

[2009.09.29]

航空机场：景气向上，淡季回调带来布局机会

——四季度投资策略

✍ 吴莉 孙丽萍
☎ 010-59312710 010-59312823
✉ wuli@gtjas.com sunliping@gtjas.com

本报告导读：

- 10年供需格局将进一步改善，航空业处于盈利上行周期，4Q股价受淡季因素回调将带来建仓机会；机场业绩稳定增长长期明确、估值略低于市场，下跌市场中具防御价值。

投资要点：

航空业：

- **四季度淡季来临，行业需求和盈利将环比回落。**4Q一方面随着奥运造成的低基数效应消除，旅客运输量、客座率及裸票票价同比涨幅将较3Q旺季出现较大幅度回落，预计旅客运输量增速将回落至15%-20%；另一方面随着淡季来临，受需求季节性回落的影响，除海航外，行业盈利环比也将出现较大幅度回落。
- **10年供需格局将进一步改善，航空业处于盈利上行周期。**预计10年旅客运输量增速在13%-14%左右，而受B787延迟交付、老旧运力加速淘汰等因素影响，座位投放速度将降至10%以下，低于13%-14%的需求增速，供需格局将进一步改善。同时国际市场复苏，国内运力向国际调配，将缓解国内市场竞争，提升票价水平；在外需复苏驱动下，国际航线裸票票价也将恢复正增长。
- **投资策略：淡季回调带来建仓机会。**9月以来，随着旺季接近尾声，航空股下跌0.6%，跑输市场6.4个百分点。在行业供需格局将进一步改善，盈利仍处于上行阶段背景下，维持航空业长期增持评级，4Q股价受淡季因素回调将带来建仓机会。维持国航、海航增持评级：国航是未来国际航线复苏最大的受益者；3Q行业旺季后，4Q海航将迎来海南旅游旺季，业绩环比上半年将大幅提升。

机场业：

- **旅客保持两位数增长，货邮领先于外贸复苏。**1-8月前50家机场飞机起降、旅客吞吐量增速分别为14.5%和20.0%。4Q开始，随着低基数效应消除，预计机场行业旅客吞吐量增速将回落至15%-20%。7、8月以来机场货邮吞吐量已经领先于外贸恢复正增长，单月增速分别达到0.8%和10.5%。预期10年国内机场货邮吞吐量增速将恢复至10%-15%。
- **上市机场：厦门增长最快，浦东稳步回升。**厦门空港受益于两岸定期直航启动，往返台湾航班激增，旅客吞吐量在上市机场中增长最快；浦东机场受益于国际航线回暖，4月以来客流量增速稳步回升。1-8月浦东、白云、深圳、厦门旅客吞吐量增速分别为8%、9%、13%和20%。
- **业绩平稳增长、估值低于市场，具防御价值。**自8月份市场回调以来，机场板块跌幅16.6%，跑赢市场1.4个百分点。在4Q市场很可能延续震荡走势的背景下，考虑到机场业绩稳定增长的预期明确、估值略低于市场、具有一定防御价值，维持机场行业增持评级。厦门空港在四家机场中成长性较好，上海机场受益于国际市场复苏、同时资产注入步伐将加快，维持谨慎增持评级。

风险：甲流疫情恶化；油价大幅上涨。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

| | |
|-------|----|
| 航空运输业 | 增持 |
| 机场业 | 增持 |

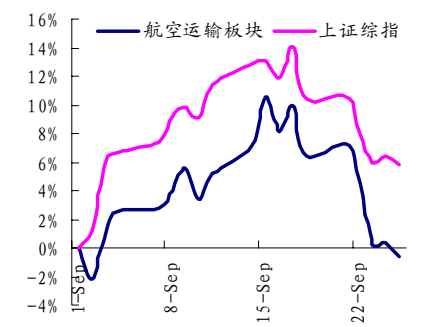
航空公司评级

| 公司 | 评级 |
|------|------|
| 中国国航 | 增持 |
| 海南航空 | 增持 |
| 南方航空 | 增持 |
| 东方航空 | 谨慎增持 |

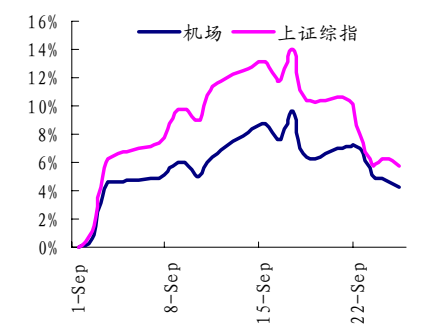
机场公司评级

| 公司 | 评级 |
|------|------|
| 厦门空港 | 谨慎增持 |
| 上海机场 | 谨慎增持 |
| 深圳机场 | 谨慎增持 |
| 白云机场 | 谨慎增持 |

近一个月航空股市场表现



近一个月机场股市场表现



正文目录

| | |
|---|----|
| 第一部分：航空业 | 4 |
| 1. 淡季来临，行业需求和盈利环比回落 | 4 |
| 1.1. 低基数效应消除，四季度客运量增速回落至 15%-20% | 4 |
| 1.2. 客座率同比提升的格局延续 | 4 |
| 1.3. 票价：环比回落，同比继续回升 | 5 |
| 1.4. 四季度淡季，行业盈利环比回落 | 7 |
| 2. 10 年供需进一步改善，航空业处于盈利上行周期 | 8 |
| 2.1. 需求回升、运力偏紧，供需格局继续改善 | 8 |
| 2.2. 油价温和上涨，毛利率有望稳中有升 | 9 |
| 3. 投资策略：淡季回调带来建仓机会 | 10 |
| 第二部分：机场业 | 13 |
| 4. 旅客保持两位数增长，货邮领先于外贸复苏 | 13 |
| 5. 上市机场：厦门增长最快，浦东稳步回升 | 15 |
| 6. 业绩平稳增长、估值低于市场，具有防御价值 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 1-8 月民航旅客运输量增速持续创新高 | 4 |
| 图 2: 行业客座率接近 07 年景气时期的水平 | 5 |
| 图 3: 客座率同比持续提升 | 5 |
| 图 4: 国内航线裸票票价指数 | 6 |
| 图 5: 国内航线裸票票价同比持续提升 | 6 |
| 图 6: 亚洲及地区航线裸票票价指数 | 6 |
| 图 7: 亚洲及地区航线裸票票价降幅收窄 | 6 |
| 图 8: 国际航线（不含亚洲地区）裸票票价指数 | 7 |
| 图 9: 国际航线裸票票价 8 月份恢复正增长 | 7 |
| 图 10: 各季度航空公司营业利润情况（单位：亿元） | 7 |
| 图 11: 剔除汇兑收益后，各季度航空公司营业利润情况（单位：亿元） | 8 |
| 图 12: 7 月份以来国际航空运输市场触底回升 | 9 |
| 图 13: 国际航协预测，2010 年国际原油均价为每桶 72 美元 | 10 |
| 图 14: 09 年以来航空股跑赢市场 | 11 |
| 图 15: 9 月份以来航空股跑输市场 | 11 |
| 图 16: 南航、东航、上航 03-08 年净利总和的变动 | 12 |
| 图 17: 2003 年以来各年度航空股相对市场的超额收益情况 | 12 |
| 图 18: 全国前 50 家机场飞机起降及旅客吞吐量增速 | 14 |
| 图 19: 全国前 50 家机场货邮吞吐量增速 | 14 |
| 图 20: 全球航空货运量的波动一般领先于全球贸易 | 15 |
| 图 21: 上市机场月度业务量增速 | 15 |
| 图 22: 09 年以来机场跑输市场 | 17 |
| 图 23: 8 月份以来市场下行，机场跑赢市场 | 17 |
| | |
| 表 1: 四大航空公司运力投放速度 | 9 |
| 表 2: 2005 年以来各季度航空股相对市场涨幅 | 10 |
| 表 3: 行业景气趋势驱动航空股股价变动 | 11 |
| 表 4: 业绩预测与评级 | 13 |
| 表 5: 主要机场公司业绩预测与估值 | 17 |
| 表 6: 主要机场公司投资要点 | 17 |

