

评级：强烈推荐（首次评级）
交通运输 航空机场
公司深度报告
证券研究报告

分析师 郭强 S1080510120010
 研究助理 张庆 S1080110120028
 电话：0755-82485040
 邮件：zhangqing2@fcsc.cn

白云机场(600004)

——稳步走上门户型枢纽之路

摘要：

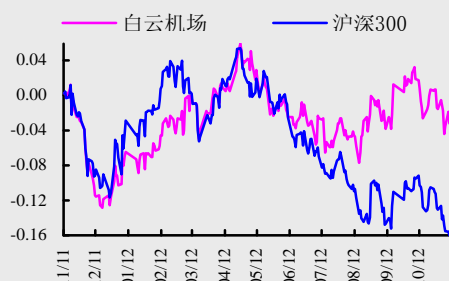
- 国际枢纽机场具有广泛的国际航线网络和明显的转机航班波。**只要一个机场在较短的时间内的进出港航班时刻是为了中转旅客或货物而设计的，这样的机场就是枢纽。因此，国际大枢纽机场通常具有广泛的国际航线网络以及明显的转机航班波。通常来讲，经济结构越开放，当地居民可支配收入越高的城市，即当地航空需求越充分，该城市越容易成为各航空公司的青睐对象。当各个航空公司从世界各地飞往某个城市时，自然而然也会形成搭桥的中转航线，旅客可以在该城市稍作停留，搭乘下一班飞机前往目的地。航线越丰富，中转机会越大，这个城市的机场就有很大的机会成为枢纽机场。
- 广州白云机场目前并非国际枢纽机场，但具有潜力。**白云机场国际航班比例不足 20%，且并没有明显的转机航班波，广州市较低的人均收入也阻碍了国际大航空公司开拓前往广州的直飞航线。但强大的基地航空公司南航的存在，以及南航坚定不移的国际化战略，使得白云机场未来有潜力成为国际枢纽机场。
- 面对香港、北京、上海机场的竞争，白云机场枢纽之路在于成为中国游客和欧洲游客进出东南亚及大洋洲的门户。**广州机场在国际化程度、航路距离以及联盟力量等方面均弱于香港、北京及上海机场，但广州在通往东南亚和大洋洲航线上具有优势。目前南航大力拓展东南亚和大洋洲航线战略正迅速提高广州国际中转旅客比例，并蚕食着香港和新加坡地区枢纽的地位。
- 首次给予“强烈推荐”评级。**我们预计 2012-2014 年公司 EPS 为 0.67、0.78 和 0.93 元，复合年增长率达到 18%，PE 为 9.6、8.2 和 7.0 倍。由于我们看好广州成长为地区门户型枢纽机场的前景，加上目前公司估值相对于增速过低，因此给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**地区性国际航班增速放缓，全球经济增长乏力，航空业陷入衰退。

交易数据

上一日交易日股价（元）	6.53
总市值（百万元）	7,510
流通股本（百万股）	1,150
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	7,036
每股净资产（元）	6.12
市净率（倍）	1.07
资产负债率（%）	29.76

公司与沪深 300 指数比较

相关报告



目 录

1	国际枢纽机场均有广泛的航线网络和显著的转机航班波	3
1.1	亚欧主要大枢纽机场概览	3
1.1.1	迪拜机场是最典型的国际枢纽	3
1.1.2	香港机场是亚洲地区最成熟的国际枢纽	5
1.1.3	曼谷机场是较早成为欧洲游客前往东南亚的枢纽机场	6
1.1.4	新加坡机场是随着新航的发展而成长起来的亚洲另一个国际枢纽	6
1.1.5	在欧洲，法兰克福机场是汉莎的基地所在，也是欧洲重要的枢纽机场	7
1.2	中国枢纽机场概览	8
1.2.1	上海浦东机场的航班结构是中国机场中最接近国际枢纽的	8
1.2.2	北京首都机场尽管国际客流在中国机场中最多，但仍是以国内航班为主	9
2	白云机场目前并非国际枢纽，但有潜力	11
2.1	白云机场缺乏枢纽机场所必须的足够国际航班及转机航班波	11
2.2	广州人均收入低下阻碍了其成为枢纽机场	12
2.3	但强大的基地航空公司南航的存在又使广州具备成为国际枢纽机场的潜力	13
3	竞争分析：白云机场如何与香港、北京及浦东机场较量	14
3.1	现状：国际化程度上广州机场略输香港机场一筹	14
3.2	与北京上海的竞争，是航空联盟间的竞争	16
3.2.1	航空联盟为枢纽机场带来大量客源	16
3.2.2	星空联盟在中国的实力雄厚	18
3.2.3	在天合联盟内部，南航所在的白云机场还面临着东航和浦东机场的竞争	20
4	广州机场未来之路为东南亚及大洋洲门户型枢纽	22
4.1	南航战略左右白云机场发展	22
4.2	广州机场国际航班增长带动总量增长	23
5	投资参照系：北京首都机场过去 12 个月超额收益 39%	25
6	主要结论和关键假设	26
7	风险提示	28



1 国际枢纽机场均有广泛的航线网络和显著的转机航班波

按照非航空专业领域的媒体或旅客头脑中的印象，一个运输流量较大的机场就是枢纽，这样的枢纽由于航班密度很大，因此天然存在一些随机中转的航班。

按照美国联邦航空管理局（FAA）的定义，任何美国机场只要其乘机人次超过美国国内总乘机人次的 0.05%，那么这个机场就是枢纽。这个定义并未包含航班计划或运营性质方面的特征。

从航空经济学专业角度出发，只要一个机场在较短的时间内的进出港航班时刻是为了中转旅客或货物而设计的，这样的机场就是枢纽。其中又可以分成门户型枢纽和全面型枢纽。门户型枢纽就像个沙漏，例如芝加哥奥哈尔机场，美国东海岸飞来的航班在这里与飞往西海岸的航班衔接上。全面型枢纽则将来自各个方向的航班衔接起来，例如阿联酋的迪拜机场。

在本报告里我们采取航空经济学专业的枢纽定义。

通常来讲，经济结构越开放，当地居民可支配收入越高的城市，即当地航空需求越充分，该城市越容易成为各航空公司的青睐对象。当各个航空公司从世界各地飞往某个城市时，自然而然也会形成搭桥的中转航线，旅客可以在该城市稍作停留，搭乘下一班飞机前往目的地。航线越丰富，中转机会越大，这个城市的机场就有很大的机会成为枢纽机场。

国际枢纽机场的建成，是自由市场经济竞争的结果，越能吸引各航空公司开通航线的城市，越容易成为枢纽。

1.1 亚欧主要大枢纽机场概览

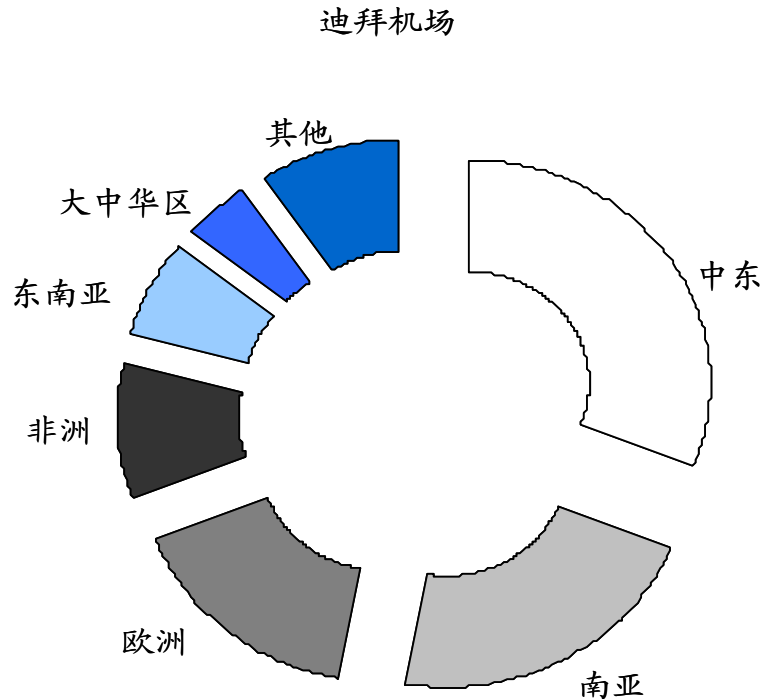
国际大枢纽机场均具备两大特点，其一是飞往全球各地区航班量均匀分布；其二是明显的转机航班波。

1.1.1 迪拜机场是最典型的国际枢纽

迪拜机场是最典型的国际枢纽，其进出港航班来自五湖四海，各国各地区来的乘客都有机会在此中转至第三国。这样的航班比例，经过一次中转可以形成覆盖全世界各大主要城市的完备航班网络。



