

►內地人均國內生產總值持續上升，對旅遊的興趣只會有增無減，成為拉動航空客運需求的重要推力



內地航空業發展概況

年份	航機量(架)	變動	客運量(億人次)	變動
2014	2370	+10.4%	3.92	+10.7%
2013	2145	+10.5%	3.54	+10.9%
2012	1941	+10.0%	3.19	+8.8%
2011	1764	+10.4%	2.93	+9.3%
2010	1597	+12.7%	2.68	+16.0%
2009	1417	+12.5%	2.31	+19.7%
2008	1259	+11.0%	1.93	+3.7%
2007	1134	+13.6%	1.86	+16.2%
2006	998	+15.6%	1.60	+15.9%
2005	863	-	1.38	-

資料來源：申萬宏源、國家統計局



機場股防守強 穩健增長

內地五大機場客運量按年增長（單位：萬人次）

機場	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年
北京首都機場	8993 (+4.4%)	8613 (+2.9%)	8371 (+2.2%)	8193 (+4.1%)	7867 (+6.4%)
上海浦東機場	6008 (+16.3%)	5165 (+9.5%)	4719 (+5.2%)	4488 (+8.3%)	4145 (+2.1%)
廣州白雲機場	5521 (+0.8%)	5478 (+4.4%)	5245 (+8.6%)	4831 (+7.3%)	4504 (+9.9%)
成都雙流機場	4220 (+11.9%)	3771 (+12.8%)	3344 (+5.9%)	3156 (+8.6%)	2907 (+12.6%)
深圳寶安機場	3972 (+9.5%)	3627 (+12.4%)	3227 (+9.1%)	2957 (+4.7%)	2825 (+5.8%)

資料來源：申萬宏源、國家統計局

首都機場客運量冠全國

在港股市場上，機場股可說是寥寥無幾，較受投資者關注的自然北京首都機場（00694），而前稱美蘭機場的航基股份（00357），幾乎被投資者遺忘掉。首都機場是現時全國最大機場，去年旅客量8993萬人次，升4.4%，與全國第二大機場浦東機場的6008萬處理客量，可謂拋離「一條街」。首都機場去年飛機起降架次達59.01萬架次，微升1.4%，同樣拋離內地其他機場一段距離。

瑞信：業務發展陷瓶頸

首都機場年主營業務收入85.09億元（人民幣，下同），上升11.2%；股東應佔溢利16.42億元，按年增長18%。當然，首都機場並非每年皆錄得雙位數盈利增長，比如說，2014年盈利增長為4.6%；2013年度為15.6%；2012年度為3.2%，但盈利算是年年有增長。股息方面，除2008年至2010年度派息情況有欠穩定之外，2011年至今股息皆穩步上升；美中不足的是，現價股息率僅兩厘多。

雖然首都機場旅客量「高朋滿座」，

但瑞信關注其利用率進一步提升空間有限，導致業務發展陷入瓶頸。瑞信指出，自從第三航運大樓於2008年啟用後，首都機場的利用率在2015年升至95%；旅客處理能力利用率更達到110%。瑞信預期，首都機場未來五年旅客處理量的年複合增長只有2.6%。

同時，首都機場母公司正密鑼緊鼓興建首都第二機場。該機場日後會否注入上市公司，至今仍存在變數。倘若兩個機場獨立經營，瑞信料有30%旅客由首都機場分流至第二機場。

北京首都機場(00694)



上海機場內地行業首選股

上海浦東機場（600009.SH）按客運量及飛機升降架次，皆落後於北京首都機場（00694），但卻獲最多證券分析員推薦為內地首選機場股。雖然上海浦東機場（或稱上海機場）屬於A股，但港股投資者可以通過滬港通機制，吸納該股份。

瑞銀早前發表報告指出，上海機場最大賣點之一，是出境遊及國際旅客增長潛力強勁，而這主要來自三個催化劑，首先是上海迪士尼開幕，其次是東方航空（00670）持續開辦國際航線，第三是上海及鄰近區域的居民對境外旅遊的熱情有增無減。瑞銀預期，上海機場整體客運量及國際航線旅客在未來三年可望保持雙位數增長。

受惠迪士尼開幕

瑞信則預期，2016至2018年間，上海機場整體客運年複合增長會有11%，其間迪士尼開幕便貢獻四個百分點的客運量增幅。滙豐證券觀點較保守，預期在2015年至2018年，客運年複合增長10%。

瑞銀補充稱，上海機場現時利用率只有75%（瑞信指利用率為82%），在今年首季的繁忙時間，一小時飛機升降由74架次增加至76架次，往後仍有超過30%的增加空間。依照目前處理能力，在在可應付潛在

上海機場(600009.SH)



