



中信证券研究部



刘正
首席交运分析师
S1010511080004



虞世民
交运分析师
S1010519040004

核心观点

在悲观/中性/乐观外航转场假设下，测算公司未来3年业绩底为10/15/19亿元，对应PE为27/18/14倍。我们认为北京一市两场并非是对国际客流存量蛋糕的瓜分，而是共同做大北京乃至京津冀地区的国际客流市场。转场后首都机场将重启成长，远期旅客吞吐量为1亿人次，而国际客流有望增至3500万人次。

■ **转场分流&成本承压&民航发展基金取消** 砸出首都机场估值底。1) **转场分流**，典型的一市多场是按国内与国际旅客服务划分，北京一市多场仅按基地航司划分且对外航转场不做强制要求，增加公司短期业绩预测的难度，同时市场担忧首都机场国际客流远期将持续被大兴机场分流。2) **成本承压**，首都机场新签的劳务采购关联交易合同上调了费率、新增服务内容，造成去年营业成本大增20%，以致业绩低于预期，并且首都机场运行效率偏低，单个旅客营业成本72元，高于上机/深机的64/58元。3) **民航发展基金取消**，预计减少今年净利润10亿元。

■ **悲观/中性/乐观外航转场假设下**，测算公司未来3年业绩底为10/15/19亿元。考虑到内航转场方案确定，外航任意两场运行以及国际旅客客单是国内的4倍，因此首都机场业绩预测很大程度上取决于外航转场的假设。我们对外航转场提出三种假设：悲观假设，星空联盟、国航持股的国泰与港龙航空、与国航共享代码的航司留守；中性假设，在悲观假设基础上加上寰宇一家、与星空联盟共享代码的航司、50%的不属任何联盟的外航留守；乐观假设，在中性假设基础上加上50%的天合联盟、另外50%的独立航司留守。最终测算出三种假设下业绩底均出现在2021年，分别为10/15/19亿元，对应PE为27/18/14倍。

■ **北京一市两场意在共同做大蛋糕，更高定位叠加地理优势**，首都机场仍将把控优质客流。大兴机场的启用并不是对存量客流蛋糕的瓜分，而是为了解决北京多年航空时刻供不应求的困境（过去5年首都/上海机场航班量CAGR为1.6%/6.3%），同时配合首都机场将服务范围辐射至京津冀，获取更多国际客流（京津冀人均国际出行次数仅为长三角的75%）。凭借较近的地理位置、更高的定位（首都机场定位亚太地区国际枢纽，而大兴机场为中国国际枢纽）以及东航京沪航线留守，首都机场仍将把控北京地区主要的国际客流和公商务客流。

■ **DCF模型测算公司目标市值411亿港元，比当前市值高35%**。北京一市两场并非瓜分存量蛋糕而是共同做大蛋糕，同时部分国内航班转场至大兴后，首都机场可将更多资源投入到国际航班，提升国际客流，并且定位高、位置近、服务首都核心功能的首都机场仍将是高净值客户的首选。因此转场仅影响公司短期业绩，长期看公司最终有望实现旅客1亿人次，3500万国际客流。我们用DCF测算公司目标市值为411亿港元，较当前市值高35%。

■ **风险因素**：宏观经济下行、机场免税不及预期、转场分流超预期、成本大幅攀升。

■ **投资建议**：转场仅影响公司短期业绩，并没有摧毁公司长期价值，反而有助于公司后续提升国际枢纽实力，非航业务进一步增长。预计公司2019/20/21年归母净利润为25亿/20亿/15亿元，对应PE为11/14/18倍，上调至“买入”评级。

北京首都机
场股份

00694

评级	买入（上调）
当前价	6.96 港元
总股本	4,331 百万股
港股流通股本	1,879 百万股
52周最高/最低价	9.51/5.76 港元
近1月绝对涨幅	20.83%
近6月绝对涨幅	-5.87%
近12月绝对涨幅	-16.23%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,575	11,263	11,295	10,631	10,172
增长率 YoY%	9.7%	17.6%	0.3%	-5.9%	-4.3%
净利润(百万元)	2,600	2,872	2,489	1,956	1,498
增长率 YoY%	46.0%	10.4%	-13.3%	-21.4%	-23.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.60	0.66	0.57	0.45	0.35
PE	10.5	9.5	10.9	13.9	18.2
PB	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年9月13日收盘价

目录

转场分流&关联交易&民航基金取消砸出首都机场估值底	1
利空一：一市两场下，首都机场短期业绩的不确定性和长期定位的模糊性	2
利空二：成本端有所承压，部分关联交易合同压制业绩释放	4
利空三：民航发展基金取消	8
北京大兴转场方案详细解读	9
旧转场方案解读：以优促转、以增促转；东、南航全部转场，外航任意两场运行	9
新转场方案解读：东航京沪线留守首都机场，航司、机场各得其所	14
不同分流情景下的首都机场业绩详细测算	15
悲观、中性及乐观情况下的首都机场外航转场分析及业务量测算	15
首都机场不同情境下的收入测算	20
首都机场不同情境下的成本测算	24
加速转场情况下，首都机场的业绩测算	26
长期视角下的北京一市两场发展推演	27
北京一市两场意在共同做大蛋糕，而非存量竞争	27
地理位置优势和较高战略定位下，首都机场仍将把控主要优质客流	30
短期转场不改长期价值，DCF 模型示公司目标市值 411 亿港元	32
风险因素	33
投资建议：估值充分反映短期业绩悲观预期，配置时点已现	33

插图目录

图 1：多重因素导致首都机场股价持续下跌.....	1
图 2：首都机场的动态 PE 持续下行	1
图 3：2018 年纽约 3 大机场国内与国际旅客吞吐量	2
图 4：2018 年巴黎 2 大机场国内与国际旅客吞吐量	2
图 5：2018 年上海 2 大机场国内与国际旅客吞吐量	3
图 6：2018 年东京 2 大机场国内与国际旅客吞吐量	3
图 7：2018 年首尔 2 大机场国内与国际旅客吞吐量	3
图 8：2018 年旧金山 3 大机场国内与国际旅客吞吐量	3
图 9：2018 年首都机场国际旅客的客单价是国内的 4 倍	4
图 10：2019~2025 年首都机场与大兴机场旅客吞吐量规划	4
图 11：2013~2018 年首都机场营业成本增长情况	4
图 12：2013~2018 年首都机场运维成本增长情况	4
图 13：2013~2018 年首都机场特许经营委托管理费增长情况	5
图 14：2018 年首都机场多个细分成本项目增速同比有所提升	5
图 15：首都机场 GTC 的固定资产评估价值	6
图 16：2016~2017 年首都机场 GTC 税前净利润情况	6
图 17：2018 年首都机场免税、广告、餐饮特许经营费均出现了明显攀升	7
图 18：2018 年国内 5 家上市机场的员工数量情况	7
图 19：2018 年国内 5 家上市机场旅客吞吐量/员工数量比值	7
图 20：2018 年首都机场关联交易额占比营业成本较高	8
图 21：2018 年首都机场平均单个旅客营业成本较高	8
图 22：2013~2018 年公司安保费和运行服务费增速要明显高于旅客吞吐量增速	8
图 23：2013~2016Q3 首都机场航空性业务和非航业务毛利率情况	9
图 24：2013~2016Q3 首都机场航空细分业务毛利率情况	9
图 25：2013~2018 年首都机场机场费占比净利持续下降	9
图 26：2013~2016Q3 首都机场剔除机场费后航空性业务毛利率	9
图 27：2019~2025 年北京民航旅客吞吐量增长情况	10
图 28：大兴机场航班起降及旅客吞吐量未来规划情况	10
图 29：2018 夏秋航季首都机场国内航司转场占比情况	11
图 30：2018 夏秋航季首都机场国内转场航司中各航司占比	11
图 31：2018 夏秋航季首都机场国内留守航司中各航司占比	11
图 32：2018 夏秋航季首都机场国内待定航司中各航司占比	11
图 33：转场过程中大兴机场与首都机场航班量规划情况	13
图 34：2019 夏秋京沪客运航线每周航班哥航司占比情况	14
图 35：2018 夏秋航季首都机场国内待定航司中各航司占比	14
图 36：2018 冬春航季首都机场国际航班份额占比情况	17
图 37：2018 冬春航季首都机场外航航班份额占比情况	17
图 38：2018 年三大经济圈人口数量和机场旅客吞吐量情况	28
图 39：2018 年三大经济圈人均 GDP 情况	28
图 40：2018 年三大经济圈机场旅客吞吐量/人口数量	28
图 41：2018 年三大经济圈机场国际旅客吞吐量/人口数量	28
图 42：京津冀机场群示意图	29

图 43：首都机场与大兴机场地理位置及辐射范围.....	30
图 44：首都机场与大兴机场地理位置示意图.....	31
图 45：近四年首都机场的 PE-band 图.....	34
图 46：2019 年以来沪深港通持有首都机场股份数占比公司总流通股本比例.....	34

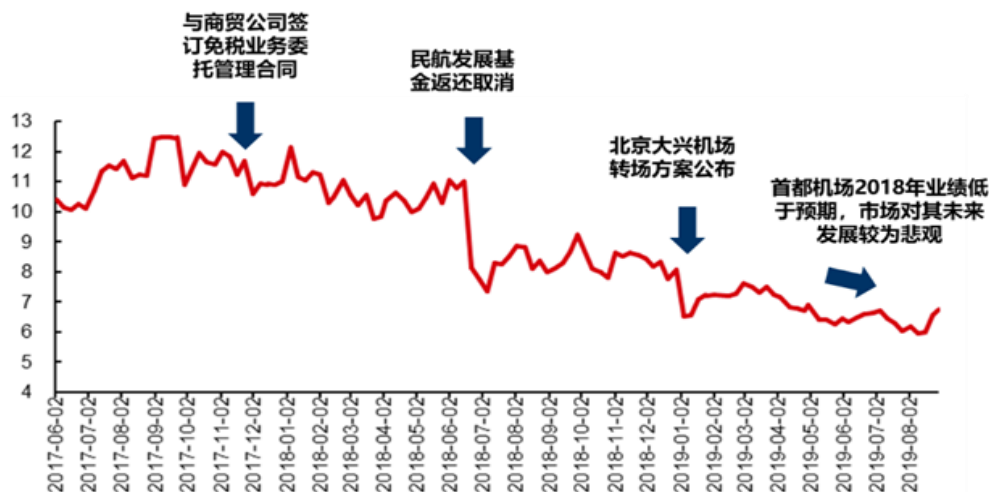
表格目录

表 1：2017、2018 年首都机场年报披露的关联交易项目及数额情况.....	5
表 2：首都机场过去 3 次特许经营委托管理合同支付条款对比情况.....	6
表 3：首都机场与大兴机场战略定位情况对比.....	10
表 4：北京大兴国际机场转场投运方案.....	11
表 5：大兴机场国内航司转场增量时刻奖励政策.....	13
表 6：大兴机场国外航司转场增量时刻奖励政策.....	13
表 7：北京大兴国际机场转场投运方案.....	14
表 8：国泰航空的股东结构.....	16
表 9：不同情景下外航航司转场情况的假设.....	18
表 10：不同情景下，首都机场未来 4 年国际旅客吞吐量预测情况.....	19
表 11：不同情景下，首都机场未来 4 年国际航班量预测情况.....	20
表 12：中性外航转场假设下，首都机场航空性业务收入预测情况.....	20
表 13：中性外航转场假设下，首都机场航空性业务重要指标预测情况.....	21
表 14：中性外航转场假设下，首都机场免税业务相关指标预测情况.....	21
表 15：中性外航转场假设下，首都机场总旅客吞吐量与航班量预测情况.....	22
表 16：首都机场目前停车场车位数情况.....	22
表 17：首都机场停车场特许经营招标要求.....	22
表 18：首都机场停车场特许经营招标结果.....	23
表 19：中性外航转场假设下，首都机场非航业务营收预测情况.....	23
表 20：不同外航转场假设下，首都机场营收预测情况.....	23
表 21：2019~2022 年首都机场特许经营委托管理费预测情况.....	24
表 22：2019~2022 年首都机场营业成本预测情况.....	25
表 23：中性外航转场假设下，首都机场净利润预测情况.....	26
表 24：不同外航转场假设下，2019~2022 年首都机场净利润及对应估值预测情况.....	26
表 25：不同外航转场及国内航司加速转场假设下，2019~2022 年首都机场净利润及对应估值预测情况.....	27
表 26：最近 5 年首都机场飞机起降架次以及旅客吞吐量增速出现明显放缓.....	29
表 27：最近 5 年首都机场国际及地区航班起降架次以及旅客吞吐量增速.....	29
表 28：首都机场及大兴机场在北京覆盖城区的人口及可支配收入统计情况（2017 年）.....	31
表 29：2019~2028 年首都机场的营收、利润及部分业务指标预测情况.....	32
表 30：首都机场 DCF 折现敏感性分析.....	33

■ 转场分流&关联交易&民航基金取消砸出首都机场估值底

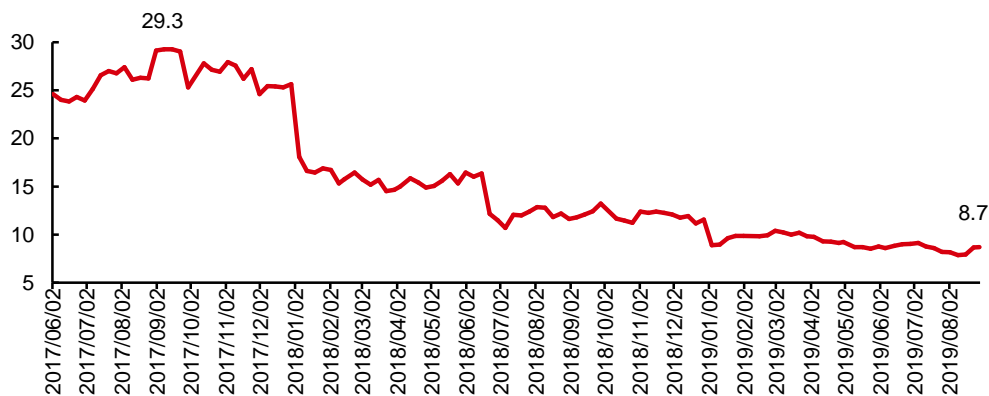
多因素施压，首都机场股价近 2 年已累计下跌超过 50%。回顾最近 2 年首都机场股价走势，我们认为主要有 4 波下跌走势：1) 2017 年 11 月首都机场披露了与商贸公司签署的国际零售（免税）业务委托管理合同，合同中首都机场支付的委托管理费用较多，超出行业预期，股价承压；2) 2018 年 6 月，首都机场民航发展基金返还取消，将对公司 2019 年业绩产生明显冲击，股价短期大幅下跌；3) 2019 年 1 月北京大兴机场转场方案正式公布，市场对于大兴机场对首都机场分流影响较为悲观，未来 3 年公司业绩承压明显，股价短期再度大跌；4) 2019 年 3 月底首都机场公布 2018 年业绩，由于成本攀升较多，公司业绩低于预期，后续股价持续走低。

图 1：多重因素导致首都机场股价持续下跌（港元/股）



资料来源：Wind，中信证券研究部绘制

图 2：首都机场的动态 PE 持续下行



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们将目前压制首都机场估值的影响因素划分成 3 类：

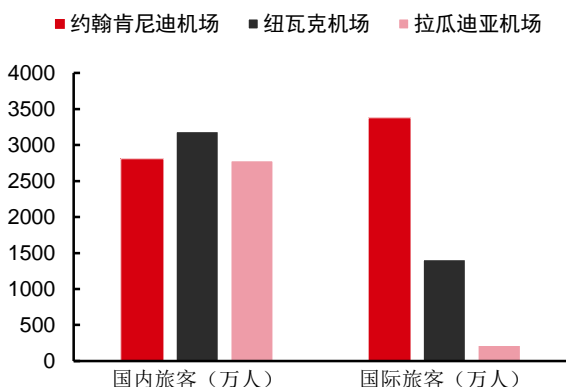
- **长期视角**，市场认为不同于上海按国内、国际旅客分工明确的一市两场模式，北京一市两场仅按基地航司分工，是对北京国际客流存量蛋糕的划分，大兴机场长期将持续分流首都机场的国际客流，公司未来客流变现价值下降；
- **中期视角**，由于外航可以任意选择两场运行，存在很大的变数，因此未来 2 年大兴机场转场对首都机场国际旅客分流存在较大的不确定性，进而影响中期业绩（未来 3 年）的可预测性；
- **短期视角**，民航发展基金返还取消、新关联交易合同签订、运维成本攀升等因素对去年及今年首都机场业绩造成负面影响。

