

投资评级 优于大市 维持

股票数据

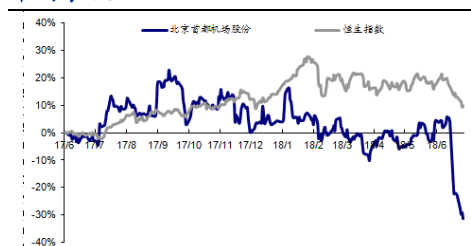
07 月 03 日收盘价 (港元)	7.86
52 周股价波动 (港元)	7.76-13.99
总股本/流通 A 股 (百万股)	4331/1880
总市值/流通市值 (百万港元)	14600/33600

相关研究

《内航内线收费改革+免税双轮驱动业绩增长》2017.08.31

《短期看免税增厚业绩，中期观流量变现潜力》2017.07.29

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-33.1	-25.3	-23.2
相对涨幅 (%)	-26.6	-17.7	-18.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@htsec.com

证书:S0850512070003

联系人:李丹

Tel:(021)23154401

Email:ld11766@htsec.com

全球第二、中国第一大航空港，机场估值洼地

投资要点:

- “中国第一国门”，资源禀赋得天独厚。**首都机场 2017 年旅客吞吐量达到 9578.6 万人次，仅次于美国亚特兰大机场排名全球第二，被誉为“中国第一国门”。作为欧洲、亚洲及北美洲的核心节点，首都机场有着得天独厚的地理位置、方便快捷的中转流程、紧密高效的协同合作，使其成为连接亚、欧、美三大航空市场最为便捷的航空枢纽。
- 优化航班结构，收费改革、免税重招，收入再上台阶。**整体来看，首都机场一个国际航班的起降费+旅客服务费是一个国内航班的 2.5 倍。一个国际旅客非航收入贡献是国内旅客的 3.7 倍。当前首都机场中转旅客比例仅为 8%，亚欧典型成熟枢纽机场这一比例约为 30%，亚特兰大机场达到 67%，未来随着首都机场国际枢纽的功能持续强化，我们认为其旅客停留时间和截留旅客的消费能力都将持续加强。
- “一市两场”后的首都机场，影响几何？**2017 年《推进京津冀民航协同发展实施意见》，明确北京“双枢纽”机场运营模式。北京新机场航空公司基地建设方案按照航空公司联盟划分，中国国航等星空联盟成员保留在首都机场运营，东方航空、南方航空等天合联盟成员整体搬迁至北京新机场运营。中国国航在首都机场拥有绝对的优势，而规划搬去北京新机场的 10 家航司 2018 夏秋航季在首都机场的国内航线市场份额为 38.2%、国际航线市场份额仅为 10.6%。**剔除这部分旅客量后，2017 年首都机场国际旅客量占比将从 27%提升至 35%。**此外，根据民航局最新发布文件——《国际航权资源配置与使用管理办法》、《北京“一市两场”国际航权资源配置政策》，我们认为，若没有针对北京新机场的专项政策，则由北京始发的二类国际航线，中国国航拥有排他性分配优势，有利于首都机场的国际枢纽建设。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、0.65、0.51 元，BPS 分别为 5.27、5.62、5.87 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 9、10、13 倍，PB 分别为 1.3、1.2、1.1 倍，为全球主要上市机场中最低值。当前 A 股机场股平均 PE 对应 2018 年为 20 倍，国际大型机场对应 2018 年 PE26 倍、PB 平均 2.3 倍（剔除异常高的 2 个值）。我们认为首都机场存在较为明显的低估，按照国际机场中 2018 年两个最低 PE16 倍和 19 倍，合理估值区间为 13.72-16.29 港元（按照人民币：港币=1:0.8512 计算，下同），按照 18 年两个最低 PB1.7 倍和 1.8 倍，合理估值区间为 10.53-11.14 港元，**按照审慎原则，我们给与公司合理估值区间 10.53-11.14 港元**，给与未来 6 个月“优于大市”评级。
- 风险提示。**汇率波动风险、关联交易风险、政策风险、民航发展基金取消。
- 特别提示。**本报告仅限于对航空行业的信息梳理、分析和判断，请投资者审慎判断报告中使用的假设，报告内容涉及到航空行业中的一些具体公司，并不代表对报告中提及航空公司的推荐或提供投资建议；报告中使用的信息来源均为媒体公开披露、公司官网及公司公开披露的公告信息等。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8729.09	9574.48	10981.31	10849.38	9536.73
(+/-) YoY (%)	2.6%	9.7%	14.7%	-1.2%	-12.1%
净利润 (百万元)	1781.00	2600.46	3162.14	2827.95	2218.82
(+/-) YoY (%)	8.50%	46.0%	21.6%	-10.6%	-21.5%
全面摊薄 EPS (元)	0.41	0.60	0.73	0.65	0.51
毛利率 (%)	28.8%	34.5%	40.0%	37.9%	33.0%
净资产收益率 (%)	9.2%	12.8%	13.9%	11.6%	8.7%

资料来源：公司年报 (2016-2017)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，本文除非特别提示，货币单位均为人民币元。

目 录

1. “中国第一国门”，资源禀赋得天独厚	5
1.1 首都机场——全球第二、中国第一大航空港	5
1.2 国内四大航司、世界三大航空联盟重要枢纽	5
1.3 腹地经济发达、枢纽网络，为需求提供强有力的支撑	6
2. 优化航班结构，收费改革、免税重招，收入再上台阶	7
2.1 航空性收入：受益于旅客结构不断优化和内航内线收费改革	7
2.2 免税重招，稀缺“流量入口”资源价值重估	9
2.3 人工成本占比低，成本增速控制良好	10
3. “一市两场”后的首都机场，影响几何？	11
3.1 北京新机场——双枢纽格局	11
3.2 中国国航在北京市场份额近半，天合联盟国际旅客占比低	12
3.3 北京市场是全国收益最高的市场，京津冀机场群建设加速	13
3.4 中国国航在北京市场国际航权分配有绝对优势，首都机场直接获益	14
4. 估值分析	17
4.1 盈利预测与投资建议	17
4.2 最悲观假设	18
5. 风险提示	18
6. 特别提示	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	2001-2017 年首都机场旅客吞吐量	5
图 2	2017 年全球旅客吞吐量排名前 15 的机场（万人次）	5
图 3	首都机场国内（包含港澳台）航线网络	6
图 4	首都机场国际航线网络	6
图 5	2016 年全球前 10 大航空大都市旅客吞吐量	6
图 6	2016 年全球前 10 大航空大都市 GDP 情况（亿美元）	6
图 7	2017 年国内三大枢纽机场国际及中转旅客占比	7
图 8	2017 年全球前 10 大航空公司机队规模（架次，按二字码）	7
图 9	首都机场起降架次国内国际增速对比	9
图 10	首都机场旅客吞吐量国内国际增速对比	9
图 11	首都机场国际及地区起降架次和旅客量占比	9
图 12	首都机场起降费及旅客服务费收入及增速	9
图 13	首都机场非航收入及增速	10
图 14	首都机场零售和广告收入及增速	10
图 15	首都机场营业成本增速基本处于最低水平	11
图 16	2017 年首都机场人工成本占比远低于其他机场	11
图 17	北京新机场地理位置图	11
图 18	首都机场国内航线市占率情况（按座位数统计）	13
图 19	首都机场国际航线市占率情况（按座位数统计）	13
图 20	三大航飞机计划引进数量增速对比	14
图 21	三大航按照引进计划对应的座位数增速对比	14

