

[2008.11.21]

航空机场：防御性机场，交易性航空

——2009 年航空机场策略报告

吴莉

孙利萍

010-59312710

010-59312823

wuli@gtjas.com

sunliping@gtjas.com

本报告导读：

供过于求背景下，航空业运营效率面临继续下行风险，基本面角度不具投资机会，但政策驱动可能带来交易性机会；经济减速背景下，机场业绩相对稳定，作为防御性品种，在弱市中能够获取相对收益。

投资要点：

I 航空业：供过于求背景下，运营效率面临继续下行风险，从基本面角度看，目前还不具备投资机会；但政策驱动可能带来交易性机会。

1) 预期 09 年民航 RPK 增速低于 8%。参照行业内观点，假设 09 年国内、地区、国际航线 RPK 增速分别为 10%、8%、0%，预期整体 RPK 增速 7.5% 左右；参照亚洲金融危机时的情况，预期 09 年 RPK 增速 2%。

2) 考虑到 09 年民航旅客周转量增速在 2%—8%，将远低于同期 12.59% 的飞机投放速度，09 年民航旅客运输市场很可能继续呈现供过于求的局面，民航飞机利用小时数、客座率和票价水平面临继续下行风险。

3) 在需求低迷、人民币升值大幅放缓背景下，09 年油价即使在低位运行，国内公司很可能继续呈现微利或亏损局面。同时目前 A 股航空 PB 水平在 2-3 倍左右，远高于国际其他市场 1 倍左右的 PB 水平和行业历史最低 1 倍的 PB 水平。从基本面角度看，维持航空业中性评级

4) 在民航业全面亏损的背景下，预期未来政府可能通过注资、推动行业整合等措施对陷入困境的航空公司进行救助。政策驱动将给航空股带来短期交易性机会。

I 机场业：经济减速背景下，机场业绩相对稳定，作为防御性品种，在弱市中能够获取相对收益。

1) 9、10 月份开始，随着奥运挤出效应逐步消除，主要机场业务量增速较前几月出现了较为明显的回升，但在国内外经济减速的大背景下，业务量增速远低于 07 年同期。

2) 乐观判断，在 09 年机场旅客吞吐量、飞机起降架次增速 8% 的情况下，主要机场上市公司利润增速将达到 10%-20%；悲观判断，即使业务量增速回落至 2% 左右（类似 98 年），主要机场上市公司利润也将略有增长，出现大幅下降的可能性不大。维持机场行业“增持”评级。

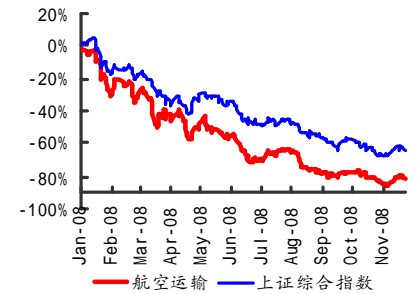
3) 维持白云机场、厦门空港、深圳机场、上海机场“谨慎增持”评级。四家机场中：厦门空港受益于资产收购，09 年业绩增长预期最为明确；上海机场由于国际航线旅客占比高达 43%，在国际航线需求低迷情况下，内生增长的不确定性较大。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

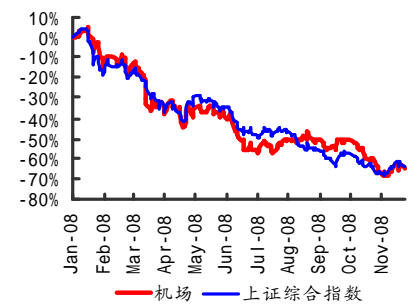
细分行业评级

航空运输业	中性
机场业	增持

2008 年以来航空运输板块市场表现



2008 年以来机场板块市场表现



相关报告

2008.06.26 《机场业：莫为浮云遮望眼——审视新形势下机场股投资价值》

2008.09.05 《机场业：守得云开见月明，上调行业评级至增持》

正文目录

- 1. **航空业：供过于求背景下，运营效率面临继续下行风险** 3
 - 1.1. 需求分析：预计 09 年民航 RPK 增速低于 8%..... 3
 - 1.1.1. 经济趋势影响行业弹性系数 3
 - 1.1.2. 奥运后国内航线显著复苏，国际航线仍然低迷 3
 - 1.1.3. 经济减速背景下，09 年民航需求展望..... 3
 - 1.2. 供过于求背景下，民航运营效益面临继续下行风险 3
 - 1.3. 汇兑收益面临大幅缩水风险 3
 - 1.4. 油价下跌难改行业亏损前景 3
 - 1.5. 航空股投资策略 3
 - 1.5.1. 从基本面角度看，航空股短期不具投资价值 3
 - 1.5.2. 政策驱动带来短期交易性机会 3
- 2. **机场业：防御性品种，获取相对收益**..... 3
 - 2.1. 九月份开始，主要机场业务量增速触底回升 3
 - 2.2. 经营模式转变提升非航盈利水平 3
 - 2.3. 经济减速背景下，机场业绩相对稳定 3
 - 2.4. 机场业投资策略 3
 - 2.4.1. 防御性品种，获取相对收益 3
 - 2.4.2. 重点公司 3

图表目录

图 1: 中国 GDP 增速与民航旅客周转量增速	3
图 2: 民航旅客周转量增速与 GDP 间的弹性系数	3
图 3: 08 年 1-9 月份民航旅客周转量月度增速	3
图 4: 三大航空公司月度旅客周转量增速	3
图 5: 我国民航旅客周转量航线构成	3
图 6: 2007-2010 年我国民航运输飞机投放情况	3
图 7: 民航正班客座率水平	3
图 8: 国内航线综合票价指数	3
图 9: 亚洲及港澳地区票价指数	3
图 10: 国际航线票价指数	3
图 11: 08 年下半年以来人民币兑美元升值步伐显著放缓	3
图 12: 国内外航空煤油价格走势	3
图 13: 航空股历史 PB 水平	3
图 14: 主要机场月度飞机起降架次增速	3
图 15: 主要机场月度旅客吞吐量增速	3
图 16: 主要机场月度货邮吞吐量增速	3
图 17: 主要机场公司收入结构	3
图 18: 主要机场公司业绩预测	3
图 20: A 股机场公司历史 PE 水平	3
图 21: A 股机场公司历史 PB 水平	3
图 22: 主要机场公司航线结构	3
表 1: 09 年中国民航 RPK 增速预测	3
表 2: 汇兑收益对主要航空公司利润贡献 (单位: 百万元)	3
表 3: 主要航空公司的汇率敏感性 (单位: 百万元)	3
表 5: 主要航空公司业绩预测	3
表 7: 航空股估值比较	3
表 8: 09 年机场业务量增速预测	3
表 9: 主要市场机场公司估值比较	3