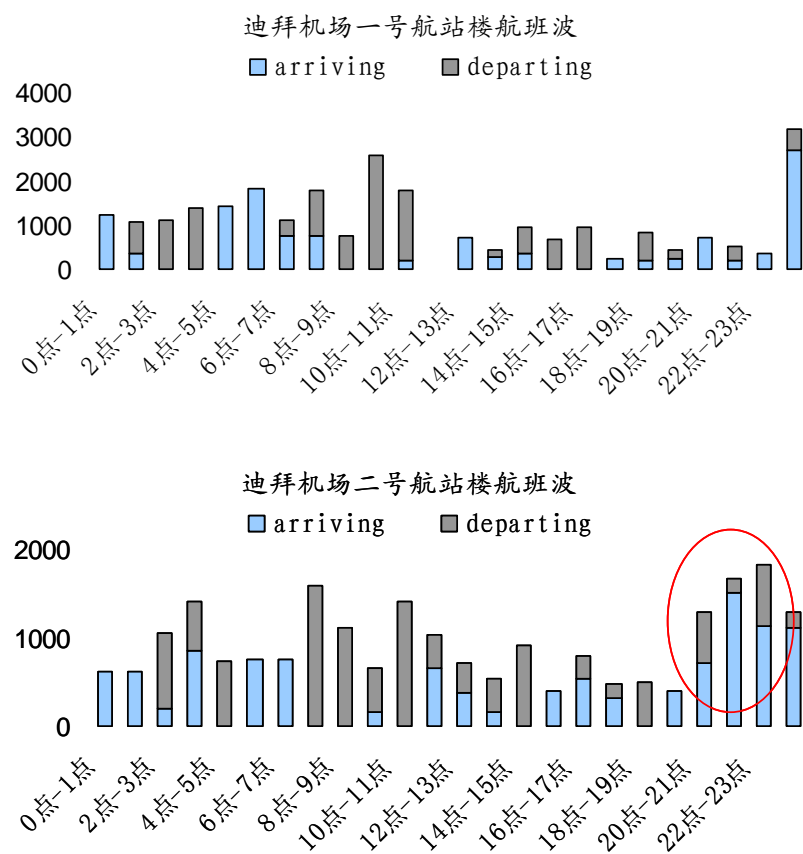
图 1: 迪拜机场航班结构

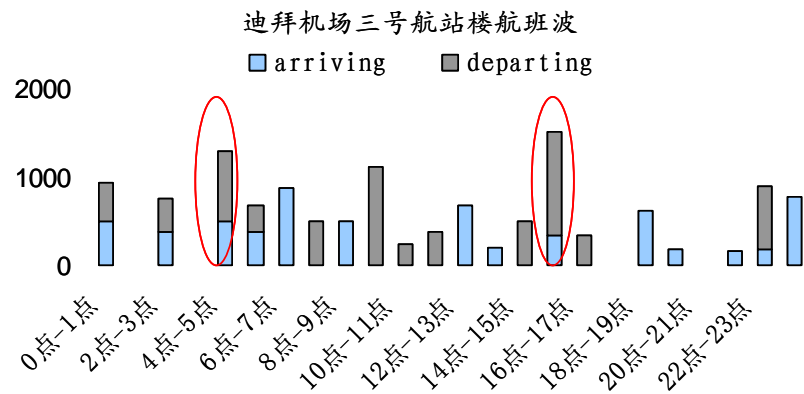


数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所

迪拜机场刻意将一些进出航班密集地安排在临近时刻, 形成明显的转机波, 以使得转机旅客得以缩短中转等候时间。

图 2: 迪拜机场二、三号航站楼可见明显的航班波



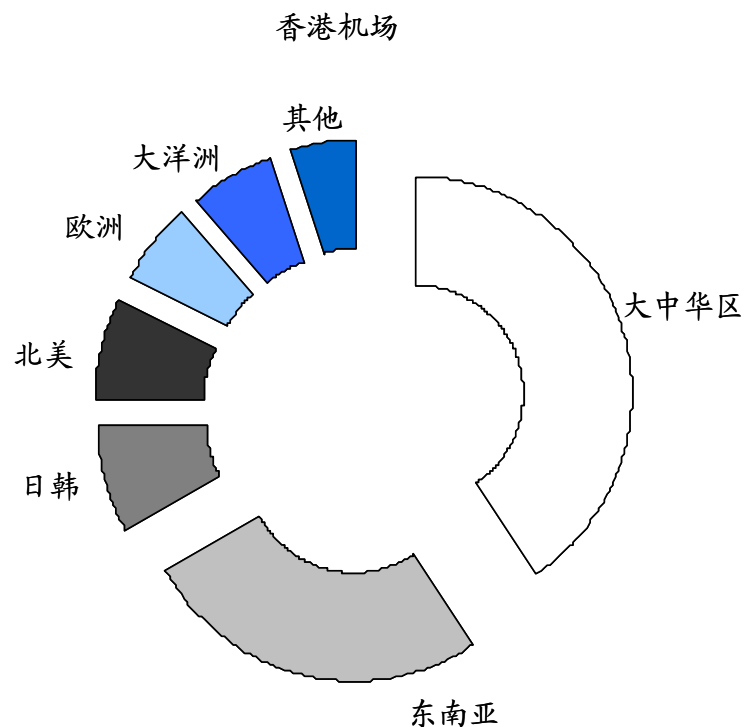


数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所

1.1.2 香港机场是亚洲地区最成熟的国际枢纽

香港从上世纪七十年代起逐渐成为东南亚另一个枢纽机场,八十年代客流量迅猛增加,启德机场经历了一系列扩建工程。到1988年第五期扩建工程完工时,机场设计吞吐量为1800万人次/年,1998年赤腊角新机场启用,启德机场停用。目前,香港赤腊角机场是一个比较成熟的国际枢纽机场,如下图这样的航班结构,可以让各地来的乘客,经过一次中转,通往他想去的几乎任何地方,尤其是大中华区各个城市。

图 3: 香港机场航班结构



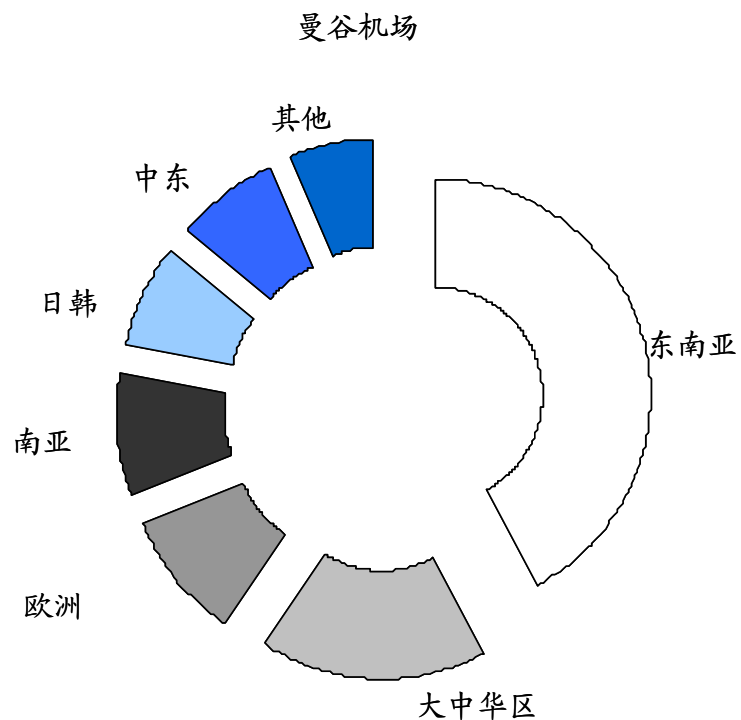
数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所



1.1.3 曼谷机场是较早成为欧洲游客前往东南亚的枢纽机场

曼谷 2006 年启用的 Suvarnabhumi 机场与香港机场的航班比例基本一致，但曼谷是以飞往东南亚的航班为主，而香港机场主要通达大中华区各地。

图 4：曼谷机场航班结构



数据来源：www.flightstats.com 第一创业证券研究所

曼谷 Suvarnabhumi 机场 2006 年正式启用，目前设计吞吐量为 4500 万人次。此前曼谷国际机场为 1914 年启用的廊曼机场。在 50、60 年代泰国旅游业蓬勃发展之际，该机场成为东南亚地区第一个国际枢纽机场。经数年的翻修后，目前曼谷廊曼国际机场 1 号航站楼可接待超过 1850 万的旅客量。泰国机场当局已制定出未来数年的发展规划，其中 2013 至 2016 年间的二期工程将进一步改造 2 号航站楼、5 号维修库以及停车场 7 层，还包括更新现有机场的通讯系统及设备。该改进工程完工后，预计到 2027 年廊曼机场的旅客接待量能达到 2750 万人次。

1.1.4 新加坡机场是随着新航的发展而成长起来的亚洲另一个国际枢纽

1981 年启用的新加坡樟宜机场是通往东南亚及大洋洲的门户。该机场的发展晚于曼谷和香港，是在上世纪 8、90 年代期间随着新加坡航空公司的快速发展而成长起来的新的亚洲国际航空

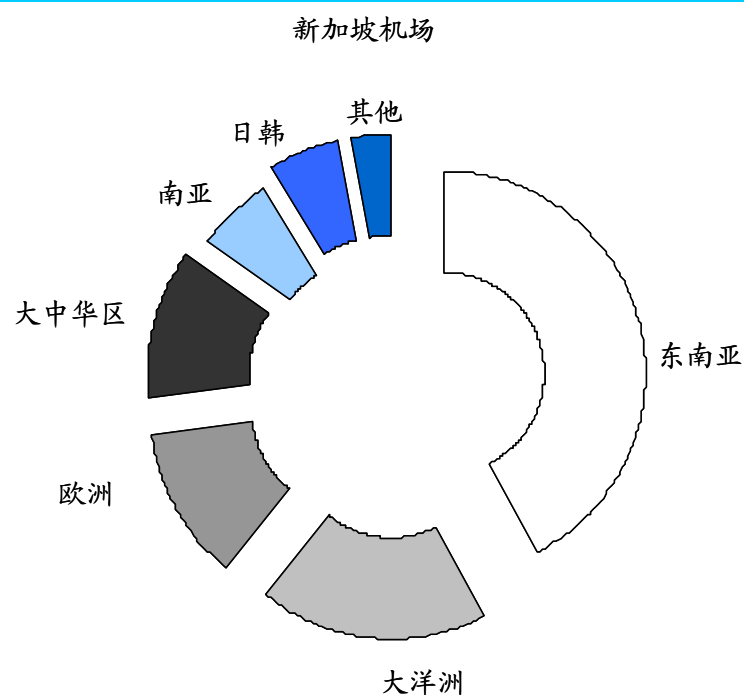


枢纽。1990 年二号航站楼的启用可以视为樟宜机场进入高速发展阶段的里程碑。2008 年樟宜机场三号航站楼正式投入使用，至此，樟宜机场年旅客吞吐量增至 7000 万人次。