而以上压制首都机场估值的短、中、长期因素主要源自 3 大利空：1) 北京大兴机场转场；2) 成本端承压（超过 50% 的营业成本来自关联交易）；3) 民航发展基金返还取消。

利空一：一市两场下，首都机场短期业绩的不确定性和长期定位的模糊性

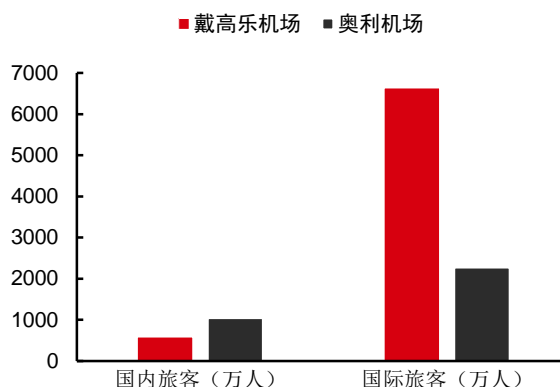
纵观全球知名城市的一市多场，国际客流分布有明显主次之分。我们对全球知名城市的一市多场（纽约、巴黎、旧金山、东京、首尔、上海一市多场）进行了分析，发现对于国际大城市中的多个机场，几乎均有国内与国际旅客服务分工情况的差异化定位。即使同一座城市多个机场均服务国际航班，在国际航班分配上也有主次之分。例如一市多场下，纽约的约翰肯尼迪机场、巴黎的戴高乐机场、上海的浦东机场、东京的成田机场、首尔的仁川机场均服务各自城市绝大部分国际客流的机场。

图 3：2018 年纽约 3 大机场国内与国际旅客吞吐量



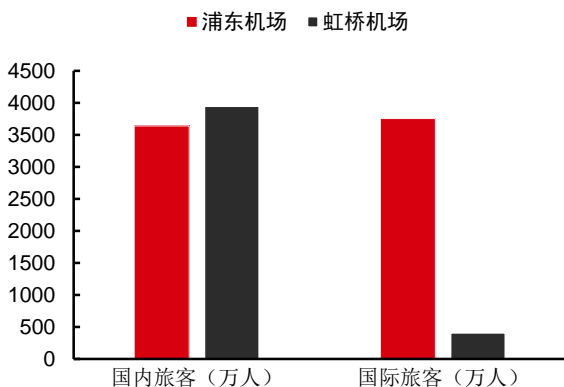
资料来源：机场官网，中信证券研究部

图 4：2018 年巴黎 2 大机场国内与国际旅客吞吐量



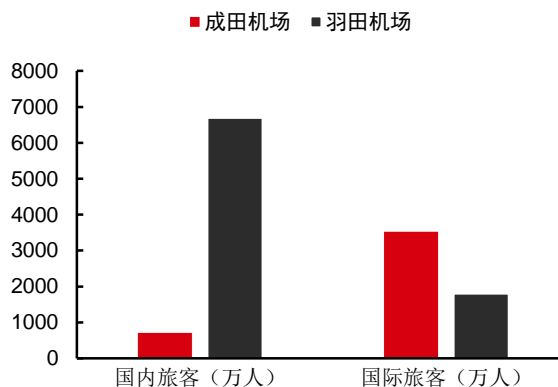
资料来源：机场官网，中信证券研究部

图 5: 2018 年上海 2 大机场国内与国际旅客吞吐量



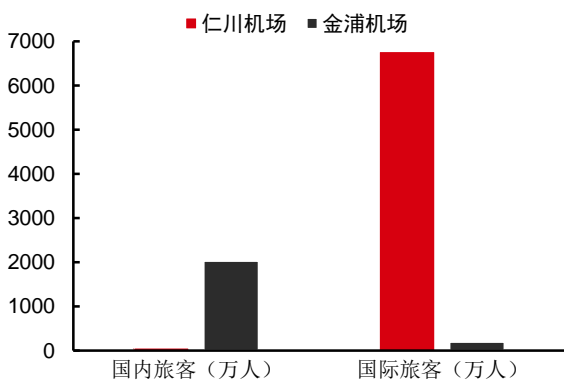
资料来源: 民航局, 中信证券研究部

图 6: 2018 年东京 2 大机场国内与国际旅客吞吐量



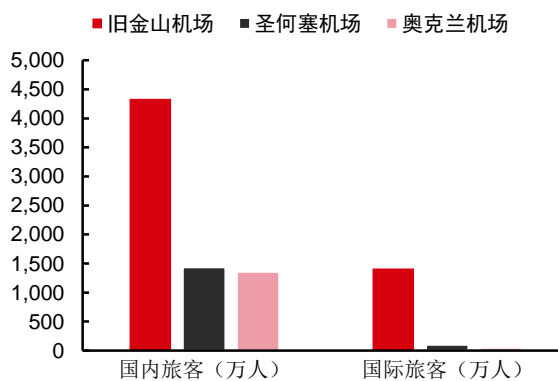
资料来源: 机场官网, 中信证券研究部

图 7: 2018 年首尔 2 大机场国内与国际旅客吞吐量



资料来源: 机场官网, 中信证券研究部

图 8: 2018 年旧金山 3 大机场国内与国际旅客吞吐量

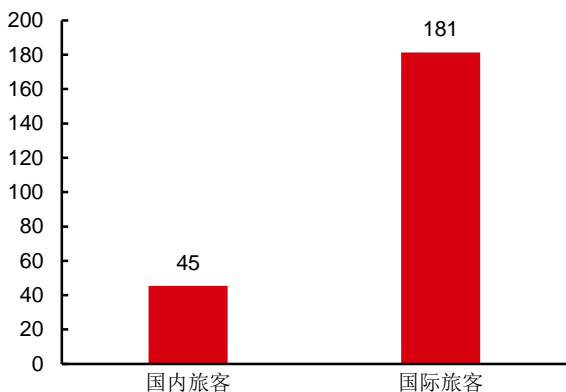


资料来源: 机场官网, 中信证券研究部

北京一市两场仅按照国内基地航司划分, 且对外航没有强制转场要求, 模糊定位增加市场对两大机场未来发展的不确定性。北京由一市一场到一市两场, 意味着首都机场客流短期将被分流, 对公司业绩造成负面影响。由于转场涉及航司、机场等多方利益, 在执行以及多方博弈过程中可能存在变数, 例如此前转场方案规定东航、南航完全转场, 后续则修改为东航京沪航线留守首都机场, 进而增加了业绩预测的不确定性。同时北京一市两场仅按基地航司进行划分 (首都机场以国航、海航为主, 大兴机场以南航、东航为主), 没有对一市两场进行国际与国内旅客的分工, 并且对外航没有强制转场的规定, 进一步增加了短期业绩预测的难度。

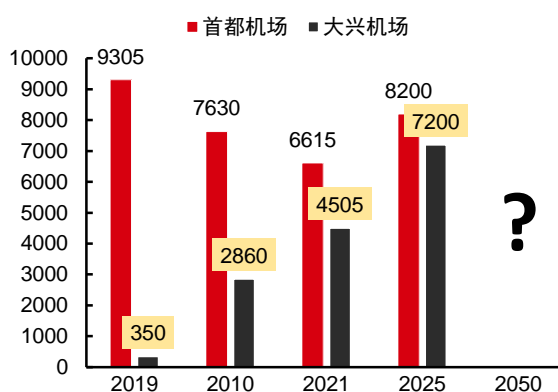
并且两大机场均定位国际枢纽, 没有明确规定国际客流分配的主次, 远期国际客流难以准确把握。由于机场免税店只有国际旅客才能消费, 因此国际旅客的客单价要明显大于国内旅客 (首都机场国际旅客的客单价是国内旅客的 4 倍), 国际客流量对于一个机场远期价值空间至关重要。虽然短中期来看, 首都机场的总客流及国际客流量要高于大兴机场, 但是往后看 10 年以上, 远期规划 7 条跑道、周边用地可拓展性强、旅客吞吐量目标 1 亿人次的大兴机场是否会形成对首都机场的反超, 仍然存在很大的不确定性。综上, 转场因素极大地压制了首都机场市值空间的提升。

图 9：2018 年首都机场国际旅客的客单价是国内的 4 倍（元/人）



资料来源：Wind，中信证券研究部注：国内旅客收费包括起降费、旅客服务费、广告以及餐饮收入，而国际旅客多一项免税收入

图 10：2019~2025 年首都机场与大兴机场旅客吞吐量规划（万人）



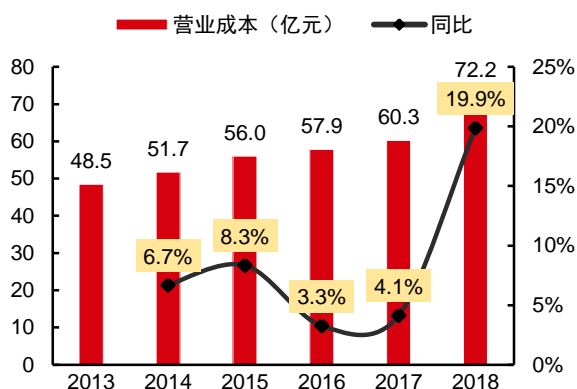
资料来源：《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，中信证券研究部

利空二：成本端有所承压，部分关联交易合同压制业绩释放

去年成本端攀升明显导致公司业绩低于预期，成本端承压主要来自新签关联交易合同。虽然新签免税合同推动扣点率提升叠加免税放量，首都机场去年营收同比增长 17.6%，增速创阶段性新高，但是营业成本却大幅增长 19.9%，导致公司归母净利润仅同增 10.4%。可以看到，2013~2017 年公司营业成本增速维持在 5%左右的水平，但去年增速却跳升至 20%，其原因主要在于 3 点：

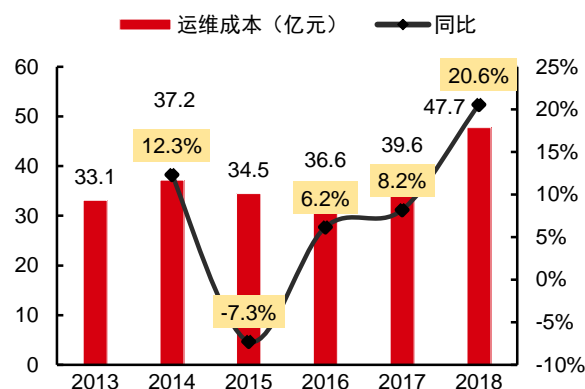
1) 新签关联交易合同的服务内容增多叠加服务价格上调导致运维成本（剔除特许经营管理费和折旧摊销）增长明显。2018 年底首都机场与大股东首都机场集团就未来 2~3 年签订了多个劳务采购的关联交易合同，考虑人工成本增长、提高机场服务质量以及新增站坪资源等情况，部分劳务采购合同上调了劳务采购价格以及新增了劳务内容，最终导致运维成本攀升明显。

图 11：2013~2018 年首都机场营业成本增长情况



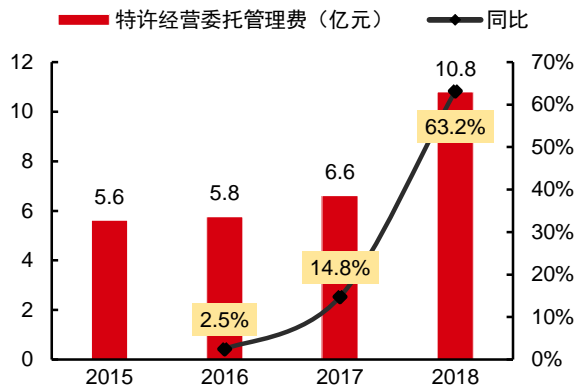
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：2013~2018 年首都机场运维成本增长情况



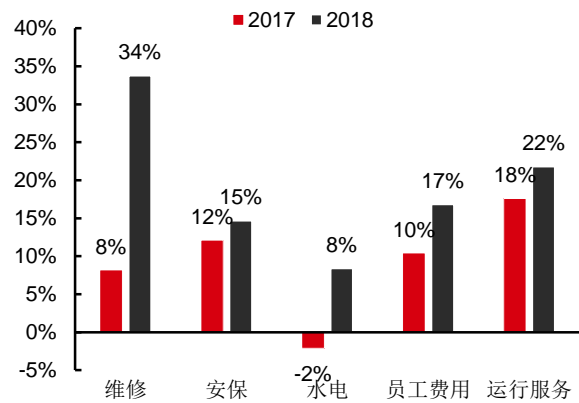
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13: 2013~2018 年首都机场特许经营委托管理费增长情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 2018 年首都机场多个细分成本项目增速同比有所提升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

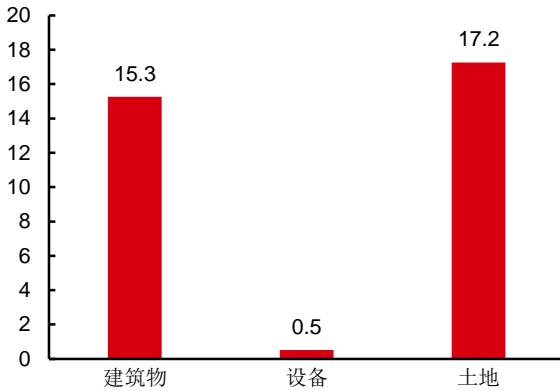
表 1: 2017、2018 年首都机场年报披露的关联交易项目及数额情况

劳务采购项目 (千元)	2018	2017	同比
动力能源供应协议	822,381	758,088	8%
航空安全检查及保安服务供应协议	766,042	722,177	6%
物业综合服务协议	315,000	320,000	-2%
动力能源设施设备运行及代维服务采购协议	204,000	197,000	4%
商标许可协议	92,000	88,000	5%
租赁协议框架	58,350	56,650	3%
旅客服务采购协议	82,000	42,900	91%
服务采购框架协议	30,000		新增
除冰业务合作框架协议	30,300		新增
首都机场整体营销基金框架协议	18,000		新增
GTC 资产过渡性租赁协议	226,000		新增
飞行区用地租赁协议	28,000	28,000	0%
物业租赁框架协议	16,000		新增
租赁协议	9,921	9,019	10%
生产运行及经营管理系统前段运维协议	3,500		新增
桥载设备操作服务协议	10,220	8,917	15%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

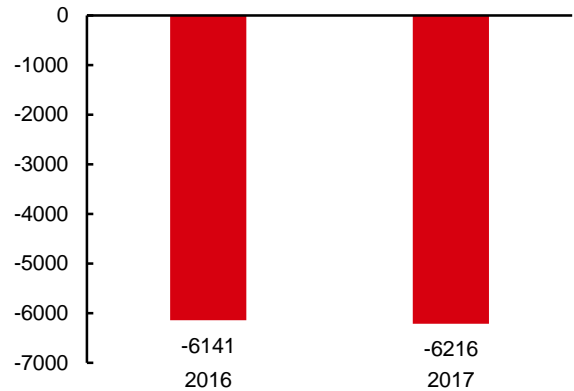
2) 公司 43.5 亿元收购集团 GTC 资本 (地面交通中心), 增加了相关运营成本。GTC 资产的建筑物及物业包括位于首都机场 T3 南侧的一栋总建筑面积为 36.1 万平方米的停车场建筑物。首都机场 GTC 于 2008 年建成, 考虑到当时首都机场承接 T3 航站楼的经营压力, GTC 资产并没有纳入上市公司体系。而去年首都机场与机场集团发生关联交易收购, 首都机场以 43.5 亿元从机场集团手中完成对 GTC 的收购。2016/2017 两年 GTC 税前净亏损均为 0.6 亿元左右, GTC 的收购也一定程度上推高了首都机场的运营成本。