1. 航空业：供过于求背景下，运营效率面临继续下行风险

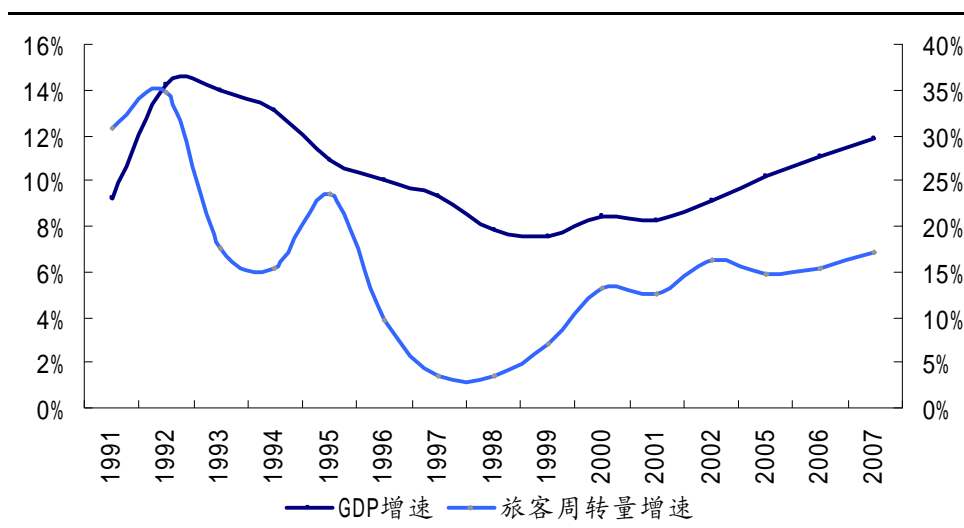
1.1. 需求分析：预计 09 年民航 RPK 增速低于 8%

1.1.1. 经济趋势影响行业弹性系数

长期看，经济运行态势是决定民航业务量增速快慢的核心因素：经济发展将良好催生更多旅客出行和货物运输需求；而在经济增速放缓时，旅客出行和货物流动需求放缓，民航业务量增速也将放缓。但恐怖袭击、传染性疾病、自然灾害等突发性事件也会对民航短期运行趋势产生较大的扰动，使得行业业务量增速与经济增速出现一定幅度的背离。

我们剔除 03-04 年非典的影响，以 1991-2007 年中国 GDP 增速和民航旅客周转量增速为样本，研究我国民航旅客周转量增速与 GDP 增速间的弹性关系。

图 1：中国 GDP 增速与民航旅客周转量增速



资料来源：国家统计局、民航总局（注：剔除了 03-04 年非典时期的异常数据；国内航线旅客周转量占民航旅客总周转量的 3/4。）

民航旅客周转量弹性系数有两个特点：

一是 95 年以前民航旅客周转量增速的弹性系数大于 2，95 年以后回落至 2 以下。弹性系数的回落反映我国民航运输市场已经从最初的高速增长阶段进入相对稳定的增长阶段。

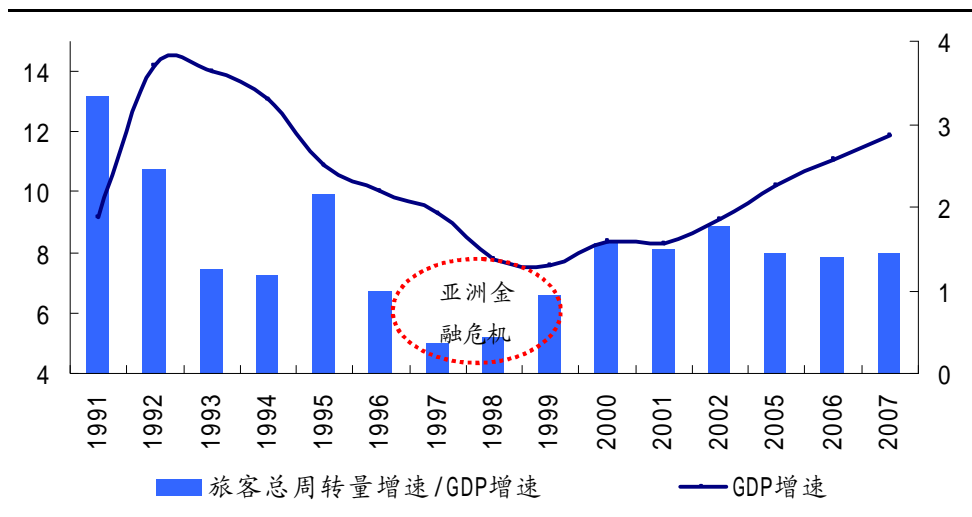
二是民航旅客周转量增速与 GDP 增速的弹性系数随经济发展趋势而变化。1991-2007 年，民航旅客周转量增速的弹性系数在 0.37-3.34 之间波动，平均值为 1.50。当经济增速加快时，弹性系数较高；而当经济增速放缓时，弹性系数较低；并且当经济从繁荣进入衰退、或是从萧条进入复苏的转折时期，弹性系数会出现较大幅度的下降或是提升，反映了宏观经济面临转折的时候，民航旅客周转量增速的下降或是上升幅度远大于 GDP 增速的变动幅度。

97—98 年亚洲金融危机时期，我国 GDP 增速从前一年的 10% 分别回落至 7.8% 和 7.6%，民航旅客周转量增速则从 9.77% 回落至 3.43% 和 3.46%，97、98 年民航旅客

周转量增速相对于 GDP 增速的弹性系数仅有 0.37 和 0.44。

00 年国内经济开始走出低谷，GDP 增速从前一年的 7.6% 回升至 8.4%，民航旅客周转量增速则从 7.13% 回升至 13.21%，弹性系数从 0.94 回升至 1.57。

图 2：民航旅客周转量增速与 GDP 间的弹性系数



资料来源：国家统计局、民航总局

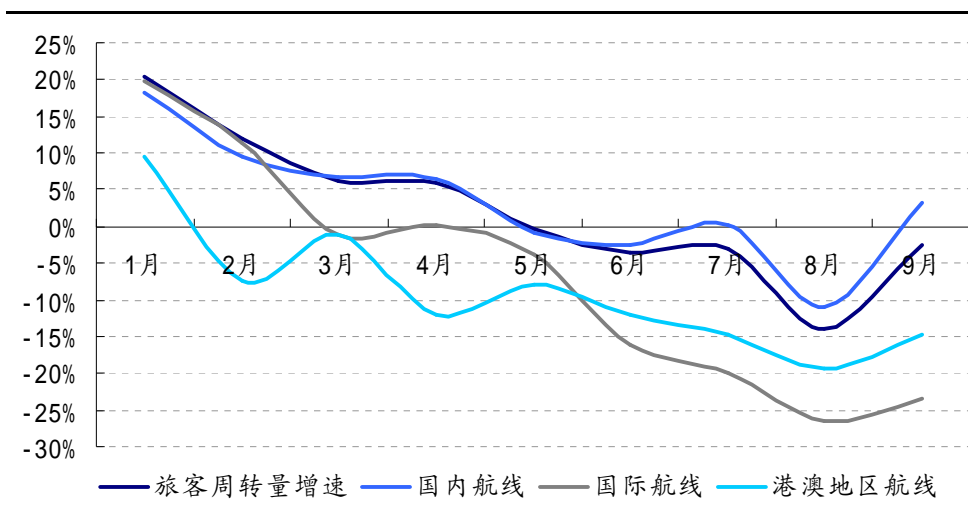
1.1.2. 奥运后国内航线显著复苏，国际航线仍然低迷

08 年受自然灾害和奥运会挤出效应等偶发性因素、以及国内外经济增速下滑这些负面因素的综合影响，1-8 月份民航旅客周转量增速呈逐月下滑态势，尤其是 8 月份奥运会召开当月，民航旅客周转量同比下滑 14%，下降幅度创年内之最。

