 10 月货邮量同比基本持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运力供给：飞机增速略有回升，运力投放总体受控

飞机同比增速略有回升，飞机利用率同比上升环比持平

2011 年 10 月底我国民航运输飞机 1729 架，同比和环比分别增长 10.27%和 1.2%。飞机日利用率 9.3 小时，同比增加 0.1 小时，环比持平。ATK 70.39 亿吨公里，同比增长 6.2%，环比上升 3.0%，客座数 3193 万个，同比增长 8.3%，环比上升 4.8%。

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低位。受国内市场需求强劲影响，10月份飞机日利用率虽然较暑期旺季要低，但同比仍呈现小幅提升态势。

图 35、10 月底全民航运输飞机 1729 架

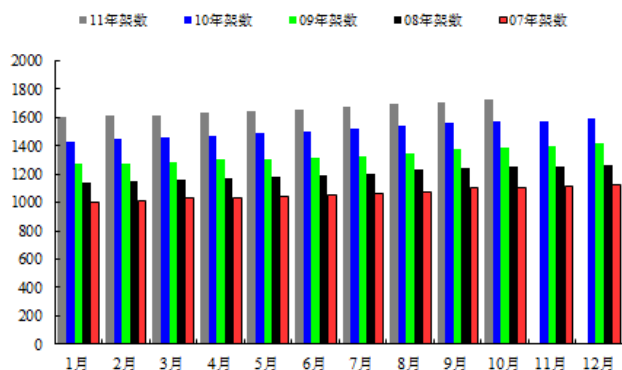
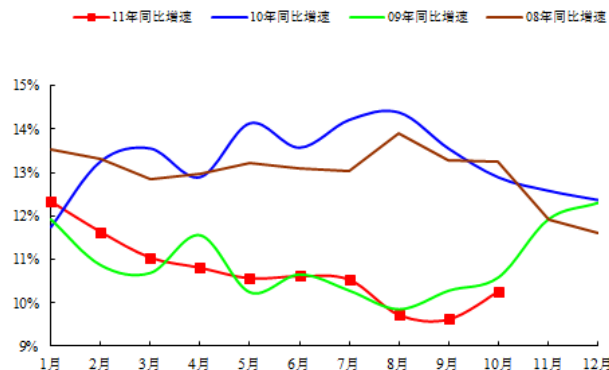


图 36、全民航 10 月飞机引进速度回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 37、全民航 10 月飞机日利用率 9.3 小时

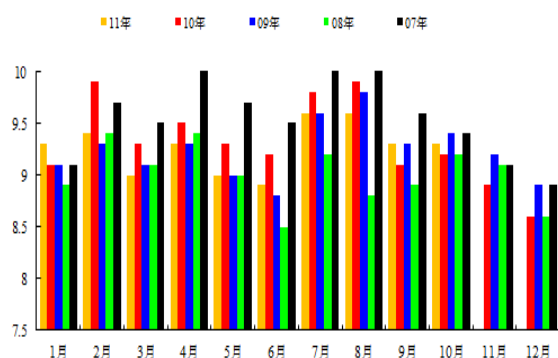
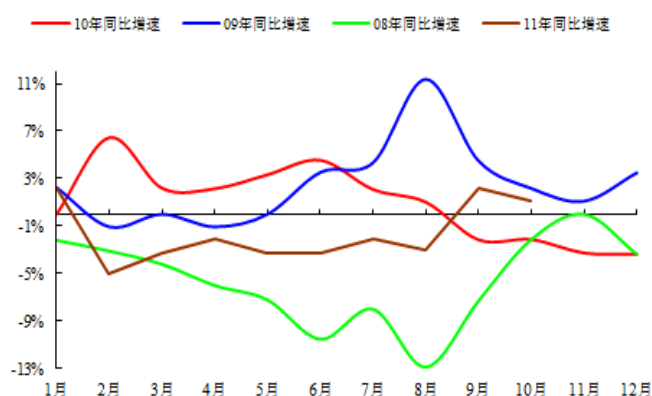


图 38、全民航 10 月飞机利用率同比小幅提升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用吨公里：ATK 同比增速下降

2011 年 10 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 72.1、45.1、25.3 和 1.7 亿吨公里，同比增长 5.2%、8.6%、1.7%和-0.3%，环比上升 3.0%、3.7%、4.1%和 2.1%。

1~10 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区的可用吨公里（ATK）分别 657.71、413.05、232.95 和 16.26 亿吨公里，同比增长 6.0%、6.7%、5.4%和 9.7%。

图 39、全民航 10 月 ATK68.11 亿吨公里

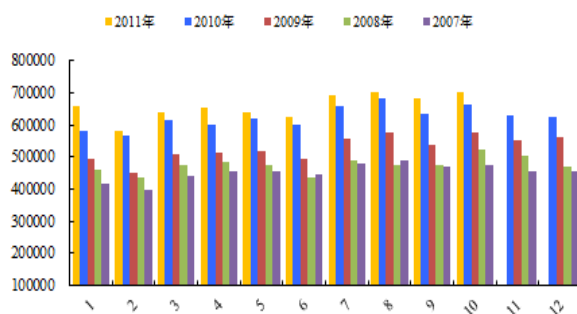
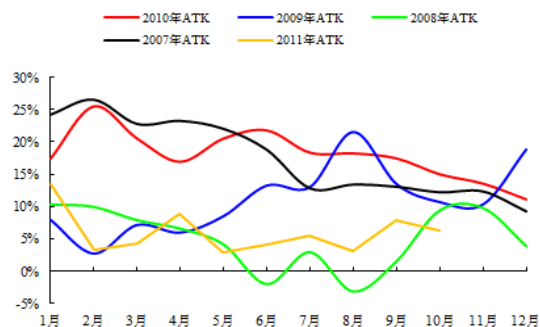


图 40、全民航 10 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 41、全民航 10 月 ATK 同比增速国内高于国际

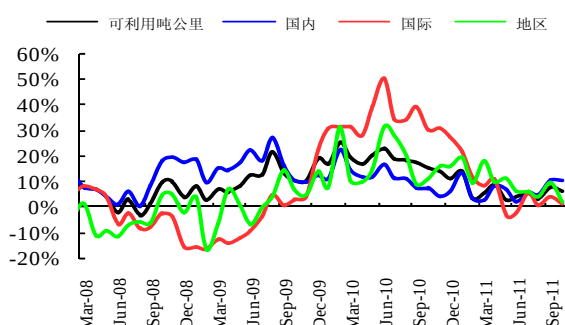
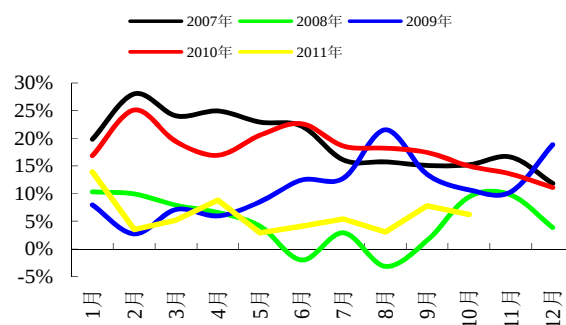


图 42、全民航 10 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 43、国航 10 月 ATK 同比增速国际高于国内

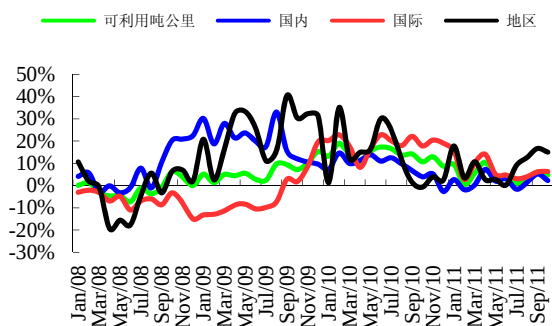
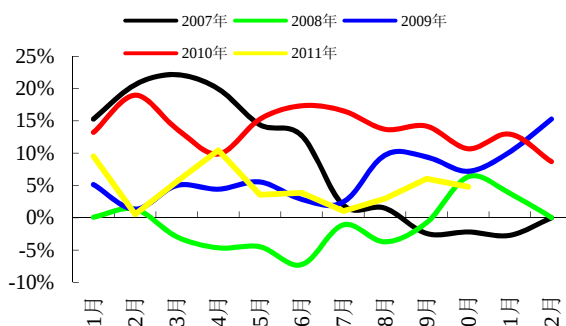


图 44、国航 10 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 45、南航 10 月 ATK 同比增速国际高于国内

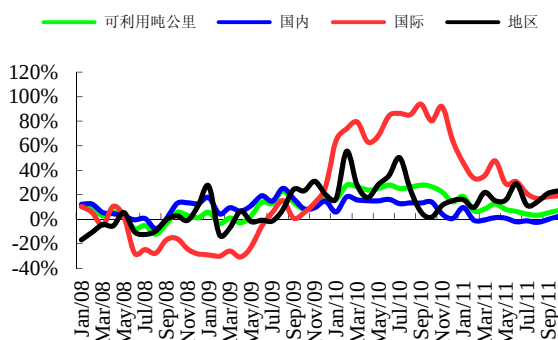
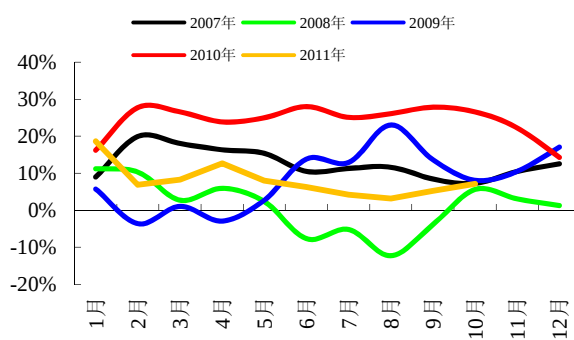


