

供需失衡传导至国内，主业盈利大幅下滑

中性（维持）

2012年2月2日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
中国国航	0.61	0.60	中性
东方航空	0.44	0.40	中性
海南航空	0.74	0.53	中性
南方航空	0.52	0.46	中性
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	0.63	推荐
深圳机场	0.43	0.47	中性

相关报告

航空运输Ⅲ：《春运效应难改行业景气下行，未来反转还看国际航线》2012-1-19

航空运输Ⅲ：《航空推进枢纽战略，机场加速收费改革—全国民航工作会议在京召开》2012-1-3

航空运输Ⅲ：《主业盈利首现亏损，供需失衡已现隐忧—航空机场12月月报》2012-1-3

航空运输Ⅲ：《航空降盈利待反转，机场稳增长待提价—航空机场2012年投资策略》2011-12-21

上海机场：《上海机场资本开支的“洪水猛兽”真的来了吗？》2011-12-12

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

投资要点

- **主业盈利大幅下滑，创08年以来最大单月亏损。**预计12月航空业收入268亿元，同比+11%，环比-5%；；预计12月行业亏损-48亿元，同比下降100倍，环比下降5.5倍。预计1-12月航空业累计收入3532亿元，同比+18%；毛利率18%，同比下降3个百分点；盈利278亿元，同比下降18%。
- **客货需求持续下滑，国内市场好于国际市场。**12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47.43、31.54、15.89、1.08亿吨公里，同比增长4.0%、10.8%、-7.2%和4.2%，环比增长-1.5%、-0.8%、-2.8%和0.1%。
- **运力增速快于需求增速，供需失衡愈加明显。**12月底我国民航运输飞机1759架，同比和环比分别增长10.63%和0.8%。飞机日利用率8.7小时，同比增加0.1小时，环比下降0.4小时。ATK 68.02亿吨公里，同比增长7.1%，环比下降2.0%，客座数2926万个，同比增长10.6%，环比下降1.0%。
- **客座率和票价水平持续下滑。**全民航12月综合、国内（含地区）、国际和地区客座率（PLF）分别为78.6%、80.1%、73.2%、74.2%，同比提升-0.9、-1.2、0.2、1.4PT，环比下降1.6、1.9、0.4、2.5PT，国内客运市场景气程度同比开始回落。预计12月我国民航客公里票价约0.61元，同比提高5%，环比下降4%；吨公里收入约5.3元，同比提高9%，环比下降3%。12月虽然油价和燃油附加有所上调，但在行业从供不应求逐步过渡到供大于求的情况下，票价水平出现持续下滑。
- **人民币兑美元双向波动，油价高位震荡。**11月人民币贬值，12月海外对中国经济硬着陆的担忧逐渐消退，人民币重拾升势，1月时贬时升。我们维持人民币长期升值趋势不改，但今年上半年升值放缓。全球经济发展虽然前景不明朗，但流动性泛滥、中东局势动荡使市场担心原油供应可能会受到影响，致使油价存在震荡上扬的可能性。
- **机场：稳增长，显防御。**机场独特的商业模式，使其在经济下行时也能受益航空公司的降价保量，防御性明显。长期来看，随着中国经济的持续稳定增长、居民收入水平和消费水平的提高，机场业务将持续增长。同时航空业务和非航业务双轮驱动，将使机场可能穿越经济波动，盈利增长有望持续。
- **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：谨慎参与估值修复反弹，继续等待基本面反转。**12月份随着国内进入航空最淡季，同时航空公司将部分国际运力调回国内，国际供需失衡开始传导到国内市场。国内航线裸票价和客座率的走低使得航空公司盈利水平大幅下滑。我们对未来一段时间航空市场的景气程度持谨慎态度，对高油价持悲观态度，预计2012年上半年航空公司业绩负增长是大概率事件。进入2月，春运“热闹”行情结束，行业再次进入最淡季，票价开始跳水，预计2月航空数据的同比增速将显著低于1月份（农历春节的干扰）。我们认为目前阶段把航空股作为早周期板块来布局或许稍早了点，航空股业绩还将伴随经济下行而下滑，流动性改善预期带来的周期股跌深反弹和估值修复行情显得有些鸡肋。在运力增长相对刚性的情况下，我们更倾向于2季度末或3季度初中国经济见底和预期全球经济好转导致航空供求关系逆转，进而带来航空股反转的大机会，建议中长期关注中国国航。机场独特的商业模式使其防御性明显，航空业务和非航业务双轮驱动，将使机场可能穿越经济波动，盈利增长有望持续，重点推荐上海机场和厦门空港。通用航空的发展不可能一蹴而就，相关公司短期内业绩难以快速释放，建议怀抱希望继续等待。

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：客货需求持续下滑，国内市场好于国际	- 9 -
运输总周转量：需求同比增速下滑	- 9 -
旅客周转量：同比增速下滑	- 10 -
货邮周转量：RFTK 同比环比负增长	- 11 -
旅客运输量：同比增速回落	- 11 -
货邮运输量：国际货运大幅下滑	- 12 -
航空运力供给：运力增速快于需求增速，供需失衡开始显现	- 14 -
飞机同比增速小幅下降，飞机利用率同比上升环比下降	- 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 同比增速下降	- 17 -
航空运营效率：客座率和载运率同比明显下滑	- 18 -
载运率：同比下降环比上升	- 18 -
客座率：国内客座率同比环比出现下滑	- 19 -
货邮载运率：运力缩减致使 FLF 环比小幅回升	- 20 -
航空运营效益：票价环比下滑、油价上下震荡	- 21 -
票价水平：环比继续下滑	- 21 -
航油成本：环比基本持平	- 22 -
燃油附加费：国内燃油附加费虽按兵不动，联动机制依然有效	- 24 -
汇率：人民币兑美元双向波动，长期有望持续升值	- 25 -
主业利润：有望创 08 年以来最大单月亏损	- 25 -
机场业：航空业务与非航业务双轮驱动，消费属性日渐增强	- 26 -
上海机场：客运增速回升，货运表现不佳	- 26 -
厦门空港：航空业务保持强劲增长	- 28 -
深圳机场：客运增速下降，货运增速上升	- 29 -
白云机场：客运需求保持快速增长	- 30 -
 图 1、全民航 12 月 RTK 增速国内高于国际	- 9 -
图 2、全民航 12 月 RTK 同比增速下滑	- 9 -
图 3、国航 12 月 RTK 同比增速国内高于国际	- 9 -
图 4、国航 12 月 RTK 同比负增长	- 9 -
图 5、南航 12 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 9 -
图 6、南航 12 月 RTK 同比增速下滑	- 9 -
图 7、东航 12 月 RTK 同比增速国际高于国内	- 10 -
图 8、东航 12 月 RTK 同比增速下滑	- 10 -
图 9、全民航 12 月 RPK 同比增速下滑	- 10 -
图 10、国航 12 月 RPK 同比增速下滑	- 10 -
图 11、南航 12 月 RPK 同比增速下滑	- 10 -
图 12、东航 12 月 RPK 同比增速下滑	- 10 -
图 13、全民航 12 月 RFTK 同比负增长	- 11 -
图 14、国航 12 月 RFTK 同比负增长	- 11 -

图 15、南航 12 月 RFTK 同比增速下滑	- 11 -
图 16、东航 12 月 RFTK 同比增速上升	- 11 -
图 17、全民航 12 月客流同比增速国际高于国内	- 11 -
图 18、全民航 12 月客流量同比增速下滑	- 11 -
图 19、国航 12 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 20、国航 12 月客流量同比增速下滑	- 12 -
图 21、南航 12 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 22、南航 12 月客流量同比增速下滑	- 12 -
图 23、东航 12 月客流同比增速国际高于国内	- 12 -
图 24、东航 12 月客流量同比增速下滑	- 12 -
图 25、中国 12 月外贸出口增速下滑	- 13 -
图 26、中国 12 月外贸进口增速持平	- 13 -
图 27、全民航 12 月货邮同比增速国内高于国际	- 13 -
图 28、全民航 12 月货邮量同比负增长	- 13 -
图 29、国航 12 月货邮同比增速国内高于国际	- 13 -
图 30、国航 12 月货邮量同比增速继续下滑	- 13 -
图 31、南航 12 月货邮同比增速国内高于国际	- 14 -
图 32、南航 12 月货邮量同比增速基本持平	- 14 -
图 33、东航 12 月货邮同比增速国际高于国内	- 14 -
图 34、东航 12 月货邮量同比增速小幅上升	- 14 -
图 35、12 月底全民航运输飞机 1759 架	- 15 -
图 36、全民航 12 月飞机引进速度略有下降	- 15 -
图 37、全民航 12 月飞机日利用率 8.7 小时	- 15 -
图 38、全民航 12 月飞机利用率同比略有提升	- 15 -
图 39、全民航 12 月 ATK 同比增速国内高于国际	- 15 -
图 40、全民航 12 月 ATK 同比增速下降	- 15 -
图 41、国航 12 月 ATK 同比增速国内高于国际	- 16 -
图 42、国航 12 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 43、南航 12 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 44、南航 12 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 45、东航 12 月 ATK 同比增速国际高于国内	- 16 -
图 46、东航 12 月 ATK 同比增速下降	- 16 -
图 47、全民航 12 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 48、国航 12 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 49、南航 12 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 50、东航 12 月 ASK 同比增速下降	- 17 -
图 51、全民航 12 月 AFTK 同比负增长	- 17 -
图 52、国航 12 月 AFTK 同比负增长	- 17 -
图 53、南航 12 月 AFTK 同比增速下降	- 18 -
图 54、东航 12 月 AFTK 同比增速上升	- 18 -
图 55、全民航 12 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 56、全民航 12 月载运率环比小幅回升	- 18 -
图 57、国航 12 月载运率国内高于国际地区	- 18 -
图 58、国航 12 月载运率环比下滑	- 18 -
图 59、南航 12 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 60、南航 12 月载运率环比上升	- 19 -
图 61、东航 12 月载运率国内高于国际地区	- 19 -
图 62、东航 12 月载运率持平	- 19 -
图 63、全民航 12 月客座率国内高于国际地区	- 19 -
图 64、全民航 12 月客座率环比下滑	- 19 -
图 65、国航 12 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -

图 66、国航 12 月客座率环比下滑	- 20 -
图 67、南航 12 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 68、南航 12 月客座率环比下滑	- 20 -
图 69、东航 12 月客座率国内高于国际和地区	- 20 -
图 70、东航 12 月客座率环比下滑	- 20 -
图 71、全民航 12 月货邮载运率环比回升	- 21 -
图 72、国航 12 月货邮载运率环比回升	- 21 -
图 73、南航 12 月货邮载运率环比回升	- 21 -
图 74、东航 12 月货邮载运率环比回升	- 21 -
图 75、国内航线票价指数	- 21 -
图 76、亚洲及港澳地区航线票价指数	- 21 -
图 77、国际航线（不含亚洲地区）票价指数	- 22 -
图 78、国内、亚太与国际航线票价指数	- 22 -
图 79、三大航 12 月票价环比回落	- 22 -
图 80、三大航 12 月国内票价环比回落	- 22 -
图 81、三大航 12 月国际票价环比回落	- 22 -
图 82、三大航 12 月地区票价环比回落	- 22 -
图 83、1 月 WTI 原油价格窄幅震荡，在 100 美元/桶左右波动	- 23 -
图 84、预计 12 月航空公司航油采购均价约 7770 元/吨	- 24 -
图 85、12 月人民币兑美元汇率升值 0.7%	- 25 -
图 86、12 月人民币兑日元升值 0.7%	- 25 -
图 87、12 月末一年期 NDF 与即期汇率接近	- 25 -
图 88、12 月上海两场旅客同比增速高于货邮	- 27 -
图 89、12 月上海两场起降同比增速下降	- 27 -
图 90、12 月上海两场旅客吞吐同比增速下降	- 27 -
图 91、12 月上海两场货邮同比增速下降	- 27 -
图 92、12 月浦东机场同比增速客流高于货流	- 27 -
图 93、12 月浦东机场起降同比增速下降	- 27 -
图 94、12 月浦东机场客流量同比增速上升	- 27 -
图 95、12 月浦东机场货流量同比增速下降	- 27 -
图 96、12 月虹桥机场同比增速客流大于货流	- 28 -
图 97、12 月虹桥机场起降同比增速下降	- 28 -
图 98、12 月虹桥客流量同比增速下降	- 28 -
图 99、12 月虹桥机场货流量同比增速小幅回升	- 28 -
图 100、12 月厦门空港起降同比增速略有上升	- 29 -
图 101、12 月厦门空港客流量同比增速略有下滑	- 29 -
图 102、12 月厦门空港货流量同比增速下降	- 29 -
图 103、12 月厦门空港同比增速客运大于货运	- 29 -
图 104、12 月深圳机场起降同比增速下降	- 29 -
图 105、12 月深圳机场客流量同比增速下降	- 29 -
图 106、12 月深圳机场货流同比增速上升	- 30 -
图 107、11 月深圳机场同比增速客流大于货流	- 30 -
图 108、12 月白云机场起降同比增速上升	- 30 -
图 109、12 月白云机场旅客同比增速下降	- 30 -
图 110、12 月白云机场货流量同比增速上升	- 31 -
图 111、12 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估值表（2012.2.1）	- 8 -
----------------------------------	-------

表 2、国内航油出厂价生命周期（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（2012 年 2 月 1 日收盘价）	- 31 -
表 5、全球机场估值比较（2012 年 2 月 1 日收盘价）	- 32 -

投资聚焦

投资逻辑

供需失衡传导至国内市场，国际货运表现依然不振，客货双杀使盈利大幅下滑
暑期旺季过后，我国航空市场从供不应求逐渐过渡到供大于求，9月份RTK同比增长6.9%，低于ATK 7.8%的增幅，为本年首次需求增速低于运力增速。10月份RPK同比增长10.8%，开始低于ASK 11.4%的增速。12月份，随着国内进入航空淡季，同时航空公司将部分国际运力调回国内，使得供需失衡开始传导到国内市场，12月国内RPK同比增长8.1%，明显低于ASK 9.9%的增速。

供需失衡突出表现在裸票价和客座率的下滑上。4月份国际航线裸票价水平同比开始出现下滑苗头，预计12月份同比下滑7~10%。9月份国内航线裸票价水平同比开始出现下滑苗头，预计12月份同比下滑3~5%。3月份国际航线客座率下滑5.5个PT，之后未见起色。12月份国内航线客座率下滑1.3个PT，未来不容乐观。