增長需要。上海機場去年客運量約6008萬人次，按年增長16%，而出境遊及國際旅客佔40%。瑞信則稱，隨着上海虹口機場出現飽和情況，可望會分流至上海機場。

上海機場近年盈利穩步上升，2015年盈利增長20%，至25.31億元（人民幣，下同）。瑞銀預期今年可增加16%，至29.53億元；倘若內地監管部門批准機場調整國內航線收費，瑞銀估算，每10%上調幅度，上海機場今年盈利會有額外不多於5%增長。瑞信預期，上海機場未來三年盈利複合為12.6%。不過，上海機場的股息絕不吸引，去年只有1.6厘，瑞銀預測今明兩個財年，息率只有1.7厘、1.9厘。

內地經濟增長放慢，許多行業經營前景轉差，但旅遊業景氣卻依然蓬勃，境外遊更加火爆；若要捕捉這股趨勢的投資機會，機場股最可看高一線。機場業乃強者恆強行業，營運業績增長穩定，據估計內地未來五年航空旅客年複合增長9%，利潤率較高的國際線旅客複合增長更達12%。此外，非航空業務潛力亦不可小覷，參考個別境外機場經驗，佔總體收入比重可高達六成。機場股屬於防守性股份，在目前波動市況下，值得關注。

悠閒理財 >>> 航空篇之一

大公報記者 劉鑛豪

衡量機場行業是否具投資價值，主要視乎航空業務及非航空業務收入前景。本周會聚焦於機場的航空業務，非航空業務則留待下周再作討論。航空業務收入，包括飛機起降費、旅客服務費、安檢費、停場費及客橋費等等，佔內地機場總收入比重約60%。機場的航空業務是否具備增長前景，關鍵在於飛機起落架次及客運量能否持續增加。

客運量未來五年料增9%

內地機場過去十年客運量複合增長約13%，據瑞信預測，未來五年客運量複合增幅可達9%，其間利潤率較高的國際航線旅客量增幅約12%。這個預測是否靠譜？瑞信解釋稱，內地人均國內生產總值（GDP per capita）持續上升，對旅遊的興趣只會有增無減，成為拉動航空客運需求的重要推力。參考韓國經驗，韓國國民在1994年人均國內生產總值觸及一萬美元，當年航空客運滲透率便突破100%，達到108%。假設中國人均國內生產總值在2020年突破一萬美元關口，航空客運滲透率便能夠達到100%，至14.1億人次，即年複合增長9%。另外，根據全球數據，人均國內生產總值若多於3000美元，境外旅遊便會蓬勃起來。

事實上，隨着航空客運需求逐年增加，於2005年至2014年間，全國航空客運量由每年1.38億人次，增加至3.92億人次，增加1.8倍；民用運輸機隊規模相應不斷壯大，由2005年的863架，到2014年增加至2370架，增幅達1.7倍。

外遊旺 運力側重國際線

這裏要補充境外旅遊的重要性。根據現時民航條例，機場對國際航線及向入境旅客所收取較高費用，相當於本地航線及旅客收費的1.7至2倍。舉例說，國際航線貨物及旅客安檢費分別為人民幣70元、12元，本地航線則為人民幣35元及5元。一架波音737-800飛機升降費，機場與本地航線收費為人民幣3200元、1650元。申萬宏源稱，內地去年出境遊異常火爆，各航空公司把運力側重於國際航線，內地三大航空公司的可用座位公里（ASK）增長速度均顯著超過國內航線。伴隨着航空公司對國際航線的傾斜，機場的國際航線佔比相應增加，對經營利潤有正面推動作用。中國經濟步伐放慢，對航空旅客增長會否帶來壓力？瑞信認為不會，皆因

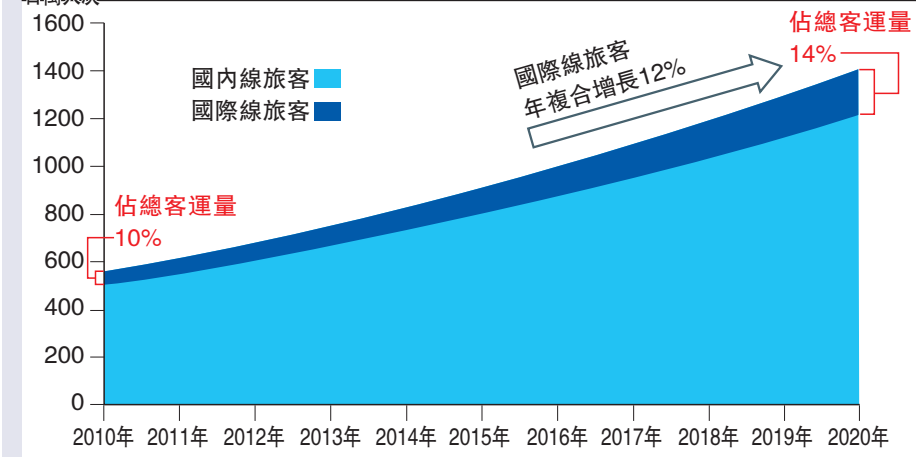
中國航空客運滲透率仍然較低（約70%），再者內地居民對境外旅遊殷切。申萬宏源亦指出，中國現時人均年乘坐飛機次數不到0.3次，遠低於美國的2.4次，機場行業發展空間廣闊。再者，機場屬於天然壟斷行業，受宏觀經濟周期影響較小，經營增長相對穩定。在當前宏觀經濟表現轉弱的情況下，機場是少數有業績增長的行業。

