

# 中国：交通运输：机场

证券研究报告

## 机场增长稳健；上海机场仍位于强力买入名单

### 浦东机场 11 月份吞吐量内生增长回到正值

上海机场于 12 月 21 日公布 11 月份旅客吞吐量同比增长 10%，在 9 个月的放缓/负增长（部分是由于 2010 年 5-10 月世博会的高基数效应导致的）之后重新回归正增长。中国其他主要机场 11 月份吞吐量的同比增幅也比较稳健，白云机场(+20%)、厦门空港(+19%)、深圳机场(+12%)、首都机场(+7%)、香港机场(+5%)，与高速公路车流量势头放缓形成鲜明对比。

### 华北空域优化：影响

民航华北空管局最近宣布对民航空域进行大范围调整优化，从而缓解华北地区机场的拥堵问题。首都机场每小时航班容量因此提高了 6% 达到 88 架次（目前为 83 架次），但仅基本达到我们对该机场 2012 年航班容量增长 7% 的预期，相当于平均单日起降量为 1,600 架次左右。考虑到跑道容量持续紧张以及即将到来的资本开支需要，我们维持对首都机场的中性评级。同时，我们认为华东和华南空管局可能也会进行类似的空域优化，以解决长三角和珠三角地区航路拥堵问题，这可能成为该行业的积极推动因素。

### 上海机场（位于强力买入名单）是我们的首选股

我们重申对上海机场的买入评级（位于强力买入名单），因为我们预计 2012 年起正常化增长以及充裕的跑道容量（拥有三条跑道）将继续推动其吞吐量增长和每股盈利增长（预计 2012/2013 年每股盈利增幅分别为 15%/24%）。鉴于浦东机场目前拥有三条跑道和两座航站楼（年旅客吞吐量为 6,000 万人次），我们预计直至 2015 年之前没有新建航站楼的需要。然而在我们看来，国资委最近批准了浦东机场建设第四、第五跑道（根据中国商飞公司的需要，我们预计将于 2013-15 年完工，最初用于试飞）可能有助于保证浦东机场的长期增长潜力。同时，建设资金将由上海机场集团和地方政府提供，因此我们认为当现有三条跑道达到容量上限时，上海机场有以下几种选择：(1) 租赁/收购跑道，或 (2) 与母公司签订起降费共享协议（类似于深圳机场第二跑道）。我们基于 EV/GCI 的 12 个月目标价格为人民币 16.20 元，意味着 33% 的上行空间。未来 12 个月的主要推动因素包括：(1) 内航外线起降费可能增加；(2) 零售空间扩大；(3) 虹桥机场资产注入。

### 研究范围内股票概要

代号	评级	货币	现价	12个月目标价	潜在涨跌幅	2012年预期市盈率	
首都机场	0694.HK	中性	港币	3.87	3.70	-4%	13.0X
白云机场	600004.SS	中性	人民币	6.30	7.20	14%	8.9X
上海机场	600009.SS	买入*	人民币	12.20	16.20	33%	13.6X
深圳机场	000089.SZ	卖出	人民币	4.25	3.60	-15%	10.7X
厦门空港	600897.SS	买入	人民币	12.13	17.70	46%	9.4X

股价截至 2011 年 12 月 21 日。（\*）表明该股位于我们的强力买入名单。重要的信息披露请参见 <http://www.gs.com/research/hedge.html>

