

# 机场行业研究框架：公用事业+零售双重属性，枢纽机场强者恒强

## ——交通运输行业深度报告

2019年05月05日

看好/维持

交通运输

深度报告

### 报告摘要：

以国外经验为启示，“干线航运+支线高铁”，空铁联运-中枢辐射式运营模式将是我国的最佳解决方案。枢纽机场由多方面的因素综合作用产生，包括有利的地理位置、腹地经济水平、旺盛的市场需求以及实力强劲的基地航空公司等，国家对机场的战略定位也强化了枢纽机场的护城河和竞争力，**未来枢纽机场将不断强化在客流争夺当中的优势地位，枢纽机场强者恒强。**

机场大部分利润由非航业务贡献，对比国际机场，国内机场的非航收入具有较大弹性。收入端，客流质量决定单客的消费水平，除旅游城市机场旅客有天然的消费习惯以外，国际航线旅客机场逗留市场长，消费能力强，可享受免税政策，因此国际旅客占比增长对于提升机场免税商业收入和非航收入非常重要。成本端需要关注扩建项目投产与集团的资本开支情况。

机场行业具有区域垄断性和收费永续性的特点，17年以前机场股更多的作为公用事业投资标的看待，核心估值中枢在15X-22X之间。17年之后，机场股的免税价值得到重新评估，板块的核心估值抬升到22X-27X水平，目前机场板块平均估值为27倍，处于历史较高水平。我们认为，若非市场大幅上涨，机场板块在未来要持续获得超额收益的难度正加大。

**投资策略：建议选择非航收入弹性大，成本压力小、估值合理的投资标的，重点推荐深圳机场(000089.SZ)：**基础设施能力充足，产能利用率有提升空间，且近几年国际旅客基数低，非航业务弹性大。目前估值仍处于历史中低水平，作为粤港澳大湾区中心城市机场，未来估值水平有望抬升；**瑞港集团(00357.HK)：**作为海南省会机场，具有区域竞争的垄断性，随着二期投运、离岛免税等政策支持，海口美兰机场长期增长空间大。

**风险提示：**空域资源紧张；免税政策变化；宏观经济波动等。

### 行业重点公司

简称	EPS(元)			PE			PB	评级
	18	19E	20E	18	19E	20E		
深圳机场	0.33	0.39	0.45	24	23	20	1.55	强推
上海机场	2.20	2.70	2.91	30	26	24	4.59	推荐
白云机场	0.55	0.46	0.61	34	33	25	1.99	推荐
瑞港集团	1.31	1.19	1.43	5	5	4	0.58	强推

数据来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：

洪一

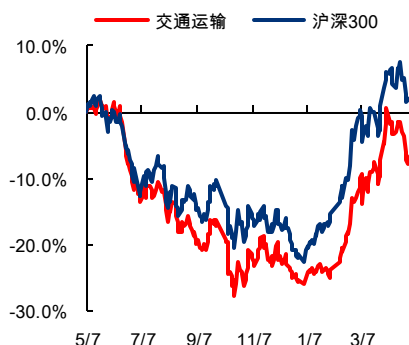
010-66554046

执业证书编号：

hongyi@dxzq.net.cn

S1480510120014

### 市场指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《交通运输行业报告：BDI 淡季回调，集运价有支撑》2017-12-25
- 2、《交通运输行业报告：航运周期向上，快进型将加速》2017-12-19
- 3、《交通运输行业报告：BDI 淡季将至，马士基退出 TSA》2017-12-18
- 4、《交通运输行业报告：贸易改善 BDI 突破 1 点》2017-12-11

## 目 录

<b>1. 欧美航空运营模式启示：中枢辐射式航线网络</b> .....	<b>5</b>
1.1 欧美的中枢辐射式航线网络：规模+范围经济性明显 .....	5
1.2 干线航运+支线高铁的中枢辐射式运营模式，枢纽机场强者恒强 .....	8
<b>2. 机场的收入端与成本端分析</b> .....	<b>14</b>
2.1 收入端：客流量与客流质量决定收入增长，非航收入贡献弹性 .....	14
2.2 成本端：关注扩建项目折旧与集团资本开支 .....	21
<b>3. 机场股估值与历史复盘</b> .....	<b>22</b>
3.1 机场股历史复盘：公用事业属性可防御，非航业务可成长 .....	22
3.2 机场股的估值：公用事业+零售双重属性，板块估值合理 .....	24
<b>4. 投资策略</b> .....	<b>26</b>
4.1 行业投资策略 .....	26
4.2 重点公司推荐 .....	26
4.2.1 深圳机场（000089.SZ）：粤港澳大湾区机场，静享国际化提速 .....	26
4.2.2 瑞港集团（00357.HK）：踏上自贸区春风，长期增长空间广阔 .....	27
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 表格目录

<b>表 1：中枢辐射与点对点模式的优缺点</b> .....	<b>6</b>
<b>表 2：国内与国际航线的航空性收费标准</b> .....	<b>14</b>
<b>表 3：各机场的跑道情况与跑道产能利用率</b> .....	<b>16</b>
<b>表 4：各机场的免税招标合同信息</b> .....	<b>20</b>
<b>表 5：各机场的扩建计划</b> .....	<b>21</b>
<b>表 6：机场上市公司体内资产</b> .....	<b>22</b>

## 插图目录

图 1：中枢辐射网络.....	5
图 2：美国机场的中枢辐射网络.....	7
图 3：美国航空业国内平均客座率不断提升 .....	7
图 4：美国航空业国内平均票价不断下降（美元） .....	7
图 5：全国高铁营业里程（万公里） .....	8
图 6：国家铁路旅客发送量（万人） .....	8
图 7：“八纵八横”铁路规划.....	9
图 8：枢纽机场+支线高铁的中枢辐射中国模式.....	9
图 9：各城市高铁到法兰克福机场时间 .....	10
图 10：上海虹桥机场的航站楼+磁悬浮+高铁站.....	11
图 11：全球前十大枢纽机场吞吐量（万人次） .....	12
图 12：国内 top10 机场旅客吞吐量及增速.....	13
图 13：全国各机场出港直飞航线数 .....	13
图 14：我国枢纽机场定位 .....	13
图 15：机场业务划分为航空性业务与非航空性业务 .....	14
图 16：各省市人均 gdp 情况（万美元） .....	15
图 17：重点机场国际及地区旅客吞吐量（2018） .....	15
图 18：2017 年度协调机场小时高峰架次 .....	16
图 19：宽体机占比 10%.....	17
图 20：北上广深航线大飞机占比 .....	17
图 21：2004-2018 航线总里程（万公里） .....	17
图 22：2004-2018 飞机总起降架次（万架次） .....	17
图 23：10+3 空中骨干大通道 .....	18
图 24：全球机场非航收入占比（2017） .....	18
图 25：全球机场非航单客收入对比（2017） .....	18
图 26：航空性业务毛利率与非航业务毛利率对比（2017） .....	19
图 27：上市机场的综合毛利率与非航收入占比（2017） .....	19
图 28：首都机场非航收入结构（2018） .....	19
图 29：瑞港集团非航收入结构（2018） .....	19
图 30：上海机场非航收入结构（2018） .....	20
图 31：重要机场单位航站楼面积广告收入（2017） .....	20
图 32：非航收入占比与国际旅客占比（2017） .....	21
图 33：2010 至今 wind 机场指数与沪深 300 指数表现对比.....	23
图 34：2010 至今 wind 机场板块与沪深 300 估值水平对比.....	23
图 35：2010 至今 wind 机场板块与沪深 300 估值水平对比.....	24
图 36：近 5 年机场行业 pe band.....	24
图 37：上海机场近 5 年 pe band.....	25
图 38：深圳机场近 5 年 pe band.....	25

图 39: 厦门空港近 5 年 pe band.....	25
图 40: 白云机场近 5 年 pe band.....	25
图 41: 瑞港集团近 5 年 pe band.....	26
图 42: 北京首都机场股份近 5 年 pe band.....	26
图 21: 深圳机场 2014-2018 年营业收入及增速.....	27
图 22: 深圳机场 2014-2018 归母净利润及增速.....	27
图 23: 瑞港集团 2014-2018 年营业收入及增速.....	28
图 24: 瑞港集团 2014-2018 归母净利润及增速.....	28

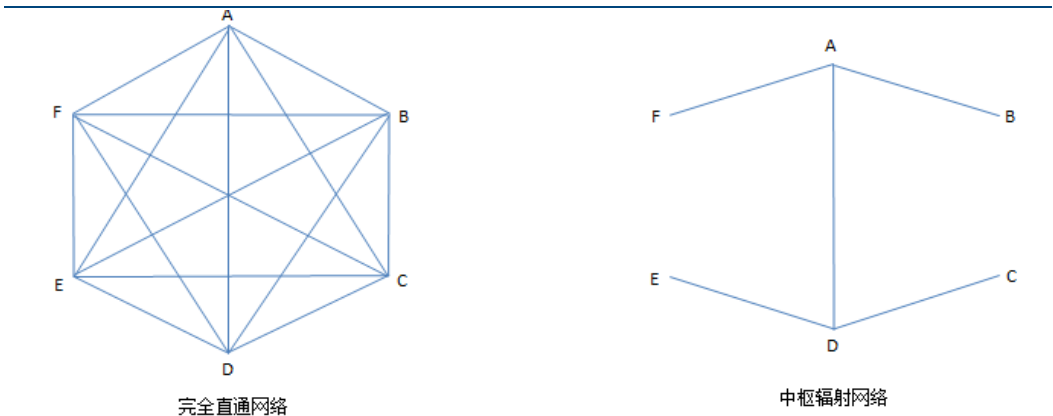
## 1. 欧美航空运营模式启示：中枢辐射式航线网络

### 1.1 欧美的中枢辐射式航线网络：规模+范围经济性明显

在北美、欧洲等成熟的航空市场，干线中枢辐射式航线网络+支线点对点航线网络纵横交错、相互补充，各类旅客都可以享受到适合他们的航空服务，各航空公司以自身的发展战略、运力适宜的机型开拓自己的市场空间，形成了一个各司其职、良性竞争的航空市场环境。

从空间上讲，中枢辐射式航线网络结构是指通过几个有选择的枢纽机场，在他们之间建立干线，满足大城市的客货流需求；同时以支线形式由轴心机场辐射至附近各小城市机场，以汇集和疏散客货流。在这种有机的航线网络中，一方面把四面八方的客货源汇集到一个枢纽机场中转后集中运往其他枢纽机场，另一方面又把来自其他枢纽机场的客货流经本枢纽机场中转后分散运往四面八方。中枢辐射式航线网络可以减少航空公司的基础飞机配置，扩大客源覆盖范围，具有明显的规模经济性和范围经济性。

图 1：中枢辐射网络



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

点对点模式意味着在任意两个城市间直接往返，一般可以是二三线城市的直接连接，或是连接枢纽机场的支线航线，点对点航线相对枢纽机场航线运量一般较小，最大优势在于灵活性和稳定性。支线航空网络在北美、欧洲等成熟的航空市场发挥着举足轻重的作用。

- 美国有 2/3 的机场由支线航空公司独飞，其中全国第一大机场亚特兰大航班中约有 1/3 为支线航班，而美国第二大机场芝加哥支线航班占比超过 60%。美国国会通过的基本航空服务计划，还为边远地区提供支线航空服务的航空公司提供财政补贴。
- 中短程支线航班多采用低成本廉价航空模式。以欧洲为例，低成本航空占其 2/5 市场份额，欧洲的汉莎、法荷航、英航成立低成本子公司 GERMANWINGS、TRANSAVIA、VUELING 接管中短程点对点航线。而美国的美航、达美、联航等传统航企，也在国内的中短程航班采用低成本模式。