香港、曼谷、新加坡三个机场在航线走向上的不同，显示出它们之间目标客户存在差异。

从下图可见，新加坡机场第一第二大航班目的地分别为东南亚和大洋洲，可见新加坡机场为东南亚旅客往返澳大利亚和新西兰提供了很多便利的转机机会。

图 5：新加坡机场航班结构



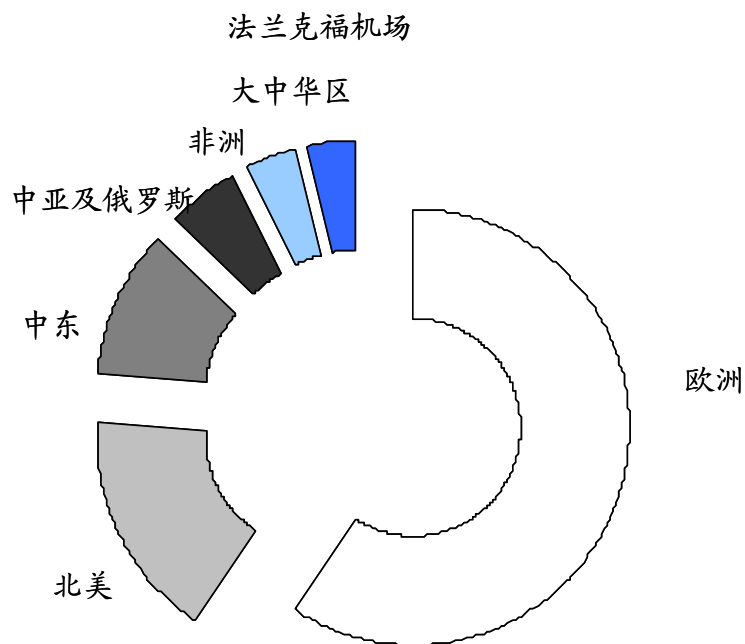
数据来源：www.flightstats.com 第一创业证券研究所

1.1.5 在欧洲，法兰克福机场是汉莎的基地所在，也是欧洲重要的枢纽机场

法兰克福机场是不同于迪拜和香港的另一种国际枢纽。迪拜和香港均没有广大的腹地支线航线作支撑，航线网络均为干线+干线组成，而法兰克福机场是欧洲的核心枢纽，许多到欧洲各地的游客是从欧洲之外飞到法兰克福，然后转乘小型客机走支线航路飞往欧洲其他城市。因此在法兰克福机场的航线网络中，欧洲航线的座位数要占约 50%。



图 6: 法兰克福机场航班结构



数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所

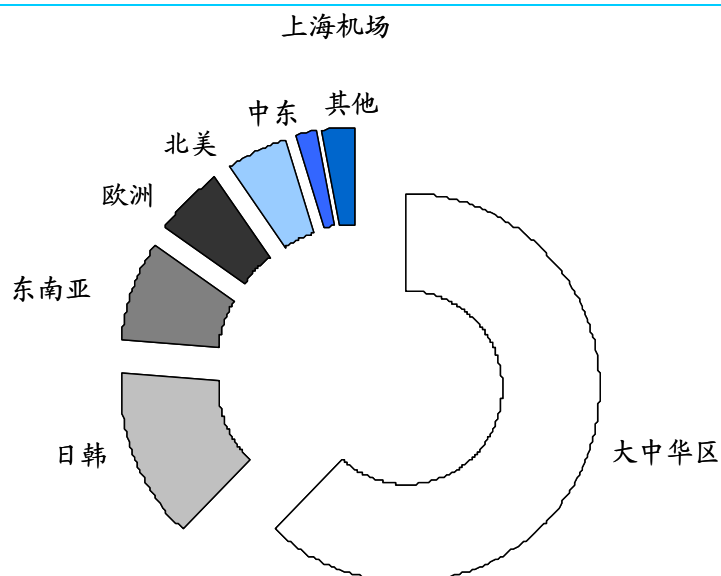
1.2 中国枢纽机场概览

中国三大枢纽机场是北京首都机场、上海虹桥及浦东机场和广州白云机场。

中国的三大门户机场与法兰克福属于同一类机场，均有着广大的腹地支线(在国内称为干线，在全球航线网络中为支线)作支撑。

1.2.1 上海浦东机场的航班结构是中国机场中最接近国际枢纽的

图 7: 上海机场航班分布



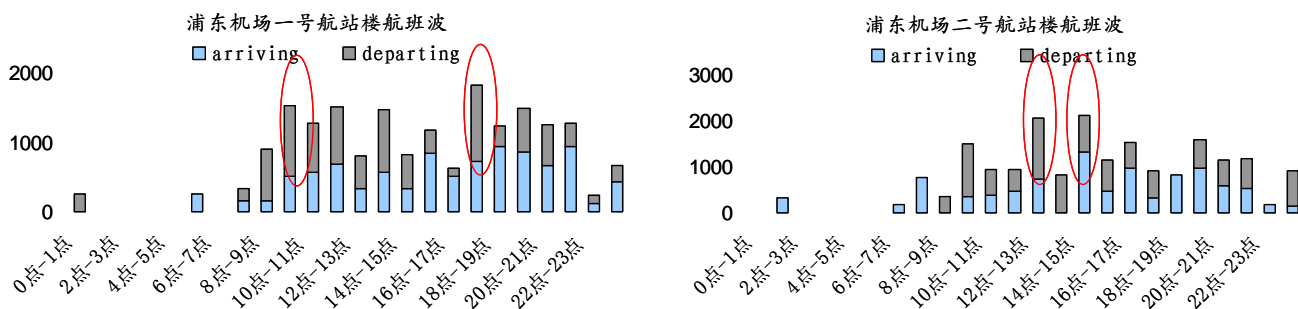
数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所



可以看到浦东机场进出港航班中比例与法兰克福机场类似，有超过 40%是国际航班，这也就意味着，乘坐浦东机场国际航班的旅客，实实在在将浦东机场作为中转点，要么从境外借浦东转机至中国境内，要么从中国其他城市经浦东出境。

和迪拜机场类似，上海浦东机场两个航站楼可见清晰的转机航班波。浦东机场的时刻设计明显带有国际枢纽机场特点，以缩短等候时间方便中转旅客。

图 8：上海浦东机场两个航站楼可见清晰的航班波

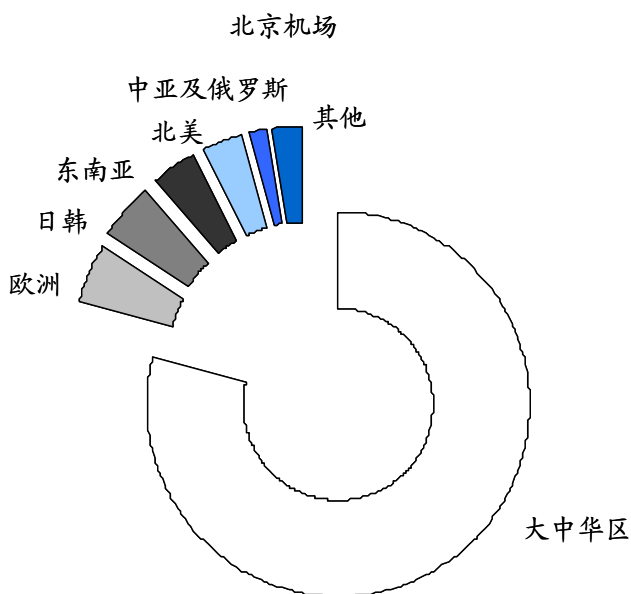


数据来源：www.flightstats.com 第一创业证券研究所

1.2.2 北京首都机场尽管国际客流在中国机场中最 多，但仍是以国内航班为主

北京首都机场吞吐量国内最大，然而从进出港航班结构看，北京机场超过 75%的航班为国内航班，从国际枢纽机场的成熟度而言，北京首都机场的不如浦东机场。北京机场目前仍是国内航班的主要汇聚点。