国内航线裸票价和客座率的下滑直接影响到航空公司的盈利水平。预计12月航空业亏损-48亿元，创08年以来最大单月亏损。

国际方面，旅客同比增速较前2月略有下滑，总体基本持平。但欧洲债务危机仍未完结，明年全球经济增速有可能进一步放缓，国际市场需求势必继续承压。

货运方面，圣诞节前西方国家补库存完成后，航空货运市场需求继续下滑，12月货邮运输量同比下降3.4%。12月份货邮载运率59.2%，同比下降5.5PT，环比上升2.9PT。货邮载运率的环比提升并非货运需求增长导致，而是货运运力缩减比货运需求下降更快。欧债危机尚未完结，全球经济难言底部，我们预计未来一段时间全球货运需求表现依然疲软。

人民币兑美元双向波动，长期有望继续升值

12月以来，海外对中国经济硬着陆的担忧逐渐消退，人民币兑美元重拾升势，12月人民币兑美元升值0.7%，1月份人民币兑美元贬值0.1%，走势较为平稳。一年期NDF与人民币即期汇率日益接近。

国外宽松的货币政策使得美元和欧元存在长期贬值趋势，人民币长期升值趋势不改。预计未来几年人民币还将每年稳步升值3%~5%。

油价高位震荡，航空业收入和成本两端挤压，毛利率大幅下滑

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，近期叙利亚和伊朗局势动荡，市场担心原油供应可能会受到影响，使得油价存在继续上扬的可能性。国际航线需求

不旺、国内航线进入淡季、油价高位震荡，使得航空业受到收入和成本两端挤压，毛利率大幅下滑至-2%，同比-8PT，环比-15PT。

投资策略

航空业：春运效应难改行业景气下行，未来反转还看国际航线

近日航空股短期随大盘有所反弹，一方面是周期股的跌深反弹和估值修复，另一方面是春运效用。春节前后机票紧俏，但缺少商务客流支撑，且客流多呈单向，客座率和票价水平在回程方向很难继续大幅提升（回程方向已经是满客和全价了）。因此春运效用属于“热闹”而非“门道”。

我们更关注未来航空市场基本面的表现。随着12月航空业盈利水平的大幅下滑，预计卖方分析师将陆续大幅下调11年和12年盈利预测，我们已在2011年12月及时下调了上市航空公司的业绩预测（下调幅度10%），我们目前继续维持我们对2011年EPS国航0.61元、南航0.52元、东航0.44元的盈利预测。

在2012年国内外经济形势复杂、经济增长可能进一步放缓的情况下，航空市场可能供大于求，客座率和票价水平的下滑将直接影响到企业的盈利水平。再加上油价高企、高铁冲击，我们对未来一段时间航空市场的景气程度持谨慎态度。如果航空市场持续供需失衡，2012年上半年航空公司业绩负增长是大概率事件。在运力增长相对刚性的情况下（采购协议已经签订，且波音空客寡头垄断较为强势），我们更倾向于2季度末或3季度初中国经济见底和预期全球经济好转导致航空供求关系逆转，进而带来航空股反转的大机会。

我们建议中长期关注国际航线占比较高的中国国航，一旦全球经济好转，国际航线有望一扫阴霾，浴火重生。建议关注协同效应日益显现、战略引资坚定不移的东方航空，也请密切关注南航今年5架A380的运营情况，“成也萧何败也萧何”。

机场业：稳增长，显防御

相较于受油价、票价和客座率影响较大而产生较大业绩波动的航空公司而言，机场的业绩表现较为稳定，防御性明显。即使在经济下行导致航空需求下滑的情景下，机场也能受益航空公司的降价保量，因而机场在经济下行时依然有一定的保护垫。长期来看，随着中国经济的持续稳定增长、居民收入水平和消费水平的提高，机场业务将持续增长。

同时，近年来机场非航收入，尤其是机场商业呈现快速增长的态势，收入结构持续改善。航空业务和非航业务双轮驱动，将使机场可能穿越经济波动，盈利增长有望持续。

我们重点推荐产能充裕、航空业务增速恢复正常、非航业务快速发展、机场收费具有提价预期的上海机场；时刻瓶颈有所释放、受益海西经济融合和居民旅游使

航空业务保持快速增长、2012 年机场商业重新招标可能带来非航业务的爆发性增长的厦门空港。

通用航空：走在希望田野上，等待春光烂漫时

由于低空空域尚未完全开放，通用航空发展受到压抑，行业发展存在基础设施供应不足、专业人才匮乏、国内飞机制造和维修能力不强、空域开放和管理体制需要逐步变革等问题，因此我国通用航空的发展不可能一蹴而就，相关公司短期内业绩难以快速释放。

我们建议关注炭/炭热场新能源材料产业化和汽车刹车片新产能投产带来基本面业绩拐点，飞机刹车片世界工厂打开想象空间，远期高铁和大飞机刹车片项目推动公司未来业绩持续高增长的博云新材，空管系统订单在“十二五”开始爆发的川大智胜；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

2012 年 WTI 均值 95 美元/桶，与 2011 年基本持平，波动区间 80 - 120 美元/桶。2012 年航空公司有望重启航油套保，燃油附加费与油价继续保持联动。2012 年人民币兑美元升值 3 ~ 5%，升值幅度略低于 2011 年。

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估值表（2012.2.1）

股票简称	股价	EPS			PE			PB		评级	目标价
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E	12E		
中国国航	6.68	1.05	0.61	0.60	6.36	10.95	11.13	1.75	1.53	中性	6.00
东方航空	4.00	0.48	0.44	0.40	8.33	9.09	10.00	2.09	1.73	中性	3.60
南方航空	4.95	0.59	0.52	0.46	8.39	9.52	10.76	1.38	1.22	中性	4.14
海南航空	4.51	0.73	0.74	0.53	6.18	6.09	8.51	1.13	1.25	中性	4.24
厦门空港	12.18	0.94	1.12	1.30	12.96	10.88	9.37	1.75	1.47	推荐	13.00
上海机场	12.49	0.68	0.79	0.93	18.37	15.81	13.43	1.53	1.37	强烈推荐	13.02
白云机场	6.40	0.51	0.56	0.63	12.55	11.43	10.16	0.99	0.91	推荐	6.93
深圳机场	4.33	0.42	0.43	0.47	10.31	10.07	9.21	1.11	0.99	中性	4.70

数据来源：兴业证券研究所

航空运量需求：客货需求持续下滑，国内市场好于国际

运输总周转量：需求同比增速下滑

2011年12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47.43、31.54、15.89、1.08亿吨公里，同比增长4.0%、10.8%、-7.2%和4.2%，环比增长-1.5%、-0.8%、-2.8%和0.1%。

1~12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573.20、379.30、193.39和12.58亿吨公里，同比增长6.5%、9.8%、0.5%和8.6%。

图 1、全民航 12 月 RTK 增速国内高于国际

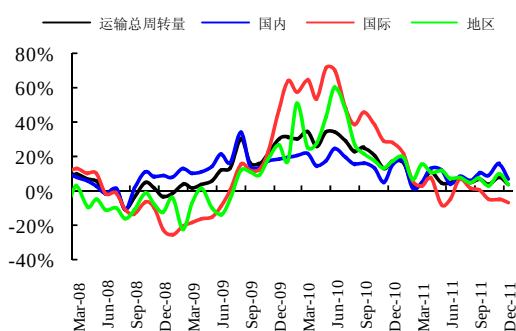
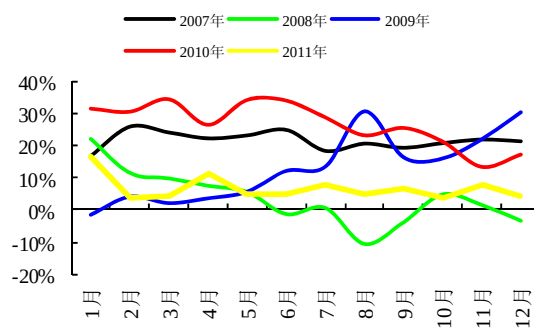


图 2、全民航 12 月 RTK 同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 12 月 RTK 同比增速国内高于国际

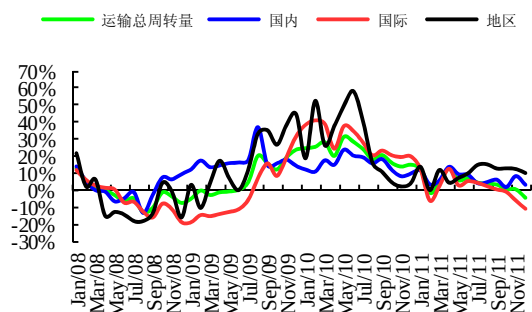
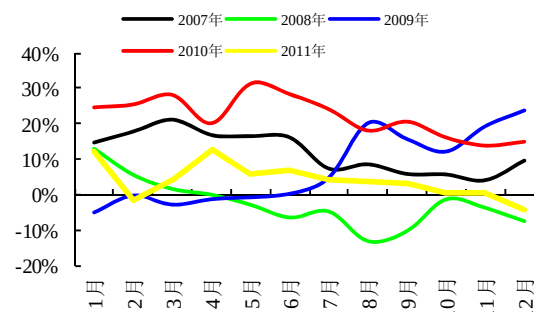


图 4、国航 12 月 RTK 同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、南航 12 月 RTK 同比增速国际高于国内

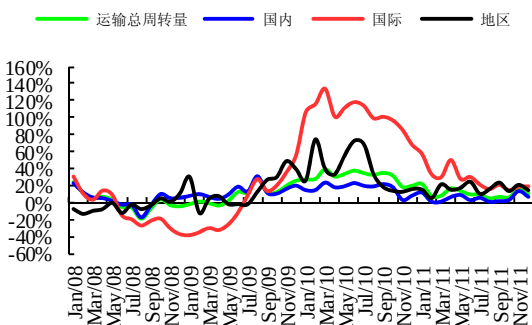
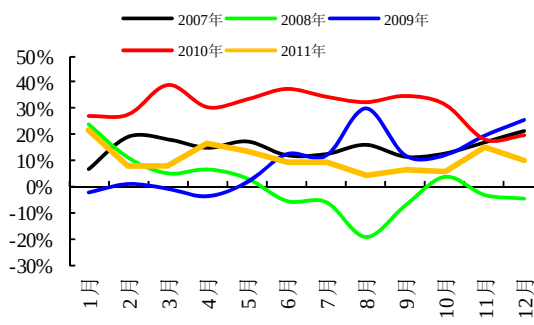


图 6、南航 12 月 RTK 同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航 12 月 RTK 同比增速国际高于国内

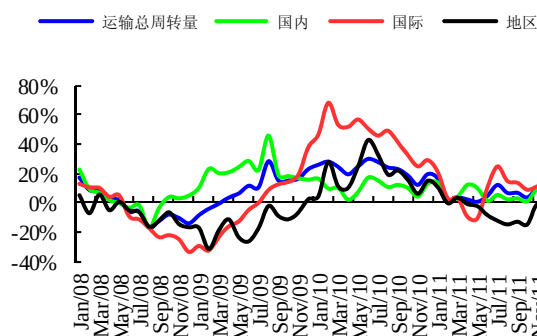
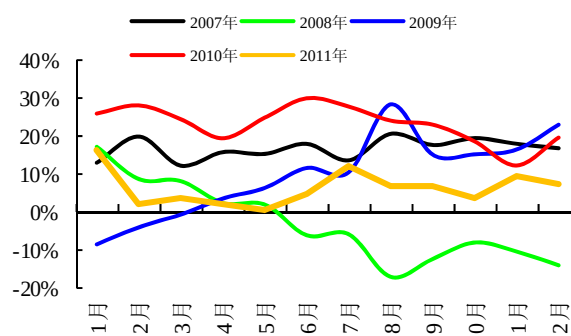


图 8、东航 12 月 RTK 同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客周转量：同比增速下滑

图 9、全民航 12 月 RPK 同比增速下滑

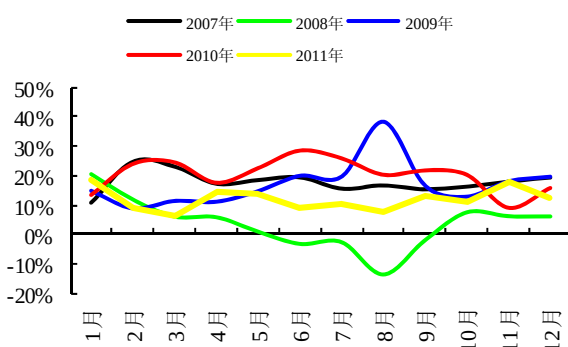
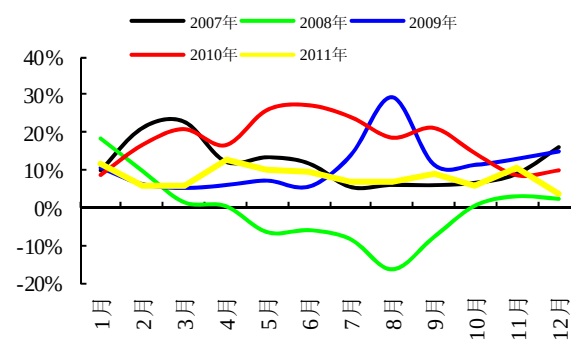


图 10、国航 12 月 RPK 同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、南航 12 月 RPK 同比增速下滑

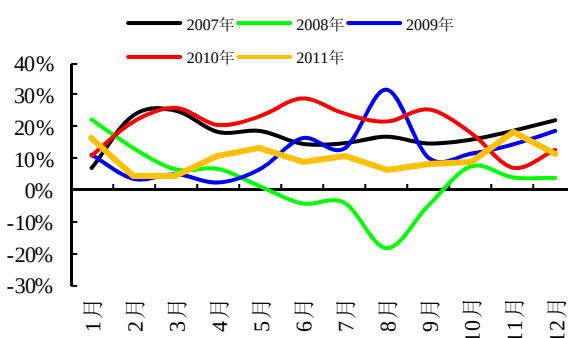
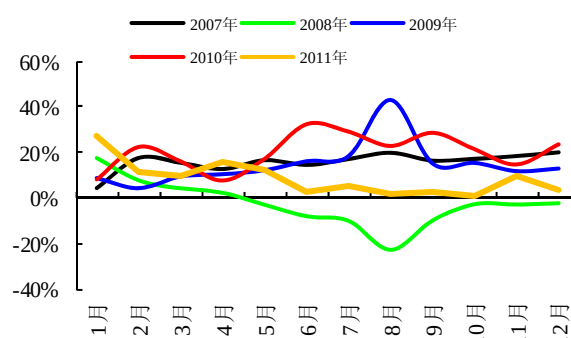