第一部分：航空业

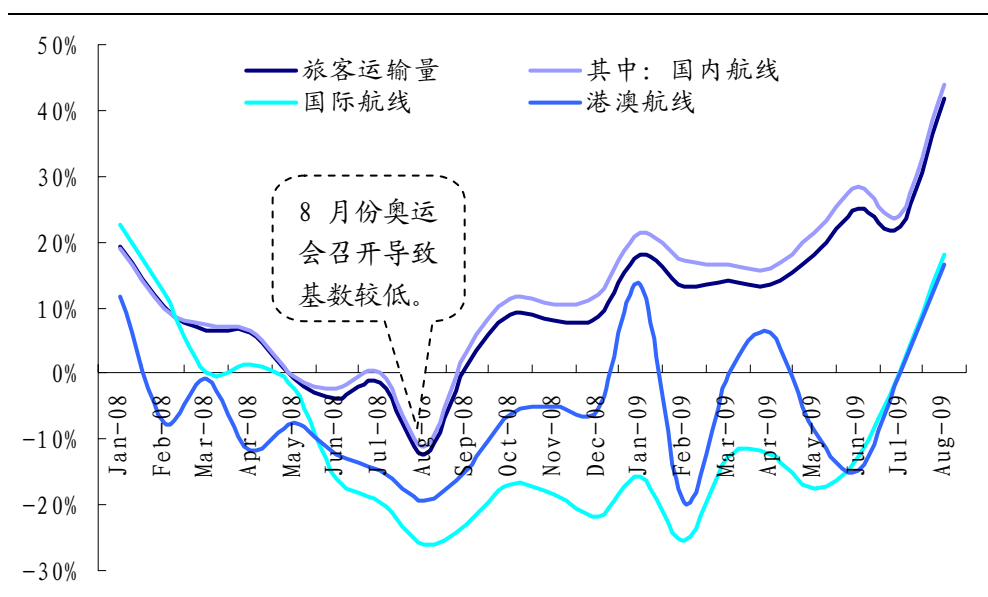
1. 淡季来临，行业需求和盈利将环比回落

1.1. 低基数效应消除，四季度客运量增速回落至 15%-20%

8 月份，民航旅客运输量同比增长 41.9%，增速创年内新高。其中，国内、地区、国际航线增速分别达到 43.8%、16.6%和 18.0%。剔除 08 年同期北京奥运会召开造成的低基数效应，测算 8 月份民航旅客运输量整体增速在 21%左右，其中国内、地区和国际航线增速分别在 22%、7%和 8%左右。在国内市场延续需求旺盛格局的同时，国际航线需求呈稳步复苏的迹象，旅客运输量连续两个月呈正增长。

四季度航空运输市场将进入淡季，但在国内外经济持续回暖的驱动下，航空客运需求仍处在稳步回升的通道中。在偶然性因素造成的低基数效应消除后，预计国内航线旅客运输量增速将回落至在 15%-20%左右；国际航线方面，受益于美欧等经济复苏，预计四季度旅客运输量有望恢复正增长，但由于复苏的步伐不会太快，增速可能维持在个位数。按照国内和地区航线占比 94%，国际航线占比 6%的权重计算，四季度民航旅客运输量整体增速也将在 15%-20%左右。

图 1：1-8 月民航旅客运输量增速持续创新高



资料来源：民航总局

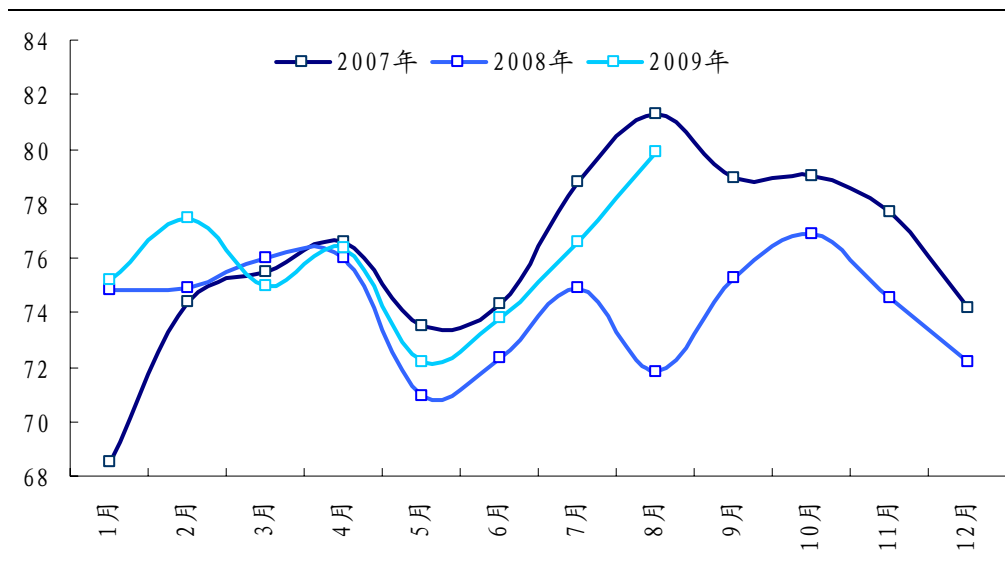
1.2. 客座率同比提升的格局延续

2 季度以来，民航客座率水平呈同比持续提升态势。8 月份暑运旺季，行业客座率 79.9%，达到年内最高水平，仅比 07 年同期景气高点时的客座率略低 1.4 个百分点。由于奥运造成 08 年同期基数偏低，8 月份客座率水平同比提升幅度也达到 8.1 个百分点。

四季度开始，随着淡季来临，受季节性因素影响，行业客座率环比将有所回落。

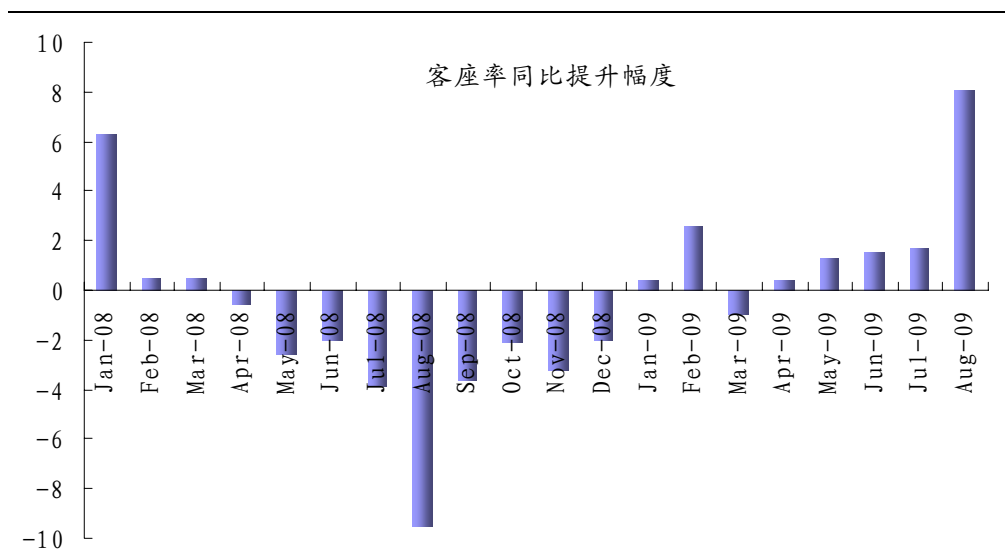
但在国内外市场需求稳步回升，运力投放偏紧的市场格局下，客座率同比提升的态势将延续。

图 2：行业客座率接近 07 年景气时期的水平



资料来源：民航总局

图 3：客座率同比持续提升



资料来源：民航总局

1.3. 票价：环比回落，同比继续回升

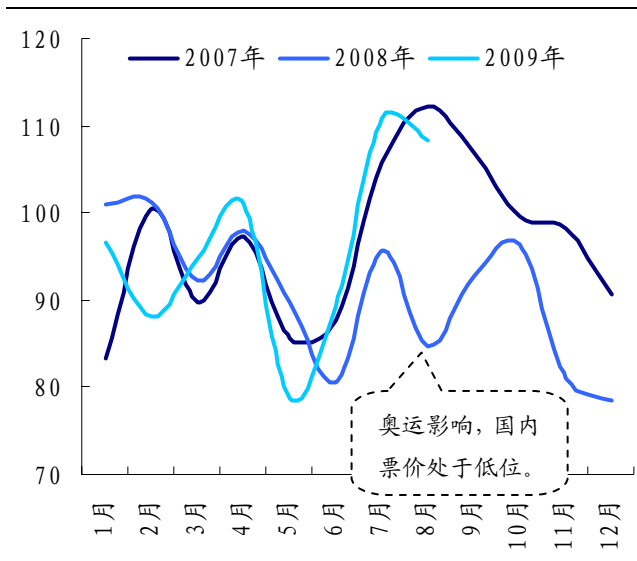
受商务出行和暑期旅游出行叠加影响，正常情况下 7-9 月份是全年民航客运量最大、票价最高的三月份。08 年 8 月份受奥运挤出影响，裸票票价处于年内较低的水平，尤其是国内航线票价处于非常低的水平。

