

# 非航业务，成长的动力来自哪里？

## ——上海机场深度报告之二

### 报告关键点：

- 商业租赁业务驱动非航收入高增长，免税业务是最大亮点；
- 驱动浦东机场商业零售业务高增长的多种因素正在改善。

### 报告摘要：

- 中长期看，2015年前固定成本稳定，业绩随产能提升步入上行通道；短期看，世博高基数效应11月份即将消除，业务量即将回归正常增速。浦东机场5-8月旅客吞吐量增速分别为6.1%、0.2%、-3.1%、-2.5%，但进入11月后基数效应消除，预计旅客吞吐量将恢复至约10%的正常增速，明年全年增速也将明显高于今年。
- 商业租赁业务驱动非航收入高增长，免税业务是最大亮点：①商业租赁业务弹性较大，近三年复合增长率约为31%，远高于约9%航空性业务收入增速。②预计免税收入占商业租赁收入约六成，且已进入收入分成阶段，公司将分享免税店销售收入的高增长。免税店经营过去一直处于持续改进中，目前T1、T2均有出境店、入境店，且可实现免费寄存；其商品尤其化妆品具备价格优势。③浦东机场免税店销售将持续受益于行业的高增长。过去五年中国免税行业销售额复合增长率为35.6%，远远超过全球同期7.9%左右的水平，但目前规模仅为韩国的约1/2。与国际先进机场比较，即使考虑国际旅客规模差异，浦东机场免税店业务收入规模仍较低，提升空间较大。
- 驱动商业零售业务增长的条件在发生何种变化？①商业零售业务的关键客源是国际航线尤其中转客源，其增长将明显受益于基地公司枢纽建设加速。2010年初东上合并后，东航有效拓展航线网络，2009-2011年东航在浦东机场有效中转衔接机会复合增长率超过30%，远大于浦东机场同期约10%的旅客吞吐量增长率，枢纽建设进程卓有成效。同时今年6月东航入盟，有效完善了航线网络，国际中转产品竞争优势有望明显提升。②我们看好单位商业面积收入、商业面积的提升，公司现已聘请英国一家国际知名机场业务策划咨询公司进行相关的论证。短期看T1和T2间的三纵三横连廊处预计新增商业面积约5000至6000m<sup>2</sup>，预计明年开始体现收益，预计收益完全体现后EPS将增加约0.05元。目前浦东机场商业面积约为3万平方米，商业面积占航站楼面积比重约3.8%，明显低于目前深圳机场、白云机场、虹桥机场约6%的水平，即理论上商业面积可增长一半以上。
- 盈利预测及投资策略：中长期看上海机场进入业绩上行通道，短期看公司业务增速即将恢复正常增速。看好公司非航业务发展前景，同时预计2012年底前机场收费调整、资产注入发生概率较大。不考虑机场收费调整及资产注入，预测2011-2013年EPS为0.78、0.93、1.11元；若2011年底内航外线航空性收费上调，并假设资产注入增厚10%，则2012年业绩可达1.14元。维持“买入-A”评级，目标价18元。
- 风险提示：机场收费调整方案或航空业务增速低于预期、国际油价快速下跌

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,338.3	4,186.4	4,563.2	5,191.5	5,913.5
Growth(%)	-0.4%	25.4%	9.0%	13.8%	13.9%
净利润	706.3	1,310.7	1,505.3	1,789.3	2,130.9
Growth(%)	-17.8%	85.6%	14.8%	18.9%	19.1%
毛利率(%)	31.4%	38.9%	39.7%	43.3%	46.3%
净利润率(%)	21.2%	31.3%	33.0%	34.5%	36.0%
每股收益(元)	0.37	0.68	0.78	0.93	1.11
每股净资产(元)	6.66	7.29	7.98	8.83	9.86
市盈率	35.3	19.0	16.6	13.9	11.7
市净率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3
净资产收益率(%)	5.8%	9.9%	10.2%	11.0%	11.6%
ROIC(%)	5.9%	9.9%	10.9%	14.4%	17.4%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

18.00元

期限： 12个月 上次预测： 18.00元

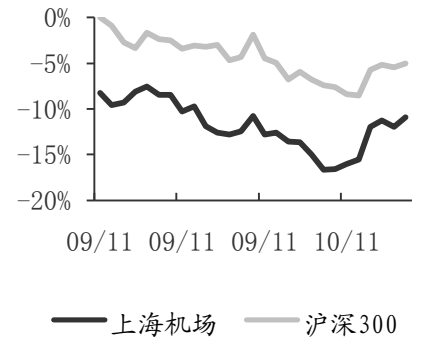
现价(2011年10月17日)： 12.60元

报告日期：

2011-10-18

总市值(百万元)	24,279.68
流通市值(百万元)	13,777.80
总股本(百万股)	1,926.96
流通股本(百万股)	1,093.48
12个月最低/最高	11.74/15.55元
十大流通股股东(%)	28.50%
股东户数	131,988

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.31	7.97	8.95
绝对收益	1.86	(6.79)	(10.91)

谢红

执业证书编号

吴莉

010-66581623

执业证书编号

行业分析师

xiehong@essence.com.cn

S1450511090001

高级行业分析师

wuli@essence.com.cn

S1450511020019

### 前期研究成果

《上海机场深度分析报告之一：期待机场收费调整受益》

2011-09-16

《上海机场：业绩步入增长轨道，长期看好——中报点评》

2011-08-25

《上海机场：业绩符合预期，长期看好——1季报点评》

2011-05-03

## 正文目录

1. 业务增速即将恢复至正常水平，产能利用率提升推动业绩步入上行通道 .....	4
1.1. 机场经济效益模型：周期性投资特点使业绩呈现锯齿形上升.....	4
1.2. 预计 2015 年前固定成本稳定，业绩随产能利用率提升步入上行通道.....	5
1.3. 世博高基数效应即将消除，浦东机场业务量增速即将回归正常增速.....	5
2. 非航业务：商业租赁业务驱动非航收入高增长，免税业务是最大亮点 .....	6
2.1. 浦东机场非航业务发展现状：商业零售进入加速发展阶段 .....	6
2.1.1. 我国机场非航业务可挖掘空间：市场调节价的商业零售、广告等业务 .....	6
2.1.2. 公司非航收入主要来自商业餐饮租赁，近年增速明显高于航空性业务收入 .....	7
2.2. 浦东机场商业零售业务最大看点：免税业务 .....	8
2.2.1. 浦东机场免税业务发展历程：预计目前占商业零售收入约六成 .....	8
2.2.2. 浦东机场免税商品具备价格优势 .....	10
2.3. 免税收入将持续受益于中国免税行业的高速增长 .....	10
2.3.1. 中国免税业高速发展，发展空间巨大 .....	11
2.3.2. 浦东机场免税店收入与旅客规模不相匹配、提升空间较大 .....	11
3. 浦东机场发展商业零售的环境：什么在发生改变？ .....	12
3.1. 机场消费的关键客源：国际旅客尤其国际中转旅客 .....	12
3.2. 国际航线旅客尤其其中转客源增长将受益基地公司枢纽建设 .....	13
3.2.1. 东上合并后，东航在浦东机场枢纽建设进展加速 .....	13
3.2.2. 东航入盟有效完善航线网络，国际中转产品竞争优势有望明显提升 .....	14
3.3. 公司谋求强化非航业务：流程改进、增加商业面积 .....	15
4. 盈利预测与投资策略：买入-A 评级 .....	16

## 图表目录

表 1 浦东机场免税店部分商品价格与国内专柜、香港及其它国家机场比较.....	10
表 2 浦东机场免税店与全球最大机场单体店对比 .....	12
图 1 机场经济效益模型 .....	4
图 2 各机场跑道利用率比较 .....	5
图 3 浦东机场平均每跑道日均起降架次 .....	5
图 4 上海两场旅客吞吐量及同比增速 .....	6
图 5 上海两场旅客吞吐量月度同比增速 .....	6
图 6 浦东机场旅客吞吐量（单位：万人次） .....	6
图 7 机场非航业务其它收费业务 .....	7
图 8 2010 年上海机场营业收入构成 .....	8
图 9 2010 年上海机场非航收入构成 .....	8
图 10 上海机场商业餐饮租赁收入高速增长 .....	8
图 11 浦东机场 T1 免税店分布 .....	9
图 12 浦东机场 T2 免税店分布 .....	10
图 13 免税行业销售额增速 .....	11
图 14 中国消费者奢侈品消费总额（亿 人民币） .....	11
图 15 主要机场免税店销售规模与国际航线旅客吞吐量成正比 .....	12
图 16 2010 年 Q1 全球前 20 大机场与浦东机场国际航线旅客吞吐量比较 .....	13
图 17 全球前 30 大机场基地公司市场份额比较 .....	14
图 18 主要机场最大联盟份额 .....	14
图 19 东航入盟前后浦东机场运力投入各联盟份额比较 .....	15
图 20 主要机场航站楼商业面积占比：浦东机场商业面积占比偏低.....	16
图 21 上海机场历史估值水平-动态 PE .....	17

## 1. 业务增速即将恢复至正常水平，产能利用率提升推动业绩步入上行通道

### 1.1. 机场经济效益模型：周期性投资特点使业绩呈现锯齿形上升

机场收入和成本的基本构成、周期性的扩建和发展，使其效益具有一定的规律。总的来说，从长期的角度来看，伴随着航空客运量和货运量的增长，周期性的大规模投资使机场企业的经营业绩处于锯齿形上升的形态。

(1) 收入：主要与业务量有关，一般增速高于业务量增速。机场的收入随吞吐量的增长而增长，由于机型变化、国际航线因素以及非航业务因素的影响，收入增速高于旅客吞吐量的增长。