图 46、南航 10 月 ATK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 47、东航 10 月 ATK 同比增速国际高于国内

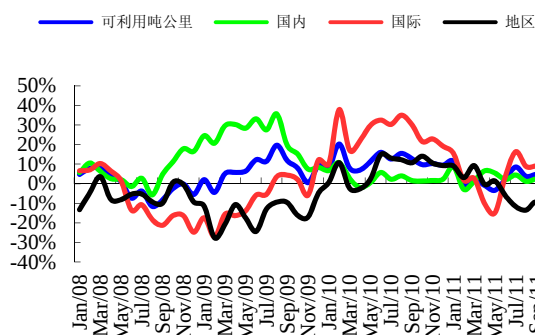
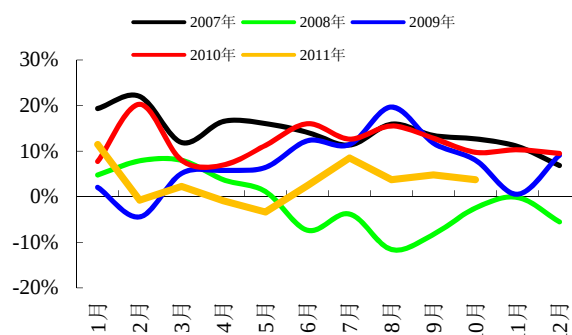


图 48、东航 10 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用客公里：ASK 同比增速基本持平

图 49、全民航 10 月 ASK 同比增速基本持平

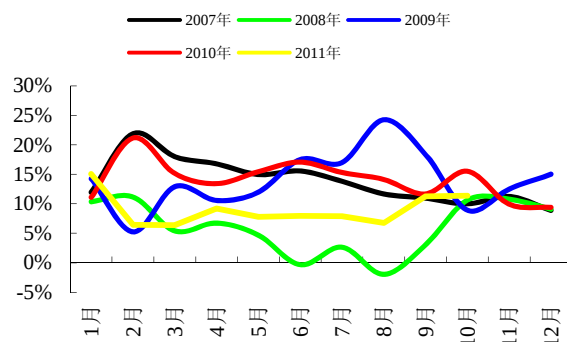
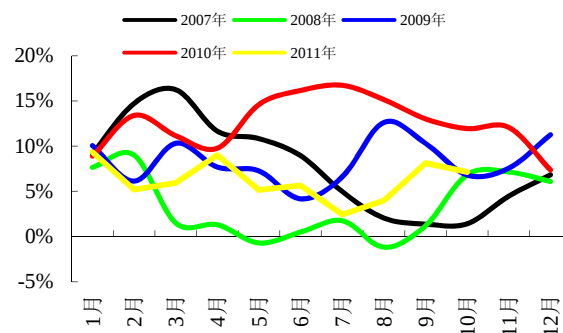


图 50、国航 10 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 51、南航 10 月 ASK 同比增速上升

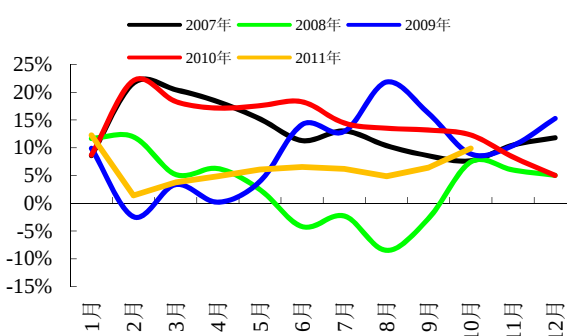
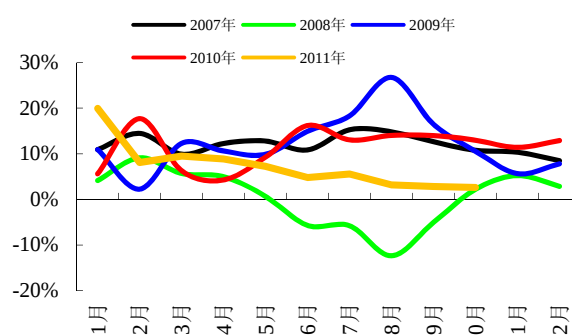


图 52、东航 10 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用货邮吨公里：AFTK 同比小幅下降

图 53、全民航 10 月 AFTK 同比小幅下降

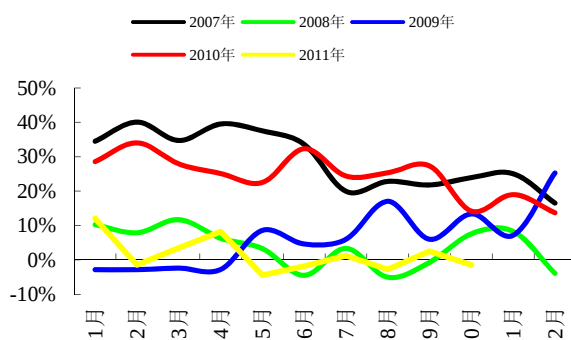
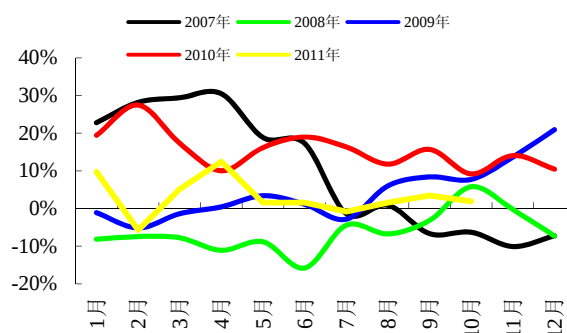


图 54、国航 10 月 AFTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 55、南航 10 月 AFTK 同比增速下降

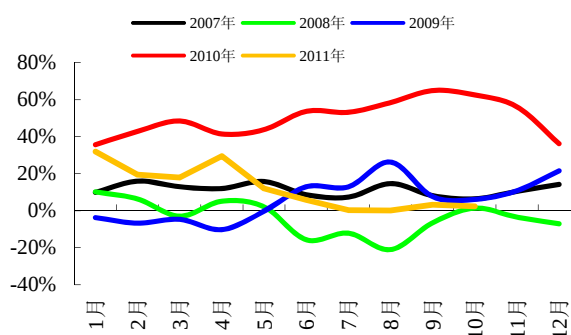
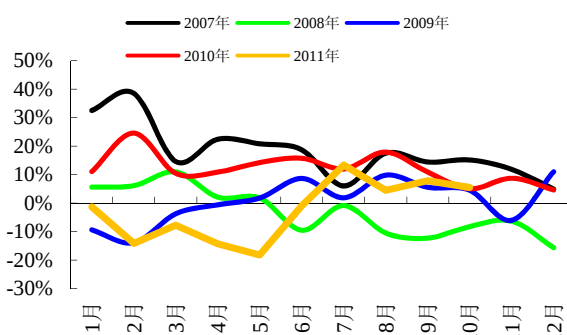


图 56、东航 10 月 AFTK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效率：客座率维持高位，载运率有所下滑

载运率：货运不佳拖累载运率同比环比出现下滑

10 月份客运市场维持高景气，客座率达到 82.6%，同比和环比提高 0.4、0.5 个 PT。
 全月综合载运率达到 72.3%，同比和环比下降 1.2、0.6 个 PT。

图 57、全民航 10 月载运率国内高于国际地区

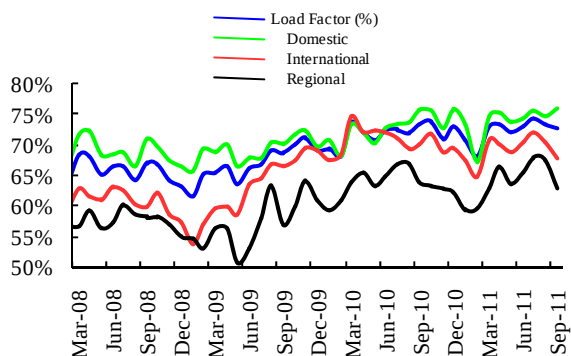
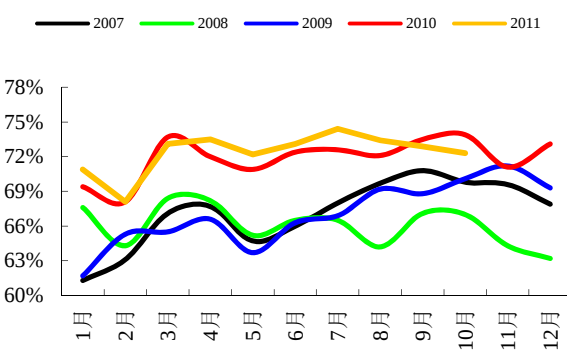