表 1：中枢辐射与点对点模式的优缺点

	优点	缺点
中枢辐射模式	1) 中枢辐射式航线网络可以减少航空公司的基础飞机配置，扩大客源覆盖范围，具有明显的规模经济性和范围经济性。 2) 能够促进枢纽机场的经济发展，枢纽机场是航空旅客的集散地，旅客在中转过程中的消费可以带动机场周边的发展。	1) 前后航班的协调难度大，导致堵塞和航班延误现象加剧。 2) 中转耗时长，对时间敏感度高的旅客吸引力较低。
点对点模式	1) 对旅客来说，点对点航线航班无需中转，方便，快捷，能够有效地节约旅客的出行时间 2) 对航空公司来说，点对点航线航班时刻，人力与运力的安排比较简单，能有效地降低航班的延误率	1) 只负责两个城市之间的简单运输，客源较少，航线的客座率比较低，对于航线资源的利用不够充分，运营成本较高； 2) 通常客流量较小，航班频率低，部分旅客会由于航班时刻不合适的原因而选用其他交通方式，客源容易流失

资料来源：资料整理，东兴证券研究所

我们以美国为例，分析美国航空运营模式的转变，美国的航空运输业发展可分为三个阶段。

**第一阶段：航空管制前（1978年前）。**美国由于总体人口密度较低，建设高铁不具备经济效益，因此美国的短距离城市间交通以私家车和高速路网为主，而长距离则以航空最具效率。从管理体系上看，1978年前，美国民用航空委员会对于航空运输的市场准入、航线网络、运价及航空运输服务质量进行严格的监督，在这一体制下，CAB可以决定航空公司是否可以获得每条航线的运营权及其航班频率，航企运价也收到CAB严格控制。因此，这一阶段，美国以点对点的航线结构为主。

**第二阶段：枢纽建设雏形期（1978-80年代末）。**1978年11月，美国国会通过了《航空公司放松航空管制法案》，其目的是希望借助市场竞争力量来决定航空运输服务的质量、种类和价格。在城市群人口因素+政策因素的双重促进下，大型航空公司垄断了航程长、盈利能力强、旅客需求量大的航空干线，而小航空公司便于大公司结盟，专飞支线，承担起向大公司馈送、疏散客户流的任务。逐步形成了一种分工明确、协作紧密、层次分明、结构合理、运转高效的航线网络。

- 一方面，由于在二战后的经济发展过程中，美国逐渐形成了若干超大城市为中心，中小城市为依附的城市群经济区域，如东海岸的金融商贸区，五大湖地区的机械制造中心，西海岸的高科技和博彩影视娱乐中心等。
- 另一方面，由于取消了行业准入控制，从1978到1986年，先后有198家航空公司进入市场。越来越激烈的竞争下，为降低成本、保持竞争优势，出于求得最佳资源配置和最佳经济效率考虑，美国各大航空公司纷纷转型中枢辐射式结构。1979年达美的亚特兰大枢纽成为第一个月旅客量超过百万的机场；1984年，达美航空与支线航空伙伴建立联系，实现达美联结计划，通过减少小城市之间的直达航班，有效降低航空公司的运营成本。



图 2：美国机场的中枢辐射网络

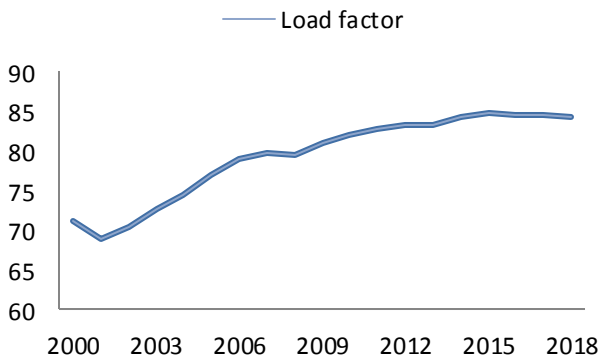


资料来源：《美国放松航空管制后对枢纽及市场的影响》，东兴证券研究所

**第三阶段：枢纽建设不断完善（1980 年代末-至今）。**此阶段由于枢纽的网络化运营，航班密度逐步增加，大部分机场现有的基础设施已不能满足业务增长的要求，航班延误逐步增多，使得部分繁忙机场已经开始协调和优化空域，通过航班时刻拍卖分配的市场化配置机制，对于枢纽贡献较小的航班进行疏解，提供资源的使用效率，优化枢纽机场功能。到现阶段，枢纽效应已显著加强：

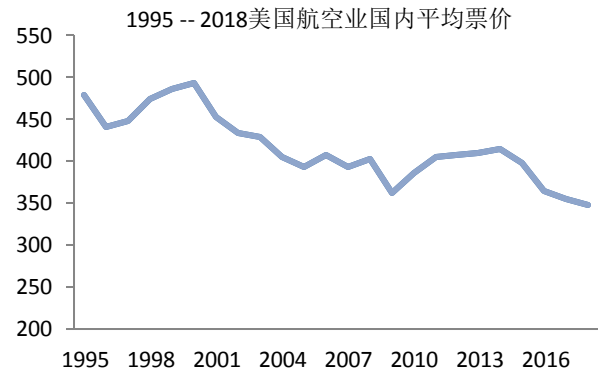
- ◆ 2015 年，美国 29 个大型枢纽已承载了约 71% 的航空运输量。随着市场的高速发展，充分的市场竞争带来运价水平的不断降低，同时快速增长的旅客伴随着航空公司客座率不断提升。
- ◆ 通过行业的不断兼并和重组，美国已形成以美国航空公司为主导的三大航空联盟。同时，低成本航空市场份额已达到 31%，西南航空、捷蓝航空、穿越航空进入前十。

图 3：美国航空业国内平均客座率不断提升



资料来源：DOT，东兴证券研究所

图 4：美国航空业国内平均票价不断下降（美元）



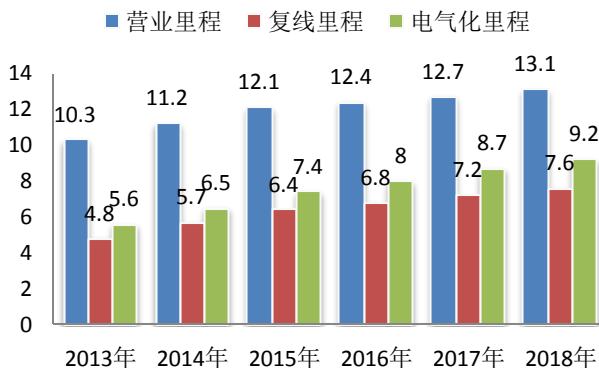
资料来源：DOT，东兴证券研究所

## 1.2 干线航空+支线高铁的中枢辐射式运营模式，枢纽机场强者恒强

我国具有人口众多、密度高、流动性大的特点，因此发展便捷、运量大的铁路成为公共交通的主力对缓解交通压力和促进经济发展都有着重要的战略意义。目前我国已是高铁世界第一大国，随着 2017 年中国标准动车组“复兴号”起航，标志着中国高铁进入中国创造时代。

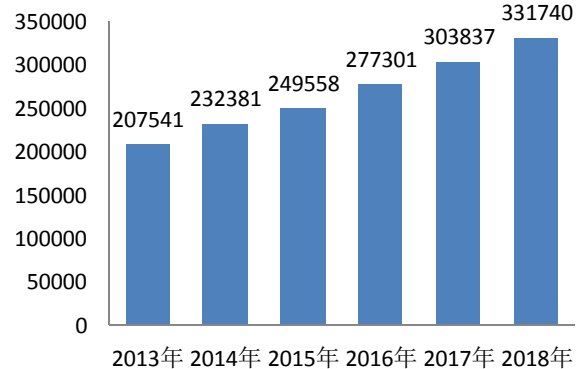
- ◆ 2013-2018 年，是我国历史上铁路投资最集中、强度最大的时期。这一期间内，全国铁路完成固定资产投资 4.7 万亿元，新增铁路营业里程 3.4 万公里，其中高铁 2 万公里，到 2018 年底，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，其中高铁 2.9 万公里，占世界高铁总量的 2/3 以上。
- ◆ 按照《中长期铁路网规划》，到 2020 年，我国铁路网规模将达到 15 万公里，其中高铁 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，届时将建成以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的现代高速铁路网。到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高铁 3.8 万公里左右；届时基本实现省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖的运输网络。

图 5：全国高铁营业里程（万公里）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 6：国家铁路旅客发送量（万人）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

根据欧洲高铁和日本新干线的经验，在高铁其运行 2 小时以内，航空占有不足 10% 的市场份额甚至全军覆没；运行 2-4 小时，铁路对民航有极大优势，但依然可能存在少量选择民航的旅客；运行 4 小时，是两者竞争力的转化点，一旦超过 4 小时，航空市场份额将快速提升；运行超过 6 小时，航空占有明显优势。

- ◆ 以国内北京-南京线路为例，每天高铁/动车班次约 30 班，车程在 3.5 到 4.5 小时之间，虽然每天仍有 10 班左右的航班在飞行，但有较多航班的票价折扣在 2-4 折之间，可见铁路对民航有较强的竞争压力。
- ◆ 再以国内北京-杭州线路为例，每天高铁/动车班次有 17 班以上，除每天两班特快高铁在车程在 4.5 小时，其他高铁车程都在 5-7 小时，动车车程在 13.5 小时，该路线每天有 22 班左右的航班飞行，票价折扣明显较北京-南京线路要少，可见突破 4 小时，航空的竞争力快速提升。



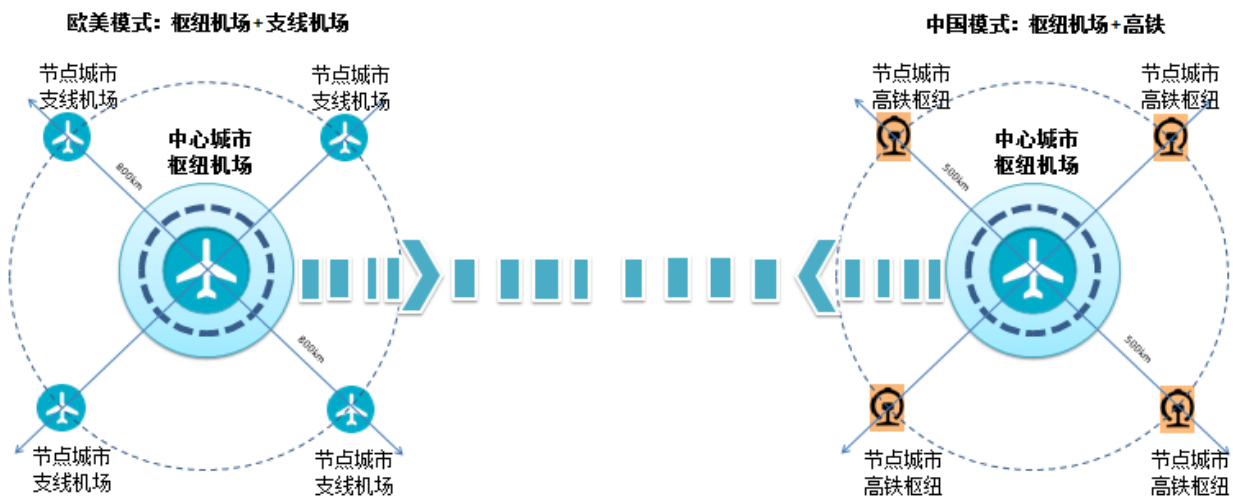
图 7：“八纵八横”铁路规划



资料来源：《中长期铁路网规划》，东兴证券研究所

由于高铁占领了我国几乎所有 500km、2 小时旅行时间内、与航线重叠的航空市场，加上我国民用航空空域资源紧张，特别是上海、北京、广州等一线城市空域高峰已较为饱和，难以满足支线航线大量接入枢纽机场的需求，因此航空公司难以在国内建立欧美式的中枢辐射式航线网络。以国外经验为启示，“干线航空+支线高铁”，空铁联运-中枢辐射式运营模式，可以弥补我国支线航空的短缺，缓解枢纽机场空域紧张问题，释放更多有经济价值的宝贵空域，成为最佳解决方案。