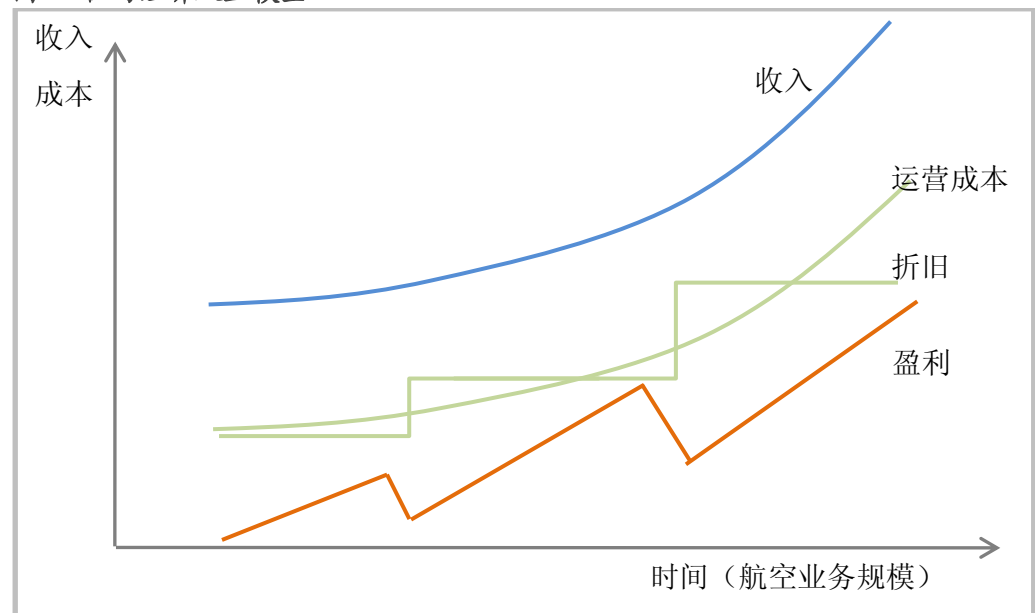
机场的收入主要包括航空性收入及非航空性收入。航空性业务收费，是指机场管理机构为航空器安全营运提供各类设施及服务而产生的收入，包括起降费、停机费、客桥费、旅客服务费和安检费。非航空性收入指机场除航空性收入以外的其它经营性收入，如商业零售、广告、航空食品、停车场等收入。

在机场收费标准不变的情况下，业务量是影响航空性收入变化的最主要因素。非航空性收入除与业务量有关外，还取决于机场的经营规模、战略、手段、技巧等经营因素。

(2) 成本：随周期性投资，呈阶梯状上升。资本成本及运行成本将随每次大规模建设投资而明显增加。

机场的成本包括资本性成本及运行成本。资本性成本包括财务费用（机场投资贷款或发行债券的利息）及机场提取的折旧费用。资本性成本主要与机场的投资建设规模、折旧的计提方式、机场的投资体制及国家的财政金融政策有关。运行成本主要是机场运营中所发生的相关费用，如人工费用、水电、服务过程的物料消耗、设备设施的维修保养费用等，其中人工成本占比比较大。

图 1 机场经济效益模型



数据来源：《机场竞争与机场营销》、安信证券研究中心

## 1.2. 预计 2015 年前固定成本稳定，业绩随产能利用率提升步入上行通道

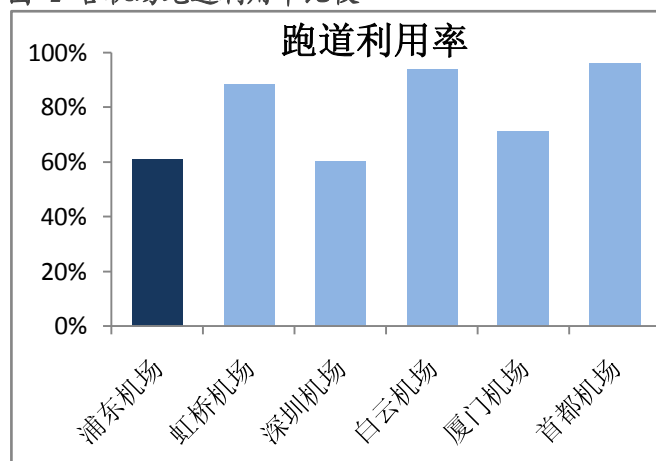
2008 年浦东机场二期扩建工程-机场主体工程投入使用后，浦东机场目前拥有两座航站楼、三条跑道。

**航站楼产能：**浦东机场目前两个航站楼设计容量约为 4200 万人次/年（空侧）。根据浦东机场规划建设，航站区扩建工程第二阶段将在 T2 航站楼南面建设一个卫星厅 S2，其设计容量 1800 万旅客量，与 T2 航站楼主楼匹配。T2 与 S2 之间采用旅客与行李捷运系统。浦东机场二期扩建工程全部完成后，可满足年旅客吞吐量 6000 万人次、货邮吞吐量 420 万吨、年起降 49 万架次的总体要求。预计 S2 约在 2015 年以后投入使用，考虑机场扩建一般采取委托集团建设的方式，在投入运营前基本不影响成本。

**跑道设计产能：**以 2011 年上半年计算，浦东机场共实现飞机起降 167,510 架次，日均起降 915 架次；按每跑道日均 500 架次饱和计算，则浦东机场目前跑道利用率约为 61%，在国内上市机场中，处于较低水平。在 2015 年前，跑道设计产能将不会达到饱和。

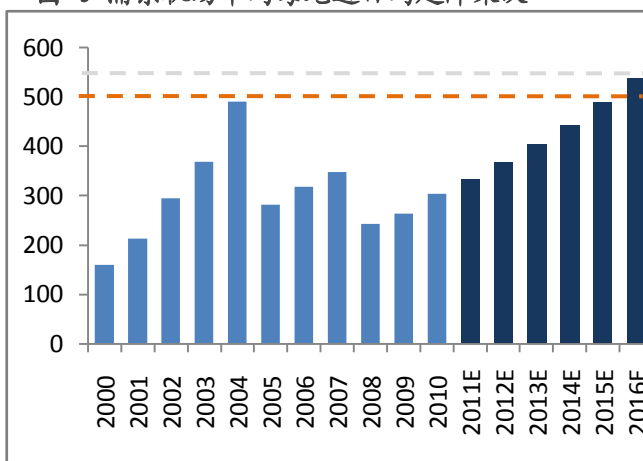
预计 2015 年前无大项固定资产投入使用，随着航空业务量的增长、产能利用率提升，公司盈利将步入上行通道。

图 2 各机场跑道利用率比较



数据来源：民航局、WIND、安信证券研究中心

图 3 浦东机场平均每跑道日均起降架次



数据来源：WIND、安信证券研究中心测算

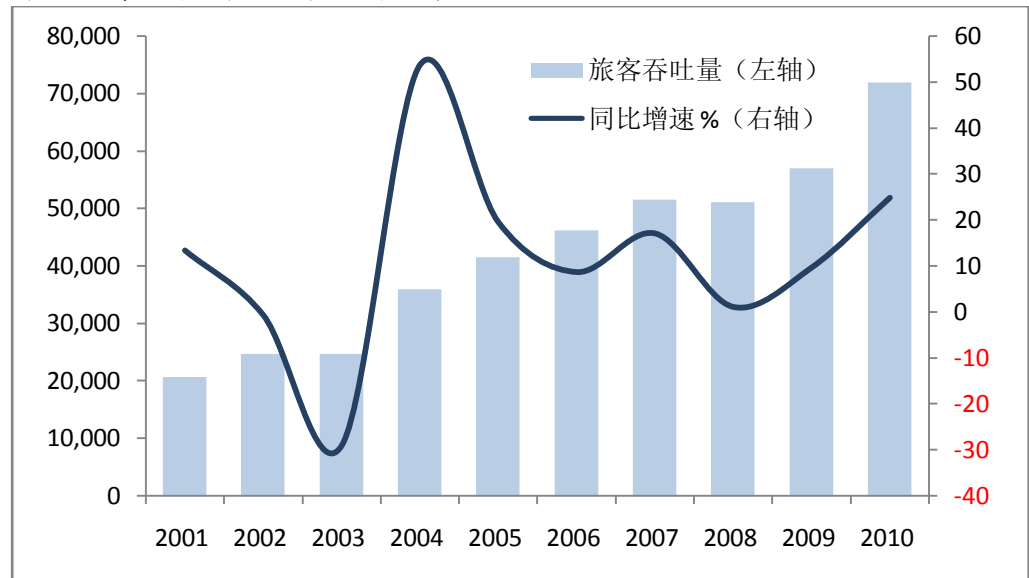
## 1.3. 世博高基数效应即将消除，浦东机场业务量增速即将回归正常增速

2010 年由于世博会影响及国际航线复苏，上海两场旅客吞吐量同比增速 26.1%，远高于前面 5 年约 10% 的年均复合增长率。受高基数影响，2011 年 1-8 月上海两场累计完成旅客吞吐量 4957 万人次，同比增长约 7.1%；其中浦东机场累计完成旅客吞吐量 2749.7 万人次，同比增长 4.7%。

从月度看，2010 年 5-10 月世博期间，上海两场旅客吞吐量增速在 30-45% 之间，远高于正常增速。基数效应使今年 5 月-8 月旅客吞吐量增速明显下滑，6、7、8 月甚至出现负增长。从浦东机场看，5、6、7、8 单月旅客吞吐量增速分别为 6.1%、0.2%、-3.1%、-2.5%。预计全年浦东机场旅客吞吐量增速约为 4%。