图 12、东航 12 月 RPK 同比增速下滑



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 12 月 RFTK 同比负增长

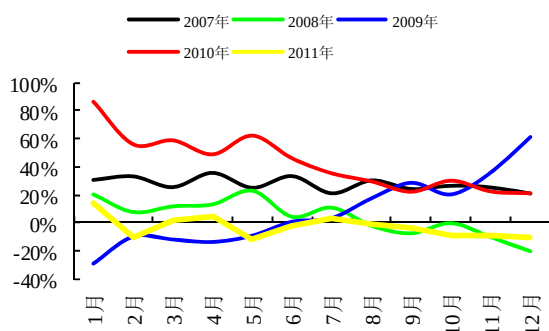
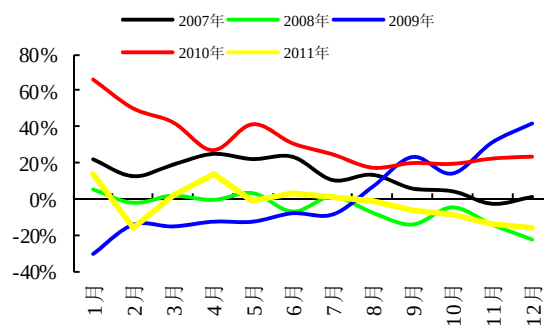


图 14、国航 12 月 RFTK 同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、南航 12 月 RFTK 同比增速下滑

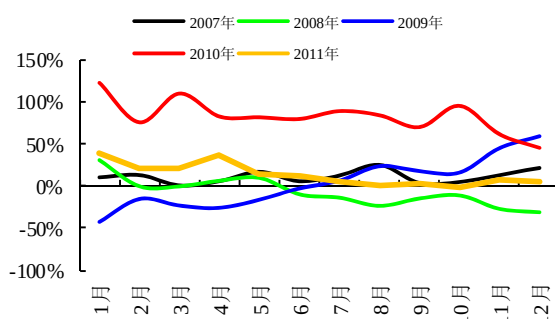
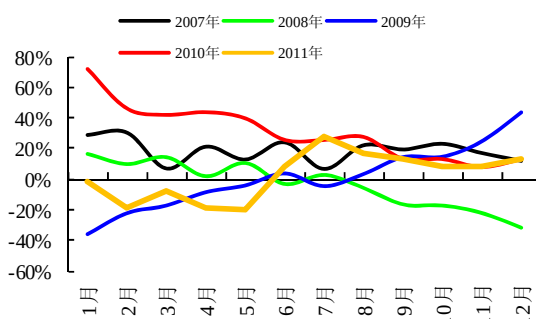


图 16、东航 12 月 RFTK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

旅客运输量：同比增速回落

2011 年 12 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 2300.2、2125.1、175.1、64.9 万人次，同比增长 9.2%、9.1%、10.0% 和 8.3%，环比下降 3%、3.5%、3.7% 和 0.0%。

1~12 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区旅客运输量分别为 29222.3、27121.6、2100.7 和 755.1 万人次，同比增长 9.2%、9.2%、8.8% 和 12.3%。

图 17、全民航 12 月客流同比增速国际高于国内

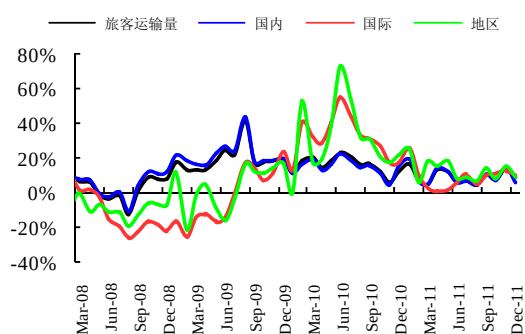
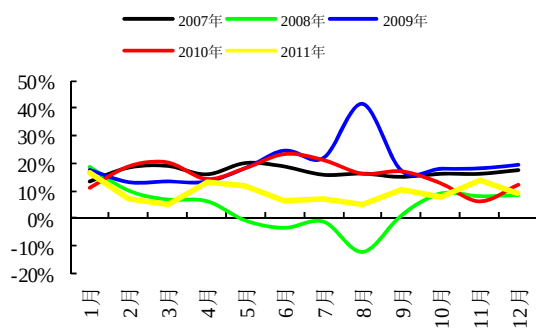


图 18、全民航 12 月客流量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 19、国航 12 月客流同比增速国际高于国内

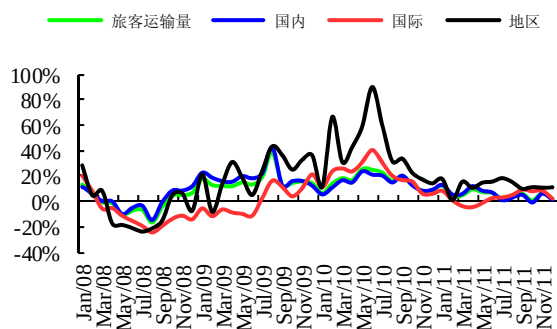
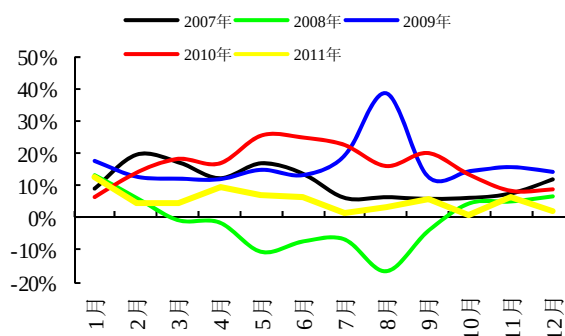


图 20、国航 12 月客流量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 21、南航 12 月客流同比增速国际高于国内

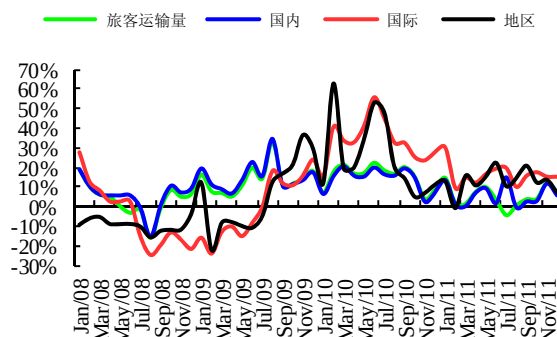
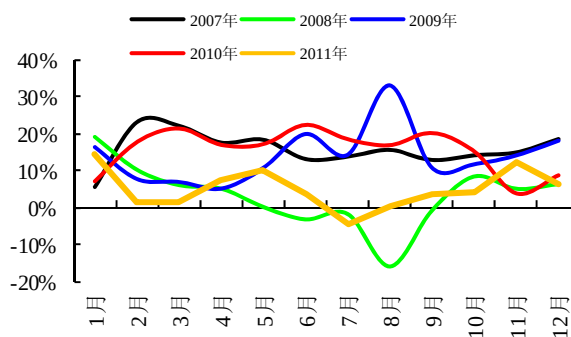


图 22、南航 12 月客流量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 23、东航 12 月客流同比增速国际高于国内

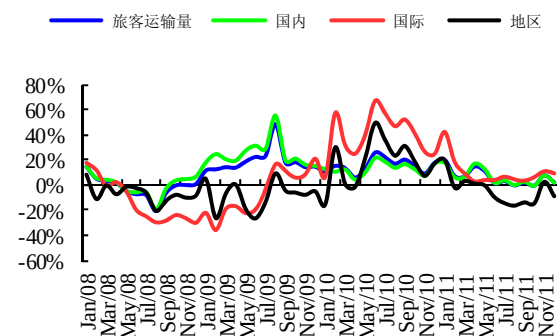
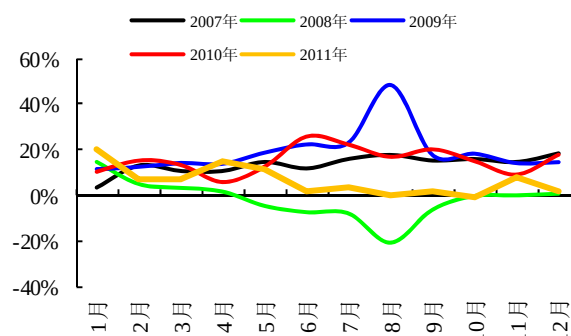


图 24、东航 12 月客流量同比增速下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮运输量：国际货运大幅下滑

2011 年 12 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 49.92、35.99、13.93 和 1.60 万吨，同比增长-3.4%、4.1%、-18.6%和-17.1%，环比增长 2.7%、6.7%、-6.2%和-0.7%。

1~12 月合计综合、国内(含地区)、国际和地区货邮运输量分别为 552.75、376.37、176.38 和 20.73 万吨，同比增长-1.8%、1.6%、-8.4%和-4.3%。

欧债危机尚未完结，全球经济难言底部。圣诞节前西方国家补库存完成后，航空货运市场需求在12月大幅下滑。我们预计未来一段时间国际航空货运市场将依然表现疲软，从而拖累航空公司盈利水平。

图 25、中国 12 月外贸出口增速下滑

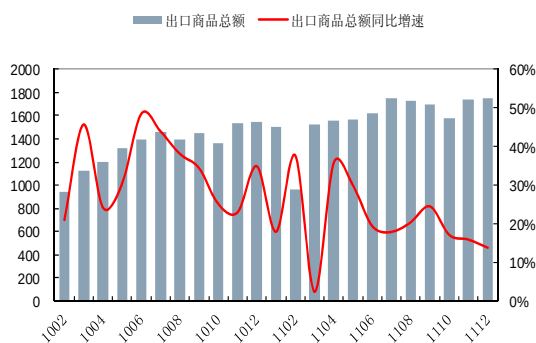
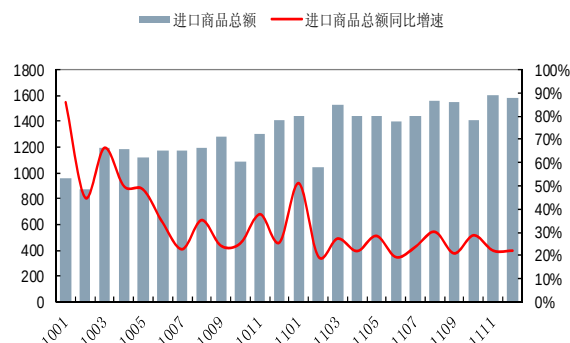


图 26、中国 12 月外贸进口增速持平



数据来源：海关、兴业证券研究所

图 27、全民航 12 月货邮同比增速国内高于国际

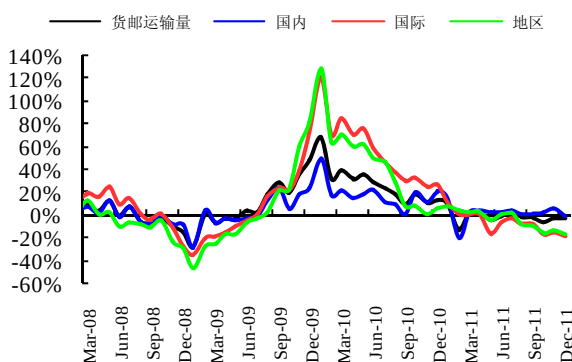
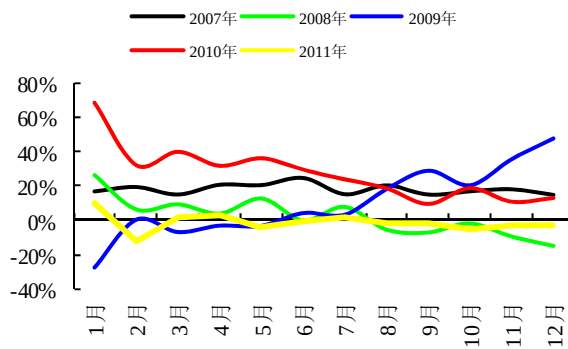


图 28、全民航 12 月货邮量同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 29、国航 12 月货邮同比增速国内高于国际

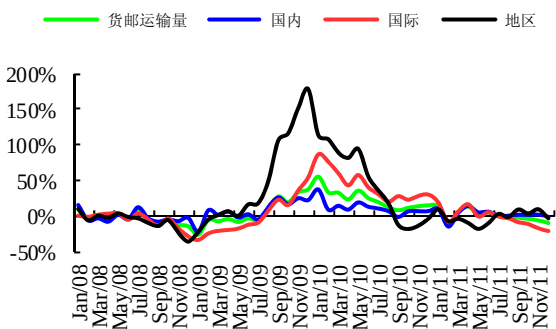
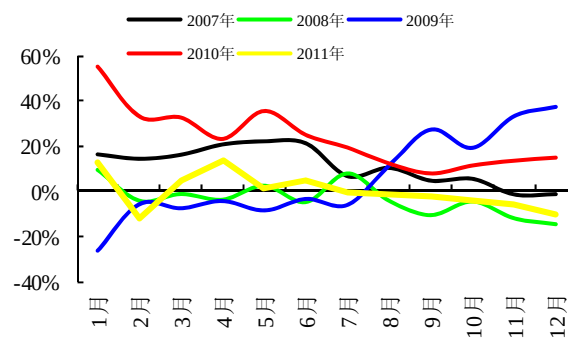


图 30、国航 12 月货邮量同比增速继续下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 31、南航 12 月货邮同比增速国内高于国际

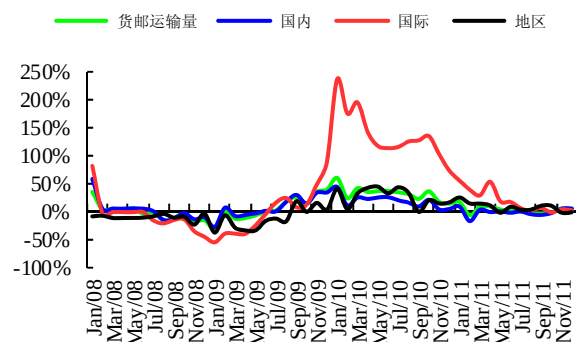
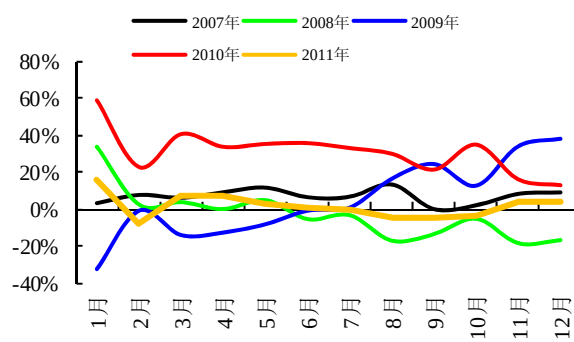