表目录

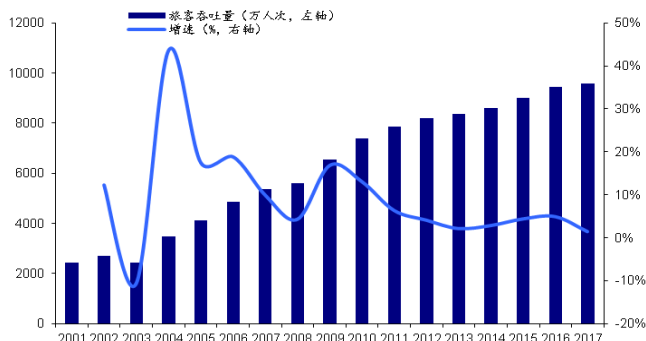
表 1	2017 年国内三大枢纽机场基础设施及航线网络通达情况	5
表 2	首都机场航空性收费的基准价	7
表 3	首都机场每周航班量最大起飞全重分布（班次）	8
表 4	首都机场典型机型收费基准	8
表 5	首都机场 2017 年单机平均旅客服务费测算	8
表 6	首都机场 2017 年免税招标情况	10
表 7	京津冀“三地四场”定位	12
表 8	首都机场每周各家航司提供座位数统计（单位：个）	12
表 9	首都机场每周各家航司航班班次统计（班次）	13
表 10	三大城市机场群旅客吞吐量（大中型机场）	14
表 11	国际航权资源配置指标体系	15
表 12	运行品质各航司分数计算（按照 2017 年航司机队规划备用指标测算表）	16
表 13	运行品质各航司分数计算（按照 2018 年航司机队规划备用指标测算表）	16
表 14	运行品质各航司分数计算（按照 2019 年航司机队规划备用指标测算表）	16
表 15	国外枢纽机场与 A 股机场股估值比较（数据更新于 2018.7.03）	17
表 16	首都机场分项业务预测（百万元）	18
表 17	旅客分流影响对于 2020 年归母净利润弹性测算（亿元）	18

1. “中国第一国门”，资源禀赋得天独厚

1.1 首都机场——全球第二、中国第一大航空港

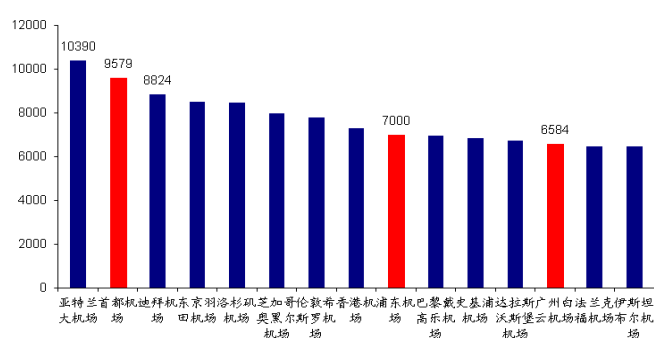
北京首都机场建成于 1958 年，今年是其运营的第 60 周年。随着中国经济的快速发展，并得益于北京得天独厚的政治、经济、文化和地理位置优势，北京首都机场的年旅客吞吐量从 1978 年的 103 万人次增长到 2017 年的 9578.6 万人次，仅次于美国亚特兰大机场排名全球第二。被誉为“中国第一国门”，是中国最重要、规模最大、设备最先进、运输生产最繁忙的大型国际航空港，亦是中国的空中门户和对外交流的重要窗口。

图1 2001-2017 年首都机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2017 年全球旅客吞吐量排名前 15 的机场（万人次）



资料来源：Wind、Bloomberg，海通证券研究所

目前，首都机场成为了亚太区首个，也是唯一一家拥有 3 个航站楼、3 条跑道、双塔台同时运行的机场。截止 2017 年底，在北京首都机场运营定期商业航班的航空公司共 104 家，其中内地航空公司 28 家，港澳台航空公司 7 家，外国航空公司 69 家。通航点共 292 个，其中国内（含港澳台）通航点 161 个，国际通航点 131 个。

表 1 2017 年国内三大枢纽机场基础设施及航线网络通达情况

机场	航站楼数量（座）	跑道数量（条）	高峰小时起降架次（架次/小时）	定期航班航空公司（家）		定期通航点（个）	
				内地	国际及地区	国内	国际
首都机场	3	3	88	28	76	161(含地区)	131(不含地区)
浦东机场	2	4	74	28	79	114	129
白云机场	2	3	71	28	47	130	90

资料来源：北京首都机场股份、上海机场、白云机场 2017 年报、官网，海通证券研究所

1.2 国内四大航司、世界三大航空联盟重要枢纽

作为欧洲、亚洲及北美洲的核心节点，首都机场有着得天独厚的地理位置、方便快捷的中转流程、紧密高效的协同合作，使其成为连接亚、欧、美三大航空市场最为便捷的航空枢纽。

图3 首都机场国内（包含港澳台）航线网络



资料来源：VariFlight Map，海通证券研究所

图4 首都机场国际航线网络



资料来源：VariFlight Map，海通证券研究所

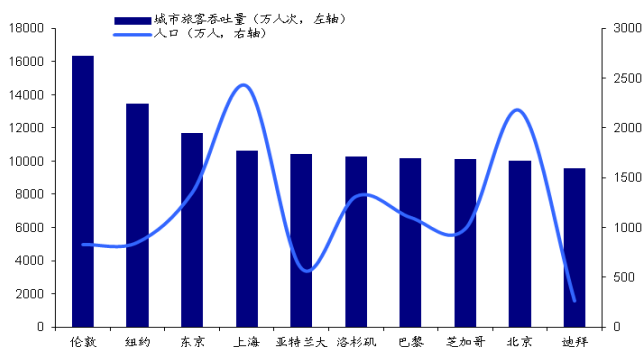
中国国航、东方航空、南方航空、海南航空等国内前4大航空公司均已在首都机场设立运营基地，其中，中国国航是首都机场的主基地航空公司。且世界三大航空联盟——星空联盟、天合联盟和寰宇一家均视首都机场为重要的中转枢纽。

1.3 腹地经济发达、枢纽网络，为需求提供强有力的支撑

2016年，英国伦敦人口仅为828万人，其大都会区¹6个机场的旅客吞吐量却达到了1.6亿人次；美国纽约人口851万人，其大都会区内6个机场的旅客吞吐量却达到了1.34亿人次；亚特兰大人口588万人，亚特兰大机场却成为了全球第一大机场，年旅客吞吐量过亿。

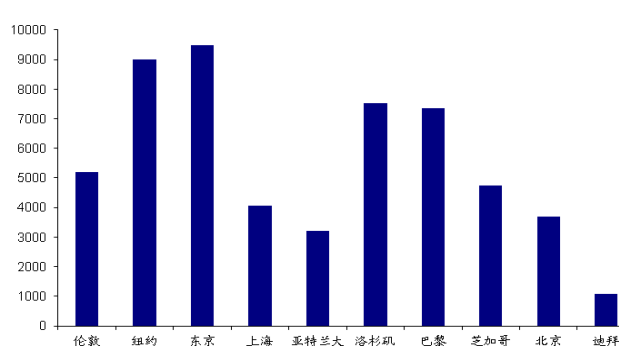
纵观全球前10大航空大都市，除北京、上海外，其人口总量均在1000万人左右。是什么支撑其旅客吞吐量过亿的呢？我们发现，在这10大航空大都市中，有8个城市GDP排名位列世界前11位（北京第11）。

图5 2016年全球前10大航空大都市旅客吞吐量



资料来源：Wind、Bloomberg，海通证券研究所

图6 2016年全球前10大航空大都市GDP情况 (亿美元)



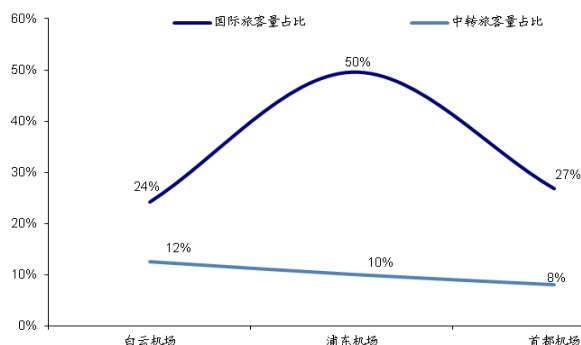
资料来源：Wind、Bloomberg，海通证券研究所

枢纽航空系统是当今世界大型航空公司和机场普遍采用的一种先进的航空运输生产组织形式。其最主要的特征是：高比例的中转业务、高效的航班衔接能力。枢纽机场除了利用本地资源，还为全球旅客提供中转服务。如，亚特兰大机场1亿旅客量中，中转旅客占比达到67%。