图 15：首都机场 GTC 的固定资产评估价值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：2016-2017 年首都机场 GTC 税前净利润情况（万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

3) 新签特许经营委托管理合同叠加免税销售放量是导致公司营业成本明显攀升的另一重要原因。公司于 2017 年年底与商贸公司（首都机场集团全资子公司）新签了特许经营委托管理合同（此处只指免税、餐饮与广告），新合同的条款设置叠加公司免税收入放量，大幅推高了公司支付的特许经营委托管理费。我们对比了新（2018-2020）、旧（2015-2017）两份特许经营委托管理合同，发现新合同下：

- 广告业务支付的费率从 22% 提升至 25%，并且给予了增量奖励；
- 餐饮业务支付的费率从 13.5% 提升至 15.5%，同样给予了增量奖励；
- 免税业务支付费率基本持平（假设出入境免税销售之比为 3:7，就合同扣点率为 27%），为 22%，给予了增量奖励。由于 2018 年公司免税租赁收入同增 83%、去年公司特许经营委托管理同增 63% 至 10.8 亿元，推升公司整体营业成本。

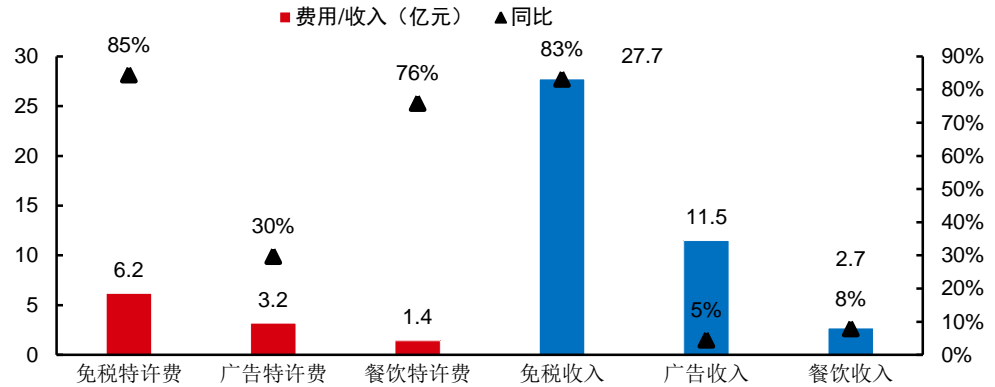
表 2：首都机场过去 3 次特许经营委托管理合同支付条款对比情况

委托管理合同	2008-2014	2015-2017	2018-2020
免税业务委托管理合同	首都机场年租金=Max（商贸公司凭借免税特许经营协议取得零售商总租金的 25%【具体比例可以动态调整，最多不超过 32.5%】，双方动态调整每年保底租金）	免税特许经营委托管理费=低于去年入境免税销售额 130% 的部分*5%+超出去年入境免税销售额 130% 的部分*6%+低于去年出境免税销售额 115% 的部分*8%+超出去年出境免税销售额 115% 的部分*9%	免税特许经营委托管理费用=免税租赁收入的 22%+（免税租赁收入-去年免税租赁收入）*60%【第二项增量为正的时候才有】
广告业务委托管理合同	首都机场年租金=Max（广告公司凭借广告特许经营协议取得广告商总租金的 70%【具体比例可以动态调整，最多不超过 91%】，双方动态调整每年保底租金）	广告特许经营委托管理费用=广告业务营业额的 22%	广告特许经营委托管理费用=广告业务营业额的 25%+（广告业务营业额-前三年平均广告营业额）*60%【第二项增量为正的时候才有】
餐饮业务委托管理合同	首都机场年租金=Max（餐饮公司凭借餐饮特许经营协议取得餐饮商总租金的 18%【具体比例可以动态调整，最多不超过 23.4%】，双方动	餐饮特许经营委托管理费用=餐饮营业额的 13.5%	餐饮特许经营委托管理费用=餐饮租金收入的 15.5%+（餐饮租金收入-前三年平均餐饮租金收入）*60%【第二项增量为

委托管理合同	2008~2014	2015~2017	2018~2020
	态调整每年保底租金)		正的时候才有】

资料来源：公司公告，中信证券研究部

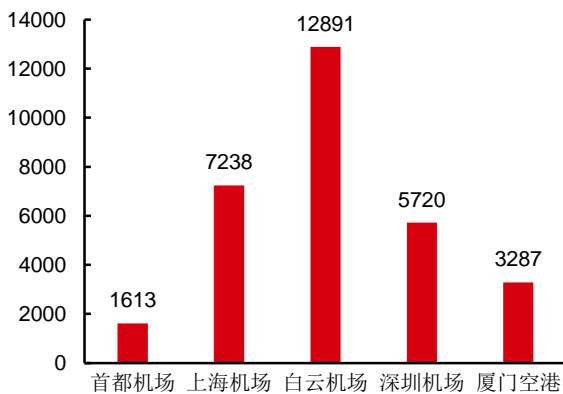
图 17：2018 年首都机场免税、广告、餐饮特许经营费均出现了明显攀升



资料来源：Wind，中信证券研究部

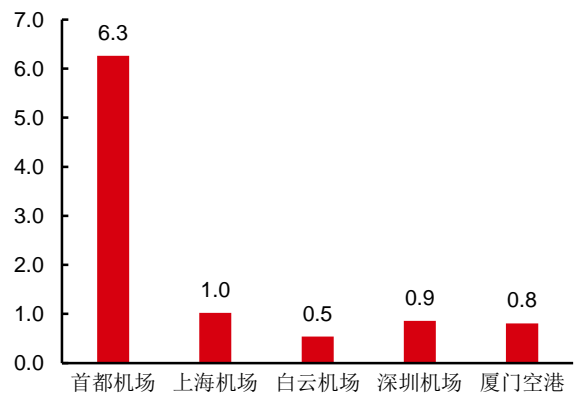
首都机场关联交易占比营业成本明显高于其他机场，单位旅客运营成本也高于其他机场。首都机场一直以来都是采取轻资产的运营模式，将能尽量外包的业务都外包出去，而这些外包业务一般由首都机场集团的控股子公司提供服务，因此首都机场与集团母公司产生了较多关联交易。2018 年首都机场采购劳务和租赁集团资产的关联总额占比营业成本超过 50%，比例明显高于其他国内上市机场。但是较多外包业务的轻资产运营模式并没有让首都机场的运营效率高于其他机场，2018 年首都机场单个旅客营业成本为 72 元，只比去年启用 T2 航站楼的白云机场低。首都机场营业成本偏高的部分原因来自三座航站楼+三条跑道的运营模式，也有部分来自特许经营合同的条款设立，未来效率优化有较大空间。

图 18：2018 年国内 5 家上市机场的员工数量情况 (人)



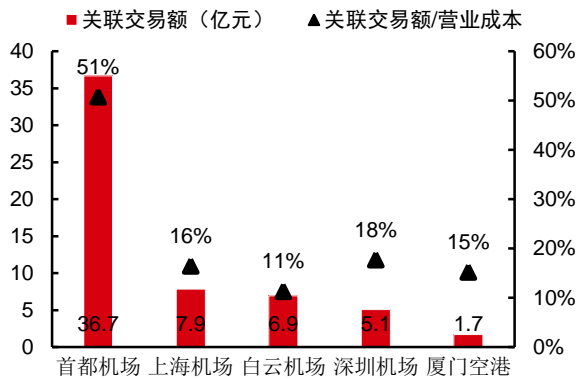
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：2018 年国内 5 家上市机场旅客吞吐量/员工数量比值



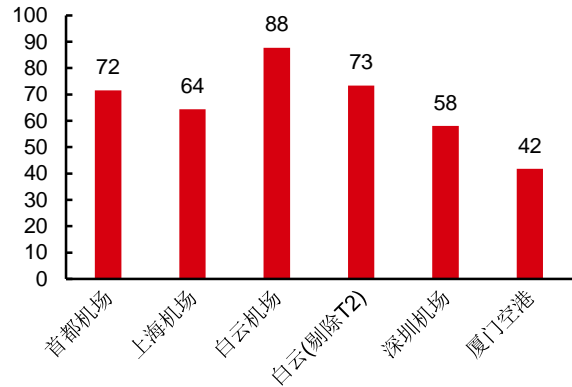
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20: 2018 年首都机场关联交易额占比营业成本较高



资料来源: Wind, 中信证券研究部

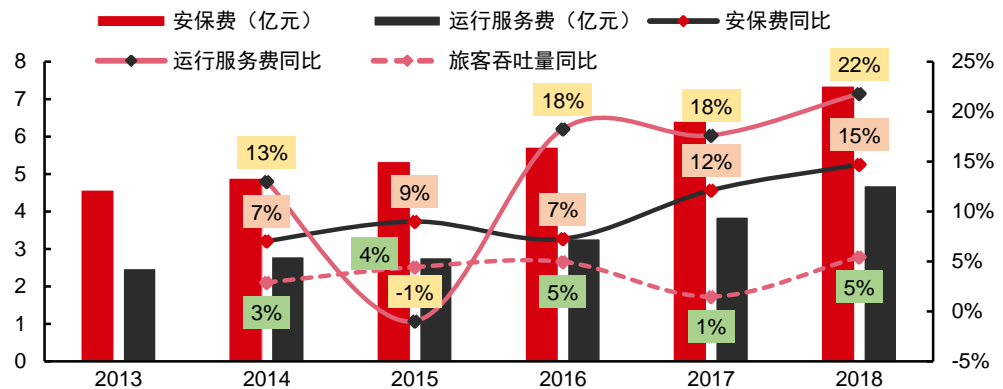
图 21: 2018 年首都机场平均单个旅客营业成本较高 (元/人)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

未来转场分流下，部分成本仍将保持刚性增长，进一步对短期业绩造成扰动。未来 2 年受转场影响，首都机场客流将会出现下降，进而带动收入下降。而对于成本端，部分与业务量关联度较低的成本虽然会出现放缓增长，但是成本的刚性增长仍将进一步影响公司短期业绩表现。

图 22: 2013~2018 年公司安保费和运行服务费增速要明显高于旅客吞吐量增速

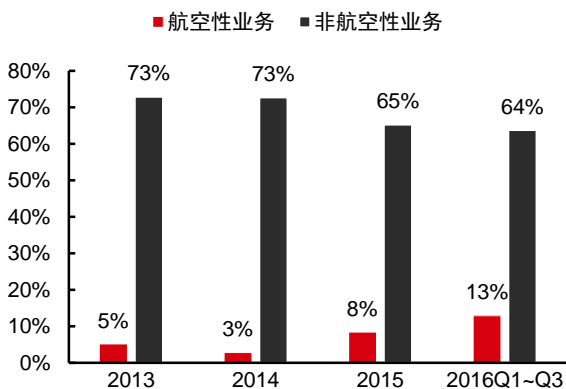


资料来源: Wind, 中信证券研究部

利空三：民航发展基金取消

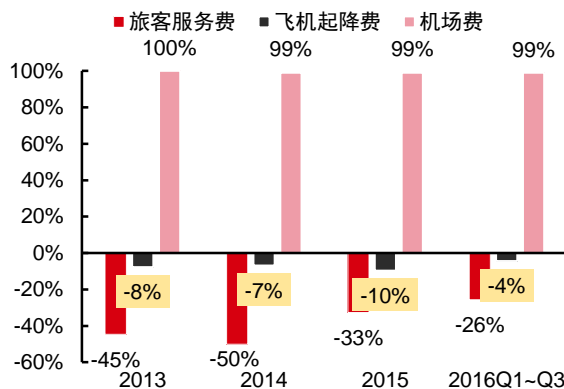
民航发展基金返还取消，直接扣减当期净利。2018 年 5 月底，首都机场收到民航发展基金返还收入取消的通知，从去年 12 月开始民航发展基金返还彻底取消。由于机场的固定折旧及运营成本较高，同时机场旅客收费最近几年上调价格频率很低，价格上调幅度严重落后于物价通胀指数，导致机场的航空性业务一般处于亏损情况。可以看到，2013~2016 前三季度首都机场航空性业务平均毛利率在 10% 以下，如果具体分拆航空性业务，旅客服务费与飞机起降费毛利率均小于 0。民航发展基金由于没有任何成本，因此其取消将直接对首都机场短期业绩造成较大冲击，这也成为首都机场股价下跌原因之一。

图 23：2013~2016Q3 首都机场航空性业务和非航空业务毛利率情况



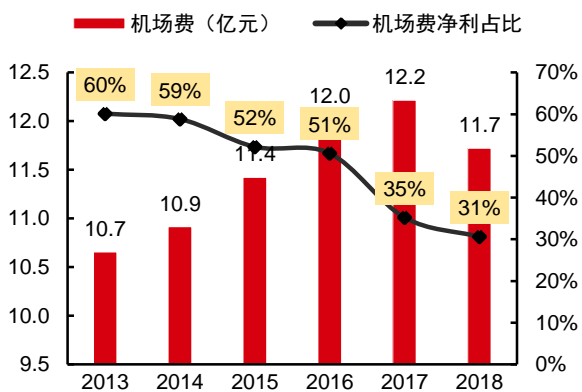
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：2013~2016Q3 首都机场航空细分业务毛利率情况



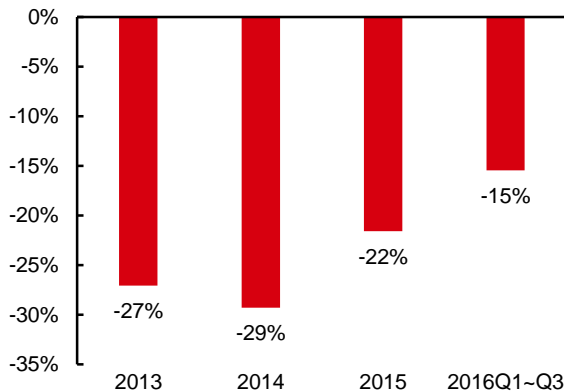
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：2013~2018 年首都机场机场费占比净利持续下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：2013~2016Q3 首都机场剔除机场费后航空性业务毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

北京大兴转场方案详细解读

要详细测算大兴机场转场对首都机场业务影响，我们认为第一步需要弄清大兴机场的转场方案。因此在本章节，我们将对大兴机场的转场方案进行详细地解读。

旧转场方案解读：以优促转、以增促转；东、南航全部转场，外航任意两场运行

按照目前方案所述，首都机场定位要高于大兴机场。根据大兴机场转场方案，首都机场和大兴机场均定位大型国际枢纽，但是方案赋予首都机场更高的战略定位：“亚太地区重要复合枢纽”、“服务于首都核心功能”以及“增强国际航空枢纽的中转能力”。而对于大兴机场，目前主要定位服务雄安新区及京津冀区域，同时强调打造完善的国内国际航线网络，就目前战略定位要低于服务首都核心功能、强调增强国际航线中转能力、定位亚太复合枢纽的首都机场。

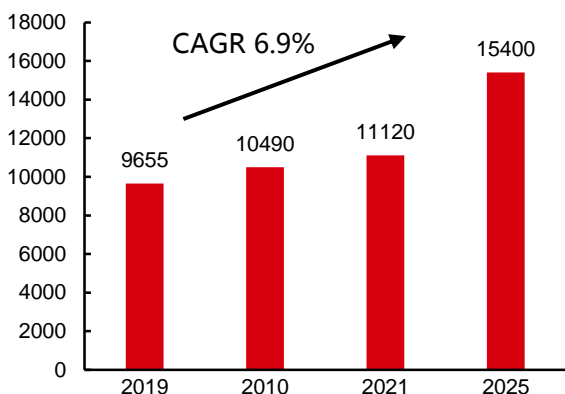
表 3：首都机场与大兴机场战略定位情况对比

机场	定位
首都机场	大型国际航空枢纽、亚太地区重要复合枢纽、服务于首都核心功能，主要依托国航等基地航空公司，调整优化航线网络结构，增强国际航空枢纽的中转能力，提升国际竞争力。
大兴机场	大型国际航空枢纽、国家发展一个新的动力源、支撑雄安新区建设的京津冀区域综合交通枢纽，主要依托东航、南航等主基地公司打造功能完善的国内国际航线网络。