图 32、南航 12 月货邮量同比增速基本持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 33、东航 12 月货邮同比增速国际高于国内

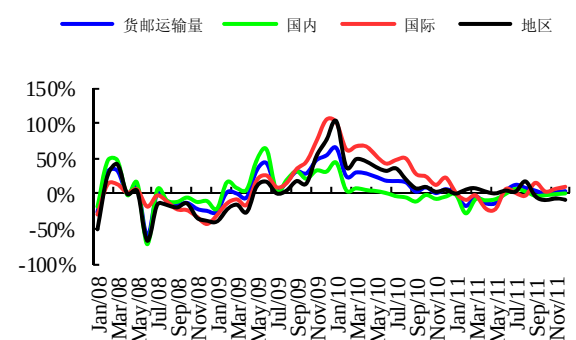
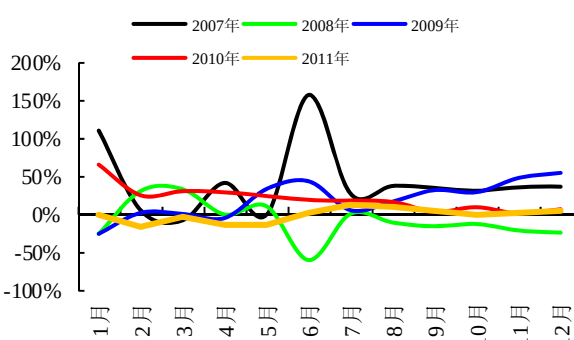


图 34、东航 12 月货邮量同比增速小幅上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

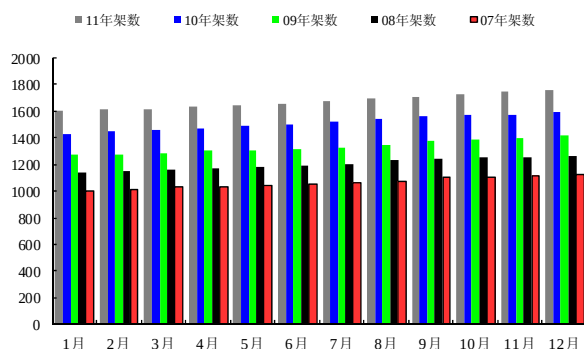
航空运力供给：运力增速快于需求增速，供需失衡开始显现

飞机同比增速小幅下降，飞机利用率同比上升环比下降

2011 年 12 月底我国民航运输飞机 1759 架，同比和环比分别增长 10.63% 和 0.8%。飞机日利用率 8.7 小时，同比增加 0.1 小时，环比下降 0.4 小时。ATK 68.02 亿吨公里，同比增长 7.1%，环比下降 2.0%，供座数 2926 万个，同比增长 10.6%，环比下降 1.0%。

10 月份以来，我国民航飞机引进速度有所回升，运力增速明显超过 RTK 增速。12 月份各航空公司通过飞机小时利用率的调节，使得供座数环比略有下降，但供需失衡表现的愈加明显。

图 35、12 月底全民航运输飞机 1759 架



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 36、全民航 12 月飞机引进速度略有下降

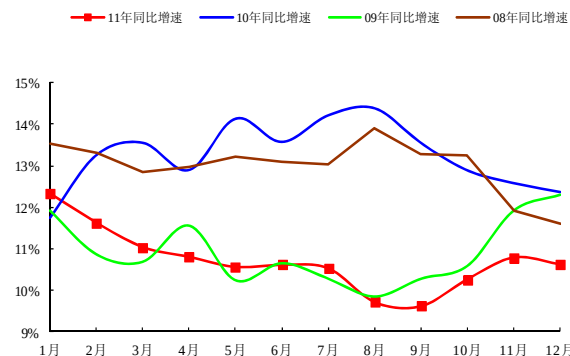
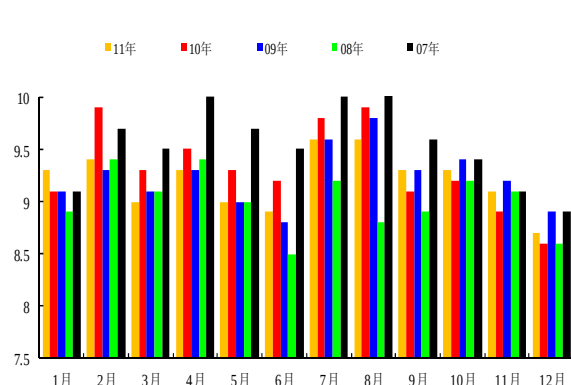
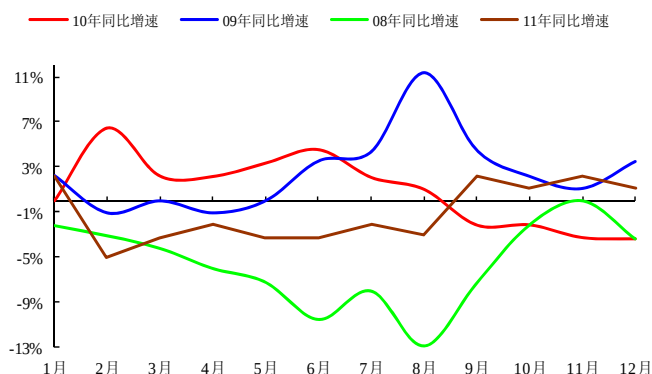


图 37、全民航 12 月飞机日利用率 8.7 小时



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 38、全民航 12 月飞机利用率同比略有提升

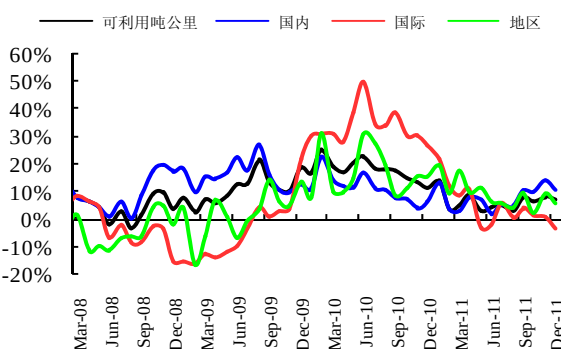


可用吨公里：ATK 同比增速下降

2011 年 12 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 66.63、42.80、23.83 和 1.76 亿吨公里，同比增长 7.1%、9.5%、-3.0%和 5.7%，环比增加-2.0%、-0.4%、-5.1%和 3.4%。

1~12 月合计综合、国内（含地区）、国际和地区的可用吨公里（ATK）分别 793.35、510.74、281.90 和 19.72 亿吨公里，同比增长 6.3%、7.2%、4.2%和 9.0%。

图 39、全民航 12 月 ATK 同比增速国内高于国际



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 40、全民航 12 月 ATK 同比增速下降

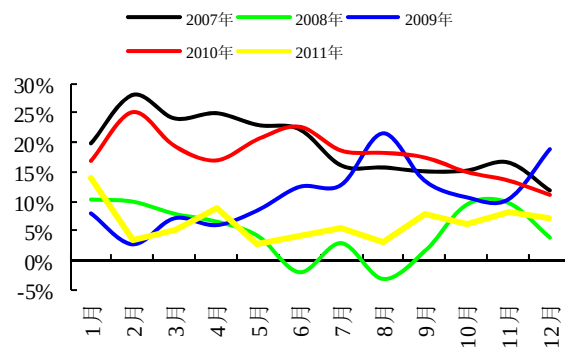


图 41、国航 12 月 ATK 同比增速国内高于国际

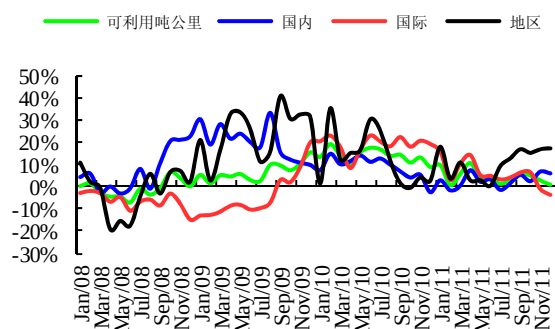
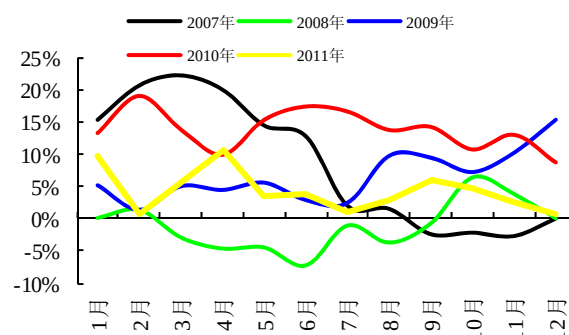


图 42、国航 12 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 43、南航 12 月 ATK 同比增速国际高于国内

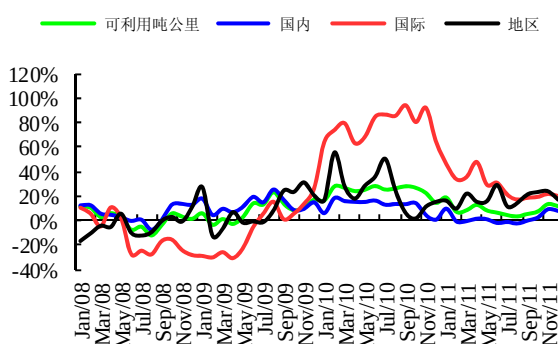
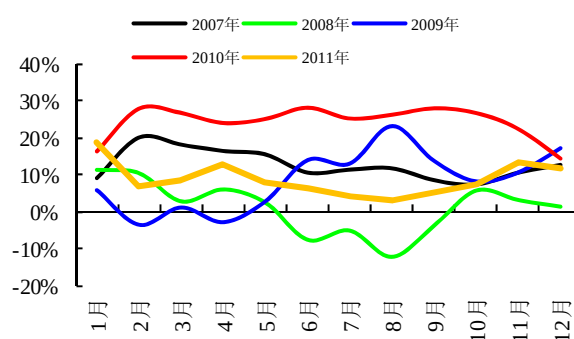


图 44、南航 12 月 ATK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 45、东航 12 月 ATK 同比增速国际高于国内

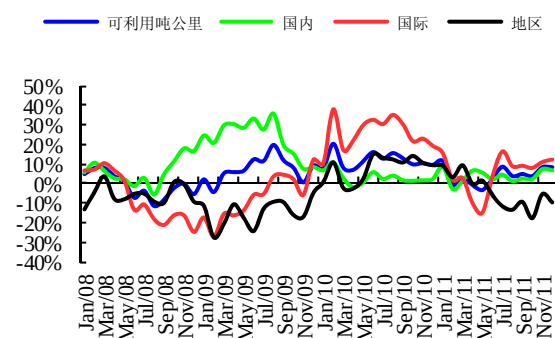
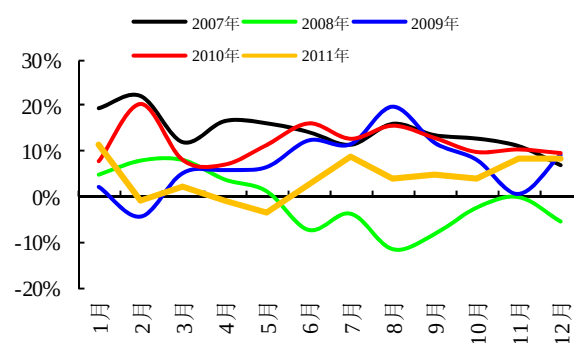


图 46、东航 12 月 ATK 同比增速下降



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 47、全民航 12 月 ASK 同比增速下降

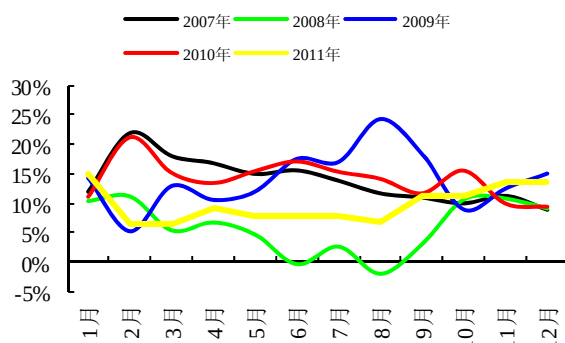
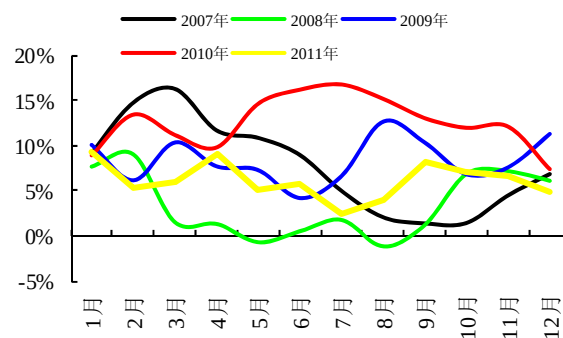


图 48、国航 12 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 49、南航 12 月 ASK 同比增速下降

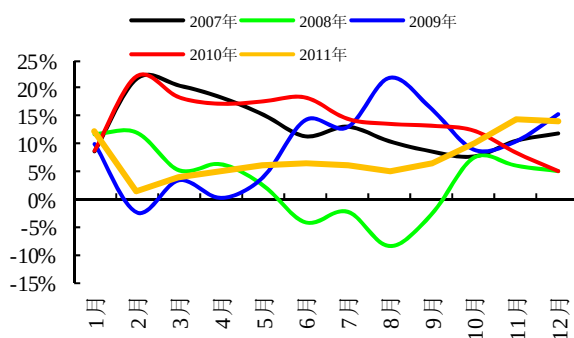
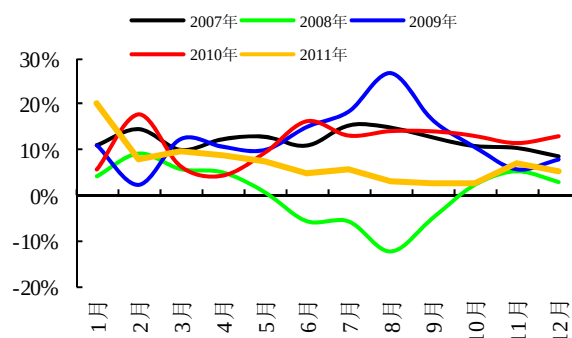