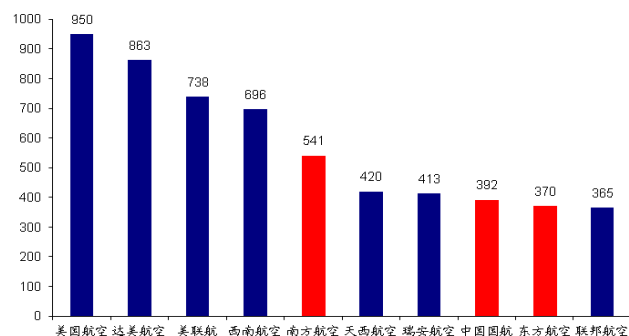
2017年，我国三大枢纽机场中转旅客占比仅10%左右，其中广州12%、浦东10%、首都8%。枢纽机场的建设和主基地航空公司息息相关，白云机场的主基地航空公司自2012年提出“广州之路”后，着力发展广州的中转枢纽功能，使得在国际旅客量明显低于其他两个枢纽的情况下，中转旅客比例能占到最高。

¹ 大都会区：Metropolitan Statistical Areas，是以现代大都市为中心的都市集聚区。

长期来看,国内三大枢纽机场的主基地航空公司的机队规模将长期排名前10(按二字码排名),枢纽网络的建设将持续加强。枢纽机场的国际和中转航班也将持续增加。

图7 2017年国内三大枢纽机场国际及中转旅客占比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 2017年全球前10大航空公司机队规模(架次,按二字码)


资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

2. 优化航班结构, 收费改革、免税重招, 收入再上台阶

2.1 航空性收入: 受益于旅客结构不断优化和内航内线收费改革

公司航空性收入包含飞机起降及相关收费、旅客服务费和机场费(民航发展基金返还)。这些收费均按照民航局政策规定收费。

表2 首都机场航空性收费的基准价

	国内	国际及地区
起降费(元/架次)	25吨以下	240
	26-50吨	650
	51-100吨	1200+24*(T-50)
	101-200吨	2400+25*(T-100)
	201吨以上	5000+32*(T-200)
旅客服务费(元/人)	34	70
民航发展基金(元/人)	50	70

资料来源: 民航局《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》, 海通证券研究所

其中,按照2017年民航局《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》,起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过10%。

根据民航局披露的2018夏秋航季时刻表,我们统计了在首都机场起降的航班的最大起飞全重,发现内航内线有76%的国内航班使用机型最大起飞全重在50-100吨,有62%的国际航班使用机型最大起飞全重在200吨以上。

表 3 首都机场每周航班量最大起飞全重分布 (班次)

	国内航司飞国内线	国内航司飞国际线	国内航司飞港澳台	国外航司在首都机场起降
26-50 吨	10	0	0	0
51-100 吨	6896	542	86	224
101-200 吨	140	14	0	79
201 吨以上	2079	994	50	478
合计	9125	1550	136	781

资料来源: 18 夏秋航季时刻表, 海通证券研究所

其中, 10 班在首都机场起降的 26-50 吨的飞机为 737-300, 其最大起飞全重为 49 吨; 51-100 吨中的典型飞机为波音 737 系列和空客 320 系列, 常见最大起飞全重为 79 吨; 101-200 吨中典型飞机为波音 767 飞机, 由于存在不同型号, 我们选取 767-300 做测算, 其最大起飞全重为 159 吨; 201 吨以上机型较多, 典型的为波音 777、787 系列, 空客 330、340、380 系列, 我们选取最常用的空客 330 飞机, 其最大起飞全重为 230 吨。

表 4 首都机场典型机型收费基准

飞机型号	最大起飞全重 (吨)	国内线收费 (元/架次)	国际及地区线收费 (元/架次)	收费差异
B737-300	49	650	--	
B737-800	79	1896	3360	177%
B767	159	3875	6796	175%
A330	230	5960	10280	172%

资料来源: 民航局, 海通证券研究所;

从上表的比较我们可以看出, 若同一机型, 飞国际航班约是飞国内航班收费的 1.75 倍。由于中小型飞机的最大航距较短, 无法执飞洲际航线, 所以一个时刻由国内线换成远程国际线大多需要换大飞机。如 B737-800 的满载航距为 5665 千米, A330 飞机满载航距为 12500 千米, 北京飞纽约航距为 10975 千米, 需用 A330 以上的机型执飞。若由 B737-800 飞机起降国内线换成由 A330 飞机起降国际线, 则首都机场一个起降架次能多收费 4.4 倍。

根据表 3 和表 4, 一架飞机执飞国内航线平均收费 2851 元, 执飞国际航线平均收费 7759 元, 即平均一架飞机国际航班收费是国内航班收费的 2.7 倍。

从公司 2017 年报来看, 平均一个国内航班旅客人数为 155 人, 平均一个国际航班旅客人数为 177 人。按照表 2 的收费标准, 即平均一架国内航班收费 5270 元 (155 人*34 元/人), 平均一架国际航班收费 12390 元 (177 人*70 元/人), 则平均一架飞机国际航班收费是国内航班收费的 2.4 倍。

表 5 首都机场 2017 年单机平均旅客服务费测算

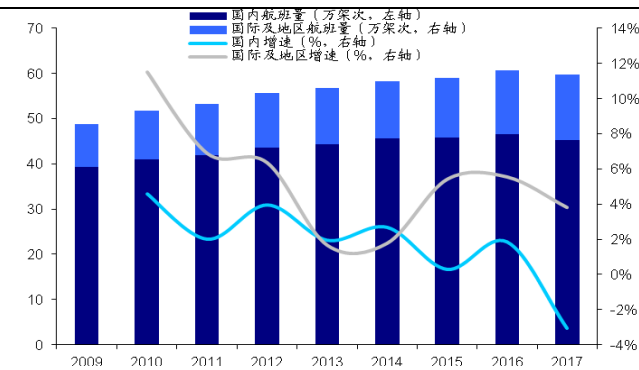
	2017 年
国内旅客吞吐量 (万人次)	7008.9
国内起降架次 (万架次)	45.2
国内单机平均旅客人数 (人)	155
国内旅客服务费 (元/人)	34
国内平均一架飞机旅客服务费	5270
国际 (包含港澳台) 旅客吞吐量 (万人次)	2569.1
国际 (包含港澳台) 起降架次 (万架次)	14.5
国际 (包含港澳台) 单机平均旅客人数 (人)	177
国际 (包含港澳台) 旅客服务费 (元/人)	70
国际 (包含港澳台) 平均一架飞机旅客服务费	12390

资料来源: 首都机场 17 年报, 民航局, 海通证券研究所

整体来看，首都机场一个国际航班的起降费+旅客服务费是一个国内航班的 2.5 倍。而从图 11 可以看出，首都机场国际航班起降架次及国际旅客量占比不断上升，这就解释了其起降费收入和旅客服务费收入增速持续高于其经营数据增速的原因。

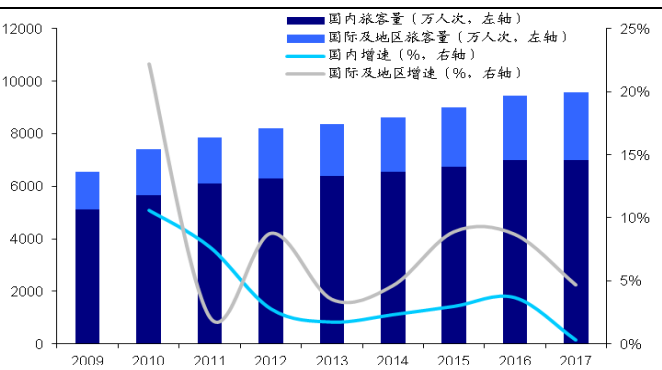
未来，我们认为随着东方航空、南方航空等以天合联盟为首的航空公司搬往北京新机场，首都机场的国际及地区旅客量占比将不断提升，收入结构有望不断优化。详见本文第三部分——“一市两场”后的首都机场，影响几何？

