



业务量同比基本持平 看好非航业务潜力

——上海机场（600009）三季度财报点评

2011年10月27日

推荐/首次

上海机场

财报点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：苏魁 电话：010-66554014

msn: sk_on_line@hotmail.com

事件：

上海机场公布2011年三季报，公司2011年1-9月实现营业收入33.85亿元，同比增长10.30%；归属上市公司股东净利润11.33亿元，同比增长19.30%；基本每股收益0.59元。三季度公司实现营业收入12.11亿元，同比增长5.58%；归属上市公司股东净利润4.10亿元，同比增长2.81%。

公司分季度财务指标

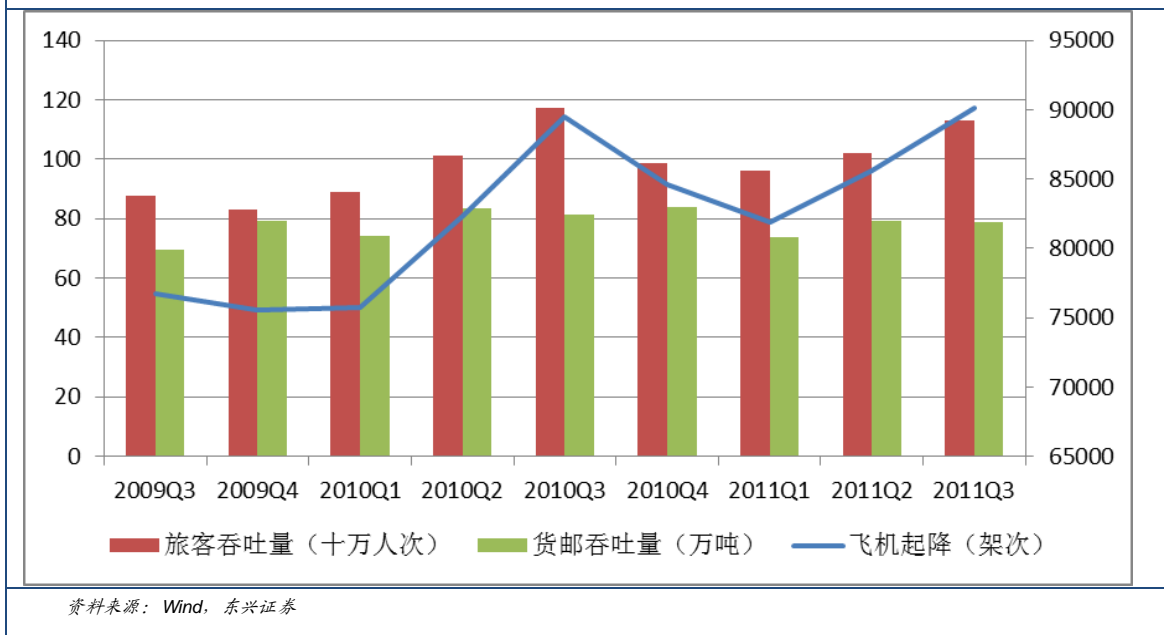
指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	909.67	1011.34	1147.32	1118.08	1049.04	1124.97	1210.95
增长率（%）	18.63%	26.25%	31.76%	24.27%	15.32%	11.24%	5.55%
毛利率（%）	36.39%	37.33%	43.56%	37.42%	37.90%	37.95%	42.29%
期间费用率（%）	7.96%	7.02%	6.17%	6.57%	5.77%	6.67%	4.36%
营业利润率（%）	34.05%	39.60%	44.54%	39.93%	43.14%	41.80%	44.73%
净利润（百万元）	260.89	328.76	426.78	389.74	381.86	394.49	441.55
增长率（%）	136.71%	94.65%	85.09%	63.50%	46.37%	19.99%	3.46%
每股盈利（季度，元）	0.130	0.156	0.207	0.188	0.186	0.189	0.213
资产负债率（%）	22.96%	21.33%	19.02%	18.83%	17.51%	18.99%	17.74%
净资产收益率（%）	1.98%	2.46%	3.09%	2.74%	2.61%	2.67%	2.91%
总资产收益率（%）	1.53%	1.93%	2.50%	2.23%	2.15%	2.17%	2.39%