图 50、东航 12 月 ASK 同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

可用货邮吨公里：AFTK 同比增速下降

图 51、全民航 12 月 AFTK 同比负增长

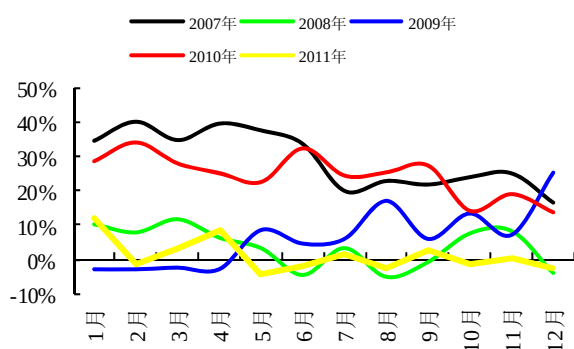
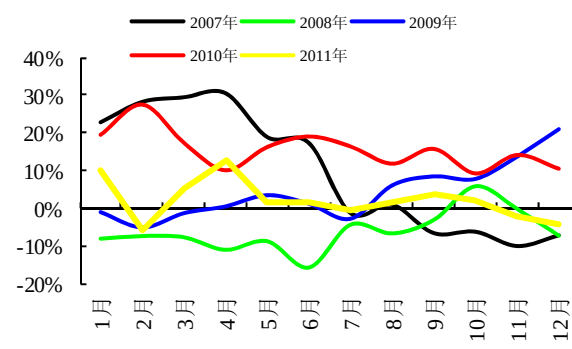


图 52、国航 12 月 AFTK 同比负增长



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 53、南航 12 月 AFTK 同比增速下降

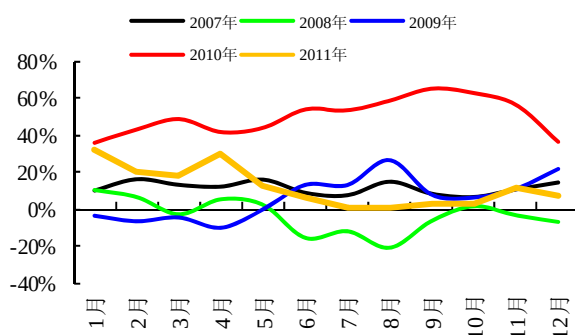
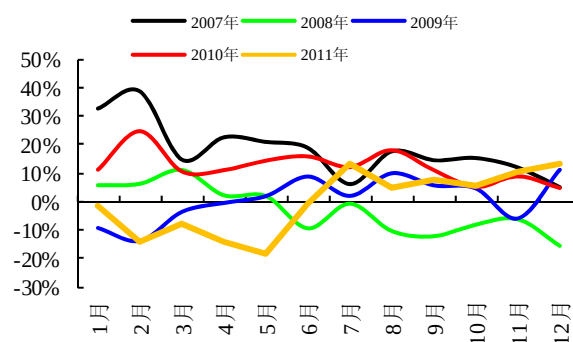


图 54、东航 12 月 AFTK 同比增速上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

航空运营效率：客座率和载运率同比明显下滑

载运率：同比下降环比上升

12 月份综合载运率达到 71.2%，同比和环比上升-1.6、0.4 个 PT。

图 55、全民航 12 月载运率国内高于国际地区

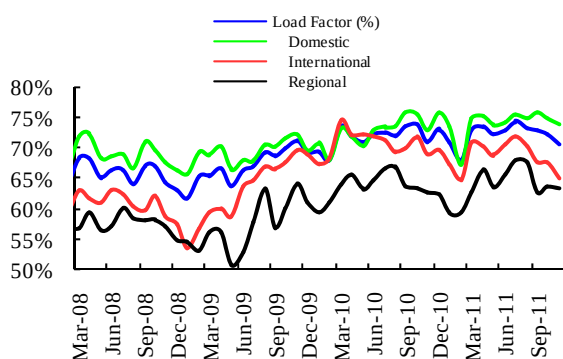
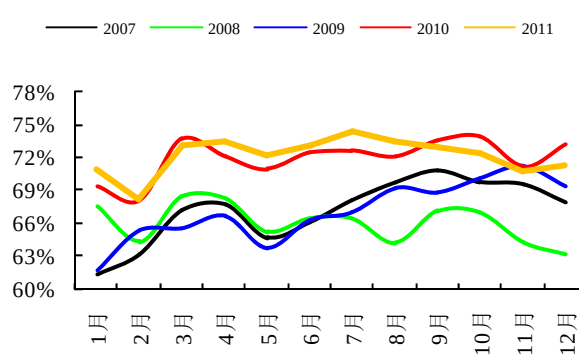


图 56、全民航 12 月载运率环比小幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 57、国航 12 月载运率国内高于国际地区

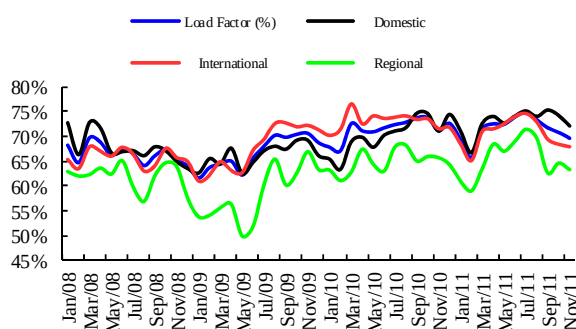
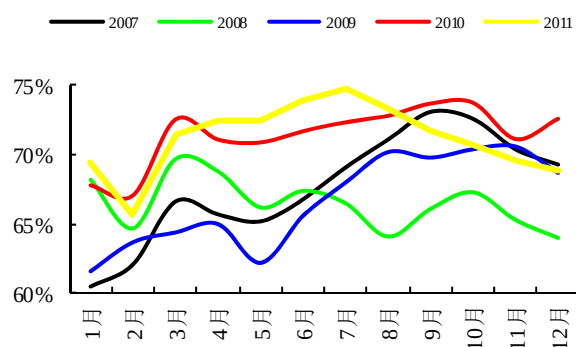


图 58、国航 12 月载运率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 59、南航 12 月载运率国内高于国际地区

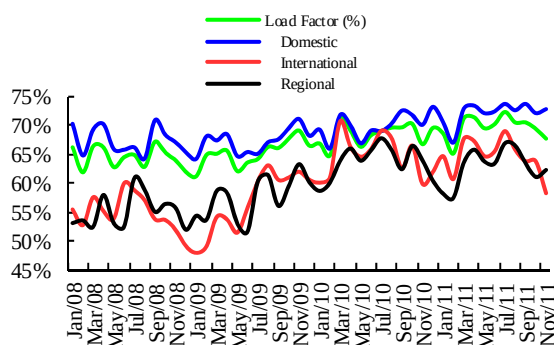
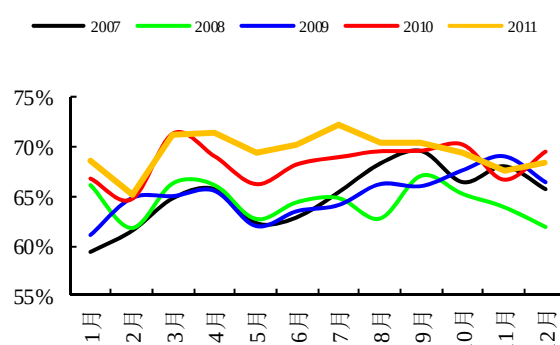


图 60、南航 12 月载运率环比上升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 61、东航 12 月载运率国内高于国际地区

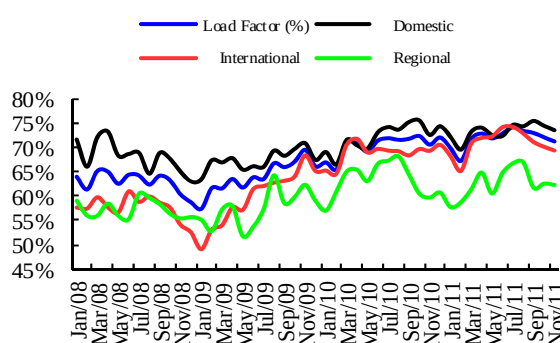
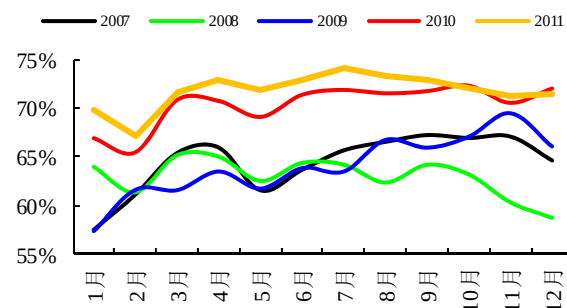


图 62、东航 12 月载运率持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

客座率：国内客座率同比环比出现下滑

全民航 12 月综合、国内(含地区)、国际和地区客座率(PLF)分别为 78.6%、80.1%、73.2%、74.2%，同比提升-0.9、-1.2、0.2、1.4PT，环比下降 1.6、1.9、0.4、2.5PT，国内客运市场景气程度同比开始回落。

图 63、全民航 12 月客座率国内高于国际地区

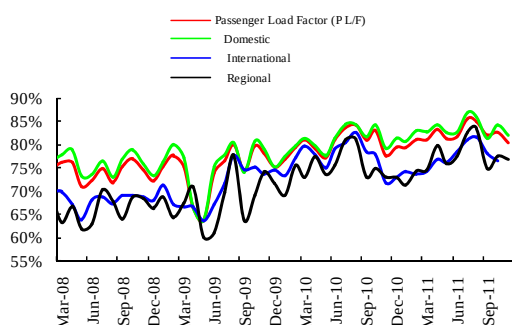
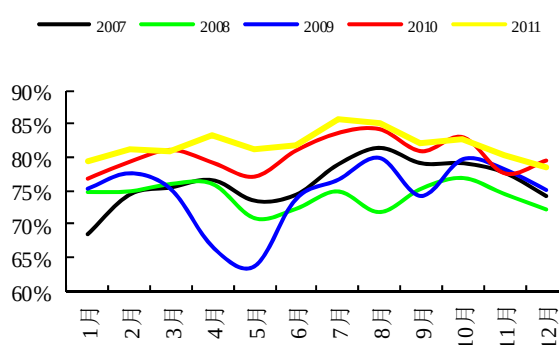


图 64、全民航 12 月客座率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 65、国航 12 月客座率国内高于国际和地区

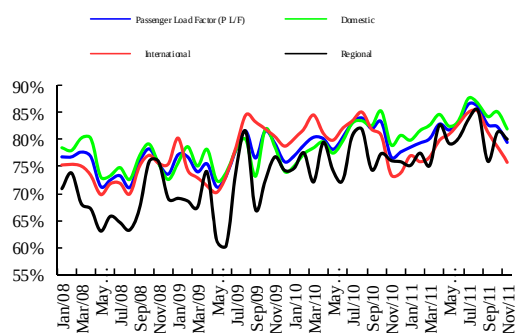
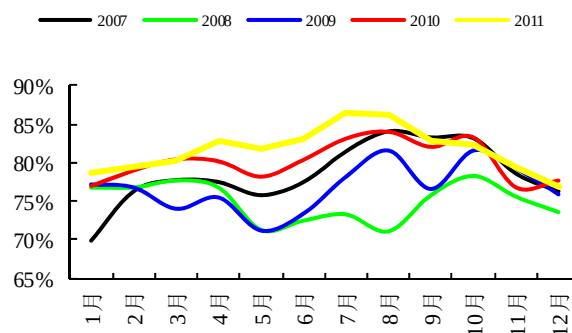


图 66、国航 12 月客座率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 67、南航 12 月客座率国内高于国际和地区

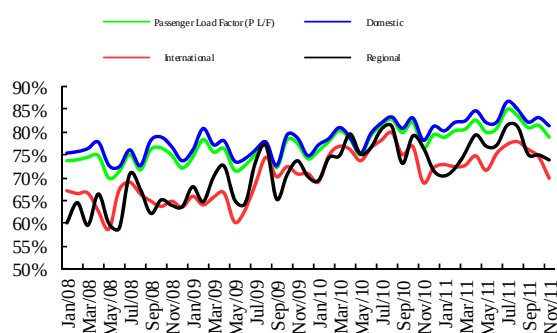
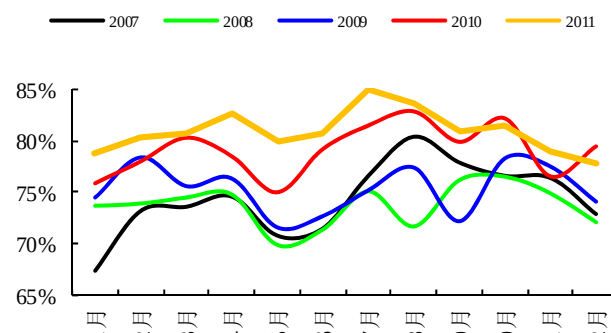


图 68、南航 12 月客座率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 69、东航 12 月客座率国内高于国际和地区

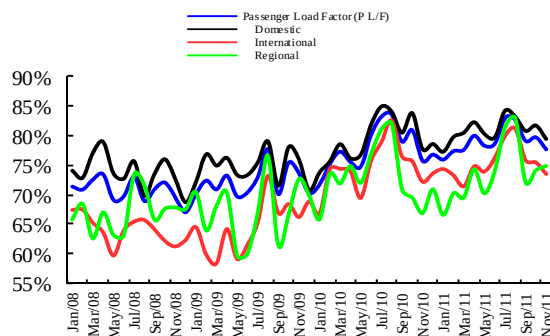
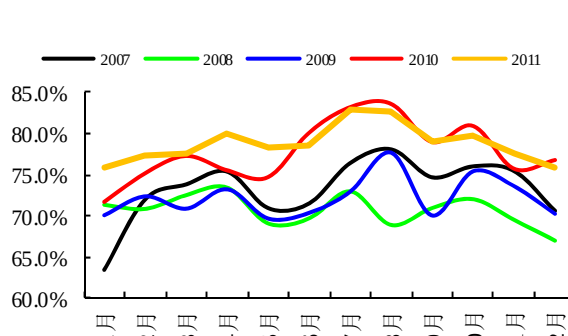