资料来源：《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，中信证券研究部

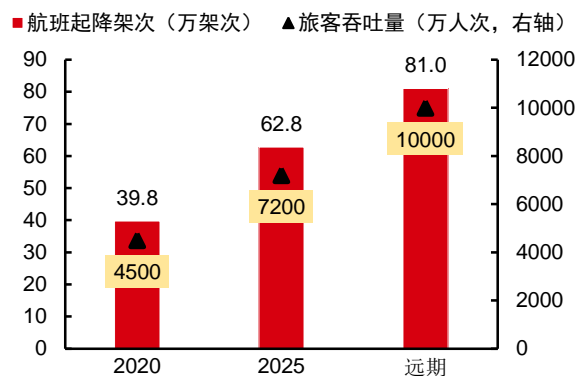
转场短期目标，2025 年首都机场 8200 万人次、大兴机场 7200 万人次。大兴机场转场方案中提出，到 2025 年实现首都机场旅客吞吐量 8200 万人次，大兴机场 7200 万人次，按照规划计算未来 7 年北京地区民航旅客吞吐量 CAGR 为 6.9%，较过去 5 年民航客运量的 CAGR 4.0%（首都机场+南苑机场）有了明显提速。因此大兴机场的启用将极大缓解首都机场过饱和运行情况，能够解决北京地区持续多年航空运力供不应求的问题。按照《北京新机场项目环境影响报告书》，大兴机场远期目标为飞机起降 81 万架次、旅客吞吐量 1 亿人次。

图 27：2019~2025 年北京民航旅客吞吐量增长情况（万人）



资料来源：《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，中信证券研究部

图 28：大兴机场航班起降及旅客吞吐量未来规划情况



资料来源：《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，中信证券研究部

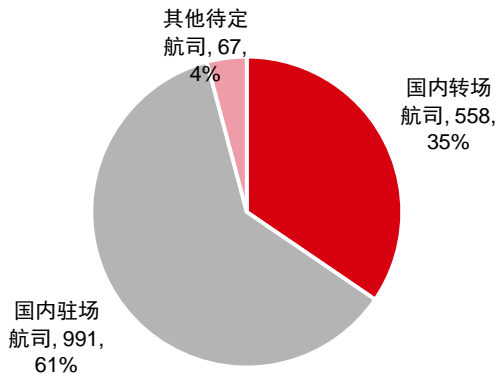
旧方案国内航司转场投运计划：国航集团、海航、大新华航留守首都机场，南航集团、东航集团、首都航全部转场到大兴机场。剩下国内航司则可以自由选择留守首都机场或者转场大兴机场，但不得两场同时运行。此外河北航空入驻大兴机场，中联航从南苑机场全部转场至大兴机场，之后南苑机场关闭（具体转场方案及时刻进度见下表）。

表 4: 北京大兴国际机场转场投运方案 (旧方案)

北京大兴国际机场		正式开航	中联航正式投运	东航、南航、首都航开始转场投运	东航、南航、厦航、重庆航大规模转场投运	东航、南航等公司持续转场投运 夏秋航季转场工作全部结束		冬春航班转场工作全部结束
		2019年		2019/20年冬春航季	2020年夏秋航季	2020/21年冬春航季	2021年夏秋航季	2021/22年冬春航季
		投运当日	10月10日	10月27日	3月29日	10月25日	3月28日	10月31日
东航集团	东航	1班次		22班次/日 (10%)	139班次/日 (60%)	179班次/日 (80%)	231班次/日 (100%)	新增部分航班
	上航						7班次/日 (100%)	
	中联航	适当调减航班后整体转场投运 (不少于30%)	131班次/日 (100%)	131班次/日 (100%)	134班次/日 (100%)	131班次/日 (100%)	134班次/日 (100%)	
	等							
南航集团	南航	1班次		25班次/日 (10%)	147班次/日 (60%)	198班次/日 (80%)	245班次/日 (100%)	新增部分航班
	厦航				39班次/日 (100%)	48班次/日 (100%)	39班次/日 (100%)	
	河北航	1班次		新增部分航班	延续部分航班	延续已新增航班	延续已新增航班	
	重庆航				3班次/日 (100%)	4班次/日 (100%)	3班次/日 (100%)	
	江西航							
其他投运转场公司	首都航			22班次/日 (100%)	22班次/日 (100%)	22班次/日 (100%)	22班次/日 (100%)	新增部分航班
	邮政航						4班次/日 (30%)	
其他国内航空公司	吉祥航							新增部分航班
	春秋航			可按规提出新增航班申请		可按规提出新增航班申请	可按规提出新增航班申请	
	奥凯航							
	幸福航							

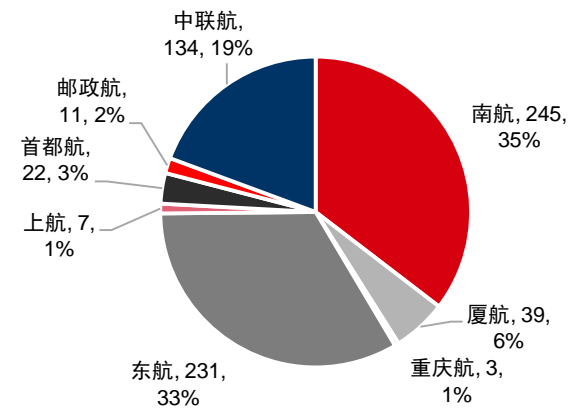
资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》, 中信证券研究部

图 29: 2018 夏秋航季首都机场国内航司转场占比情况



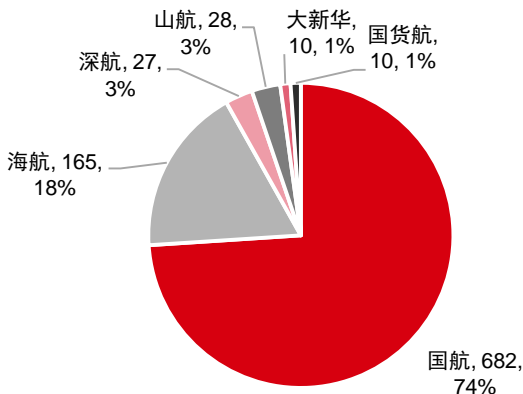
资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》, 中信证券研究部

图 30: 2018 夏秋航季首都机场国内转场航司中各航司占比



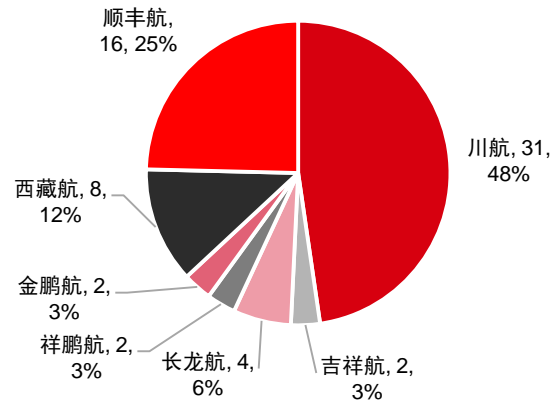
资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》, 中信证券研究部

图 31: 2018 夏秋航季首都机场国内留守航司中各航司占比



资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》, 中信证券研究部

图 32: 2018 夏秋航季首都机场国内待定航司中各航司占比



资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》, 中信证券研究部

转场进度安排：大兴机场转场只持续 2 年共 4 个航季（2019 冬春、2020 夏秋、2020 冬春与 2021 夏秋）。东航与南航在四个航季中转场至大兴机场的航班量占比总航班量分别为 10%/40%/40%/20%，中联航和首都航在第一个航季完成全部转场，上航只在最后一个航季进行并完成转场，而厦航在第二个航季进行并完成转场。

鼓励转场措施：以优促转、以增促转。航司在新机场初期运营大概率会出现盈利下降甚至亏损的情况，因此为了鼓励航司转场甚至加快转场，转场方案中给出了“以优促转、以增促转”。所谓“以优促转”，就是较早转场至大兴机场的航班可以优先进行时刻优化，例如原先较晚的航班可以优化调整至黄金时段，或者将每天起飞时刻不同的同一航班全部调整至一天同一时刻。

而以增促转就是越早将航班转场至大兴机场，则可以获得越多的新增航班时刻的奖励。转场增量时刻奖励方法见下表，我们解读如下：

- 转场航班量小于 50 班次的航司，只有一次性转场（一个航季就完成转场）才能获得增量时刻奖励，而且越早完成转场奖励的增量时刻越多；
- 对于分阶段转场且航班量大于 100 班次的航司，一次性转场增量时刻奖励要比分阶段多；
- 假设转场航班量大于 100 班次的航司 A 在 2019 冬春/2020 夏秋/2020 冬春/2021 夏秋新增转场的航班量为 W/X/Y/X，则航司 A 最终可获得额外增量时刻总量为 $0.35X+0.25Y+0.15Z$ ；
- 对于分阶段的转场航司，有两个特例是南航和东航，其如果可以在 2020 夏秋航季就彻底完成转场，则直接适用 40%的一次性转场增量奖励，激励程度很大；
- 对于航班量大于 100 班次的分阶段转场航司，如果航司在 2020 冬春就完成转场，假设其在 2020 夏秋、2020 冬春新增转场航班量分别为 X、Y，则适用 2020 夏秋增量配置比例，即最终获得增量时刻为 $0.35*(X+Y)$ 。而如果一家航司在转场过程中出现当期航季累计转场航班量占比比上一个航季少的情况，则给予惩罚，假设其 2020 夏秋/2020 冬春/2021 夏秋增量转场航班量分别为 X、Y、Z，原本获得增量时刻应该是 $0.35X+0.25Y+0.15Z$ ，而由于出现了 $Z<0$ 的情况，最终增量时刻是 $0.15*(X+Y)$ 。

表 5: 大兴机场国内航司转场增量时刻奖励政策

国内航空公司	转场投运航班量/日	转场投运形式	新增时刻配置比例				
			2019/20年冬春航季	2020年夏秋航季	2020/21年冬春航季	2021年夏秋航季	2021/22年冬春航季
	≥100班次	一次性转场	/	40%	30%	20%	/
		分阶段转场	/	35%	25%	15%	/
	≤50班次	一次性转场	35%	35%	20%	10%	/
		分阶段转场	/	/	/	/	/

注:当东航、南航在 2020 夏秋航季始即提前完成全部转场投运航班量时,可适用一次性转场 40%的新增时刻配置比例。对于分阶段转场投运的航空公司,自 2020 冬春航季始至 2021 夏秋航季始,当本航季转场投运航班量占总运行量比例>上一航季相关比例时,超出部分航班量适用于本航季新增时刻配置比例;当本航季转场投运航班量占总运行量比例<上一航季相关比例时,全部航班量适用于本航季新增时刻配置比例;当 2020 冬春航季始即已完成全部转场投运航班量时,可适用于 2020 年夏秋航季新增时刻配置比例新增时刻比例。

资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》,中信证券研究部

国外航司转场投运计划: 不像国内航司有指定强制执行转场的航司名单,民航局对于外航转场则没有指定哪家航司必须转场,外航可以留守首都机场,也可以全部转场大兴机场或者两场同时运行。因此外航两场运行的灵活性就增加了对首都机场客流预测的难度,进而增加了首都机场业务的可预测性。当然民航局对外航转场也有增量及优化激励政策,增量时刻奖励政策如下表。

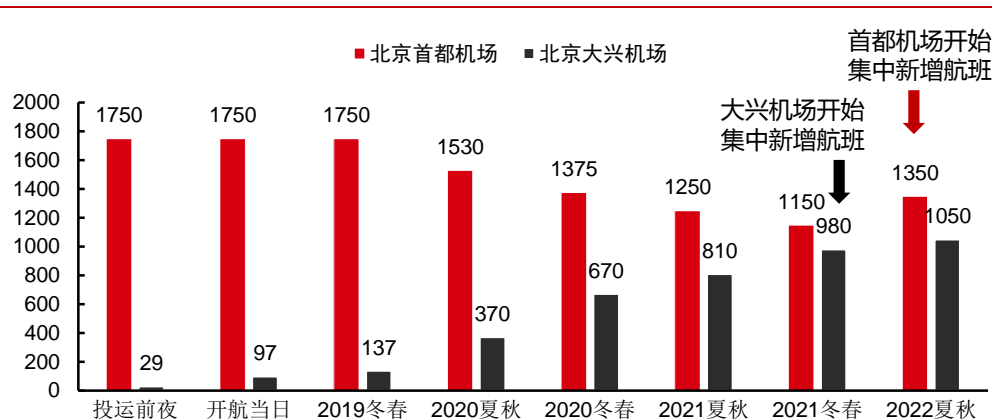
表 6: 大兴机场国外航司转场增量时刻奖励政策

国外及地区航空公司	转场投运形式	新增时刻配置比例				
		2019/20年冬春航季	2020年夏秋航季	2020/21年冬春航季	2021年夏秋航季	2021/22年冬春航季
	一次性转场	35%	30%	20%	15%	/
	分阶段转场	/	/	/	/	/

资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》,中信证券研究部

大兴机场转场过程中,原则上首都机场不予新增时刻,直到 2021 夏秋航季大兴机场转场彻底完成或者大兴机场提前完成 4500 万人次旅客吞吐量后,首都机场才能获得增量航班时刻。

图 33: 转场过程中大兴机场与首都机场航班量规划情况(班次/日)



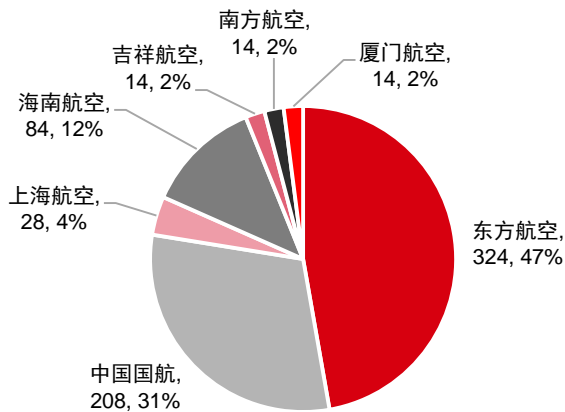
资料来源:《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》,中信证券研究部

新转场方案解读：东航京沪线留守首都机场，航司、机场各得其所

大兴机场转场是一个多方博弈的过程，最新转场方案出炉，东航京沪航线留守首都机场。大兴机场的转场对北京地区航司的未来格局有着重要影响，其转场涉及三大航司集团、新旧两大机场等多方的利益平衡，因此转场方案最终也代表多方持续博弈的结果。今年 1 月大兴机场转场方案公布，但 4 月民航局下发文件对转场方案进行修改，同意东航京沪航线留守首都机场，东航在大兴机场的时刻占比从 40% 下调至 30%，并对转场奖励政策做出调整；此外，同意国航部分航班转场至大兴机场，并使用东航调整出的时刻资源（10%）进行配置。