9、10 月份开始，随着奥运挤出效应的逐步消除，国内航线旅客周转量增速开始出现显著回升：10 月份国航、南航、东航国内航线旅客周转量增速已经分别回升至 9.9%、11.9% 和 4.7%。在两岸直航的推动下，10 月份国航、南航、东航地区航线旅客吞吐量增速也分别回升至 8.0%、6.2% 和 -6.9%。但受发达经济体陷入衰退阴影的影响，国际航线的需求仍然非常低迷，10 月份国航、南航、东航国际航线旅客周转量同比分别下滑 11.4%、18.7% 和 25.2%。

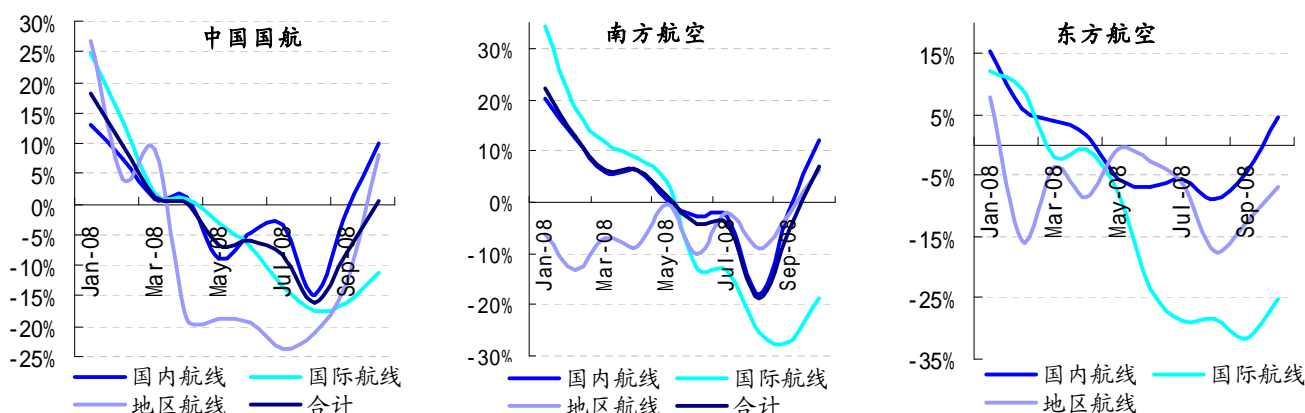
随着奥运挤出这些短期因素的消除，国内外经济走势成为影响民航需求的核心因素。10 月份三大航空公司的运营数据很大程度上反映了在国内外减速的大背景下，国内航线和国际航线相对真实的需求状况。

图 3: 08 年 1-9 月份民航旅客周转量月度增速



资料来源: 民航总局

图 4: 三大航空公司月度旅客周转量增速



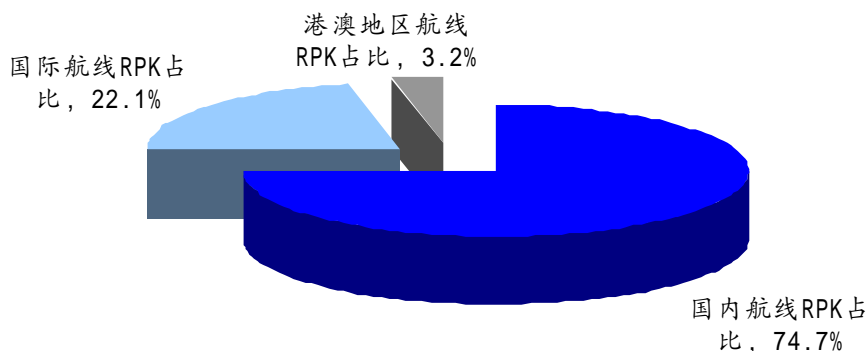
资料来源: 公司资料、国泰君安研究所

1.1.3. 经济减速背景下, 09 年民航需求展望

- **乐观预测。**根据我们和主要航空公司的沟通, 行业内的观点是 09 年国内航线旅客吞吐量增速有望维持在 10% 左右, 地区航线在两岸直航后增长较快 09 年增速有望达到 8%-10% 左右, 而国际航线 09 年可能还将面临继续下滑的风险。参照行业内的观点, 我们对 09 年行业需求做如下预测: 假设国内航线 RPK 增速 10%、地区航线增速 8%、国际航线零增长, 按照国内、地区、国际航线权重分别为 74.7%、3.2%和 22.1%测算, 预期 09 年民航整体 RPK 增速在 7.5% 左右, 预测结果相对比较乐观。
- **悲观预测。**参考 97-98 年亚洲金融危机时期的情况来看: 98 年亚洲金融危机时期, 在我国 GDP 增速为 7.6% 的背景下, 民航国内航线、地区航线、国际航线 RPK 增速分别为 2.29%、-7.96%和 7.29%, 由于亚洲金融危机对亚洲之外的其他经济体冲击不大, 国内和地区航线 RPK 回落幅度较大, 国际航线 RPK 增速回落幅度相对较小。参照 98 年亚洲金融危机对国内航线的影响, 我

们对 09 年行业需求做如下预测：假设国内、地区、国际航线 RPK 增速分别为 2.3%、2.3%和 0%，预期 09 年民航整体 RPK 增速为 2%左右，预测结果相对悲观。

图 5：我国民航旅客周转量航线构成



资料来源：《2007 年从统计看民航》

表 1：09 年中国民航 RPK 增速预测

	国内航线 RPK 增速	地区航线 RPK 增速	国际航线 RPK 增速	民航整体 RPK 增速
乐观预测	10%	8%	0%	7.5%
悲观预测	2.30%	2.30%	0%	2%

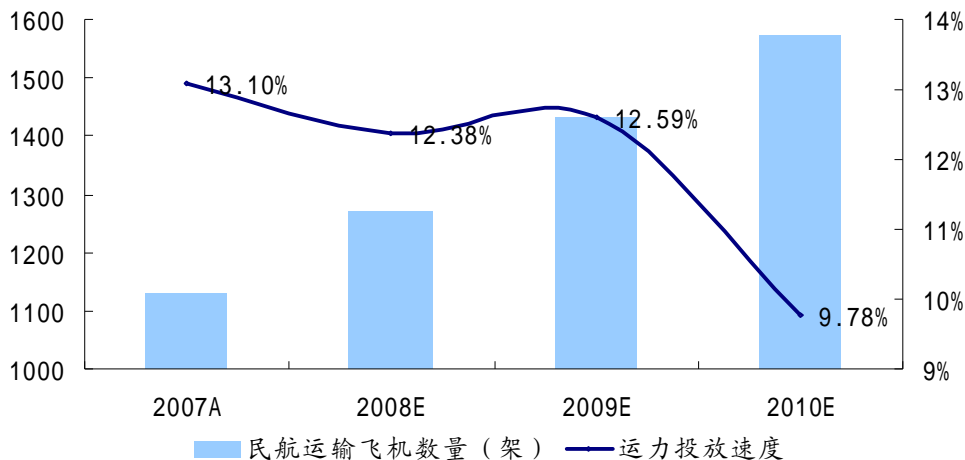
资料来源：国泰君安研究所

1.2. 供过于求背景下，民航运营效益面临继续下行风险

2005-2007 在国内经济持续快速增长的背景下，民航旅客周转量增速分别达到 14.1%、15.4%和 17.1%，超过同期民航运力投放速度，民航运输市场呈现客座率和票价水平稳步提升的良好势头。当时良好的市场形势使得国内航空公司预期未来 2-3 年航空运输市场仍将持续快速增长，订购了大量飞机。08 年受国内外经济减速冲击，航空出行需求增速出现显著回落，民航运输市场开始呈现供过于求的局面，飞机利用小时数、客座率和票价水平呈下行态势。