图 58、全民航 10 月载运率环比小幅下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 59、国航 10 月载运率国内高于国际地区

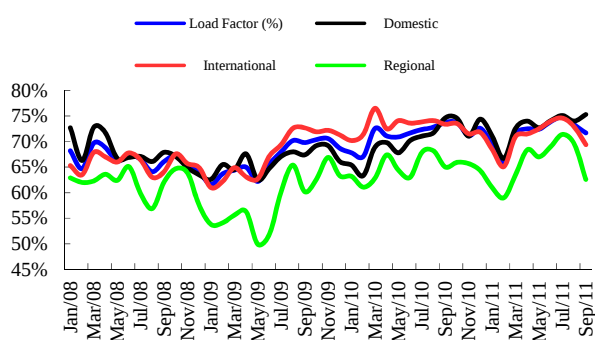
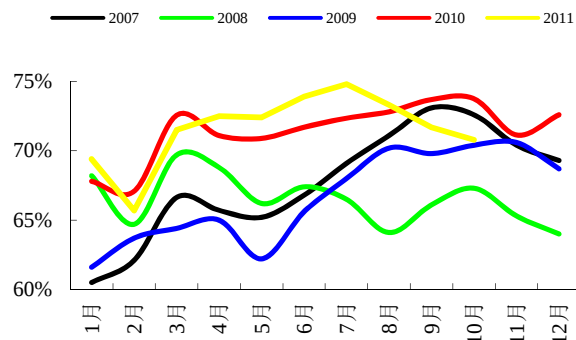


图 60、国航 10 月载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 61、南航 10 月载运率国内高于国际地区

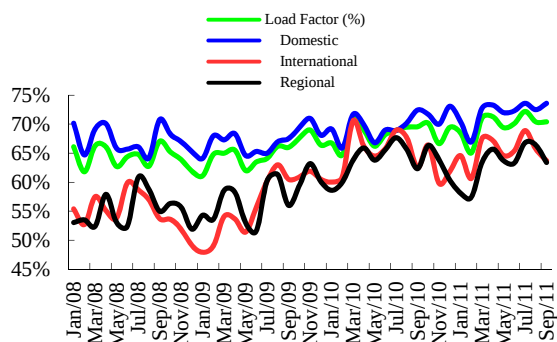
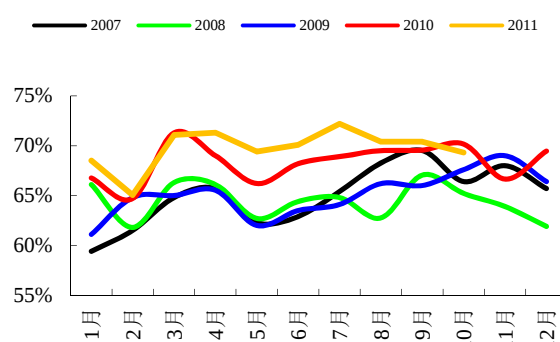


图 62、南航 10 月载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 63、东航 10 月载运率国内高于国际地区

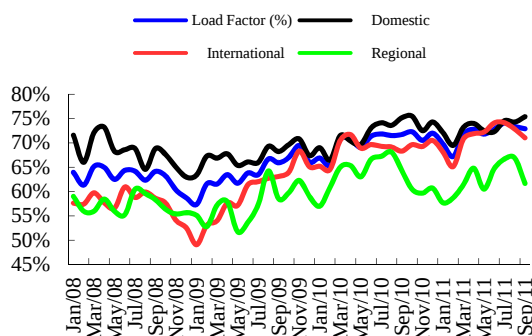
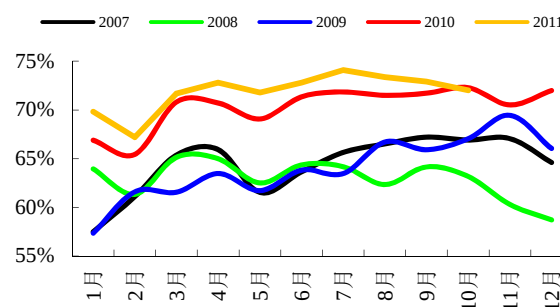


图 64、东航 10 月载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

客座率：国内客座率同比持平，国际客座率同比下滑

我国民航 10 月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为 82.6%、84.2%、77.6% 和 77.6%，同比上升-0.4%、0.0%、-1.2%和 2.8%，环比上升 0.5%、1.1%、-1.7%、2.8%。

图 65、全民航 10 月客座率国内高于国际地区

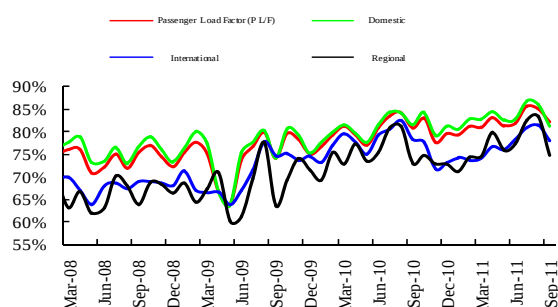
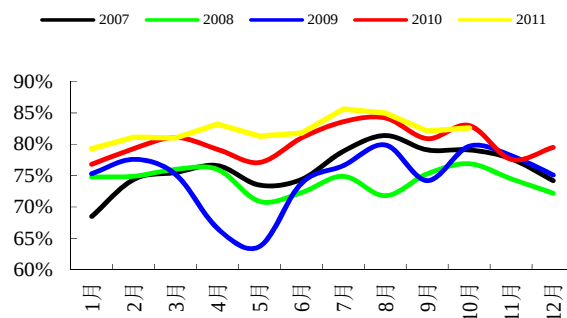


图 66、全民航 10 月客座率环比微升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 67、国航 10 月客座率国内高于国际和地区

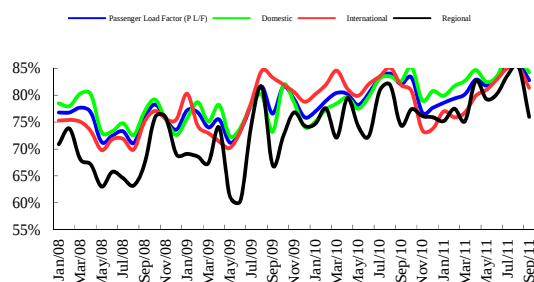
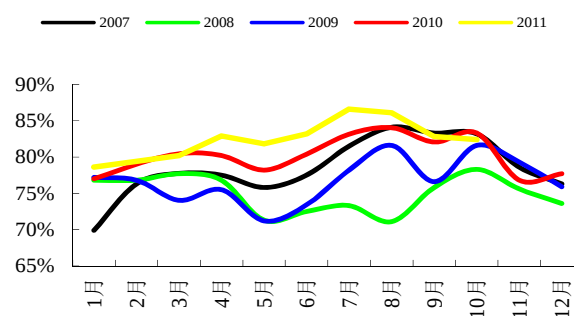


图 68、国航 10 月客座率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 69、南航 10 月客座率国内高于国际和地区

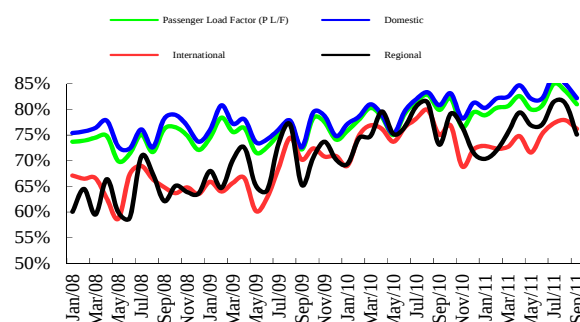
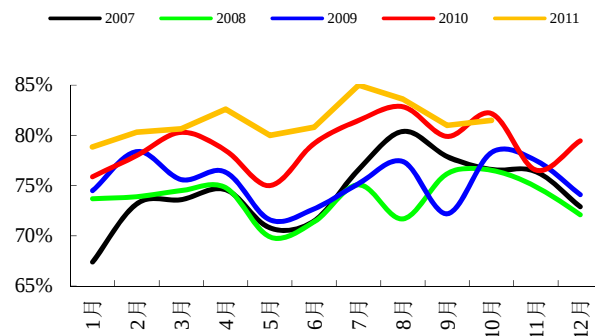


图 70、南航 10 月客座率环比上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 71、东航 10 月客座率国内高于国际和地区

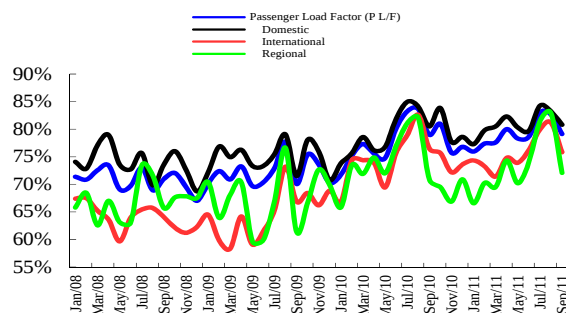
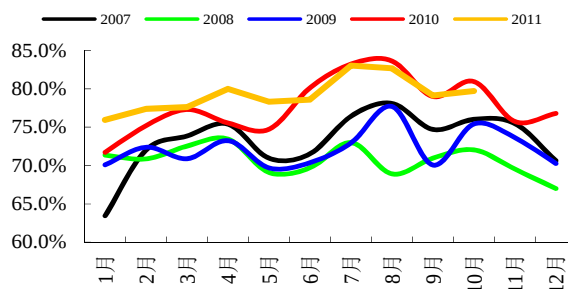


