

# 交通运输

证券研究报告

2019年12月11日

## 布局低估值高弹性航空，紧握机场核心资产

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

曾凡喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110001  
zengfanzhe@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业研究周报:看好密尔克卫长期价值, 限硫令有望拉动油运》 2019-12-08
- 2 《交通运输-行业研究周报:PMI 回升至荣枯线上, 集运开征燃油附加费》 2019-12-01
- 3 《交通运输-行业研究周报:航空票价上扬, 密尔克卫增持》 2019-11-24

### 航空板块: 供给收紧结构改善, 布局低估值高弹性航空

供给端: 我们通过三阶段情景分析, 判断 B737MAX 停飞及时刻政策偏紧将导致 2020 年民航供给从总量的角度看偏紧张; 结构层面, 一线市场机场的整体有序放量将使市场下沉速度显著放缓, 优化供给结构。需求端: 经济增长消费升级, 民航需求依然有长期成长空间; 短期伴随着经济刺激政策加码, 2020 年经济迎来“开门红”的概率较大, 航空需求有望回温。供需改善, 叠加 2019 年运价低基数及民航运价市场化不断推进, 预计 2020 年运价偏暖。在布油中枢 60 美元/桶, 美元兑人民币汇率中枢 7.00 的假设基础上, 同时考虑到航空公司在成本管控方面做出的种种努力逐步显效, 我们认为 2020 年民航依然将处于高景气区间, 业绩有望显著修复。

2018-2019 年航空股股价波动较大, 但于低 PB 估值时均得到有效支撑。回首历史行情, 自 2006 年三大航齐聚资本市场以来, 除 2014 年市场极度低迷、油价高企、航空公司盈利步履维艰的情况下三大航 A 股破净, 其余历次股价底部之时三大航 PB 估值均在 1 倍以上。考虑到我国航空行业仍可实现整体盈利, 因此航空公司净资产仍将呈现上行趋势, 航空股的底部中枢依然有望持续上行, PB 底大概率有效。目前三大航估值依旧处于 PB 底部区间, 向下风险有限, 一旦外部环境或市场情绪发生正向共振, 航空股向上具备充足的动能。

考虑到近年来大航中盈利能力最强的依旧为中国国航, 因此我们认为从底部支撑的角度看, 国航的支撑力最强; 从弹性的选择来看, 南方航空收入规模大, 业绩基数较低, 内生及外部环境变量波动带来的弹性更足。民营航空公司方面, 吉祥航空有望在 2020 年权益法并表东航投资收益, 业绩有望显著增厚; 春秋航空在日本线企稳后依旧有望保持较快的营收及利润增速。推荐三大航, 核心推荐国航、南航、东航, 同步推荐吉祥、春秋。

### 机场板块: 握紧核心资产, 博弈弹性机会

航空主业方面, 伴随着运营效率的提高、时刻有序放量, 上海、广州、深圳机场客流量将持续走高; 非航方面, 鉴于居民消费升级的浪潮不变, 海外消费回流趋势不改, 我们对枢纽机场的免税销售景气度持乐观态度。2020 年机场板块投资主线依然是免税销售持续增长抬高租金收入, 进而拉动枢纽机场业绩不断攀升。

免税的主线下, 不同机场的细节逻辑却又不尽相同。从业绩增长的稳定性及抗风险能力上, 我们认为在机场板块中上海机场无出其右, 继续建议握紧核心资产, 做时间的朋友; 基本面见底复苏预期强烈需看首都机场; 从业绩增速和弹性的角度看, 我们认为白云机场 2020 年活跃度或相对较高; 深圳机场国际线增速迅速, 如成本管控得当, 短期业绩也有较大的向上弹性。推荐上海机场、北京首都机场股份; 关注白云机场, 深圳机场。

### 投资建议

推荐中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空、春秋航空、上海机场, 北京首都机场股份, 关注白云机场、深圳机场。

**风险提示:** 经济超预期下滑, 油价汇率剧烈波动, 免税不及预期, 安全事故

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.50	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	16.67	15.45	11.97	10.76
600029.SH	南方航空	6.66	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	27.75	17.08	11.29	9.25
600115.SH	东方航空	5.10	买入	0.17	0.27	0.48	0.55	30.00	18.89	10.63	9.27
601021.SH	春秋航空	41.22	买入	1.64	2.11	2.40	2.71	25.13	19.54	17.18	15.21
603885.SH	吉祥航空	13.19	买入	0.63	0.70	0.91	1.05	20.94	18.84	14.49	12.56
600009.SH	上海机场	78.70	买入	2.20	2.66	2.89	3.56	35.77	29.59	27.23	22.11

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS



## 内容目录

<b>1. 航空板块：供给收紧结构改善，布局低估值高弹性航空</b>	<b>4</b>
1.1. 2019 回顾：供给逻辑低于预期，股价底部得到支撑	4
1.1.1. 供给侧逻辑低于预期，供需结构表现不佳拖累运价	4
1.1.2. 外部环境共振，航空股整体跑输市场，但底部得到支撑	5
1.2. 供给收紧结构改善，2020 年运价偏乐观	6
1.2.1. 2020 年供给收紧是大概率事件	6
1.2.2. 市场下沉趋缓，核心市场有序放量，总量收紧下供给结构明显改善	9
1.2.3. 需求复苏拉动运价企稳回升，行业高景气运行	9
1.3. 年度策略：供给偏紧维系行业景气，布局低估值高弹性航空	10
1.3.1. 2018-2019 年底部强支撑，PB 底基本确立	10
1.3.2. 投资建议：布局低估值高弹性航空，静待风来	11
<b>2. 机场板块：握紧核心资产，博弈弹性机会</b>	<b>12</b>
2.1. 2019 回顾：非航收入带来消费属性，估值提升下的独立行情	12
2.1.1. 非航收入快速增长带来消费属性	12
2.1.2. 估值提升演绎独立行情，机场板块成为 2019 年交运板块的明星	14
2.2. 免税！还是免税！仍将是枢纽机场业绩上攻的助推器	15
2.2.1. 消费升级、消费回流，中国免税品成长空间广阔	16
2.2.2. 中免力图做大做强机场免税利好枢纽机场业绩提升	17
2.2.3. 持续看好枢纽机场免税销售持续创新高带动业绩增长	17
2.3. 投资建议——握紧核心资产，博弈弹性机会	18
2.3.1. 上海机场——紧握核心资产，做时间的朋友	18
2.3.2. 首都机场股份——持续分流，但业绩底部可期	19
2.3.3. 白云机场——2020 年机场板块中的活跃份子	20
2.3.4. 深圳机场——国际线持续放量，业绩释放或仍需等待	21
<b>3. 投资建议</b>	<b>22</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：我国运输飞机数量	4
图 2：民航 ASK 及同比增速	4
图 3：2019 年各月 ASK，RPK 同比增速及客座率同比表现	5
图 4：民航运价指数表现	5
图 5：油价汇率走势	5
图 6：SW 航空指数与沪深 300 指数走势	5
图 7：2019 年申万航空指数表现及个股表现	6
图 8：2020 供给分析框架	7
图 9：民航局统计公报机场起降架次	8
图 10：吞吐量排名靠前的十五大机场时刻执行率	8

图 11: 我国人均乘机次数 .....	10
图 12: 我国人均可支配收入 .....	10
图 13: 三大航股价走势 .....	11
图 14: 三大航 PB 估值 .....	11
图 15: 机场的产能周期示意图 .....	13
图 16: 非航收入快速增长前, 上海机场、白云机场 PE 估值均低于当前水平 .....	13
图 17: 上海机场免税租金收入 .....	14
图 18: 首都机场免税租金收入 .....	14
图 19: 各上市机场月度起降架次 (架) .....	14
图 20: 各上市机场月度旅客吞吐量 (万人次) .....	14
图 21: 上海机场历史对 2020 年业绩的一致预期 .....	15
图 22: 上海机场动态估值水平 .....	15
图 23: 机场板块及个股走势 .....	15
图 24: 我国烟酒类商品销售额及同比增速 .....	17
图 25: 我国香化类商品零售额及同比增速 .....	17
图 26: 上海机场航班正常性 .....	19
图 27: 上海机场外资持股比例及动态 PE 估值 .....	19
图 28: 深圳机场季度营业收入及同比增速 .....	21
图 29: 深圳机场季度营业总成本及同比增速 .....	21
表 1: 1H19 各航司供给相关参数增速 .....	4
表 2: 2019 年冬春季时刻增量表 (周班次: 个) .....	8
表 3: 分类别机场周计划航班数及同比增速 .....	9
表 4: 历次三大航股价底部区域最低 PB 值 .....	11
表 5: 天风交运各航空公司盈利预测及目标价汇总 .....	12
表 6: 口岸免税店政策 .....	16
表 7: 各机场免税店信息梳理 .....	18
表 8: 首都机场周计划时刻数量 (个) 测算及年化吞吐量 (万人次) 估算 .....	20
表 9: 白云机场一致盈利预测 .....	20
表 10: 全球机场估值对比 (2019-12-04) .....	21