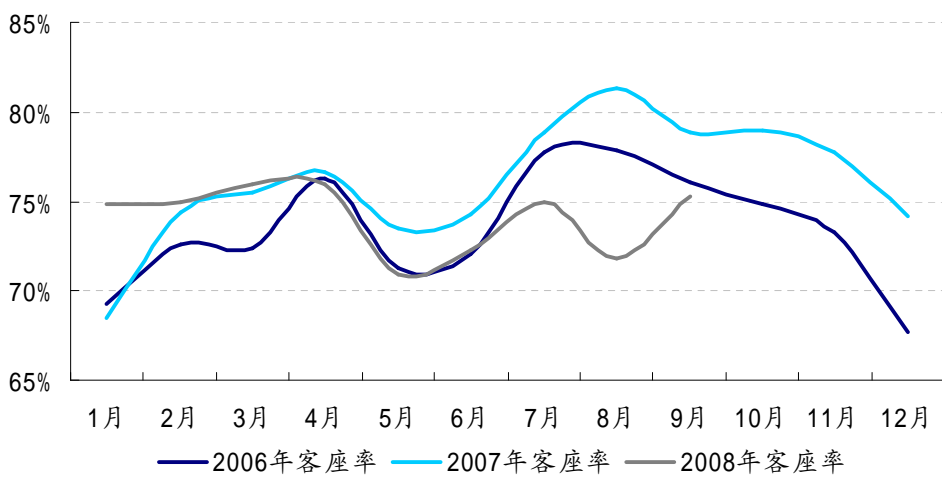
截至 2007 年底，我国共有民航运输飞机 1131 架，按照“十一五”规划，2008 年—2010 年净增飞机数目分别为 140 架、160 架和 140 架计算，运力投放速度将分别为 12.38%、12.59%和 9.78%。考虑到 09 年民航旅客周转量增速在 2%—8%，将远低于同期 12.59%的飞机投放速度，09 年民航旅客运输市场很可能继续呈现供过于求的局面，民航飞机利用小时数、客座率和票价水平面临继续下行风险。

图 6：2007-2010 年我国民航运输飞机投放情况



资料来源：民航总局、国泰君安研究所

图 7: 民航正班客座率水平

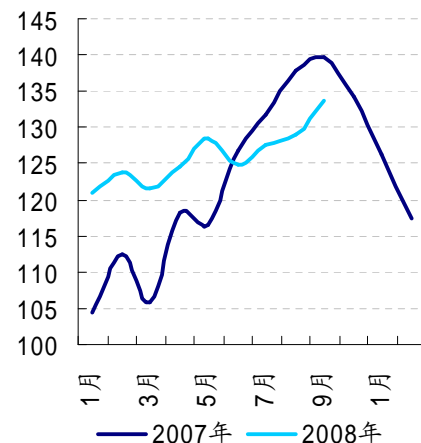
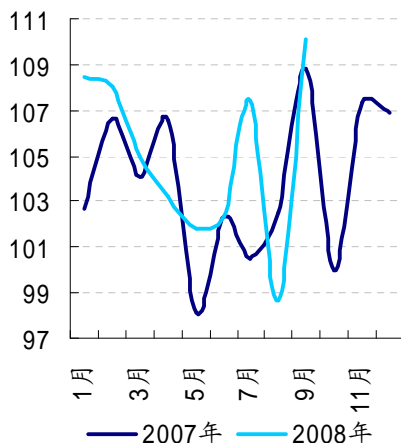
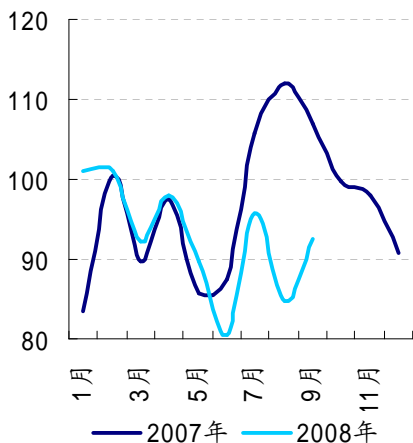


资料来源：民航总局

图 8: 国内航线综合票价指数

图 9: 亚洲及港澳地区票价指数

图 10: 国际航线票价指数



资料来源：《中国民用航空》

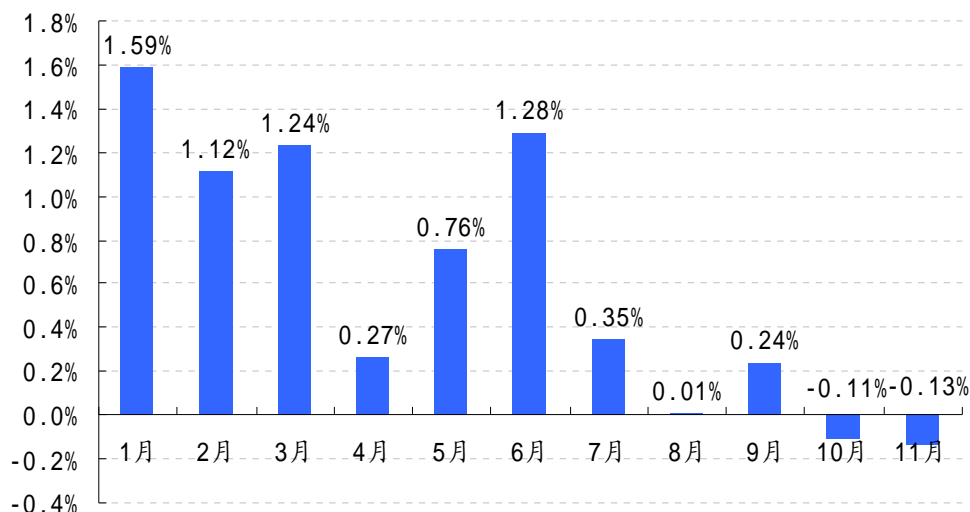
1.3. 汇兑收益面临大幅缩水风险

05年汇率改革以来，人民币兑美元呈现持续升值态势，截至08年10月底，累计升值幅度达到21.25%。人民币对美元持续升值，为拥有巨额美元负债的国内航空公司带来带来丰厚的汇兑收益，根据07年年报测算，汇兑收益分别贡献国航、南航、东航利润总额的38%、89%和286%，成为三大航空公司利润的主要来源。

从08年7月份开始，人民币兑美元升值的步伐开始放缓，10月和11月人民币兑美元甚至出现小幅贬值的现象。未来人民币兑美元汇率将何去何从？目前市场普遍认为：由于出口方面受前期汇率大幅升值的负面影响，加上国内经济下行风险加大，中国政府对出口增长的关注度提高，人民币汇率政策将有所调整，延续三年的人民币单向升值走势很可能告一段落。11月初国家发改委、信息中心专家撰写的《中国重点行业深度分析报告》预计，2009年人民币升值幅度将明显放缓，预计全年人民币兑美元升值幅度在1%-2%左右，并且不排除人民币出现阶段性贬值的情况。