图 9：北京机场航班分布

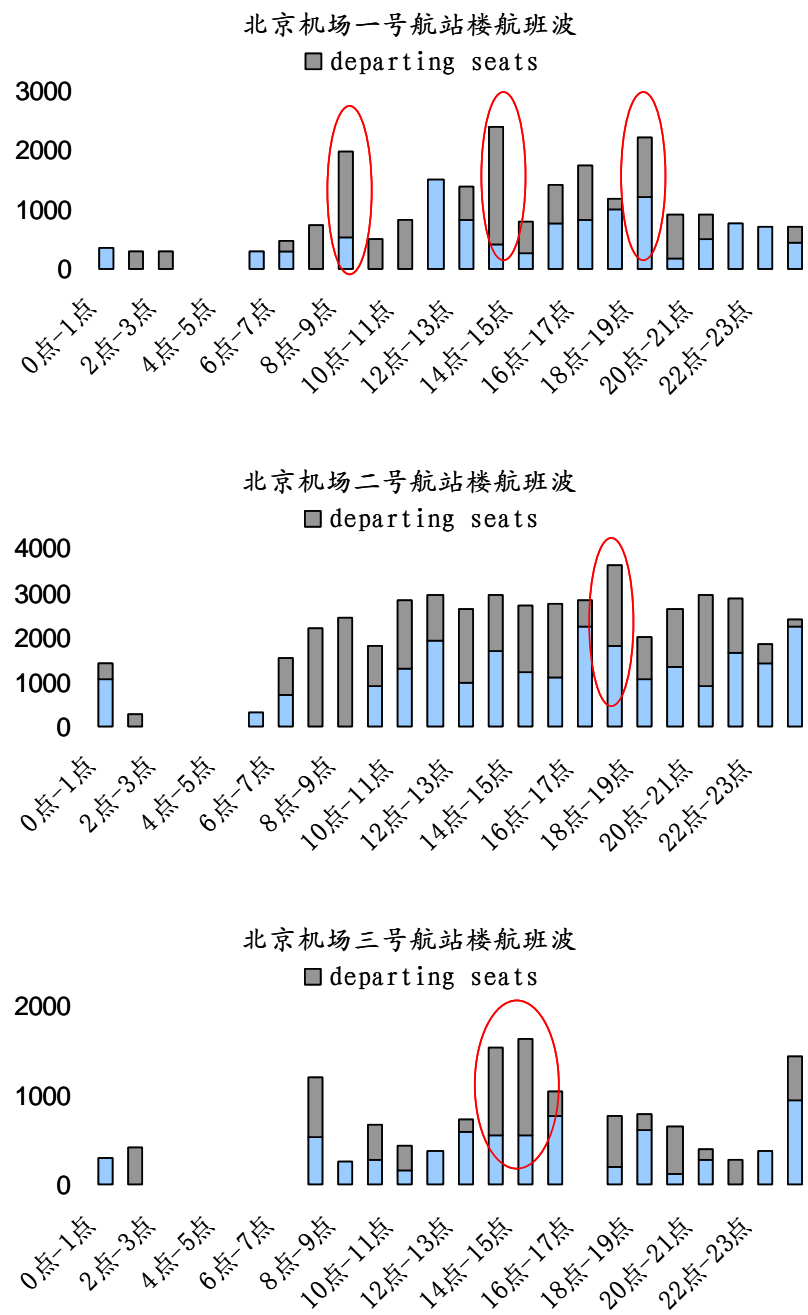


数据来源：www.flightstats.com 第一创业证券研究所



尽管北京机场国际航班比例较低，但其各个航站楼仍可见到清晰的转机航班波。

图 10: 北京首都机场三个航站楼可见清晰的航班波



数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所

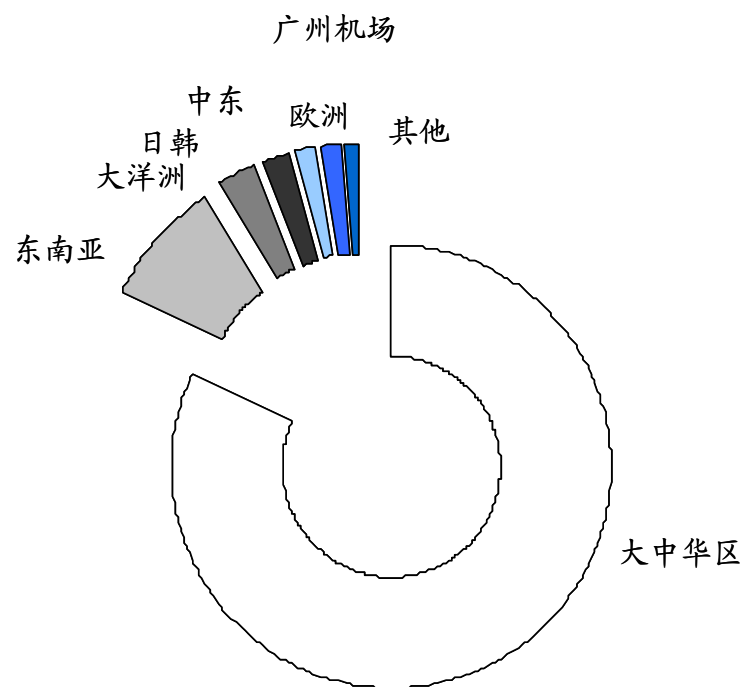


2 白云机场目前并非国际枢纽，但有潜力

2.1 白云机场缺乏枢纽机场所必须的足够国际航班及转机航班波

广州白云机场是中国三大门户机场中航线结构最不像国际枢纽机场的。82.5%的运力（座位数）投放在国内航线，国际旅客比例太低。

图 11：广州机场航班分布



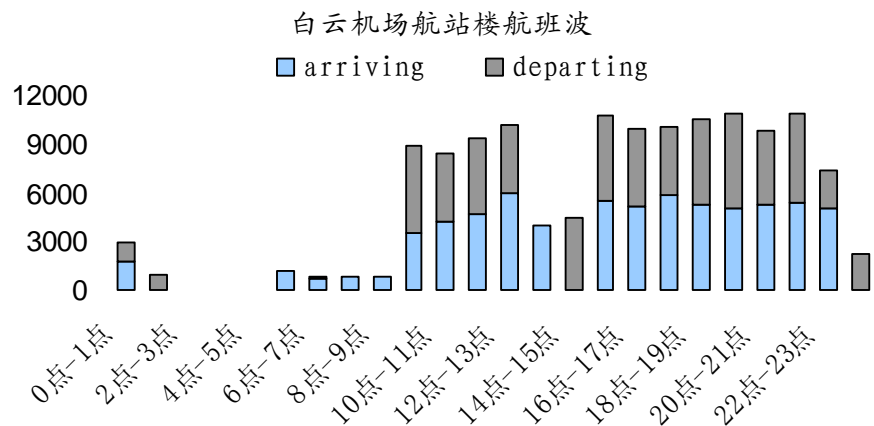
数据来源：www.flightstats.com 第一创业证券研究所

广州白云机场也缺乏转机航班波。

广州白云机场除中午 13:00-16:00 间航班量出现明显低谷外，其余各时段均未出现明显航班波高峰。这也说明白云机场的航班时刻安排并不为方便旅客转机设计，或者说，广州机场航班之间的相互连接并不丰富。



图 12: 广州白云机场见不到清晰的航班波



数据来源: www.flightstats.com 第一创业证券研究所

白云机场现有的航站楼, 国内区域和国际区域彼此隔离开来, 并不连通。国内转国际或国际转国内的旅客, 需乘坐摆渡车进行中转, 十分麻烦。即将建设的二号航站楼在设计将试图弥补这个缺陷, 专门多出一个“旅客中转混流层”和“可转换机位”, 中转旅客的出港和进港不再分流, 旅客在航站楼内即可实现中转, 无需再乘坐摆渡车, 预计二号候机楼的中转效率将比目前大为改观。

从转机效率上来看, 白云机场的航班波设计并不合理, 除午后的波谷外, 并未出现明显的航班高峰。缺少航班密集的高峰期, 意味着转机机会不足, 或者转机等候的时间过长。

2.2 广州人均收入低下阻碍了其成为枢纽机场

人均收入高的城市能吸引航空公司开辟航线, 而既有航线越多, 越能吸引其他航空公司增加新航线与之连接。因此, 本地居民收入较高的城市有天然倾向培育出枢纽机场。

低人均收入直接影响各航空公司开辟通往广州航线的利润, 导致航线数量少于其他机场。最终使得广州机场未能呈现出其他国际枢纽机场早已具备的一些特征。

表 1: 广州人均收入明显低于亚洲其他枢纽机场所在城市(北上广数据从 2012 年前三季度数据推算而得, 其余城市数据为估计数据)

	人均年均收入RMB	头等舱旅客比例	商务舱旅客比例
迪拜:	约24万	2%	11%
新加坡:	约22万	0.9%	9%
香港:	约18万	1%	11.1%
曼谷:	约8万	0.6%	8.5%
北京:	36158	0.9%	7.7%
上海:	36246	0.7%	7.6%
广州:	34692	0.1%	5.9%