## 1. 航空板块：供给收紧结构改善，布局低估值高弹性航空

供给端：我们认为 2020 年 B737MAX 停飞有望持续压缩民航供给，且一线机场的有序放量将优化供给结构。需求端：伴随着宏观经济的企稳，我们认为需求有望逐步复苏。我们判断民航仍将高景气运行，考虑到 2019 年的低基数以及运价市场化改革的有序推进，预计 2020 年运价大概率偏暖。在布油中枢 60 美元/桶，美元兑人民币汇率中枢 7.00 假设基础上，业绩有望显著修复。当前航空股尤其是大航股价对应 PB 估值处于历史底部区间，向下风险可控，向上弹性可期，推荐三大航，春秋、吉祥。

### 1.1. 2019 回顾：供给逻辑低于预期，股价底部得到支撑

#### 1.1.1. 供给侧逻辑低于预期，供需结构表现不佳拖累运价

2018 年 10 月 29 日、2019 年 3 月 10 日波音 B737MAX 机型半年内连续发生两次事故，遭全球停飞。目前我国全部 97 架存量 B737MAX 飞机处于停飞状态，存量 B737MAX 订单自三月起全面延迟交付。我们根据我国 2018 年底 3639 架的规模推算，停飞及年内延迟交付飞机数量约占存量飞机体量的约 6%。

截至 2019 年 10 月，剔除 B737MAX 后民航运输飞机数量为 3674 架，仅比 2018 年底多 1%。民航休闲小站数据显示 11 月我国民航引进飞机数也仅为 23 架，明显低于往年年底引进数量水平。市场一度预期 B737MAX 停飞及延迟交付会迅速产生显著的供给缺口，然而从供给增速来看，鉴于航空公司通过存量机队腾挪提高利用率，引进宽体机及大机型窄体机放大单机座位数，增投国际航线拉长航距创造供给，2019 年前十个月我国民航供给增速虽有放缓，但 ASK 同比增速仍达到 9.9%，超出市场前期预期。

表 1：1H19 各航司供给相关参数增速

	飞机数	宽体机	窄体机	座位数	国内线	国际	ASK	国内线	国际	航距	国内	国际
国航	1.2%	10.4%	-0.6%	4.4%	2.8%	10.7%	5.9%	3.4%	9.5%	1.4%	0.6%	-3.6%
南航	3.4%	6.4%	2.9%	7.8%	7.4%	9.8%	10.1%	8.9%	12.8%	2.2%	1.4%	1.4%
东航	7.3%	12.5%	6.6%	8.4%	9.0%	5.4%	10.4%	12.2%	7.3%	1.8%	2.9%	-0.3%
春秋	7.5%		7.5%	10.0%	9.3%	12.1%	9.3%	8.9%	10.0%	-0.7%	-0.4%	-3.1%
吉祥	7.2%		2.4%	19.9%	18.9%	26.4%	16.1%	15.5%	18.8%	-3.2%	-2.9%	-6.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

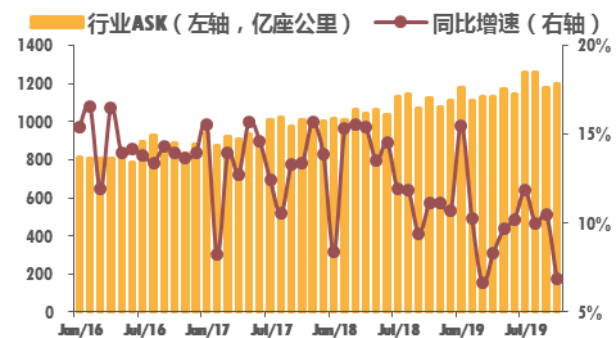
注：飞机数已经扣除 B737MAX

图 1：我国运输飞机数量



资料来源：Wind，天风证券研究所

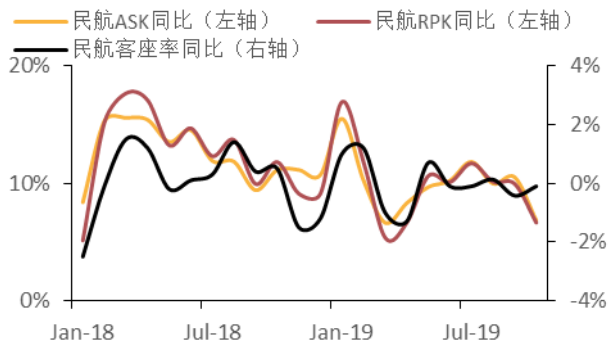
图 2：民航 ASK 及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

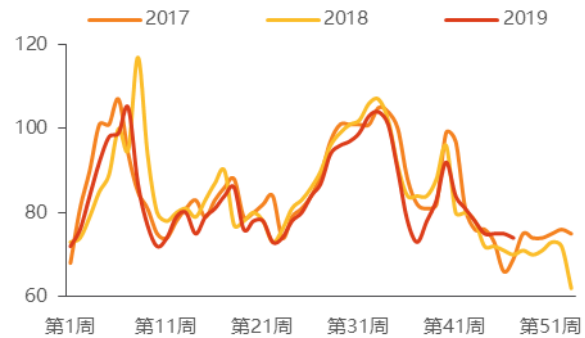
供需结构上，2018 冬春至 2019 夏秋航季三四线城市时刻放量明显。2019 年夏秋航季，2018 年吞吐量排名 51-100 名、100 名之后的中小机场计划正班时刻分别同比增长 30.1% 和 25.7%。市场下沉加快，叠加一线二线市场公商务需求受宏观经济降速影响相对疲弱，民航需求量与供给从量的角度看基本匹配，2019 年前十个月 RPK 增速达到 9.9%、旅客运输量 5.55 亿人次，同比增长 8.4%、客座率 83.6%，同比基本持平，但价格同比出现一定程度下滑。

图 3：2019 年各月 ASK, RPK 同比增速及客座率同比表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：民航运价指数表现



资料来源：中航信航指数，天风证券研究所

### 1.1.2. 外部环境鲜共振，航空股整体跑输市场，但底部得到支撑

每当航空股基本面乏善可陈时，外部环境及政策预期改变往往扰动股价，然而 2019 年航空股投资依旧缺少多变量的显著正向协同共振，航空股跑输市场。截至 2019 年 11 月，申万航空指数相比年初上涨 4.7%，跑输沪深 300 指数 22.4pct。

详细回顾 2019 年航空股行情，年初承接 2018 年底的供需承压，民航运价低迷。低预期下春运期间股价表现确也平淡无奇。3 月底在市场上涨触及尾声之时，伴随着 B737MAX 停飞及民航发展基金减负预期升温、汇率升值，航空股迎来久违的躁动。4 月初民航发展基金减负方案出台之日即是航空股见顶之时，此后股价跟随市场显著下行。夏秋换季时刻放量与 B737MAX 停飞导致供给收紧的逻辑出现矛盾，5-6 月博弈暑运旺季，股价虽有所反弹但幅度不大。7-8 月暑运旺季供给放量，公商务需求疲弱及运价高基数导致民航运价同比有所走低，叠加汇率破 7，航空股再度下杀。暑运结束步入淡季后，9 月因国庆大典在即公商务需求受限，临近国庆运价同比大幅下降，但已触及历史底部 PB 估值的航空股并未再度下探，得到支撑。10 月时刻表公布，冬春季时刻再度严控，伴随着公商务需求逐步复苏，运价显著改善，股价底部稳中有升。

图 5：油价汇率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：SW 航空指数与沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

细分公司表现方面，三大航及吉祥航空走势相对同步；春秋航空受宏观经济波动影响相对较小，在因私出行需求持续增长的带动下运价稳定，客座率有所提升，走出相对独立的行情；海航控股尚未走出泥潭；华夏航空即便业绩显著增长，但股价年内表现较弱。从结果来看，截至 2019 年 11 月底，国航、南航、东航、海航、春秋、吉祥、华夏同比分别上涨 11.8%、0.2%、7.8%、-12.2%、27.3%、11.6%、-16.5%。

图 7：2019 年申万航空指数表现及个股表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 供给收紧结构改善，2020 年运价偏乐观