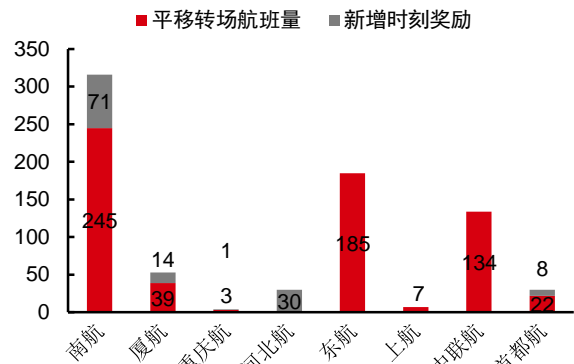
而 7 月民航局发布大兴机场时刻初步配置计划，针对东航京沪航线留守首都机场的情况对原来转场方案进行修改，主要修改的地方为：1) 东航京沪航线留守首都机场（航班量占比东航集团在首都机场航班总量的 19.4%）；2) 东航不再享有“以增促转”的奖励政策，即东航集团非京沪航线航班（包括中联航）仅是平移至大兴机场，不享受转场增量时刻奖励；3) 东航在大兴机场的时刻占比下降至 30%，空出 10% 的时刻由国航获得，国航保持首都机场航班量不变，通过直接在大兴机场新增航班量来投放 10% 的时刻运力。

图 34：2019 夏秋京沪客运航线每周航班哥航司占比情况



资料来源：Pre-flight，中信证券研究部

图 35：2018 夏秋航空季首都机场国内待定航司中各航司占比



资料来源：航旅圈，中信证券研究部

表 7：北京大兴国际机场转场投运方案（新方案）

公司	2019 冬春	2020 夏秋	2020 冬春	2021 夏秋	2021 冬春	
南航	南航	25	198	262	316	319
	厦航	0	53	58	53	58
	重庆航	0	4	5	4	5
	河北航	30	30	30	30	30
	合计	55	285	355	403	412
东航	东航	22	111	142	185	178
	上航	0	0	0	7	10
	中联航	131	134	131	134	131
	合计	153	245	273	326	319
国航	国航	22	44	66	88	105
	首都航	30	30	30	30	30
其他	吉祥航	5	3	5	3	5

公司	2019 冬春	2020 夏秋	2020 冬春	2021 夏秋	2021 冬春
外航新增	16	32	48	64	80
外航转场	6	28	22	28	22
邮政航	0	0	0	5	5
总合计	287	667	799	947	978
大兴容量	370	670	810	980	1050
剩余容量	83	3	11	33	72

资料来源：航旅圈，中信证券研究部

航司及机场均从新转场方案中获得一定收益：

- 东航。**相比首都机场，大兴机场距离市区更远，地理位置处于劣势，如果东航将所有航班转场至大兴机场，原有航班势必会出现客流下降的情况。对于东航来说，商务旅客为主的京沪航线一直是其最赚钱的黄金航段，据《棱镜》所述，2018年东航京沪航线运送旅客约 344 万人次，上座率高达 88.5%，为公司贡献利润多达 12.5 亿元，占比公司去年总利润的 46%。如果东航将京沪航线转场至大兴机场，大概率会造成公司商务旅客及会员的流失，航线盈利下降。因此东航以大兴机场 10% 的时刻换取京沪航线留守首都机场，既稳守注京沪航线的第一宝座，也保证了航线盈利维持高水平。
- 国航。**东航京沪航线留守首都机场，或让原本国航的京沪航线收益上行的期望落空，但是国航却额外得到了 10% 的大兴机场增量时刻。国航以几乎没有任何代价的成本（首都机场时刻保持不变）获得了大兴机场 10% 的增量时刻，既完成了大兴机场的卡位布局，又维持了北京地区航空力份额第一的垄断地位。
- 南航。**虽然南航在此次转场方案调整前后没有任何变化，但是由于东航在大兴机场时刻占比下降至 30%，南航跃升为大兴机场第一大基地航司。未来大兴机场发展壮大之后，南航受益或将最为显著。
- 首都机场。**我们认为首都机场是本次方案调整的最大受益者，首先东航的京沪航线留守首都机场，而且留守首都机场其他航司时刻均没有调减，首都机场的航班时刻较方案未调整前额外多了东航京沪航线的航班时刻。同时东航京沪航线绝大多数为消费能力较强的公商务旅客，京沪旅客的留守一定程度上有利于首都机场的非航业务增长（主要是有税零售、餐饮、广告）。
- 大兴机场。**方案调整对大兴机场影响较小，一定程度上有利于基地航司的多元化。

不同分流情景下的首都机场业绩详细测算

悲观、中性及乐观情况下的首都机场外航转场分析及业务量测算

在国内航司转场方案基本确定下，目前影响首都机场业绩未来 3 年业绩的最大变数就是外航的转场。截止目前，只有英航、马航、达美航空、西伯利亚航空、俄航 5 家航司宣布 100% 转场至大兴机场，而波兰航空和芬兰航空选择保留首都机场运力并增投大兴机场

航班，其他外航均处于观望阶段。因此本章节对首都机场的外航转场进行了悲观、中性、乐观 3 种情形的分析，不过在分析之前，我们认为会留守首都机场的外航航司有：

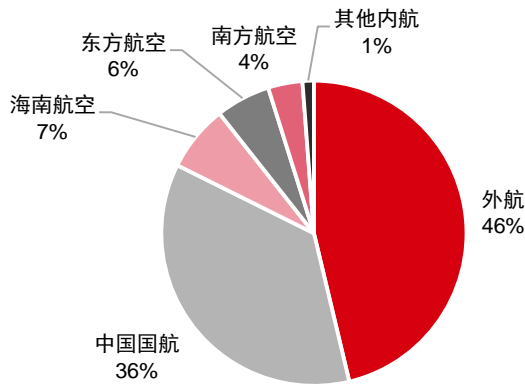
- **星空联盟航司。**航司联盟意味着联盟内的航司可以共享代码及会员里程，而国航作为首都机场最大的基地航司以及星空联盟成员，星空联盟外航成员可以通过国航通达性好、密度高的国内及国际航线网络实现旅客运输，因此我们认为星空联盟成员会全部留守首都机场，方便更好的代码及会员里程共享、联程服务。
- **国航持股的国泰航空及其子公司港龙航空。**国航通过子公司目前持有国泰航空 30%的股权，对于国泰航班安排具有一定话语权。我们认为国航凭借股东身份会要求国泰航空留守首都机场，与其一起将首都机场打造成亚太地区国际枢纽，而国泰的子公司港龙航空业也将随之留守机场。
- **香港航空。**海航目前持有香港航空 27%的股权，与国航一样的思路，我们认为海航凭借与香港航空的股东关系，也将会要求香港航空与其一起留守首都机场。
- **澳门航空。**国航的控股子公司，将留守首都机场。
- **夏威夷航空。**对于非星空联盟航司，如果其与国航签订了代码共享协议，我们认为该航司会留守首都机场。目前非星空联盟航司中只有夏威夷航空与国航直接签订了代码共享协议（2014 年）。
- **芬兰与波兰航空。**两家航司已经宣布两场同时运营。

表 8：国泰航空的股东结构

股东	持股占比	
太古股份	45.0%	
卡塔尔航空	10.0%	
	Angel Paradise Ltd.	7.3%
	Custain Limited	7.1%
	Motive Link Holdings Inc.	5.3%
中国国航全资附属公司	Easerich Investments Inc.	4.9%
	Grand Link Investments Holdings Ltd.	4.8%
	Perfect Match Assets Holdings Ltd.	0.6%
	合计	30.0%
其他	15.0%	

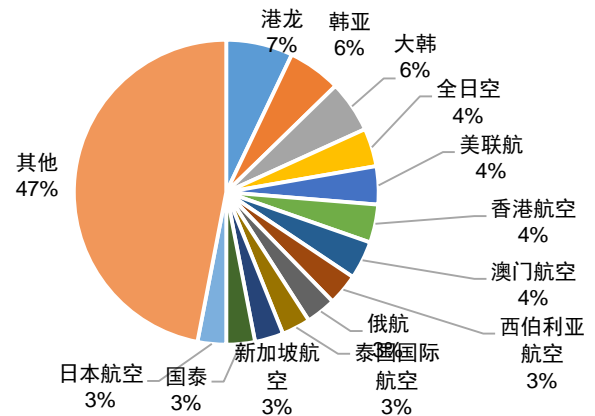
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：2018 冬春航季首都机场国际航班份额占比情况



资料来源：Pre-flight, 中信证券研究部

图 37：2018 冬春航季首都机场外航航班份额占比情况



资料来源：Pre-flight, 中信证券研究部

悲观外航转场情况：

- 考虑到东航作为天合联盟的成员，我们认为天合联盟外航成员为了与东航进行更好的代码共享，会跟随东航全部转场至大兴机场。
- 南航虽然之前是天合联盟成员，但是目前已经退出，同时南航与寰宇一家的美国航空、英国航空、芬兰航空签署了代码共享协议，所以悲观情况下，我们认为除了国泰、港龙航空留守首都机场以及芬兰航空两场运行外，其他寰宇一家航司全部转场至大兴机场。
- 其他非联盟航司，如果没有与国航直接签订代码共享，则全部转场至大兴机场。

中性外航转场情况：

- 天合联盟全部转场至大兴机场。
- 考虑到国泰和港龙航空均是寰宇一家的重要成员，考虑到国泰与港龙航空留守首都机场，同时转场至大兴机场后航线收益水平料会出现下降，我们认为寰宇一家航司成员更倾向于留守首都机场。因此我们认为除了寰宇一家的美航、英航、马航宣布全部转场外，其他寰宇一家成员均留守首都机场。
- 只要与中性假设中任一留守的航司（不仅仅是国航）签署过代码共享协议，便认定其会留守首都机场。在悲观假设下，我们认为只有外航与国航签署代码共享协议才会留守，而在中性假设情况下，我们认为外航只要与国航、国泰、港龙、留守的寰宇一家成员等任一驻场首都机场的航司签署过代码共享协议，便认为其会留守首都机场。
- 其他独立于任何联盟的外航假设其中一半完全转场至大兴机场。

乐观外航转场情况：

- 由于民航局对外航没有强制要求全部转场的规定，且允许外航两场运行，因此在乐观假设情况下，假设天合联盟外航成员仅转场一半时刻至大兴机场。
- 除了寰宇一家的美航、英航、马航宣布全部转场外，其他寰宇一家成员均留守首都机场。
- 只要与乐观假设中任一留守的航司（不仅仅是国航）签署过代码共享协议，便认定其会留守首都机场。
- 其他独立于任何联盟的外航假设全部留守首都机场。

最终悲观、中性、乐观三种外航转场情况如下：

表 9：不同情景下外航航司转场情况的假设

航司	联盟	代码合作	乐观	中性	悲观
全日本空输株式会社	星空联盟		√	√	√
韩亚航空	星空联盟		√	√	√
美国联合航空	星空联盟		√	√	√
泰国国际航空	星空联盟		√	√	√
新加坡客运航空	星空联盟		√	√	√
加拿大航空	星空联盟		√	√	√
汉莎航空	星空联盟		√	√	√
土耳其航空	星空联盟		√	√	√
埃塞俄比亚航空	星空联盟		√	√	√
北欧航空	星空联盟		√	√	√
长荣航空	星空联盟		√	√	√
奥地利航空	星空联盟		√	√	√
瑞士国际航空	星空联盟		√	√	√
埃及航空	星空联盟		√	√	√
波兰航空	星空联盟		√	√	√
大韩航空	天合联盟		○	×	×
俄罗斯国际航空	天合联盟		×	×	×
美国达美航空	天合联盟		×	×	×
越南航空	天合联盟		○	×	×
法国航空	天合联盟		○	×	×
印度尼西亚鹰航空	天合联盟		○	×	×
荷兰皇家航空	天合联盟		○	×	×
中华航空	天合联盟		○	×	×
美国航空	寰宇一家	南航	√	×	×
英国航空	寰宇一家	南航	×	×	×
芬兰航空	寰宇一家	南航	√	√	×
港龙航空	寰宇一家	国航	√	√	√
国泰航空	寰宇一家	国航	√	√	√
日本航空	寰宇一家		√	√	×
澳洲航空	寰宇一家		√	√	×

航司	联盟	代码合作	乐观	中性	悲观
卡塔尔航空	寰宇一家		√	√	X
马来西亚航空	寰宇一家		X	X	X
斯里兰卡航空	寰宇一家		√	√	X
以色列航空	-	香港航空	√	√	X
阿塞拜疆航空	-	土耳其航空	√	√	X
阿联酋航空	-	南航	√	X	X
香港航空	-	海航	√	√	X
菲律宾航空	-	国泰	√	√	X
阿斯塔纳航空	-	国泰	√	√	X
蒙古航空	-	国泰	√	√	X
澳门航空	-	国航	√	√	√
夏威夷航空	-	国航	√	√	√
阿联酋阿提哈德航空	-	法国航空	√	X	X
俄罗斯西伯利亚航空	-	独立	X	X	X
宿务航空	-	独立	√	√	X
俄罗斯乌拉尔航空	-	独立	√	√	X
马来西亚亚洲航空	-	独立	√	√	X
泰国亚洲航空	-	独立	√	√	X
朝鲜高丽航空	-	独立	√	X	X
乌航空	-	独立	√	√	X
阿祖尔天鹰座航空	-	独立	√	X	X
柬埔寨天空吴哥航空	-	独立	√	X	X
柬埔寨吴哥航空	-	独立	√	X	X
伊朗马汉航空	-	独立	√	X	X
阿尔及利亚航空	-	独立	√	X	X
俄罗斯北方之星航空	-	独立	√	X	X
土库曼斯坦航空	-	独立	√	X	X
乌兹别克斯坦航空	-	独立	√	X	X
济州航空	-	独立	√	X	X
萨哈林航线航空	-	大韩航空	√	X	X
巴基斯坦国际航空	-	阿提哈德航空	√	X	X

资料来源：Pre-flight，民航资源网，各机场官网，中信证券研究部注：√代表留守；X代表完成转场；O代表一半留守、一半转场。

基于上述三种外航转场假设情况，同时假设转场的外航在 2020 夏秋航季就完成转场，以及假设 2021 冬春及 2022 夏秋航季首都机场外航航班量同比增长 10%（2021 夏秋航季完成转场），2022 冬春航季外航航班量增长 5%。最终我们测算首都机场未来 3 年国内及国际业务量预测值如下：

表 10：不同情景下，首都机场未来 4 年国际旅客吞吐量预测情况

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
乐观假设国际旅客吞吐量（万人次）	2737	2758	2502	2447	2714
Yoy	7%	1%	-9%	-2%	11%
中性假设国际旅客吞吐量（万人次）	2737	2758	2421	2218	2458
Yoy	7%	1%	-12%	-8%	11%

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
悲观假设国际旅客吞吐量（万人次）	2737	2758	2303	1960	2172
Yoy	7%	1%	-17%	-15%	11%
国内旅客吞吐量（万人次）	7361	7246	5971	4983	5366
Yoy	5%	-2%	-18%	-17%	8%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 11：不同情景下，首都机场未来 4 年国际航班量预测情况

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
乐观假设国际航班量（万班次）	15.1	14.9	13.2	12.7	13.8
Yoy	4%	-1%	-11%	-4%	9%
中性假设国际航班量（万班次）	15.1	14.9	12.8	11.5	12.5
Yoy	4%	-1%	-14%	-10%	9%
悲观假设国际航班量（万班次）	15.1	14.9	12.2	10.2	11.1
Yoy	4%	-1%	-18%	-17%	9%
国内航班量（万班次）	46.3	44.9	36.5	30.0	31.8
Yoy	2%	-3%	-19%	-18%	6%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

首都机场不同情境下的收入测算

基于上一小节对三种情景的业务量预测数据，我们本节分别测算出来首都机场三种情景下的营业收入。以下以中性外航转场营业收入测算为例进行说明，悲观和乐观情形测算相同。

（1）航空性业务营收测算

假设平均一个国际航班起降费是国内航班的 2.5 倍，一个国际旅客服务收费是国内旅客的 2 倍；考虑到首都机场宽体机投放占比逐年提升而起飞重量提升，假设单架国内飞机起降费未来 4 年平均每年上涨 2%；假设平均单个旅客服务费未来 4 年年均下降 1%。基于上述假设，以及 2019 年开始民航发展基金返还取消，机场费归 0，我们预测出首都机场未来 4 年航空性营收分别为 41.0 亿/34.3 亿/29.5 亿/32.1 亿元，分别同比 -23%/-16%/-14%/+9%。