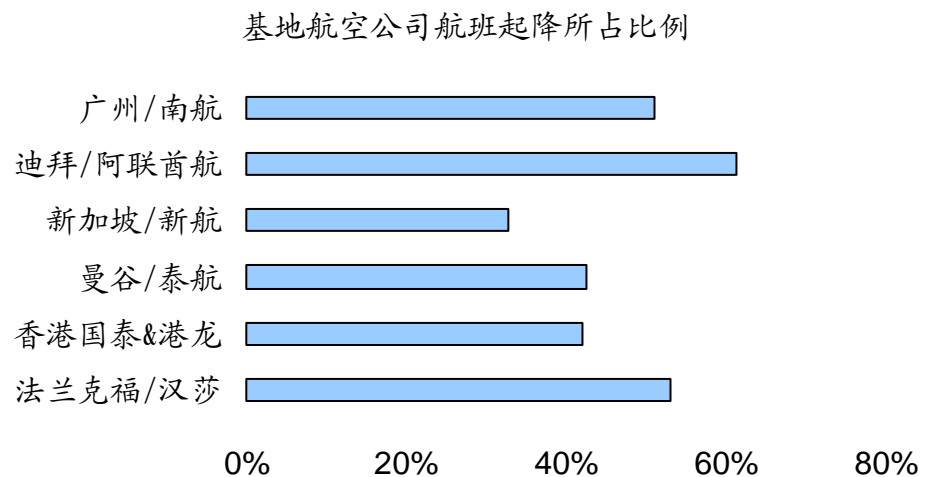
数据来源：统计局 第一创业证券研究所

2.3 但强大的基地航空公司南航的存在又使广州具备成为国际枢纽机场的潜力

枢纽机场通常伴随着一个或两个基地航空公司的壮大而快速发展起来。例如法兰克福机场，正是因为其是汉莎航空的总部所在地，因此而成为了欧洲腹地的第一大枢纽，此外，阿联酋航空公司近年来的异军突起成就了迪拜机场在中东的国际枢纽地位。在曼谷，有泰航，在香港有国泰航空，新加坡机场和新加坡航空的成长路径几乎完全一致。

拥有一个快速成长的国际化的航空公司，是机场成长为国际枢纽机场的充分条件。

图 13：各大枢纽机场基地航空公司所占市场份额



数据来源：INNOVATA 第一创业证券研究所



3 竞争分析：白云机场如何与香港、北京及浦东机场较量

同一区域内的枢纽机场之间面临着强大的竞争。航线结构的完备性、旅客在中转时的等候时间和航线总长度，将成为至关重要的竞争优势，比如同是欧洲境内的枢纽机场、法兰克福、伦敦、巴黎和阿姆斯特丹，这四大机场的竞争最终导致法兰克福和巴黎吸纳自东向西以及自南向北前往欧洲的旅客，而伦敦和阿姆斯特丹则是跨大西洋的美洲客前往英国和北欧的首选。

图 14：欧洲四大枢纽机场



数据来源：第一创业证券研究所

从旅客角度而言，广州白云机场的最直接竞争者，是北京、浦东和香港。

3.1 现状：国际化程度上广州机场略输香港机场一筹

首先分析从纯粹国际中转的旅客。广州和香港地理位置几乎重合。竞争优势主要体现在航线网络的完备性和中转便利性上。香港机场第五第六航权远比广州机场容易获得，使得香港在国际航空市场上承载的旅客量远高于广州，某国旅客在选择香港还是广州前往第三国或地区，便利性上显而易见是香港占绝对优势。



图 15: 广州机场和香港机场在地理位置上重合



数据来源：第一创业证券研究所

白云机场国内航班数量过于庞大，挤占了国际航班的空间。

国际航线数量不足，使得每条航线的航班密度疏于香港机场，即是说航班与航班之间的时间间隔相对较大。这也意味着通过广州机场前往其他国际的旅客难以选择自己想要出发的时刻。

由于前述的人均收入过低等原因，国外航空公司开辟到广州航线的意愿低于选择香港，因此广州机场国际线比国内线失调的局面需要依靠南航主动发力来改善。

表 2: 广州机场国际航线运力远小于香港

周座位数比较			
广州		香港	
曼谷	25116	台北	167725
新加坡	19470	浦东	87063
吉隆坡	14798	新加坡	79773
首尔	12252	曼谷	74776
东京	10876	北京	70724
迪拜	9898	首尔	57882
台北	9572	马尼拉	53012
香港	8152	高雄	40570
悉尼	7714	伦敦	34560
胡志明	7154	东京	33916

数据来源：IATA 第一创业证券研究所

与香港机场比较，广州白云机场通往欧美的航点明显偏少。这是历史原因造成，但目前随着南航不断拓展国际航线，该局面正在一步步发生变化。



表 3: 广州机场国际航线运力远小于香港

广州白云机场		香港国际机场	
Total Airlines	47	Total Airlines	75
Domestic only	14	Domestic only	0
International	33	International	75
Total non-stop passenger destinations	129	Total non-stop passenger destinations	112
Domestic	86	Domestic	0
Africa	2	Africa	2
Asia Pacific	31	Asia Pacific	85
Europe	5	Europe	13
Latin America	0	Latin America	0
Middle East	3	Middle East	5
North America	2	North America	7
Total non-stop freight destinations	5	Total non-stop freight destinations	46
Domestic	3	Domestic	0
Africa	0	Africa	1
Asia Pacific	1	Asia Pacific	22
Europe	0	Europe	9
Latin America	0	Latin America	0
Middle East	1	Middle East	10
North America	0	North America	4

数据来源: IATA 第一创业证券研究所

3.2 与北京上海的竞争，是航空联盟间的竞争

3.2.1 航空联盟为枢纽机场带来大量客源

一个机场能否成为国际大枢纽，背后的重要支撑来自航空联盟能否带来足够客源。近二十年来，全球的航空联盟在不同的大陆上通过联盟成员间的合作发展出了多枢纽相联、客源共享的航线网络结构。以法荷航与达美航空为例，鹿特丹或布鲁日的乘客可以飞抵阿姆斯特丹，再通过这个大枢纽飞往美国纽约枢纽，而后再转机到费城、华盛顿等城市。在这条航路上，法荷航和达美航两大天合联盟成员通过联盟的力量汇聚了欧美两个大陆枢纽机场所能辐射到的旅客资源，阿姆斯特丹和纽约的客流量也因此大大超过其它机场。

广州机场是南方航空的主场，南方航空是天合联盟成员，广州白云机场能否成长为国际大枢纽，天合联盟与星空联盟和寰宇一家的竞争至关重要。

天合联盟拥有中国两大航空公司：东航和南航。



表 4: 天合联盟成员及其基地机场

• 俄罗斯航	——莫斯科
• 法荷航	——巴黎、阿姆斯特丹
• 东航	——上海
• 南航	——广州
• 达美	——亚特兰大、纽约, 旧金山
• 大韩	——首尔
• 华航	——台北
• 黎巴嫩	——贝鲁特
• 沙特	——利雅得
• 墨西哥航空	——墨西哥
• 欧洲其他航空公司	——意大利航、捷克航、罗马尼亚航

数据来源: 天合联盟网站 第一创业证券研究所

而星空联盟拥有中国三大航中的国航。

表 5: 星空联盟成员及其基地机场

• 埃及航	——开罗
• 汉莎航	——法兰克福
• 埃塞俄比亚航	——亚的斯亚贝巴
• 加拿大航	——多伦多、蒙特利尔
• 国航+深航	——北京、深圳
• 南非航	——开普敦
• 泰航	——曼谷
• 全日空	——东京
• 新西兰航	——奥克兰
• 新加坡航	——新加坡
• 土耳其航	——伊斯坦布尔
• 美联航	——芝加哥、纽约、旧金山
• 全美航空	——夏洛特、费城、菲尼克斯
• TAM航	——里约热内卢、圣保罗
• 巴拿马航空	——巴拿马城
• 欧洲其他航空公司	——瑞士航、斯堪的纳维亚航、奥地利航、波兰航、葡萄牙航、布鲁塞尔航

数据来源: 星空联盟网站 第一创业证券研究所

中国香港最大的航空公司国泰航空属于寰宇一家。



表 6: 寰宇一家成员及其基地机场

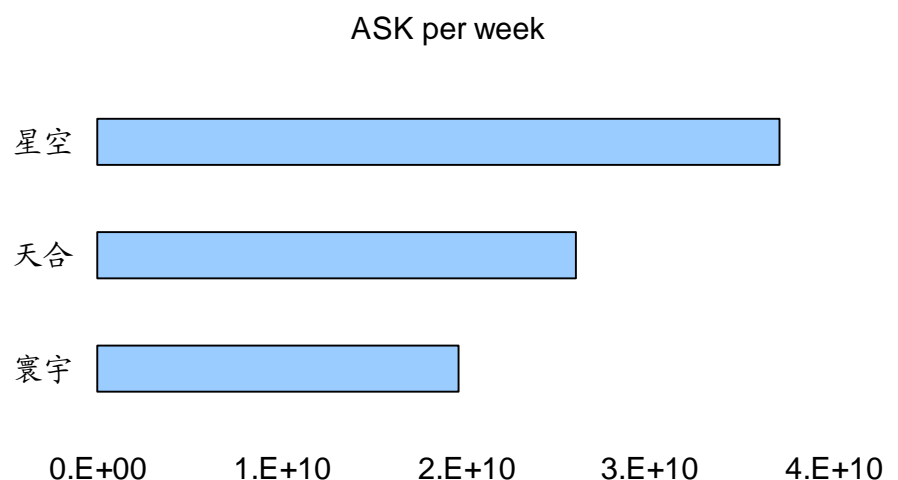
• 英航	——伦敦
• 西班牙国家航	——马德里
• 日本航	——东京
• 智利航	——利马
• 皇家约旦	——安曼
• S7航空	——网络集中于俄罗斯国内
• 澳航Qantas	——悉尼、墨尔本
• 国泰航空	——香港
• 美航	——达拉斯, 洛杉矶, 芝加哥, 纽约