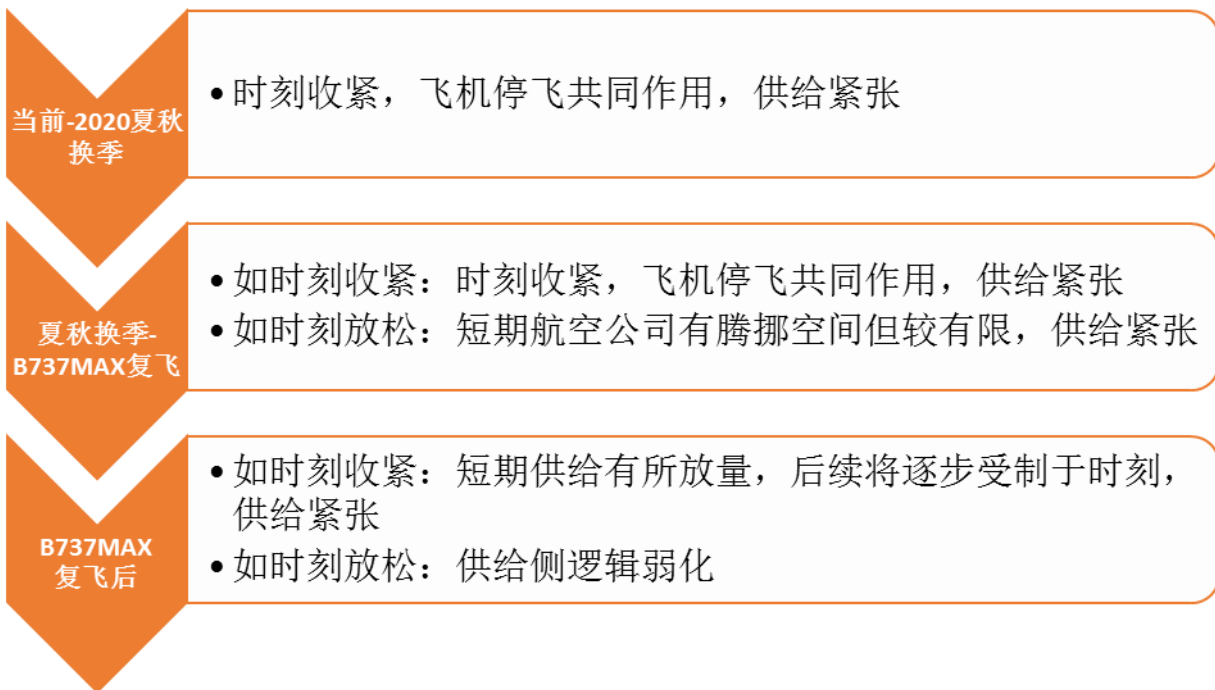
2019 年民航供给因航空公司提高周转超市场预期，但在时刻严控的 2019 年冬春航季进一步提高周转的空间相对有限，飞机硬件层面的缺口终将主导供给收紧成为大概率事件。与此同时，2019 年冬春航季市场下沉速度趋缓，2020 年夏秋航季一线市场有序放量，供给总量及结构均明显改善。需求端伴随着经济的弱复苏，公商务客流有望回温，拉动运价企稳上行，叠加 2019 年运价的低基数及民航运价市场化改革逐步推进，我们认为 2020 年运价偏乐观。

### 1.2.1. 2020 年供给收紧是大概率事件

鉴于 2019 年航空公司通过种种手段创造供给，我们在 2020 年的供给分析框架中将着重分析时刻及飞机硬件层面缺口将如何约束航空公司供给扩张的冲动。由于 2020 年不论是时刻政策还是 B737MAX 复飞时间都存在不确定性，因此供给分析只可定性探讨，较难定量分析。

综合考虑到时刻、飞机两方面的约束，我们在 2020 年的供给分析框架中，将时间轴拆分为三个阶段进行分析，其中第一个阶段为 2019 年底至 2020 年夏秋换季前，第二个阶段为夏秋换季至 B737MAX 复飞前，第三个阶段为 B737MAX 复飞后。三个阶段主导供给的逻辑均有所不同，但供给大概率偏紧张。

图 8：2020 供给分析框架



资料来源：天风证券研究所整理

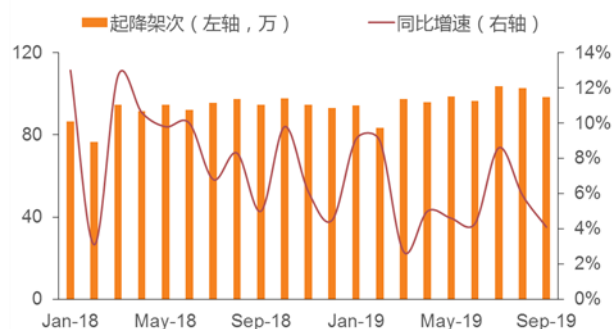
#### ■ 第一阶段：至 2020 年夏秋换季前，供给收紧的概率大

从时刻的角度看，2019 年冬春航季换季初计划正班时刻量增速为 5.7%，增速同比 2018 年冬春季下降 1.1pct，环比 2019 夏秋季下降 3.3pct。考虑到 2018 年底-2019 年初核心机场时刻执行率处于高位，我们认为航空公司于 2019 年冬春航季在核心市场进一步通过提高时刻利用效率创造超额供给的空间非常有限。

从飞机硬件约束的角度看，B737MAX 目前仍处于停飞及延迟交付状态。目前美国核心航空公司中美联航、美国航空、美国西南航空分别将 B737MAX 飞机复飞日期推迟至 2020 年 3 月 4 日、3 月 5 日、3 月 6 日，且美国联邦航空管理局发表声明，明确称 2019 年内不太可能完成对 B737MAX 的认证，因此我们认为 B737MAX 在 2020 年夏秋换季前复飞的可能性不大。

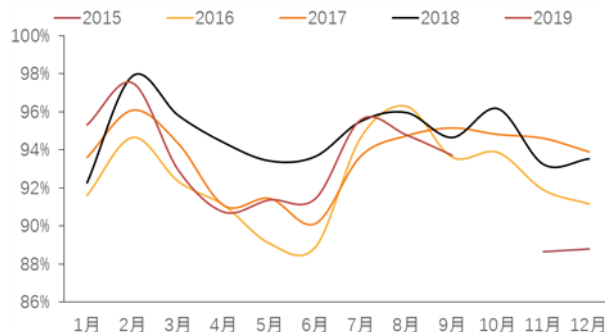
随着时间推移，飞机硬件层面缺口会由于飞机延迟交付而不断扩大，进一步压制航空公司供给增长。目前民航机场起降架次增速虽然仍快于机队增速，但也有逐步下降的迹象。2019 年 9 月民航局统计公报显示机场起降航班数量仅同比增长 4.1%，民航局新闻发布会数据显示 2019 年 10 月民航保障航班数同比仅提高 3.94%，均处于低位。因此综合时刻及飞机产能两个维度的限制，我们认为 2019 年冬春航季民航供给收紧的概率大，将显著压制航空公司供给创造空间，利好运价改善。

图 9：民航局统计公报机场起降架次



资料来源：CAAC，天风证券研究所

图 10：吞吐量排名靠前的十五大机场时刻执行率



资料来源：Wind，Pre-flight，天风证券研究所

表 2：2019 年冬春季时刻增量表（周班次：个）

换季初周度正班航班量	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋	2015 冬春
国内	90332	92544	86051	84934	80556	80501	74466	74379	68474
国际	13228	12493	11386	11069	10303	10391	9887	9481	9356
港澳台	1806	1832	1680	1670	1614	1594	1558	1846	1805
外航	10661	11160	10608	10620	10298	9988	9475	8660	8519
合计	116027	118029	109725	108293	102771	102474	95386	94366	88154
YOY	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋	2015 冬春
国内	5.0%	9.0%	6.8%	5.5%	8.2%	8.2%	8.8%		
国际	16.2%	12.9%	10.5%	6.5%	4.2%	9.6%	5.7%		
港澳台	7.5%	9.7%	4.1%	4.8%	3.6%	-13.7%	-13.7%		
外航	0.5%	5.1%	3.0%	6.3%	8.7%	15.3%	11.2%		
合计	5.7%	9.0%	6.8%	5.7%	7.7%	8.6%	8.2%		

资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

### ■ 第二阶段：夏秋换季-B737MAX 复飞前，硬件供给缺口或主导航空供给

考虑到当前民航局依然严抓安全，考核准点率，且空域紧张问题并没有得到根本上解决，因此我们认为 2020 年夏秋换季民航时刻整体依然有望持续保持紧张，即便时刻政策松动，考虑到 2019 年夏秋季的高基数，增量也相对可控。诚然，站在当前时点我们无法预估 B737MAX 具体将在什么时间复飞，也无法预估明年夏秋航季的时刻政策具体如何，但我们依然可以做出两种情景假设。

1. 时刻政策松动或时刻增长继续紧张态势。如果时刻政策偏紧，B737MAX 停飞带来的供给约束将继续与时刻收紧共同限制航空供给。
2. 如时刻政策松动，我们认为航空公司在结构上很可能又将存有存量飞机腾挪创造超额供给的空间，但由于 B737MAX 依旧停飞，飞机硬件层面的供给缺口将使该空间相当有限。随着时间推移，飞机硬件约束在总量上依旧会持续压制航空公司安排航班创造供给的能力，供给依旧偏紧。

### ■ 第三阶段：B737MAX 复飞后：短期供给或放量，中期需看时刻政策变化

B737MAX 何时复飞尚不确定。一旦 B737MAX 复飞并恢复交付，即便国内航空公司更改机型重新排班需要一定时间，但短期供给冲击不可避免。当 B737MAX 集中复飞带来的供给冲击结束后，民航供给分析无非是回到了 2019 年 3 月份之前，因此后续时刻政策将成为主导供给的核心变量，我们进一步做出两种情景假设。



1. 时刻维持紧张态势：考虑到 2019 年夏秋航季核心机场时刻执行率有所下降，因此航空公司有进一步提高时刻利用率的空间，供给增速或先升后降。
2. 时刻政策同步松动：我们提到鉴于民航严抓安全底线，强调高效运行考核准点率，同时考虑到 2019 年夏秋季的高基数，即便时刻有所放量，供给也不会失控，但相比于前面几种情景，供给侧的逻辑相对弱化。

### 1.2.2. 市场下沉趋缓，核心市场有序放量，总量收紧下供给结构明显改善

过去由于种种因素限制，我国一线市场时刻十分紧张，航空公司运力引进速度不减，民航市场逐步下沉，增量运力投放至三四线。鉴于三四线市场培育需要较长时间，且由于居民消费能力相对较弱，稳态收益水平明显低于一线市场，导致高收益品质市场占比逐步下降，民航整体运价走低。