图 8：枢纽机场+支线高铁的中枢辐射中国模式

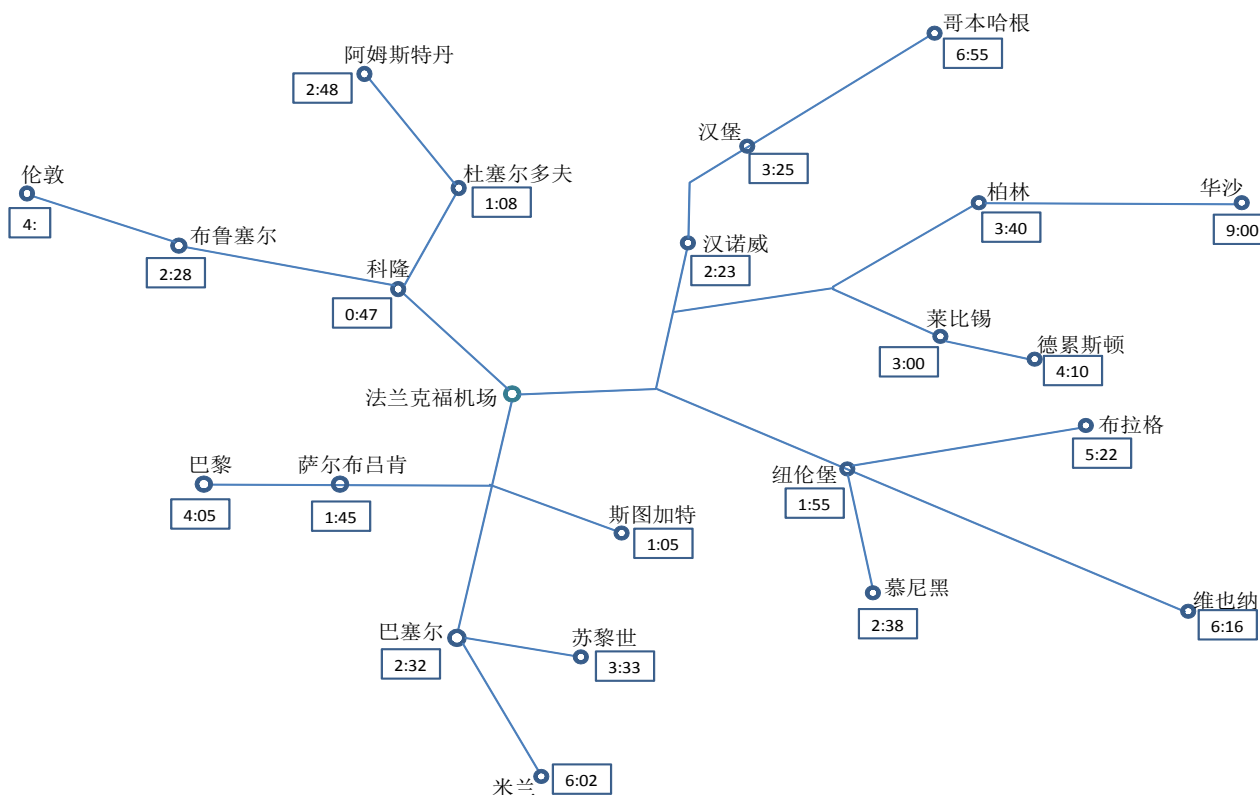


资料来源：公开资料、东兴证券研究所

法兰克福机场是空铁联运的先行者，人口只有 67 万的法兰克福，现在已经成为欧洲第四大的枢纽机场，每年有 6500 万乘客进出，这其中只有三成的旅客最终目的地是法兰克福，其他 70% 都要通过再进一步中转到其他城市。法兰克福机场于 1995 年就基本完成了空铁联运的基础设施建设，主要包括区域火车站、远程火车站和空铁联运大楼等。

- ◆ 区域火车站在一号航站楼地下层，三条轨道，两个站台，每天约 220 班次火车。区域火车站线路除了市中心和周边区域外，还包括至科布伦茨、萨尔布吕肯和维尔兹堡的线路。
- ◆ 远程火车站与候机楼连接，ICE、IC、EC 类高速火车由此行驶，有通往德国以及欧洲不同国家的火车线路，比如去柏林、科隆、慕尼黑、阿姆斯特丹、列日、伯尔尼等。
- ◆ 由于空铁联运的实施，汉莎航空公司在 2003 年首次取消了至法兰克福机场的 35% 的直线飞行，由此节省 5% 的跑道时隙。乘客要从世界各地到斯图加特、科隆、杜塞尔多夫等地，都可以选择通过汉莎航空的订票网络购买一张“联程票”，先搭乘长途航班到法兰克福，再乘坐火车到最终目的地。

图 9：各城市高铁到法兰克福机场时间

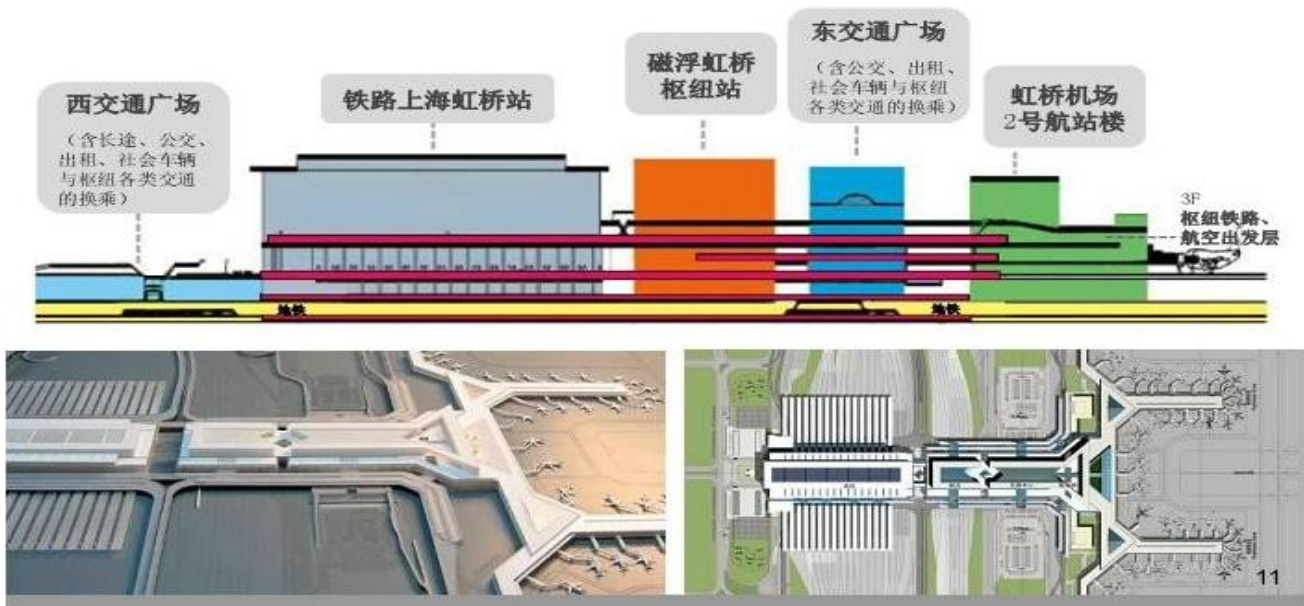


资料来源：《法兰克福机场的空铁联运》，东兴证券研究所

在国内，航站楼与高铁站结合最成功的即是上海虹桥，上海虹桥整合了上海虹桥高铁站和机场 T2 航站楼，航站楼和火车站间还预留了规划的沪杭磁悬浮站台。在虹桥，从火车站下车，便可直接沿着指示步行进航站楼乘车，步行时间仅需 15-20 分钟。上海虹桥的模式被证明后，越来越多的高铁站修进了机场航站楼，随着未来我国空铁联运-中枢纽辐射式运营模式逐步形成，枢纽机场将强者恒强，发挥更加重要的辐射带动作用。

- ◆ 贵阳龙洞堡站，兰州中川机场站，成都双流机场站，海口美兰站，三亚凤凰机场站，长春龙嘉机场站，石家庄正定机场站，郑州新郑机场站等机场都配有高铁站，未来有望成为空铁联运的重要平台。
- ◆ 同时，杭州萧山机场、北京新机场、南京禄口机场、天津滨海机场、上海浦东机场、南昌昌北机场、深圳宝安机场、广州白云机场等越来越多的机场也正在建设或规划着配套的高铁站。

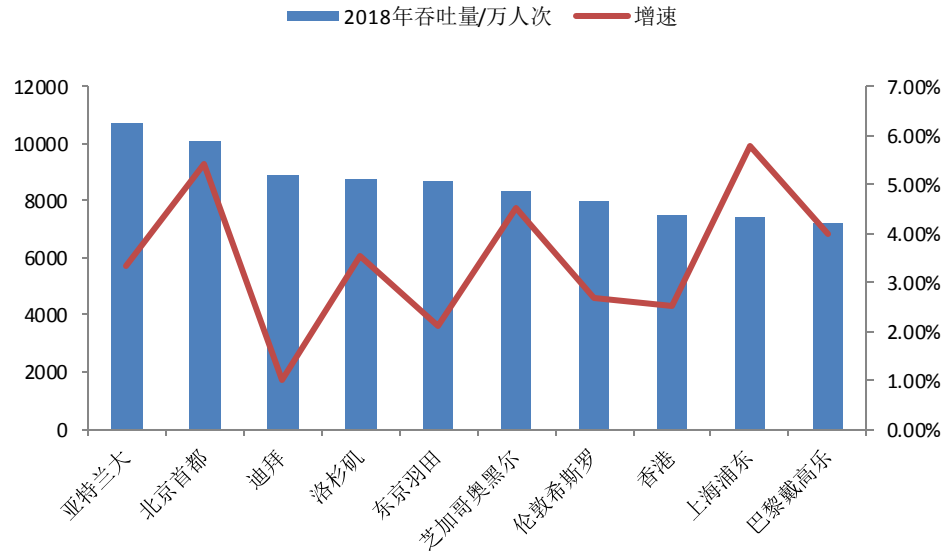
图 10：上海虹桥机场的航站楼+磁悬浮+高铁站



资料来源：上海虹桥站规划，东兴证券研究所

2018 年全国 235 个机场全年旅客吞吐量 12.64 亿人次，较 2017 年增长 10.2%，前 40 大机场占据 86% 的客流量。我国一线城市机场吞吐量已经与国际枢纽机场相当。2018 年我国机场全年旅客吞吐量超过达 12.65 亿人次，较上年增长 10.2%。其中北京首都机场年旅客吞吐量突破 1 亿人次，成为我国第一个年旅客吞吐量过亿人次的机场，也是继美国亚特兰大机场后，全球第二个年旅客吞吐量过亿人次的机场。2018 年，国内的前八大机场吞吐量都进入了全球前 50。