在需求旺盛和低基数效应的双重驱动下，09 年 8 月份国内航线连续第三个月呈现量价齐升的良好态势，裸票票价同比上涨 28.0%，涨幅较 7 月份提高 12.1 个百分

点。剔除低基数效应的影响，估算 8 月份国内航线裸票票价同比涨幅大致在 15% 左右。受季节性因素影响，四季度国内航线裸票票价环比也将出现一定幅度的回落，但国际航线复苏、国内市场运力向国际转移将支撑国内航线裸票票价同比继续回升。

受外部经济回暖影响，8 月份亚洲及地区航线同比降幅收窄至 13.4%，国际航线(不含亚洲)裸票票价同比上涨 2.0%，年内首次实现正增长。剔除基数效应的影响，8 月份亚洲及地区航线裸票票价同比降幅在 18% 左右，国际航线降幅在 5% 左右，降幅环比已经大幅收窄。在需求稳步复苏驱动下，预计四季度国际航线裸票票价降幅有望收窄至个位数，但恢复正增长还需要等待需求的进一步回升。

图 4：国内航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 5：国内航线裸票票价同比持续提升

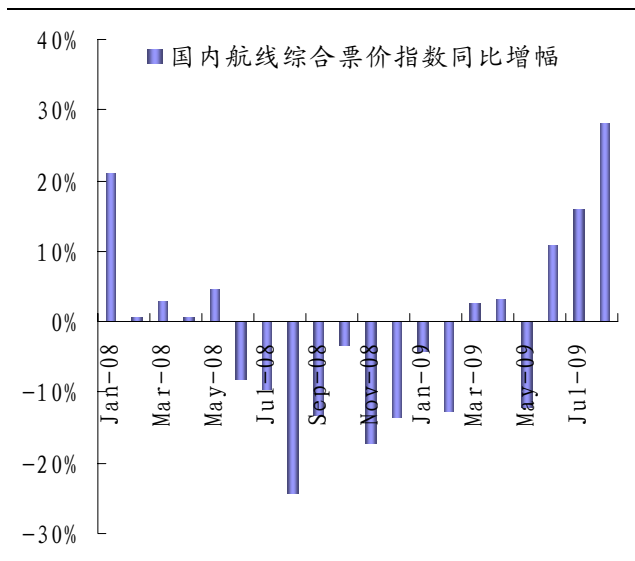
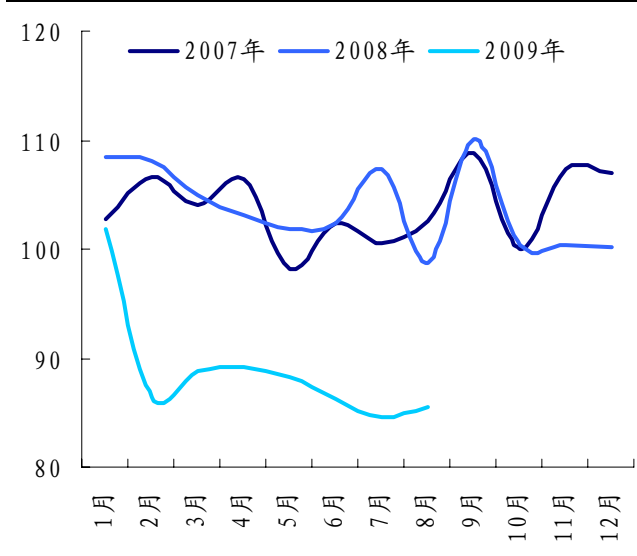


图 6：亚洲及地区航线裸票票价指数



资料来源：民航总局

图 7：亚洲及地区航线裸票票价降幅收窄

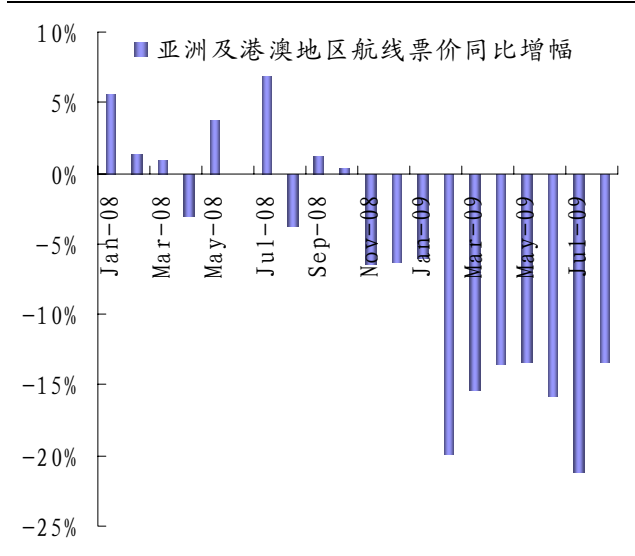


图 8: 国际航线 (不含亚洲地区) 裸票票价指数

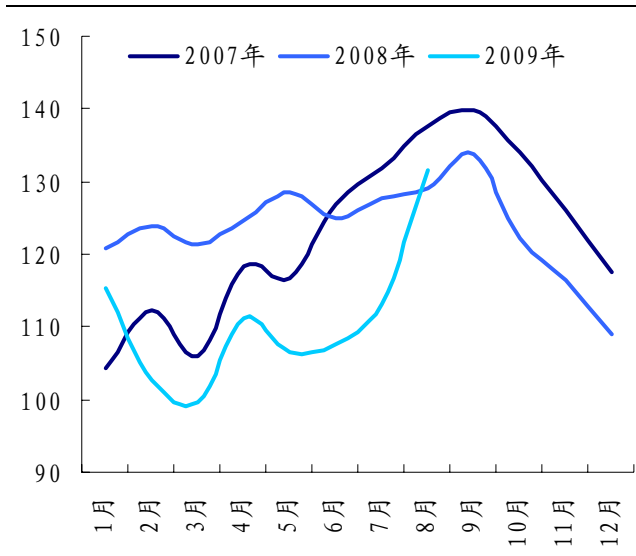
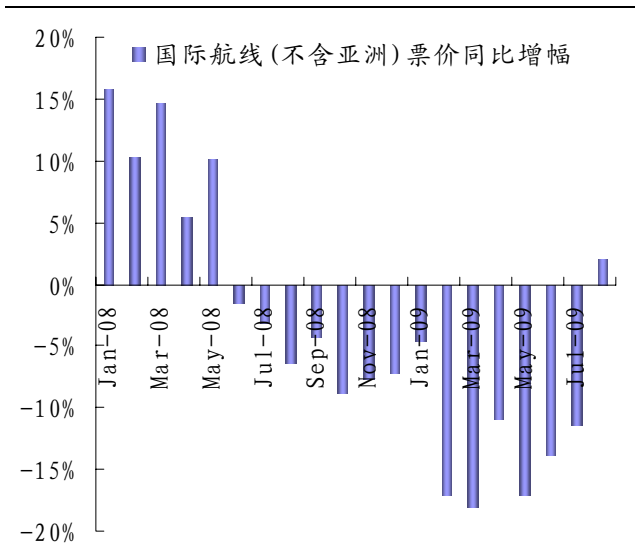