数据来源: 寰宇一家网站 第一创业证券研究所

3.2.2 星空联盟在中国的实力雄厚

星空联盟是目前全球客运量最大的航空联盟。美国客运量最大的航空公司美联航, 欧洲客运量最大的航空公司汉莎, 都隶属于星空联盟。

图 16: 星空联盟是全球最大的航空联盟

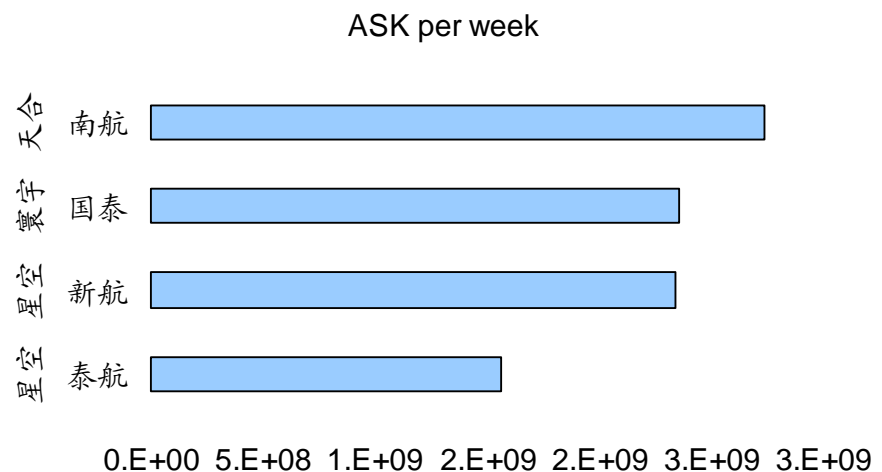


数据来源: INNOVATA 第一创业证券研究所

在东南亚市场上, 客运量最大的南航隶属于天合联盟, 然而新航和泰航两家东南亚大航空公司均属于星空联盟, 其总计的客运量要大于南航。也就是说, 在东南亚市场上, 星空联盟胜过天合联盟及寰宇一家。



图 17: 即使在南航独占鳌头的东南亚市场, 星空联盟总客流量仍排名第一



数据来源: INNOVATA 第一创业证券研究所

将中国市场与欧美的连接上, 各个航空联盟的路径选择不同。由于航空公司规模及航路航程的原因, 天合联盟在吸引欧美旅客前往亚太地区的能力上, 不如星空联盟。

表 7: 连接欧美和中国的航路上, 星空联盟攫取了更多客源

From: 欧洲 To: 中国

天合: 法荷航 (巴黎/阿姆斯特丹) + 南航/东航 (广州/上海)

星空: 汉莎 (法兰克福) + 国航 (北京)

寰宇: 英航 (伦敦) + 国泰 (香港)

From: 美国 To: 中国

天合: 达美 (旧金山) + 南航/东航 (广州/上海)

星空: 美联航 (旧金山/纽约) + 国航 (北京)

寰宇: 美航 (洛杉矶) + 国泰 (香港)

From: 大洋洲 To: 中国

天合: 南航 (上海)

星空: 新西兰 (旧金山/纽约) + 国航 (北京)

寰宇: 澳航 (悉尼/墨尔本) + 国泰 (香港)

数据来源: 第一创业证券研究所

在通往欧美主要城市的航路距离上, 广州要输于北京和上海。航路距离决定了航程时间, 而这也是旅客选择航班的关键要素之一。广州进出的航班, 这点劣势既明显又难以弥补。



表 8: 到欧美主要城市的航路距离, 北京最近, 其次上海, 广州最远

广州巴黎:	9509公里
上海巴黎:	9273公里
北京法兰克福:	7790公里
上海洛杉矶:	10446公里
广州洛杉矶:	11659公里
北京洛杉矶:	10073公里

数据来源: 第一创业证券研究所

综合之前各联盟实力比较分析可见, 由于航空公司规模及航路航程的原因, 天合联盟在吸引欧美旅客前往亚太地区的能力上, 不如星空联盟。身处天合联盟的南航, 在广州机场的运营不可避免地会被星空联盟从其他航路攫取大量优质客源。而寰宇一家因为拥有澳航和国泰, 在东南亚及澳洲战场上竞争力并不亚于星空联盟团队。广州要发展成为欧美商务旅客进出中国的门户机场, 并非很好的选择。

3.2.3 在天合联盟内部, 南航所在的白云机场还面临着东航和浦东机场的竞争

浦东机场到欧美枢纽机场的距离要小于广州白云机场, 而且上海有诸多跨国公司的亚洲区和中国区总部, 许多前往中国的高端旅客并不需要转机进入二线城市, 而是直接停留在上海。这一点与纽约非常相似。因此国外各大航空公司均更倾向于将入境中国的航班选择停靠上海浦东机场。

然而, 民航局对上海一市两场作出了区分, 浦东机场负责绝大多数国际航班和从北方城市到达上海的国内航班, 而虹桥机场以南方城市到达上海的航班为主。这样的划分为广州白云机场成为南中国区居民的主要出境机场留出了一定的空间。

此外, 东南亚地区一直是欧美旅客传统的旅游重地, 天合联盟在东南亚、南亚及南太平洋地区除了越南航空公司外, 并没有其他入盟成员, 这使得天合联盟在这个区域上与拥有泰航和新航的星空联盟、拥有国泰航空的寰宇一家没有太大竞争优势, 天合联盟在南亚及东南亚唯一可以倚仗的便是南方航空。可以看出, 天合联盟内部, 浦东机场可以作桥将境外旅客引入中国大陆北方城市, 白云机场可以一方面可以将境外旅客引入中国大陆的南方城市, 一方面还可以承接第三国尤其是欧洲国家前往东南亚的中转客源。

南航加密澳洲线后, 来自其他国家的旅客从广州转澳洲的流量显著增加, 2012 上半年, 广州白云机场国际转国际旅客同比上升了 146%。天合联盟在与星空联盟及寰宇一家的竞争中, 分流了一



部分香港和新加坡的客源。但由于白云机场国际中转客流量很少，平均每天国际中转客不及 900 人，只占白云机场总客流量的 0.7%。白云机场目前正以这样小规模的分流一点一点蚕食着香港及新加坡在东南亚地区的地区枢纽地位。

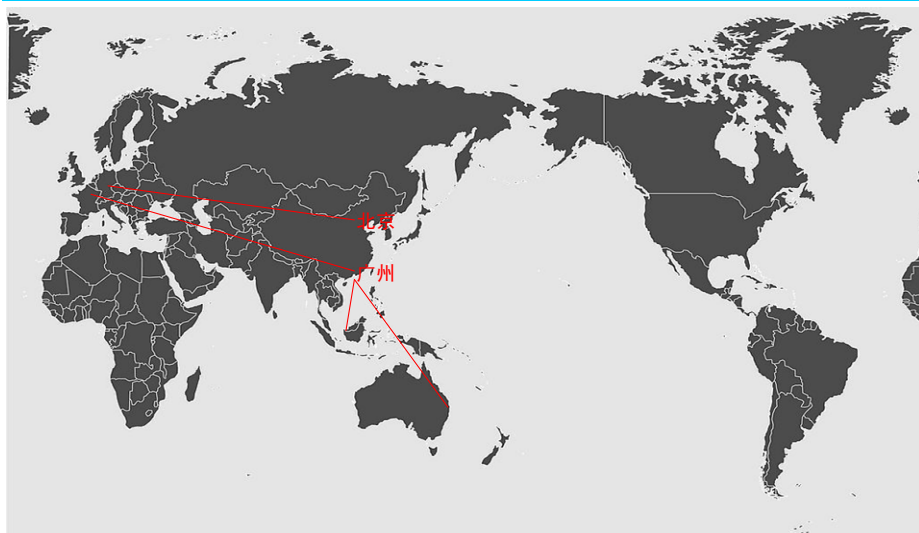


4 广州机场未来之路为东南亚及大洋洲门户型枢纽

4.1 南航战略左右白云机场发展

前往国内二线城市的国外旅客，尽管选择香港不如选择广州方便，但是相比起北京机场而言，这些旅客选择北京中转的可能性更大。由于中国东部城市经济发展程度与居民可支配收入远高于西部城市，因此国际转国内旅行基本发生在中国中东部地区，也就是北京和广州所处的经度附近。北京和广州基本位于同一经度，仅纬度有异。纬度较高的国外城市从北京中转更为便利，纬度较低的国外城市从广州中转更为便利。然而大多数发达国家纬度较高，从球面距离计算来看，这些高纬度国家的旅客从北京中转再南下到中国二线城市，总航程远小于经广州中转再北上。加上北京航班更为密集，旅客中转等候时间也要小于广州机场。

图 18：广州机场更适于东南亚和澳洲旅客进入中国



数据来源：第一创业证券研究所

因此，北京一直在吸纳着高收入的国际旅客，因为大量商务客来自高纬度欧美国家。只剩下中国旅游客从广州往返南亚、东南亚及南太平洋，或这些地区旅客从广州进入中国大陆。这是南航形成目前以广州为门户、东南亚和澳洲为主力的国际航线网络结构的根本原因。

白云机场的航班结构与南航的战略息息相关，南航过去几年时间一直在加密通往大洋洲的航线，广州也随即成为国内游客及部分外国游客前往澳大利亚和新西兰的中转地，这给原本国内转国际旅客相对较少的白云机场带来了很高的中转客增速。

南航的国内转国际战略一直受地域限制未能充分施展，中国相当大一部分高利润的出境航班都从北京起飞，因此南航一直在争取进入北京，用 A380 执飞巴黎航线。然而由于各方原因，南航该构想迟迟未能实现，只能退而求其次从广州飞洛杉矶。