图 11：全球前十大枢纽机场吞吐量（万人次）

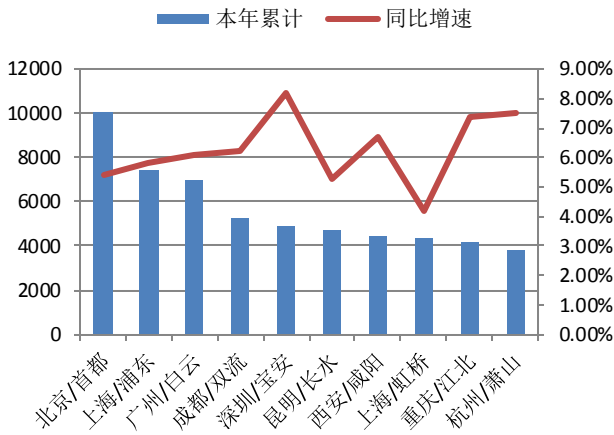


资料来源：国际机场协会，东兴证券研究所

枢纽机场是由多方面的因素综合作用产生的，包括特殊的地理位置、腹地经济水平、旺盛的市场需求以及实力强劲的基地航空公司等，东南沿海一带，“星罗棋布”的城市群，形成了一个庞大“国际机场集网络”。而后国家对机场的战略定位也强化了枢纽机场的护城河和竞争力，未来枢纽机场将不断强化在客流争夺当中的优势地位，枢纽机场强者恒强。

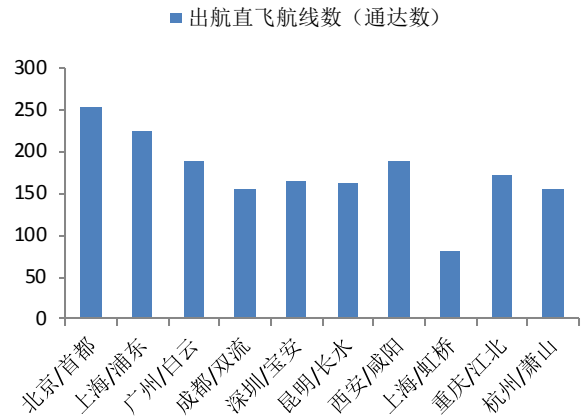
- ◆ 民航局对机场的定位包括大型国际枢纽、国际枢纽、区域枢纽和其他机场四类。北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场定位为大型国际枢纽机场，吞吐量位于全国前三。
- ◆ 深圳宝安、上海虹桥、杭州萧山机场由于腹地较好的经济水平带来旺盛的市场需求，吞吐量分列全国第 5、8、10 位。
- ◆ 成都、重庆由于地理位置特殊，所在地的高铁和公路时间都较长，加上成都还是强省会城市，周边客流量大、国际会议多，使得成都双流机场超越深圳宝安、上海虹桥等机场，排名全国第 4，而重庆江北机场排名第 9。
- ◆ 西安、昆明都属于强省会城市，区域内没有可竞争的大机场分流，加上旅行城市自带流量，成为全国吞吐量第 6 和第 7。

图 12：国内 top10 机场旅客吞吐量及增速



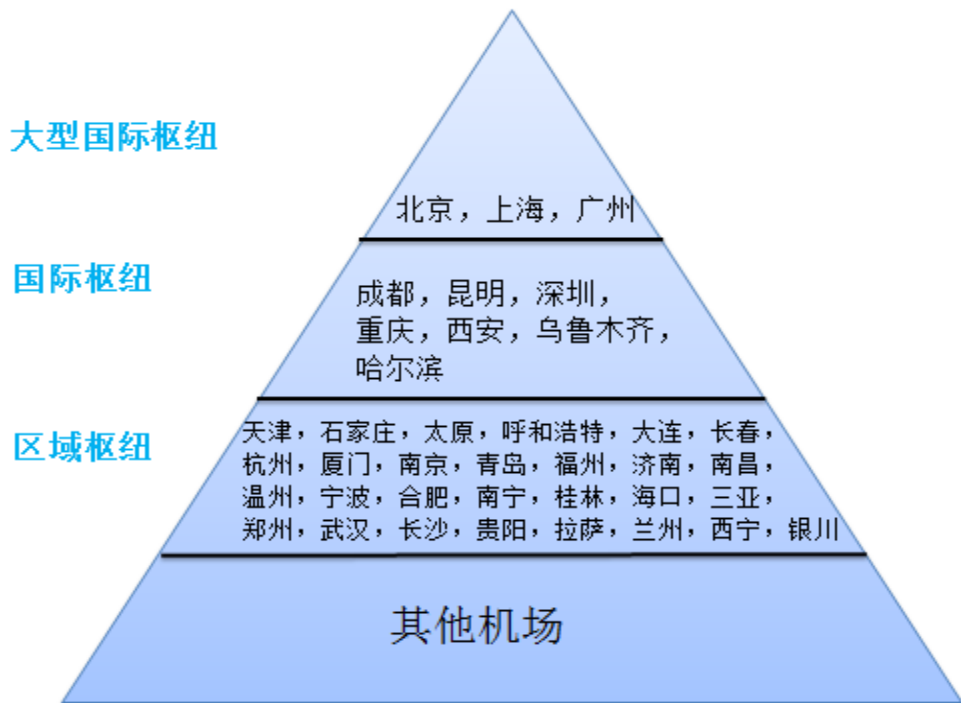
资料来源：CAAC，东兴证券研究所

图 13：全国各机场出港直飞航线数



资料来源：CAAC，东兴证券研究所

图 14：我国枢纽机场定位



资料来源：民航十三五规划，东兴证券研究所

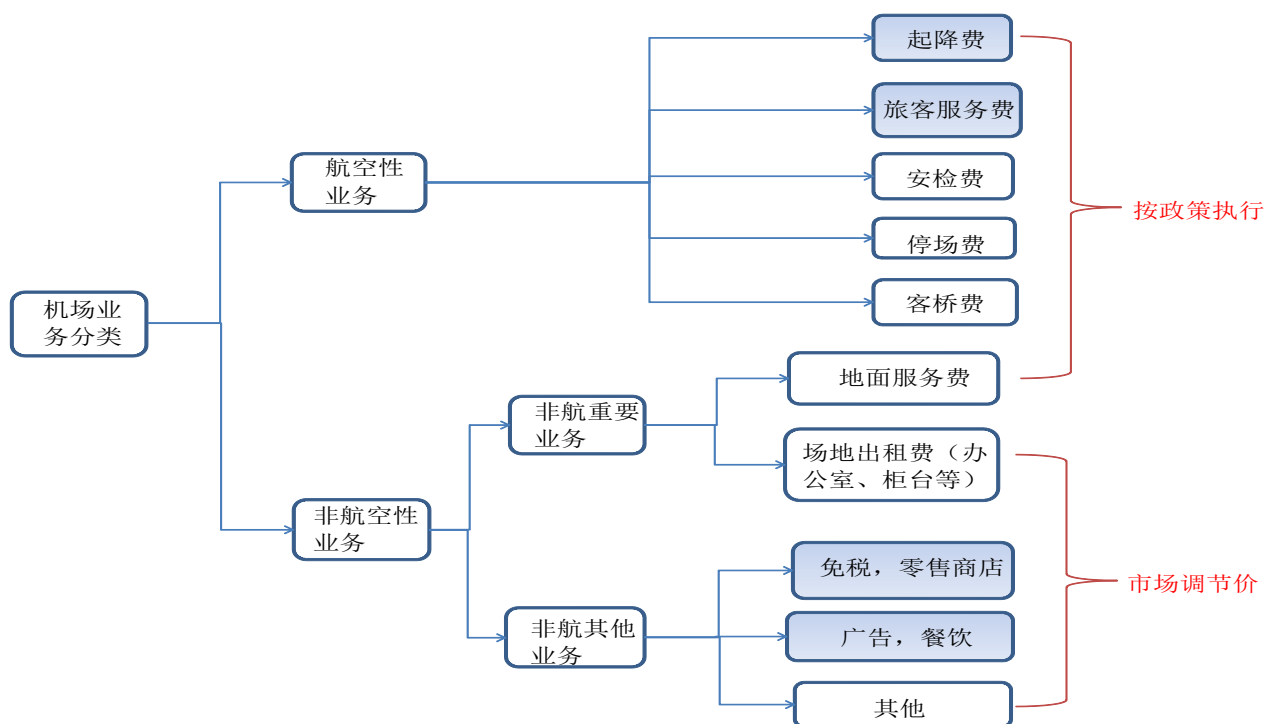


## 2. 机场的收入端与成本端分析

### 2.1 收入端：客流量与客流质量决定收入增长，非航收入贡献弹性

机场收入主要包括两大类，航空性业务收入与非航空性业务收入。航空性业务收入主要包括起降费（按航班收费）、旅客服务费（按人数收费）、安检费（按人数或货邮重量收费）以及停车费和客桥费，实行政府指导价。非航空性收入中，除地面服务费实行政府指导价以外，实行市场调节价。

图 15：机场业务划分为航空性业务与非航空性业务



资料来源：资料整理，东兴证券研究所

由于机场的营业成本中航空性业务的成本占大头，包含了折旧、人员工资等固定的刚性成本，因此目前较多机场的航空性业务处于微利或盈亏平衡的状态。航空性收入主要是航班起降次数、旅客人数、货邮重量来计费，同时国际旅客所贡献的航班性收入是国内旅客的两倍以上，所以板块收入随客流增长而增长，同时国际客户占比越高，而单客收入也越高。

表 2：国内与国际航线的航空性收费标准

项目	国内收费标准	国际及地区收费标准
起降费 (元/吨)	25 吨以下	240
	26-50 吨	650
	51-100 吨	1200+24*(T-50)
	101-200 吨	2400+25*(T-100)
		2000
		2200
		2200+40*(T-50)
		4200+44*(T-100)

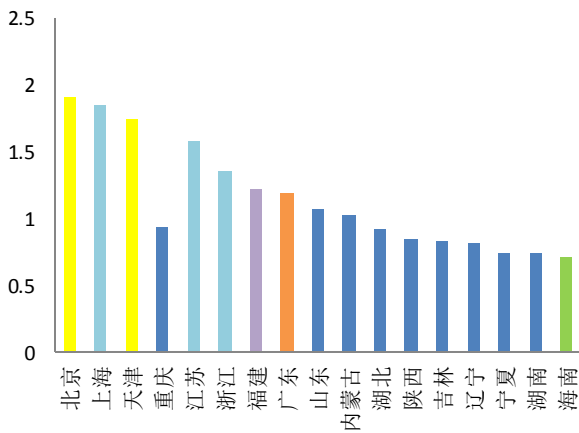


	201 吨以上	5000+32*(T-200)	8600+56*(T-200)
旅客服务费	(元/人)	34	70
安检费	旅客行李	8	12
(元/人, 元/吨)	货物邮件	53	70
停车场	(元)	2 小时以内免收; 2-6 (含) 小时按起降费的 20% 计收; 6-24 (含) 小时按起降费的 25% 计收; 24 小时以上, 每停车场 24 小时按照起降费的 25% 计收。不足 24 小时按 24 小时计收。	2 小时以内免收; 超过 2 小时, 每停车场 24 小时按照起降费的 15% 计收。不足 24 小时按 24 小时计收。
客桥费	(元)	单桥: 1 小时以内 200 元; 超过 1 小时每半小时 100 元, 不足半小时按半小时计收。 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	