政策改革 收費有望調高

機場行業另一個潛在投資亮點是「機場收費政策改革」。現時機場的收費政策由發改委、民航局等統一制定。民航局、發改委於2007年頒布《民用機場收費改革實施方案》，更新收費標準；2013年內航國際航線向外航國際航線收費標準基準併軌。事隔三年，業內人士一直憧憬再有收費政策改革，如內航國內航線收費或會有調高機會。

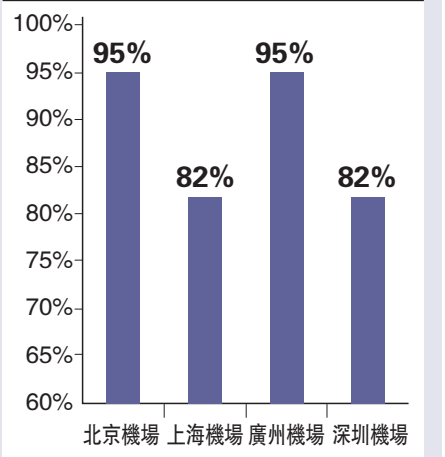
瑞信估算，國內航線收費每調高5%，會增加機場盈利4.5%；國際航線收費每上調5%，機場盈利則增加1.7%。申萬宏源則指出，國內航線收費每上調10%，深圳機場、白雲機場、上海機場盈利將因而增加24.9%、13.0%、4.8%。

國際線旅客增長狀況



資料來源：中國經濟數據庫、瑞信

內地四大機場利用率概況



高鐵對航空衝擊有限

2011年，連接北京與上海的京滬高速鐵路正式通車，為中國的高鐵時代畫上重要的註筆。當時，市場關注在全國高鐵投資熱潮下，航空客運將會出現大量乘客流失的窘境，尤其是四縱四橫高鐵網（註）在2020年建成後，航空業的捱打局面更加明顯。事隔五年，高鐵並未使到內地航空業「無味好食」。

據研究指出，高速鐵路的競爭優勢在於中短途運輸方面，即介乎200至1000公里。一方面因旅途時間短，約二至五個小時，航空旅客單單耗在往返機場路程及候機時間，也差不多需二至三小時。另一方面，高鐵受氣候變化影響小，到達目的地的準時度率高。不過，旅程里數超過1000公里，航空客運便具備競爭優勢。

據瑞信發現，當高鐵通車初期，的確見到航空旅客有大量流失情況，但時至今日，分流情況並不明顯，反而傳統鐵路運輸受高鐵衝擊更大。以往來北京

與上海的航線為例，當全長1318公里的京滬高速鐵路在2011年6月30日通車後，航空旅客在當年下跌5%，其後分流情況消退，到2014年航空旅客更出現按年4%升幅。至於傳統鐵路運輸，2011年的乘客量大降38%。



▲高鐵一旦調價，將可吸引更多旅客轉乘飛機。圖為上海機場

翻查內地主要機場近年旅客量數據，北京首都機場於2011年增加6.3%至7867萬人次；2012年增加4.1%，至8193萬人次；時至2015年旅客量達到8993萬人次，增加4.4%。上海方面，主要營運國內航線的虹橋機場於2011年旅客量3311萬人次，升5.7%；2012年增加2.1%，至3383萬人次；2015年旅客量3900萬人次，增加2.7%。不管是深圳、廣州，抑或杭州、重慶等地機場，於2010年至2015年間，每年旅客量都按年錄得不同程度升幅。

值得注意的是，高鐵票價有機會上調。瑞信表示，現時京滬高速鐵路的一等座票價，相較航空公司經濟艙票價（全價），有約20%折讓。因此，高鐵一旦調價，將可吸引更多旅客轉乘飛機。

註：「四縱四橫」為四縱：北京至上海；北京至香港；北京至哈爾濱/大連；上海至杭州至深圳。四橫：青島至太原；徐州至蘭州；南京至成都；杭州至長沙。