

证券研究报告

交通运输

推荐 (维持)

证券分析师

储海

投资咨询资格编号
S1060511010024
021-33830373
Chuhai260@pingan.com.cn

联系人

孙超

一般证券从业资格编号
S1060111110011
0755-22625974
sunchao484@pingan.com.cn

上海机场 (600009)

增速由负转正，等待潜力释放

事项：上海机场发布11月生产经营数据。公司起降架次同比增长4.39%，其中国内、国际起降架次分别增长8.44%和1.19%。旅客吞吐量同比增长9.8%，其中国内、国际分别增长11.29%和8.91%。货邮吞吐量负增长3.44%。

- **增速由负转正，2012年公司起降温和增长。**浦东机场的去年11月国内起降架次回归至世博会之前水平，使得同比基数明显下降，增速由负转正。国内与国际差异明显，受国际航线经济不景气影响，国际航班起降量增速缓慢下降，公司日均国际起降架次维持在350架次左右。虽然2012年国内国际宏观经济形势并不乐观，但受到航空业整体运力增长推动，公司的起降架次仍然将维持温和增长的趋势，预计12年起降架次增速将在5-7%。其中国际航线受到各公司宽体机增加和外航加大中国市场运力投放的影响，增速将快于国内航线。
- **2012年公司旅客吞吐量增速将超过起降架次。**由于11月三大航国内、国际客座率均同比上升，受此影响，浦东机场本月旅客吞吐量增速超过起降架次。我们认为2012年浦东机场在国际航班增长、中转旅客增加的情况下，单架次旅客吞吐量将小幅增长，使得客源增速将快于起降架次，预计进出港航班旅客量增速将达到8%-10%。
- **等待时刻增长潜力释放。**正如我们对首都机场时刻增长的点评，目前浦东机场时刻总量以及小时高峰起降架次低于其应有的水平。我们认为，采取合理的技术手段（如RSAV）或者通过调整出境航班的航路点、以及增加进出港等待航路通道等方式，浦东机场仍然具备日起降1250-1300架次的潜力，但这需要航空公司、机场、管理局以及军方的合作努力。在上海发展国际航空枢纽的大背景下，未来公司起降架次有望实现稳步增长。
- **航油公司投资收益将有所下滑。**由于国际航油价格目前处于较高水平，未来大幅上涨或大幅下跌的可能性都较低，因此航油公司利用库存期实现买卖价差的收益减少。我们预计航油公司2012年贡献的投资收益将由11年的接近2.5亿元减少至1.5亿元左右。
- **维持对公司“强烈推荐”的投资评级。**预计公司2011-2013年EPS分别为：0.80、0.93、1.11，对应11月21日收盘价PE为15.1、13.1、11倍，公司2012年无重大资本开支，内航外线收费改革时间大限临近，起降增长仍有较大潜力，非航业务发展势头良好，我们看好公司的长期发展，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济持续向下、欧美经济出现大幅下滑将影响公司起降增长。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