按照三大航空公司现有的美元负债规模计算，人民币每升值1%，将分别贡献国航、南航、东航EPS 0.023元、0.045元和0.048元。如果09年人民币兑美元仅升值1%-2%、甚至出现贬值现象，将使得国内航空公司的汇兑收益大面临大幅缩水风险。

图 11: 08年下半年以来人民币兑美元升值步伐显著放缓



资料来源：WIND 资讯

表 2: 汇兑收益对主要航空公司利润贡献 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008H
人民币兑美元升值幅度	2.56%	3.35%	6.88%	6.42%
中国国航				
利润总额	2,559	4,319	5,203	1,425
汇兑收益	908	961	1,975	1,901
汇兑收益占利润总额比重	35%	22%	38%	133%
南方航空				
利润总额	(1,773)	379	2,893	921
汇兑收益	1,166	1,430	2,563	2,370
汇兑收益占利润总额比重		377%	89%	257%
东方航空				
利润总额	106	(3,262)	707	90
汇兑收益	588	888	2,023	1,906
汇兑收益占利润总额比重	557%		286%	2118%

资料来源: 公司年报

表 3: 主要航空公司的汇率敏感性 (单位: 百万元)

	中国国航	南方航空	东方航空
有息负债规模	50,215	45,866	52,245
其中:美元负债	37,851	39,284	31,242
美元负债占比	75%	86%	60%
人民币兑美元升值 1%, 贡献 EPS(元)	0.023	0.045	0.048

资料来源: 国泰君安研究所 (负债情况取各航空公司 08 年中报数据)

1.4. 油价下跌难改行业亏损前景

受全球经济疲软影响,截至 11 月 17 日 WTI 原油价格已经回落至 57 美元/桶左右,相比 7 月 3 日 145.29 美元/桶的高点,回落幅度已经达到 61%;截至 11 月 17 日,新加坡航空煤油价格也从 181.85 美元/桶的高位回落至 74 美元左右,回落幅度达到 59%。考虑到全球经济大幅减速正在削弱发达国家和新兴经济体的原油需求,国际能源署近期将 2009 年油价预期由每桶 110 美元下调至 80 美元。

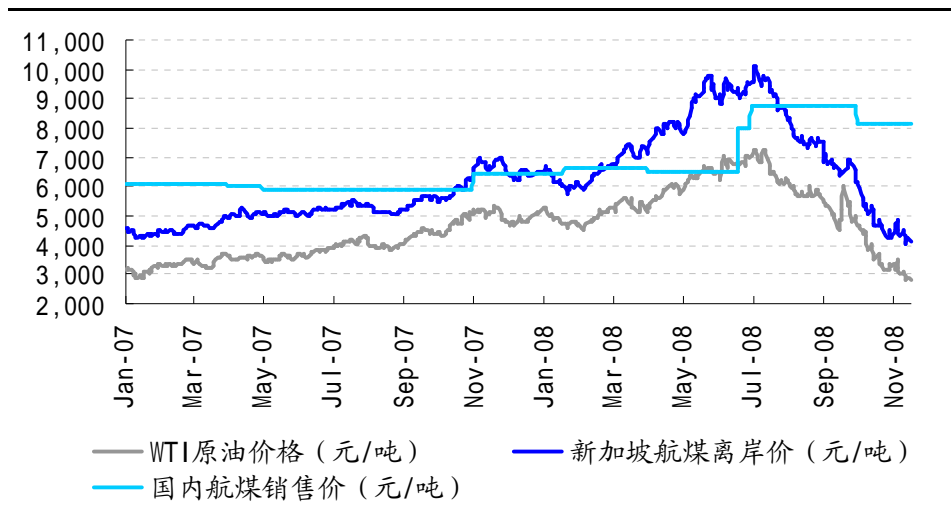
按照 11 月 17 日的价格计算,目前新加坡航空煤油离岸价在 4100 元/吨左右,比国内航煤出厂低 3300 元左右。在国际油价震荡下行、国内外航煤价差不断扩大的背景下,预期未来发改委将大幅下调国内航煤价格。

燃油成本在国内航空公司营业成本中所占的比重高达 40%以上,国际油价持续下跌、国内航煤价格下调将在很大程度上缓解航空公司的成本压力。但在需求低迷、汇兑收益面临大幅缩水的背景下,油价下跌能否使得 09 年航空公司的业绩走出低谷呢?

我们根据如下假设对航空公司 09 业绩进行测算: ①国内航线 RPK 增长 10%、地区航线增长 5%、国际航线零增长,平均票价水平下降 3%左右; ②假设 09 年原油均价在 80 美元/桶左右,对应的新加坡航煤离岸价在 5324 元 RMB/吨左右,比 08 年

均价低 1330 元左右；③人民币兑美元升值幅度为 0%；④不考虑燃油套保公允价值变动。预计 09 年国航、南航、东航 09 年 EPS 分别为 -0.025 元、-0.166 元和 -0.960 元。09 年三大航空公司很可能继续面临微利或亏损的局面。

图 12: 国内外航空煤油价格走势



资料来源: BLOOMBERG、国泰君安研究所

表 4: 主要航空公司业绩预测

	油价敏感性 航煤价格每下跌 100 元/吨, 增厚 EPS	EPS		
		2008E	2009E	2010E
中国国航	0.018	-0.145	-0.025	0.081
南方航空	0.035	-0.088	-0.166	0.065
东方航空	0.040	-0.806	-0.960	-0.764

资料来源: BLOOMBERG、国泰君安研究所

1.5. 航空股投资策略

1.5.1. 从基本面角度看, 航空股短期不具投资价值

从行业基本面角度看:

1) 受需求低迷影响, 09 年国内民航运输市场将呈现供过于求的现象, 客座率和票价水平面临下行风险, 同时在人民币升值大幅放缓的情况下, 即使油价在低位运行, 三大航空公司很可能继续出现微利或亏损局面。

2) 受盈利前景黯淡影响, 目前欧洲、美国和亚洲其他市场航空股股价基本跌破净资产, 但 A 股主要航空股 PB 水平仍高达 2-3 倍左右, 远高于全球其他市场; 和香港市场相比, 目前国航、南航、东航 AH 溢价幅度分别为 178%、278%和 479%, 远高于 AH 股平均 50%的溢价幅度, 两地价差风险较大; 参照行业历史估值水平看, A 股航空股在 05-06 年低迷时期, PB 水平回落至 1 倍左右。在行业景气下行的背景下, 目前主要航空公司 2-3 倍的 PB 水平仍存在继续回落的空间。