评论：

积极因素：

- **公司业务量与世博会召开的2011年同期基本持平。**2011年三季度，公司完成飞机起降90099架次，同比增长0.66%；完成旅客吞吐量1132.27万人，同比下降3.27%；完成货邮吞吐量78.84万吨，同比下降3.17%。由于2010年恰是世博会召开期间，7-9月份为客流货流高峰时节，2011年3季度同比起落架次微增，旅客与货邮吞吐微降是一个较为理想的业绩。
- **公司前三季度利润整体增幅明显，第三季度增幅有所回落。**公司前三季度盈利11.33亿元，同比增长19.30%，主要原因系一二季度业务增幅较为明显。公司第三季度实现归属上市公司净利润4.10亿元，同比仅微增2.81%，增幅下降明显主要原因为去年同期基数较大。同时由于毛利较高的旅客周转服务量有所降低，三季度毛利率同比微跌。

图 1：上海机场飞机起降及客货吞吐量数据

**消极因素：**

- **国际航线枢纽地位尚未充分发挥。**公司三季度国际及地区航线旅客吞吐量占比近48.67%，国际业务占比较高是普通机场较大的优势。不足之处在于公司现阶段的国际业务仍以腹地需求为主，国际中转客源相对缺乏。上海地理位置优越，有着较高的国际知名度，目前国际中转业务量较低一个主要原因在于其基地航空公司东航的国际航线运营能力偏弱，东航于2011年年6月正式加入天合联盟或可对此局面有所改善。

业务展望：

- **非航业务收入比例有望提升。**上海机场非航业务收入在40%以下，不仅低于国际大型机场，与国内的白云机场也尚有差距。目前上海机场商业区面积仅3万平方米左右，可供开发空间较大，此外，持续增长的旅客流量是其非航业务增长的最重要保证。
- **虹桥机场注入预期强烈。**2011年三季报中，大股东上海机场（集团）有限公司有关履行承诺“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”做了如下表述：目前该项工作取得了一定的先期进展，但尚未能形成完善的具体操作方案和时间表。虹桥机场和浦东机场约有60%的航线重合，同业竞争较为严重，预计虹桥机场注入上市公司是大概率事件。
- **内外收费并轨利好公司。**目前公司内航外线与外航外线收费标准不同，国内航空公司费用约为国外公司的60%，存在40%的价差。民航局2008年明确表示：至2012年，内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨，具体方案视具体情况确定。我们预计，向上并轨即国内航空公司费率向国外看齐可能性较大，如此政策调整，公司预期利润增幅达15%左右。

盈利预测与投资建议：

- 我们预计公司2011年-2013年的EPS分别为0.78元、0.92元和1.06元，对应的动态市盈率分别为17倍，14倍和12倍。公司兼具航空业务和非航业务的成长性，以及费率调整、资产注入等催化剂。我们给予公司

2012年EPS18倍PE估值，未来6个月目标价16.56元，首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：

- 公司业务受经济波动小于航空公司，但是如果国际经济形势大幅衰退，公司的业务量可能受到影响；资产注入和费率调整在落地之前还具有不确定性。

表 2：上海机场 2011-2013 年盈利预测

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	418,641	447,946	528,576	607,862
(+/-)%	25.40%	7.00%	18.00%	15.00%
经营利润（EBIT）	180,646	192,617	227,288	261,381
(+/-)%	73.16%	6.63%	18.00%	15.00%
净利润	140,617	150,062	177,073	203,634
(+/-)%	87.97%	6.72%	18.00%	15.00%
每股净收益（元）	0.6800	0.78	0.92	1.06

资料来源：东兴证券

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

苏魁

同济大学工学硕士，清华大学工商管理硕士，3年公路规划设计院工作经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。