图 70、东航 12 月客座率环比下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

货邮载运率：运力缩减致使 FLF 环比小幅回升

12 月份货邮载运率 59.2%，同比下降 5.5PT，环比上升 2.9PT。货邮载运率的环比提升并非货运需求增长导致，而是货运运力缩减比货运需求下降更快。欧债危机尚未完结，全球经济难言底部，我们预计未来一段时间全球货运需求表现依然疲软。

图 71、全民航 12 月货邮载运率环比回升

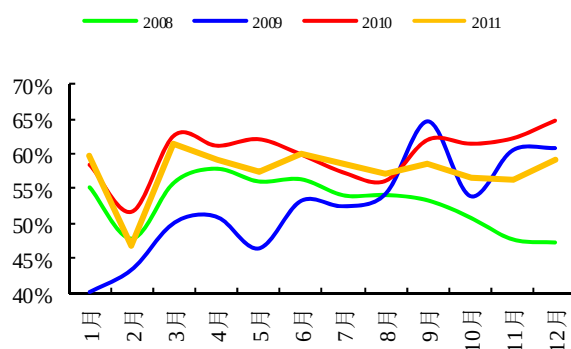
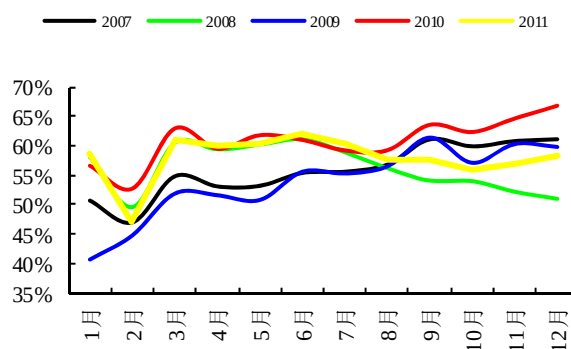


图 72、国航 12 月货邮载运率环比回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 73、南航 12 月货邮载运率环比回升

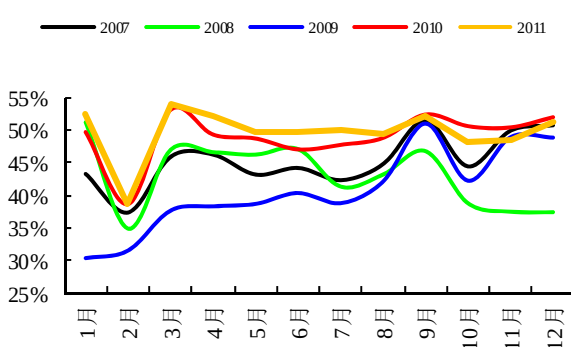
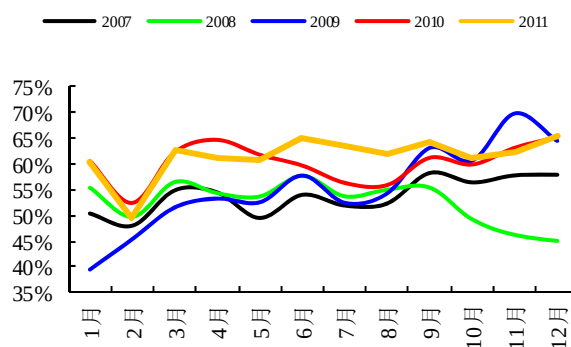


图 74、东航 12 月货邮载运率环比回升



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、油价上下震荡

票价水平：环比继续下滑

预计 12 月我国民航客公里票价约 0.61 元，同比提高 5%，环比下降 4%；吨公里收入约 5.3 元，同比提高 9%，环比下降 3%。12 月虽然油价和燃油附加有所上调，但在行业从供不应求逐步过渡到供大于求的情况下，票价水平出现持续下滑。

图 75、国内航线票价指数

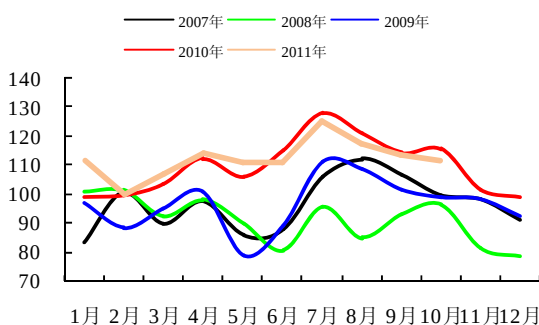
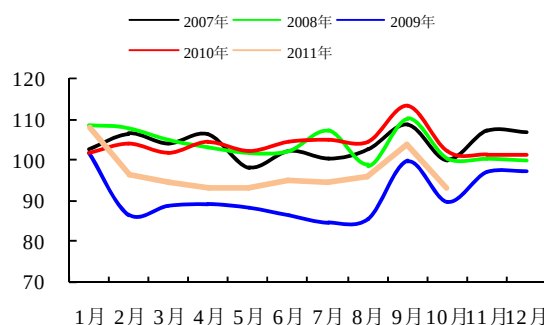


图 76、亚洲及港澳地区航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 77、国际航线（不含亚洲地区）票价指数

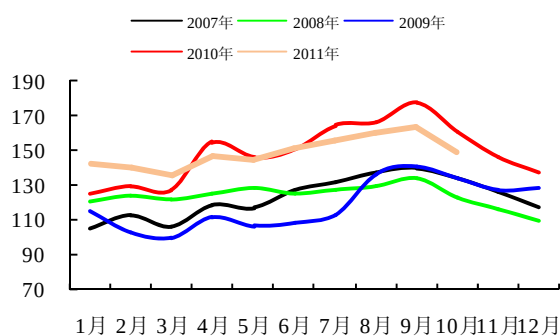
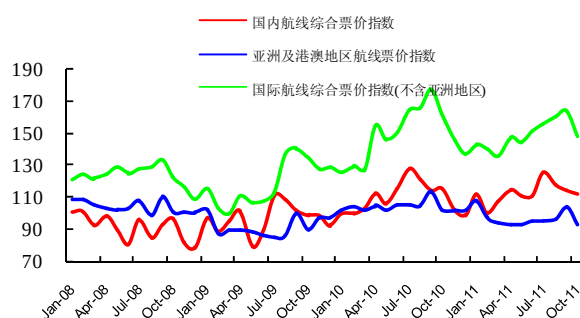


图 78、国内、亚太与国际航线票价指数



数据来源：中国民用航空、兴业证券研究所

图 79、三大航 12 月票价环比回落

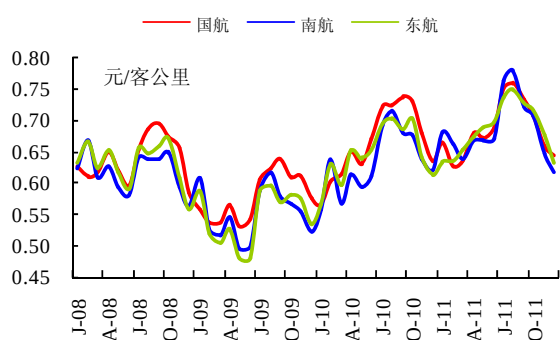
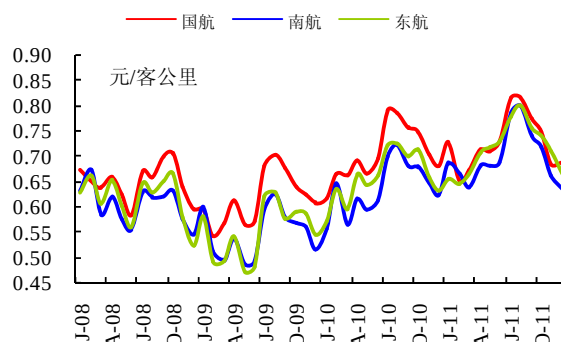


图 80、三大航 12 月国内票价环比回落



数据来源：兴业证券研究所预测

图 81、三大航 12 月国际票价环比回落

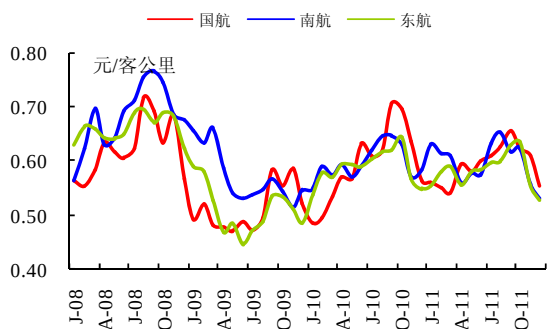
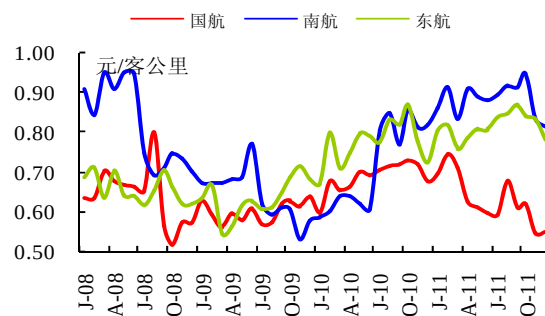


图 82、三大航 12 月地区票价环比回落



数据来源：兴业证券研究所预测

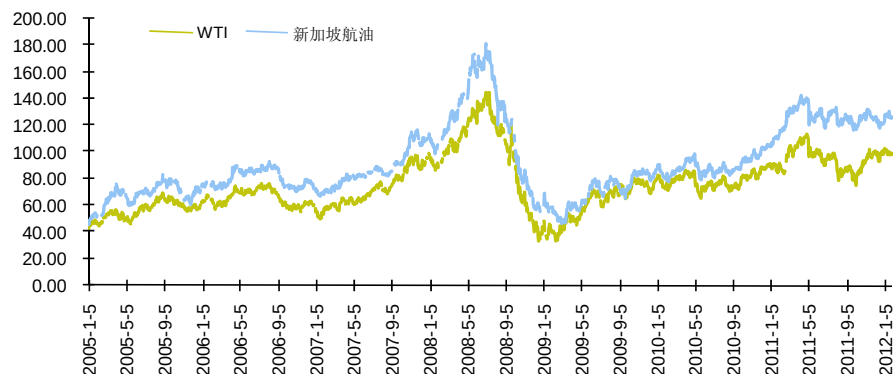
航油成本：环比基本持平

我们估算 12 月航空公司航油采购均价 7770 元，同比上升 27%，环比上升 3%，高于 09 年同期（5460 元/吨）和 10 年同期（6070 元/吨）。我们估算 2011 年航油均价 7430 元/吨，同比上升 28%。

大国在叙利亚和伊朗问题上互相角力，市场担心原油供应可能会受到影响，使得油价短期上下震荡。2011 年 12 月 1 日国内航油综合采购成本上调 376 元/吨至 7655 元/吨，12 月 5 日 800 公里以上燃油附加费从 130 元升至 140 元。2012 年 1 月 1

日国内航油综合采购成本下调 293 元/吨至 7362 元/吨，1 月 5 日 800 公里以上燃油附加费从 140 元降至 130 元。2 月 1 日国内航油综合采购成本上调 105 元/吨至 7467 元/吨，燃油附加费不动。

图 83、1 月 WTI 原油价格窄幅震荡，在 100 美元/桶左右波动



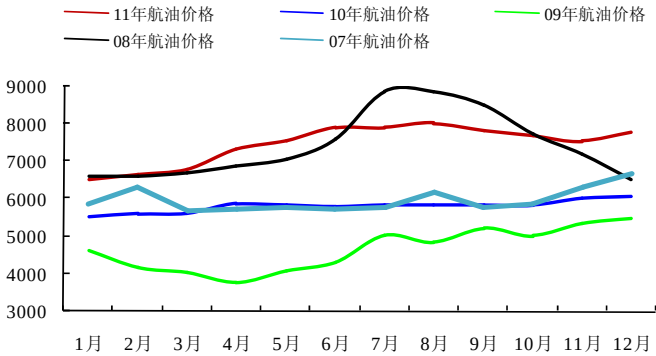
数据来源：Wind、兴业证券研究所

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
20111201	376	7653		7655	400	8055
20120101	-293	7360		7362	400	7762
20120201	105	7465		7467	400	7867

数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

图 84、预计 12 月航空公司航油采购均价约 7770 元/吨



数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

燃油附加费：国内燃油附加费虽按兵不动，联动机制依然有效

2月1日国内航油综合采购成本上调105元/吨至7467元/吨，燃油附加费暂时不动。根据2011年11月1日发改委《关于完善民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》，国内航空煤油综合采购成本累计变化幅度超过每吨250元时，燃油附加最高标准方可按联动机制有关规定进行调整。虽然此次燃油附加费没有调整，但只要国内航油出厂价累计变化幅度超过每吨250元时，燃油附加费将再次上调，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。在国内市场供需失衡开始显现的情况下，燃油附加费上涨对需求的抑制作用有待观察。

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
20111205	70	140	124.80	7,571	7,653
20120105	70	130	128.50	7,724	7,360

注：2011年7月1日起我国下调航空煤油进口关税，由6%下调至0%

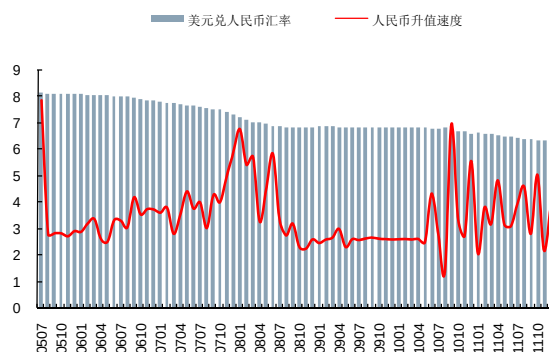
数据来源：发改委、CAAC、兴业证券研究所

汇率：人民币兑美元双向波动，长期有望持续升值

12月以来，海外对中国经济硬着陆的担忧逐渐消退，人民币兑美元重拾升势，12月人民币兑美元升值0.7%，1月份人民币兑美元贬值0.1%，走势较为平稳。一年期NDF与人民币即期汇率日益接近。