2020 年北京一市两场转场过程中时刻逐步释放，上海浦东机场准点率达标有望持续放量，白云、深圳机场 2019 年冬春航季计划时刻同比增长 6.8%、5.7%，同样放量。与此同时，2019 年冬春航季排名靠后机场时刻增速显著下降，这意味着 2020 年民航市场下沉速度有望明显放缓，利于供需结构改善及运价回升。

表 3：分类别机场周计划航班数及同比增速

吞吐量排名	2015 冬春	2016 夏秋	2016 冬春	2017 夏秋	2017 冬春	2018 夏秋	2018 冬春	2019 夏秋	2019 冬春
前 10	71248	72592	74477	76497	76653	77855	78343	80373	81658
11-20	32713	35305	34921	37513	36813	38248	38418	40318	39625
21-30	19793	22164	22094	24048	24977	25479	26182	27462	27355
31-50	18865	22013	21238	25178	24118	27880	27421	31476	27936
51-100	9071	10911	11110	12717	13545	14962	16200	19471	18413
100+	6094	6975	7401	8386	8482	9948	10302	12501	12279
	2015 冬春	2016 夏秋	2016 冬春	2017 夏秋	2017 冬春	2018 夏秋	2018 冬春	2019 夏秋	2019 冬春
前 10			4.5%	5.4%	2.9%	1.8%	2.2%	3.2%	4.2%
11-20			6.7%	6.3%	5.4%	2.0%	4.4%	5.4%	3.1%
21-30			11.6%	8.5%	13.0%	6.0%	4.8%	7.8%	4.5%
31-50			12.6%	14.4%	13.6%	10.7%	13.7%	12.9%	1.9%
51-100			22.5%	16.6%	21.9%	17.7%	19.6%	30.1%	13.7%
100+			21.4%	20.2%	14.6%	18.6%	21.5%	25.7%	19.2%

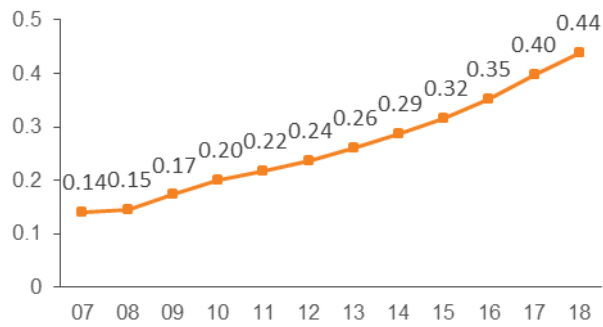
资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

注：2019 冬春统计中前十大机场额外添加北京大兴机场，31-50 名机场剔除北京南苑机场

### 1.2.3. 需求复苏拉动运价企稳回升，行业高景气运行

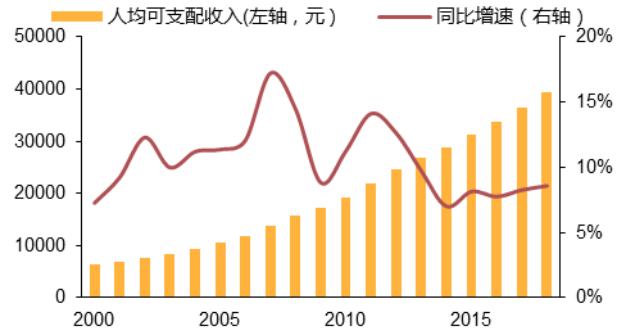
我国民航 2018 年旅客运输量 6.1 亿人次，已经是世界第二民航大国，但人均乘机次数仍不足 0.5 次。随着经济进一步发展，居民消费水平再度提升，不论从居民消费升级出行方式选择多样化的逻辑来讲，还是民航高频数据走势来看，我国民航需求仍正在并将持续处于中高速增长区间。从另一个层面来看，新建及扩建民用机场如火如荼，我国航空公司的运力引进的热情不减，可见民航参与者也对中国民航事业的发展前景有着充分的信心。在宏观经济增速放缓，B737MAX 停飞在一定程度上影响航空公司供给的 2019 年，前十个月民航旅客运输量依然达到 5.55 亿人次，同比增长 8.4%。

图 11: 我国人均乘机次数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 我国人均可支配收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从长期趋势来看,我们认为不论从航空公司自身扩张的意愿,还是从居民出行方式升级趋势的角度看,民航发展空间依旧广阔,但考虑到我国宏观经济仍将持续处于 L 型探底的路途中,需求增长回到过去那样连续保持在 10% 以上的增速亦有一定难度。中短期来看,下半年宏观经济增速降速及建国 70 周年庆典压制公商务需求,10-11 月有所复苏。天风宏观团队认为,2020 年 1 季度,在经济基本面内生性改善的基础上,专项债提前下达加大财政支出力度,结构性信贷政策支持制造企业融资,货币方面给予适当流动性配合,经济迎来“开门红”的概率较大。考虑到经济企稳复苏,我们认为航空需求有望回温。

民航作为居民出行方式的一种,存在多种替代品,在相当的程度上,航空公司可以通过价格杠杆调节运量,进而导致需求与供给从增速上高度匹配,因此民航供需关系更多体现在价格。我们判断 2020 年供给整体偏紧,需求复苏,叠加 2019 年前三季度的运价低基数以及民航运价市场化进程的持续推进,运价大概率企稳回升。除此之外,过去两年航空公司在成本管控方面做出的种种努力逐步显效,在布油中枢 60 美元/桶,美元兑人民币汇率中

枢 7.00 的假设基础上,我们认为 2020 年民航依然将处于高景气区间,业绩有望显著修复。

### 1.3. 年度策略: 供给偏紧维系行业景气, 布局低估值高弹性航空

通过供需分析,我们认为 2020 年民航仍将处于高景气区间,运价大概率偏暖,业绩有望显著修复。股价方面,通过对过去两年航空股股价进行分析,发现每当大航股价进入低 PB 区间时,往往能够得到显著支撑。当前航空股尤其是大航 PB 估值依旧处于低位,向下风险可控,向上弹性可期。推荐三大航、春秋,吉祥。

#### 1.3.1. 2018-2019 年底部强支撑, PB 底基本确立

2018-2019 年航空股股价波动依旧较为剧烈,每当市场情绪升温,弹性标的涨幅较大。同样,每当逻辑未能兑现,或油价汇率“搅局”,航空股下杀的动能同样充足。但每当航空股尤其是大航股价跌到某一特定的区间,尽管在当时看来基本面及外部环境后续还有进一步恶化的可能性,但是股价往往可以获得强支撑。

2018 年 8 月-10 月油价一度上冲 85 美元/桶以上的高位,汇率自 6-7 月大幅贬值后再度小幅贬值至接近 7 的关口,此后 11 月供需转弱票价客座率下跌,同时市场持续下探,而航空股尤其是国航自 8 月见底后呈现横盘态势,南航及东航 10 月见底后也迅速出现反弹。2019 年年初市场见底时,航空股并未创新低,可见市场已经充分消化了当时的悲观预期;2019 年暑运旺季民航运价同比明显下降,同时汇率贬值,大航股价在 8 月初见底后横盘震荡。即便 8 月-9 月运价同比下降态势未改,但股价并未持续走低,同样获得有效支撑。

图 13：三大航股价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：三大航 PB 估值



资料来源：Wind，天风证券研究所

回顾 2018-2019 年两次航空股见底的股价位置，均是在低 PB 时得到支撑。2018 年底三大航底部 PB 估值水平均为 1.2 倍左右，2019 年下半年国航及南航底部区域 PB 估值依然在 1.2 倍左右，东航则在 1.3 倍附近。回首我国三大航历史行情，自 2006 年 8 月 18 日国航上市以来，除 2014 年市场极度低迷、油价高企、航空公司盈利步履维艰的情况下三大航 A 股破净，其余历次股价底部之时，三大航 PB 估值均在 1 倍以上。考虑到我国航空行业尤其是大航仍可实现整体盈利，因此航空公司净资产仍将呈现上行趋势，航空股的底部中枢依然有望持续上行，PB 底大概率有效。

表 4：历次三大航股价底部区域最低 PB 值

	中国国航	南方航空	东方航空
2006 年中	1.54	1.00	2.01
2008 年底	1.31	1.46	失效
2014 年中	0.78	0.65	1.16
2016 年初	1.34	1.48	2.08
2018 年底	1.17	1.24	1.23
2019 年下半年	1.21	1.22	1.32

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3.2. 投资建议：布局低估值高弹性航空，静待风来

截至 2019 年 11 月底，国航、南航、东航 PB 估值分别为 1.32X、1.25X、1.50X，均处于历史底部区域。我们判断 2020 年民航依然将处于高景气区间，因此航空股向下风险可控，一旦外部环境或市场情绪发生正向共振，向上动能充足。

标的选择上，考虑到近年来大航中盈利能力最强的依旧为中国国航，因此我们认为从底部支撑的角度看，国航的支撑力最强；从弹性的选择来看，南方航空收入规模大，业绩基数较低，内生及外部环境变量波动带来的弹性更足。民营航空公司方面，吉祥航空有望在 2020 年权益法并表东航投资收益，业绩有望显著增厚；春秋航空在日本线企稳后依旧有望保持较快的营收及利润增速。推荐三大航，核心推荐国航、南航、东航，同步推荐民营航空春秋、吉祥。