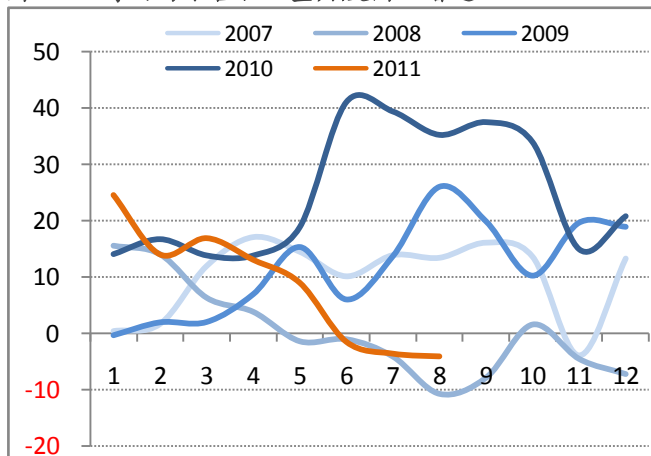
但从短期来看，进入 11 月后随着基数效应消除，预计旅客吞吐量将回归 10% 左右的正常增速，明年全年增速也将明显高于今年，回归正常水平。

图 4 上海两场旅客吞吐量及同比增速



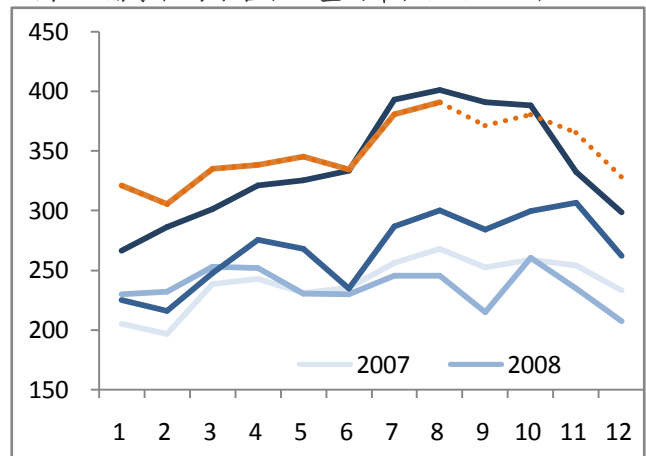
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 5 上海两场旅客吞吐量月度同比增速



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 6 浦东机场旅客吞吐量 (单位: 万人次)



数据来源: WIND、安信证券研究中心测算

## 2. 非航业务: 商业租赁业务驱动非航收入高增长, 免税业务是最大亮点

### 2.1. 浦东机场非航业务发展现状: 商业零售进入加速发展阶段

#### 2.1.1. 我国机场非航业务可挖掘空间: 市场调节价的商业零售、广告等业务

非航业务收入是指除航空性业务收费以外的收入。机场航空业务的规模越大, 机场商业化经营层次越高, 非航空业务在机场整体收益中所占的比重也越大。目前, 国际上先进机场的非航空收入都在 50%以上, 有的甚至超过 70%。随着机场的发展, 非航空业务的竞争力已越来越成为机场整体竞争力的重要组成部分。

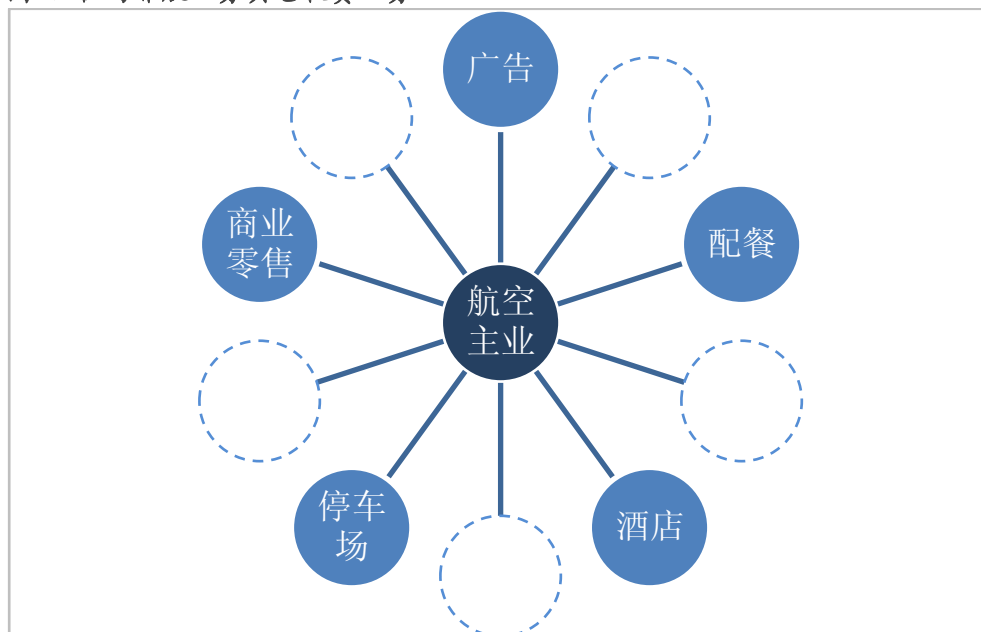
根据 2007 年 12 月 28 日民航局和发改委联合发布的《民航机场收费改革方案》, 非航空性收入包括非航空性业务重要收费及非航空性业务其他收费。

1) 非航空性业务重要收费, 是指除航空性业务收费以外, 由机场管理机构或服务提供方直接向航空公司收取的费用。包括头等舱和公务舱休息室出租、办公室出租、售

补票柜台出租、值机柜台出租、地面服务收入等。重要收费主要仍为政府指导价。

2) 非航空性业务其他收费,是指除非航空性业务重要收费以外的非航空性业务收费。非航空性业务其他收费项目的收费标准,原则上以市场调节价为主。对中国机场来说,非航业务主要可挖掘的空间为非航空性业务其它收费,主要包括广告、商业零售、机场车辆停泊、酒店及其它非航空活动的收入。

图 7 机场非航业务其它收费业务



数据来源: 安信证券研究中心

### 2.1.2. 公司非航收入主要来自商业餐饮租赁, 近年增速明显高于航空性业务收入

- 2010年, 非航收入占比45.2%, 非航收入中商业餐饮租赁收入占比53%。

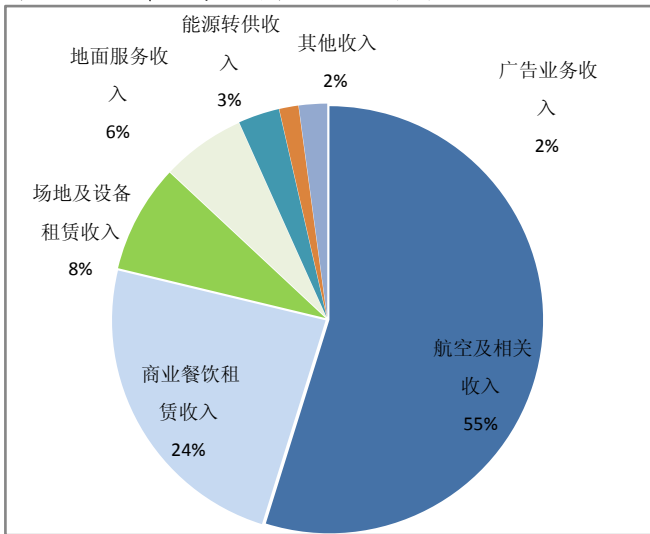
上海机场2010年营业收入组成中, 航空性收入占比54.8%, 非航空性收入占比45.2%。公司2010年收入占比由大至小依次为: 航空及相关收入、商业餐饮租赁收入、场地及设备租赁收入、地面服务收入、能源转供收入、广告业务收入, 占主业收入比重分别为: 54.8%、23.9%、8.2%、6.3%、3.1%、1.5%。

非航空性业务收入组成中, 市场化定价的商业餐饮租赁收入占比最大, 约占53%。

- 非航收入中, 商业餐饮租赁收入增长弹性最大, 过去三年复合增长率约为31%。

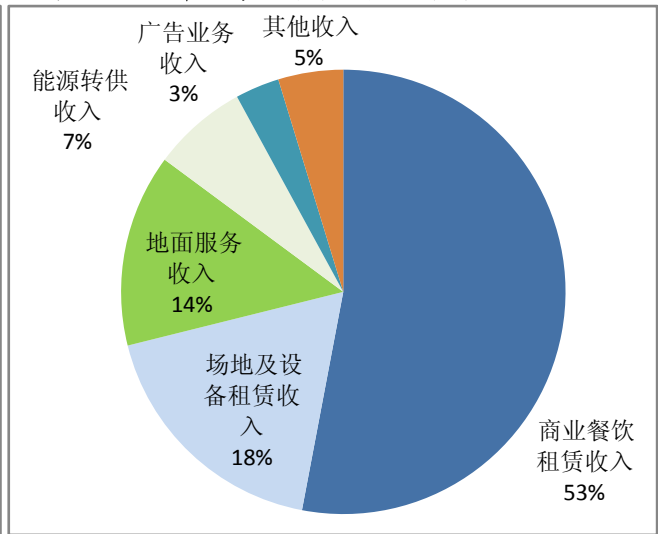
随着浦东机场航空性业务规模的扩大及中国机场行业对非航业务的逐步重视, 从近三年收入增速比较看, 上海机场非航空性收入增速明显大于航空性业务增速。2009年、2010年、2011年上半年, 上海机场非航收入增速分别为1.1%、31.6%、14.8%, 明显高于航空性收入增速的-1.4%、20.7%、11.7%。非航收入的高增长, 主要是占比约一半的商业餐饮租赁收入高增长贡献, 商业餐饮租赁收入近三年增速分别达16.2%、50.2%、28.3%, 复合增长率约为31%, 远高于约9%航空性业务收入增速。