图9 首都机场起降架次国内国际增速对比



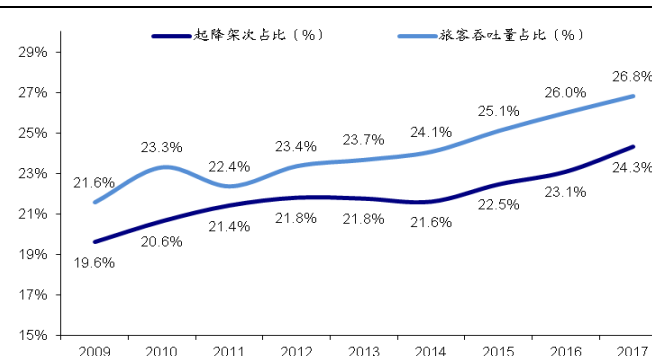
资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 首都机场旅客吞吐量国内国际增速对比



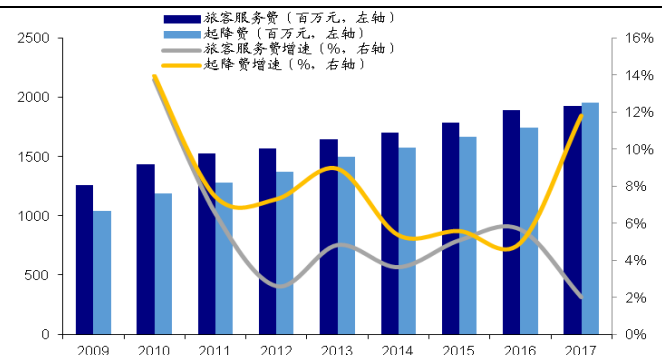
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 首都机场国际及地区起降架次和旅客量占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 首都机场起降费及旅客服务费收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 免税重招，稀缺“流量入口”资源价值重估

客流量巨大、能占据人们时间的生意就是好生意。微信、淘宝、京东等能占据人们时间的生意，在我们看来就是好生意，是“流量入口”。而现在的互联网巨头，纷纷转向争夺线下核心资源，开始寻求线下护城河。如：阿里入股高鑫零售、腾讯入股永辉超市等。腾讯、阿里均与上海机场签署了战略合作协议，我们认为，凭借机场每年近亿人次的巨大客流量，且人均预计在机场停留时间超过 1 小时，枢纽机场预计超过 2 小时，未来机场的线下流量入口的价值还会被进一步显现。

机场的商业价值在本轮免税重招中得到了较为充分的体现。2017 年 7 月 5 日，中国国旅发布公告称，其全资子公司中免公司中标了首都机场 T2 航站楼免税业务经营权，首年保底经营费用 8.3 亿元，销售额提取比例为 47.5%；持股 51% 的日上免

税行（中国）中标了首都机场 T3 航站楼免税业务经营权，首年保底费用 22 亿元，销售额提取比例为 43.5%。——T2、T3 免税业务每年能为首都机场带来保底 30.3 亿元的收入，而 2017 年首都机场零售业务总收入为 15.1 亿元，免税商业价值翻倍！

表 6 首都机场 2017 年免税招标情况

标段	面积	中标公司	首年保底租赁费	提成比例
T2	进港: 416.56 平米	中免公司	8.3 亿元	47.5%
	出港: 3186.09 平米			
T3	进港: 1938.72 平米	日上免税行（中国）	22 亿元	44%
	出港: 9461.43 平米			

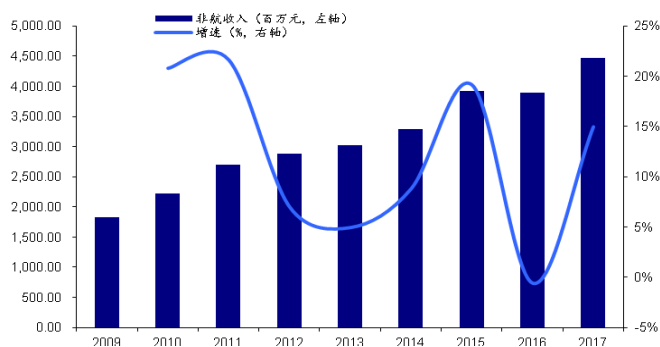
资料来源：中国国旅《关于子公司项目中标的公告》，海通证券研究所

2017 年，首都机场零售业务收入占其非航总收入的 34%，**机场广告业务亦是流量入口和线上资源线下推广的重要途径**，因此我们认为“零售+广告”业务是随其流量入口价值长期增长的部分。2017 年，首都机场“零售+广告”业务收入占其非航业务总收入的 58%，随着免税重招，我们预计 2018 年“零售+广告”业务收入占非航总收入的比例将提升至 65%。

从国内国际旅客非航收入贡献来看，我们仅将免税收入（重招后）划入国际旅客贡献，其他非航收入按照人均相同来计算，一个国际&地区旅客非航收入贡献是国内旅客的 3.7 倍。

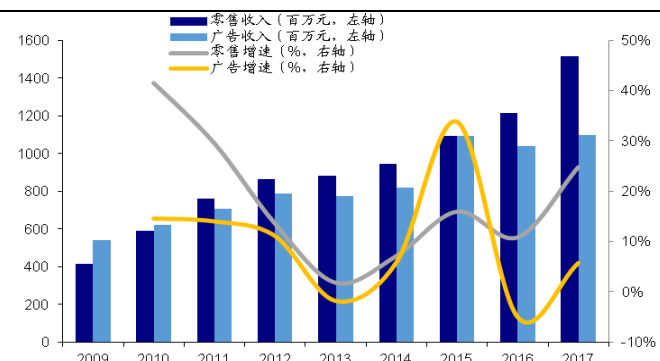
当前首都机场中转旅客比例仅为 8%，亚欧典型成熟枢纽机场这一比例约为 30%，亚特兰大机场达到 67%，未来随着首都机场国际枢纽的功能持续强化，我们认为其旅客停留时间和截留旅客的消费能力都将持续加强。

图13 首都机场非航收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 首都机场零售和广告收入及增速

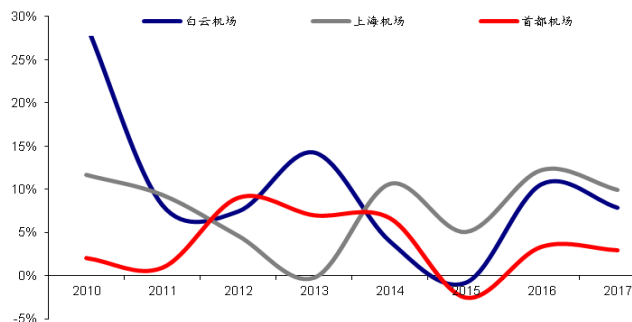


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 人工成本占比低，成本增速控制良好

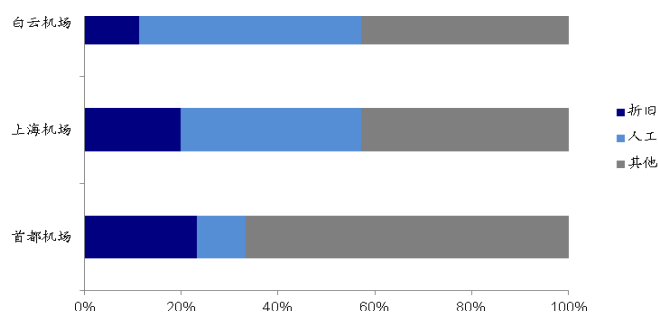
细拆国内三大枢纽机场的成本，我们发现，主要的不同点在于员工人数差异巨大带来的人工成本之间成倍的差异。其中，2017 年，首都机场、上海机场、白云机场员工人数分别为 1606 人、6416 人、13670 人，其人工成本分别为 6 亿、15.6 亿、18.5 亿元。主要是因为首都机场安检等人工在体外，业务大多外包。由于人工成本增速基本在机场成本中增速最快，其他成本如折旧等刚性较强，三大机场巨大的人工成本差异也带来了营业成本稳定性的巨大差异。其中，首都机场营业成本增速基本最低。