表 5：天风交运各航空公司盈利预测及目标价汇总

名称	收盘价(元) (2019-12-04)	目标价(元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中国国航	8.42	10.65	0.51	0.55	0.71	0.79	16.51	15.31	11.86	10.66
南方航空	6.56	8.85	0.24	0.39	0.59	0.72	27.33	16.82	11.12	9.11
东方航空	5.06	7.88	0.17	0.27	0.48	0.55	29.76	18.74	10.54	9.20
春秋航空	40.95	51.60	1.64	2.11	2.4	2.71	24.97	19.41	17.06	15.11
吉祥航空	13.39	16.34	0.63	0.70	0.91	1.05	21.25	19.13	14.71	12.75

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 机场板块：握紧核心资产，博弈弹性机会

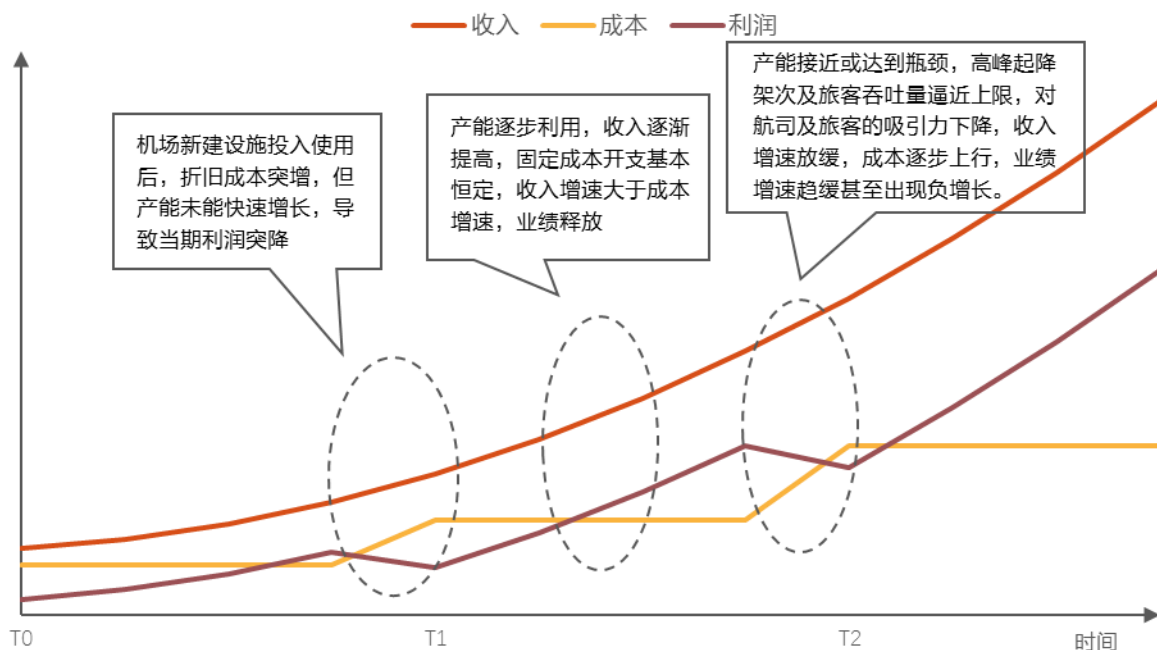
航空主业方面，伴随着运营效率的提高、时刻有序放量，上海、广州、深圳机场客流量将持续走高；非航方面，鉴于居民消费升级的浪潮不变，海外消费回流的趋势不改，我们对枢纽机场的免税销售景气度持乐观态度。2020 年机场板块投资主线依然是免税销售持续增长抬高租金收入，进而拉动枢纽机场业绩不断攀升。在免税主线之下，每个机场均有自身独特的投资逻辑。具体标的层面，从业绩增长的稳定性及抗风险能力上，我们认为在机场板块中上海机场无出其右，继续建议握紧核心资产，做时间的朋友；基本面见底复苏预期强烈需看首都机场；从业绩增速和弹性的角度看，我们认为白云机场 2020 年活跃度或相对较高；深圳机场国际线增速迅速，如成本管控得当，短期业绩也有较大的向上弹性。推荐上海机场、北京首都机场股份；关注白云机场，深圳机场。

### 2.1. 2019 回顾：非航收入带来消费属性，估值提升下的独立行情

#### 2.1.1. 非航收入快速增长带来消费属性

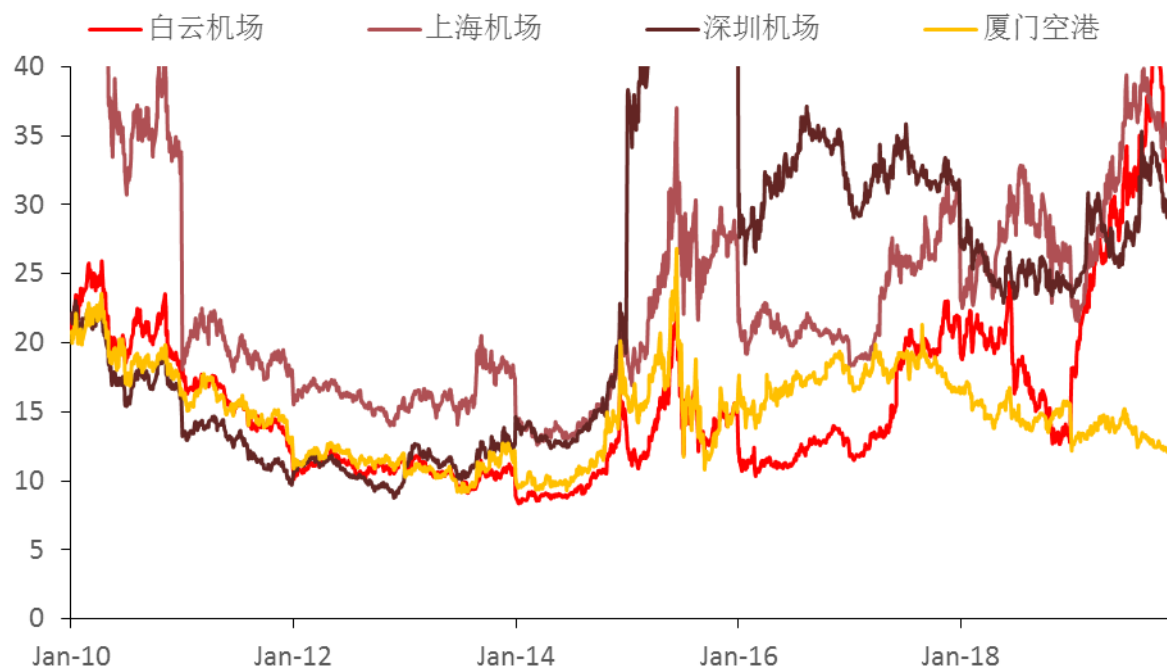
从机场收入成本构成来看，收入端可大致分拆为航空主业和非航收入。航空收入依托机场航班起降数及旅客流量，但鉴于机场主业的公用事业属性，其利润率相对较低且增速较慢。与此同时，机场航空主业跟随新增航站楼、跑道、大规模改造等固定资产投资而存在产能周期，折旧、人工、水电等相关成本增量相互纠缠导致业绩波动较难预测，因此市场不愿给机场航空主业产生的盈利以较高的估值水平。

图 15：机场的产能周期示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：非航收入快速增长前，上海机场、白云机场 PE 估值均低于当前水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

非航收入方面，鉴于各个机场的并表公司范围有所不同，各机场非航收入构成存在些许差异，但不论如何当前我们更应关注的非航收入的核心依旧是免税租金。过去几年我国免税行业大放异彩，以上海浦东、北京首都机场为代表的机场免税销售整体保持着较高的增速，伴随着机场免税店重新招标，保底租金及提成率大幅上扬，各机场免税租金收入持续快速上升。

图 17：上海机场免税租金收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

图 18：首都机场免税租金收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

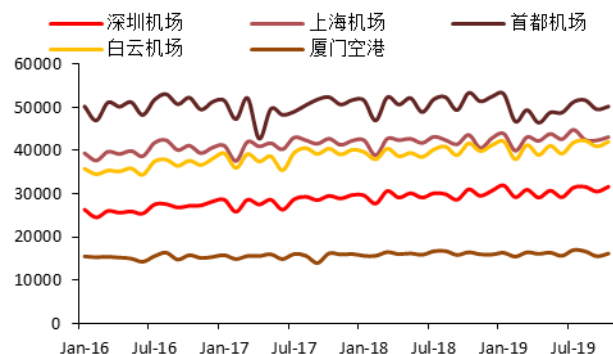
枢纽机场为出入境高收入人群流量入口，周边在可见的未来内无直接竞争者，国际航线旅客量上升、旅客消费能力加强、通货膨胀使租金收入具备潜在的永续增长属性。租金收入对应的成本体系几乎独立于航空主业，增量收入几乎无对应的增量成本，商业模式绝佳。此外，核心枢纽机场的现金流健康，预期现金流积累应该足以应对下一次资本开支的需求。因此从业绩的驱动力来看，目前枢纽机场的商业模式确实已经表现出一定的消费品属性。