图 72、东航 10 月客座率环比上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮载运率： FLF 同比环比下降

10 月份货邮载运率 56.6%，同比下降 4.8%，环比下降 2.1 个百分点。欧元区债务危机仍在恶化，我们估计国际经济在明年 1 季度之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 10 月货邮载运率环比下降

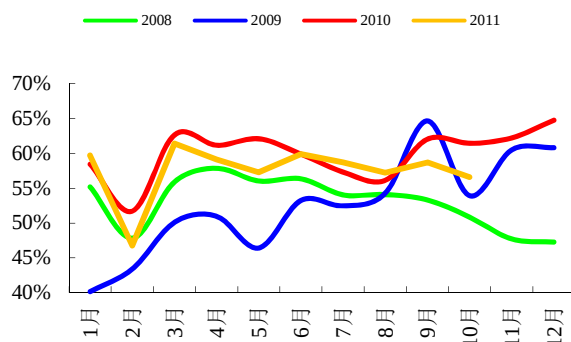
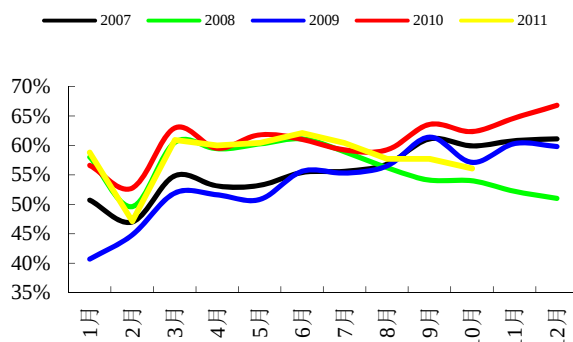


图 74、国航 10 月货邮载运率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 75、南航 10 月货邮载运率环比下降

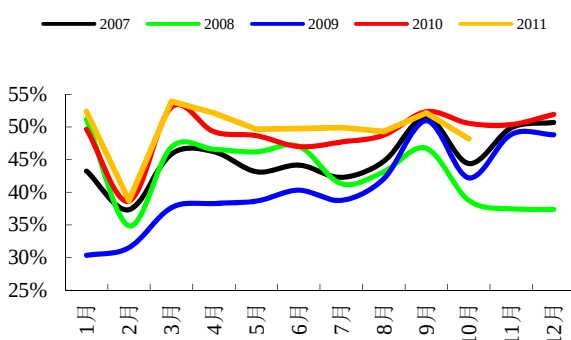
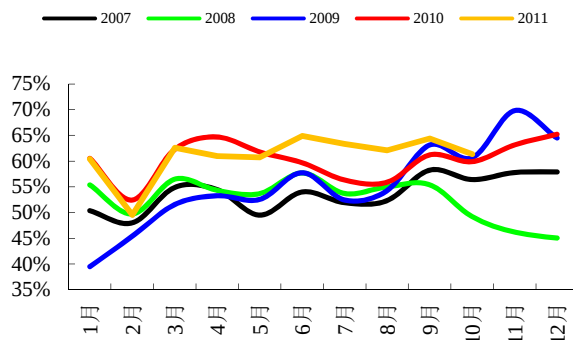


图 76、东航 10 月货邮载运率环比下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效益：票价环比下滑、油价震荡上扬

票价水平：环比下滑，呈现松动迹象

预计 10 月我国民航客公里票价约 0.7 元，同比提高 5%，环比下降 4.1%；吨公里收入约 6.0 元，同比提高 8%，环比下降 3.2%。在行业从供不应求逐步过渡到供需平衡，以及油价和燃油附加费下跌的背景下，票价水平开始出现松动。

图 77、国内航线票价指数

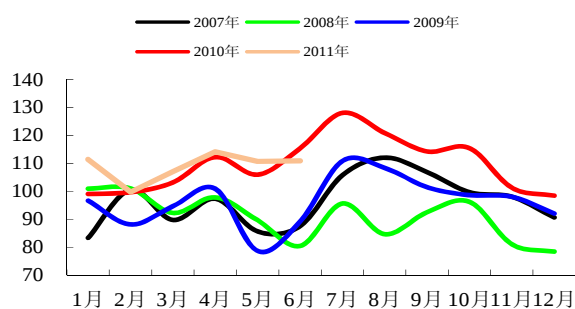
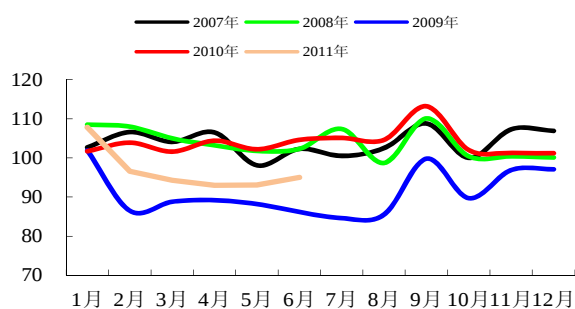


图 78、亚洲及港澳地区航线票价指数



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

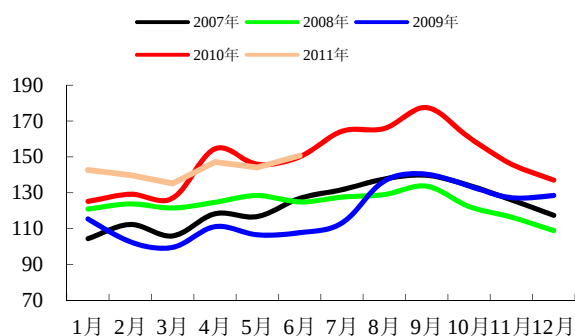
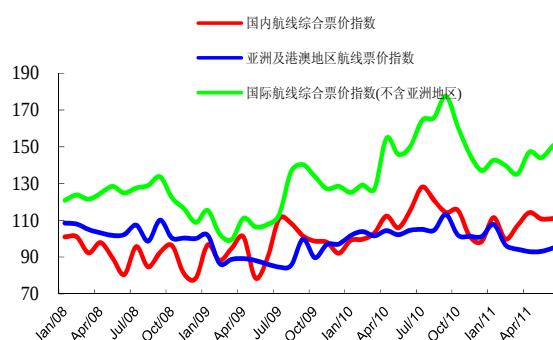


图 80、国内、亚太与国际航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 81、三大航 10 月票价环比回落

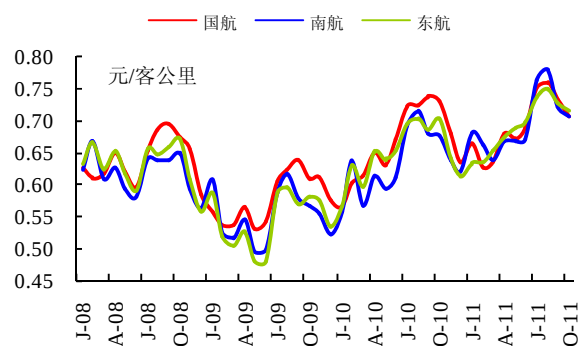
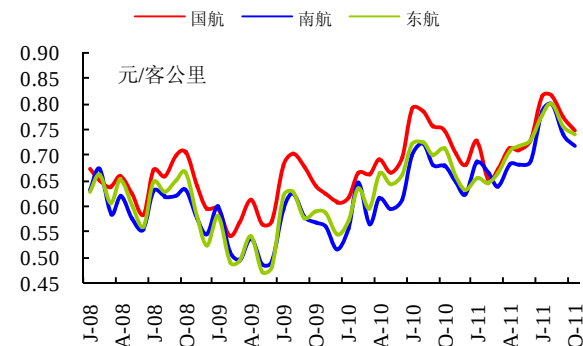


图 82、三大航 10 月国内票价环比回落



数据来源：兴业证券研究所预测

图 83、三大航 10 月国际票价环比基本持平

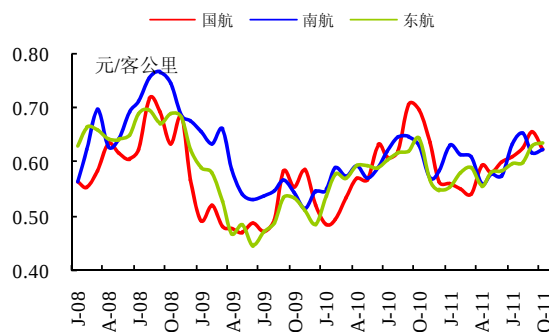
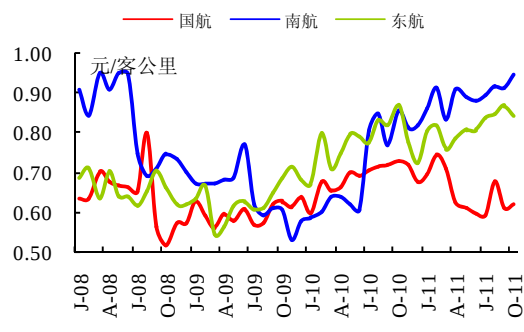