资料来源:《民用机场收费标准调整方案》, 东兴证券研究所

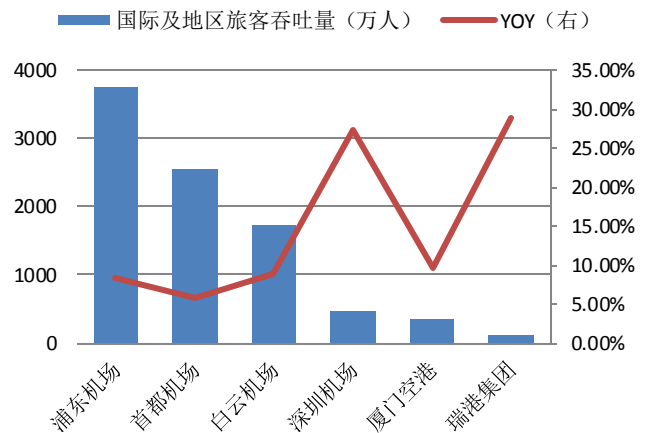
航空性收入取决于客流量, 而客流量从需求来说取决于腹地经济发展水平, 该区位的航空需求和该区域内机场间的竞争情况。北京、上海、广州、深圳作为一线城市, 都具备较好的经济发展水平和航空需求, 但从竞争情况来看, 首都机场未来将面临大兴机场的分流, 厦门高崎机场也将面临翔安机场的分流或是整体搬迁后的不确定性, 深圳机场则面临香港机场、澳门机场强大的竞争压力, 且香港机场第三跑道建成后, 将在空域、客流上对深圳机场带来压制, 白云机场、上海机场竞争态势良好, 上海机场位置得天独厚, 且周边江浙沪区域无同等级别的机场与之竞争。

图 16: 各省市人均 gdp 情况 (万美元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 17: 重点机场国际及地区旅客吞吐量 (2018)



资料来源: wind, 东兴证券研究所 (注: 首都机场数据为 2017 年)

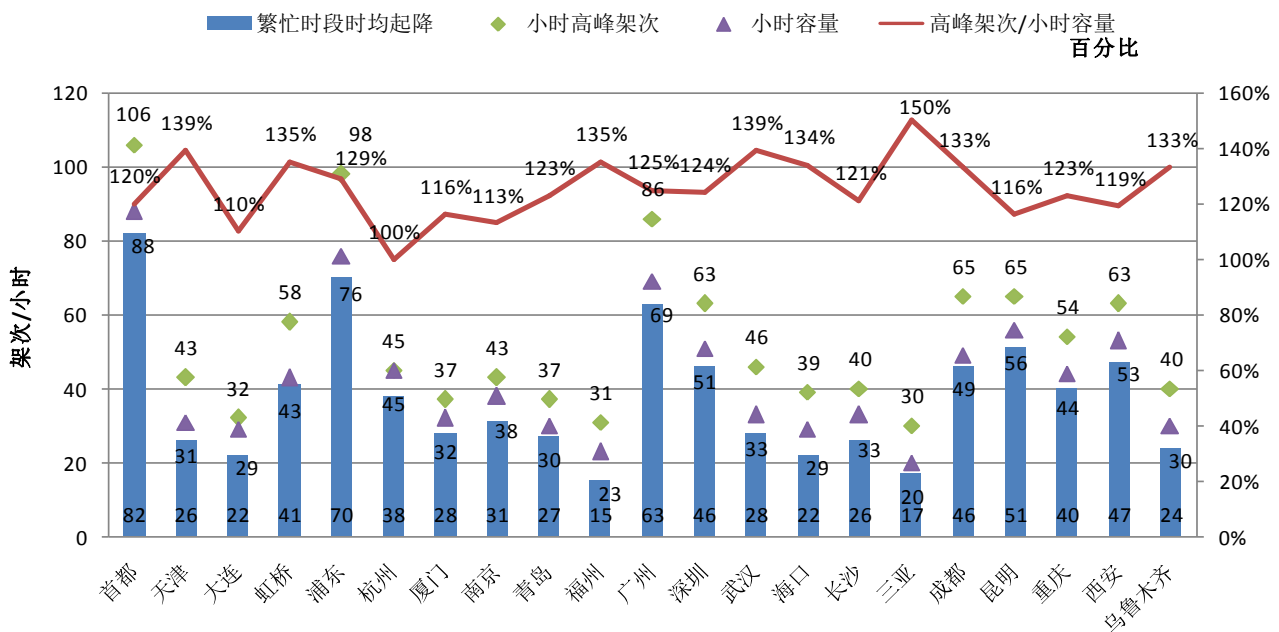
同时未来的客流量也会受供给侧的制约, 供给侧的制约包括跑道和航站楼的产能、空域等因素。从 2017 年的统计数据看, 协调机场小时高峰架次要高于繁忙时段时均起降及小时容量, 说明产能利用率未饱和。我们以日均起降架数计算各机场的产能利用率水平, 假设两条窄距跑道等于 1.4 条有效宽距跑道, 以单跑道日均起降产能 560 架次/日为标准计算(首都机场历史最高起降水平), 我们认为目前首都机场、虹桥机场、白云机场已满负荷, 而美兰机场、深圳机场的产能利用率尚有提升空间。

表 3：各机场的跑道情况与跑道产能利用率

机场	跑道数量	跑道构型	有效跑道数	总起降架数	单有效跑道日均起降架数	产能利用率
首都机场	3	3 条宽距跑道	3	614022	561	100.1%
上海浦东	4	两组近距离跑道	2.8	504794	494	88.2%
上海虹桥	2	一组近距离跑道	1.4	266790	522	93.2%
白云机场	3	1 条宽距跑道，一组近距离跑道	2.4	477364	545	97.3%
深圳机场	2	2 条宽距跑道	2	355907	488	87.1%
厦门机场	1	单跑道	1	193385	530	94.6%
海口机场	1	单跑道	1	165186	453	80.8%

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 18：2017 年度协调机场小时高峰架次

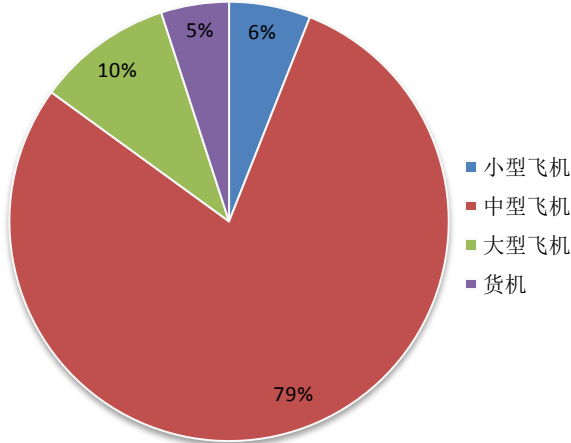


资料来源：《2017 年全国民航航班运行效率报告》，东兴证券研究所

在航班时刻资源有限的情况下，未来宽体飞机的渗透率水平提升也将缓解供给端压力。

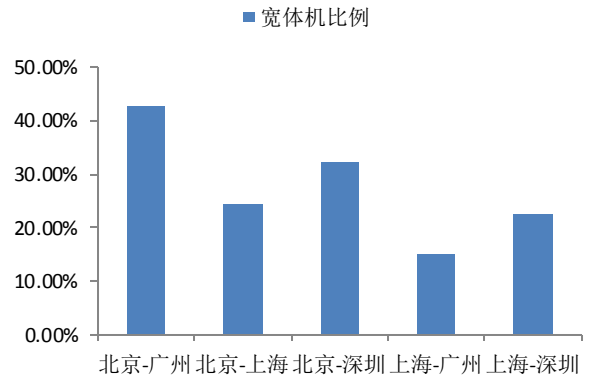
目前我国大型飞机即宽体机占比仅 10%，主要是投放在国际长距离航线及国内收益较高、时刻资源饱和的航线。未来时刻资源的饱和，在一定程度上可由宽体机渗透率提升来弥补，根据飞常准的航班信息统计，即使是宽体机应用最多的北上广深航线，目前宽体机比例也仅为 27%，有较大提升空间。大飞机替代小飞机，叠加客座率提升，将使单机承运人次不断增长。

图 19：宽体机占比 10%



资料来源：CAAC，东兴证券研究所

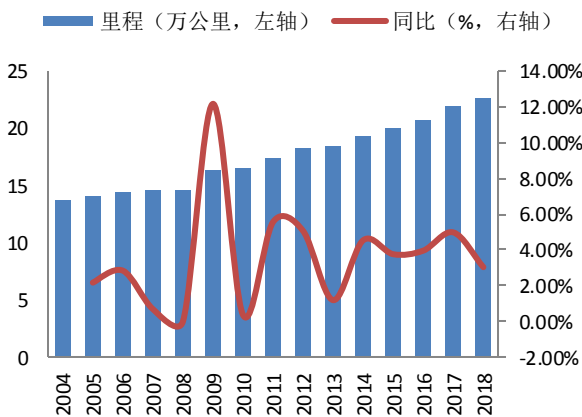
图 20：北上广深航线大飞机占比



资料来源：飞常准，东兴证券研究所

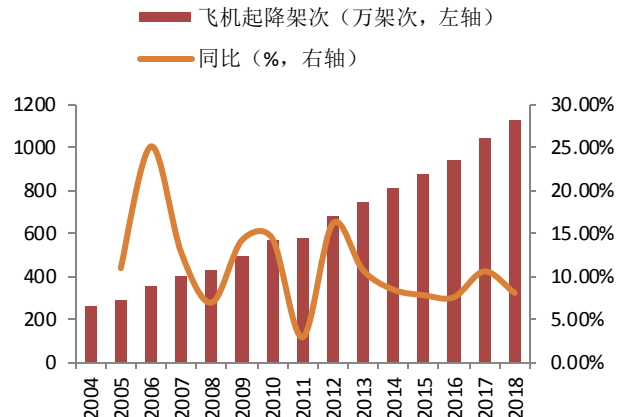
由于我国现行的空域管理体制是由空军负责实施全国的飞行管制，中国民航所占空域仅为全部空域的两成，而美国为 80%。但由于中国没有海外基地，空军的训练任务只能在本土完成，因此中美的空域条件不具备可比性。2006 年以来，我国航班起降架次年均增长在 10%左右，但民航可用空域资源供给增加的幅度却较低，尤以广州、上海、成都、北京管制区空域资源最为紧张，在这种矛盾下，加快空中通道网络建设成为当务之急。

图 21：2004-2018 航线总里程（万公里）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 22：2004-2018 飞机总起降架次（万架次）



资料来源：wind，东兴证券研究所

**空域制约因素长期有望改善。**我国目前正在加快 10+3 空中骨干大通道的建设，包括京昆、京广、京沪、沪广、沪哈、沪昆、中韩、沪兰、广兰、胶昆等 10 条空中大通道和成都-拉萨、上海-福州、兰州-乌鲁木齐三条复线。目前已经完成了京昆、广兰、沪兰、沪哈和中韩五条大通道和成都-拉萨、兰州-乌鲁木齐两条复线的建设，剩余的线路预计在 5 年内完成，下一步国家还将计划在粤港澳大湾区和海南省进行空域试点。随着骨干大网络的建成，长期看空域资源问题、尤其是北上广的空域资源紧缺将得到缓解。