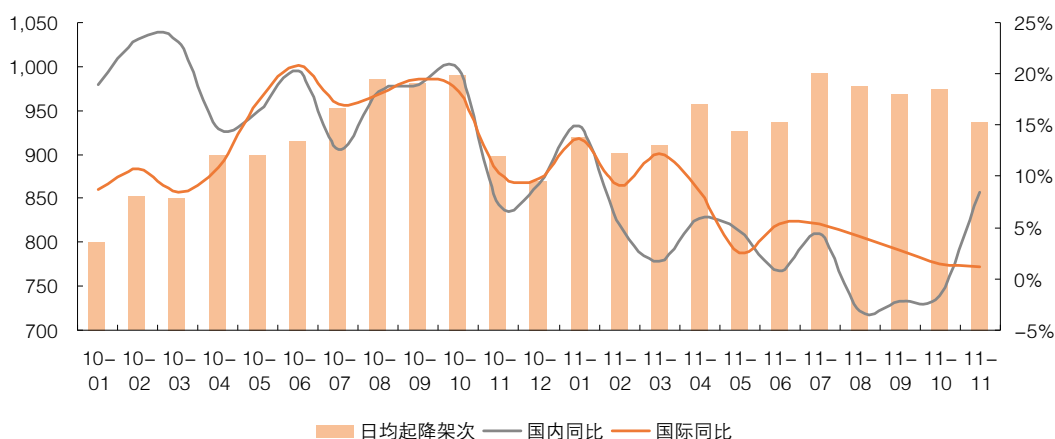
一、 增速由负转正，世博会后基数下降

上海机场在连续三个月负增长之后，起降架次同比增速重新回归正增长。去年世博会之后，浦东机场的国内起降架次回归至世博会之前水平，使得 11 月同比基数明显下降。与国内起降量增速回升不同，国际航班起降量增速虽然仍然是正增速，但增速持续下降，受国际航线经济不景气影响，各航空公司短期内均没有大量新增国际航班，公司日均起降架次维持在 350 架次左右。

上海建设航空枢纽的过程中，国际航线航班的增长将有可能超过国内，一方面，中国航空市场仍然是全世界增长最快的市场，国外航空公司在中国的运力将形成长期增长的趋势，另一方面，我国将在 2012-2015 年宽体机交付逐年增加，各航空公司必须开辟国际航线或加密已有航线频率以消化这些运力。

2012 年公司起降温和增长。虽然 2012 年国内国际宏观经济形势并不乐观，但受到航空业整体运力增长推动，公司的起降架次仍然将维持温和增长的趋势，预计 12 年起降架次增速将在 5%-7% 左右。其中国际航线受到各公司宽体机增加和外航加大中国市场运力投放的影响，增速将快于国内航线。

图表1 公司国内起降架次受基数影响增速恢复



资料来源：公司公告

二、 客座率回升刺激旅客吞吐量增长

由于 11 月三大航国内、国际客座率均同比上升，受此影响，浦东机场旅客吞吐量增速超过起降架次。

今年以来，浦东机场进出港航班的客座率在全国大型机场中始终处于较低水平，主要原因一方面是虹桥机场航班增长较快，分流了部分国内旅客，另一方面国际航线客座率持续较低水平。

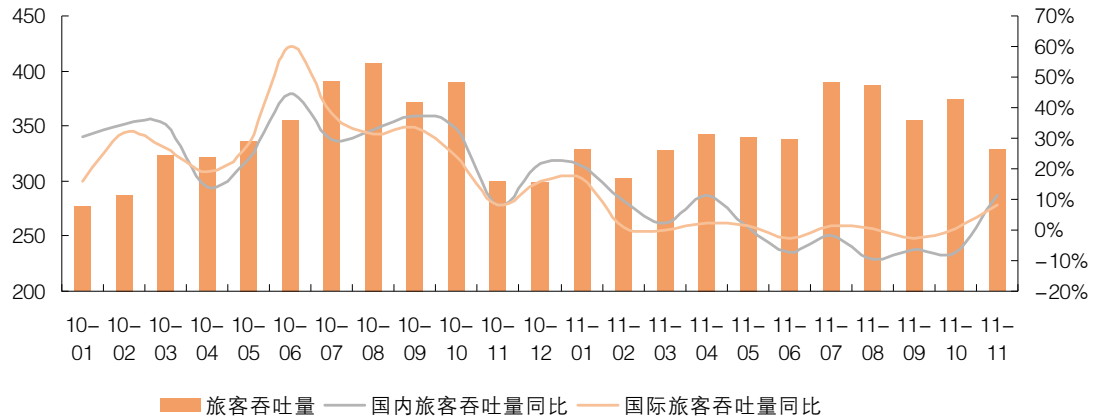
预计 2012 年浦东机场单架次的旅客量将同比上升，主要原因有：

- 1、随着东航、国航在上海中转衔接航班的增加，浦东机场的国内进出港航班旅客量将增长，并且有效地增加国际航班的客座率；
- 2、国际航线的增加使得宽体机进出港比例增加；

3、虽然明年欧美经济形势并不乐观，但今年下半年以来各航空公司不断推出低票价来刺激市场。这种票价竞争行为对航空公司的盈利影响较大，却客观上保证了机场的旅客吞吐量保持了增长。这种形势从三大航 11 月的生产数据中可以比较明显的看出。