图 84、三大航 10 月地区票价环比涨跌互现



数据来源：兴业证券研究所预测

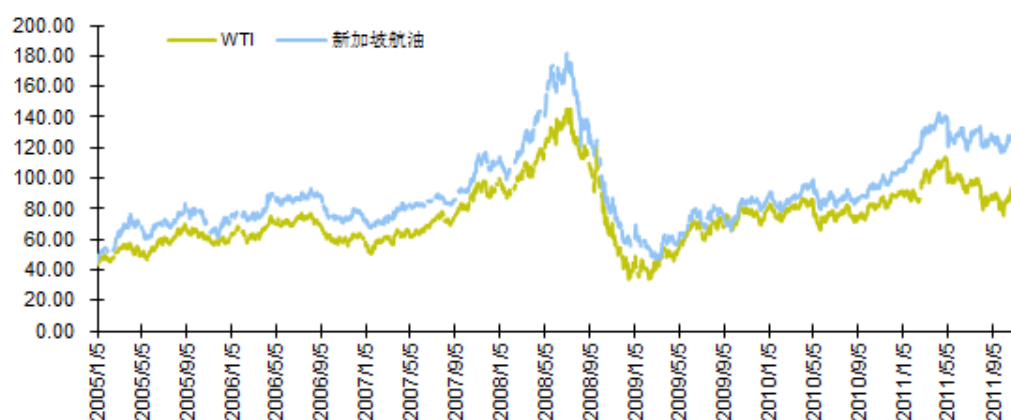
航油成本：环比略有下降，短期震荡上扬

我们估算 10 月航空公司航油采购均价 7670 元，同比上升 32%，环比下降 2.14%，高于 09 年同期（5010 元/吨）和 10 年同期（5840 元/吨）。

9 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。9 月 5 日，800 公里以上燃油附加费从 150 降至 140 元。10 月 1 日，国内航油综合采购成本再降至 7503 元/吨，800 公里以下燃油附加费从 80 元降至 70 元。11 月 1 日国内航油综合采购成本再度下调 224 元/吨至 7279 元/吨，11 月 5 日 800 公里以上燃油附加费从 140 元降至 130 元。

但 10 月中旬以来，叙利亚局势动荡、英美与伊朗关系再度趋紧，市场担心原油供应导致油价震荡上扬。油价上扬将增加航空公司运营成本上的压力。

图 85、10 月 WTI 原油价格宽幅震荡，在 95 美元/桶左右波动



数据来源：Wind、兴业证券研究所

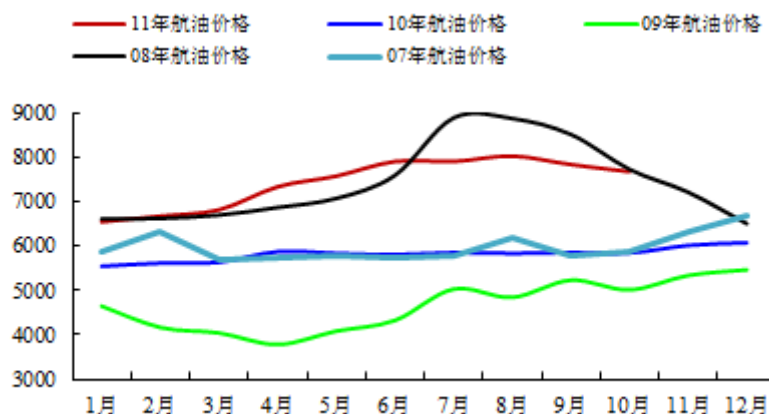
表 2、国内航油出厂价生命历程（元/吨）

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
20111001	-109	7501	-58	7503	400	7903
20111101	-224	7277		7279	400	7679

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 86、预计 10 月航空公司航油采购均价约 7670 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

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；10 月 5 日，800 公里以下航线燃油附加费下调为 70 元。11 月 5 日，800 公里以上航线燃油附加费下调为 130 元。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
20111005	70	140	117.45	7,119	7501
20111105	70	130	124.65	7,546	7,277

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：人民币兑美元短期升值趋缓，长期升值趋势不改

由于欧债危机继续恶化，出于避险需求，资金从各种资产回流美元和美债，使得11月以来人民币兑美元贬值0.5%，一年期NDF与人民币现汇基本持平，人民币短期升值趋缓。

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，从而为今年各航空公司的盈利锦上添花。

图 87、10 月人民币兑美元汇率升值 0.96%

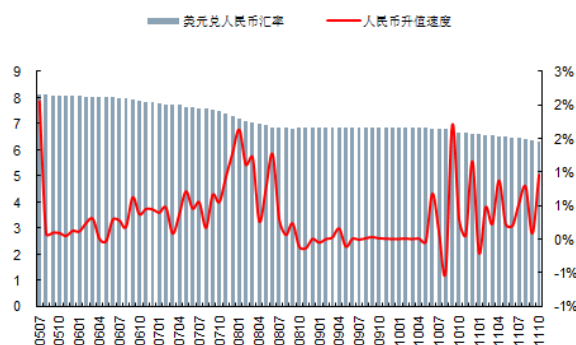
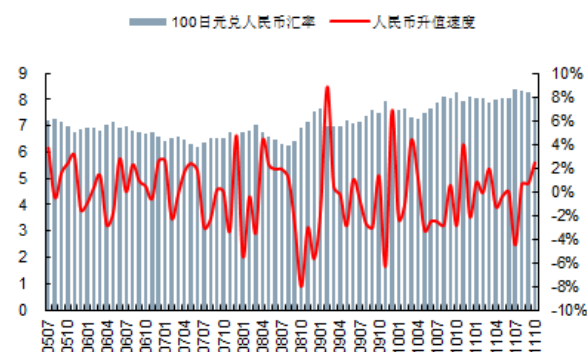
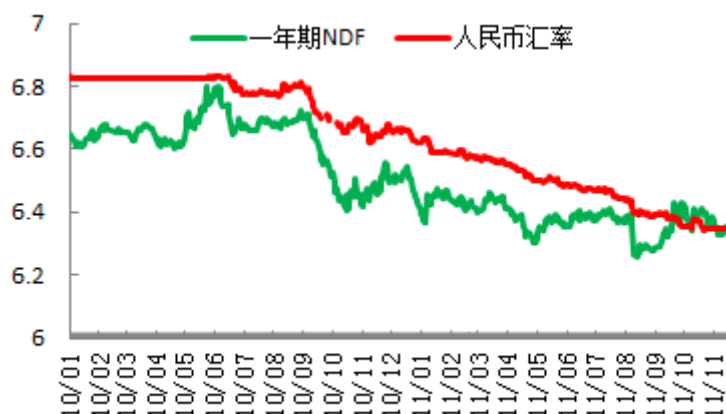


图 88、10 月人民币兑日元升值 2.4%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 89、11 月末一年期 NDF 与即期汇率基本持平



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

主业利润：同比下降，环比基本持平

预计 10 月航空业收入 322 亿元，同比+12%，环比+1.26%；毛利率 21%，同比-5 个百分点，环比基本持平；行业盈利 36 亿元，同比-20%，环比-3%。

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：世博高基数和高铁分流使航空业务同比负增长

世博高基数加高铁分流使航空业务同比负增长

10 月份上海机场旅客吞吐 374 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-3.7%、-0.3%、-9.4%。

1~10 月份上海机场累计旅客吞吐 3486 万人次，飞机起降 28.78 万架次，货邮吞吐 265 万吨，同比分别增长 0.7%、4.2%、-0.9%。

未来看点

资产注入有望渐行渐近、机场收费标准上调时间窗口日益临近、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、高铁和世博会影响消失后业务同比增速恢复高位。

盈利预测与估值

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.79、0.93、1.12 元，给予 18X PE，估值 14.22 元。在大市不明朗的情况下，高分红、低估值、增长确定的股票是较为安全的选择，我们维持上海机场“强烈推荐”评级。

图 90、10 月上海两场旅客同比增速高于货邮

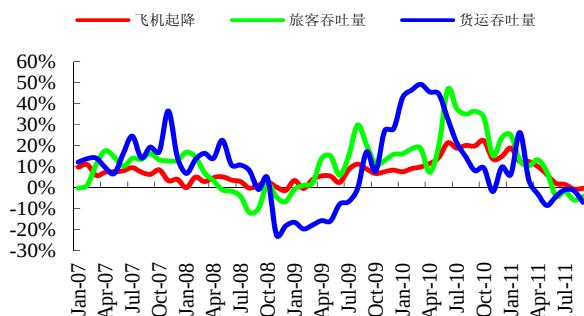
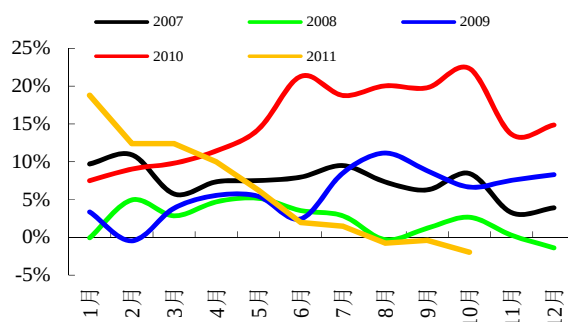


图 91、10 月上海两场起降同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 92、10 月上海两场旅客吞吐同比负增长