图 8 2010 年上海机场营业收入构成



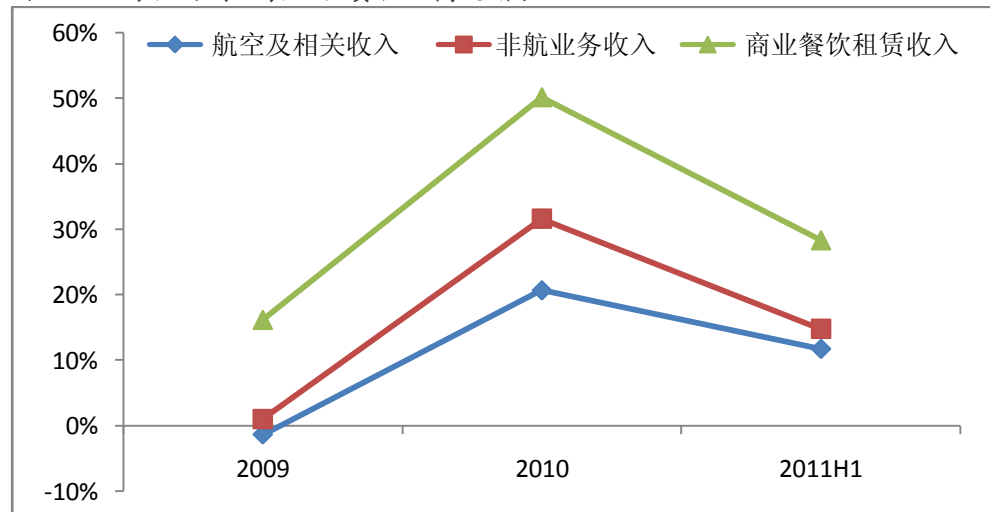
数据来源：公司数据、安信证券研究中心

图 9 2010 年上海机场非航收入构成



数据来源：公司数据、安信证券研究中心

图 10 上海机场商业餐饮租赁收入高速增长



数据来源：公司数据、安信证券研究中心

## 2.2. 浦东机场商业零售业务最大看点：免税业务

### 2.2.1. 浦东机场免税业务发展历程：预计目前占商业零售收入约六成

目前浦东机场商业零售业务收入构成为“保底租金+收入分成”，其中免税业务已进入收入分成阶段，我们预计免税业务收入约占商业零售收入六成左右，是商业零售业务收入的主要贡献来源。

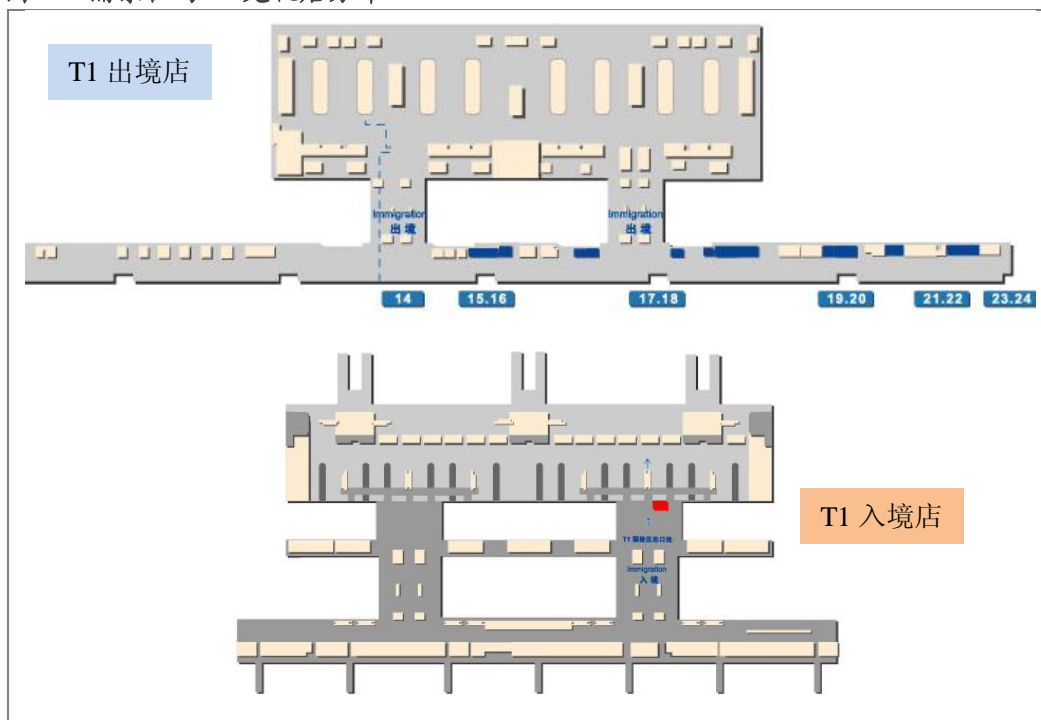
浦东机场免税业务运营商是日上免税行。日上免税行是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业，所销售的免税品主要包括：与全球同步上市的香水化妆品；不同风格、款式各异的旅游商品、服装、服饰、皮具、钟表、首饰、眼镜、笔、电器、箱包、玩具等时尚精品；集聚了中外知名的卷烟、雪茄、烟丝、白兰地、威士忌、红酒、巧克力、糖果、饼干等商品。目前日上免税行在首都国际机场（T2 和 T3 航站楼）和上海国际机场（浦东国际机场 T1、T2 航站楼和虹桥机场国际区域）开设有出境和入境免税店。



过去几年，日上免税行在浦东机场的经营一直处于持续改进中，目前 T1、T2 均有出境店、入境店，且可实现免费寄存。

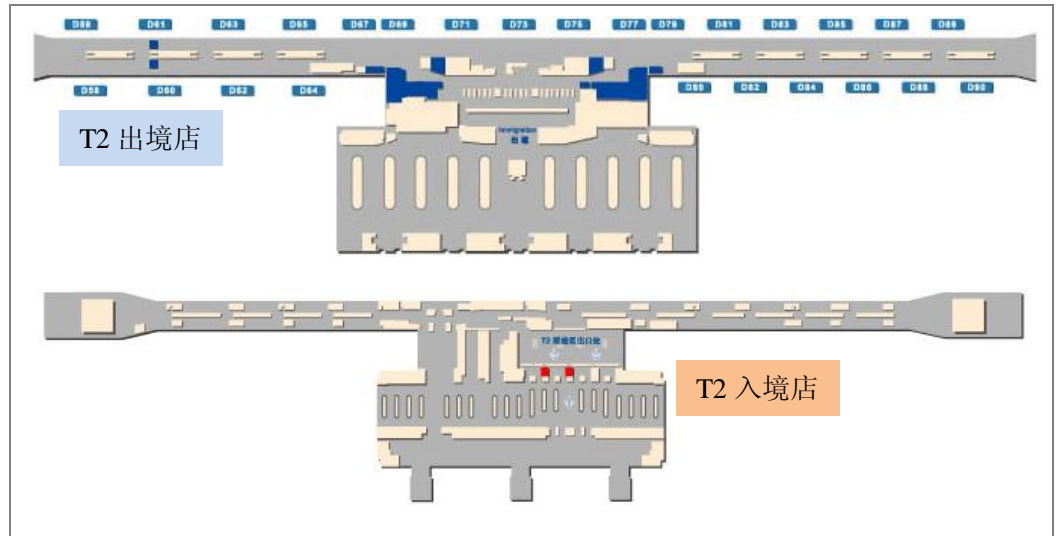
- (1) 目前 T1、T2 均有出境店，营业时间为 6:40 至 23:30。在 T2 航站楼投入使用后新增了 T2 免税店，浦东机场免税店面总面积、经营品牌数量都有明显的增长。两个航站楼内的免税店店铺数量是差不多的，但 T1 航站楼内的店铺是一字排开的，T2 航站楼内则相对比较集中，所以逛起来，肯定是 T2 更加方便。从所售商品的种类看，T1 内的烟酒店铺更多一些，而 T2 内的奢侈品牌更多。而化妆品店的数量则基本差不多，但 T2 免税店的面积更大，品种更全。
- (2) 2008 年下半年，T1、T2 入境店投入运营，营业时间为 6:40 至 23:30。从全球免税行业来说，入境免税店是主要针对出境回国游客设立的免税经营门店，入境店同时也是出境店选购预定、进境店提货购买的提货点，预定单和回程登机牌在此办理付款提货，消除了出境再返境游客拎着商品世界绕一圈的烦恼，适合本国出境人数基数大的国家。入境免税店的出现，不仅可以直接产生销售收入，同时也能有效带动出境店的发展，直接和间接经济效益都非常大。
- (3) 寄存流程简化：开设寄存服务初期，要求支付 10% 的押金，但 2010 起已不要求付押金。寄存流程并不复杂，消费者在购物后，只要先填好领取单，在入境当日前往指定的领取点，付款取货即可。

图 11 浦东机场 T1 免税店分布



数据来源：日上免税行、安信证券研究中心

图 12 浦东机场 T2 免税店分布



数据来源：日上免税行、安信证券研究中心

### 2.2.2. 浦东机场免税商品具备价格优势

我们参考网上购物心得，并比较了部分免税商品价格，可发现浦东机场免税店商品的价格在亚太区域机场具有相当的竞争力。其中**化妆品全东南亚最便宜，雅诗兰黛全世界最便宜（低于香港），别的大牌化妆品也便宜过绝大多数外国免税店**。同时，还可通过导游或购物网站获得日上 95 折打折券，使用该券时日上免税店所有产品，包括化妆品、烟酒、巧克力、名牌太阳眼镜、名牌包包、高档衣服手表等等一切产品均可打 9.5 折，但每个柜台均需分开结账，每结一次帐需用 1 张。