图 9: 国际航线裸票票价 8 月份恢复正增长

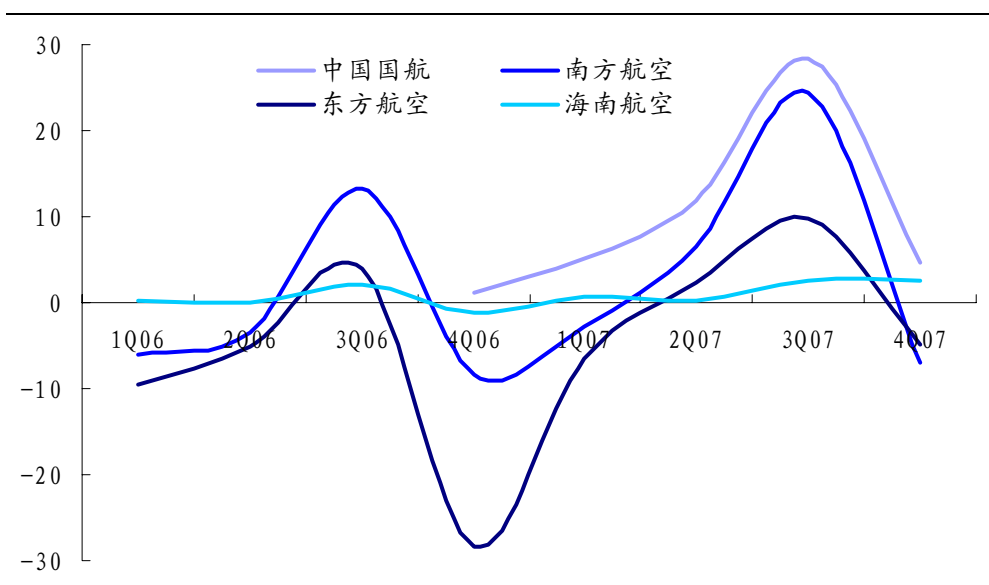


资料来源: 民航总局

1.4. 四季度淡季, 行业盈利环比回落

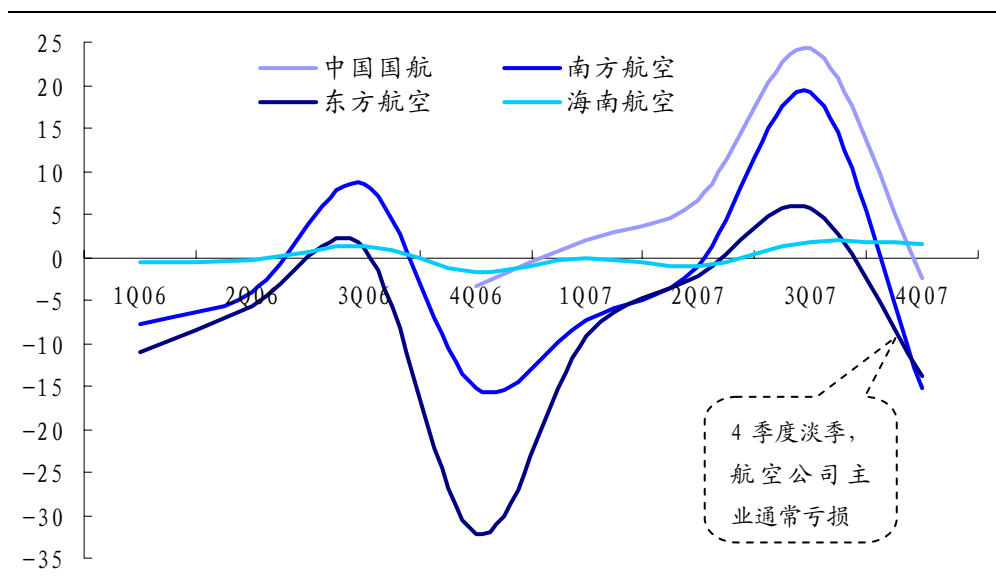
航空公司业绩的季节性特征比较明显, 一般三季度旺季是全年盈利的高峰。进入四季度以后, 受需求季节性回落, 票价、客座率环比下滑影响, 航空公司盈利环比将出现较大幅度回落, 主业一般会面临亏损。统计各航空公司 06-07 年各季度的营业利润, 剔除汇兑收益以后, 除海航外, 国航、南航、东航四季度营业利润均为负。海航由于 50% 的收入来自海南市场, 而四季度是海南旅游旺季, 这种反季节特征使得海航盈利高峰通常出现在三、四季度, 和其他航空公司有所不同。

图 10: 各季度航空公司营业利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: WIND 资讯

图 11: 剔除汇兑收益后, 各季度航空公司营业利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: WIND 资讯、国泰君安证券

2. 10 年供需将进一步改善, 航空业处于盈利上行周期

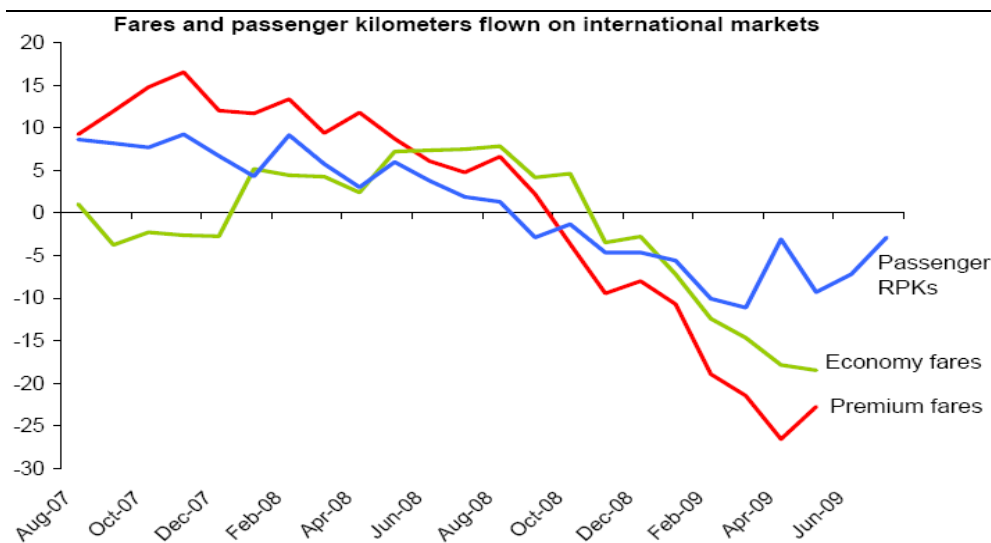
2.1. 需求回升、运力偏紧, 供需格局继续改善

展望 2010 年, 国内需求增速虽然由于低基数效应消除后将有所放缓, 但在经济持续回暖的驱动下, 商务和旅行活动将更加活跃。目前市场预期 09 年中国 GDP 增速 9% 左右, 10 年将回升至 10% 左右, 按照 1.5 倍的弹性系数计算, 预计 10 年国内航线旅客运输量增速在 15% 左右。同时, 目前国际航线需求复苏的迹象也很明显, 美国航线恢复比较快, 两仓需求旺盛, 日韩稳定恢复, 欧线也在回升但回升速度相对慢一些, 预计 10 年国际航线旅客运输量增速将恢复至 5%-10% 左右。加权计算, 10 年行业整体旅客运输量增速将在 13%-14% 左右。

按照十一五规划, 2006-2010 年全行业运力年均增长 12%。但受多方面因素影响, 2010 年全行业实际运力投放速度将低于十一五规划: 首先, 由于技术问题、机械师罢工等原因, 国内航空公司订购的 50 多架 B787 飞机要延迟到 2010 年底以后才能交付; 其次, 08 年底为应对国际金融危机, 2009-2010 年民航总局暂停受理新设航空公司的申请; 此外, 2009 年各航空公司加大了对老旧飞机的淘汰力度。2009 年行业整体座位投放速度已降至 9%-10% 左右; 2010 年不考虑老旧飞机的退出, 全行业座位投放速度在 10% 左右, 如果考虑到至少有 1%-2% 左右的老旧运力退出, 全行业实际座位投放速度将降至个位数, 低于 13%-14% 的需求增速, 市场供需将进一步改善。

同时, 国际市场复苏, 国内运力向国际调配, 将缓解国内市场竞争, 有助于进一步提升客座率和票价水平; 而国际市场在外需复苏的驱动下, 裸票票价也将恢复正增长。

图 12: 7 月份以来国际航空运输市场触底回升



资料来源: 国际航协

表 1: 四大航空公司运力投放速度

| | 飞机座位数 (个) | | | 增速 | |
|-----------|----------------|----------------|----------------|-------------|--------------|
| | 2008A | 2009E | 2010E | 2009E | 2010E |
| 中国国航 | 44,088 | 46,778 | 50,608 | 6.1% | 8.2% |
| 南方航空 | 57,368 | 60,870 | 69,029 | 6.1% | 13.4% |
| 东方航空 | 39,083 | 41,656 | 44,732 | 6.6% | 7.4% |
| 海南航空 | 12,675 | 17,267 | 19,785 | 36.2% | 14.6% |
| 合计 | 153,214 | 166,571 | 184,154 | 8.7% | 10.6% |