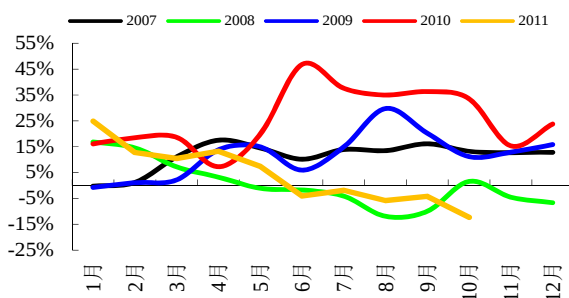
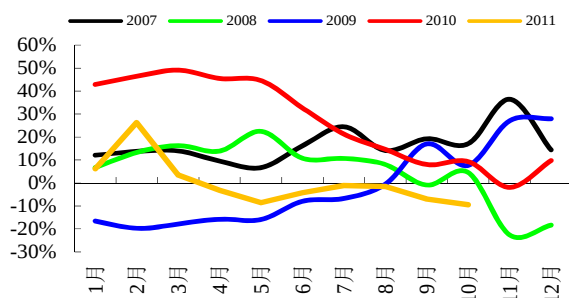


图 93、10 月上海两场货邮同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 94、10 月浦东机场同比增速客流高于货流

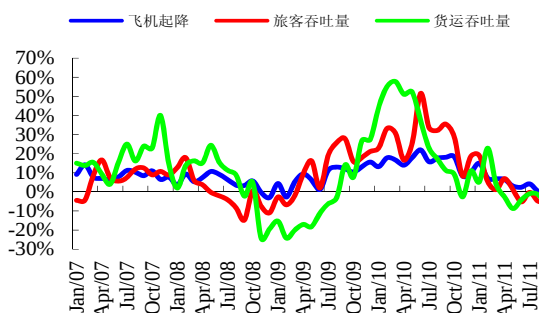
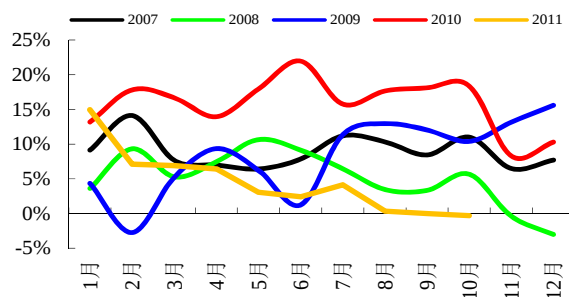


图 95、10 月浦东机场起降同比基本持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 96、10 月浦东机场客流量同比负增长

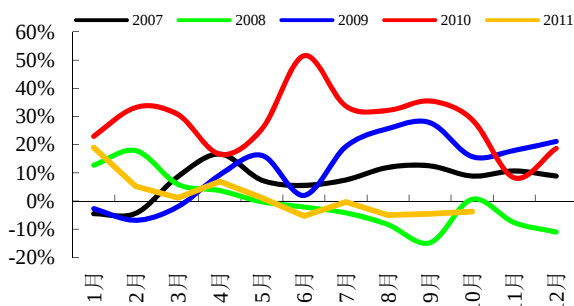
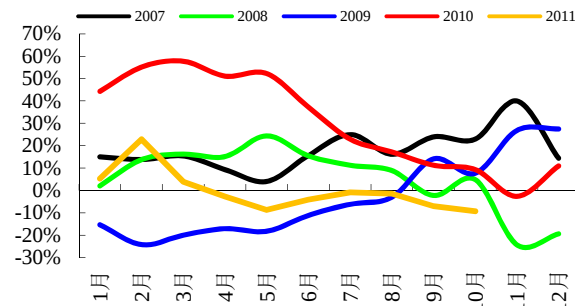


图 97、10 月浦东机场货流量同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 98、10 月虹桥机场同比增速货流大于客流

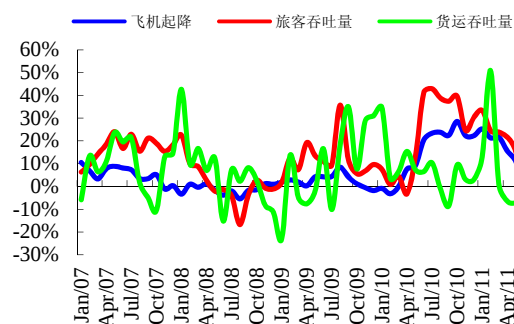
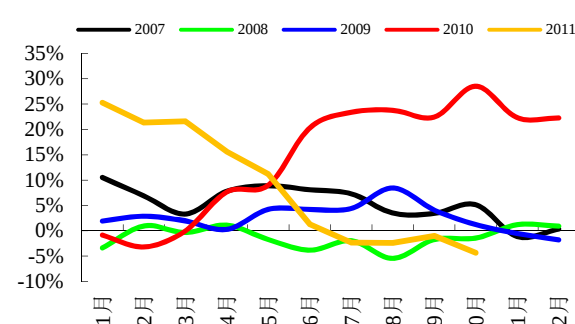


图 99、10 月虹桥机场起降同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 100、10 月虹桥客流量同比负增长

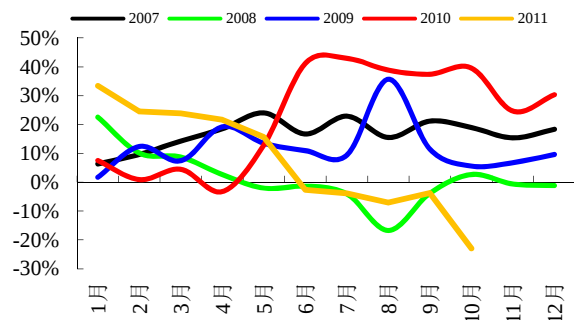
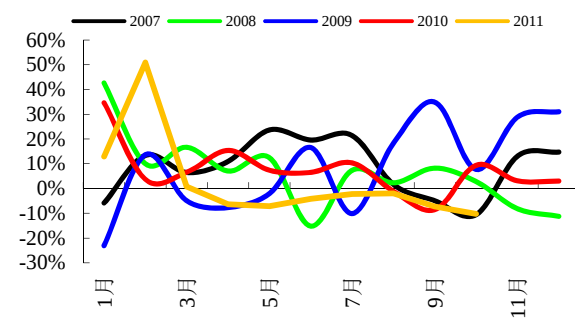


图 101、10 月虹桥机场货流量同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

厦门空港：航空业务强劲增长，扩建工程有序推进

海西经济发展和旅游消费需求拉动公司业务高速增长

海西经济融合的不断推进使得航空需求不断增长。同时，居民收入水平增加提升了旅游消费需求，且没有去年上海世博会的分流，从而导致厦门空港航空业务高速增长。

10 月份公司旅客吞吐 143.51 万人次，飞机起降 1.18 万架次，货邮吞吐 2.2 万吨，

同比增长 21.6%、21.6%、4.8%

1~10 月份, 公司旅客吞吐 1292 万人次, 飞机起降 11.05 万架次, 货邮吞吐 21.17 万吨, 同比增长 18.1%、16.0%、5.2%。

扩建工程稳步推进, 新方案中资本开支规模有所缩小

截至 2011 年 9 月底, 公司在建工程达 0.48 亿元, 较年初增加 0.4 亿元, 扩建工程稳步推进, 预计园林地下停车场于 2012 年底或 2013 年启用。公司在经过仔细斟酌后, 对 T1 和 T2 的改扩建计划有所变更, T1 将被拆除改建货机坪, T2 重新装修后改为国内候机楼, 使用远机位。预计 T1~T2 改建工程资本开支为 1 亿左右, 启用时间在 2012 年中左右。

T4 航站楼由集团建设, 预计 2014 年 6 月完工

10 月 22 日 T4 航站楼正式奠基, 工程预计于 2014 年 6 月完工, 年旅客吞吐能力将提升至 2700 万人次, 进一步凸显厦门机场作为东南沿海重要国际干线机场和区域性航空枢纽港的地位。

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; ②T1~T2 的改扩建工程和 T4 航站楼的建设将提高公司运营潜力; ③2012 年公司商业地块将进行新一轮全面招标, 加上未来园林地下停车场和 T2 的启用, 机场商业餐饮租赁收入会出现爆发性增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 2011~2013 年 EPS 为 1.12、1.30、1.52 元, 给予 15X PE, 估值 16.8 元, 维持推荐评级。

图 102、10 月厦门空港起降同比增速上升

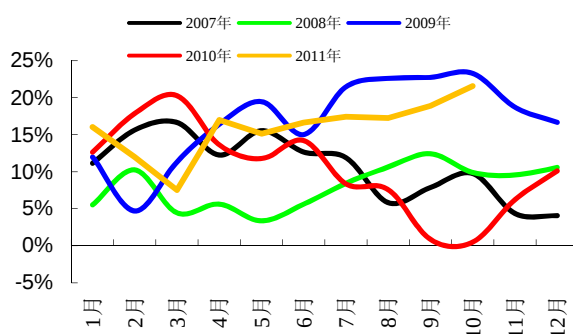
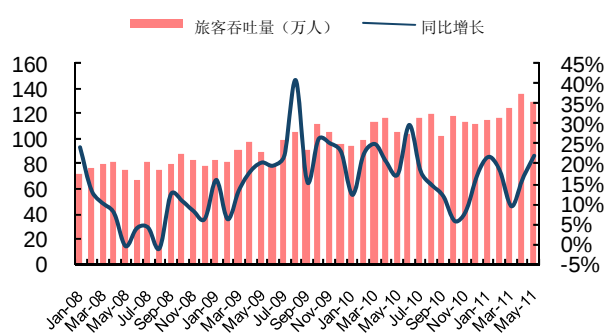