表 12：中性外航转场假设下，首都机场航空性业务收入预测情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
航空性业务收入	42.0	43.7	45.9	48.4	51.0	53.1	41.0	34.3	29.5	32.1
Yoy	5.5%	4.0%	5.2%	5.3%	5.5%	4.1%	-23%	-16%	-14%	9%
飞机起降费	14.9	15.8	16.6	17.5	19.5	21.1	21.0	17.5	15.1	16.5
Yoy	9.0%	5.4%	5.6%	5.0%	11.8%	8.1%	0%	-17%	-14%	10%
旅客服务费	16.4	17.0	17.9	18.9	19.3	20.3	20.0	16.7	14.4	15.6
Yoy	4.8%	3.6%	5.1%	5.7%	2.0%	5.2%	-2%	-16%	-14%	8%
机场费	10.7	10.9	11.4	12.0	12.2	11.7				
Yoy	2.1%	2.4%	4.6%	5.2%	1.6%	-4.0%				

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 13: 中性外航转场假设下, 首都机场航空性业务重要指标预测情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
国际航班量(万班次)	12.4	12.6	13.3	14.0	14.5	15.1	14.9	12.8	11.5	12.5
Yoy		2%	5%	6%	4%	4%	-1%	-14%	-10%	9%
单架国际航班飞机旅客数(人/班)	160	165	170	175	176	182	185	189	193	196
Yoy		3%	3%	3%	1%	3%	2%	2%	2%	2%
国际&地区旅客吞吐量(万人)	1981	2073	2258	2446	2563	2737	2758	2421	2218	2458
Yoy		5%	9%	8%	5%	7%	1%	-12%	-8%	11%
国内航班量	44.4	45.6	45.8	46.6	45.2	46.3	44.9	36.5	30.0	31.8
Yoy		3%	0%	2%	-3%	2%	-3%	-19%	-18%	6%
单架国内航班飞机旅客数	144	143	147	150	155	159	161	164	166	169
Yoy		0%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
单架国内飞机起降费(元/架)	2143	2193	2258	2289	2433	2511	2561	2612	2665	2718
Yoy		5%	2%	3%	1%	6%	3%	2%	2%	2%
单个国内旅客收费(元/位)	16.8	16.7	16.6	16.6	16.0	15.8	15.6	15.5	15.3	15.2
Yoy		-1%	-1%	0%	0%	-3%	-2%	-1%	-1%	-1%
单架国内飞机起降费(元/架)	2143	2193	2258	2289	2433	2511	2561	2561	2561	2612
Yoy		5%	2%	3%	1%	6%	3%	2%	0%	0%

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

(2) 非航业务营收测算

免税(零售)收入。考虑国内机场免税市场空间巨大, 未来消费持续回流、机场免税商品品类不断丰富之下, 人均免税销售额将不断能提升, 同时结合上半年首都机场免税销售额同增 26%, 我们预测未来 4 年国际旅客人均免税消费额分别提升 23%/15%/12%/10%。然后结合国际旅客吞吐量的预测值以及扣点率, 测算出公司未来 4 年免税租赁收入分别同增 42%/3%/5%/22%。

表 14: 中性外航转场假设下, 首都机场免税业务相关指标预测情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
人均国际旅客消费(元/人)	356	362	363	362	437	540	664	764	855	941
Yoy		1.8%	0.4%	-0.3%	20.7%	23.6%	23%	15%	12%	10%
扣点率	25%	25%	27%	27%	27%	38%	43%	44%	45%	45%

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

广告收入。首都机场广告收入取决于客流、宏观景气程度以及招商价格, 我们认为未来 4 年随着首都机场客流出现下降, 广告业务收入会出现一定程度下降萎缩。但是考虑到首都机场汇聚了大量高净值公商务客流, 其仍是广告商偏好投放的场所, 因此其业务下降幅度应该会小于客流降幅, 预计未来 4 年广告营收分别同比+2%/-10%/-6%/+8%。

表 15：中性外航转场假设下，首都机场总旅客吞吐量与航班量预测情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
飞机起降架次 (万架次)	56.8	58.2	59.0	60.6	59.7	61.4	59.8	49.3	41.5	44.3
Yoy		3%	1%	3%	-1%	3%	-3%	-18%	-16%	7%
合计旅客吞吐量 (万人次)	8371	8613	8994	9439	9579	10098	10004	8392	7201	7825
Yoy		3%	4%	5%	1%	5%	-1%	-16%	-14%	9%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

餐饮收入。餐饮收入与客流及人均餐饮消费额相关，我们假设未来 4 年人均餐饮消费额每年提升 3%，结合未来的业务量，业绩未来 4 年餐饮营收分别同比+2%/-13%/-11%/+9%。

贵宾服务收入。考虑到首都机场离市区较近的地理优势，即使大兴机场启用后，其仍将是公商务旅客的首选，因此针对航司会员额的贵宾服务营收未来营收虽然会出现下降，但是降幅预计要小于客流降幅，预计未来 4 年贵宾服务营收分别同比+2%/-11%/-9%/+9%。

预计地面服务营收变动与航班量相同，而其他特许经营营收平均每年增长 5%。

租金收入。此处租金主要指的是首都机场向航司、地面服务提供方、机票业务经营商等出租休息室、办公室、柜台等设施获取的租金收入，也包括部分有税商业固定租金。我们认为在大兴机场转场过程中，为了保障旅客服务质量，航司仍会租用较多资源，因此我们预计未来 4 年租金收入分别同比+3%/-5%/-5%/+4%，波动小于客流变动。

停车服务收入。去年首都机场完成了对 GTC 的并购，今年首都机场将之前的停车场与 GTC 停车场的 15 年经营权打包进行招标。根据招标结果，前 5 年停车每年租金收入=7000 万元保底租金+停车费收入*55%，按照 2018 年公司停车费 1.7 亿元收入计算，则得到招标新合同下，公司停车费收入将从 1.7 亿元直接跳升至 2.6 亿元。我们假设新招标合同 2020 年开始执行，同时考虑到未来几年客流下降影响停车费收入，预计未来 4 年公司停车费收入分别同比+3%/+50%/-14%/+9%。

表 16：首都机场目前停车场车位数情况

停车楼场	现状用途	车位数
1 号停车场	计时停车场	725
2 号停车场	计时停车场	4109
GTC 号停车楼	计时停车场	5826
5 号停车场	计时停车场	114
合计		10774

资料来源：首都机场集团公司官网，中信证券研究部

表 17：首都机场停车场特许经营招标要求

	1~5 年	6~10 年	11~15 年
停车楼技术租金（万元/年）	5500	6050	6655
经营权转让费基础部分（万元/年）	1500	1650	1815
保底租金	7000	7700	8470
年营业收入分成			>=10%

资料来源：首都机场集团公司官网，中信证券研究部

表 18：首都机场停车场特许经营招标结果

序号	签约候选人	综合得分	年营业收入提成比率
第一候选人	首中投资管理有限公司与北京静态交通投资运营有限公司联合体	93.41	55.0%
第二候选人	保利物业发展股份有限公司	89.30	58.0%
第三候选人	北京阳光海天停车管理有限公司与北京停简单信息技术有限公司联合体	42.47	25.2%

资料来源：首都机场集团公司官网，中信证券研究部

根据上述假设，最终预测出中性外航转场假设下，未来 4 年首都机场非航营收分别为 71.9 亿/71.7 亿/71.6 亿/82.9 亿元，分别同比变动+21%/0%/0%/+16%。

表 19：中性外航转场假设下，首都机场非航业务营收预测情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
非航营收	30.2	32.9	39.2	38.9	44.7	59.5	71.9	71.7	71.6	82.9
Yoy	4.9%	8.8%	19.1%	-0.6%	14.9%	33.1%	21%	0%	0%	16%
特许经营收入	20.2	21.5	26.5	26.4	31.0	44.6	56.5	56.0	56.9	67.5
yoy	1.5%	6.4%	23.0%	-0.2%	17.3%	43.6%	27%	-1%	2%	19%
零售	8.8	9.4	10.9	12.1	15.1	27.7	39.4	40.7	42.7	52.1
yoy	1.8%	7.1%	16.0%	10.8%	24.8%	83.2%	42%	3%	5%	22%
广告	7.7	8.2	10.9	10.4	11.0	11.5	11.7	10.5	9.9	10.7
yoy	-1.8%	5.8%	33.8%	-5.0%	5.7%	4.5%	2%	-10%	-6%	8%
餐饮	1.2	1.3	1.9	2.0	2.5	2.7	2.8	2.4	2.1	2.4
yoy	7.2%	2.2%	48.0%	6.2%	27.5%	8.0%	2%	-13%	-11%	12%
贵宾服务	0.7	0.7	0.6	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	0.9	0.9
yoy	55.2%	0.8%	-19.8%	69.5%	2.0%	5.9%	2.0%	-11%	-9%	9%
地面服务	1.1	1.1	1.2	0.3	0.6	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
yoy	-13.4%	1.4%	5.1%	-75.6%	94.6%	83.6%	-3%	-18%	-16%	7%
特许其他	0.7	0.8	1.0	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
yoy	19.8%	25.2%	19.5%	-30.4%	19.7%	-33.9%	5%	5%	5%	5%
租金	8.2	9.4	10.8	10.8	12.0	13.0	13.4	12.7	12.1	12.6
yoy	2.1%	15.8%	14.4%	0.2%	10.6%	8.6%	3%	-5%	-5%	4%
停车服务收入	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7	2.6	2.3	2.4
yoy	181.9%	7.3%	-3.0%	-12.0%	4.3%	4.6%	3%	50%	-14%	9%
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
yoy	-50.3%	-42.7%	41.1%	-13.5%	18.9%	132%	10%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

同理，我们可以测算出来悲观和乐观外航转场下首都机场的营业收入，最后结果呈现如下：

表 20：不同外航转场假设下，首都机场营收预测情况（亿元）

情景	营收（亿元）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
乐观外航转场	航空性营收	53.1	41.0	35.2	31.6	34.4
	同比	4.1%	-23%	-14%	-10%	9%

情景	营收（亿元）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
中性外航转场	非航营收	59.5	71.9	73.1	76.2	88.5
	同比	33.1%	21%	2%	4%	16%
	合计营收	112.6	112.9	108.2	107.8	122.9
	同比	18%	0%	-4%	0%	14%
	航空性营收	53.1	41.0	34.6	30.1	32.8
	同比	4.1%	-23%	-16%	-13%	9%
	非航营收	59.5	71.9	71.7	71.6	82.9
	同比	33.1%	21%	0%	0%	16%
悲观外航转场	合计营收	112.6	112.9	106.3	101.7	115.7
	同比	18%	0%	-6%	-4%	14%
	航空性营收	53.1	41.0	33.9	28.4	30.9
	同比	4.1%	-23%	-17%	-16%	9%
	非航营收	59.5	71.9	69.6	66.5	76.7
	同比	33.1%	21%	-3%	-4%	15%
	合计营收	112.6	112.9	103.5	94.9	107.6
	同比	18%	0%	-8%	-8%	13%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

首都机场不同情境下的成本测算

本节针对首都机场未来 4 年的营业成本进行了测算。

特许经营委托管理费。免税、广告、餐饮特许经营管理费计算规则见表 XX。这里需要说的是免税特许经营合同有规定 2019 和 2020 年支付费用的上限值为 8.2 亿和 7 亿元。同时我们假设 2021 和 2022 年免税特许经营费保持与免税租赁收入的增速，而 2021 和 2022 年广告特许经营和餐饮特许经营维持之前的各自之前合同的规定。

表 21：2019~2022 年首都机场特许经营委托管理费预测情况（亿元）

项目	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
特许经营管理费	5.6	5.8	6.6	10.8	12.8	10.7	10.2	11.8
同比		2%	15%	63%	19%	-17%	-4%	15%
免税特许经营费	2.4	2.7	3.4	6.2	8.2	7.0	6.8	8.3
同比		12%	24%	85%	32%	-15%	-2%	22%
广告特许经营费	2.4	2.3	2.5	3.2	3.4	2.6	2.5	2.7
同比		-5%	6%	30%	6%	-22%	-6%	8%
餐饮特许经营费	0.8	0.7	0.8	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
同比		-4%	10%	76%	-14%	-16%	-14%	-13%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

折旧摊销。由于部分固定资产折旧完毕，过去几年公司的折旧摊销在持续下降，预计未来四年公司折旧摊销延续下降趋势，分别同比-2%/-2%/-1.5%/+1%。

修理及维护。首都机场在运营过程中一些设备、建筑物需要进行维修、维护，而由于去年公司新签维修合同价格上调，以及新增了维护项目，导致这部分成本攀升较多，预计今年该项成本仍将保持较增长，不过后续随着客流下降，设备、系统等耗用降低，费用增速下降。

航空安全及保障费用。这部分费用随着国家对机场安保的加强、客运量增长以及人工成本攀升而持续增长。预计随着客流下降，安保成本增长速度将略有下降。

水电动力。考虑今年水电动力价格有所下调，以及未来机场客运量下降，能源消耗势必有所降低，预计未来4年该项成本分别同比+3%/0%/-2%/+5%。

员工费用。员工费用最近几年攀升较快主要系人工成本攀升以及首都机场业绩增长较好，员工奖金发放较多所致。我们认为后续随着转场推进，公司业绩下降，员工奖金计提下降，同时客运量下降，员工数量有下降可能性，因此预计未来4年员工费用分别同比增长15%/5%/5%/10%。

运行服务费。运行服务费最近几年上涨太快，主要原因为新签运行服务合同价格上调、公司新增机坪资源发生相关费用以及新增部分运行服务项目，预计未来该项成本仍将保持较快增长。

租赁费用。租赁费用去年增长明显主要系GTC资产租赁所致，去年完成GTC并购后，GTC租赁费不再存在，同时考虑未来公司新增部分租赁项目以及租赁费用提升，预计后续租赁费用保持一定增长。

绿化环卫费及其他税费用不随首都机场客运量下降而下降，仍能保持小幅增长。其他费用中商标费用占比较高，商标费用为公司营收的1%，预计这块费用未来几年保持基本保持稳定。

表 22: 2019~2022 年首都机场营业成本预测情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业成本 (亿元)	48.5	51.7	56.0	57.9	60.3	72.2	78.1	79.1	81.4	88.2
Yoy		6.7%	8.3%	3.3%	4.1%	19.9%	8.1%	1.4%	2.8%	8.4%
折旧摊销	15.4	14.5	15.9	15.5	14.0	13.7	13.4	13.1	13.0	13.1
Yoy		-5.5%	9.6%	-2.7%	-9.4%	-2.5%	-2.0%	-2.0%	-1.5%	1.0%
修理及维护	6.5	7.4	6.9	7.2	7.7	10.4	12.4	13.9	14.8	16.2
Yoy		13.7%	-7.3%	4.2%	8.2%	33.8%	20%	12%	6%	10%
特许经营委托管理费			5.6	5.8	6.6	10.8	12.8	10.7	10.7	12.4
Yoy				2.5%	14.8%	63.2%	18.6%	-16.8%	0.5%	16.0%
航空安全及保障费用	4.6	4.9	5.3	5.7	6.4	7.4	8.2	8.9	9.3	10.3
Yoy		7.0%	9.0%	7.3%	12.1%	14.7%	12.0%	8.0%	5.0%	10.0%
水电动力	5.8	6.3	6.2	6.2	6.1	6.6	6.8	6.8	6.6	7.0
Yoy		7.5%	-1.9%	0.5%	-2.1%	8.4%	3.0%	0%	-2%	5%
员工费用	5.0	5.2	5.3	5.4	6.0	7.0	8.1	8.5	8.9	9.8
Yoy		3.8%	2.7%	2.4%	10.4%	16.8%	15%	5%	5%	10%
运行服务费	2.5	2.8	2.8	3.3	3.9	4.7	5.5	6.0	6.5	7.1
Yoy		13.0%	-1.0%	18.2%	17.6%	21.8%	16.0%	10.0%	8.0%	10.0%
租赁费用	2.3	3.9	1.1	1.1	1.2	3.1	1.6	1.8	2.0	2.2
Yoy		67.8%	-70.9%	-0.7%	10.6%	150.8%	-48.0%	12.5%	11.1%	10.0%
绿化及环卫费	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.5	2.8	2.9	3.1	3.3
Yoy		1.7%	-2.5%	4.1%	2.1%	17.1%	15%	4%	4%	8%
不动产税及其他税赋	1.6	1.6	1.7	2.0	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Yoy		-0.1%	5.1%	18.3%	23.2%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他	2.8	3.1	3.2	3.6	3.7	3.6	3.8	3.8	3.7	3.9
Yoy		11.8%	3.3%	12.5%	2.1%	-1.7%	5.0%	0.0%	-2.0%	6.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