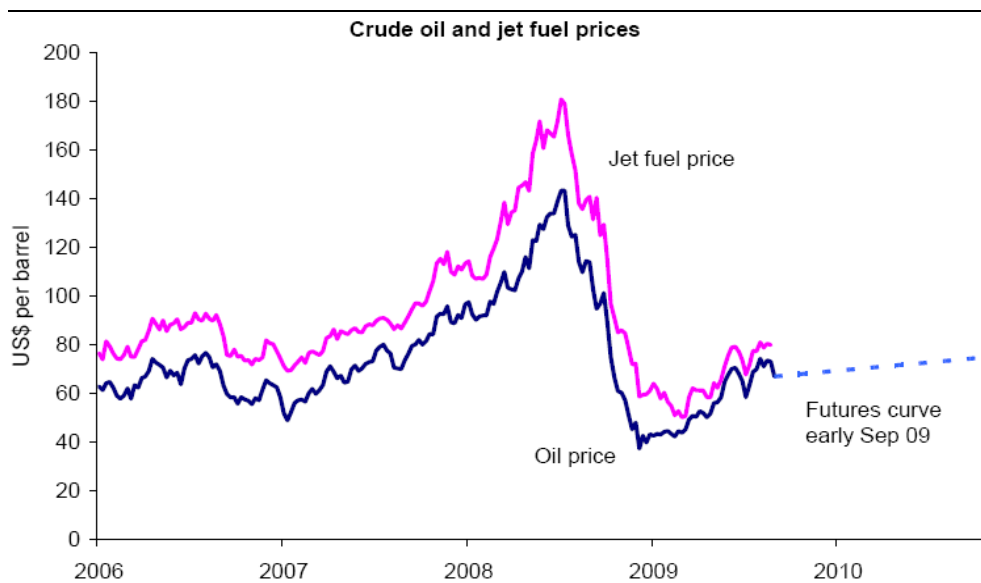
资料来源: 国泰君安证券 (注: 由于各家航空公司 10 年具体的飞机退出计划还未确定, 上表中计算 10 年运力投放速度仅考虑新飞机的交付, 未考虑老旧飞机退出)

2.2. 油价温和上涨背景下, 毛利率有望稳中有升

路透全球能源分析师调查显示: 受访分析师预计 2009 原油均价为每桶 59.28 美元, 其中四季度均价 68.22 美元; 同时预期全球经济改善, 需求升温将推动 2010 年原油均价升至 73 美元。美国能源署 (EIA) 在最新发布的月度展望报告中预计, 2010 年底前原油价格将在 70 美元附近波动。国际航线 9 月中旬发布的全球航空业展望也预计 2010 年全球平均油价为 72 美元。

假设四季度 WTI 油价在 70 美元附近波动, 2009 年原油均价为 60 美元; 按照市场普遍预测 2010 年原油均价 70 美元、上涨 16.7% 计算, 油价上涨将使得航空公司营业总成本增加 5% 左右, 但单位座位公里收益提升幅度达到 5% 即可抵消油价上涨带来的成本压力。我们判断在市场供需关系进一步改善、票价水平和客座率同比继续提升的驱动下, 2010 年单位座位公里收益同比提升幅度达到 5% 以上是大概率事件。在油价温和上涨情况下, 2010 年行业毛利率水平有望稳中有升。

图 13: 国际航协预测, 2010 年国际原油均价为每桶 72 美元



资料来源: 国际航线

3. 投资策略: 淡季回调带来建仓机会

➤ 旺季接近尾声, 航空股回调

09 年以来, 在行业盈利反转的驱动下, 航空股上涨 55.8%, 跑赢市场 4.8 个百分点。进入 9 月份以来, 随着行业旺季接近尾声, 航空股下跌 0.6%, 跑输市场 6.4 个百分点。

表 2: 2005 年以来各季度航空股相对市场涨幅

| | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 季度 | -21% | -15% | 41% | -7% | 24% |
| 2 季度 | -10% | -11% | 9% | -27% | -20% |
| 3 季度 | -20% | 2% | 89% | -11% | 6% |
| 4 季度 | 2% | -19% | 20% | 0% | |

资料来源: WIND 资讯

图 14: 09 年以来航空股跑赢市场

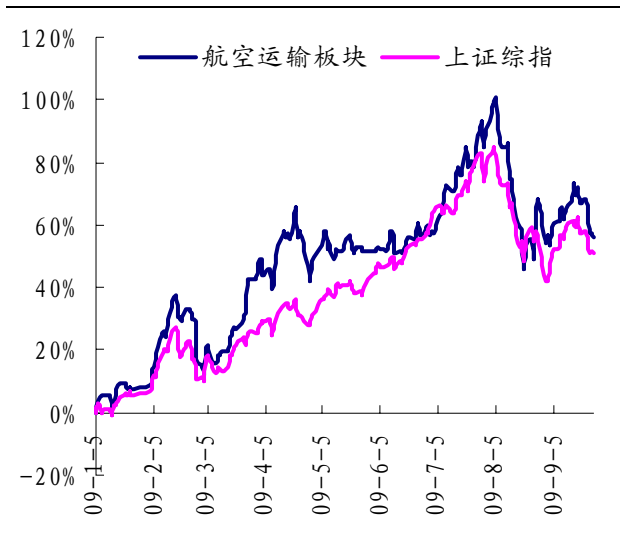
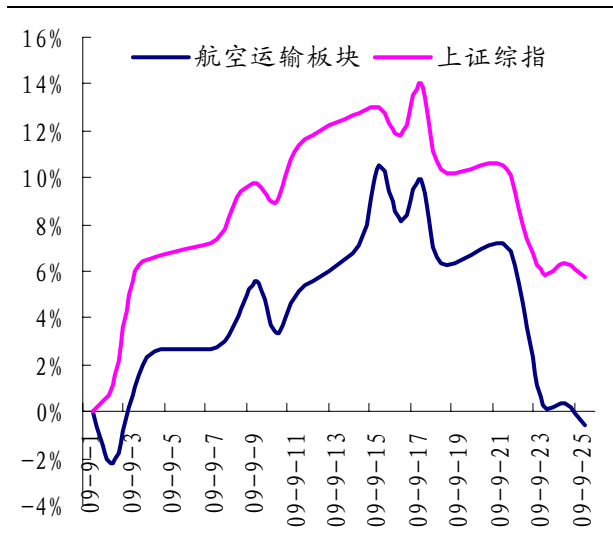


图 15: 9 月份以来航空股跑输市场



资料来源 WIND 资讯

➤ 行业景气趋势驱动航空股价格变动

航空业是典型的强周期性行业，盈利受供需和燃油成本的影响呈周期性波动。行业景气趋势的变动是驱动航空股价格波动的核心因素。

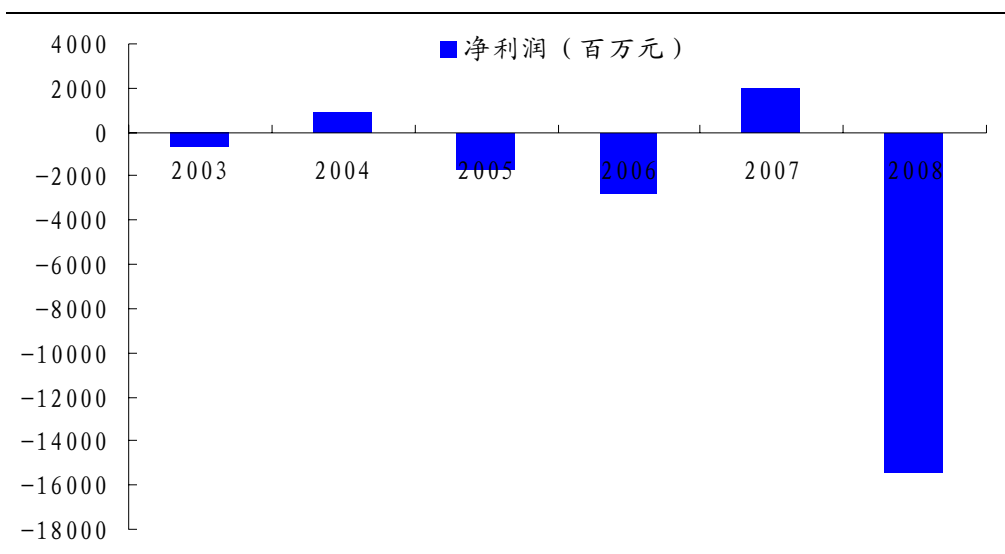
04 年-08 年：航空股相对大势产生超额收益的年份分别是 04 年和 07 年，行业景气回升使得主要航空公司扭亏为盈是驱动股价上涨的主要因素；03、05、06 和 08 年受油价攀升、或需求下滑等因素影响，行业景气下行使得主要航空公司盈利下滑，航空股跑输大势。