图15 首都机场营业成本增速基本处于最低水平



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 2017 年首都机场人工成本占比远低于其他机场



资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. “一市两场”后的首都机场，影响几何？

3.1 北京新机场——双枢纽格局

2014 年 12 月 24 日，民航局和首都机场集团宣布，首都新机场将于 2014 年 12 月 26 日正式开工建设。新机场位于北京市大兴区榆垓镇、礼贤镇和河北省廊坊市广阳区之间。2019 年建成投产后，将使北京成为继上海之后我国第二个面对“一市两场”挑战的城市。

图17 北京新机场地理位置图



资料来源: 百度图片, 海通证券研究所

根据 2017 年 11 月 27 日发改委、民航局印发的《推进京津冀民航协同发展实施意见》的通知，明确北京“双枢纽”机场运营模式，优化首都机场航线网络结构，与北京新机场形成优势互补的“双枢纽”航线网络格局，进一步扩大国际航线网络覆盖面和通达性，合理引导国内中小机场通过区域枢纽与北京“双枢纽”机场衔接。鼓励“三地四场”主要基地航空公司实行枢纽化运营，支持天津机场发展航空物流，支持石家庄机场发展低成本航空。

表 7 京津冀“三地四场”定位

机场	定位
首都机场	国际航空枢纽
北京新机场	国际航空枢纽、京津冀区域综合交通枢纽
天津机场	区域航空枢纽，重点发展国内中转航线、周边国际旅游航线等特定航空市场，适度发展中远程国际航线，增强航空货运、物流保障和中转的能力，增开货运航班
石家庄机场	区域航空枢纽，将重点增强对周边的聚集辐射能力，同时大力发展低成本航空、货运包机、航空快件等特定航空市场

资料来源：《推进京津冀民航协同发展实施意见》，海通证券研究所

根据《关于北京新机场航空公司基地建设方案有关事项的通知》，北京新机场航空公司基地建设方案按照航空公司联盟划分，中国国航等星空联盟成员保留在首都机场运营，东方航空、南方航空等天合联盟成员整体搬迁至北京新机场运营。

东方航空、南方航空作为北京新机场主基地航空公司，分别按照承担北京新机场航空旅客业务量 40% 的目标进行基地建设；河北航空、首都航空、邮政航空等非主基地航空公司按照“统一征用、统一规划、统一建设、统一管理”原则进驻北京新机场。东航、南航等迁出首都机场后，腾出的空间优先满足国航发展需要。

对于整体搬迁至北京新机场运行的主基地航空公司设置 **4 年过渡期**，其原有在首都机队的所有国际、国内及港澳台航线航班可全部平移至新机场，同时停止其在首都机场新增航线航班。

根据北京新机场入驻的最新规划，南方航空、东方航空、首都航空、河北航空、春秋航空、中联航、奥凯航空、吉祥航空、东海航空、邮政航空等 10 家国内航空公司确定入驻北京新机场。

3.2 中国国航在北京市场份额近半，天合联盟国际旅客占比低

北京新机场位于大兴，距离天安门以南 46 公里，而首都机场位于天安门以东 25 公里。且首都机场轨道交通网络完善，距离高端旅客相对聚集的朝阳区和海淀区更近，在区位上具有新机场所不可比拟的优势。我们认为，在可预见的 5-10 年内，旅客仍将优先选择首都机场出行。

根据 2018 夏秋航季时刻表，上述 10 家国内航司原本在首都机场有时刻的航空公司有：东方航空、南方航空、首都航空、吉祥航空、东海航空和邮政航空。经过我们的统计测算，这 6 家航空公司在首都机场投入座位数占所有航司总座位投入的 31.3%，其中，国内航线座位数占总座位数比例为 28.6%，国际及地区航线座位数占总座位数比例为 2.7%。从航班量总数来看，这 6 家航司占首都机场航班数量比例为 33.8%，其中，国内航班量占比 31.0%，国际及地区航班量占比 2.9%。

表 8 首都机场每周各家航司提供座位数统计（单位：个）

航空公司	内航内线	内航外线	内航港澳台航线	外航外线
东方航空	269503	37780	0	--
南方航空	374595	19684	2415	--
首都航空	17152	1536	1024	--
吉祥航空	2366	--	--	--
东海航空	2380	--	--	--
邮政航空	8064	--	--	--
搬往新机场的航司合计	674060	59000	3439	--
中国国航	762060	270136	24300	--
海南航空	227661	51880	1304	--
首都机场每周投入座位数合计	1764138	383228	29043	178317

资料来源：18 夏秋航季时刻表，海通证券研究所

注：东方航空、南方航空、中国国航、海南航空为集团口径。

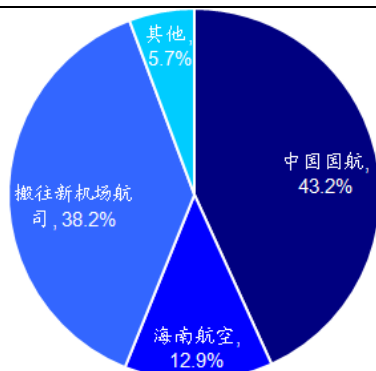
表 9 首都机场每周各家航司航班班次统计 (班次)

航空公司	内航内线	内航外线	内航港澳台航线	外航外线
东方航空	1466	195	0	--
南方航空	1897	104	14	--
首都航空	134	12	8	--
吉祥航空	14	--	--	--
东海航空	14	--	--	--
邮政航空	63	--	--	--
搬往新机场的航司合计	3588	311	22	
中国国航	3906	1019	106	
海南航空	1026	206	8	
首都机场每周航班班次合计	9125	1550	136	781

资料来源: 18 夏秋航季时刻表, 海通证券研究所

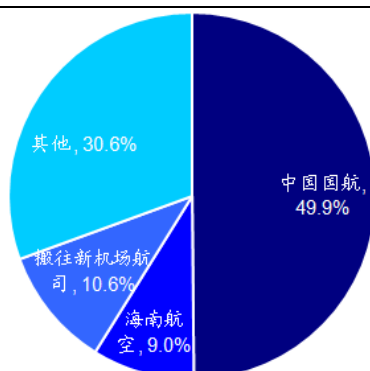
注: 东方航空、南方航空、中国国航、海南航空为集团口径。

图18 首都机场国内航线市占率情况 (按座位数统计)



资料来源: 18 夏秋航季时刻表, 海通证券研究所

图19 首都机场国际航线市占率情况 (按座位数统计)



资料来源: 18 夏秋航季时刻表, 海通证券研究所

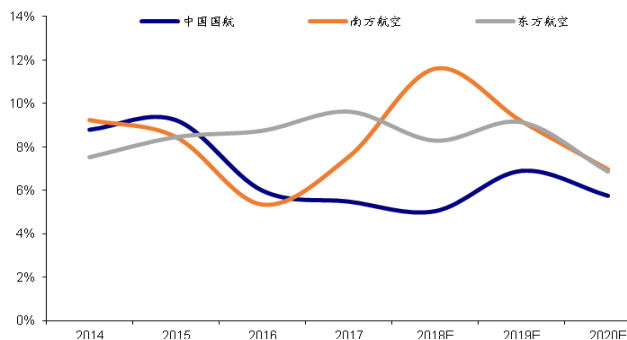
从上述统计可以看出, 中国国航在首都机场拥有绝对的优势, 而规划搬去北京新机场的 10 家航司目前在首都机场的国内航线市场份额为 38.2%、国际航线市场份额仅为 10.6%。按照首都机场 2017 年的运营数据, 国内旅客量 7009 万人次、国际及地区旅客量 2569 万人次, 则上述 10 家航司在首都机场 2017 年国内旅客量和国际及地区旅客量分别为 2678、271.6 万人次。剔除这部分旅客量后, 2017 年首都机场国内旅客量 4331 万人次, 国际及地区旅客量 2297.4 万人次, 国际旅客量占比 35% (2017 年占比 27%)。