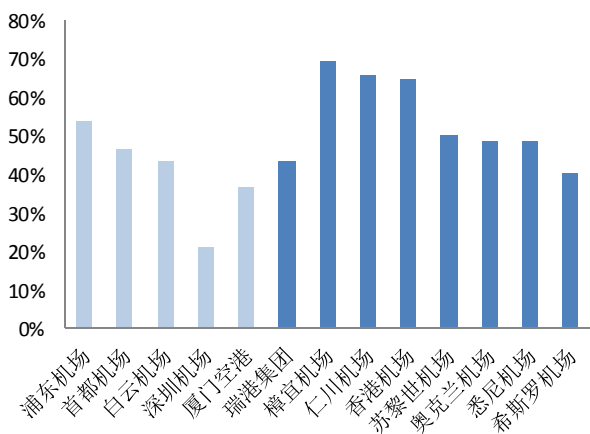
图 23：10+3 空中骨干大通道



资料来源：新闻整理，东兴证券研究所

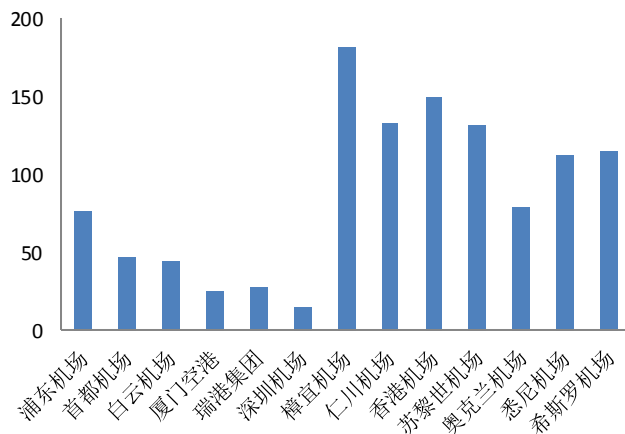
机场大部分利润由非航业务贡献，对比国际机场，国内机场的非航收入具有较大弹性。从毛利率水平来看，非航收入的毛利率要远远高于航空性收入，且部分机场的航空性业务仍处于亏损状态。从国外著名机场非航收入占比来看，非航收入的占比接近 50%，非航业务是机场的主要盈利来源。从我国机场的非航单客收入以及非航收入占比来看，对比国外机场，都有较大提升空间，未来非航业务的增长具有较大增长潜力，机场业绩弹性值得期待。

图 24：全球机场非航收入占比（2017）



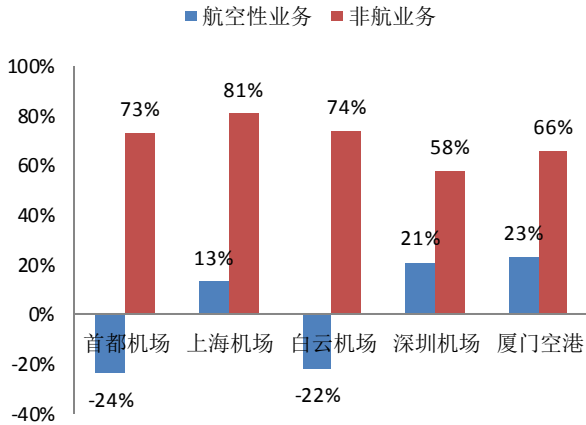
资料来源：罗兰贝格，东兴证券研究所

图 25：全球机场非航单客收入对比（2017）



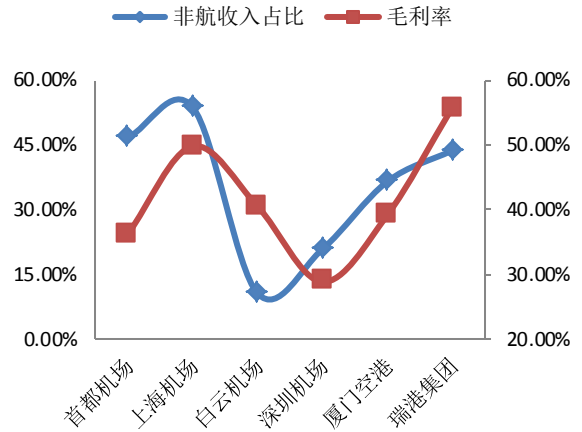
资料来源：罗兰贝格，东兴证券研究所

图 26：航空性业务毛利率与非航业务毛利率对比（2017）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

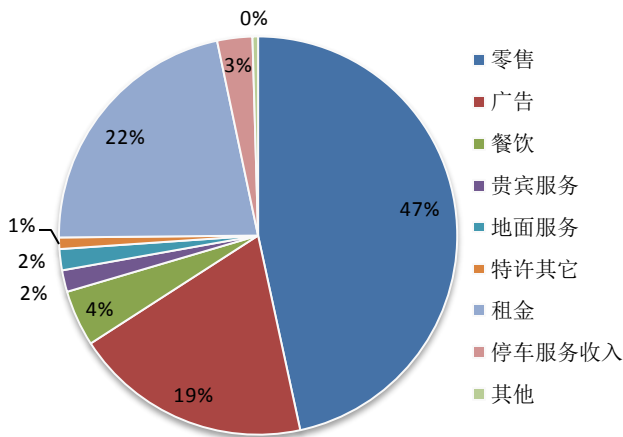
图 27：上市机场的综合毛利率与非航收入占比（2017）



资料来源：wind，东兴证券研究所

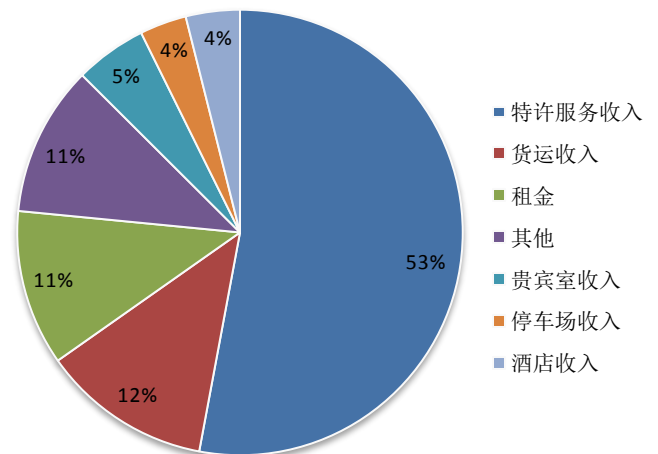
机场的非航收入包括广告、租金、含税商业、免税商业等等，广告收入与租金收入与航站楼本身的面积有较大相关性，若航站楼不进行扩建，租金和广告收入内生难以快速提升。未来随着客流量及客流质量的双重提升，以及我国居民的消费习惯变化，机场的单客消费将处于提升通道，带动机场的零售业务增长，非航收入的提升空间主要在免税商业和含税商业。

图 28：首都机场非航收入结构（2018）



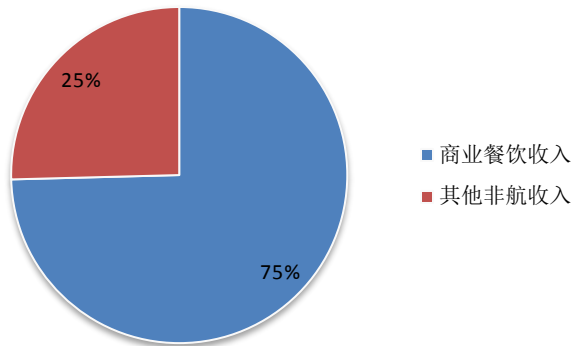
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29：瑞港集团非航收入结构（2018）



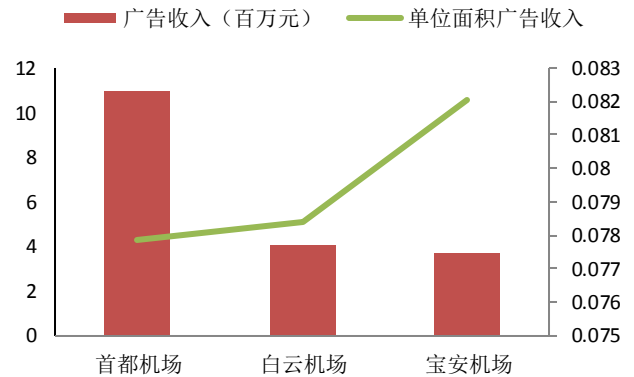
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 30：上海机场非航收入结构（2018）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：重要机场单位航站楼面积广告收入（2017）



资料来源：wind，东兴证券研究所

客流质量决定单客的消费水平，除旅游城市机场旅客有天然的消费习惯以外，国际航线旅客机场逗留市场长，消费能力强，且按国家政策，国际航线客户可在机场免税店进行消费，因此国际旅客占比增长对于提升机场免税商业收入和非航收入非常重要。我们统计各机场免税提点情况，可以看到免税业务收入包含保底租金和保底以上部分销售额的提点收入两部分组成，目前各大机场的提点比例在 35%-48%之间。

表 4：各机场的免税招标合同信息

机场	面积		保底租金	提成比例	中标公司	合同期限
首都机场	T2	进港：416.56 平方米	首年 8.3 亿元	47.50%	中免	自机场商贸公司将经营区域交付之日起 8 年
		出港：3186.09 平方米				
	T3	进港：1938.72 平方米	首年 22 亿元	43.50%	日上中国	
		出港：9461.43 平方米				
上海机场	T1+T2+卫星厅 1.69 万平		首年 35.25 亿元， 7 年 410 亿元	42.50%	日上上海	7 年， 2019.1.1-2025.12.31
白云机场	T1 进境	400 平方米	首年 1.19 亿元	42%	中免	6 年，T1 进境交付之日起， T2 启用满 6 年止。
	T2 进境	700 平方米	首年 1.78 亿元	42%		
	T2 出境	3544 平方米	首年 1.38 亿元	35%		8 年， 2018.4.26-2026.4.25
深圳机场	进境 377 平米		首年 0.45 亿元	35%	深免	3 年，可延期最长不超过 2 年。

资料来源：公司官网、公司公告，东兴证券研究所

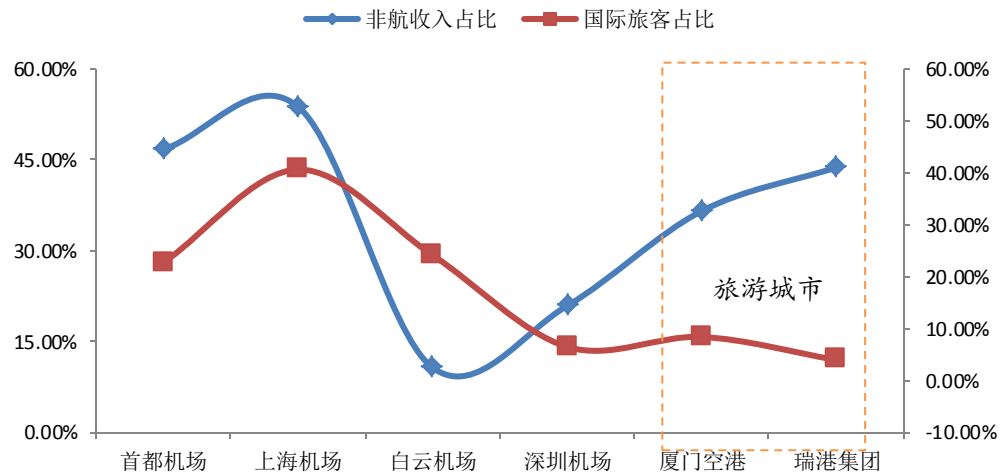
综上，从各大机场的国际旅客占比来看，由于广东人均 GDP 要低于北京、上海，因此四大机场中广州白云机场和深圳机场的国际旅客占比较低：

- 深圳机场由于国际旅客基数低，短期内国际旅客占比有望快速提升，但长期由于受到香港机场第三跑道、澳门机场等国际旅客分流的影响，深圳机场国际旅客的提升空间或将长期低于白云机场。根据《深圳机场国际航空枢纽建设工作方案》，深圳机场的目标为 2020 年国际旅客占比提升到 10%，远期提升到 15%；



- ◆ 我们看好白云机场的国际旅客长期提升空间，一是白云机场的定位要高于深圳机场，二是随着广东省人均 gdp 的提升，省内居民的国际出游需求提升，三是粤西地区暂无大机场，粤西旅客的航空出行大部分将通过白云机场来实现。
- ◆ 瑞港集团的海口美兰机场，作为海南省会的唯一机场，国际旅客也维持较快的增速，受益于海南离岛免税政策的不断放松，非航收入增长空间较大。