图 103、10 月厦门空港客流量同比增速上升



数据来源: CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 104、10 月厦门空港货流量同比小幅增长

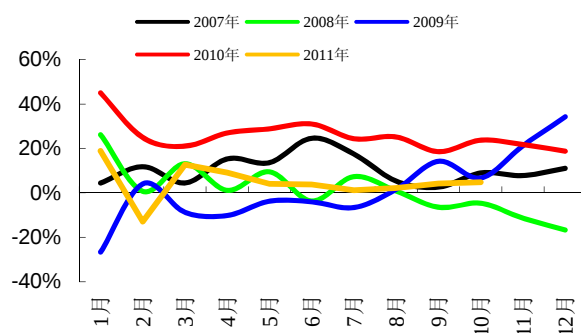
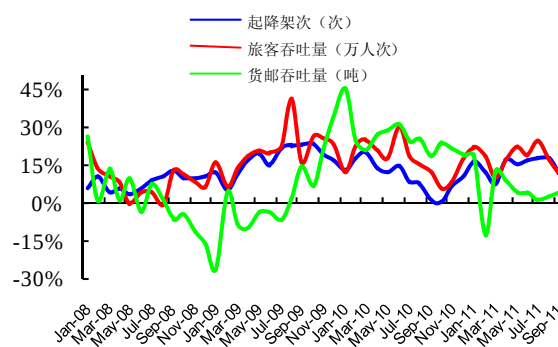


图 105、10 月厦门空港同比增速客运大于货运



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

深圳机场：时刻资源逐渐释放，扩建工程进展顺利

第二跑到顺利启用，时刻资源有所释放

7 月 26 日深圳机场第二跑道正式启用，至此深圳机场正是迈入双跑道运行时代，时刻资源紧张的现状得到部分缓解。10 月份公司旅客吞吐 244.11 万人次，飞机起降 1.9 万架次，货邮吞吐 6.86 万吨，同比分别增长 4.4%、4.4%和-1.6%。

1~10 月份公司累计旅客吞吐 2342 万人次，飞机起降 18.52 万架次，货邮吞吐 67.74 万吨，同比分别增长 5.0%、2.2%和 2.4%。

T3 建设进展顺利，并将增建南货运区代理人仓库和向集团购置 B 号候机楼扩建土地

7 月份深圳机场 T3 航站楼钢结构已顺利封顶，截至 2011 年 9 月 30 日公司在建工程达 26.5 亿元，较年初增加 12.4 亿元，T3 建设工程进展顺利，预计 2012 年底能顺利启用。同时 10 月 29 日公司公告，为提高 T3 新货站的货物吞吐能力，节约有限的临空土地资源，公司将投资 2.29 亿元建设南货运区代理人仓库（一期）项目。该项目将有助于进一步加强深圳机场货运枢纽的地位和竞争能力，2.29 亿的投资约合公司现有固定资产和在建工程的 4.4%，资本开支不太，对公司未来的盈利不会产生明显的负面影响。另外，公司将出资 954 万元向集团购置 2003 年 B 号候机楼扩建时增加的土地面积，按候机楼使用年限分摊计入成本后，对公司盈利无实质性影响。

盈利预测和估值

2011 年 8 月的大运会，航空客流受到压抑，公司提升安检水平从而带来额外成本；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。考虑到二跑道启用后，时刻资源紧张的情况有所缓解，航班数量和客流增速将有所提高，我们上调公司 2011~2013 年 EPS 预测为 0.44、0.49、0.33 元。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成长。

图 106、10 月深圳机场起降同比增速高位回落

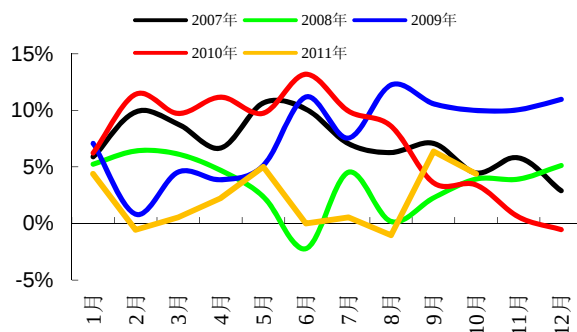
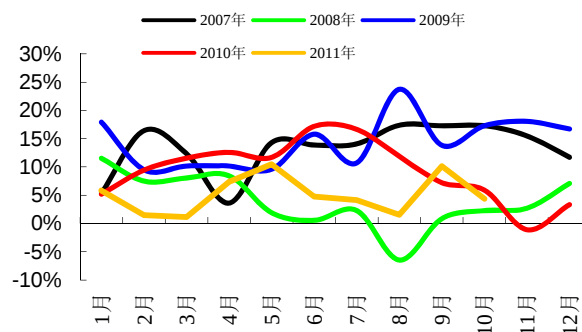


图 107、10 月深圳机场客流量同比增速高位回落



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 108、10 月深圳机场货流同比增速上升

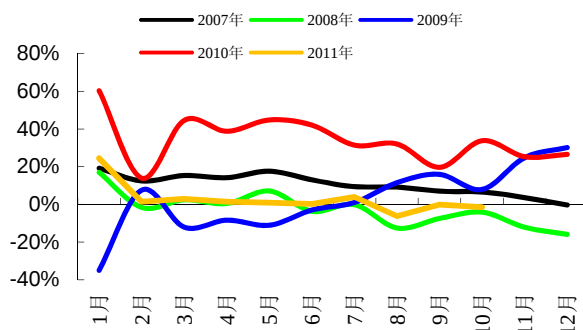
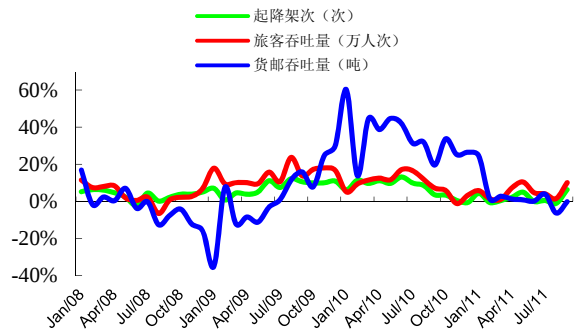


图 109、10 月深圳机场同比增速客流大于货流



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

白云机场：业务保持快速增长

航空业务保持快速增长

10 月份公司旅客吞吐 397.48 万人次，飞机起降 3.04 万架次，吞吐货邮 10.18 万吨，分别同比增长 11.6%、10.4% 和 2.2%。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。

1~10 月份公司累计吞吐旅客 3742 万人次，飞机起降 28.98 万架次，吞吐货邮 96.73 万吨，分别同比增长 8.9%、5.2% 和 2.5%。

未来看点

枢纽建设持续推进，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日益临近。

盈利预测与估值

我们预测公司 2011~13 年 EPS 为 0.56、0.66、0.80 元，给予 14X PE，估值 7.84 元，维持推荐评级。

图 110、10 月白云机场起降同比增速上升

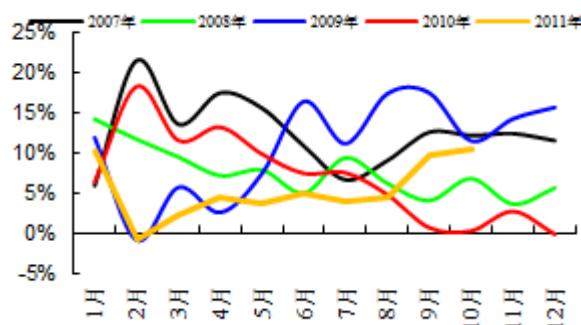
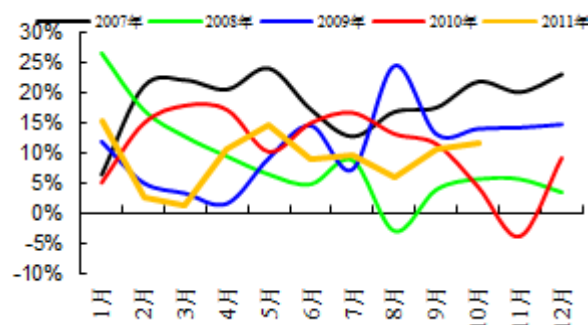


图 111、10 月白云机场旅客同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 112、10 月白云机场货流量同比增速平稳