南航另外一个重要的枢纽是乌鲁木齐，该机场的定位并非国际大枢纽，而是地区性的中心机场，前往中亚地区和穆斯林国家的诸多国内旅客，借道乌鲁木齐出境时间空间上更为合理。由于低基数效应和旅游客源的激增，今年乌鲁木齐机场吞吐量大幅提升。但受到旅客数量和高端客比例的限制，乌鲁木齐机场的发展空间较为有限。

综合南航的战略来看，正是由于广州机场很难构建高收益的欧美航线网络，因此南航才一心想进驻北京，此外，西北部出境旅客还被乌鲁木齐机场分流，广州机场最终只剩下前往东南亚和大洋洲的旅客，而这部分旅客多半是旅游目的，航班收益不高。

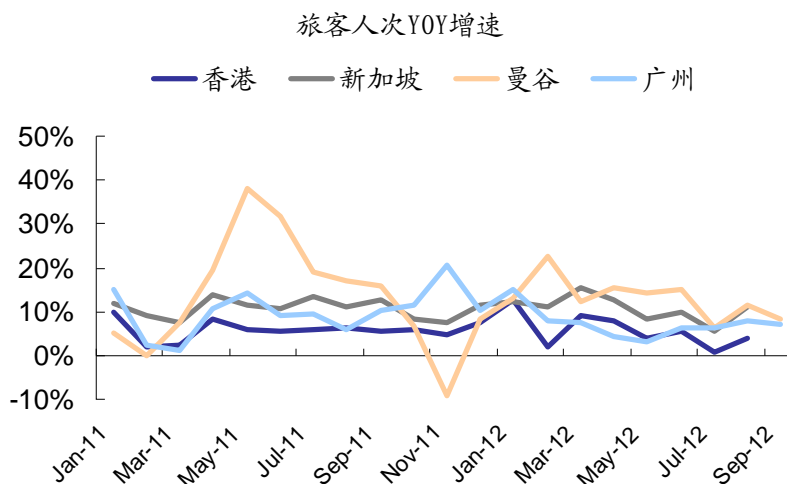
南航的枢纽策略可以简化为八个字，就是“进驻北京，加密澳洲”，至于乌鲁木齐和重庆的中转，未来仍没有太大增长空间。经过两年的努力，南航北京战略波澜不惊，但吸纳国内旅客经广州中转大洋洲的战略已经取得了一定成功，也分流了部分从其他枢纽机场转往大洋洲的国际旅客。从数字上来看，广州白云机场国际转国际旅客增长迅猛，但值得注意的是，这个高增长的部分原因是广州机场国际航线基数很低。此外，过去一年时间，南航迅速加大在大洋洲航线的运力投放，使得广州机场国际航班量增长迅猛。但这是靠牺牲部分国内航班为代价换来的，总体来看，所有中转客总量2012年上半年只增长2%。

4.2 广州机场国际航班增长带动总量增长

广州机场旅客人次增速，从2011年1月起，平均每月增长9%，超过香港机场的5.8%，但低于新加坡机场的10.7%和曼谷机场的13.5%。

值得一提的是，曼谷机场的旅客人次大幅增长，有很大一部分是由中国出境游旅客大幅增长导致的。

图 19：广州机场旅客人次增速

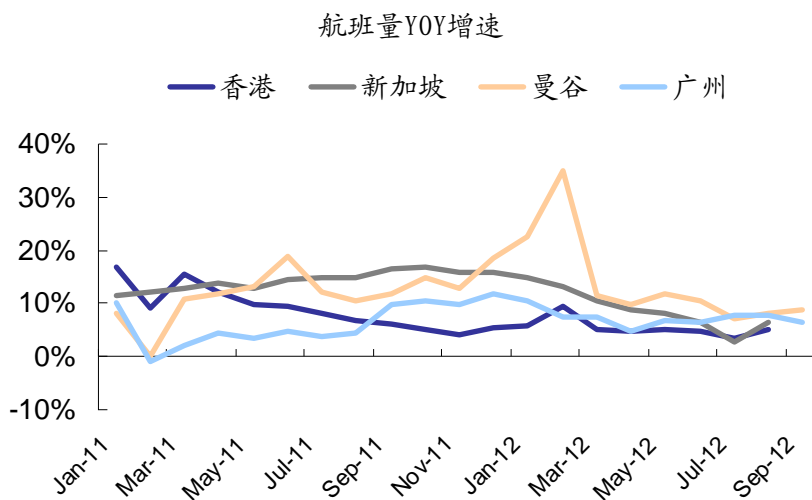


数据来源：INNOVATA 第一创业证券研究所



广州机场航班量增速,从2011年1月起,平均每月增长6.6%,在东南亚机场中增速最低。另外三个机场分别是,香港机场7.6%,但低于新加坡机场的12.2%和曼谷机场的13%。

图 20: 广州机场航班量增速



数据来源: INNOVATA 第一创业证券研究所

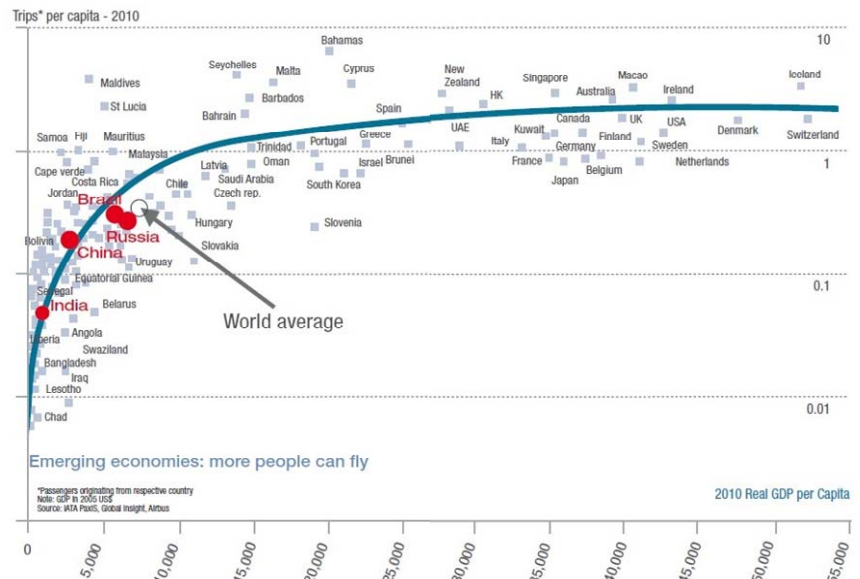
尽管白云机场旅客人次和航班量增速在四大枢纽机场中都不算最快,但只有白云机场旅客人次增速大幅超出航班量增速,这说明白云机场平均每班人数在大幅增长,尤其是国际航班大飞机在所有航班中的比例迅速上升。根据公司披露的每月经营数据,2011年9月广州白云机场每班人数128人,2012年上升至129人。而香港、新加坡机场航班量增速高于旅客人次增速,说明这两个机场有旅客被分流的情况出现。这再一次证明我们前面提到的,白云机场正在一点一点蚕食香港和新加坡的东南亚地区枢纽的地位。



5 投资参照系：北京首都机场过去 12 个月超额收益 39%

预计到 2012 年底，中国人均乘机次数 0.22 次，为美国同期的约十分之一。2011 年，据 IMF 数据，中国人均 GDP 为 5414 美元，为美国的 11%。人均 GDP 数量与人均乘机次数呈正相关关系。

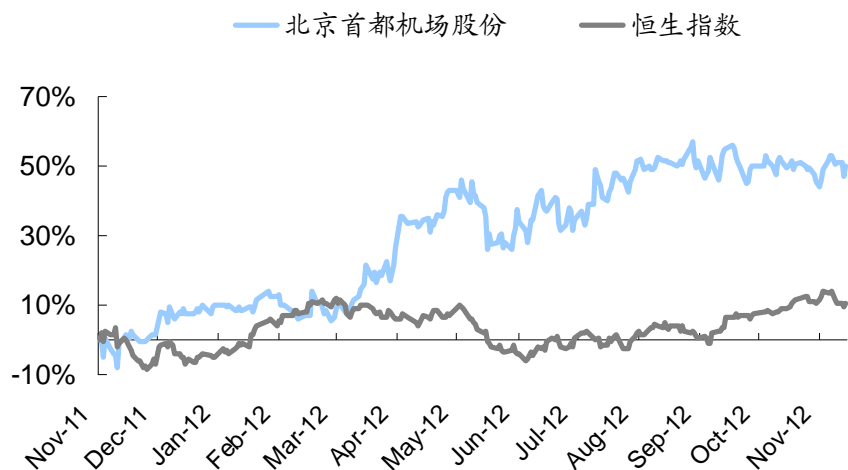
图 21：全球人均乘机次数比较



数据来源：IATA 第一创业证券研究所

与浦东机场相比，北京首都机场在国际航班比例上仍有很大增长潜力。随着中国人均 GDP 的提高及出境旅游人数的增长，北京机场作为中国第一大枢纽，未来高速增长是大概率事件。过去 12 个月，北京首都机场（0694.HK）录得超额收益达 39%。

图 22：北京首都机场过去 12 个月相对收益达到 39%



数据来源：WIND 第一创业证券研究所



6 主要结论和关键假设

三大联盟竞争中，天合联盟在争取高端客源进出南亚、东南亚以及南太平洋地区处于劣势，欧美高端客主要选择星空联盟的新航、泰航，或者寰宇一家的国泰航空及澳大利亚航前往上述地区。