3.3 北京市场是全国收益最高的市场, 京津冀机场群建设加速

当前, 首都机场、上海机场、白云机场主基地航空公司分别为中国国航、东方航空、南方航空, 三家航空公司在各自主基地市场份额均达到 40%-50%。但由于旅客质量和枢纽建设方面的差异, 导致北京市场是全国客公里收益最高的市场、上海次之、广州最后。

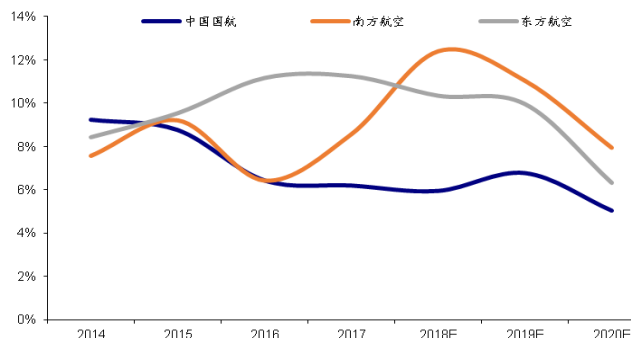
由于国内机场时刻分配遵循“祖父法则”, 在北京新机场建成的局面下, 北京市场份额面临重新分配的机遇。从飞机引进计划来看, 在现阶段时刻受限的情况下 (115 号文件), 三大航均在 2018 或 2019 年飞机计划引进速度有所加快。

图20 三大航飞机计划引进数量增速对比



资料来源：三大航 2017 年报，海通证券研究所

图21 三大航按照引进计划对应的座位数增速对比



资料来源：三大航 2017 年报，海通证券研究所

从机场群容量来看，目前较大的城市群有京津冀、长三角和珠三角城市群，其周围的机场群相对较发达和成熟。其中，珠三角机场群中相对较大的（千万级）机场有白云机场、深圳机场、珠海机场、香港机场和澳门机场，2017 年旅客吞吐量超 2 亿人次。长三角机场群中较大的有上海浦东、上海虹桥、杭州萧山、南京禄口、温州机场、宁波机场等，2017 年约 1.92 亿人次。京津冀机场群中较大的有首都机场、天津机场、石家庄机场、南苑机场等，2017 年旅客吞吐量仅 1.3 亿人次。

表 10 三大城市机场群旅客吞吐量（大中型机场）

珠三角机场群	2017 年旅客吞吐量 (万人次)	长三角机场群	2017 年旅客吞吐量 (万人次)	京津冀机场群	2017 年旅客吞吐量 (万人次)
白云机场	6580.7	上海浦东	7000.1	首都机场	9578.6
深圳机场	4561.1	上海虹桥	4188.4	南苑机场	595.4
珠海机场	921.7	杭州萧山	3557	石家庄机场	958.3
香港机场	7286.7	南京禄口	2582.3	天津机场	2100.5
澳门机场	716	温州机场	928.6		
		宁波机场	939.1		
合计	20066.2		19195.5		13232.8

资料来源：Wind，海通证券研究所

2017 年 11 月，发改委、民航局发布的《推进京津冀民航协同发展实施意见》提出，2020 年，北京新机场建成投入使用，首都机场国际旅客占比提高 2 至 3 个百分点，北京“双枢纽”机场与天津机场、石家庄机场实现与轨道交通等有效衔接，初步形成统一管理、差异化发展的格局。2030 年，北京“双枢纽”机场国际竞争力位居世界前列，天津、石家庄机场区域航空枢纽辐射能力显著增强，将天津建成我国国际航空物流中心，基本实现京津冀地区主要机场与轨道交通等有效衔接，打造形成分工合作、优势互补、空铁联运、协同发展的世界级机场群。

我们认为，当前的基础配套设施和空域状况无法满足其“世界级机场群”的愿景，京津冀机场群建设的潜力和空间仍然巨大。首都机场的国际旅客吞吐量占比将持续提升。

3.4 中国国航在北京市场国际航权分配有绝对优势，首都机场直接获益

根据民航局最新发布两份重磅文件——《国际航权资源配置与使用管理办法》（简称《国际航权》，2018 年 39 号文）《北京“一市两场”国际航权资源配置政策》（简称《一市两场》，2018 年 40 号文），规范了北京“一市两场”国际航权的资源配置和使用行为。《一市两场》指出，首都机场与北京新机场视为一个航点，由首都机场与北京新机场出发至同一境外航点的航线视为同一条航线。

而《国际航权》首次明确了国际航权分配的评分机制，按照消费者利益、枢纽发展、资源使用效率、企业运行品质等四大类别 16 个具体指标打分。

表 11 国际航权资源配置指标体系

指标类别	具体指标	权重(%)	指标说明
消费者利益指标(A)	始发地航点衔接性(A1)	8	反映申请人所申请航线在国内始发城市通过航班衔接可实现的地理覆盖范围
	目的地航点衔接性(A2)	4	反映申请人所申请航线在国际目的地机场通过航班衔接可实现的地理覆盖范围
	始发地航班量(A3)	8	反映申请人通过航班衔接在申请航线的国内始发城市为消费者提供服务的能力
	目的地航班量(A4)	4	反映申请人通过航班衔接在申请航线的国际目的地机场为消费者提供服务的能力
	目的国航点数(A5)	8	反映申请人在中国与申请航线目的地机场所在国家之间航线网络构建情况
	目的国航班量(A6)	8	反映申请人在中国与申请航线目的地机场所在国家之间市场运营和产品开发能力
枢纽发展指标(B)	基地航空公司(B1)	5	反映申请人在申请航线的国内机场的基地建设程度
	中转比重(B2)	5	反映申请人对申请航线的国内机场中转业务发展的贡献程度
	枢纽地位(B3)	5	反映申请航线的国内机场在全国枢纽网络规划中的地位
	涉及国家及行业战略等政策扶持机场(B4)	5	扶持符合国家及行业战略导向的枢纽机场发展(目前仅限北京新机场)
资源使用效率指标(C)	二类国际航线航权使用率(C1)	7	对申请人持有的我国与所申请航线目的地国家之间的二类国际航线航权使用率方面的评价
	二类国际航线平均每班座位数(C2)	7	对申请人持有的我国与所申请航线目的地国家之间的二类国际航线航权使用效率方面的评价
	二类国际航线平均每班运输量(C3)	6	对申请人持有的我国与所申请航线目的地国家之间的二类国际航线航权使用效果方面的评价
企业运行品质指标(D)	公司原因飞行事故征候万时率(D1)	5	对申请人在安全运行方面的评价
	公司原因航班不正常率(D2)	10	对申请人在航班正常性方面的评价
	旅客投诉万分率(D3)	5	对申请人在消费者服务方面的评价

资料来源：国际航权资源配置与使用管理办法，海通证券研究所

简单来说：

航线网络(40分)：存量大会、航班多、网络全的航司，拿到的增量国际时刻就多，向网络运力强的公司倾斜。——**中国国航在北京市场航班量大、网络最全！**

枢纽发展(20分)：份额大、中转比重高、枢纽定位高，得分就会高，得分向主基地航空公司倾斜。——**中国国航在北京市场份额高！枢纽定位与东南航一样。**

资源使用效率(20分)：航空公司的航权使用率越高、平均座位数越多、平均运输量越大，得分越高，向运营效率高的公司倾斜。(由于具体数据无法获得，我们参考表8、表9，做三大航国际航班平均座位数计算，得出中国国航、东方航空、南方航空平均分别为265座、194座、189座)