资料来源：高华证券研究预测

### 11 月份运量增长稳健

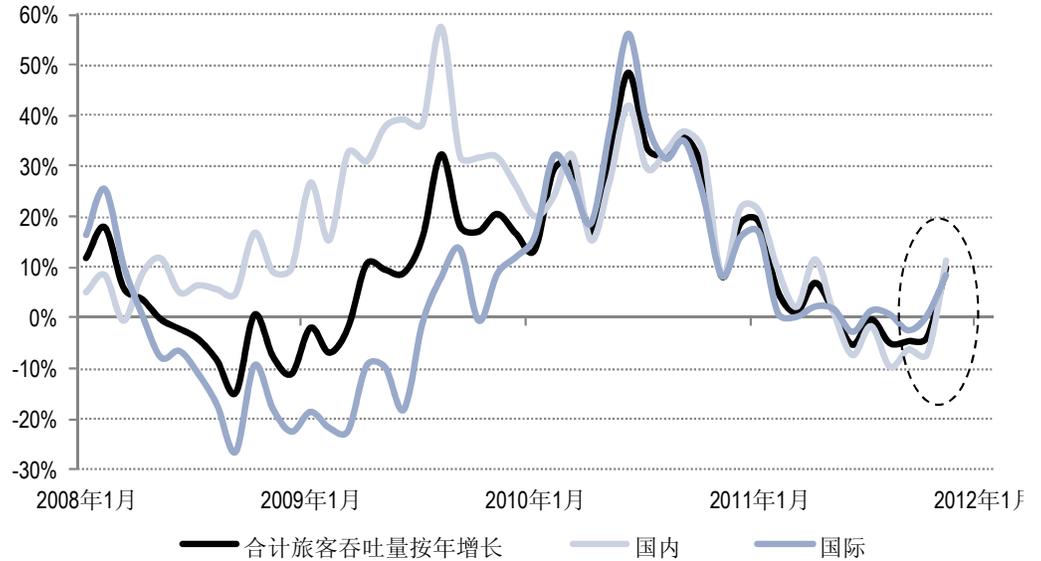


资料来源：公司数据

我们对上海机场看法面临的风险：运量增长不及预期，监管或政府政策不利，潜在的资产注入计划未能实施。

**图表1: 如我们所预计, 随着世博会高基数效应消退, 2011年11月份浦东机场的旅客吞吐量增长加速**

上海机场月度旅客吞吐量增长



资料来源: 公司数据、高华证券研究

虽然浦东机场的第四、第五跑道目前计划用于中国商飞公司试飞 (ARJ21 和 C919), 但我们认为当浦东机场现有的三条跑道在 2015 年后达到容量瓶颈时, 这两条跑道可能最终会试飞/商用航班共用, 就像空客公司在图卢兹-布拉尼亚克机场与商用航班共享两条跑道那样。我们认为, 届时当现有三条跑道达到容量上限时上海机场将有三个选择: 收购/租赁跑道 (并享有所有起降费收入, 但会增加成本), 或与母公司签订起降费共享协议 (类似于深圳机场第二跑道)。对上海机场而言, 后一种选择的优势在于资本开支规模比较有限、纯粹增加收入。

**图表2: 我们预计 2014-2016 年之前没有扩张需要, 但浦东机场第四、第五跑道较早完工 (由母公司和地方政府提供资金) 应会确保浦东机场的长期增长空间**

上海浦东机场第四、第五跑道规划

浦东机场	总投资金额 (十亿元)	资金来源	资金用途	跑道等级	跑道总长 (米)	预计建成年份
第四跑道	2.58	上海机场集团/市政府	跑道、滑行道、灯光系统和仪表着陆系统、配套建设等	4F	3,800	2013-2015
第五跑道	4.65		跑道、滑行道、新建第二塔台、1800平方米的空管业务楼、改造老航管楼及塔台、灯光系统和仪表着陆系统、配套建设等	4E	3,400	

资料来源: 地方新闻报道 (包括新浪网)、高华证券研究

何儒斯对本文亦有贡献。

## 信息披露附录

### 申明

本人，姜朗霆，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

### Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

姜朗霆：中国交通运输行业

中国交通运输行业：首都机场、大秦铁路、福建高速、广深铁路(A)、广深铁路(H)、白云机场、宁沪高速(A)、宁沪高速(H)、赣粤高速、山东高速、上海机场、深圳机场、深高速(H)、深高速(A)、成渝高速(H)、成渝高速(A)、厦门空港、浙江沪杭甬

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去 12 个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬：首都机场 (HK\$3.87)

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：首都机场 (HK\$3.87)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系：首都机场 (HK\$3.87)

没有对下述公司的具体信息披露：白云机场 (Rmb6.30)、上海机场 (Rmb12.20)、深圳机场 (Rmb4.25)、厦门空港 (Rmb12.13)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报：**代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级：**分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投資前景的看法。**具吸引力(A)：**未来12个月内投資前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。**中性(N)：**未来12个月内投資前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。**谨慎(C)：**未来12个月内投資前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

**暂无评级(NR)：**在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投資评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投資评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投資评级和价格目标。此前对这种股票作出的投資评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投資者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建議或表达的意见不一致的投資决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需求。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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投資价格和价值以及这些投資带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投資者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投資的价值或价格或来自这一投資的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投資者。投資者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 2011 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。