单架次旅客吞吐量的增长将带动机场客流量的增速快于起降架次，我们预计进出港航班旅客量增速将达到 8%-10%。

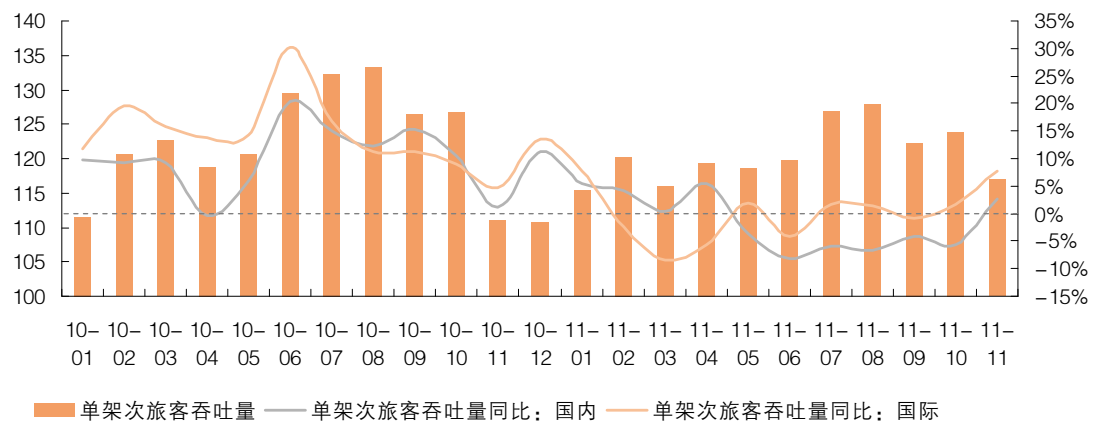
图表2 客座率提升使旅客吞吐量增长快于起降架次



资料来源：公司公告

由于去年世博会期间浦东机场国内航班客座率居高不下，造成了今年国内航班单架次旅客量在 5-10 月期间形成明显负增长，预计这种情况在 2012 年将不会持续。而国际航线方面，虽然也存在高基数现象，但随着宽体机远程航线的增长，以及浦东市场对国际旅客的吸引力日渐增长，单架次旅客量保持了去年的水平，并在 8 月以来呈现上涨的趋势。

图表3 国际航线单架次旅客吞吐量将逐渐增长

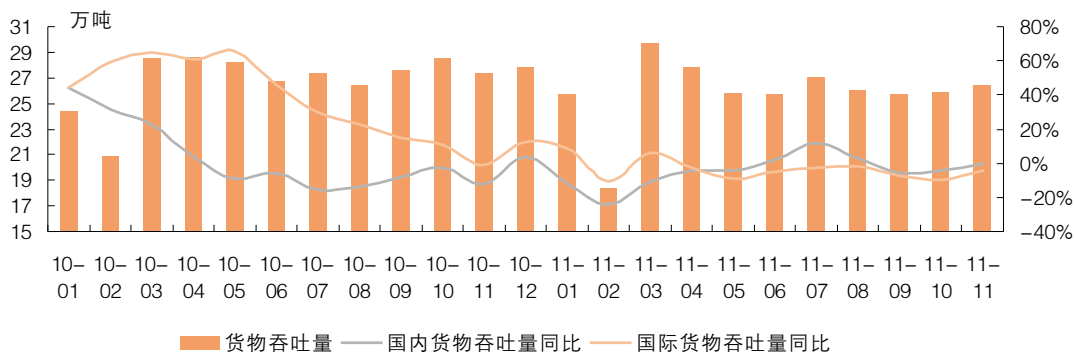


资料来源：公司公告

三、 货运业务负增长将持续一段时间

由于国际航空货运目前处于景气度低点，并且 2012 年欧美经济复苏仍然是一个相对长期的过程，国际航空货运仍然将在低点徘徊。受此影响，公司国际航空货运在 12 年仍然会持续 3 个月左右的负增长。随着货运量的稳定，预计 12 年全年公司货运吞吐量将与 11 年基本持平。