在价格具备优势的情况下，我们预计随着中国出境游的高速发展及浦东机场免税店经营理念的不断改进，免税店收入将保持持续高增长态势。

表 1 浦东机场免税店部分商品价格与国内专柜、香港及其它国家机场比较

价格比较:	浦东标价	浦东机场 95 折	国内专柜	亚洲其它地方免税价
雅诗兰黛眼霜 (非新版)	599 元/2 瓶, 相当于约 300/瓶	285/瓶	500 元/瓶	香港: 370 港元/瓶, 合 RMB 303 元/瓶
倩碧宛若新生套装	680	646	合计 1330	香港: HKD720, 合 RMB590 新加坡樟宜机场: SGD168, 合 RMB844 日本成田机场: JPY10400, 合 RMB857
欧舒丹护手霜 (六支)	338	321	510	香港: HKD395, 合 RMB324 新加坡樟宜机场: SGD83, 合 RMB417 日本成田机场: JPY5300, 合 RMB437
蝶飞手表 43743100	29700	28215	40200	东京免税价约 RMB32800

数据来源: WIND、安信证券研究中心搜集

### 2.3. 免税收入将持续受益于中国免税行业的高速增长

从中国免税业发展看，目前正处于高速发展阶段且空间巨大。浦东机场免税收入将持续受益于免税行业的高速发展。

### 2.3.1. 中国免税业高速发展，发展空间巨大

我国免税品行业产生于1979年，1983年中国出国人员服务总公司、1984年中免公司相继成立，我国免税业进入专业化发展时期。上世纪80年代中期至90年代，行业市场规模迅速扩大。2000年以来，旅游业特别是亚太地区旅游业的快速发展催生了免税市场的巨大需求，我国免税业进入多业态、高增长发展阶段。

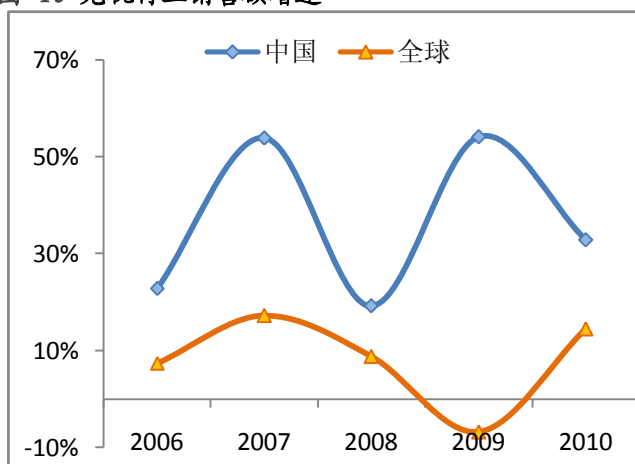
过去五年（2005-2010年），中国免税行业销售额复合增长率为35.6%，远远超过全球同期7.9%左右的水平。2010年中国免税业销售额同比增长32.8%，达到17.3亿美元，增速居全球首位。

我们认为中国免税业的持续高速发展的动力，主要来自于两个方面。

1) 受益于旅游业的发展，尤其出境游高速增长。过去五年，国内居民出境人数（因私出境）年均增速达15.4%。

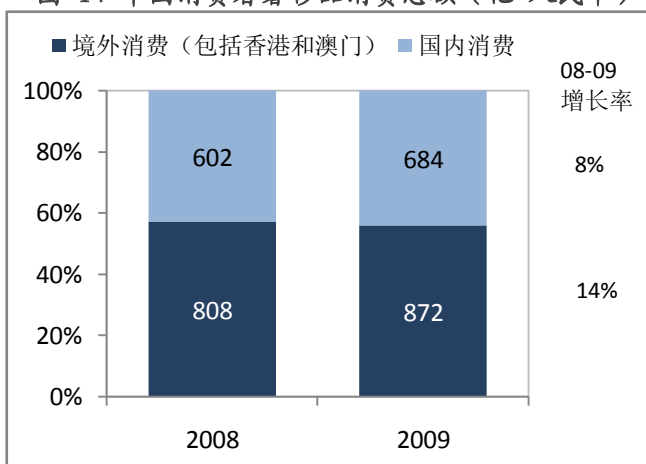
2) 中国免税业的发展有望引导部分国人消费回国内。据日本时事通信社7月20日报道，中国人2010年在全球各国免税店的消费额达到13亿欧元，比2009年增长了95%，超过俄罗斯、日本和美国首次跃居世界第一。根据贝恩《2010年中国奢侈品市场研究》，2009年，中国消费者的奢侈品消费总额达到约1560亿人民币，半数以上为境外消费。若境外奢侈品消费总额的1/10能通过免税店回流国内，则将国内免税消费额增长100%，弹性非常大。

图 13 免税行业销售额增速



数据来源：Generation Research、安信证券研究中心

图 14 中国消费者奢侈品消费总额（亿 人民币）



数据来源：贝恩、安信证券研究中心

### 2.3.2. 浦东机场免税店收入与旅客规模不匹配、提升空间较大

虽然近几年中国免税业发展迅速，但与发达国家相比，我国仍然是免税行业新兴市场，销售规模与成熟国家均有较大差距。从2009年数据看，中国免税店行业销售总额13.1亿美元，规模全球排名第五，但排名第一的韩国达30亿美元以上，第二、三名的英国、美国也均在20亿以上。

目前全球免税店的客户群体主要来自机场或边境客流。据 Generation Research 统计，2009年全球销售总额 top50 免税品单店中，机场店占了44席。其中排名前五位的分别为迪拜机场、伦敦希斯罗机场、仁川机场、新加坡樟宜机场、法兰克福机场的免税店。其销售额均超过浦东机场的3倍，迪拜机场、伦敦希斯罗机场销售额均超过10亿美元，浦东机场日上免税店单店销售规模在1-2亿美元之间，居全球第39位。迪拜机场、伦敦希斯罗机场均为浦东机场的5倍以上，仁川机场为4.5倍以上、新加坡

樟宜机场为4倍以上、法兰克福机场3倍以上；而从机场旅客规模看，这五个机场旅客吞吐量均不超过浦东机场的两倍，从国际机场旅客规模看，国际旅客规模为浦东机场的1.7-3.1倍。浦东机场免税店收入与旅客规模不匹配、提升空间较大

表 2 浦东机场免税店与全球最大机场单体店对比

机场免税店	免税销售额排名	免税销售额区间	2010年旅客容量(万人次)	2010年国际旅客容量(万人次)	系数(其它机场/浦东机场)		
					免税销售额	旅客容量	国际旅客容量
迪拜国际机场	1	>10亿美元	4718	4631	>5	1.2	2.4
伦敦希斯罗机场	2	>10亿美元	6588	6090	>5	1.6	3.1
仁川机场	3	9-10亿美元	3348	3295	>4.5	0.8	1.7
新加坡樟宜机场	4	8-9亿美元	4204	4092	>4	1.0	2.1
法兰克福机场	5	6-8亿美元	5301	4631	>3	1.3	2.4
上海浦东机场	39	1-2亿美元	4058	1947			

数据来源: Generation Research、ACI、WIND、安信证券研究中心

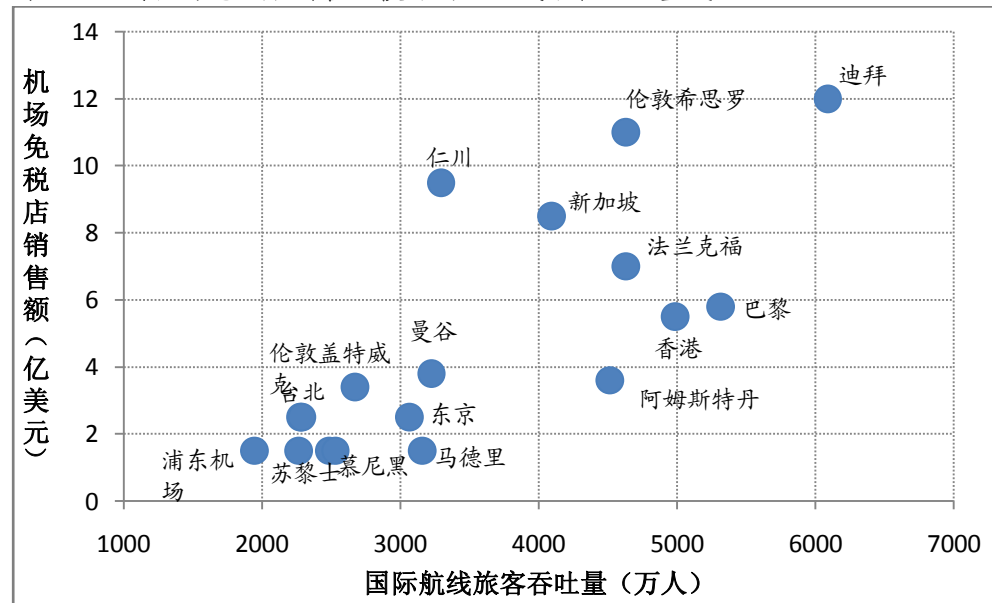
### 3. 浦东机场发展商业零售的环境：什么在发生改变？

#### 3.1. 机场消费的关键客源：国际旅客尤其国际中转旅客

从国际机场看，机场非航业务尤其商业租赁收入，除了与管理体制、经营理念相关外，主要与机场国际客流量尤其国际中转旅客量相关。一方面，国际旅客的消费水平较高；另一方面，国际旅客尤其国际中转旅客在航站楼内逗留时间更长，消费倾向也越强。