运行品质(20分)：安全纪录好、公司原因不正常率低、旅客投诉少的公司得分高，向安全服务好的航空公司倾斜。(根据表12-表14的测算，2015-2017年中国国航、南方航空、东方航空平均得分分别为14.99、14.03、14.62)

因此，我们认为，若没有针对北京新机场的专项政策，则由北京始发的二类国际航线，中国国航拥有排他性分配优势，有利于首都机场的国际枢纽建设。

表 12 运行品质各航司分数计算 (按照 2017 年航司机队规划备用指标测算表)

	2015 年公司数值	行业最小值	行业最大值	公司得分 (%)
公司原因飞行事故征候万时率 (D1)				
中国国航	0.025			4.55
南方航空	0.046	0	0.278	4.17
东方航空	0.025			4.55
公司原因航班不正常率 (D2)				
中国国航	3.51%			8.82
南方航空	5.07%	2.54%	10.79%	6.93
东方航空	5.96%			5.85
旅客投诉万分率 (D3)				
中国国航	0.06			4.64
南方航空	0.04	0	0.825	4.76
东方航空	0.051			4.69

资料来源: 2017 年航司机队规划备用指标测算表, 国际航权资源配置与使用管理办法, 海通证券研究所
 注: 计算方法为: 得分=权重*【1-(公司数值-行业最小值)/(行业最大值-行业最小值)】(下同)

表 13 运行品质各航司分数计算 (按照 2018 年航司机队规划备用指标测算表)

	2016 年公司数值	行业最小值	行业最大值	公司得分 (%)
公司原因飞行事故征候万时率 (D1)				
中国国航	0.008			4.84
南方航空	0.005	0	0.243	4.90
东方航空	0.023			4.53
公司原因航班不正常率 (D2)				
中国国航	2.35%			5.48
南方航空	2.65%	0.30%	4.84%	4.82
东方航空	2.03%			6.19
旅客投诉万分率 (D3)				
中国国航	0.128			4.01
南方航空	0.155	0.007	0.62	3.79
东方航空	0.115			4.12

资料来源: 2018 年航司机队规划备用指标测算表, 国际航权资源配置与使用管理办法, 海通证券研究所

表 14 运行品质各航司分数计算 (按照 2019 年航司机队规划备用指标测算表)

	2017 年公司数值	行业最小值	行业最大值	公司得分 (%)
公司原因飞行事故征候万时率 (D1)				
中国国航	0.025			4.38
南方航空	0.015	0	0.203	4.63
东方航空	0.035			4.14
公司原因航班不正常率 (D2)				
中国国航	2.69%			4.34
南方航空	2.87%	0.34%	4.49%	3.90
东方航空	2.07%			5.83
旅客投诉万分率 (D3)				
中国国航	0.097			3.92
南方航空	0.075	0.003	0.438	4.17
东方航空	0.094			3.95

资料来源: 2019 年航司机队规划备用指标测算表, 国际航权资源配置与使用管理办法, 海通证券研究所

4. 估值分析

4.1 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.73、0.65、0.51 元 (2020 年假设起降架次减少 15%)，BPS 分别为 5.27、5.62、5.87 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 9、10、13 倍，PB 分别为 1.3、1.2、1.1 倍，为全球主要上市机场中最低值。当前 A 股机场股平均 PE 对应 2018 年为 20 倍，国际大型机场对应 2018 年 PE26 倍、PB 平均 2.3 倍 (剔除异常高的 2 个值)。我们认为首都机场存在较为明显的低估，按照国际机场中 2018 年两个最低 PE16 倍和 19 倍，合理估值区间为 13.72-16.29 港元 (按照人民币: 港币=1:0.8512 计算，下同)，按照 18 年两个最低 PB1.7 倍和 1.8 倍，合理价值区间为 10.53-11.14 港元，按照审慎原则，我们给与公司合理目标价 10.53-11.14 港元，给与未来 6 个月“优于大市”评级。

表 15 国外枢纽机场与 A 股机场股估值比较 (数据更新于 2018.7.03)

机场名称	币种	当前股价	市值 (CNY)	市盈率 (P/E), 单位: 倍				市净率 (P/B), 单位: 倍			
				16	17	18E	19E	16	17	18E	19E
国际机场估值水平											
法兰克福机场	EUR	81.00	648	14	26	19	18	1.4	2.2	1.8	1.7
巴黎机场	EUR	188.96	1198	23	27	33	30	2.4	3.4	3.9	3.7
苏黎世机场	CHF	202.20	453	23	24	22	20	2.6	2.9	2.5	2.5
维也纳机场	EUR	32.20	216	19	25	19	18	1.9	2.5	2.2	2.1
马来西亚机场	MYR	8.80	239	645	81	34	26	1.3	1.8	1.7	1.6
墨西哥北部空港	MXN	102.51	131	19	19	16	15	5.4	5.7	5.0	4.5
奥克兰机场	NZD	6.91	381	29	26	30	30	2.0	2.1	1.9	1.9
泰国机场	THB	63.00	1678	30	41	36	32	4.8	6.4	6.2	5.6
国际平均值			618	100	33	26	24	2.7	3.4	3.1	2.9
H 股机场估值水平											
北京首都机场	CNY	7.86	289	17	16	9	10	1.6	2.0	1.3	1.2
A 股机场估值水平											
上海机场	CNY	53.12	1024	18	24	25	22	2.3	3.5	3.8	3.4
白云机场	CNY	12.38	277	12	18	17	22	1.5	2.0	1.7	1.6
深圳机场	CNY	7.52	154	29	27	20	17	1.5	1.6	1.3	1.3
国内平均估值				20	23	20	20	1.8	2.4	2.3	2.1

资料来源: wind、bloomberg, 海通证券研究所

汇率: 人民币: 欧元=1:7.7317; 人民币: 法郎=1:6.6909; 人民币: 马来西亚林吉特=1:1.6427; 人民币: 泰铢=4.9893: 1;

基于如下假设，我们对 2018-2020 年的收入成本分项预测如表 16:

1、2018-2020 年起降架次增速同比分别为 1.0%、0%、-15%。

2、2018-2020 年旅客吞吐量增速同比分别为 3.5%、2.0%、-13.1%。

3、特许经营收入中，2018 年由于开业时间关系，我们计算确认免税收入 24 亿元，2019 年确认免税收入 30.3 亿元，2020 年按照国际旅客量增速调减保底收入。

4、2020 年其他非航收入按照旅客量增速调减。

5、成本端，2018-2020 年特许经营委托管理费按照特许经营收入的增速调减，其他成本由于与固定资产相关，参照起降架次增速做相应调整。

表 16 首都机场分项业务预测 (百万元)

	2017	2018E	2019E	2020E	2020 最悲观假设
航空性业务收入	5,100.65	5,146.61	4,063.53	3,501.40	3,007.03
旅客服务费	1,927.41	2,005.06	2,053.65	1,785.69	1,520.60
起降费	1,951.82	1,982.32	2,009.88	1,715.71	1,486.43
机场费	1,221.42	1,159.23	0.00	0.00	0.00
非航业务收入	4,473.83	5,834.71	6,785.85	5,985.48	5,404.70
特许经营收入	3,102.09	4,366.24	5,239.39	4,652.12	4,330.56
租金	1,197.73	1,298.49	1,381.86	1,191.45	959.81
停车服务收入	162.45	156.62	150.70	129.94	104.68
其他	11.56	13.36	13.89	11.98	9.65
总成本	6,025.74	6,589.35	6,736.65	6,394.29	6,394.29
折旧摊销	1,403.95	1,361.83	1,293.06	1,267.20	1,267.20
员工费用	600.36	636.39	674.57	640.84	640.84
其他	4021.43	4591.13	4769.02	4486.24	4486.24
航空性业务净利润	1,400.97	1,411.71	650.16	463.43	360.84
非航业务净利润	1,198.99	1,750.41	2,178.26	1,826.78	1,053.92