图表4 浦东机场货运吞吐量负增长将持续一段时间



资料来源：公司公告

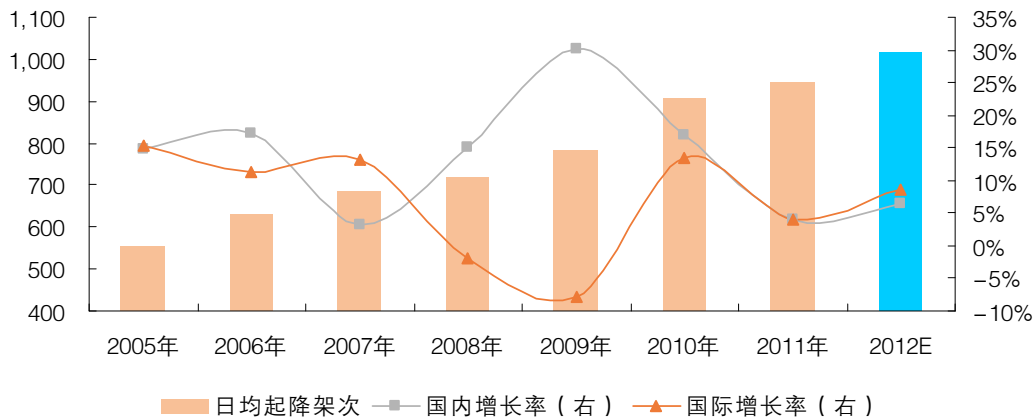
四、等待时刻增长潜力释放

正如我们对首都机场时刻增长的点评，目前浦东机场时刻总量以及小时高峰起降架次低于其应有的水平。我们认为，采取合理的技术手段（如 RSAV）或者通过调整出境航班的航路点、以及增加进出港等待航路通道等方式，浦东机场仍然具备日升降 1250-1300 架次的潜力，但这需要航空公司、机场、管理局以及军方的合作努力。在上海发展国际航空枢纽的大背景下，未来公司起降架次有望实现稳步增长。

按照上海市十二五规划确定的目标，上海两机场的旅客吞吐量在 2015 年将达到 1 亿人次，我们认为届时浦东机场必须达到 5500-5800 万的旅客吞吐量才能满足这一目标，浦东机场将必须达到日均起降 1260-1350 架次。也就意味着，未来浦东机场年起降架次复合增速必须达到 7.3%-9.2%。

由于浦东机场目前的设计容量能够满足 6000 万旅客吞吐量的要求，因此预计公司在 2015 年之前均不会进行大规模的扩建，第四、五跑道的建设，预计也不会立即注入到上市公司来。而年均 7% 以上的起降架次增长率能够保障公司航空业务收入的稳定增长以及非航业务收入的快速增长。

图表5 浦东机场时刻将实现稳定增长



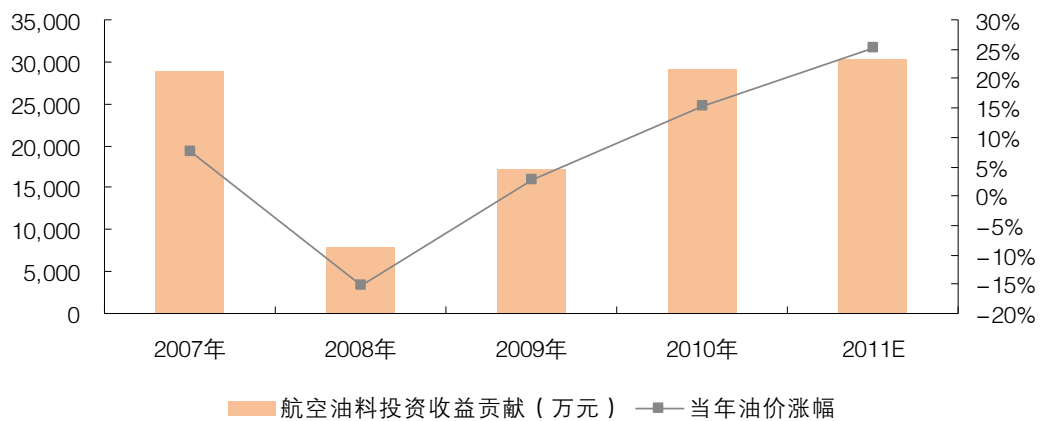
资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、 航油公司投资收益将有所下滑