国外宽松的货币政策使得美元和欧元存在长期贬值趋势，人民币长期升值趋势不改。预计未来几年人民币还将每年稳步升值3%~5%。

图 85、12 月人民币兑美元汇率升值 0.7%



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 86、12 月人民币兑日元升值 0.7%

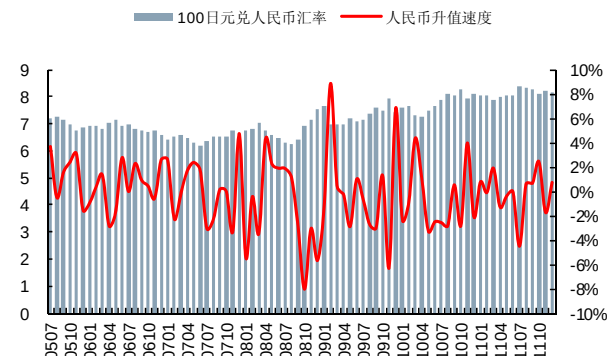
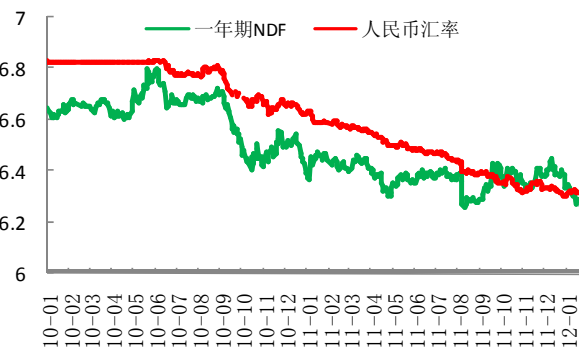


图 87、12 月末一年期 NDF 与即期汇率接近



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

主业利润：有望创 08 年以来最大单月亏损

预计 12 月航空业收入 268 亿元，同比+11%，环比-5%；毛利率-2%，同比下降 8pt，环比下降 15pt；预计 12 月行业亏损-48 亿元，同比下降 100 倍，环比下降 5.5 倍，有望创 2008 年以来的最大单月亏损。

预计 1-12 月航空业累计收入 3532 亿元，同比+18%；毛利率 18%，同比下降 3 个百分点；盈利 278 亿元，同比下降 18%。

机场业：航空业务与非航业务双轮驱动，消费属性日渐增强

机场收入结构主要包括 2 大块，一块是航空业务收入，包括起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费等。另一块是非航业务收入，包括场地和设备租赁、商业零售和餐饮的特许经营、停车场及其他非航业务收费。因此，一个机场必须依靠航空业务和非航业务两条腿走路，才能求得业务持续稳定而快速的增长。

从收入构成比例来看，国内各主要机场的非航收入占总收入比例在 40% 左右，国际先进机场/机场集团非航收入占 50~70% 左右。其中商业经营又是非航收入的重要组成部分，国内上市机场商业收入占总收入比例在 20% 左右，国际先进水平在 35% 左右。

随着航空旅客人数的增长和消费力的提升，机场商业近年来呈现快速增长的态势，收入结构持续改善。机场管理当局也对此日益重视，大力调整机场商业的业态组合，使得机场商业经营发生蜕变，奢华与大众相结合的发展趋势愈加明显。

上海机场：客运增速回升，货运表现不佳

12 月份上海机场旅客吞吐量 330 万人次，飞机起降 2.81 万架次，货邮吞吐 26 万吨，同比分别增长 10.6%、4.4%、-6.3%。

1~12 月份上海机场累计旅客吞吐量 4145 万人次，飞机起降 34.41 万架次，货邮吞吐 318 万吨，同比分别增长 2.1%、4.3%、-1.6%。

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持续提升、高铁和世博会影响消失后业务同比增速逐渐恢复正常。

图 88、12 月上海两场旅客同比增速高于货邮

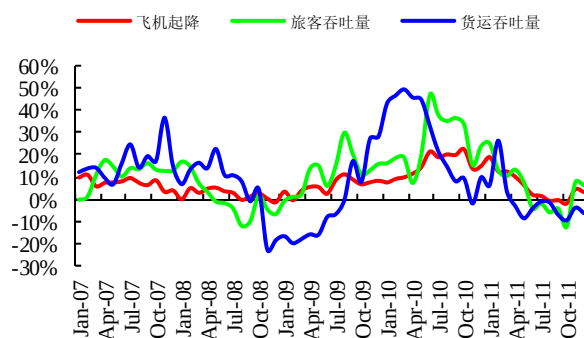
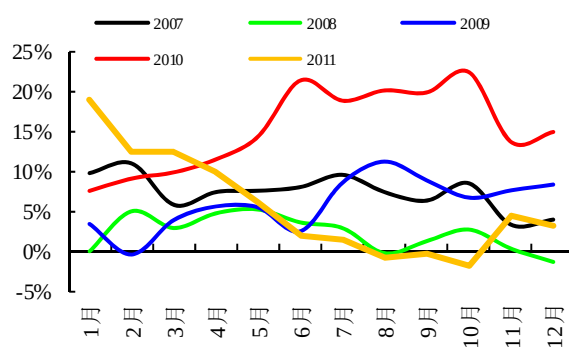


图 89、12 月上海两场起降同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 90、12 月上海两场旅客吞吐同比增速下降

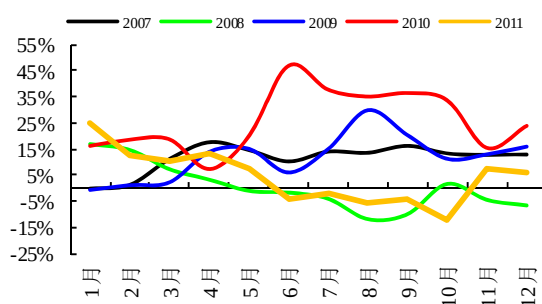
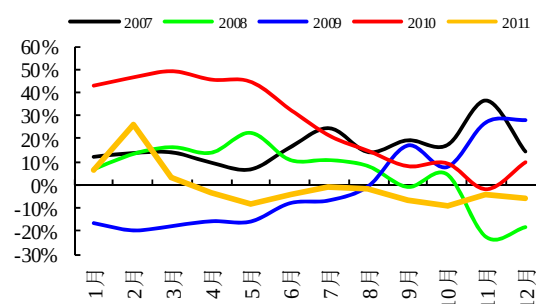


图 91、12 月上海两场货邮同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 92、12 月浦东机场同比增速客流高于货流

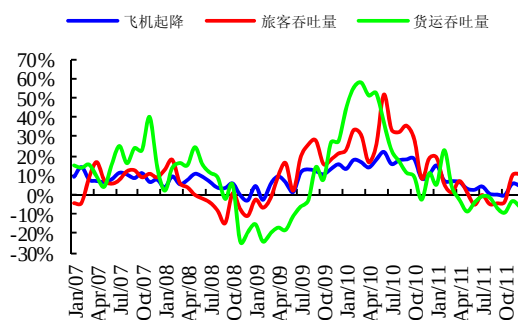
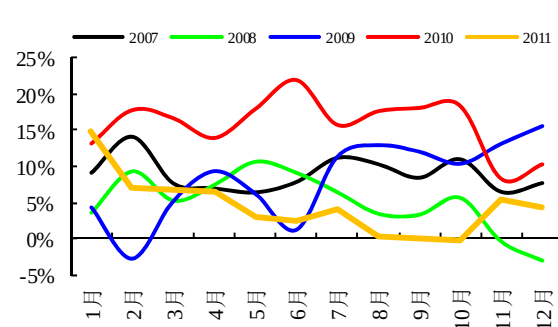


图 93、12 月浦东机场起降同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 94、12 月浦东机场客流量同比增速上升

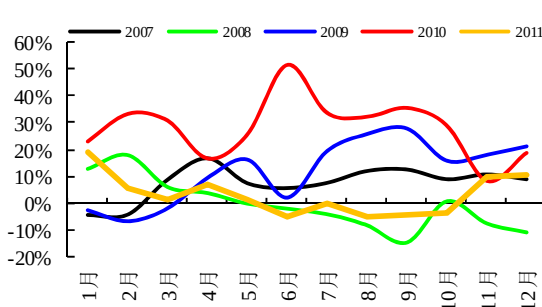
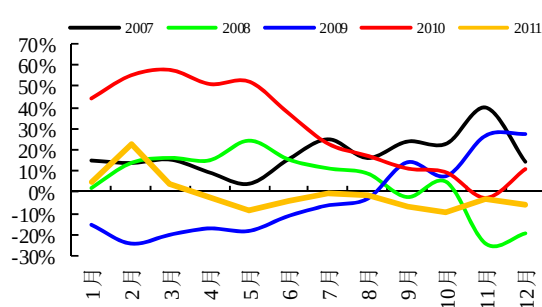


图 95、12 月浦东机场货流量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 96、12 月虹桥机场同比增速客流大于货流

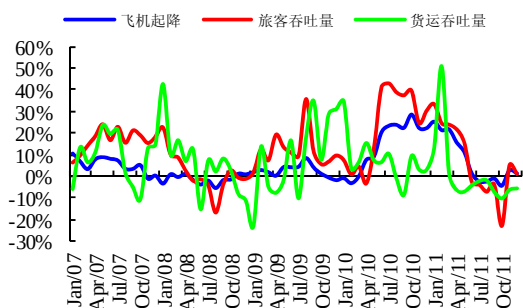
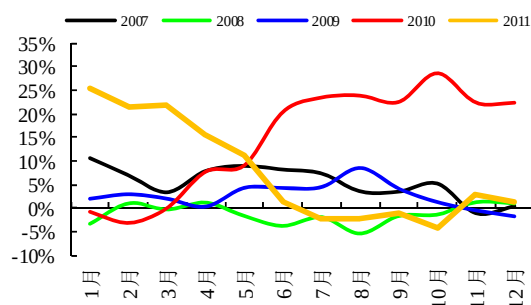


图 97、12 月虹桥机场起降同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 98、12 月虹桥客流量同比增速下降

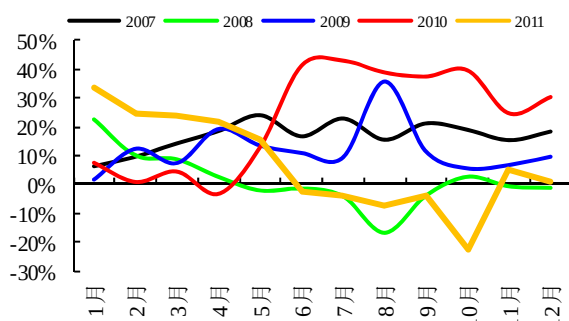
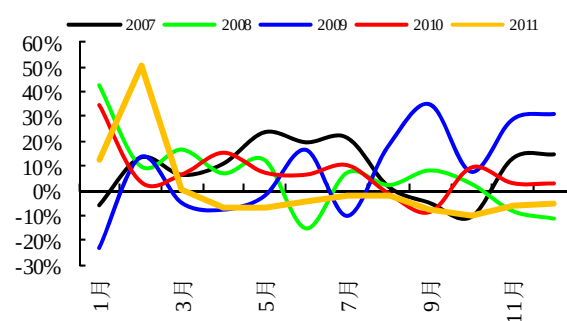


图 99、12 月虹桥机场货流量同比增速小幅回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

厦门空港：航空业务保持强劲增长

海西经济融合的不断推进和旅游消费需求拉动公司航空需求高速增长。预计 12 月份公司旅客吞吐量 133 万人次，飞机起降 1.1 万架次，货邮吞吐 2.3 万吨，同比增长 18%、11%、3%。

预计 1~12 月份，公司旅客吞吐量 1561 万人次，飞机起降 13.21 万架次，货邮吞吐 25.81 万吨，同比增长 18.2%、15.4%、5.1%。

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。

图 100、12 月厦门空港起降同比增速略有上升

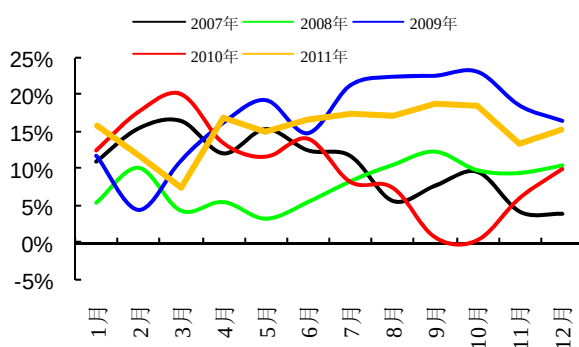
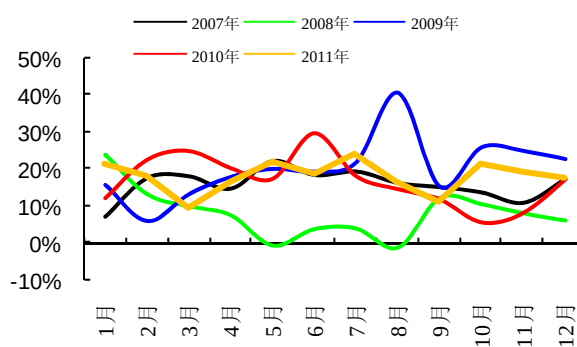


图 101、12 月厦门空港客流量同比增速略有下滑



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 102、12 月厦门空港货流量同比增速下降

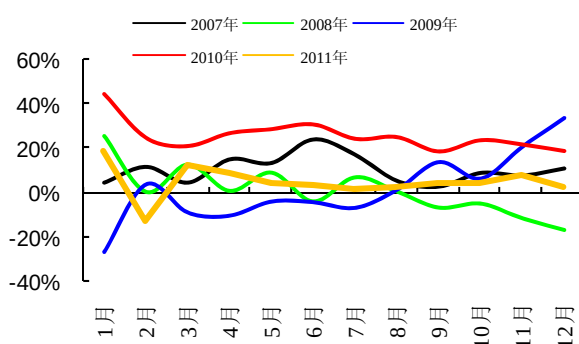
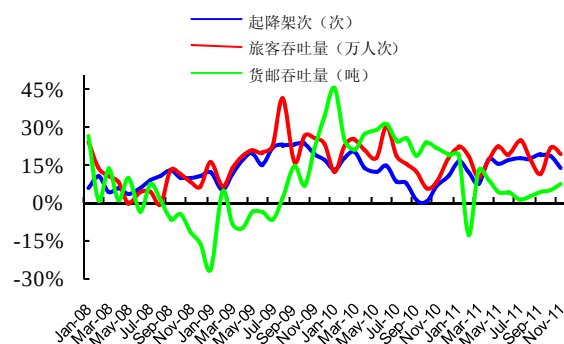