表 3: 行业景气趋势驱动航空股股价变动

| | 航空业相对市场超额收益率 | 驱动因素 | 各敏感因素变动情况 | | | |
|--------|--------------|--------------------------------------|-----------|------|-----------|----------|
| | | | 客座率变动 | 裸票票价 | 油价变动 | RMB 升值 |
| 2003 年 | -3.29% | SARS 导致航空运输需求下降，油价上涨，全行业亏损。 | 下降 | 下降 | 上涨 18.73% | 尚未汇改 |
| 2004 年 | 14.59% | SARS 事件后，04 年被抑制的航空运输需求释放，国内航空公司扭亏为盈 | 提升 | 上升 | 上涨 33.6% | 尚未汇改 |
| 2005 年 | -28.36% | 受油价大幅上涨影响，主要航空公司亏损 | 提升 | 下降 | 上涨 36.3% | 升值 2.56% |
| 2006 年 | -74.59% | 受油价上涨影响，行业亏损 | 提升 | 下降 | 上涨 16.8% | 升值 3.35% |
| 2007 年 | 304.09% | 需求旺盛，人民币升值，驱动航空业扭亏 | 提升 | 提升 | 上涨 9.3% | 升值 6.88% |
| 2008 年 | -15.12% | 需求下滑，油价上涨，行业亏损 | 下降 | 下降 | 上涨 38.3% | 升值 6.20% |
| 2009 年 | 4.8% | 需求回升，油价下跌，行业扭亏 | 提升 | 提升 | 下跌 50.8% | 升值 0.12% |

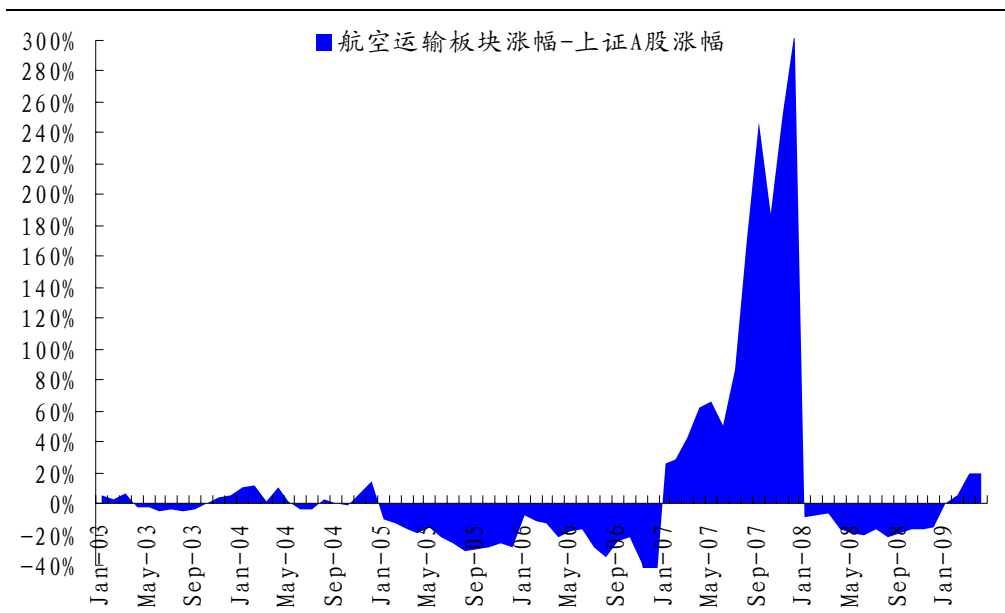
资料来源：国泰君安证券

图 16: 南航、东航、上航 03-08 年净利总和的变动



资料来源: WIND 资讯

图 17: 2003 年以来各年度航空股相对市场的超额收益情况



资料来源: WIND 资讯

➤ 四季度投资策略: 淡季回调带来布局良机

四季度一方面随着低基数效应消除, 旅客运输量、客座率及裸票票价同比涨幅将较 3 季度旺季有所回落; 另一方面随着淡季来临, 受需求季节性回落影响, 行业盈利环比也将出现较大幅度回落。

但从趋势上看, 在国际航线稳步复苏、国内航线需求继续回升, 10 年行业运力投放仍然偏紧, 供需格局有望进一步改善的背景下, 行业盈利仍处于上行阶段的背景下, 维持航空业长期增持评级。四季度股价受淡季因素回调将带来航空股布局

机会。

维持国航、海航增持评级：国航 50%左右的收入来自国际市场，是未来国际航线复苏最大的受益者；海航 50%旅客运输量来自海南市场，在三季度行业旺季之后，四季度将迎来海南旅游旺季，下半年是公司盈利高峰，业绩环比上半年将有较大幅度提升。

表 4：业绩预测与评级

| | 股价 | EPS | | | 每股净资产 | PB | 评级 |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | | 2009E | 2010E | 2011E | | | |
| 中国国航 | 7.63 | 0.35 | 0.27 | 0.31 | 1.92 | 3.97 | 增持 |
| 海南航空 | 4.74 | 0.23 | 0.27 | 0.33 | 1.79 | 2.65 | 增持 |
| 南方航空 | 5.14 | 0.11 | 0.06 | 0.17 | 1.08 | 4.76 | 增持 |
| ST 东航 | 5.48 | 0.10 | 0.03 | 0.15 | -0.44 | | 谨慎增持 |

资料来源：国泰君安证券

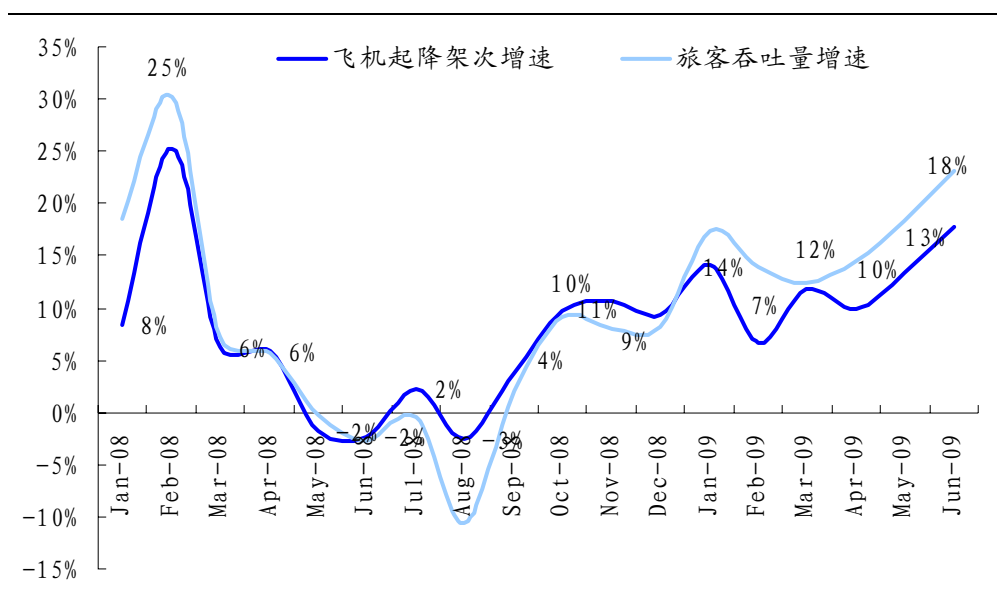
第二部分：机场业

4. 旅客保持两位数增长，货邮领先于外贸复苏

受益于国内市场需求旺盛和 08 年同期低基数，8 月份全国前 50 家机场飞机起降架次、旅客吞吐量同比分别增长 23.9%和 38.8%，增速创年内新高。剔除基数效应的影响，估算 8 月份前 50 家机场飞机起降、旅客吞吐量增速分别在 14%和 20%左右。1-8 月份飞机起降、旅客吞吐量累计增速分别达到 14.5%和 20.0%。四季度开始，随着低基数效应消除，预计机场行业旅客吞吐量整体增速将回落至 15%-20%。