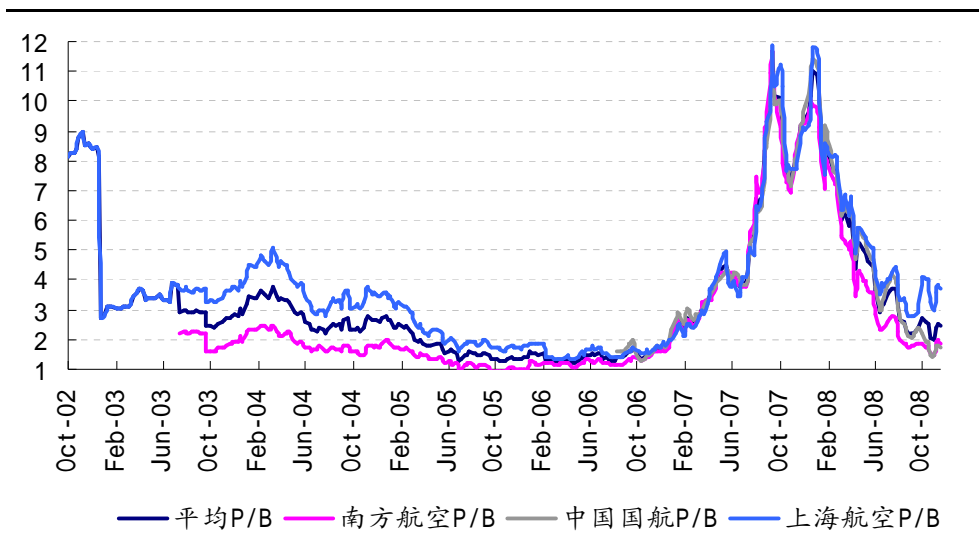
考虑到 09 年 A 股航空公司仍将面临微利或亏损局面，同时目前估值水平仍然偏高，从基本面角度出发，目前 A 股航空公司还不具有投资价值，维持行业“中性”评级

表 5: 航空股估值比较

航空公司	代码	收盘价	每股净资产	PB
亚洲航空公司				
新加坡航	SIA	11.06	13.20	0.84
快达航	QAN	2.23	3.03	0.74
国泰航	293	7.64	12.87	0.59
全日空	9202	352.00	234.10	1.50
韩亚航	20560	3,395.00	6,302.93	0.54
泰航	THAI	8.25	40.75	0.20
亚洲平均				0.74
欧洲航空公司				
蓝色维珍	VBA	0.37	0.89	0.42
汉莎航	LHA	9.82	15.07	0.65
欧洲平均				0.53
北美航空公司				
阿拉斯加航	ALK	25.05	26.91	0.93
美西南航	LUV	9.90	9.45	1.05
美联航	RJET	13.19	11.70	1.13
北美平均				1.04
A 股航空公司				
中国国航	601111	4.33	2.46	1.76
南方航空	600029	3.66	1.87	1.96
东方航空	600115	4.39	0.11	39.91
上海航空	600591	4.13	1.08	3.82
A 股平均				11.86

资料来源：BLOOBERG、WIND 资讯

图 13: 航空股历史 PB 水平



资料来源：天相投资分析系统

1.5.2. 政策驱动带来短期交易性机会

目前国内航空资产负债率普遍偏高,南航、东航负债率分别高达 98.49%和 83.26%,需要通过外部注资等手段解决负债率偏高的经营风险。在民航业全面亏损的背景下,预期未来政府可能通过注资、推动行业整合等措施对陷入困境的航空公司进行救助。政策驱动将给航空股带来短期交易性机会。

2. 机场业：防御性品种，获取相对收益

2.1. 九月份开始，主要机场业务量增速触底回升

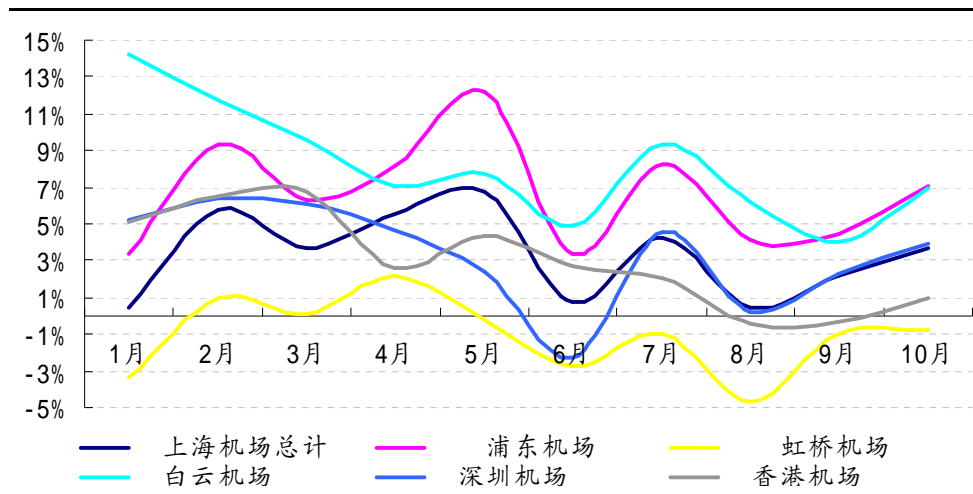
08 年受自然灾害和奥运会挤出效应等偶发性因素、以及国内外经济减速等负面因素的综合影响,1-8 月份主要机场飞机起降架次、旅客吞吐量增速、货邮吞吐量增速呈逐月下滑态势,尤其是 8 月份奥运会召开当月,机场业务量下滑幅度创年内之最。

9、10 月份开始,随着奥运挤出效应逐步消除,主要机场业务量增速较前几月出现了较为明显的回升,但在国内外经济减速的大背景下,业务量增速远低于 07 年同期。10 月份,白云机场、深圳机场、虹桥机场、浦东机场旅客吞吐量增速分别回升至 5.5%、2.3%、2.7%和 0.6%,飞机起降架次增速分别回升至 6.9%、3.9%、-0.8%和 7.1%,货邮吞吐量增速分别回升至 1.2%、-4.2%、2.8%和 4.8%。其中,浦东机场由于国际航线旅客占比 43%,远高于其他机场,在国际航线需求持续低迷的情况下,旅客吞吐量增速回升的趋势并不显著;深圳机场受腹地珠三角地区外贸增速大幅回落、同时全货机占比较大的影响,货邮吞吐量增速回升态势也不明显。

截至 10 月份,白云机场、深圳机场、虹桥机场、浦东机场旅客吞吐量累计增速分别为 8.8%、3.6%、2.1%和-0.2%,飞机起降架次累计增速分别为 8.1%、3.4%、-0.6%和 7.4%,货邮吞吐量累计增速分别为 6.4%、-0.6%、10.7%和 9.8%。

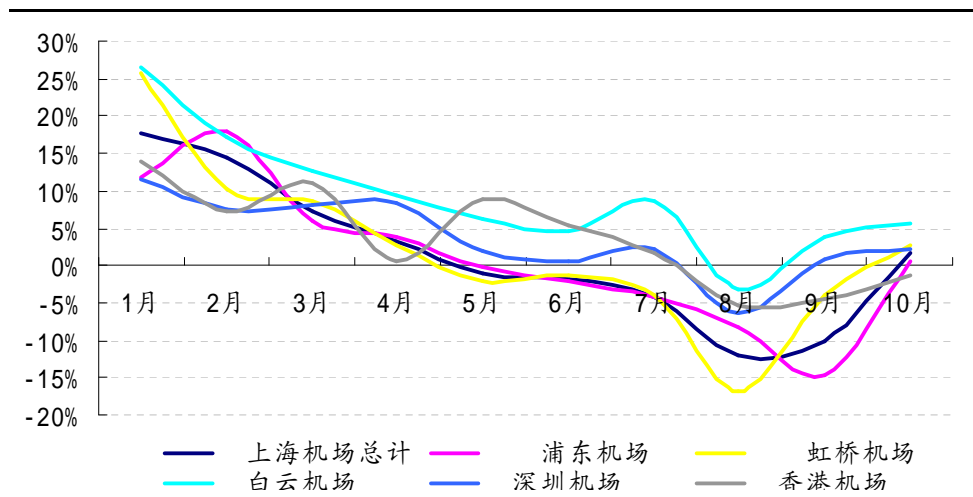
根据我们前面在航空部分对09年民航旅客周转量的测算，乐观预期09年机场旅客吞吐量和飞机起降架次增速在8%左右，悲观预期业务量增速在2%左右，中性判断业务量增速在5%左右。