### 2.1.2. 估值提升演绎独立行情，机场板块成为 2019 年交运板块的明星

**航空主业整体稳步上行：**2019 年上市机场民航机场吞吐量稳中有升。前十个月浦东、首都、白云、深圳、厦门机场航班起降架次分别同比提高 1.64%、-2.68%、2.88%、3.48%、0.05%；旅客吞吐量增速依然高于架次增速，前十个月分别同比提高 3.19%、-0.43%、2.88%、7.23%、3.55%。

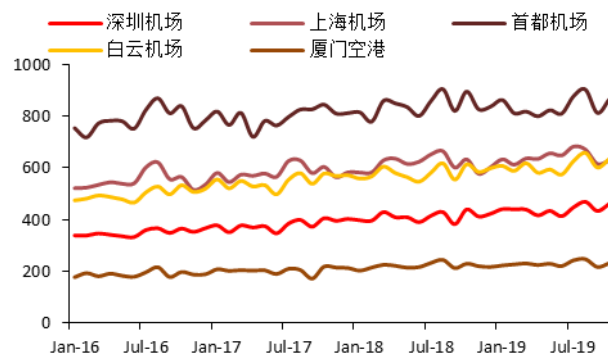
**机场免税持续创新高，业绩可圈可点：**旅客流量整体上行的同时，机场免税销售额持续创新高，拉动机场租金收入快速增长，我们测算上海前三季度免税销售同比增速依然有约 20%，拉动盈利同比提高 27%；白云机场免税销售则实现超过一倍的增速，即便民航发展基金返还取消，公司业绩仍有尚可表现。

图 19：各上市机场月度起降架次（架）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：各上市机场月度旅客吞吐量（万人次）

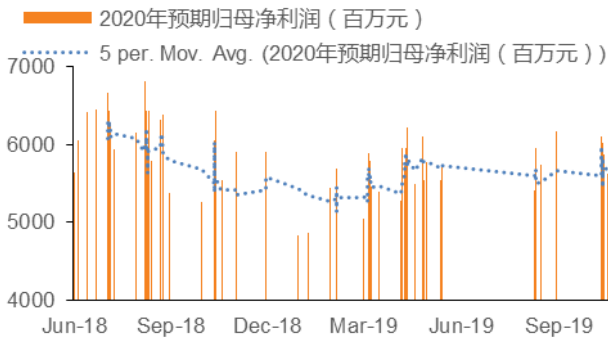


资料来源：Wind，天风证券研究所

**拥抱消费，拉升估值：**2019 年国内宏观经济增速逐季放缓，中美贸易谈判反复不定，市场年初脉冲式上涨后陷入震荡盘整。市场拥抱核心资产，包括酒类、调味品在内的众多消费股持续创新高。事后来看，上海机场和白云机场独立行情显著，基本与交运板块脱钩，其走势更多跟随部分核心消费股。且不同于 2017-2018 年机场的主要涨幅来自于免税扣点提高及销售额超预期导致的盈利预期改变，2019 年初至今市场对各主要机场的盈利预期变化不大，甚至部分机场业绩预期出现下滑。但由于市场风险偏好有所下降，具备优质现

金流，成长前景相对明确的消费板块估值显著抬升，拉动枢纽机场估值上行。

图 21：上海机场历史对 2020 年业绩的一致预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

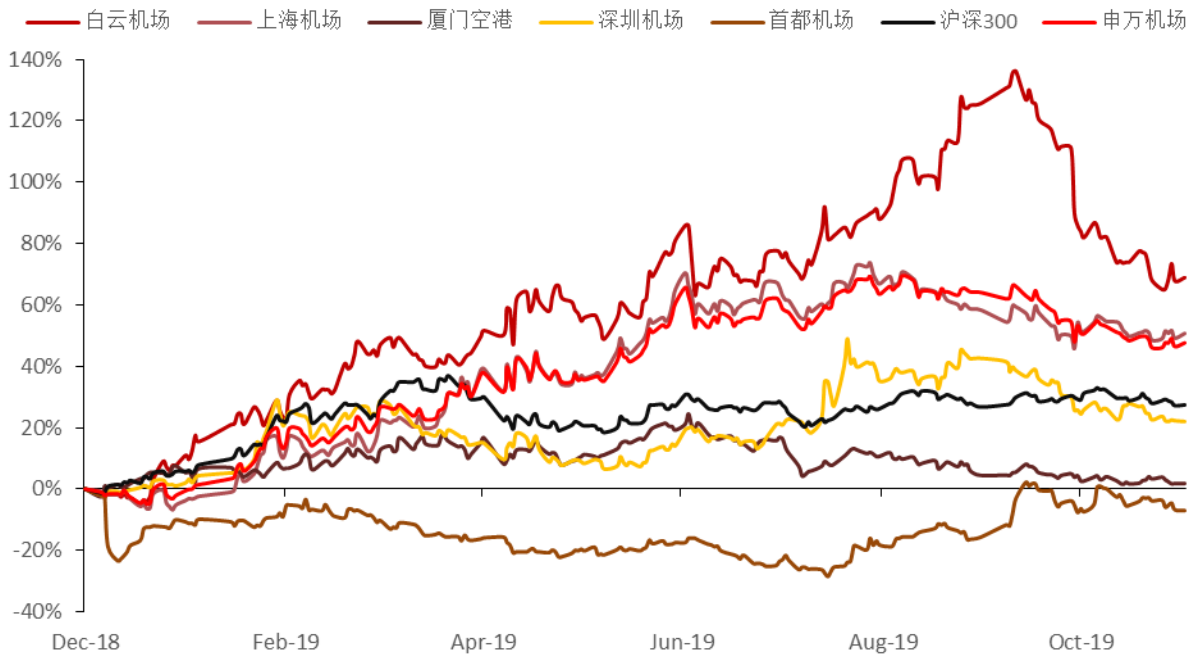
图 22：上海机场动态估值水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

**机场板块再次成为交运板块的明星：前 11 个月板块涨幅 46.4%，跑赢沪深 300 指数 19.2%。**细分公司中，白云机场涨幅最大，达到 68%，上海机场次之，达到 49%，厦门空港走势平稳，涨幅 2%，深圳机场涨幅 22%，首都机场下跌 7%。

图 23：机场板块及个股走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 免税！还是免税！仍将是枢纽机场业绩上攻的助推器

不同于航空交织成网，行业逻辑落于个股具备普适性，机场更像是民航网络上一个个孤立的点，因此一般而言不同机场对应的投资逻辑不尽相同。即便不同机场的投资逻辑有些许差异，但我们通过分析各机场基本面，展望 2020 年，免税销售的不断增长仍将是贯穿整个机场板块尤其是三大枢纽机场的核心主线。

### 2.2.1. 消费升级、消费回流，中国免税品成长空间广阔

免税品目前已被大家熟知。相比于市内专柜，免税品价格中不含关税、消费税及进口环节增值税，优势显著。随着我国人民对高品质生活的追求热情升温，中国的免税品市场持续扩张，2018年已经达到395亿元，同比增长26.5%。在整个免税市场的构成中，如剔除海南离岛免税，机场免税几乎是当前我国免税销售市场的核心构成部分，不论是上海浦东、北京首都还是广州白云机场，免税销售均节节攀升。

高企的海外消费在一定程度上导致财富外流，因此如何将消费留在国内成为了国家政策层面的关注点。过去几年，我国已经通过出台多个政策降低关税及大力发展免税行业吸引消费回流。以机场免税店为例，2015年底国务院同意在广州白云、深圳宝安等多个机场新开进境免税店；2016年出台政策提高居民进境免税限额，自进境物品5000人民币不变的基础上，允许其在进境免税店增加一定数量的免税购物额，合计不超过8000元。我们认为未来免税政策有望不断放开，利好免税销售进一步扩张。

表6：口岸免税店政策

	政策	内容
出境免税政策	《关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》	海关隔离区奶销售免税品及提取免税品，不征收增值税。
进境免税政策	《国务院关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》	同意在白云机场、深圳机场等多个机场口岸增设一家进境免税店。
进境免税政策	《关于口岸进境免税店政策的公告》	增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，维持旅客进境物品5000元免税限额的基础上允许其在进境免税店增加一定数量的购物金额，连同境外免税购物金额不超过8000元。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

于机场销售的免税品可大致分为烟酒食品类、香化类和精品类。从三个细分子版块来看，随着居民健康意识的增强，我国烟酒类商品消费额增速较慢，2019年前三季度全国限额以上批发零售企业烟酒类商品销售金额为2865亿，同比增长0.4%，而对于免税烟酒而言，由于我国目前仍严格管控免税烟的购买数量，因此该部分商品销售增速预计相对有限。

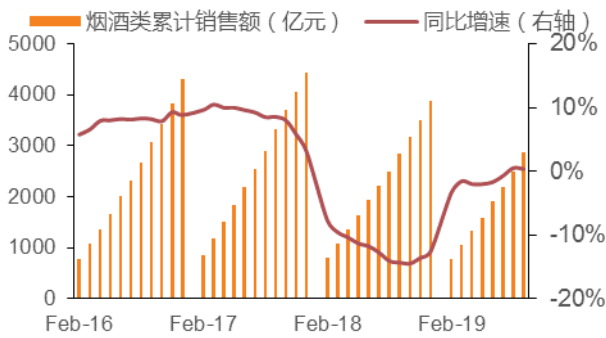
香化类商品方面，随着80年代后期至90年代初期出生的人口高峰期人群逐步进入壮年，并即将成为社会的中坚力量，对化妆品不论从质量还是数量的需求均在逐步提升，2019年前三季度全国限额以上批发零售企业化妆品类商品销售额2151亿，同比增长15.1%，同样机场免税店中销售最为火爆的也往往为香化类柜台。