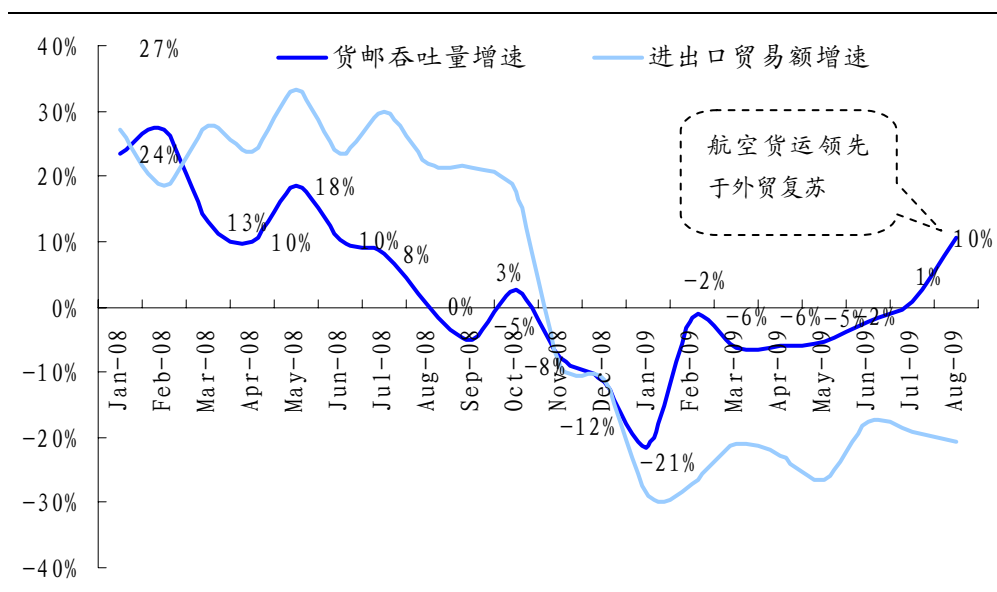
由于航空运输货物以电子产品等贵重物品为主，对经济的变动更为敏感，全球航空货运量的波动一般领先于全球贸易。7、8 月份以来中国进出口降幅收窄，但机场货邮已经领先于外贸恢复正增长，单月增速分别达到 0.8%和 10.5%。国际航协预测，2010 年全球航空货运量将增长 5%，由于中国航空货运量增速一般是全球的 2-3 倍，预期 2010 年国内机场货邮吞吐量整体增速有望恢复至 10%-15%。

图 18: 全国前 50 家机场飞机起降及旅客吞吐量增速



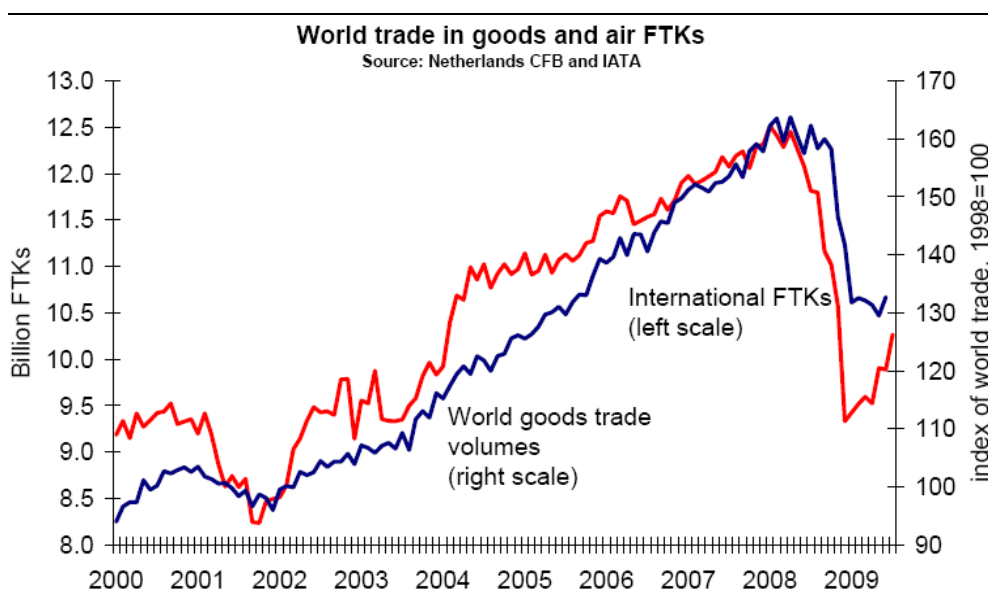
资料来源: 民航总局

图 19: 全国前 50 家机场货邮吞吐量增速



资料来源: 民航总局

图 20: 全球航空货运量的波动一般领先于全球贸易量



资料来源：国际航协

5. 上市机场：厦门增长最快，浦东稳步回升

8 月份，浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门空港旅客吞吐量同比分别增长 22.3%、24.3%、23.7%和 41.0%。其中，厦门空港受益于两岸定期直航启动，往返台湾航班激增，旅客吞吐量在四家上市机场中增长最快；浦东机场受益于国际航线回暖，4 月份以来旅客吞吐量增速稳步回升。1-8 月，浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门空港旅客吞吐量累计增速分别为 8.2%、9.2%、13.3%和 19.6%。

在中国进出口降幅收窄背景下，8 月份浦东机场货邮吞吐量同比下降 4.9%，降幅较 7 月份收窄 3.4 个百分点；深圳机场、厦门空港 8 月份货邮吞吐量恢复正增长，增速分别达到 11.5%和 1.6%。自 2 月份 FEDEX 将原来设在菲律宾的亚太转运中心迁来之后，白云机场货邮吞吐量呈现高增长，8 月份增速达到 60.4%。1-8 月浦东机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量累计增速分别为-15.1%、24.3%、-7.5%和-7.5%。

图 21: 上市机场月度业务量增速

| | 1 月 | 2 月 | 3 月 | 4 月 | 5 月 | 6 月 | 7 月 | 8 月 | 累计 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 飞机起降架次 | | | | | | | | | |
| 虹桥机场 | 2.7% | 1.8% | 1.6% | 1.4% | 3.5% | 3.3% | 3.4% | 7.6% | 2.5% |
| 浦东机场 | 3.6% | -2.5% | 5.8% | 8.6% | 5.8% | 8.1% | 11.0% | 17.8% | 7.5% |
| 上海两场合计 | 3.2% | -0.7% | 4.0% | 5.6% | 4.9% | 6.1% | 7.9% | 13.7% | 5.4% |
| 白云机场 | 11.1% | -2.1% | 5.2% | 2.0% | 6.9% | 15.9% | 10.6% | 16.9% | 8.2% |
| 深圳机场 | 17.9% | 0.9% | 4.6% | 3.7% | 5.1% | 10.8% | 7.5% | 12.3% | 6.4% |
| 厦门空港 | 12.0% | 5.1% | 11.3% | 16.4% | 19.5% | 15.0% | 21.5% | 25.6% | 15.9% |
| 旅客吞吐量 | | | | | | | | | |
| 虹桥机场 | 1.7% | 14.6% | 7.2% | 4.1% | 14.3% | 11.0% | 9.6% | 35.7% | 12.1% |

| | | | | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------------|
| 浦东机场 | -1.9% | -6.8% | -2.0% | 9.3% | 16.2% | 2.1% | 17.0% | 22.3% | 8.2% |
| 上海两场合计 | -0.3% | 2.0% | 2.0% | 6.9% | 15.3% | 6.0% | 13.7% | 27.7% | 9.9% |
| 白云机场 | 11.8% | 4.9% | 3.2% | 1.5% | 9.0% | 14.4% | 7.2% | 24.3% | 9.2% |
| 深圳机场 | 6.8% | 9.5% | 10.1% | 10.1% | 9.6% | 15.8% | 10.7% | 23.7% | 13.3% |
| 厦门空港 | 16.1% | 6.3% | 13.6% | 18.2% | 20.4% | 19.6% | 22.3% | 41.0% | 19.6% |
| 货邮吞吐量 | | | | | | | | | |
| 虹桥机场 | -23.3% | 15.3% | -10.3% | -5.6% | 4.1% | 1.4% | -10.1% | 18.3% | -3.5% |
| 浦东机场 | -17.9% | -24.3% | -20.0% | -17.1% | -18.3% | -11.2% | -8.3% | -4.9% | -15.1% |
| 上海两场合计 | -18.8% | -19.5% | -18.6% | -15.5% | -15.4% | -9.5% | -8.5% | -2.2% | -13.5% |
| 白云机场 | -17.0% | 25.1% | 15.5% | 17.6% | 26.0% | 40.5% | 46.8% | 60.4% | 24.3% |
| 深圳机场 | -35.0% | 7.4% | -12.4% | -8.4% | -11.1% | -3.0% | 1.0% | 11.5% | -7.5% |
| 厦门空港 | -26.7% | 4.0% | -8.8% | -10.2% | -3.8% | -4.1% | -6.7% | 1.6% | -7.5% |