图 32：非航收入占比与国际旅客占比（2017）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.2 成本端：关注扩建项目折旧与集团资本开支

机场股的业绩具备一定的周期性，随着新项目的投产，折旧大幅增加，上市公司业绩会有骤然的下降，然后随产能利用率提升，业绩逐步回升增长。从未来新项目折旧压力看，浦东机场、美兰机场随着今年扩建项目投产，成本压力增加，而首都机场、深圳机场的成本压力较小。白云机场的项目在远期，是否会进入上市公司体内，尚待观察。

表 5：各机场的扩建计划

扩建项目		工程设计造价	建成时间	投资主体
浦东机场	卫星厅	201 亿	2019 年 9 月	上市公司
白云机场	第四、第五跑道和 3 号航站楼	500 亿	2022	集团
深圳机场	第三跑道	93.5 亿	2022	集团
	卫星厅	68 亿	2021	上市公司
美兰机场	第二跑道、T2 航站楼	147 亿	2019 年 10 月	上市公司

资料来源：公司官网、公司公告，东兴证券研究所

成本端还需要关注上市公司的资产完整性和集团的资本开支计划，由于资产的不完整，上市公司和集团间会存在较多的关联交易，而集团大股东的资金诉求将在一定程度上影响关联交易的成本以及机场资产注入的价格。

- ◆ 从资产完整性来看，美兰机场、首都机场、白云机场的资产完整性较好，而深圳机场、上海机场的完整性较差。
- ◆ 深圳机场虽然资产完整性差，但集团的资本开支压力较小，且集团拥有广告、酒店、旅行社等多项产业，集团对上市公司的利润依赖度较低。
- ◆ 从集团的资金诉求看，尽管广东省机场集团的资本开支压力最大，白云机场三期、新佛山机场总投资金额分别达 500 亿和 350 亿，但白云机场的资产完整性较好，且机场集团的负债率尚有提升空间。
- ◆ 综合扩建项目折旧与集团关联交易的风险，我们认为上海机场、瑞港集团成本端短期有增加压力，而深圳机场、首都机场、白云机场未来的成本端压力较小。

表 6：机场上市公司体内资产

机场	上市公司主要资产	向集团等关联方租赁资产（租期）
首都机场	T1 航站楼 T2, T3 航站楼地面资产 一, 二, 三跑道地面资产	飞行区土地（20 年） 跑道，机坪，停车场土地使用权（50 年）
上海机场	T1 航站楼，一跑道地面资产 T2 航站楼地面资产 二跑道部分地面资产 三跑道地面资产	二期飞行区土地（一年一签） 浦东机场办公场所（一年一签） 二跑道部分资产（一年一签） 四跑道（一年一签） T2 航站楼场地（一年一签）
白云机场	T1 航站楼地面资产 一, 二, 三跑道地面资产 T2 航站楼地面资产	飞行区土地（6-20 年） 飞行区外土地（6-20 年） T2 航站楼场地（8 年） 各种设备（20 年）
深圳机场	T3 航站楼地面资产 一跑道地面资产	一跑道土地，T3 航站楼土地（一年一签） 飞行区站坪及东航站区配套设施用地（一年一签） 二跑道由集团建设，起降费与上市公司分成，公司分 60%
瑞港股份	T1 航站楼、跑道地面资产	停机坪、办公室、进场道路

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 机场股估值与历史复盘

#### 3.1 机场股历史复盘：公用事业属性可防御，非航业务可成长

我们回顾 2010 年至今机场股的市场表现，看到机场股有超额收益的时间段有三段：

- ◆ 一是在熊市中（2010-2013 年），机场股盈利稳定，公用事业的属性带来较好的防御性，整体跑赢沪深 300 指数。在牛市中，机场股也具备较好的市场表现，整体跑赢大盘。
- ◆ 二是 2014 年 6 月到 2015 年 6 月，机场行业的区间涨跌幅为 151%，而同期沪深 300 指数的涨跌幅仅为 105%，机场板块涨跌幅落后于高 beta 的航空（349%）、

航运（290%）、建筑（226%）、券商（165%）等行业，但跑赢了港口、通信、家电、传媒、电子、化工等众多行业。

- ◆ 三是 2017 年以来，由于各机场的免税合同陆续到期，免税业务重新招标，提点比例大幅提升，带来市场对机场非航业务的价值重估，板块迎来了业绩和估值双重提升。这其中除 2018 年下半年，由于财政部取消部分机场的民航发展基金返还，板块有一定幅度的调整外，机场板块整体表现较好。

**图 33：2010 至今 wind 机场指数与沪深 300 指数表现对比**



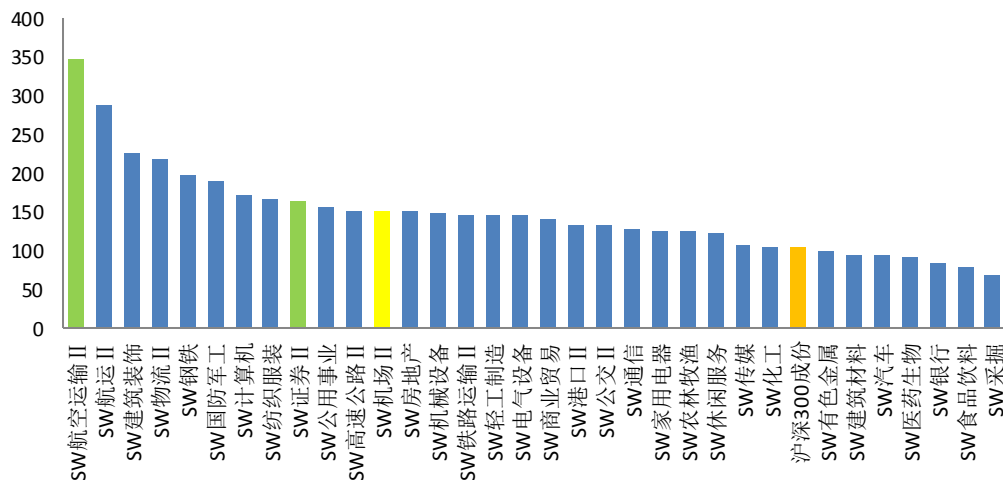
资料来源：wind，东兴证券研究所

**图 34：2010 至今 wind 机场板块与沪深 300 估值水平对比**



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 35：2010 至今 wind 机场板块与沪深 300 估值水平对比

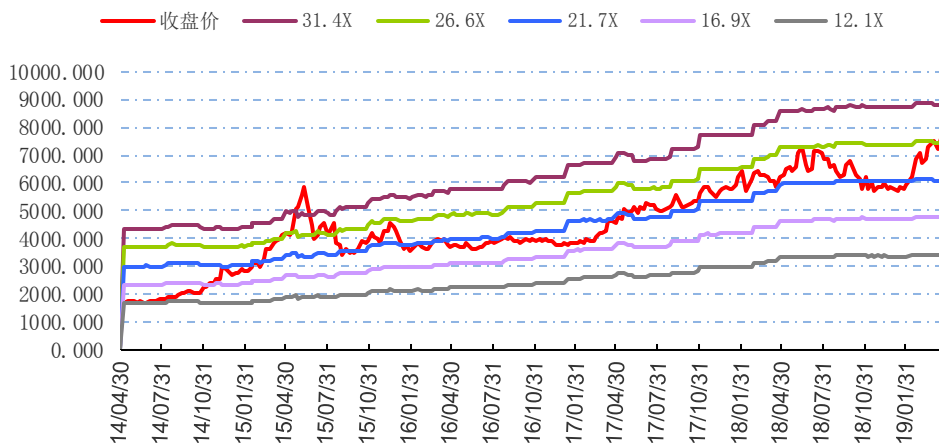


资料来源：wind, 东兴证券研究所

### 3.2 机场股的估值：公用事业+零售双重属性，板块估值合理

从机场股的整体估值来看，除去 15 年牛市估值大幅提升的情形，在 17 年以前，机场股更多的作为公用事业投资标的看待，核心估值中枢在 15X-22X 之间。17 年以后，机场股的免税价值得到重新评估，在公用事业+零售的双重属性下，板块的核心估值抬升到 22X-27X 水平，目前机场板块平均估值为 27 倍，水平较为合理，在板块历史估值中处于较高水平。我们认为，若非市场大幅上涨，机场板块在未来要持续获得超额收益的难度正加大。

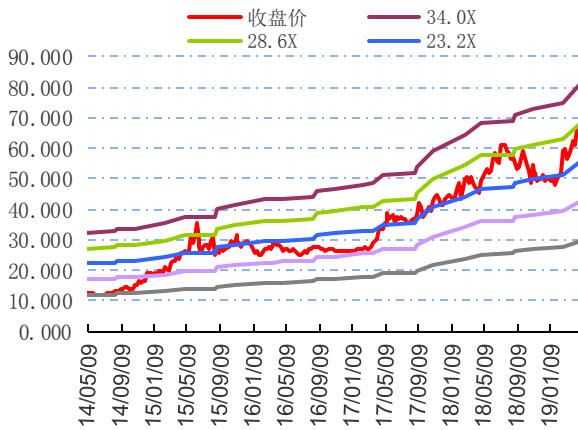
图 36：近 5 年机场行业 pe band



资料来源：wind, 东兴证券研究所

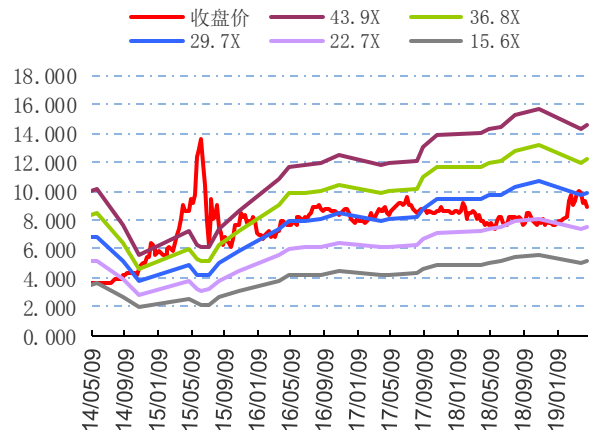
比较六家上市公司估值水平，白云机场的估值已处于历史高位，上海机场估值处于历史中上，深圳机场、厦门空港处于历史中下，而北京首都股份、瑞港集团的估值处于历史低位。厦门空港、北京首都股份的估值主要受大兴新机场和翔安机场分流压力所压制，而瑞港集团主要是由于海口美兰机场二期投运，短期折旧压力加大。从中长期考虑，我们认为二期投运将逐步释放产能，同时推动非航业绩增长，瑞港集团估值性价比最高。

**图 37：上海机场近 5 年 pe band**



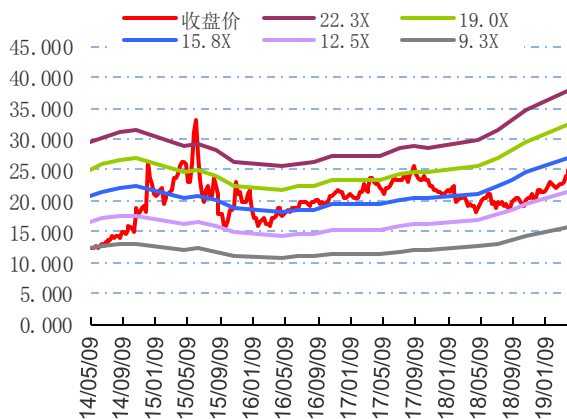
资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图 38：深圳机场近 5 年 pe band**