精品类方面，我国机场免税店布局也尚不能满足高端奢侈品商店大批量入驻，品类优势不明显，且由于目前我国入境免税限额仍不足一万元，因此精品类尤其是高价格的名包、名表等产品依然无法在机场入境免税店立足，所以我们认为未来一段时间香化类产品销售的高速增长仍将是支撑机场免税店增速的核心驱动力。当然，如政策层面进一步放松免税购物金额，或机场通过招商吸引更多商铺进驻丰富品类，预计精品类商品也有望迅速放量。

综合免税品三大板块的分析，我们认为中国消费升级的浪潮不变，消费回流的趋势不改，免税行业的成长空间依旧较大。

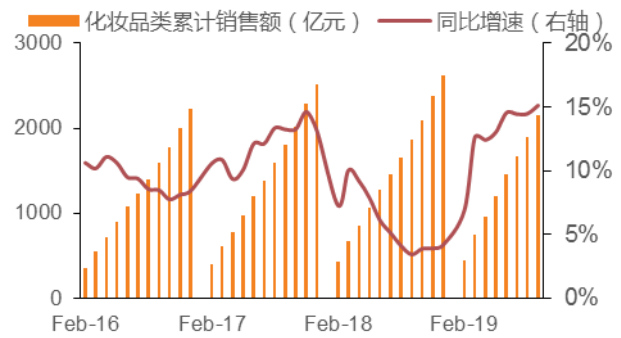


图 24：我国烟酒类商品销售额及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：我国香化类商品零售额及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.2.2. 中免力图做大做强机场免税利好枢纽机场业绩提升

作为我国免税行业的龙头，中免于 2017 年 3 月收购日上（中国）51% 股权，2018 年 2 月再度收购日上（上海）51% 股权，并通过招标及续约的方式获取北京首都机场 T2、T3 航站楼免税店、上海浦东机场、虹桥机场免税店经营权，此外，其还运营或通过招标获得北京大兴机场、广州白云机场等其他部分枢纽机场免税店经营权，截至 2018 年，中免占我国国内免税市场超八成市场份额，在机场免税的份额占比更高。

中免目前大力发展海南离岛免税及机场免税，离岛免税方面，中免在进一步做大三亚海棠湾、美兰机场免税店之外，开辟海口市内免税店，免税销售额快速提升，2018 年达到 332.3 亿元，2019 年上半年达到 243.4 亿元，同比增长 15.5%。机场店方面，即便要支付高额提成，中免依然在机场店大力促销，力图获得规模优势，未来在采购渠道上获得规模优势，谋求更大的议价权。

中免与机场之间的关系较为复杂。从利益关系上看，机场收取的扣点率越高，对中免方的利润空间压缩就愈发明显。同样，随着免税品销售额的提升，中免的进货渠道议价优势会愈发显著，抬升中免利润空间。但不论如何目前免税销售盈利的大部分依然被机场方拥有。机场免税店原则上只是为免税经销商提供一块经营场地，相比于大金额的提成收入，增量成本几乎可以忽略不计，增量收入即为增量利润，未来随着居民消费回流的趋势延续、枢纽机场国际线旅客量进一步提升及中免对规模扩张的诉求的共同刺激下将继续快速增长。

### 2.2.3. 持续看好枢纽机场免税销售持续创新高带动业绩增长

2017-2018 年各枢纽机场均逐步完成了免税店招标，保底销售额、提成率相比过去都有明显提升。我们持续看好消费升级及消费回流浪潮下中国免税行业的发展空间，机场免税销售体量势必会不断创新高。免税招标谈判结果说明了机场作为地主方拥有充分的议价权，未来将尽享租金红利，拉动非航收入不断增长，助推业绩不断上攻。

表 7：各机场免税店信息梳理

	免税店	中标人	扣点率	保底销售额 (万元)	面积 (m <sup>2</sup> )	坪效(万/m <sup>2</sup> ·年)	经营期限
首都机场	T2 出境	中免集团	47.5%	174737	3603	23.04	8 年
	T2 进境	中免集团	47.5%				
	T3 出境	日上(北京)	43.5%	505747	11400	19.30	8 年
	T3 进境	日上(北京)	43.5%				
	T1 进境		估计在 38%左右		821		2022-2025
	T1 出境				2465		2022-2025
上海机场	T2 进境		综合扣点率 42.5%		1136		2019-2025
	T2 出境				3431		2019-2025
	S1 卫星厅出境	日上(上海)		合同期内 965 亿销售额		-	投产起-2025
	S2 卫星厅出境		综合扣点率 42.5%			4678	
					4384		投产起-2025
	T1 出境	中免集团	暂未招标	-	1862	-	-
白云机场	T1 进境	中免集团	42%	28272	400	29.69	6+3 年
	T2 出境	中免集团	35%	39504	3544	3.90	T2 启用后 8 年
	T2 进境	中免集团	42%	42936	700	25.76	6+3 年
深圳机场	T3 出境	深免集团	暂未招标		-	-	-
	T3 进境	深免集团	35%	4528	377	4.20	3+2 年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 投资建议——握紧核心资产，博弈弹性机会

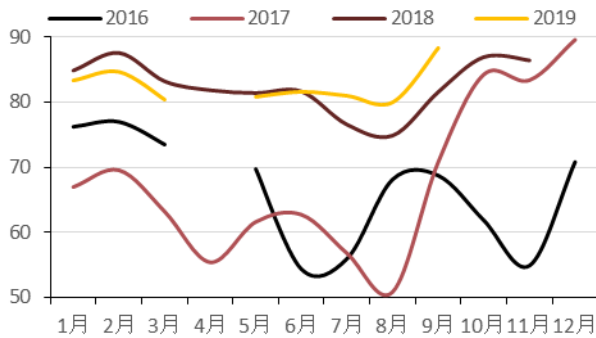
我们前面提到，不同机场对应的投资逻辑不尽相同，因此即使免税成长依然是 2020 年的投资主线，我们依然要对各机场的航空主业收入、非航收入、成本、盈利能力、估值变动分别进行独立进行分析，并给出投资建议。从业绩增长的稳定性及抗风险能力上，我们认为在机场板块中上海机场无出其右，继续建议握紧核心资产，做时间的朋友；基本面见底复苏预期强烈需看首都机场；从业绩增速和弹性的角度看，我们认为白云机场 2020 年活跃度或相对较高；深圳机场国际线增速迅速，如成本管控得当，短期业绩也有较大的向上弹性。推荐上海机场、北京首都机场股份；关注白云机场，深圳机场。

#### 2.3.1. 上海机场——紧握核心资产，做时间的朋友

上海机场 S1、S2 卫星厅投产后，机场保障能力得到显著提高。目前浦东机场航班放行正常率已经连续超过 80%，后续有望持续放量。时刻放量后，机场流量将进一步提升。旅客量增长也将拉动 S1、S2 卫星厅客流量快速增长，免税店面积优势方可逐步发挥，带动航空非航收入协同共进。值得一提的是，目前香港事件导致浦东机场地区旅客显著下降，以 2019 年 10 月为例，港澳台旅客整体为 42.86 万人次，同比下降 21.9%，损失旅客量约占国际及地区线旅客量的 3.6%，在一定程度上影响免税销售额。后续如香港航线恢复，有望进一步抬高免税销售水平。此外，2019 年 9 月上海机场卫星厅投产，而三季报显示公司固定资产由二季度的 82.5 亿上升至三季度末的 200.8 亿，升幅不足 120 亿，明显低于前期 167 亿的计划投资额。如后续无进一步设备采购等计划，我们预计公司后续成本增量可能低于市场预期，进一步提振业绩。

2019 年全年市场对上海机场 2020 年的盈利预测并未有明显变化，可见市场对上海机场盈利的预期一致性较高。在此基础上，股价的驱动力一方面将来自于估值变动，一方面则来自于业绩的稳定增长。当前上海机场 2019 年-2021 年盈利对应的 PE 估值水平已经与国际主流机场接近，且 2019 年在上海机场动态估值逐步上行之时，外资出现了一定程度的减持。我们认为假设在内资市场风格偏好不变的情况下，上海机场的估值水平应逐步趋于稳定，股价大概率将追随业绩稳步上行，因此建议做时间的朋友，握紧核心资产。

图 26：上海机场航班正常性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：上海机场外资持股比例及动态 PE 估值