以免税业务为例，从ACI和Generation Research的数据看，国际旅客吞吐量规模越大，机场免税店销售规模越大。同时，迪拜、伦敦希思罗、仁川、新加坡等国际中转比例较高的机场，免税规模位于前列。

图 15 主要机场免税店销售规模与国际航线旅客吞吐量成正比



数据来源: ACI、Generation Research、WIND、安信证券研究所

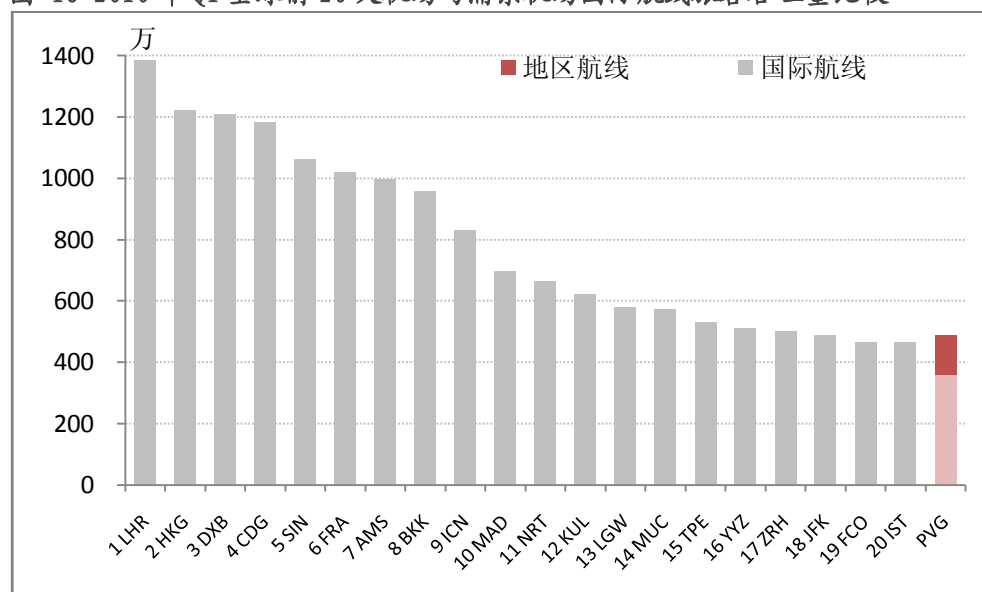
备注: 免税销售额为根据 Generation Research 2009 年估算值、国际航线旅客吞吐量为 2010 年数据

### 3.2. 国际航线旅客尤其中转客源增长将受益基地公司枢纽建设

上海 2010 年常住人口 2300 万，无论从常住人口数量还是腹地经济的发展程度，上海建设国际枢纽在国内乃至全球的优势向来均较明显。但浦东机场国际枢纽地位却一直不尽如人意，目前浦东机场国际旅客排名仍未进入前 20 名。

我们认为原因之一主要是基地公司不够强大以及国际枢纽建设滞后。但 2010 年东航与上航合并、2011 年东航加入天合联盟后，预计这一现状将明显改善，国际航线旅客尤其中转旅客增长将明显受益于基地公司枢纽建设的加速。

图 16 2010 年 Q1 全球前 20 大机场与浦东机场国际航线旅客吞吐量比较



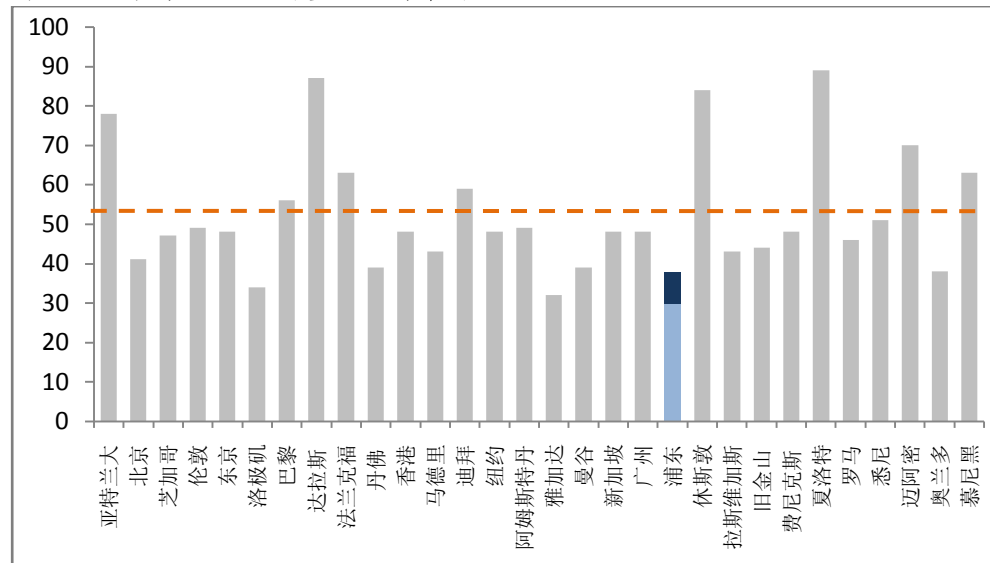
数据来源：ACI、WIND、安信证券研究中心

#### 3.2.1. 东上合并后，东航在浦东机场枢纽建设进展加速

从 2010 年全球旅客吞吐量前 30 的机场看，份额最大的基地公司市场份额平均值约为 52%。除香港外，排名进入 30 名的北京、广州、浦东机场主基地公司市场额均明显低于平均水平，其中又以浦东机场最低：在东上合并前，东航在浦东机场市场份额仅约为 30%，在前 30 大机场中为最低水平；2010 年初东上航合并后，东航在浦东机场的市场份额从 30% 提升至 38%，在上海两场的份额也提升至 47%。

东上合并后，上海市场以前集中度低、激烈竞争的局面得到了明显改善。在此情况下，东航有效拓展航线网络，在浦东机场有效中转衔接机会 2009-2011 年复合增长率超过 30%，远大于浦东机场同期约为 10% 的旅客吞吐量增长率，枢纽建设进程卓有成效。

图 17 全球前 30 大机场基地公司市场份额比较



数据来源: ACI、WIND、安信证券研究中心

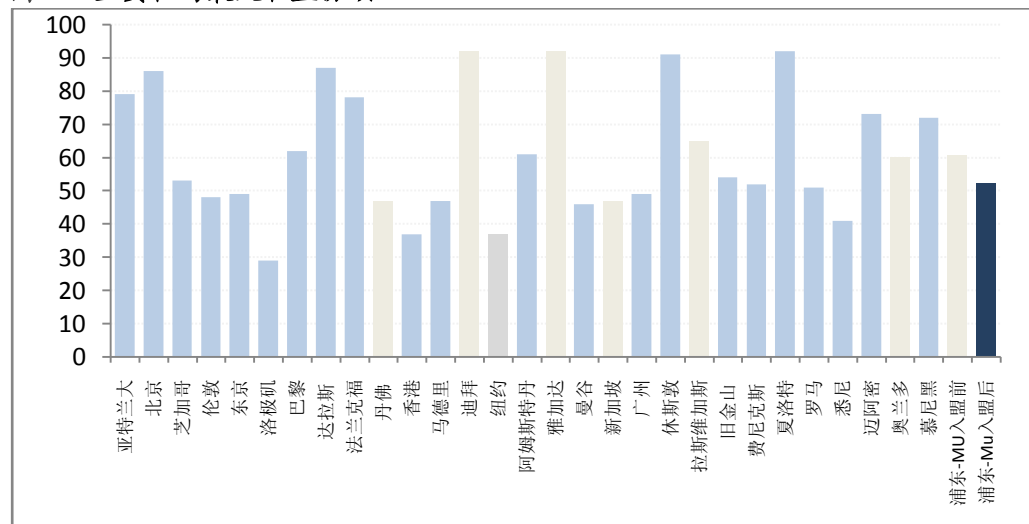
### 3.2.2. 东航入盟有效完善航线网络，国际中转产品竞争优势有望明显提升

2011年6月，东航加入天合联盟。天合联盟是全球三大航空联盟之一，目前成员每天航班量达到14500架次，航线网络达926个城市，连接173个国际航地区，候机室数量490个。一般来说航空公司加入国际航空联盟，有利于资源共享、网络互补，提高运营效率和规模效益。

航空联盟成员代码共享、常旅客、贵宾室等双边合作，将有利于网络的延伸及提高航空服务质量，对机场建设枢纽建设具有重要意义。以三大联盟（星空联盟、天合联盟、寰宇一家）及不属于任一航空联盟对各机场运力投放进行分类，可看到全球旅客吞吐量排名前30的机场中，超过3/4的机场均由前三大联盟占主导地位。

东航加入天合联盟后，完全改变了浦东机场联盟力量薄弱的局面。在东航加入天合联盟前，浦东机场约61%的座位投入不属于航空联盟；在东航加入天合联盟后，浦东机场约52%的座位投入属于天合联盟，18%的座位投入属于星空联盟，另外有8%的座位投放属于寰宇一家，仅有22%的座位投放不属于三大航空联盟。