最后我们再给出财务费用、投资收益等其他财务指标的假设，便可以计算出中性外航转场下公司的净利润。

表 23：中性外航转场假设下，首都机场净利润预测情况（亿元）

项目（亿元）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营收	72.2	76.6	85.1	87.3	95.7	112.6	112.9	103.5	94.9	107.6
减：成本	48.5	51.7	56.0	57.9	60.3	72.2	78.1	79.1	80.8	87.6
减：营业税金	0.9	1.0	1.2	0.5						
减：财务费用	5.1	5.4	6.1	5.2	0.9	2.5	1.82	1.43	0.81	0.51
加：投资收益	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
加：其他收益	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
减：所得税	4.5	4.7	5.5	6.0	8.7	9.6	8.3	5.7	3.3	4.9
归母净利	13.3	13.9	16.4	17.8	26.0	28.7	24.8	17.2	10.0	14.6
Yoy		5%	18%	8%	46%	10%	-14%	-31%	-42%	46%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

对于乐观及悲观外航转场的情形，同理我们可以分别计算出各自的净利润，最终结果展示如下：

表 24：不同外航转场假设下，2019~2022 年首都机场净利润及对应估值预测情况

情景	项目（亿元）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
悲观外航转场	净利润	28.7	24.8	17.2	10.0	14.6
	同比	10%	-14%	-31%	-42%	46%
	PE	9	11	15	26	18
中性外航转场	净利润	28.7	24.8	19.3	14.7	20.2
	同比	10%	-14%	-22%	-24%	38%
	PE	9	11	14	18	13
乐观外航转场	净利润	28.7	24.8	20.8	18.8	25.1
	同比	10%	-14%	-16%	-9%	33%
	PE	9	11	13	14	11

资料来源：Wind，中信证券研究部测算注：此处 PE 计算是基于首都机场 290 亿港元市值以及港元兑人民币汇率为 0.91:1

加速转场情况下，首都机场的业绩测算

转场方案规定最多 4 个航季完成转，可能存在航司加速转场的情况。大兴机场转场方案明确规定要在 2021 夏秋航季结束后完成全部转场，同时也出台了增量时刻奖励政策鼓励航司加速转场。东航在调研交流的时候表明可能会考虑明年就完成全部转场，同时南航在较大力度的增量转场奖励政策下也有可能提前完成转场。因此在本小节中，我们进一步考虑一个极端的情况，即南航和东航使用 3 个航季就完成全部转场，即 2020 年冬春航季

就完成转场。业绩测算过程与上面同理，最终的加速转场下三种情景的利润及估值情况展示如下：

表 25：不同外航转场及国内航司加速转场假设下，2019~2022 年首都机场净利润及对应估值预测情况

情景	项目 (亿元)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
悲观外航转场	净利润	28.7	24.8	14.0	9.1	14.2
	同比	10%	-14%	-44%	-35%	56%
	PE	9	11	19	29	19
中性外航转场	净利润	28.7	24.8	17.5	14.4	20.4
	同比	10%	-14%	-29%	-18%	42%
	PE	9	11	15	18	13
乐观外航转场	净利润	28.7	24.8	20.4	18.3	25.1
	同比	10%	-14%	-18%	-10%	37%
	PE	9	11	13	14	11

资料来源：Wind，中信证券研究部测算注：此处 PE 计算是基于首都机场 290 亿港元市值以及港元兑人民币汇率为 0.91:1

结合正常转场以及加速转场下不同情境的业绩测算，我们认为未来 4 年首都机场的业绩底出现在 2021 年，在转场极端悲观情况下在 10 亿元左右，而中性业绩底在 14~15 亿元（其实中性假设下我们对转场外航都是假设其 100%转场，并非两场运行，所以我们中性外航转场的假设其实是略偏悲观的），对应当前股价 PE 20 倍不到。2022 年开始，转场因素全部消退，首都机场航班量和客运量重启内生性增长，短期业绩表现为较大的弹性，公司业绩重回增长。因此短期视角下，当前首都机场的估值水平已经下行至历史低位，配置时点已经出现。

长期视角下的北京一市两场发展推演

通过上面章节，我们对首都机场的短期业绩进行了详细测算，也发现当前公司的市值对应未来 4 年的业绩底已经显示出了公司的低估值优势。但是市场还是对基于基地航司划分的北京一市两场下，首都机场长期发展势头是否会被大兴机场削弱，甚至最终大兴机场将取代首都机场成为北京旅客吞吐量（尤其是国际客流）最多的机场，导致首都机场的投资价值下降，本节旨在解答市场关于首都机场长期发展路劲的困惑。

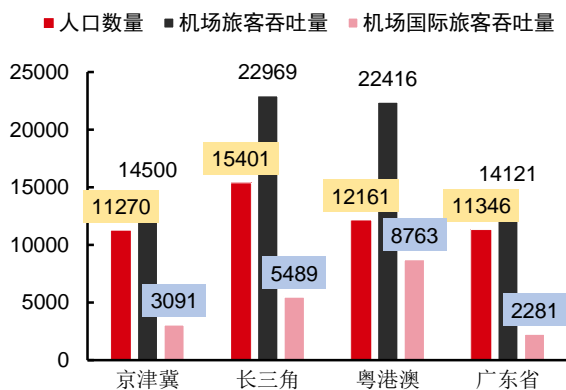
北京一市两场意在共同做大蛋糕，而非存量竞争

相比长三角、粤港澳经济圈，京津冀人均民航出行次数及国际出行次数具有较大提升空间。我们计算了长三角（上海、南京、杭州等 26 座城市）、粤港澳大湾区（广东省+澳门+香港）以及京津冀（河北省+北京+天津）人口数量、GDP、机场旅客吞吐量以及国际旅客吞吐量，然后将统计指标除以人口数量计算出来人均 GDP、人均机场旅客吞吐量以及人均机场国际旅客吞吐量。

结果显示，虽然北京与天津人均 GDP 位居全国前列，但是河北省的纳入拉低了京津冀的人均 GDP，使得三个经济核心圈内，京津冀人均 GDP 为 7.6 万元，低于长三角（11.6 万元）和粤港澳大湾区（10.3 万元）。经济圈发展的落后也使得京津冀地区人均民航出行次

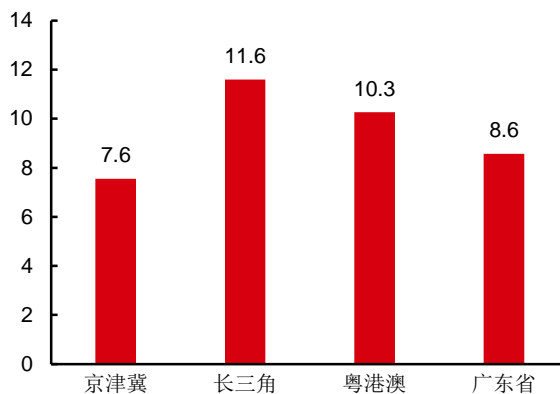
数与国际民航出行次数低于长三角与粤港澳大湾区，我们认为随着京津冀人均 GDP 不断增长，同时考虑到京津冀经济圈后续有望扩大辐射范围，有望为京津冀经济圈内带来更多民航客运量和国际客流。

图 38：2018 年三大经济圈人口数量和机场旅客吞吐量情况（万人）



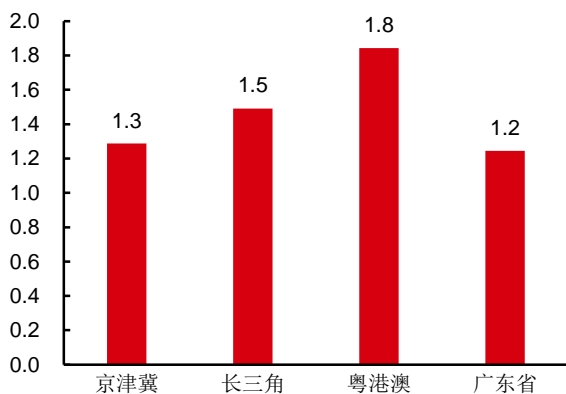
资料来源：国家统计局，民航局，中信证券研究部测算

图 39：2018 年三大经济圈人均 GDP 情况（万元/人）



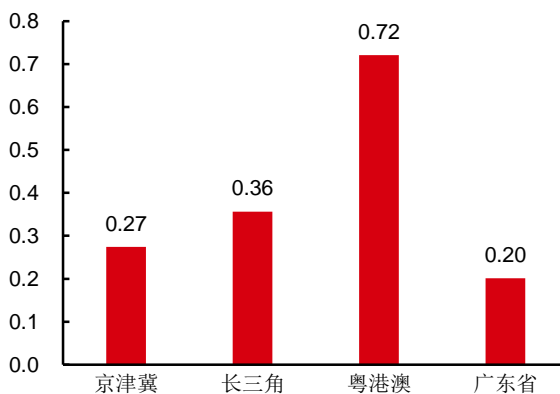
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 40：2018 年三大经济圈机场旅客吞吐量/人口数量



资料来源：国家统计局，民航局，中信证券研究部测算

图 41：2018 年三大经济圈机场国际旅客吞吐量/人口数量



资料来源：国家统计局，民航局，中信证券研究部测算

首都机场持续饱和运行状态已经制约了京津冀地区民航出行需求的释放。一个机场的旅客吞吐量不可能无限增长，当一个机场的旅客吞吐量接近 1 亿人次的时候，天空及地面运输网络的运行效率就会明显下降。而北京过去一市一场的模式无法满足持续增长的民航出行需求，首都机场也持续高负荷运行。

我们统计了 2008~2012 年与 2013~2018 年两个时间段各大机场航班起降架次与旅客吞吐量的 CAGR，最近 5 年首都机场的航班量与旅客吞吐量增速出现明显放缓。运力供给放缓一定程度上压制了北京及周边地区的民航出行需求（北京最近几年 GDP 增速并没有比上海、广州低，理应民航出行需求应该与浦东和白云机场保持一致增速），使得首都机场的旅客吞吐量增速也出现了明显放慢。虽然运力供给放缓，但北京地区国际民航出行需求仍然表现出较快增长，过去 5 年国际及地区客运量 CAGR 为 6.7%，明显高于国内旅客 2.9% 的 CAGR。

表 26: 最近 5 年首都机场飞机起降架次以及旅客吞吐量增速出现明显放缓

机场	2013~2018 年			2008~2012 年		
	航班量 CAGR	旅客吞吐量 CAGR	GDP CAGR	航班量 CAGR	旅客吞吐量 CAGR	GDP CAGR
首都机场	1.6%	3.8%	8.9%	6.7%	10.0%	12.6%
浦东机场	6.3%	9.4%	8.4%	8.0%	12.3%	9.4%
白云机场	3.9%	5.9%	8.2%	7.4%	9.6%	13.1%
深圳机场	6.7%	8.9%	10.8%	6.3%	8.4%	13.6%

资料来源: 民航局, 中信证券研究部

表 27: 最近 5 年首都机场国际及地区航班起降架次以及旅客吞吐量增速

机场	国际及地区航班量 CAGR	国际及地区客运量 CAGR
浦东机场	6.8%	9.9%
首都机场	4.1%	6.7%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

一市两场的出现, 将扭转北京地区航空运力供不应求的局面, 释放需求, 做大蛋糕。北京大兴机场的启用, 将一举扭转北京持续多年航空供给紧张的状况, 也让首都机场过饱和的运营得到了极大的缓解。北京一市两场模式的开启, 可以充分满足北京地区持续增长的民航出行需求, 共同做大民航客流的蛋糕。同时作为京津冀地区唯二的国际枢纽(天津机场仅为干线机场), 伴随京津冀地区出境游需求及对外贸易活动增长, 将承接绝大部分增量的国际民航出行客流。上面我们分析过京津冀人均国际民航出行次数仅为长三角的 75%, 有较大提升空间, 而北京一市两场将满足地区持续增长的国际客流, 分享国际客流变现价值。

图 42: 京津冀机场群示意图



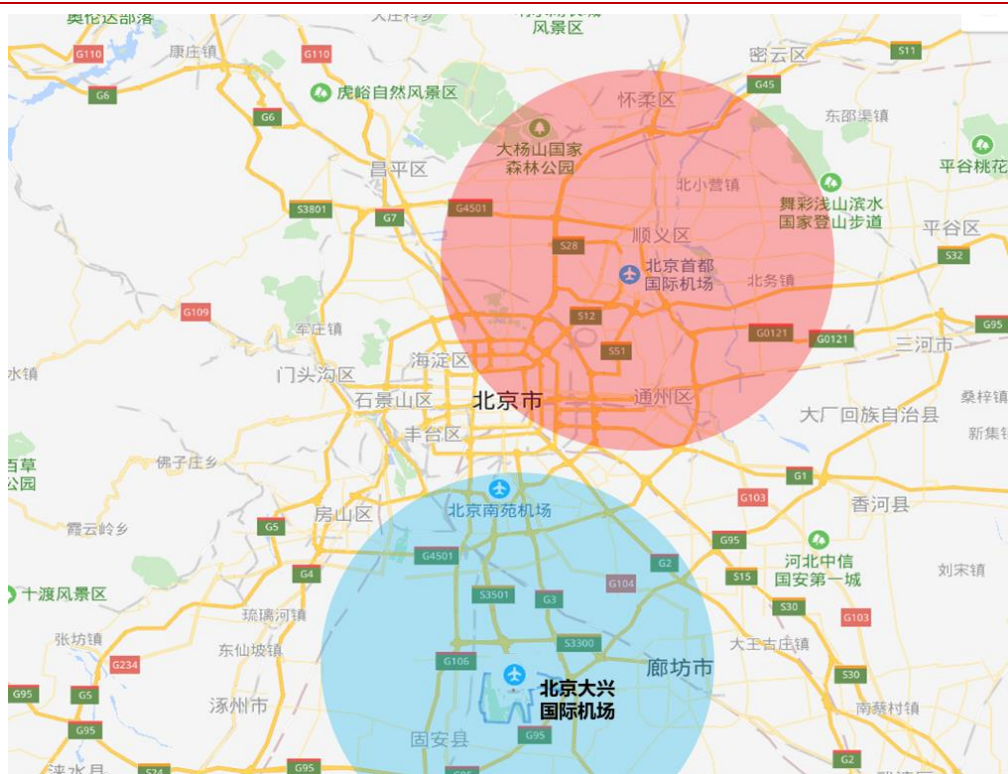
资料来源: 北京政务频道《京观察》栏目制作

因此我们认为，大兴机场的启用，并不是对北京市存量民航客流蛋糕的瓜分，更不是实现对首都机场主导地位的替代，而是联手首都机场共同做大京津冀地区国内客流与国际客流的蛋糕。对于首都机场，持续多年过饱和运行的问题将得到彻底解决，转场后公司的服务质量与运行效率将得到提高，而南航与东航的转场可以让首都机场可以将时刻更加偏重于国际航线的投入，进一步提升国际旅客占比，提高机场非航价值。