资料来源: 2017 年报, 海通证券研究所

4.2 最悲观假设

根据我们 3.2 部分对于即将搬迁至北京新机场航司的量化分析, 当前其在首都机场的旅客量占比为 31.3%, 剔除这部分旅客后, 2017 年首都机场国内、国际及地区旅客量占比分别为 65%、35%。北京新机场计划于 2019 年底建成, 我们按照最悲观的假设: 2020 年 10 家原定搬至新机场的航司全部搬走, 且未搬走的航空公司在首都机场的时刻、航班数量不增加 (实际不可能), 则我们预计 2020 年首都机场国内、国际及地区旅客量分别为 4674 万人次、2517 万人次。

按照航空性收费标准, 旅客服务费和飞机起降及相关收费之和约为 30 亿元。非航业务收入假设免税部分按照国际旅客量下降比例调减, 其他非航按照总旅客量下降比例调减, 则非航总收入在 54 亿元左右。成本端, 除委托管理费按照非航收入和签订的提成比例计算外, 其余均按历史情况给与一定增速。最终按照我们的模型预测, 公司在这种极端情况下, 最低利润为 14 亿元。(收入、成本、利润假设见表 16)

表 17 旅客分流影响对于 2020 年归母净利润弹性测算 (亿元)

国内	-5%	-10%	-20%	-30%	-38.2%
国际					
-3%	29	27	24	20	17
-5%	28	27	23	19	16
-8%	27	25	22	18	15
-10.6%	26	24	21	17	14

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 第一行为国内旅客量相对 19 年下降比例, 38.2%为我们在 3.2 部分讨论的最大国内旅客分流比例; 第一列为国际旅客量相对 19 年下降比例, 10.6%为我们在 3.2 部分讨论的最大国际旅客分流比例。

5. 风险提示

1、汇率波动风险: 公司偿还母公司债务、派发利息使用美元和港元, 若人民币持续贬值, 这部分费用会增加。

2、关联交易风险：公司与母公司存在大量日常关联交易（租赁等），关联交易合同基本 3 年一签，大部分 2018-2020 年为一个周期，2020 年后母公司有可能调整租金等费用。

3、政策风险：北京新机场具体政策尚未落地，是否享受专项政策未知。

4、民航发展基金返还取消：2018 年 6 月 15 日，公司公告，根据《财政部关于取消民航发展基金用于首都机场等三家上市机场返还作企业收入处理政策的通知》，经国务院批准，取消民航发展基金用于北京首都机场等三家上市机场返还作企业收入处理政策。为确保政策平稳取消，自 2018 年 5 月 29 日起设置半年政策过渡期。政策过渡期间，返还上市机场的民航发展基金继续由上市机场作企业收入处理，政策过渡期满后，上市机场执行与其他机场同等民航发展基金政策。按照公司对首都机场旅客吞吐量预期的初步测算，公司 2018 年收入将因此减少不超过人民币 1.2 亿元。

2017 年，公司民航发展基金收入 12.21 亿元，占公司当年税前利润的 35%，自 2018 年 11 月 29 日起将不再作为企业收入处理。

6. 特别提示

本报告仅限于对航空行业的信息梳理、分析和判断，请投资者审慎判断报告中使用的假设，报告内容涉及到航空行业中的一些具体公司，并不代表对报告中提及航空公司的推荐或提供投资建议；报告中使用的信息来源均为媒体公开披露、公司官网及公司公开披露的公告信息等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	9574.48	10981.31	10849.38	9536.73
每股收益	0.60	0.73	0.65	0.51	营业成本	6025.74	6589.35	6736.65	6394.29
每股净资产	4.70	5.27	5.62	5.87	毛利率%	37.06%	39.99%	37.91%	32.95%
每股经营现金流	0.87	0.98	0.92	0.74	营业税金及附加	0.00	137.16	127.83	77.16
每股股利	0.24	0.30	0.27	0.21	营业税金率%	0.00%	1.25%	1.18%	0.81%
价值评估 (倍)					营业费用	86.00	320.00	180.00	85.00
P/E	11.15	9.16	10.29	13.12	营业费用率%	0.90%	2.91%	1.66%	0.89%
P/B	1.42	1.27	1.19	1.14	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
P/S	3.74	3.26	3.30	3.75	管理费用率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	11.73	9.19	9.82	12.75	EBIT	3308.06	4225.99	3953.94	3045.48
股息率 (%)	28.31%	40.52%	40.49%	40.82%	财务费用	86.00	320.00	180.00	85.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.90%	2.91%	1.66%	0.89%
毛利率	34.54%	39.99%	37.91%	32.95%	资产减值损失	0.00	35.14	36.01	23.72
净利率	27.15%	28.78%	26.06%	23.26%	投资收益	0.00	4.55	3.39	2.65
净资产收益率	12.76%	13.87%	11.61%	8.73%	营业利润	3222.06	3905.99	3773.94	2960.48
资产回报率	8.24%	10.25%	9.62%	7.71%	营业外收支	0.00	2.36	0.28	0.88
投资回报率	9.19%	12.60%	10.97%	8.54%	利润总额	3470.29	4221.02	3774.22	2961.36
盈利增长 (%)					EBITDA	3308.06	4225.99	3953.94	3045.48
营业收入增长率	10.34%	14.69%	-1.20%	-12.10%	所得税	869.83	1058.88	946.26	742.54
EBIT 增长率	48.04%	27.75%	-6.44%	-22.98%	有效所得税率%	25.07%	25.09%	25.07%	25.07%
净利润增长率	46.01%	21.60%	-10.57%	-21.54%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2600.46	3162.14	2827.95	2218.82
资产负债率	42.84%	35.44%	26.08%	17.14%					
流动比率	0.49	0.80	1.23	1.83	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.33	0.55	0.85	1.48	货币资金	2378.13	2727.57	2694.79	3575.44
现金比率	-	-	-	-	应收款项	1361.45	1686.95	1581.04	1407.82
经营效率指标 (%)					存货	164.33	172.97	176.69	167.74
应收帐款周转天数	47.21	48.80	52.99	55.09	其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	8.44	9.34	9.47	9.83	流动资产合计	3903.91	4587.48	4452.52	5151.00
总资产周转率	0.30	0.35	0.36	0.33	长期股权投资	39.86	39.86	39.86	39.86
固定资产周转率	0.37	0.42	0.42	0.37	固定资产	26042.85	26042.85	26042.85	26042.85
					在建工程	0.00	353.00	235.00	132.00
					无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
					非流动资产合计	27509.25	27827.11	27673.10	27546.39
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	31413.17	32414.60	32125.63	32697.39
净利润	2600	3162	2828	2219	短期借款	5230.81	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	1310.22	1415.19	1421.10	1352.95
非现金支出	1404	1397	1329	1291	预收账款	131.46	127.36	141.25	121.90
非经营收益	0	0	0	0	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-337	-631	-361	-375	流动负债合计	8011.21	5750.03	3609.48	2814.58
经营活动现金流	3753	4243	3972	3218	长期借款	1545.00	1065.00	678.33	276.11
资产	31413.17	32414.60	32125.63	32697.39	其它长期负债	1630.00	1231.90	748.45	279.23
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	3175.00	2296.90	1426.78	555.34
其他	0	0	0	0	负债总计	11186.21	8046.93	5036.26	3369.92
投资活动现金流	0	0	0	0	实收资本	4330.89	4330.89	4330.89	4330.89
债权募资	-2842	-2547	-1111	0	普通股股东权益	20376.62	22802.51	24349.14	25423.04
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	31413.17	32414.60	32125.63	32697.39
融资活动现金流	-3487.76	-3898.32	-4008.34	-2339.54					
现金净流量	2378.13	2727.57	2694.79	3575.44					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 03 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 外运发展,白云机场,中远海控,建发股份,上海机场,北京首都机场股份,普路通,大秦铁路,日照港,韵达股份,申通快递,中国国航,顺丰控股,深赤湾 A,深圳机场,春秋航空,吉祥航空,珠海港,海峡股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
梁中华(021)232154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
联系人
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com
 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 联系人
 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 联系人
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 联系人
 周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
 刘璇 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 联系人
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hux10493@htsec.com
 黄斌(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com