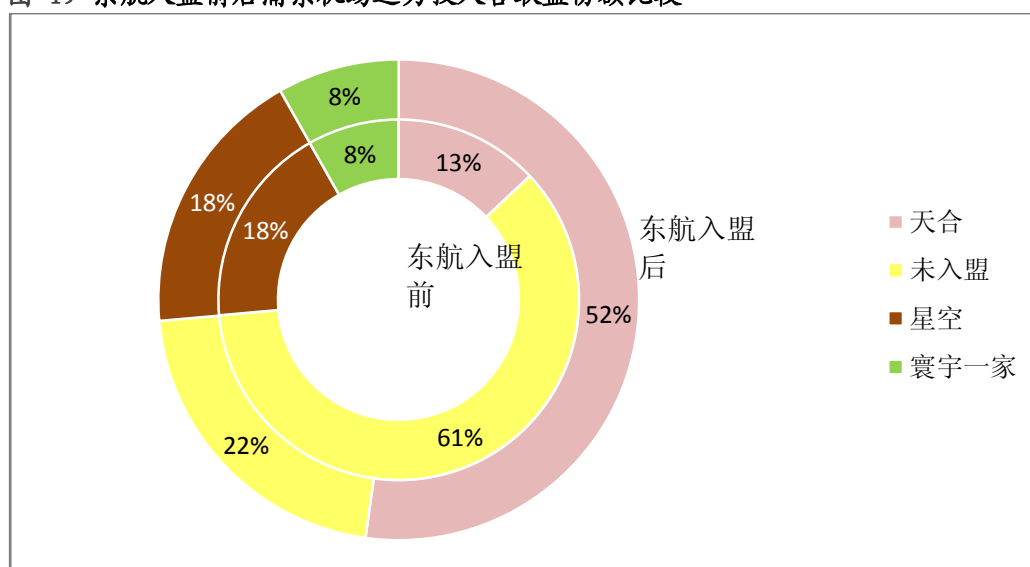
图 18 主要机场最大联盟份额



数据来源: ACI、安信证券研究中心

注: 蓝色为三大联盟中某一个, 灰色为不属于任一航空联盟。

图 19 东航入盟前后浦东机场运力投入各联盟份额比较



数据来源：ACI、CAPA、安信证券研究中心

### 3.3. 公司谋求强化非航业务：流程改进、增加商业面积

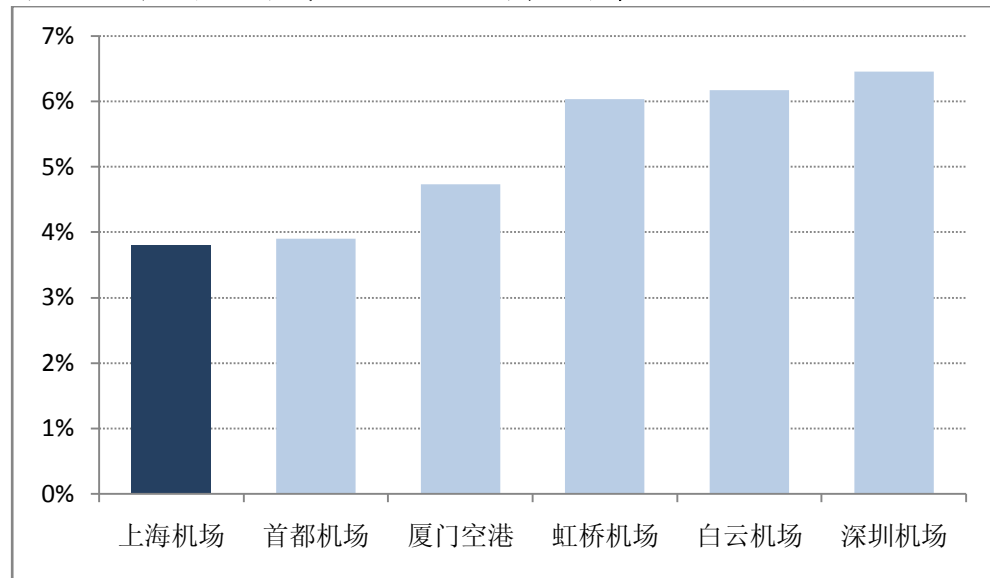
随着中国主要机场规模的扩大，增速由高速增长步入稳定增长阶段，国内主要机场越来越重视非航业务的发展。在今年年中股东大会上，公司领导表示要通过“两手抓”来搞好推进非航业务发展。

- (1) 对内要以新思路强化非航业务发展，公司现已聘请英国一家国际知名机场业务策划咨询公司进行相关的论证，并在上半年拿出方案，下半年起着手实施，争取 3 年时间见效；
- (2) 另一手是对外要盯住已在浦东开工的迪斯尼项目进程，谋划以“玩在迪斯尼，休闲购物在空港”的定位，着手策划吸引未来迪斯尼乐园辐射所带来的客源。

我们认为单位商业面积收入的增长以及商业面积的提升，将驱动商业零售的持续高增长。

- ◇ 商业面积：一方面，T1 和 T2 间的三纵三横连廊处预计新增商业面积约 5000 至 6000 m<sup>2</sup>，预计明年开始体现收益，以今年商业餐饮租赁收入水平保守估计，我们预计完全投入运营后每年预计增加 EPS0.05 元；另一方面将来流程改造也将有望增加航站楼内的商业面积。目前浦东机场两个航站楼商业面积约为 3 万平方米，其商业面积占航站楼面积比重约为 3.8%，明显低于目前深圳机场及白云机场、虹桥机场约为 6%的水平。即理论上，航站楼面积可增长一半以上。
- ◇ 单位商业面积收入：浦东机场每平方米商业面积贡献租赁收入 3.34 万元/年，单位商业面积收入的提升，一方面将来自于未来商业流程改造，另一方面将分享中国免税业的高速增长。

图 20 主要机场航站楼商业面积占比：浦东机场商业面积占比偏低



数据来源：公司数据、安信证券研究中心

注：虹桥机场 T2 初期商业面积为 1.1 万平方米，上图估计 2011 年增加 1 倍。

#### 4. 盈利预测与投资策略：买入-A 评级

1) 上海机场目前处于业绩长期增长通道，非航业务快速增长保障未来三年业绩复合增长率在 20% 以上。

- **商业租赁业务驱动非航收入高增长，免税业务是最大亮点：**①商业租赁业务弹性较大，近三年复合增长率约为 31%，远高于约 9% 航空性业务收入增速。②预计免税收入占商业租赁收入约六成，且已进入收入分成阶段，公司将分享免税店销售收入的高增长。免税店经营过去一直处于持续改进中，目前 T1、T2 均有出境店、入境店且可实现免费寄存；其商品尤其化妆品具备价格优势。③浦东机场免税店销售将持续受益于行业的高增长。过去五年中国免税行业销售额复合增长率为 35.6%，远远超过全球同期 7.9% 左右的水平，但目前规模仅为韩国的约 1/2。与国际先进机场比较，即使考虑国际旅客规模差异，浦东机场免税店业务收入规模仍较低，提升空间较大。
- **商业零售业务增长，将受益于基地公司枢纽建设加速，以及公司商业流程改造及商业面积的增加。**①商业零售业务的关键客源是国际航线尤其中转客源，其增长将明显受益于基地公司枢纽建设加速。2010 年初东上合并后东航有效拓展航线网络，东航在浦东机场有效中转衔接机会 2009-2011 复合增长率超过 30%，远大于浦东机场同期约为 10% 的旅客吞吐量增长率，枢纽建设进程卓有成效。同时今年 6 月东航入盟，有效完善了航线网络，国际中转产品竞争优势有望明显提升。②我们看好单位商业面积收入、商业面积的提升，公司现已聘请英国一家国际知名机场业务策划咨询公司进行相关的论证。短期看 T1 和 T2 间的三纵三横连廊处预计新增商业面积约 5000 至 6000 m<sup>2</sup>，预计明年开始体现收益。目前浦东机场两个航站楼商业面积约为 3 万平方米，其商业面积占航站楼面积比重约为 3.8%，明显低于目前深圳机场、白云机场、虹桥机场约为 6% 的水平，即理论上航站楼面积可增长一半以上。

2) 催化剂：2012 年前机场收费调整、资产注入预期强烈

- 预计内航外线上调概率较大：在目前我国机场行业本身盈利不高、与国际收费比较也不高的情况下，在加快机场建设的方向下，外航航空性收费下调的

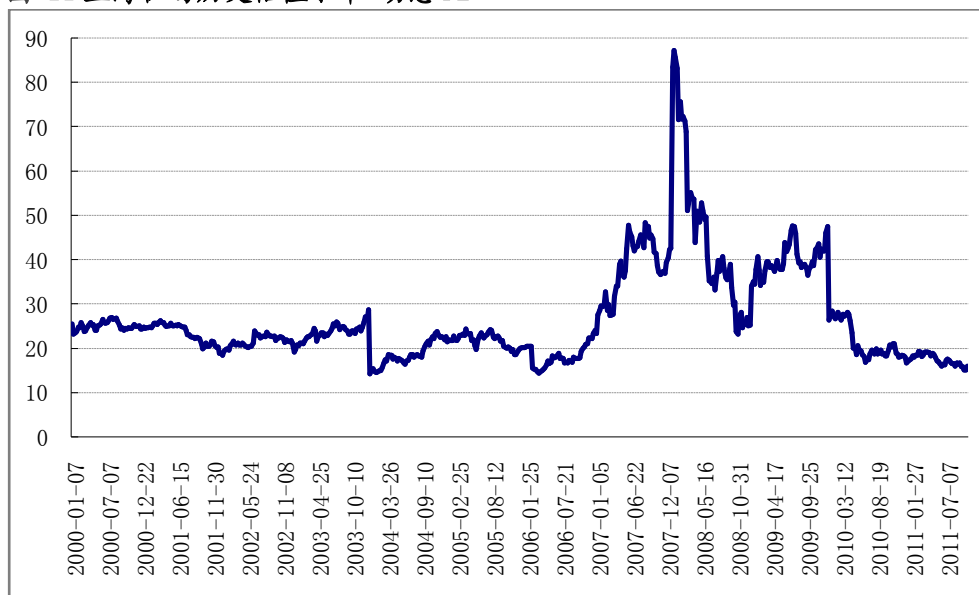


概率较小，内航外线上调至外航标准的并轨方案的概率较大。若内航外线上调并轨，在国内上市机场中，上海机场业绩敏感性最大。假设 2011 年底一次性并轨，2012、2013 年上海机场 EPS 分别增加 0.12、0.13 元；假设 2011 年底、2012 年底分两步并轨，2012、2013 年上海机场 EPS 分别增加 0.05、0.13 元。（具体分析逻辑及数据测算说见我们 2011 年 9 月 16 日深度报告：《上海机场深度报告之一：期待机场收费调整受益》）