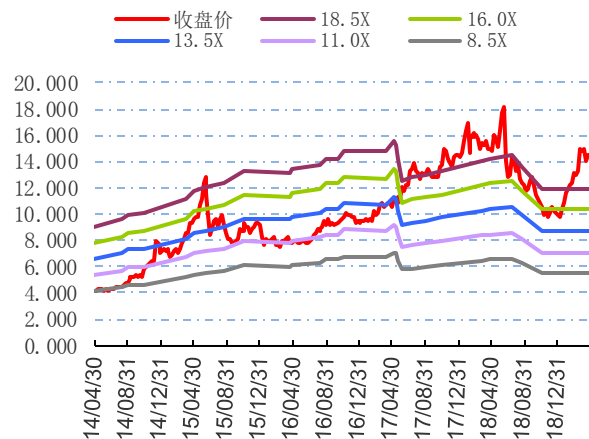
资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图 39：厦门空港近 5 年 pe band**



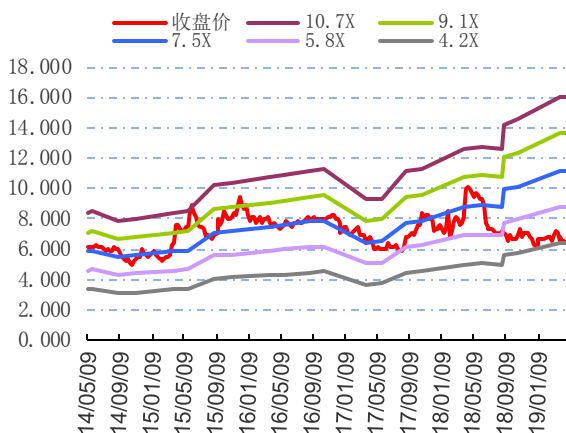
资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图 40：白云机场近 5 年 pe band**



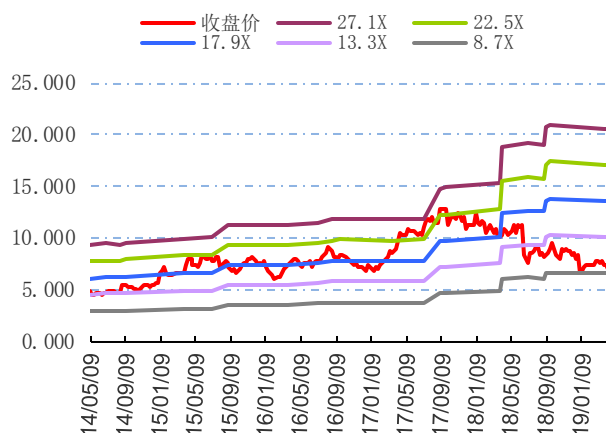
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 41：瑞港集团近 5 年 pe band



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 42：北京首都机场股份近 5 年 pe band



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 4. 投资策略

### 4.1 行业投资策略

机场行业具有区域垄断性和收费永续性等特点，随着未来我国空铁联运-中枢辐射式运营模式逐步形成，枢纽机场将强者恒强。机场股同时具备公用事业和零售双重属性，航空性收入依赖于客流量或货运量，有类公用事业收益稳定的特点，非航收入取决于客流量与客流质量，有较好弹性。目前 A 股机场板块平均估值为 27 倍，在板块历史估值中处于较高水平，机场板块未来要持续获得超额收益的难度正加大。

投资策略上，建议选择非航收入弹性大，成本压力小、估值合理的投资标的，**重点推荐深圳机场（000089.SZ）**：收入端基础设施能力充足，产能利用率有提升空间，且近几年国际旅客基数低，非航收入增长弹性大。成本端压力较小，与白云机场相比，不受民航基金发展返还取消的影响。目前估值仍处于历史中位水平以下，作为粤港澳大湾区中心城市机场，未来估值水平有望抬升；**瑞港集团（00357.HK）**：作为海南省会机场，具有区域竞争的垄断性，随着二期投运、离岛免税等政策支持，海口美兰机场长期增长空间大，目前估值处于历史底部。

### 4.2 重点公司推荐

#### 4.2.1 深圳机场（000089.SZ）：粤港澳大湾区机场，静享国际化提速

国际航线不断拓展，国际旅客占比有望快速提升。2016 年以前，深圳机场一直被定位为区域枢纽机场，国际业务也因此拓展缓慢，民航十三五规划出台后，2016 年至今，深圳机场的国际业务发展明显提速。18 年深圳机场国际旅客吞吐量同比增 33.8%，但占比 8% 仍低于其他一线城市机场。根据最新的 19 年夏秋季航班计划，深圳机场新开直飞罗马、德黑兰、名古屋等多条国际客运航线，国际客运航线已突破 50 条。粤港澳大湾区发展规划纲要中提出，巩固提升香港国际航空枢纽地位，强化航空管理

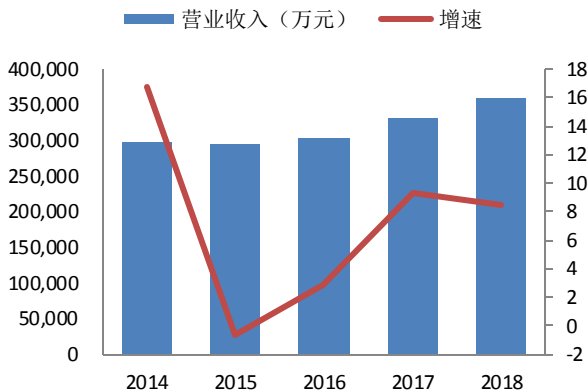


培训中心功能，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能，深圳机场的国际枢纽的定位得到确认和强化，且根据《深圳机场国际航空枢纽建设工作方案》，深圳机场的目标为 2020 年国际旅客占比提升到 10%，远期提升到 15%。

**现有产能利用率仍有提升空间。**我们以日均起降架数计算各机场的产能利用率水平，假设两条窄距跑道等于 1.4 条有效宽距跑道，以单跑道日均起降产能 560 架次/日为标准计算（首都机场历史最高起降水平），我们认为目前首都机场、虹桥机场、白云机场已基本满负荷，而深圳机场的产能利用率尚有提升空间。19 年 Q1，深圳机场的正常率达到 88.9%，较高的正常率水平将有利于时刻资源逐渐释放，推动高峰小时容量提升。

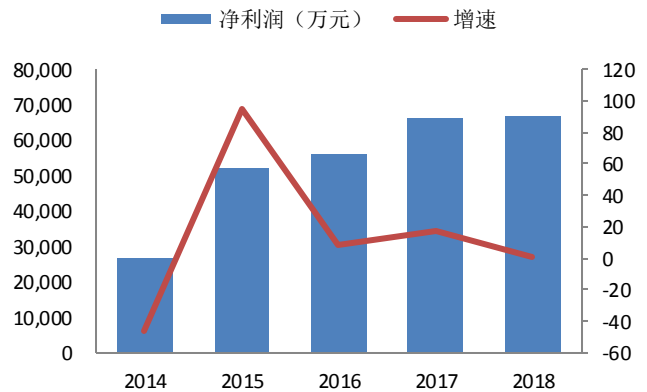
**第三跑道开建保障远期业务量持续增长。**远期公司产能将进一步扩张，目前公司第三跑道已经开建，规划 2025 年高峰小时容量 83 架次。同时 T3 适应性改造工程和卫星厅已开工，预计 21 年竣工，未来分别满足 3000 万（国内+国际）和 2200 万（国内）旅客吞吐量需求。由于卫星厅投产带来的成本增加要在 21 年以后才体现，加上深圳机场不受“民航基金返还取消”政策的影响，近两年公司的成本端压力较小，目前的估值水平较同行业上市公司有明显优势。

图 43：深圳机场 2014-2018 年营业收入及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 44：深圳机场 2014-2018 归母净利润及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

#### 4.2.2 瑞港集团 (00357.HK)：踏上自贸区春风，长期增长空间广阔

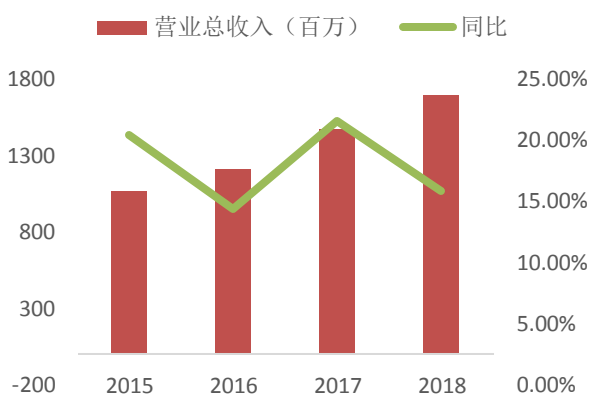
**非航收入持续增长可期，离岛免税优势突出。**目前全国仅海南实行离岛免税，美兰机场位于海口，享受海南免税政策+省会城市双重流量优势。美兰机场免税由海免集团运营，价格多为专柜的 7 折，且经营面积居于上市机场中首位。一方面，免税的限购额度、次数放开推动购买总人数上升；另一方面，18 年美兰机场在国际旅客占比仅 5%的情况下实现了非航收入 47%的占比，未来随着国际旅客占比大幅提升，非航业务弹性可期。

**二期工程即将投产，单航站楼+单跑道产能瓶颈打开。**离岛免税政策的实施+清晰的定位，带来了美兰机场的快速成长期，随着 2013 年至今旅客吞吐量以及航班起降架

次增速逐渐从 10%左右攀升至 20%左右，单航站楼+单跑道配置使得机场产能趋于饱和。二期项目计划于 2019 年 10 月投产，届时美兰机场将新增一条 3600 米的跑道，2 条平行滑行道，29.6 万平方米的 T2 航站楼，61 个机位站坪和 GTC 交通枢纽。二期设计可满足旅客吞吐量 3500 万，货邮 40 万吨，T2 的投运打开了美兰机场的产能瓶颈。

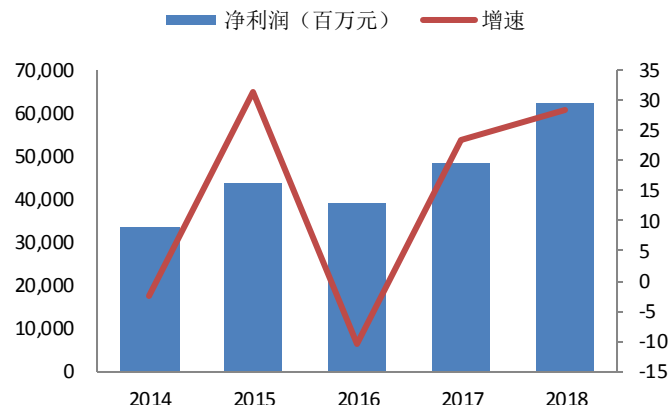
民航收入基金返还取消影响有限，公司估值已处于历史底部。2018 年 6 月 15 日民航发展基金返还政策做出调整，11 月 29 日后，返还的民航发展基金作为公司收入处理政策将不再执行。我们测算 18 年民航基金返还对公司归母净利润的影响为 30.2%，影响正逐年降低，尽管此次调整会对公司 19 年营收、利润带来一定压力，但迅速增长的非航业务增量将弥补基金返还取消带来的业绩下滑。我们认为，公司目前的估值已处于历史底部，已充分反映了基金返还取消的影响，无需过多担忧该因素对未来股价的制约。

图 45：瑞港集团 2014-2018 年营业收入及增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 46：瑞港集团 2014-2018 归母净利润及增速



资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 5. 风险提示

空域资源紧张；  
免税政策变化；  
宏观经济波动。

---

## 分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

---

## 研究助理简介

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。