图 14: 主要机场月度飞机起降架次增速



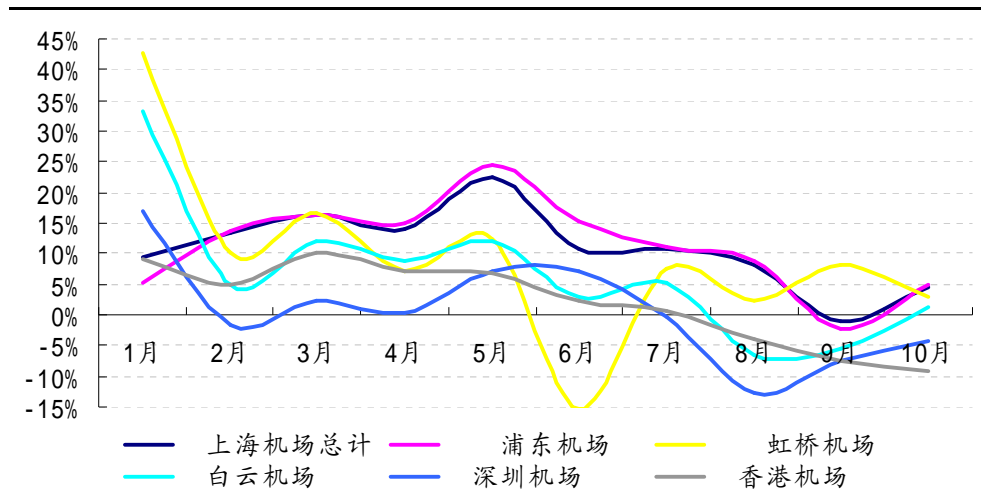
资料来源: 公司资料、国泰君安研究所

图 15: 主要机场月度旅客吞吐量增速



资料来源: 公司资料、国泰君安研究所

图 16: 主要机场月度货邮吞吐量增速



资料来源: 公司资料、国泰君安研究所

表 6: 09 年机场业务量增速预测

	乐观预测	悲观预测	中性预测
旅客吞吐量增速	8%	2%	5%
飞机起降架次增速	8%	2%	5%

资料来源: 国泰君安研究所

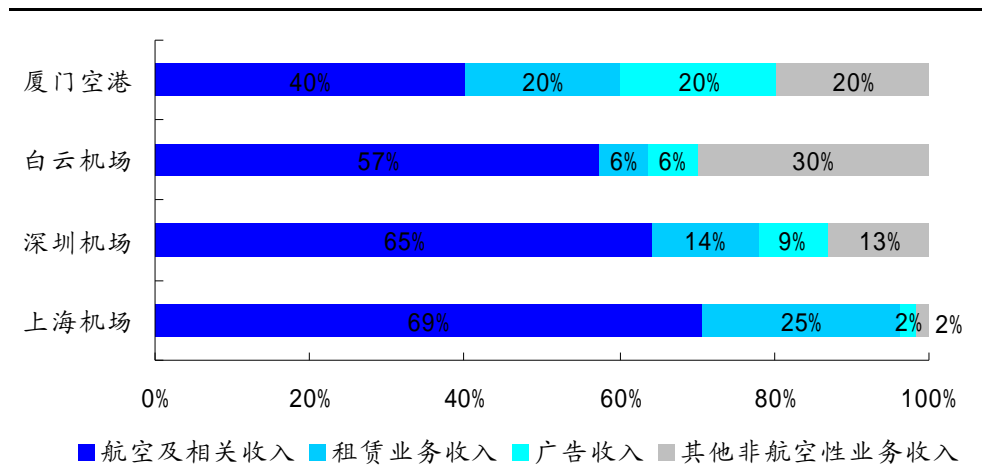
2.2. 经营模式转变提升非航盈利水平

为引导国内机场发展非航业务、提高收益水平, 05 年民航总局开始在国内主要机场进行特许经营试点, 鼓励机场将拥有经营权的商业资源转让给各类专业公司经营, 利用特许经营的方式发展候机楼商业租赁和机场广告等业务。

目前, 除白云机场外, 首都机场、上海机场、深圳机场和厦门空港全部将候机楼商铺出租给各类专业零售、餐饮公司经营, 而白云机场则是 50% 出租、50% 自营。未来几年内, 白云机场将逐步减少自营面积提高特许经营比例。由于商铺出租经营的回报远高于自营, 由自营模式向特许经营模式的转变, 将对提升白云机场商贸业务的盈利能力起到积极的驱动作用。

深圳机场 08 年开始对广告业务实行特许经营, 以 7.3 亿元的价格将机场户内、户外广告未来四年的经营权转让给两家专业广告公司经营。根据我们的测算, 从自营转向特许经营后, 2008-2011 年深圳机场广告业务收入同比将分别增长 29%、33%、64% 和 48%, 成为驱动公司业务增长的主要力量。

图 17: 主要机场公司收入结构



资料来源: 公司 08 中报

2.3. 经济减速背景下, 机场业绩相对稳定

相比强周期性行业, 机场公司的业绩受经济周期波动影响较小, 稳定性较好: 1) 收入方面, 业务量增速快慢受宏观经济影响, 但收费水平固定、不会大起大落; 2) 成本方面: 折旧等固定成本占比较大, 变动成本主要是人工, 在没有新航站楼和跑道投产的情况下, 成本相对稳定, 而目前上市的四家机场公司 09 年都不会有新设施交付使用。

乐观判断, 在 09 年机场旅客吞吐量、飞机起降架次增速达到 8% 的情况下, 主要机场上市公司利润增速将达到 10%-20%; 悲观判断, 即使 09 年行业业务量增速回落至 2% 左右 (类似 98 年亚洲金融危机), 主要机场上市公司利润也将略有增长, 出现大幅下降的可能性不大。

图 18: 主要机场公司业绩预测

	收益指标 (百万元)				增速			
	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
上海机场								
营业收入	3,144	3,274	3,527	3,869	6%	4%	8%	10%
营业成本	1,322	2,127	2,196	2,370	10%	61%	3%	8%
净利润	1,695	902	997	1,211	12%	-47%	10%	21%
EPS	0.88	0.47	0.52	0.63				
白云机场								
营业收入	2,683	3,041	3,327	3,638	11%	13%	9%	9%
营业成本	1,429	1,686	1,803	1,962	13%	18%	7%	9%
净利润	361	494	611	720	23%	37%	24%	18%
EPS	0.36	0.43	0.53	0.63				
深圳机场								
营业收入	1,242	1,478	1,608	1,795	9%	19%	9%	12%
营业成本	628	715	742	772	6%	14%	4%	4%
净利润	475	322	619	717	16%	-32%	93%	16%

EPS	0.33	0.19	0.37	0.42				
厦门空港								
营业收入	424	541	675	742	18%	28%	25%	10%
营业成本	186	247	306	324	20%	33%	24%	6%
净利润	165	191	235	262	33%	16%	23%	12%
EPS	0.55	0.64	0.80	0.88				