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 首都机场股份——持续分流，但业绩底部可期

2019 年 9 月底大兴机场正式投运，北京一市两场迎来新的篇章。2019 年冬春航季东航南航转场航班量并不大，2020 年夏秋季将迎来密集转场，届时首都机场的客流将面临一定分流。我们认为即便首都机场因航空公司密集转场出现一定程度的分流，其投资价值依旧显著。首先，按照我们的测算，分流至极限的时间段为 2021 年夏秋季至 2021 年冬春季，我们测算届时首都机场的吞吐量年化值应该在 7200 万左右，高于年初局方文件预期；其次，按照前期局方文件，如大兴机场完成吞吐量目标，且首都、大兴机场准点率达标，则首都机场有望一次性增补航班，吞吐量有望显著恢复；第三，国航力图在首都机场打造堡垒枢纽，理应在首都机场加大运力投放，稳定其在整个北京市场的份额；最后，免税销售的驱动力——客单价增长的趋势不改，即便旅客分流，免税租金仍有望保持坚挺，公司业绩有望于 2021 年触底后快速恢复，长期空间较大。

表 8：首都机场周计划时刻数量（个）测算及年化吞吐量（万人次）估算

航司	派系	代码	S19	W19	S20	W20	S21	W21
中国国航	国航	CA	4608	4608	4608	4608	4608	4608
深圳航空	国航	ZH	182	182	182	182	182	182
南方航空	南航	CZ	1767	1767	1590	707	353	0
厦门航空	南航	MF	336	336	0	0	0	0
重庆航空	南航	OQ	28	28	0	0	0	0
上海航空	东航	FM	70	70	70	70	70	21
东方航空	东航	MU	1595	1595	1436	798	558	319
祥鹏航空	海航	8L	28	28	0	0	0	0
海南航空	海航	HU	1078	1078	1078	1078	1078	1078
扬子江快运	海航	Y8	70	70	70	70	70	70
四川航空	川航	3U	238	238	238	238	238	238
山东航空	山航	SC	224	224	224	224	224	224
春秋航空	春秋	9C	14	14	14	14	14	14
吉祥航空	吉祥	HO	28	28	0	0	0	0
天合联盟外航	-	-	182	0	0	0	0	0
星空联盟外航	-	-	370	370	370	370	370	370
寰宇一家外航	-	-	276	276	276	276	276	276
年化吞吐量（万）	-	-	10495.6	9587.8	8270.6	7757.1	7208.1	7192.9
其中：国内	-	-	7624.9	6959.6	5731.4	5252.3	4737.7	4722.5
其中：国际	-	-	2870.7	2628.2	2539.2	2504.8	2470.4	2470.4

资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所测算

注：本测算基于 2019 年中民航局大兴机场航班时刻初步配置计划，后续各航空公司可能在转场节奏上有一定调整，但属于非公开信息，暂不考虑

### 2.3.3. 白云机场——2020 年机场板块中的活跃份子

对白云机场而言，航空主业方面，伴随着时刻持续放量，预计 2020 年公司航班起降架次及旅客吞吐量均将保持较快增速。非航收入方面，2018 年免税销售超预期给市场以惊喜，2019 年再迎翻倍增长。高增速基数下，市场对 2020 年的免税销售额波动范围预期差相对较大，因此单月的免税销售波动很可能对市场预期产生显著影响。考虑到上市公司有望在明年全年获得过去由集团获取的 15% 的国内线旅客服务费，增量收入应超 1.2 亿，或拉动净利润提高 9000 万元。参考白云机场三季报发布后、本次公告资产置换及旅客服务费收取机制变更前的 Wind 一致盈利预测，并在此预测基础上进一步额外增加 2020-2021 年 9000 万元归母净利润，则 2020-2021 年一致预期盈利增速可能分别达到约 50% 和约 30%。

未来两年靓丽的报表数据有望持续吸引市场关注，而从长期看，T3 航站楼的资本开支又将为公司远期业绩表现带来一定不确定性，因此我们判断 2020 年白云机场股价表现可能比较活跃，对投资者来说择时或许相比于基本面研判要赋予更高的权重。

表 9：白云机场一致盈利预测

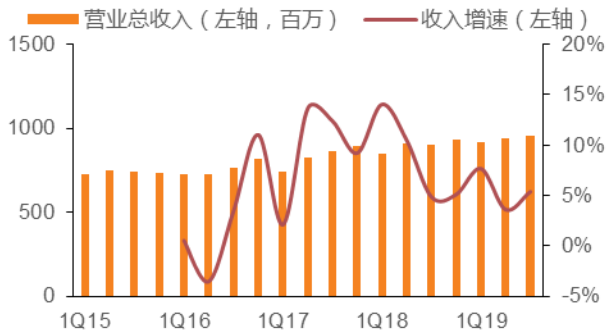
	2018A	2019E	2020E	2021E
白云机场近期盈利预测（百万）	1129	843	1293	1647
YOY		-25%	53%	27%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3.4. 深圳机场——国际线持续放量，业绩释放或仍需等待

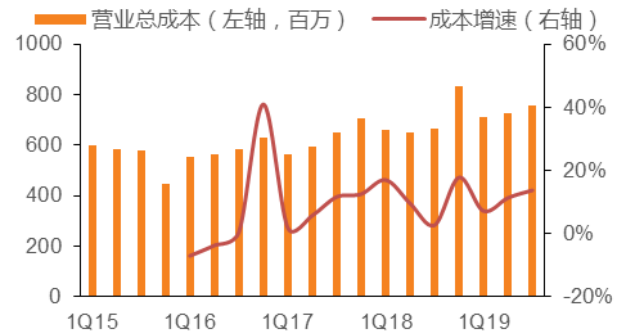
深圳机场计划航班时刻量于 2019 年冬春换季后继续保持较快增长，国际线增速依旧迅猛。免税销售也酝酿着向上的动能。2020 年出境免税经营权有望重新谈判，保底及扣点率变动的可能性或进一步增厚公司营收。公司业绩的不确定性依旧主要集中在成本端，过去两年深圳机场成本增速明显高于未有显著资本开支的其他上市机场。我们无法判断在中短期内成本是否会持续超市场预期，同时从长期看，T3 卫星厅的投产及三跑道的使用很可能进一步抬升公司的成本中枢，亦不排除在 T3 卫星厅及三跑道投产后有进一步大额资本开支的可能性，因此业绩大幅释放或仍需等待。

图 28：深圳机场季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：深圳机场季度营业总成本及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：全球机场估值对比（2019-12-04）

公司	市值 (亿元)	股价 (元)	PE				PB			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
泰国机场	2465	17.25	42.0	43.0	38.1	27.1	6.9	6.3	5.7	5.2
Aena SME	1905	1269.74	17.8	17.3	16.9	16.9	4.1	3.8	3.7	3.5
巴黎机场	1356	1370.23	28.6	29.2	26.6	24.6	3.6	3.3	3.1	2.9
悉尼机场	967	42.80	53.9	52.0	46.8	44.2	246.9	-202.0	-34.6	-18.1
法兰克福机场	552	596.54	15.0	16.2	15.1	14.8	1.7	1.6	1.5	1.4
奥克兰国际机场	491	13.75	13.2	13.3	12.4	12.2	0.6	0.6	0.6	0.6
太平洋机场集团	393	70.02	20.3	19.9	17.4	15.8	5.3	6.1	5.9	5.2
苏黎世机场	384	1249.23	22.6	18.0	17.6	21.4	2.2	2.2	2.1	2.0
Sureste 机场集团	358	119.17	19.9	18.3	16.8	15.8	3.4	3.0	2.8	2.6
维也纳机场	244	290.56	22.9	19.1	18.4	18.0	2.6	2.4	2.2	2.1
日本机场大厦	316	374.01	14.2	59.3	41.3	35.1	2.9	2.6	2.5	2.4
马来西亚机场	225	13.58	20.7	23.9	20.7	19.2	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>国外机场平均</b>			<b>24.3</b>	<b>27.5</b>	<b>24.0</b>	<b>22.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>
上海机场	1448	75.12	34.1	27.6	25.2	22.2	5.1	4.5	4.0	3.5
白云机场	353	17.07	31.0	40.3	28.9	24.2	2.3	2.2	2.1	2.0
北京首都机场	305	6.66	11.2	14.2	19.2	23.3	1.4	1.3	1.3	1.2
深圳机场	193	9.40	28.8	27.4	22.8	22.7	1.7	1.6	1.5	1.4
厦门空港	63	21.13	12.4	12.3	11.9	11.5	1.7	1.7	1.5	1.4
<b>国内平均</b>			<b>26.3</b>	<b>27.4</b>	<b>24.0</b>	<b>23.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>
<b>总体平均</b>			<b>24.8</b>	<b>27.4</b>	<b>24.0</b>	<b>22.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>

资料来源：彭博，Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议

推荐中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空、春秋航空、上海机场，北京首都机场股份，关注白云机场、深圳机场。

### 4. 风险提示

**经济超预期下滑：**航空行业具备较强的周期属性，一旦经济增速超预期下滑，公商务旅客需求将受到显著影响，不利于航空公司运价修复及业绩增长。

**油价汇率剧烈波动：**航空公司航油成本占营业成本的比重较高，因此油价上涨会对航空公司成本端带来显著压力；汇率方面，鉴于航空公司账面美元负债体量较大，因此汇率贬值会对航空公司财务费用造成不利影响。

**免税销售不及预期：**枢纽机场的业绩核心驱动力来自于免税销售额增长带来的租金红利，如免税销售不及预期，机场租金收入增速也会同步下降，不利于业绩提升。

**安全事故：**民航业安全至上，一旦发生安全事故，会对民航需求产生不利影响，同样也会影响机场旅客吞吐量，不利于航空机场业绩增长。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com