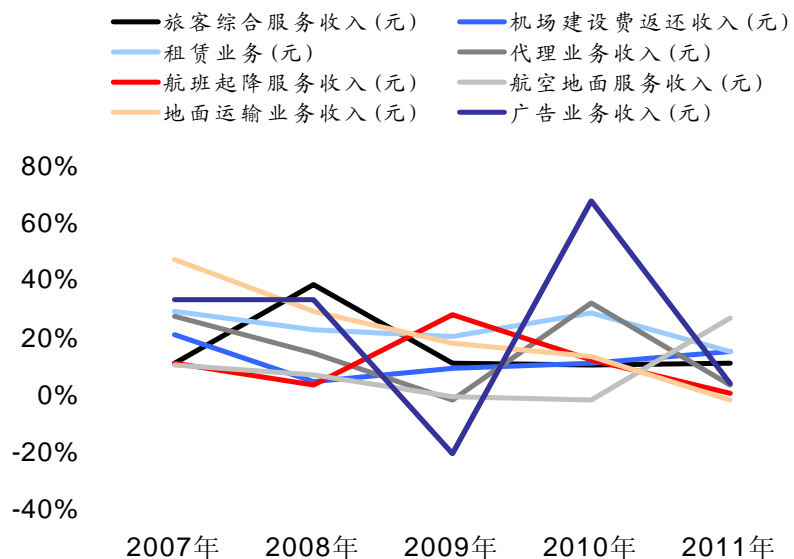
在天合联盟内部的分工体系中，浦东机场是前往上海及周边地区以及进出中国北方城市的门户机场。

无论是联盟间的竞争还是天合联盟内部的分工，广州白云机场的发展前景都是中国游客前往东南亚及南太平洋地区的中转站，以及低纬度国家进入中国内陆的门户。目前南航的战略正一步步配合着白云机场实现这条枢纽之路。目前白云机场虽然还不具备枢纽机场的主要特征，但未来潜力不可小觑。

白云机场未来的航班量及旅客吞吐量的增长，一是取决于中国旅客进出大洋洲、东南亚数量增长，二是取决于欧洲旅客前往东南亚、大洋洲的中转旅客从香港和新加坡的分流量。

目前这部分客源按最大假设能占到广州机场客源总量的 10%，去年三年间这些市场的客源平均增速约在 15%-20%之间，假设未来每年再增长 15% (或 20%)，再假设其他航线客源每年增长 12%，到 2015 年广州机场客源总量将增长 41%至 43%，每年复合增长率约 12.3%至 12.8%。

图 23：白云机场各项收入增速比较



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

2012 年 7 月 20 日白云机场扩建工程获批，总投资 188.54 亿元，其中第三跑道工程计划于 2014 年建成，二号航站楼工程计划于 2016 年建成，设计年旅客吞吐量为 8000 万人次、货邮吞吐量 250 万吨、飞机起降量 62 万架次，预计 2020 年白云机场将达到该规模。



据此，我们估计公司航空服务收入同比增速在 2014 年达到峰值，公司航空性延伸服务收入同比增速在 2016 年随着租赁及商业销售的增长达到最大值。此外，由于 2014 年后公司将支付大笔租赁费用，因此公司整体毛利率在 2014 年达到峰值。

表 9：分项收入增速预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	38.7	42.4	46.7	51.4	57.3	63.0	69.9
增长率%	16.9%	9.7%	10.1%	10.3%	11.4%	10.0%	10.9%
航空服务收入	21	23.3	25.4	27.9	31.4	34.5	37.7
增长率%		12.1%	9.0%	10.0%	12.5%	10.0%	9.0%
航空性延伸服务收入	18	19.1	21.2	23.5	25.9	28.5	32.2
增长率%		6.9%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	13.0%
二、营业毛利	14.1	15.8	17.3	19.0	21.6	23.4	26.2
增长率%	0.4%	12.2%	9.0%	9.9%	13.7%	8.3%	12.4%
综合毛利率	36.6%	37.4%	37.0%	36.9%	37.7%	37.1%	37.6%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



7 风险提示

- 白云机场分流香港、新加坡机场客源不如预期;
- 南航未来国际化战略出现收缩;
- 全球经济大幅下滑, 航空业增速放缓。



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,792.9	2,507.1	4,142.8	5,985.0	一、营业收入	4,239.4	4,666.0	5,144.6	5,729.1
货币资金	854.3	1,406.1	2,932.5	4,661.4	减: 营业成本	2,654.4	2,939.0	3,247.4	3,572.1
交易性金融资产	10.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	169.2	188.4	206.9	235.3
应收款项	699.7	852.1	952.7	1,056.7	销售费用	79.8	88.0	97.2	108.1
预付款项	33.6	37.5	41.2	45.3	管理费用	338.8	337.8	344.0	357.6
存货	43.2	47.8	52.8	58.1	财务费用	68.7	67.0	53.4	35.6
其他流动资产	152.2	163.6	163.6	163.6	资产减值损失	-21.7	9.0	2.1	2.1
非流动资产	8,846.6	8,151.0	7,364.0	6,577.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	71.4	71.4	71.4	71.4	投资收益	4.2	2.9	5.7	5.7
债权与公允价值资产	126.7	127.5	132.7	138.2	其中: 联营企业收益	0.0	2.9	5.7	5.7
固定资产	8,409.6	7,727.5	6,932.8	6,138.0	二、营业利润	954.3	1,039.6	1,199.4	1,424.0
在建工程	103.2	80.3	82.9	85.4	加: 营业外收入	27.9	43.2	44.5	45.8
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	5.3	0.4	0.2	0.2
无形及递延性资产	30.7	30.0	30.0	30.0	三、利润总额	977.0	1,082.4	1,243.7	1,469.6
其它非流动资产	104.8	114.3	114.3	114.3	减: 所得税费用	246.6	273.2	310.9	367.4
资产总计	10,639.5	10,658.1	11,506.8	12,562.2	四、净利润	730.4	809.3	932.7	1,102.2
流动负债	3,230.3	2,862.0	2,772.8	2,720.5	归属母公司净利润	697.1	771.9	897.1	1,066.5
短期借款	1,500.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	少数股东损益	33.2	37.4	35.7	35.7
应付账款	109.3	125.3	137.3	150.6	五、总股本(百万股)	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0
预收帐款	62.0	74.7	83.8	93.0	EPS (元)	0.61	0.67	0.78	0.93
其它流动负债	1,559.0	1,662.0	1,551.7	1,476.9	主要财务比率				
非流动负债	320.6	305.7	305.7	305.7	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	85.0	82.0	82.0	82.0	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	9.7%	10.1%	10.3%	11.4%
其它非流动负债	235.6	223.7	223.7	223.7	营业毛利	12.2%	9.0%	9.9%	13.7%
负债合计	3,550.8	3,167.7	3,078.5	3,026.3	主业盈利	13.2%	11.6%	12.3%	16.6%
少数股东权益	218.7	249.9	285.6	321.2	母公司净利	18.6%	10.7%	16.2%	18.9%
股本	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0	获利能力				
资本公积与其它	3,711.4	3,712.6	3,717.8	3,723.2	毛利率	37.4%	37.0%	36.9%	37.7%
留存收益	2,008.5	2,377.9	3,275.0	4,341.5	主业盈利/收入	23.5%	23.8%	24.3%	25.4%
股东权益合计	6,869.9	7,240.5	8,142.8	9,214.7	ROS	17.2%	17.3%	18.1%	19.2%
负债和股东权益	10,639.5	10,658.1	11,506.8	12,562.2	ROE	10.1%	10.7%	11.0%	11.6%
					ROIC	8.6%	9.7%	10.1%	10.7%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	33.4%	29.7%	26.8%	24.1%
经营活动现金流	1,310.1	1,622.2	1,576.7	1,761.3	利息保障倍数	10.6	12.1	17.5	30.9
净利润	730.4	809.3	932.7	1,102.2	速动比率	0.49	0.80	1.42	2.12
折旧摊销	653.3	765.5	796.8	796.9	经营现金净额/当期债务	0.87	1.62	1.58	1.76
财务费用	81.8	70.9	53.4	35.6	营运能力				
投资损失	-4.2	-2.9	-5.7	-5.7	总资产周转率	0.40	0.44	0.45	0.46
营运资金变动	-161.8	-11.2	-200.6	-167.7	应收款天数	59.42	65.74	66.67	66.40
其它变动	10.6	-9.4	0.0	0.0	存货天数	5.85	5.85	5.85	5.85
投资活动现金流	-791.3	-50.4	3.1	3.1	每股指标 (元)				
资本支出	-845.4	-53.3	-2.6	-2.6	主业盈利/股本	0.87	0.97	1.09	1.27
长期投资	4.2	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.14	1.41	1.37	1.53
其它变动	50.0	2.9	5.7	5.7	每股净资产	5.78	6.08	6.83	7.73
筹资活动现金流	-598.7	-1,028.7	-53.4	-35.6	估值比率				
债务融资	815.0	-3.0	0.0	0.0	P/E	10.64	9.61	8.27	6.95
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	1.12	1.06	0.94	0.83
其它变动	-1,413.7	-1,025.7	-53.4	-35.6	P/S	1.75	1.59	1.44	1.29
汇率变动影响	-0.5	0.1	0.0	0.0	EV/EBITDA	12.76	9.52	7.25	5.11
现金净增加额	-80.4	543.1	1,526.4	1,728.8					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135