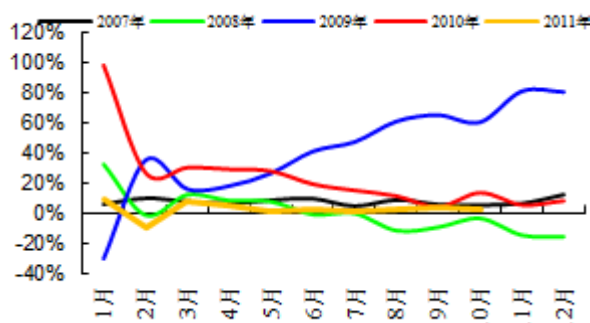
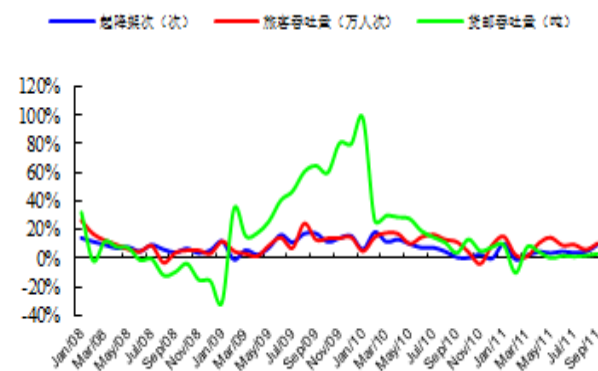


图 113、10 月白云机场客流同比增速好于起降货流



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 11 月 25 日收盘价）

公司名称	货币	EPS				PE				PB			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
中国国航-A	CNY	1.03	0.80	0.81	0.94	6.96	9.01	8.82	7.68	2.30	1.63	1.38	1.18
南方航空-A	CNY	0.70	0.65	0.64	0.71	8.11	8.79	8.83	7.99	1.48	1.51	1.29	1.10
东方航空-A	CNY	0.44	0.50	0.50	0.57	10.07	8.90	8.95	7.73	2.47	2.31	1.80	1.46
海南航空	CNY	0.74	0.68	0.70	0.84	7.73	8.39	8.13	6.85	2.51	1.52	1.10	0.93
平均值						8.22	8.77	8.68	7.56	2.19	1.74	1.39	1.17
中国国航-H	HKD	1.03	0.72	0.70	0.71	5.38	7.75	7.97	7.79	2.30	1.13	0.99	0.86
南方航空-H	HKD	0.70	0.56	0.50	0.60	5.36	6.70	7.46	6.28	1.48	0.93	0.81	0.71
东方航空-H	HKD	0.44	0.42	0.40	0.45	6.82	7.08	7.48	6.74	2.47	1.35	1.10	0.91
平均值						5.85	7.17	7.64	6.94	2.08	1.14	0.97	0.83
国泰航空	HKD	3.57	1.61	1.59	1.82	3.54	7.84	7.96	6.93	1.55	0.88	0.81	0.76
新加坡航空	SGD	0.18	1.09	0.45	0.63	55.22	9.25	22.23	15.98	1.34	0.85	0.89	0.88
马来航空	MYR	0.07	(0.31)	(0.03)	0.08	18.06	(4.19)	(38.24)	17.33	1.98	1.54	1.59	1.46
全日空	JPY	(24.67)	4.30	8.81	11.74	(9.16)	52.53	25.66	19.25	1.41	1.17	1.08	1.04
长荣航空	TWD	3.69	0.97	1.57	1.93	4.97	18.98	11.72	9.52	2.68	1.36	1.27	1.13
大韩航空	KRW	6837.00	3576.56	5466.36	7171.98	6.41	12.26	8.02	6.11	1.35	0.95	0.86	0.77
印度捷达航空	INR	(48.67)	13.79	(90.27)	14.36	(5.71)	20.17	(3.08)	19.36	2.40	1.34	2.05	1.86
亚洲航空	MYR	0.38	0.28	0.36	0.44	9.43	13.07	10.11	8.30	1.93	2.33	1.92	1.57
快达航空	AUD	0.05	0.18	0.17	0.23	29.69	8.17	8.61	6.24	0.84	0.55	0.54	0.51

维珍蓝	AUD	0.01	(0.02)	0.03	0.05	34.00	(18.89)	13.08	7.08	0.69	0.84	0.79	0.72
韩亚航空	KRW	1246.00	1035.75	1354.39	1625.35	5.51	6.62	5.06	4.22	1.71	1.16	0.96	0.79
中华航空	TWD	2.31	0.40	1.02	1.27	5.54	32.24	12.52	10.05	2.45	1.18	1.09	1.02
平均值						13.12	13.17	6.97	10.87	1.70	1.18	1.15	1.04
国际统一航空	GBP	0.05	0.15	0.12	0.23	2607.41	951.35	1213.79	604.29	0.83	0.64	0.62	0.58
法荷航空	EUR	(5.30)	(1.20)	(1.29)	(0.24)	(0.74)	(3.28)	(3.04)	(16.21)	0.64	0.18	0.19	0.20
汉莎航空	EUR	2.47	0.74	0.57	1.19	3.50	11.62	15.07	7.29	0.91	0.49	0.49	0.47
瑞安航空	EUR	0.21	0.26	0.30	0.32	17.14	13.69	11.82	11.08	1.91	1.82	1.56	1.45
易捷航空	GBP	0.28	0.42	0.36	0.44	1272.54	862.53	1012.32	823.23	1.06	0.97	0.90	0.81
平均值						779.97	367.18	449.99	285.94	1.07	0.82	0.75	0.70
西南航空	USD	0.62	0.40	0.79	1.09	12.10	18.94	9.54	6.86	1.56	0.92	0.87	0.82
联合航空	USD	1.22	3.67	5.08	6.34	13.03	4.33	3.13	2.51	4.52	2.00	1.26	1.05
达美航空	USD	0.71	1.22	2.26	3.10	10.03	5.84	3.16	2.30	11.73	3.46	1.85	1.19
美国航空	USD	(1.41)	(3.53)	(1.96)	(0.01)	(1.14)	(0.46)	(0.82)	(146.36)	N/A	N/A	N/A	N/A
JetBlue	USD	0.36	0.23	0.48	0.65	9.67	15.26	7.22	5.37	1.18	0.57	0.57	0.49
加拿大航空	CAD	0.38	(0.63)	(0.02)	0.35	2.82	(1.70)	(48.64)	3.07	0.55	N/A	N/A	N/A
平均值						7.75	7.04	(4.40)	(21.04)	3.91	1.74	1.14	0.89

数据来源: Bloomberg、兴业证券研究所

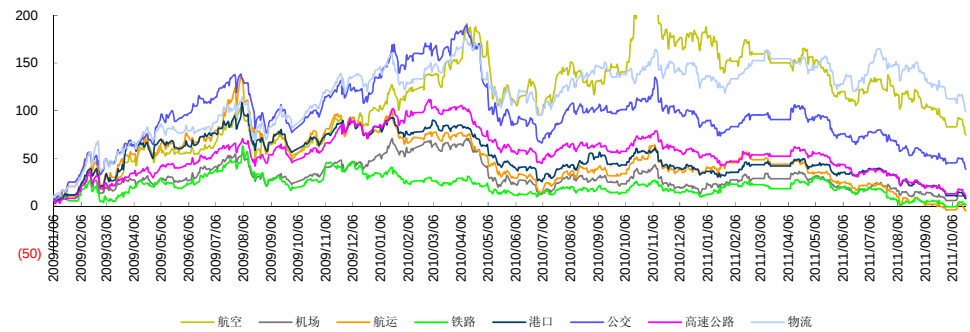
注: 除中国外其他地区的平均 PE 的计算中剔除了大于 50 倍的值

表 5、全球机场估值比较 (2011 年 11 月 25 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	16.71	14.94	13.10	11.78	1.39	1.24	1.24	1.17
上海机场	CNY	0.45	0.37	0.63	0.79	28.71	34.92	20.57	16.33	1.78	1.92	1.77	1.62
深圳机场	CNY	0.14	0.34	0.43	0.43	32.96	13.76	10.91	10.83	1.95	1.53	1.36	1.22
厦门空港	CNY	0.65	0.91	0.97	1.08	20.97	15.10	14.08	12.66	3.17	3.00	2.53	2.15
国内平均						24.84	19.68	14.66	12.90	2.07	1.92	1.72	1.54
北京首都机场	HKD	0.02	0.07	0.11	0.22	182.00	52.00	33.70	16.25	1.21	1.00	0.97	0.89
美兰机场	HKD	0.39	0.39	0.46	0.53	13.54	13.54	11.43	9.92	0.67	0.98	0.94	0.80
香港平均						97.77	32.77	22.57	13.09	0.94	0.99	0.96	0.85
日本空港	JPY	41.33	39.64	27.28	14.90	25.04	26.11	37.94	69.46	1.85	0.85	0.89	N/A
泰国机场	THB	5.12	0.50	1.54	2.32	8.25	84.50	27.36	18.20	0.58	0.81	0.81	0.79
法兰克福机场	EUR	2.07	1.64	1.86	2.71	19.02	24.01	21.22	14.55	1.13	1.46	1.37	1.26
奥克兰机场	NZD	0.09	0.03	0.08	0.09	24.88	67.42	27.80	25.05	1.26	1.51	1.62	1.56
哥本哈根机场	DKK	96.20	78.30	94.58	97.20	17.68	21.72	17.98	17.50	2.75	4.19	3.75	4.05
维也纳机场	EUR	4.34	3.49	3.65	3.23	6.18	7.69	7.35	8.31	0.86	0.72	0.68	0.67
苏黎世机场	CHF	N/A	N/A	21.70	25.47	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	3.21	18.30	18.50	17.02	15.75	1.55	1.55	1.48	1.39
外国平均						17.05	35.71	22.38	24.12	1.42	1.58	1.52	1.62

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。