资料来源：国泰君安研究所

2.4. 机场业投资策略

2.4.1. 防御性品种，获取相对收益

在宏观经济下行背景下，机场公司的投资价值在于：业绩稳定，作为防御性品种，在弱市中能够获得相对收益。但在牛市或阶段性反弹的市场中，机场公司通常很难跑赢大势。

估值比较：

- 1) 国际比较。A 股机场公司 08、09 年动态 PE 平均为 19 倍和 16 倍，比国际主要机场公司 13 倍左右的 PE 水平偏高。但考虑到 09 年发达经济体很可能步入衰退，09 年国际主要机场公司业绩将出现不同幅度的负增长，而国内机场公司业绩仍将保持一定幅度的增长，A 股机场公司相比国际机场公司享有一定幅度的溢价也是相对合理的。
- 3) 和历史估值水平比较。A 股机场板块历史最低 PE 为 18 倍、最低 PB 为 1.8 倍，目前机场板块 08 年平均 19 倍的 PE 水平已经趋近历史最低 PE 水平。从 PB 水平看，目前平均 2.16 倍的水平较历史最低 PB 水平溢价 20% 左右。和历史最低估值水平比较看，目前机场公司估值继续回落的空间有限。

考虑到机场行业很可能是 09 年 A 股市场少数几个能够业绩能够保持正增长的行业，我们维持机场行业“增持”评级。

表 7：主要市场机场公司估值比较

公司	收盘价	EPS			PE			PB
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
香港机场公司								
北京首都机场	4.11	0.28	0.04	0.09	15	117	47	1.55
海南美兰机场	2.66	0.29	0.45	0.46	9	6	6	1.73
香港市场平均					12	62	26	1.64
亚洲其他机场公司								
日本机场	1053.00	41.33	41.80	40.30	25	25	26	0.87
泰国机场	19.00	0.77	4.01	2.18	25	5	9	0.39
亚洲其他市场平均					25	15	17	0.63
欧洲机场公司								
奥克兰国际机场	1.67	0.08	0.08	0.09	21	20	20	1.08
维也纳机场	29.80	4.18	4.40	3.83	7	7	8	0.85
哥本哈根机场	1319.00	141.80	105.82	105.43	9	12	13	2.77

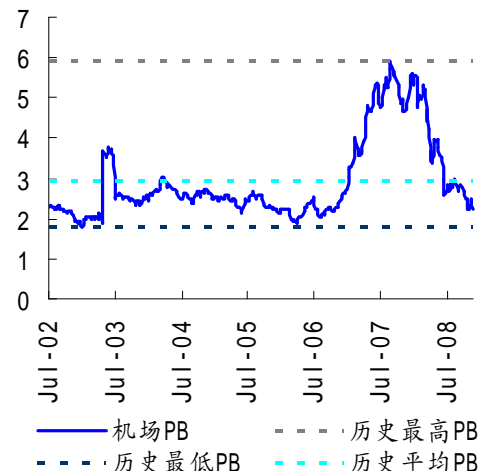
苏黎世机场	267.00	21.30	23.08	22.24	13	12	12	1.19
法国巴黎机场	42.42	3.25	2.73	2.84	13	16	15	1.42
欧洲市场平均					13	13	13	1.46
A 股机场公司								
白云机场	6.87	0.36	0.43	0.53	19	16	13	1.15
深圳机场	5.49	0.33	0.33	0.37	17	17	15	2.07
厦门机场	13.50	0.55	0.64	0.80	25	21	17	3.67
上海机场	11.02	0.88	0.47	0.52	13	23	21	1.77
A 股市场平均					18	19	16	2.16

资料来源：BLOOMBERG、国泰君安研究所（注：深圳机场 08 年 EPS 为扣除非经常性损益后的业绩）

图 19: A 股机场公司历史 PE 水平



图 20: A 股机场公司历史 PB 水平



资料来源：天相投资分析系统

2.4.2. 重点公司

在现有四家机场上市公司中：厦门空港受益于收购集团资产 08 年下半年并表影响，09 年业绩增长的预期最为明确；上海机场由于国际航线旅客占比高达 43%，远高于国内其他机场，在 09 年国际航线业务量增速面临下降风险的情况下，业绩增长的不确定性最大，同时目前估值水平较其他三家机场公司仍然偏高。

- **白云机场：业务量增速一类机场中 fastest，估值具有相对优势**

受益于周边深圳机场饱和，业务量增速在一类机场中 fastest；08 年底联邦快递亚太转运中心运营，新增起降费 and 安检收入将增厚 09 年 EPS 0.05 元左右；2011 年前，由于没有大规模的资本性开支，公司航空性业务利润率水平将处于持续提升态势，同时非航业务也处于持续改善过程中。

预期公司 08-10 年 EPS 分别为 0.43 元、0.53 元和 0.63 元，动态 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍，维持公司“谨慎增持”评级。

风险：2011 年以后机场建设费能否继续征收具有一定的不确定性。

- **厦门空港：受益资产注入，稳定增长可期**

收购集团飞行区资产并表是未来两年公司业绩稳定增长的主要驱动力量，收购集团飞行区资产下半年并表，将分别增加 08、09 年 EPS 0.10 元和 0.20 元。公司现有航站楼产能利用率仅有 70%，在 2010 年新配套航站楼（总投资 2.66 亿）投入使用前，在业务量稳定增长的背景下，产能利用率提高情况下利润率水平的提升也将是驱动公司业绩增长的重要因素。

预期公司 08-10 年 EPS 分别为 0.64 元、0.80 元和 0.88 元，动态 PE 分别为 21 倍、17 倍和 15 倍，维持“谨慎增持”评级。

● **深圳机场：航空业务增速放缓，非航业务引领增长**

航空性业务由于受产能瓶颈限制，在 2011 年新跑道投产前增长比较缓慢；广告业务和候机楼商贸业务是未来两年公司业绩增长的主要驱动因素；08 年广告业务从自营转向特许经营后，2008-2011 年广告业务收入同比将分别增长 29%、33%、64%和 48%，分别贡献每股收益 0.05 元、0.07 元、0.11 元和 0.17 元。

预期公司 08-10 年 EPS 分别为 0.19 元、0.37 元和 0.42 元，动态 PE 分别为 28 倍、15 倍和 13 倍，维持“谨慎增持”评级。

风险：广告业务增长低于预期的风险。

● **上海机场：国际航线面临挑战，注资预期支撑高估值**

考虑到公司国际航线旅客占比 43%，09 年国际航线面临的挑战较大，同时新航站楼和新跑道要比 08 年多计提一个季度的折旧（1.45 亿左右），预期公司 09 年内生性增长仍将面临较大的压力。但在上海国资整合加速的背景下，公司整体上市的步伐将渐行渐进，预期公司整体上市要得到资本市场支持有望带来一定幅度的业绩增厚。

不考虑资产注入，预期公司 08-10 年 EPS 分别为 0.47 元、0.52 元和 0.63 元（按过渡期所得税优惠政策计算），对应动态 PE 分别为 23 倍、21 倍和 17 倍，维持“谨慎增持”评级。

风险：资产注入低于预期的风险。

图 21：主要机场公司航线结构

	国内航线旅客	地区航线旅客	国际航线旅客
上海机场	43%	14%	43%
白云机场	84%	0%	16%
深圳机场	97%	0%	3%
厦门空港			

资料来源：公司资料、国泰君安研究所

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研究所，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。

国泰君安证券研究所

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

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

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

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com