- 期待资产注入：上海机场（集团）有限公司在公司股权分置改革时承诺未来将通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产。机场集团目前拥有的主要航空资产是虹桥机场、及浦东国际机场 51% 的股权。浦东国际机场 2010 年营业收入 8.7 亿，净利润 4.8 亿元，净利润率 55.7%。净资产 10.9 亿，ROE44.6%。但虹桥机场二期投入较大及盈利能力较低，且虹桥两条跑道为近距离跑道，未来航空业务成长性有限。综合考虑预计资产注入增厚约在 10% 左右。

**3) 盈利预测及投资策略：**中长期看上海机场目前处于业绩增长通道，短期看随着世博基数效应的消除，11 月份公司业务量即将恢复正常增速。看好公司非航业务发展前景，同时预计 2012 年底前机场收费调整、资产注入发生概率较大。不考虑机场收费调整及资产注入，预测 2011-2013 年 EPS 为 0.78、0.93、1.11 元；若 2011 年底内航外线航空性收费上调，并假设资产注入增厚 10%，则 2012 年业绩可达 1.14 元。维持“买入-A”评级，目标价 18 元。

图 21 上海机场历史估值水平-动态 PE



数据来源：WIND、安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间			2011-9-12		
					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
<b>利润表</b>					<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>			
营业收入	3,338.3	4,186.4	4,563.2	5,191.5	5,913.5	<b>成长性</b>						
减: 营业成本	2,291.5	2,559.6	2,751.6	2,945.6	3,178.0	营业收入增长率	-0.4%	25.4%	9.0%	13.8%	13.9%	
营业税费	134.3	166.2	182.5	207.7	235.9	营业利润增长率	-18.6%	90.9%	15.7%	22.4%	20.9%	
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-17.8%	85.6%	14.8%	18.9%	19.1%	
管理费用	128.2	149.3	159.7	166.1	165.6	EBITDA 增长率	-2.4%	40.7%	0.8%	14.7%	15.0%	
财务费用	172.8	138.4	81.1	37.6	-0.3	EBIT 增长率	-14.2%	72.6%	11.3%	19.3%	19.0%	
资产减值损失	5.8	-0.7	-1.4	2.6	-0.2	NOPLAT 增长率	-12.1%	67.7%	7.3%	16.5%	17.5%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.7%	-2.4%	-11.9%	-3.0%	-5.1%	
投资和汇兑收益	268.0	494.1	540.0	530.0	520.0	净资产增长率	5.3%	9.6%	10.0%	11.2%	12.2%	
<b>营业利润</b>	<b>873.7</b>	<b>1,667.7</b>	<b>1,929.6</b>	<b>2,361.9</b>	<b>2,854.5</b>	<b>利润率</b>						
加: 营业外净收支	-1.8	1.3	-	-	-	毛利率	31.4%	38.9%	39.7%	43.3%	46.3%	
<b>利润总额</b>	<b>871.9</b>	<b>1,669.0</b>	<b>1,929.6</b>	<b>2,361.9</b>	<b>2,854.5</b>	营业利润率	26.2%	39.8%	42.3%	45.5%	48.3%	
减: 所得税	123.9	262.8	333.5	458.0	583.6	净利润率	21.2%	31.3%	33.0%	34.5%	36.0%	
<b>净利润</b>	<b>706.3</b>	<b>1,310.7</b>	<b>1,505.3</b>	<b>1,789.3</b>	<b>2,130.9</b>	EBITDA/营业收入	56.0%	62.8%	58.0%	58.5%	59.1%	
<b>资产负债表</b>					<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>		
货币资金	377.0	1,409.1	5,002.4	7,210.2	10,055.2	<b>运营效率</b>						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,473	1,123	990	830	693	
应收账款	1,061.2	1,062.7	1,387.1	1,515.4	1,674.9	流动营业资本周转天数	25	41	39	51	50	
应收票据	424.3	80.9	250.0	348.2	278.3	流动资产周转天数	188	192	364	543	638	
预付账款	2.7	6.9	5.7	6.8	8.4	应收帐款周转天数	118	91	96	100	96	
存货	15.9	18.4	21.5	21.6	23.7	存货周转天数	2	2	2	2	2	
其他流动资产	5.4	4.9	-24.7	-74.7	-112.9	总资产周转天数	1,846	1,482	1,460	1,413	1,362	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,683	1,330	1,134	919	775	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>						
长期股权投资	1,034.2	1,446.3	20.0	20.0	20.0	ROE	5.8%	9.9%	10.2%	11.0%	11.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	8.0%	8.2%	9.0%	9.7%	
固定资产	13,285.3	12,840.8	12,267.4	11,684.6	11,094.2	ROIC	5.9%	9.9%	10.9%	14.4%	17.4%	
在建工程	328.6	193.1	155.3	125.0	100.8	<b>费用率</b>						
无形资产	388.8	379.7	354.5	331.0	309.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
其他非流动资产	36.4	59.0	59.8	60.4	61.0	管理费用率	3.8%	3.6%	3.5%	3.2%	2.8%	
<b>资产总额</b>	<b>16,959.9</b>	<b>17,501.8</b>	<b>19,499.1</b>	<b>21,248.5</b>	<b>23,512.7</b>	财务费用率	5.2%	3.3%	1.8%	0.7%	0.0%	
短期债务	599.1	-	-	-	-	三费/营业收入	9.0%	6.9%	5.3%	3.9%	2.8%	
应付账款	696.6	466.8	957.0	819.1	856.2	<b>偿债能力</b>						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	23.6%	18.8%	19.8%	18.2%	17.1%	
其他流动负债	182.5	304.4	307.3	309.7	310.8	负债权益比	30.9%	23.2%	24.7%	22.3%	20.6%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.24	3.18	4.83	6.48	7.78	
其他非流动负债	2,482.1	2,484.2	2,484.2	2,484.2	2,484.2	速动比率	1.23	3.15	4.81	6.46	7.76	
<b>负债总额</b>	<b>4,001.3</b>	<b>3,296.4</b>	<b>3,860.6</b>	<b>3,876.4</b>	<b>4,018.0</b>	利息保障倍数	6.06	13.05	24.79	63.84	-9,218.86	
<b>少数股东权益</b>	<b>125.8</b>	<b>151.9</b>	<b>242.7</b>	<b>357.3</b>	<b>497.3</b>	<b>分红指标</b>						
股本	1,927.0	1,927.0	1,927.0	1,927.0	1,927.0	DPS(元)	0.05	-	0.09	0.08	0.08	
留存收益	10,905.8	12,126.5	13,451.0	15,087.2	17,072.0	分红比率	13.6%	0.0%	12.0%	8.6%	6.9%	
<b>股东权益</b>	<b>12,958.5</b>	<b>14,205.4</b>	<b>15,620.6</b>	<b>17,371.5</b>	<b>19,496.3</b>	股息收益率	0.4%	0.0%	0.7%	0.6%	0.6%	
<b>现金流量表</b>					<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>		
净利润	748.1	1,406.2	1,505.3	1,789.3	2,130.9	EPS(元)	0.37	0.68	0.78	0.93	1.11	
加: 折旧和摊销	823.8	824.6	637.7	638.1	638.1	BVPS(元)	6.66	7.29	7.98	8.83	9.86	
资产减值准备	5.8	-0.7	-1.4	2.6	-0.2	PE(X)	35.3	19.0	16.6	13.9	11.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3	
财务费用	174.2	143.1	81.1	37.6	-0.3	P/FCF	460.3	22.8	7.6	11.3	8.9	
投资收益	-268.0	-494.1	-540.0	-530.0	-520.0	P/S	7.5	6.0	5.5	4.8	4.2	
少数股东损益	41.7	95.5	90.8	114.6	140.0	EV/EBITDA	19.5	9.5	8.7	6.9	5.3	
营运资金的变动	-310.0	368.6	99.8	-164.4	86.6	CAGR(%)	36.5%	17.3%	-4.2%	-14.2%	-38.3%	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,184.5</b>	<b>2,247.5</b>	<b>1,873.3</b>	<b>1,887.7</b>	<b>2,475.1</b>	PEG	1.0	1.1	-3.9	-1.0	-0.3	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-249.4</b>	<b>-438.7</b>	<b>1,964.2</b>	<b>527.9</b>	<b>517.9</b>	ROIC/WACC	0.6	1.0	1.1	1.5	1.8	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-935.1</b>	<b>-776.8</b>	<b>-262.0</b>	<b>-190.6</b>	<b>-145.8</b>	REP	3.7	1.6	1.5	1.1	0.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

**谢红**，交通运输行业分析师，主要研究领域为航空、机场。北京大学光华管理学院企业管理硕士、清华大学电子信息工程专业学士。在国内大型航空公司从事核心生产经营分析工作 2 年，2009 年加入中投证券研究所，2011 年加入安信证券研究中心。

**吴莉**，交通运输行业高级分析师。中国人民大学会计专业硕士，对外经济贸易大学金融专业学士。6 年证券行业研究经验，先后就职于天相投资顾问公司研究部、国泰君安证券研究所，2010 年加入安信证券研究中心。2009 年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）。

## 分析师声明

谢红、吴莉分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034