资料来源：公司资料、民航总局

6. 业绩平稳增长、估值低于市场，具有防御价值

- 业绩平稳增长。**按照 09 年行业旅客吞吐量增速 15%-20% 测算，除上海机场外，其他三家机场业绩增速将在 15%-20% 左右；上海机场受资本开支较大影响，09 年业绩仍将小幅下滑。按照 10 年行业旅客吞吐量增长 13%-14%，货邮吞吐量增长 10%-15% 测算，机场板块业绩增速也将在 15%-20% 左右。行业利润稳定增长的预期明确。
- 估值略低于市场整体。**剔除估值偏高的上海机场，其他三家机场公司 09 年 PE 基本在 20 倍，相对市场整体 25 倍的 PE 折价 20% 左右，具有一定安全边际。从历史估值水平看，机场 PE/ 市场整体 PE 的波动区间在 85%-170%。和历史相对估值比较，目前主要机场公司（除上海机场）相对市场整体估值水平也处于相对较低的位置。
- 下跌市场中具有一定防御价值。**09 年以来，上证指数上涨 50.9%，机场板块涨幅 24.5%，落后市场 26.4 个百分点；但 8 月份市场回调以来，上证指数下跌 18.0%，机场跌幅为 16.6%，跑赢市场 1.4 个百分点。机场股的投资价值在于：下跌的市场中具有防御价值和在牛市中后期存在补涨机会。

在四季度市场很可能延续震荡走势的背景下，考虑到机场业绩稳定增长的预期明确、估值略低于市场、具有一定防御价值，维持机场板块增持评级。厦门空港在四家机场中成长性较好，上海机场受益于国际市场复苏、同时资产注入步伐将加快，维持谨慎增持评级。

图 22: 09 年以来机场跑输市场

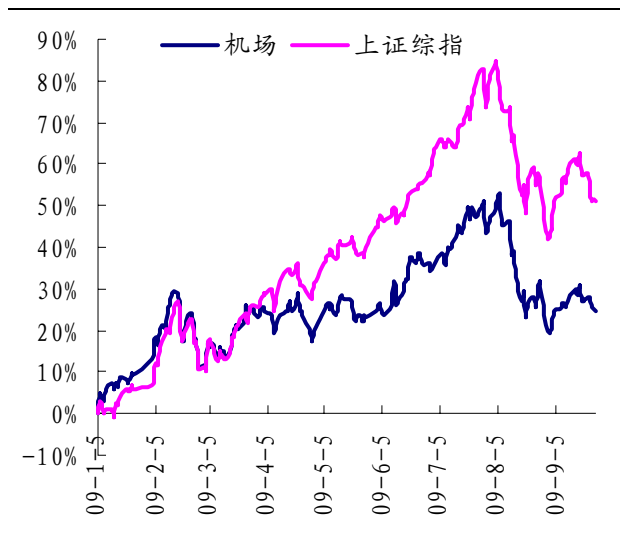
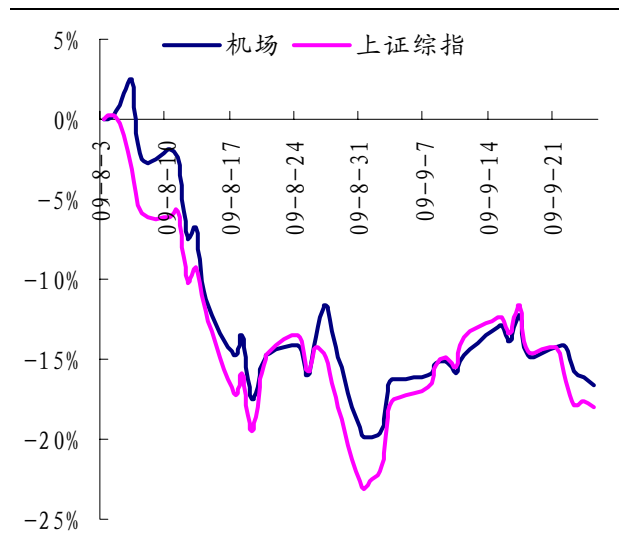


图 23: 8 月份以来市场下行, 机场跑赢市场



资料来源: WIND 资讯

表 5: 主要机场公司业绩预测与估值

| 公司 | 收盘价 | EPS | | | PE | | | PB | 评级 |
|-----------|-------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|-------------|------|
| | | 08A | 09E | 10E | 08A | 09E | 10E | | |
| 厦门机场 | 15.64 | 0.64 | 0.80 | 0.90 | 24 | 20 | 17 | 3.85 | 谨慎增持 |
| 上海机场 | 13.99 | 0.45 | 0.35 | 0.50 | 31 | 40 | 28 | 2.18 | 谨慎增持 |
| 深圳机场 | 6.84 | 0.14 | 0.35 | 0.38 | 49 | 20 | 18 | 2.39 | 谨慎增持 |
| 白云机场 | 8.84 | 0.43 | 0.47 | 0.54 | 21 | 19 | 16 | 1.72 | 谨慎增持 |
| 平均 | | | | | 28 | 30 | 23 | 3.01 | |

资料来源: 国泰君安证券

表 6: 主要机场公司投资要点

| 公司 | 投资要点 | 评级 |
|------|---|------|
| 厦门空港 | <ol style="list-style-type: none"> 1、受益于两岸定期直航启动, 往返台湾航班激增, 旅客吞吐量在四家上市机场中增长最快, 预计全年旅客吞吐量增速在 20% 左右。 2、08 年下半年启动了每四年一次的候机楼商铺招标, 基准租金提升的效果从 08 年 9 月份开始体现, 租赁收入 09 年将呈两位数增长。 3、收购集团飞行区资产从 08 年下半年开始并表, 增厚 09 年每股收益 0.10 元。 4、未来几年没有大规模扩建, 处于产能利用率和毛利率持续提升阶段。 5、预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.80 元和 0.90 元, 09 年动态 PE20 倍。 | 谨慎增持 |
| 上海机场 | <ol style="list-style-type: none"> 1、受国际经济回暖驱动, 7 月份以来日韩、欧美等国际航线旅客稳步回升, 货运需求也明显好转, 受益于国际经济回暖驱动, 下半年公司盈利将好于上半年。 2、库存的高价进口航油上半年已全部消化, 新机制下航油出厂价基本和国际接轨, 下半年航油公司盈利有望继续回升。 | 谨慎增持 |

3、虹桥机场扩建工程 10 年 1 季度将试运行，为解决虹桥扩建后同业竞争问题，虹桥资产注入步伐有望加快。

4、不考虑资产注入，预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.35 元和 0.50 元，09 年动态 PE40 倍，在板块中较高，维持谨慎增持评级。

| | | |
|------|--|------|
| 深圳机场 | <p>1、国内航线旅客占比 95%，益于国内客运市场需求旺盛，1-8 月旅客吞吐量累计增长 13%。</p> <p>2、出口回暖背景下，8 月份货邮吞吐量增速回升至 11.5%。</p> <p>3、与香港机场股权合作有望取得突破，有利于提升公司经营管理水平。</p> <p>4、受吞吐能力限制在 2011 年底新设施投产前公司每年业绩增速在 10%左右。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.35 元和 0.38 元，09 年动态 PE20 倍。</p> | 谨慎增持 |
| 白云机场 | <p>1、在珠三角经济逐步好转背景下，5 月份以来华南市场需求回升驱动公司旅客吞吐量增速回升。</p> <p>2、自 2 月份 FEDEX 将原来设在菲律宾的亚太转运中心迁至白云机场以来，白云机场货邮吞吐量呈现高增长，8 月份增速达到 60.4%。</p> <p>3、预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.47 元和 0.54 元，09 年动态 PE19 倍。</p> <p>4、风险：2010 年以后机场建设费是否继续征收、公司分成比例如何具有不确定性。</p> | 谨慎增持 |

资料来源：国泰君安证券

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com