地理位置优势和较高战略定位下，首都机场仍将把控主要优质客流

从大兴机场转场方案来看，首都机场的定位要略高于大兴机场。大兴机场转场方案中，对首都机场的定位是“亚太地区重要复合枢纽”，要求“增强国际航空枢纽的中转能力，提升国际竞争力”，而对大兴机场的定位是“支撑雄安新区建设的京津冀区域综合交通枢纽”，要求“打造功能完善的国内国际航线网络”。所以从民航局的文字表述来看，虽然首都机场和大兴机场均定位国际大型航空枢纽，但是首都机场着眼亚太，而大兴机场主要服务中国，且政府强调要首都机场要提高国际竞争力，而大兴机场则是完善国内与国际航线网络。因此首都机场战略定位目前要高于大兴机场，短中期来看，市场对于大兴机场超越首都机场的担忧是多余的，首都机场国际客流占比中远期有望提升至 35~40%的比例。

图 43：首都机场与大兴机场地理位置及辐射范围



资料来源：百度地图，中信证券研究部

凭借地理位置优势，首都机场仍将把控北京优质的民航客流，支撑公司非航业务较好发展。比较两者地理位置，首都机场距离北京地区的整体距离较大兴机场近，对于旅客出行较为便利。根据杨波《北京“一市两场”的市场发展思考》（杨波）一文分析，大兴机场对居住在北京市西部和南部（包括西城、大兴、房山等六个区）的旅客较为便利，而首都机场对居住在北京市东部和北部（包括东城、朝阳等十个区）的旅客较为便利。据此，我

们统计了大兴机场和首都机场辐射覆盖区域的人口与人均可支配收入，结果显示首都机场辐射的北京东部和北部区域常住人口为 1455 万人，占比北京总人口 67%，同时辐射区域的人均可支配收入也要高过北京整体平均水平。

同时，大兴转场方案表明首都机场是服务北京首都核心功能，而大兴机场更多承担的是服务雄安新区以及京津冀等区域，而北京地区公商务旅客占比较高，旅客的消费能力也要显著高出京津冀其他区域的旅客，客流变现价值高。这也是为什么东航宁愿失去在大兴机场的 10% 的运力份额也要将京沪航线留守首都机场的缘故。因此我们认为地理位置上的便利使得首都机场仍将成为北京地区高附加价值的公商务旅客首选，高净值客户变现支撑首都机场非航业务未来良好发展。

图 44：首都机场与大兴机场地理位置示意图



资料来源：《北京新机场项目环境影响报告书》，中信证券研究部

表 28：首都机场及大兴机场在北京覆盖城区的人口及可支配收入统计情况（2017 年）

首都机场	人均可支配收入 (万元/人)	常住人口(万人)	大兴机场	人均可支配收入 (万元/人)	常住人口(万人)
东城区	7.0	85	西城区	7.7	122
朝阳区	6.5	374	丰台区	5.6	219
海淀区	7.2	348	石景山区	6.6	61
顺义区	3.4	113	房山区	3.6	115
昌平区	4.2	206	大兴区	4.0	176
怀柔区	3.4	41	门头沟区	4.6	32
平谷区	3.3	45			
密云区	3.2	49			

首都机场	人均可支配收入 (万元/人)	常住人口 (万人)	大兴机场	人均可支配收入 (万元/人)	常住人口 (万人)
延庆区	3.2	34			
通州区	3.7	151			
平均/合计	5.5	1445	平均/合计	5.3	726

资料来源：北京统计局，中信证券研究部

短期转场不改长期价值，DCF 模型示公司目标市值 411 亿港元

基于上述分析，我们认为转场虽然会影响未来 3 年首都机场的业绩表现，但是我们通过分析，认为北京一市两场的推出是为了解决北京地区航空运力供不应求的问题，而首都机场作为亚太地区复合国际枢纽，定位高于大兴机场，服务首都核心功能，大兴转场过后，首都机场国际客流重启增长，未来国际客流占比有望提升至 35~40%。因此，转场仅对短期业绩产生扰动，长期看部分国内航线转移至大兴机场后，首都机场可以将更多空余产能投放给国际航班，提升国际竞争力，公司国际客流有望恢复并超过转场前水平，推动非航业务增长进而驱动长期业绩也恢复并超过转场前水平。

转场不改长期业绩及现金流情况，因此我们这里用 DCF 模型测算首都机场的目标市值。重要假设见下表，同时我们假设公司 2023 年启动建设第四条跑道，预计总投入 60 亿元，2024 年底建成。最终我们测算在 WACC 9.0% (CAPM 计算出的 WACC 为 7.5%，不过考虑到未来几年转场的不确定因素，我们将 WACC 提升至 9.0%)，永续增长 1.5% 的情况下，公司 DCF 模型的目标价为 9.5 港元，目标市值为 411 亿港元 (372 亿人民币)。

表 29：2019~2028 年首都机场的营收、利润及部分业务指标预测情况

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	112.6	112.9	106.3	101.7	115.7	130.0	144.8	158.4	171.4	181.2	190.0
同比	17.6%	0.3%	-5.9%	-4.3%	13.7%	12.4%	11.4%	9.4%	8.2%	5.7%	4.8%
营业成本 (亿元)	72.2	78.1	79.0	81.2	87.9	95.9	103.7	114.4	123.2	132.2	141.2
同比	19.9%	8.1%	1.2%	2.8%	8.2%	9.1%	8.2%	10.3%	7.7%	7.3%	6.9%
净利润 (亿元)	28.5	24.8	19.5	14.9	20.7	25.5	30.8	33.1	36.3	37.0	36.8
同比	8%	-13%	-21%	-24%	39%	23%	21%	8%	10%	2%	0%
旅客吞吐量 (万人次)	10098	10004	8392	7201	7825	8399	8934	9384	9765	10012	10099
同比	5%	-1%	-16%	-14%	9%	7%	6%	5%	4%	3%	1%
国际旅客吞吐量 (万人次)	2737	2758	2421	2218	2458	2708	2956	3166	3358	3477	3564
同比	6.8%	1%	-12%	-8%	11%	10%	9%	7%	6%	4%	3%
人均免税销售额 (元/人)	540	664	764	855	941	1016	1087	1153	1210	1259	1309
同比	23.6%	23%	15%	12%	10%	8%	7%	6%	5%	4%	4%
免税销售额 (亿元)	74	92	92	95	116	138	161	182	203	219	233
同比	31.9%	24%	1%	3%	22%	19%	17%	14%	11%	8%	7%

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

表 30：首都机场 DCF 折现敏感性分析（港元）

折现值	永续增长率						
	0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
7.8%	10.0	10.4	10.9	11.5	12.2	13.0	13.9
8.2%	9.4	9.8	10.2	10.7	11.3	12.0	12.8
8.6%	8.9	9.3	9.7	10.1	10.6	11.2	11.9
WACC 9.0%	8.5	8.8	9.1	9.5	9.9	10.5	11.0
9.4%	8.1	8.4	8.7	9.0	9.4	9.8	10.3
9.8%	7.7	8.0	8.2	8.5	8.9	9.2	9.7
10.2%	7.4	7.6	7.8	8.1	8.4	8.7	9.1

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

为何 DCF 模型给的目标价如何之高？DCF 模型测算的目标价较当前股价高 35%，我们认为其中的原因正是在于转场其实影响的只是首都机场的短期业绩，长期看，首都机场未来客流仍将恢复增长至 1 亿人次，而国际客流则将增长至 3500 万人次级别，其客流绝对数额并没有低于转场前，并且国际占比要高于转场前，公司长期价值并没有降低，甚至有所上升。因此 DCF 模型测算出的目标价明显高于当前股价。

■ 风险因素

- 1) 民航出行需求下降；
- 2) 机场免税表现不达预期；
- 3) 大兴机场转场对首都机场的分流超预期；
- 4) 首都机场成本支出大幅攀升；
- 5) 与首都机场集团签订支付费率明显提升的委托经营管理合同。

■ 投资建议：估值充分反映短期业绩悲观预期，配置时点已现

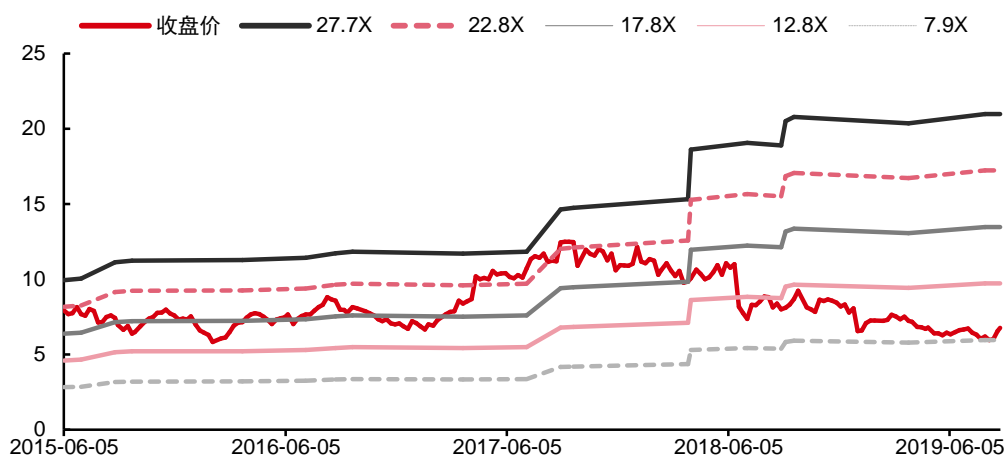
我们认为市场关于大兴机场转场分流扰动首都机场短期业绩表现以及对长期北京一市两场下，首都机场存在国际客流被持续分流的担忧，导致首都机场股价持续下跌，估值下行至近 4 年低位。而我们通过上述详细测算得出中性情况下，首都机场未来 2019/20/21/22 年净利润分别为 24.8 亿/19.3 亿/14.7 亿/20.2 亿元，对应 PE 为 11/14/18/13 倍，而即使是在转场极端悲观情况下，我们测算出公司业绩底（2021 年）为 10 亿元，对应 PE 26 倍，也仅处于机场板块的平均中枢水平。因此公司当前股价与估值已经充分反映了转场对公司短期业绩的冲击影响。

同时我们通过分析认为大兴机场的启用是为了解决北京地区多年航空时刻供不应求的困境，随着京津冀地区的经济持续增长，区域内将催化更多国内和国际民航出行需求，

而单一的首都机场已经不堪重负。随着部分国内航线转移至大兴机场，首都机场可以将更多资源专注国际航班的投入，长期视角下，首都机场的国际客流将恢复并反超转场前的水平。

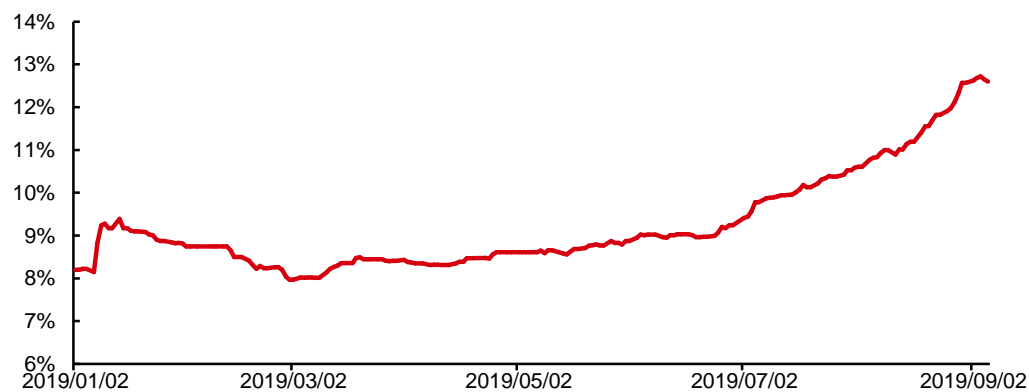
因此转场只是影响了公司短期业绩表现，并没有摧毁公司长期的价值，反而有助于公司后续提升国际枢纽实力，非航业务进一步增长，企业价值提升。同时可以看到，近半年南下资金在持续不断增配首都机场，目前沪港通已经持有首都机场约 16 亿港元，占比公司流通股份的 12.6%，公司的配置时点已现，上调至“买入”评级。

图 45：近四年首都机场的 PE-band 图



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 46：2019 年以来沪深港通持有首都机场股份数占比公司总流通股本比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2030E	2021E
营业收入	9,575	11,263	11,295	10,631	10,172
折旧摊销	1,404	1,369	1,342	1,315	1,289
修理及维护	775	1,036	1,244	1,393	1,477
其他营业成本	3,847	4,818	5,224	5,193	5,356
毛利率	59.8%	57.2%	53.7%	51.1%	47.3%
财务费用	86	251	183	144	81
财务费用率	0.89%	2.23%	1.62%	1.35%	0.80%
投资收益	3	37	15	18	23
营业利润	3,470	3,829	3,321	2,608	1,997
营业利润率	36.25%	33.99%	29.40%	24.53%	19.64%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,470	3,829	3,321	2,608	1,997
所得税	870	957	832	653	500
所得税率	25.07%	24.98%	25.04%	25.03%	25.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	2,600	2,872	2,489	1,956	1,498
净利率	27.16%	25.50%	22.04%	18.39%	14.72%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2030E	2021E
货币资金	1,615	1,806	1,694	3,063	3,971
存货	118	154	162	162	169
应收账款	1,315	1,386	1,472	1,385	1,301
其他流动资产	111	786	866	946	1,026
流动资产	3,159	4,132	4,194	5,556	6,468
固定资产	26,051	26,973	26,216	25,244	24,256
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	83	78	128	178	228
其他长期资产	1,345	3,515	3,565	3,615	3,665
非流动资产	27,479	30,566	29,909	29,037	28,149
资产总计	30,637	34,698	34,103	34,593	34,617
短期借款	0	0	1,322	0	0
应付账款	3,646	6,083	5,184	5,560	5,981
其他流动负债	567	3,251	397	399	349
流动负债	4,213	9,334	6,903	5,959	6,330
长期借款	2,990	0	500	1,000	0
其他长期负债	2,004	1,951	1,751	1,551	1,351
非流动性负债	4,994	1,951	2,251	2,551	1,351
负债合计	9,207	11,285	9,154	8,509	7,681
股本	4,331	4,331	4,331	4,331	4,331
资本公积	5,055	5,055	5,055	5,055	5,055
股东权益合计	21,430	23,413	24,950	26,084	26,936
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益总计	21,430	23,413	24,950	26,084	26,936
负债股东权益总计	30,637	34,698	34,103	34,593	34,617

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2030E	2021E
税前利润	3,470	3,829	3,321	2,608	1,997
所得税支出	-870	-957	-832	-653	-500
折旧和摊销	1,404	1,369	1,367	1,382	1,398
营运资金的变化	-749	-723	-4,758	-269	-131
其他经营现金流	1,016	1,172	999	778	557
经营现金流合计	4,271	4,690	97	3,847	3,322
资本支出	-667	-2,791	-710	-510	-510
投资收益	3	37	15	18	23
其他投资现金流	119	-497	0	0	0
投资现金流合计	-545	-3,251	-695	-492	-487
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-3,000	0	1,622	-1,022	-1,200
股息支出	-820	-1,107	-953	-822	-645
其他融资现金流	-2,822	-127	-183	-144	-81
融资现金流合计	-6,642	-1,234	486	-1,987	-1,926
现金及现金等价物净增加额	-2,916	191	-112	1,369	909

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2030E	2021E
营业收入	9.7%	17.6%	0.3%	-5.9%	-4.3%
营业利润	46.0%	10.3%	-13.3%	-21.5%	-23.4%
净利润	46.0%	10.4%	-13.3%	-21.4%	-23.4%
毛利率	59.8%	57.2%	53.7%	51.1%	47.3%
EBITDA Margin	51.8%	48.4%	43.1%	38.9%	34.2%
净利率	27.2%	25.5%	22.0%	18.4%	14.7%
净资产收益率	12.1%	12.3%	10.0%	7.5%	5.6%
总资产收益率	8.5%	8.3%	7.3%	5.7%	4.3%
资产负债率	30.1%	32.5%	26.8%	24.6%	22.2%
所得税率	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利支付率	31.5%	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。