图 103、12 月厦门空港同比增速客运大于货运



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

深圳机场：客运增速下降，货运增速上升

7 月 26 日深圳机场第二跑道正式启用后，时刻资源紧张的现状得到部分缓解。12 月份公司旅客吞吐量 242.75 万人次，飞机起降 1.97 万架次，货邮吞吐 7.80 万吨，同比分别增长 6.9%、8.8% 和 3.4%。

1~12 月份公司累计旅客吞吐量 2824.32 万人次，飞机起降 22.41 万架次，货邮吞吐 82.77 万吨，同比分别增长 5.7%、3.3% 和 2.3%。

图 104、12 月深圳机场起降同比增速下降

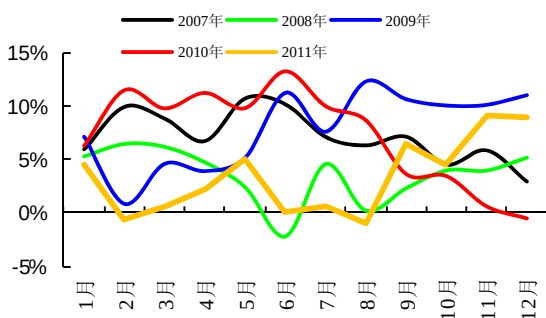
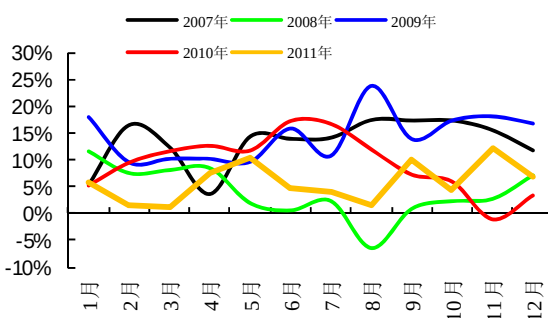


图 105、12 月深圳机场客流量同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 106、12 月深圳机场货流同比增速上升

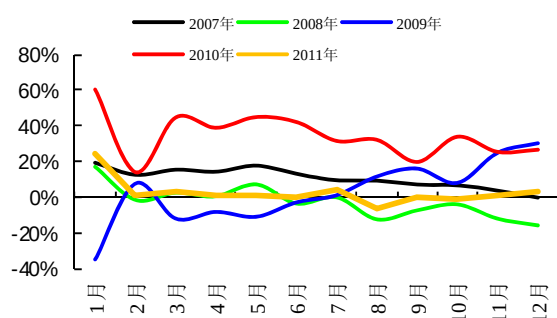


图 107、11 月深圳机场同比增速客流大于货流



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

白云机场：客运需求保持快速增长

12 月份公司旅客吞吐量 376.92 万人次，飞机起降 2.98 万架次，吞吐货邮 10.95 万吨，分别同比增长 10.3%、11.7% 和 6.7%。客运需求保持快速增长。

1~12 月份公司累计旅客吞吐量 4504 万人次，飞机起降 34.93 万架次，吞吐货邮 117.99 万吨，分别同比增长 9.9%、6.1% 和 3.1%。

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。

图 108、12 月白云机场起降同比增速上升

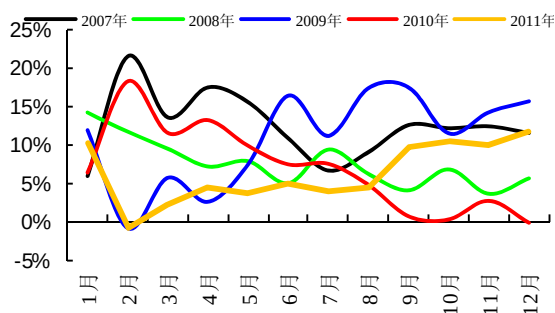
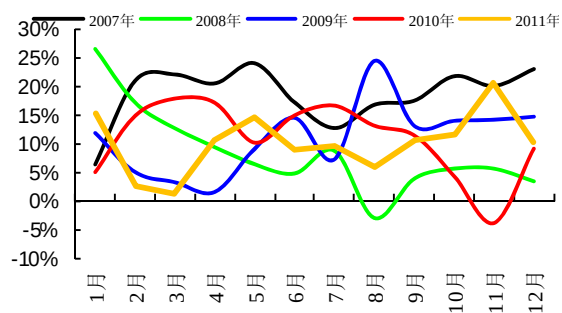


图 109、12 月白云机场旅客同比增速下降



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 110、12 月白云机场货流量同比增速上升

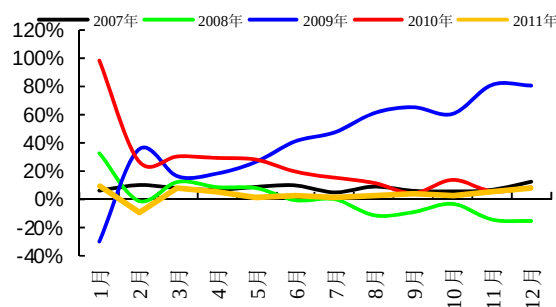
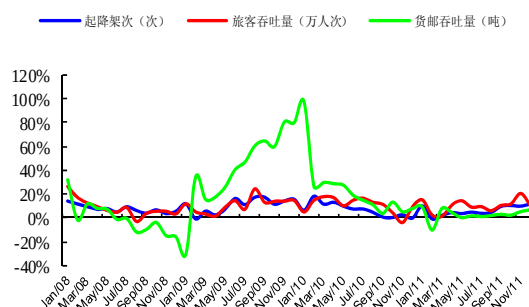


图 111、12 月白云机场客流同比增速好于起降货流



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（2012 年 2 月 1 日收盘价）

公司名称	PE					PB					ROE				
	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013	2009	2010	2011	2012	2013
中国国航-A	15.44	6.14	7.86	7.88	6.85	2.74	2.30	1.44	1.22	1.05	22.83	41.20	21.22	17.52	17.36
南方航空-A	100.64	6.76	7.09	7.27	6.81	1.65	1.48	1.24	1.06	0.90	2.58	27.58	23.06	18.50	18.56
东方航空-A	144.23	8.52	7.38	7.68	6.87	18.93	2.47	1.96	1.53	1.24	N/A	55.77	29.71	24.19	23.33
海南航空	56.56	6.88	6.94	7.12	6.23	2.43	2.51	1.29	0.93	0.79	-5.81	22.49	21.19	17.80	18.28
平均	79.21	7.07	7.32	7.49	6.69	6.44	2.19	1.48	1.19	0.99	6.53	36.76	23.79	19.50	19.38
中国国航-H	14.09	5.61	8.35	8.64	8.39	2.74	2.30	1.17	1.02	0.89	22.83	41.20	19.35	14.94	13.42
南方航空-H	85.74	5.76	7.45	8.28	7.18	1.65	1.48	0.99	0.86	0.77	2.58	27.58	18.59	13.20	12.46
东方航空-H	108.85	6.43	6.64	7.04	6.30	18.93	2.47	1.26	1.02	0.84	N/A	55.77	25.77	19.75	17.50
平均	69.56	5.93	7.48	7.98	7.29	7.77	2.08	1.14	0.97	0.84	12.71	41.52	21.24	15.96	14.46
国泰航空	11.10	3.71	8.25	8.70	7.60	1.35	1.55	0.92	0.86	0.80	2.90	26.79	11.59	10.54	10.67
新加坡航空	11.38	56.04	9.39	20.61	16.40	0.85	1.34	0.86	0.90	0.89	7.37	4.92	9.00	4.25	5.01
马来航空	6.46	18.47	-3.92	-28.91	20.78	6.50	1.98	1.65	1.71	1.57	21.87	11.35	-39.19	-7.13	12.01
全日空	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.32	1.41	1.13	1.04	1.00	-1.12	-14.11	2.31	4.24	5.53
长荣航空	-18.53	5.20	20.80	12.56	9.96	1.30	2.68	1.45	1.33	1.18	-10.00	33.03	6.98	11.24	11.20
大韩航空	-29.85	6.39	11.25	8.74	6.71	1.22	1.35	0.95	0.86	0.77	1.03	15.03	9.15	12.42	12.59
印度捷达航空	-1.62	-3.71	13.08	-2.00	12.56	0.67	2.40	0.87	1.34	1.21	-67.00	-30.70	5.30	-50.13	11.16
亚洲航空	17.96	9.64	13.45	10.45	8.69	1.45	1.93	2.41	1.97	1.62	22.79	34.04	19.68	20.89	21.30
快达航空	26.79	30.61	8.43	12.30	7.28	0.79	0.84	0.55	0.54	0.51	-1.23	1.26	6.66	4.52	7.10
维珍蓝	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.88	0.82	0.76	-11.64	3.59	-4.14	6.35	11.21
韩亚航空	-4.41	5.39	6.57	5.13	4.25	0.87	1.71	1.12	0.92	0.76	-63.94	30.69	17.19	19.75	20.34
中华航空	-12.40	5.58	50.39	13.44	10.13	1.26	2.45	1.21	1.13	1.05	-10.58	24.38	1.66	7.57	8.46
平均	0.69	13.73	13.77	6.10	10.44	1.69	1.79	1.17	1.12	1.01	-9.13	11.69	3.85	3.71	11.38
国际统一航空	-358	2,800	1,035	1,467	696	0.67	0.83	0.70	0.69	0.64	N/A	-2.85	6.55	4.02	8.52
法荷航空	-1.43	-0.75	-2.56	-2.47	-9.63	0.35	0.64	0.19	0.21	0.22	-10.77	-28.11	-9.53	-8.10	-1.26
汉莎航空	-131.29	3.72	12.37	17.02	8.05	0.88	0.91	0.53	0.53	0.51	-0.89	13.61	3.73	2.71	6.01
瑞安航空	-32.87	18.18	14.52	12.53	11.82	1.76	1.91	1.93	1.65	1.54	2.17	11.96	13.79	14.09	13.82
易捷航空	2,283	1,358	921.00	1,087	885.09	1.23	1.06	1.04	0.96	0.87	5.24	9.00	11.91	8.95	10.30
平均	351.91	835.99	396.19	516.42	318.42	0.98	1.07	0.88	0.81	0.76	-1.07	0.72	5.29	4.34	7.48
西南航空	66.00	13.84	21.19	10.53	7.70	1.56	1.56	1.05	1.00	0.95	2.75	9.46	3.51	7.56	10.76
联合航空	-4.59	16.27	5.61	3.68	3.25	N/A	4.52	2.77	1.57	1.29	N/A	N/A	54.84	51.18	38.24
达美航空	-5.55	11.73	6.35	3.67	3.01	36.41	11.73	4.50	2.13	1.48	-190.88	252.89	80.22	72.22	44.66
美国航空	-0.12	-0.42	-0.17	-0.38	59.48	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25.70	7.40	N/A
JetBlue	22.25	14.83	22.44	10.81	8.96	1.03	1.18	0.90	0.89	0.76	4.30	6.18	4.56	7.72	8.45
加拿大航空	-5.50	2.61	-1.38	-21.06	2.40	0.25	0.55	N/A	N/A	N/A	-2.17	7.12	-4.70	-0.40	N/A
平均	12.08	9.81	9.01	1.21	14.13	9.81	3.91	2.30	1.40	1.12	-46.50	68.91	27.35	24.28	25.52

数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

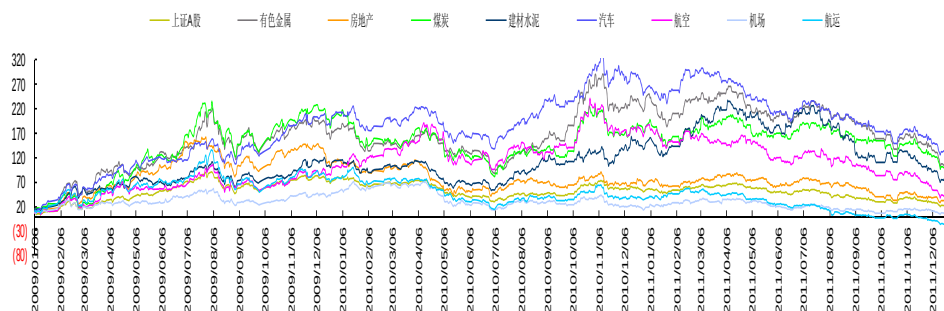
注：除中国外其他地区的平均 PE 的计算中剔除了大于 50 倍的值

表 5、全球机场估值比较（2012 年 2 月 1 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	0.58	15.24	13.62	11.94	10.96	1.39	1.13	1.13	1.07
上海机场	CNY	0.45	0.37	0.63	0.79	27.76	33.76	19.89	15.85	1.78	1.85	1.71	1.56
深圳机场	CNY	0.14	0.34	0.43	0.42	30.49	12.73	10.09	10.31	1.95	1.41	1.26	1.13
厦门空港	CNY	0.65	0.91	0.97	1.08	18.64	13.43	12.52	11.28	3.17	2.67	2.25	1.91
国内平均						23.03	18.38	13.61	12.10	2.07	1.77	1.59	1.42
北京首都机场	HKD	0.02	0.07	0.11	0.22	195.00	55.71	36.11	17.41	1.21	1.09	1.06	0.97
美兰机场	HKD	0.39	0.39	0.46	0.49	13.33	13.33	11.26	10.55	0.67	1.14	1.09	0.93
香港平均						104.17	34.52	23.68	13.98	0.94	1.11	1.08	0.95
日本空港	JPY	41.33	39.64	27.28	14.90	26.35	27.47	39.92	73.09	1.85	0.89	0.94	N/A
泰国机场	THB	5.12	0.50	1.54	2.35	10.35	106.00	34.33	22.53	0.58	1.01	1.01	1.01
法兰克福机场	EUR	2.07	1.64	1.86	2.70	22.22	28.05	24.80	17.04	1.13	1.70	1.60	1.49
奥克兰机场	NZD	0.09	0.03	0.08	0.09	27.06	73.33	30.24	27.25	1.26	1.63	1.75	1.68
哥本哈根机场	DKK	96.20	78.30	94.58	97.22	23.13	28.42	23.53	22.89	2.75	5.48	4.90	5.29
维也纳机场	EUR	4.34	3.49	3.65	2.60	6.59	8.19	7.83	11.00	0.86	0.77	0.73	0.72
苏黎世机场	CHF	N/A	N/A	21.70	26.08	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	3.24	20.56	20.79	19.13	17.52	1.55	1.74	1.67	1.56
外国平均						19.47	41.75	25.68	27.33	1.42	1.89	1.80	1.96

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。