由于国际航油价格目前处于较高水平，未来大幅上涨或大幅下跌的可能性都较低，因此航油公司利用库存期实现买卖价差的收益减少。

我们预计 2012 年航油的价格波动将与 09 年相似，全年涨跌幅将在 10%以内，按照 2009 年航油的盈利情况预计，航油公司 2012 年贡献的投资收益将由 11 年的接近 3 亿元减少至 1.5 亿元左右。

图表6 浦东航油公司预计12年投资收益贡献明显减少



资料来源：公司公告，平安证券研究所

六、 维持对公司“强烈推荐”的投资评级

由于航油公司的投资收益贡献减少，我们小幅下调公司 2012 年的业绩预测 0.02 元。

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.80、0.93、1.11，对应 11 月 22 日收盘价 PE 为 15.2、13.1、11 倍，公司两至三年内无重大资本开支，内航外线收费改革时间大限临近，起降增长仍有较大潜力，非航业务发展势头良好，航油公司贡献减少不改公司业绩快速增长的趋势，我们看好公司的长期发展，维持“强烈推荐”的投资评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2583	4982	7523	10272	营业收入	4186	4591	5120	5694
现金	1409	3697	6092	8682	营业成本	2560	2694	2858	3032
应收账款	1055	1157	1290	1435	营业税金及附加	166	182	203	226
其他应收款	8	9	10	11	营业费用	0	0	0	0
预付账款	7	7	8	8	管理费用	149	184	205	228
存货	18	23	25	26	财务费用	138	43	-39	-126
其他流动资产	86	89	99	110	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	14919	14185	13410	12633	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1446	1446	1446	1446	投资净收益	494	500	400	400
固定资产	12841	12291	11526	10760	营业利润	1668	1989	2292	2734
无形资产	380	368	356	343	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	252	80	82	83	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	17502	19166	20933	22905	利润总额	1669	1989	2292	2734
流动负债	812	999	1033	1078	所得税	263	318	367	437
短期借款	0	0	0	0	净利润	1406	1670	1926	2297
应付账款	78	215	229	243	少数股东损益	95	119	138	164
其他流动负债	735	783	804	835	归属母公司净利润	1311	1551	1788	2133
非流动负债	2484	2484	2484	2484	EBITDA	2631	2857	3089	3447
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.80	0.93	1.11
其他非流动负债	2484	2484	2484	2484					
负债合计	3296	3483	3517	3562	主要财务比率				
少数股东权益	152	271	409	573		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1927	1927	1927	1927	成长能力				
资本公积	2575	2575	2575	2575	营业收入	25.4%	9.7%	11.5%	11.2%
留存收益	9551	10910	12505	14268	营业利润	90.9%	19.2%	15.3%	19.3%
归属母公司股东权益	14053	15412	17007	18770	归属于母公司净利润	85.6%	18.3%	15.3%	19.3%
负债和股东权益	17502	19166	20933	22905	获利能力				
					毛利率(%)	38.9%	41.3%	44.2%	46.7%
					净利率(%)	31.3%	33.8%	34.9%	37.5%
					ROE(%)	9.3%	10.1%	10.5%	11.4%
					ROIC(%)	9.5%	10.3%	10.7%	11.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	18.8%	18.2%	16.8%	15.6%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	4.99	7.28	9.53
					速动比率	3.15	4.96	7.25	9.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.25	0.26	0.26
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	31.14	18.39	12.87	12.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.80	0.93	1.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.09	1.15	1.30
					每股净资产(最新摊薄)	7.29	8.00	8.83	9.74
					估值比率				
					P/E	17.9	15.2	13.1	11.0
					P/B	1.7	1.5	1.4	1.3
					EV/EBITDA	8.9	8.2	7.5	6.8

现金流量表				
单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2248	2107	2212	2497
净利润	1406	1670	1926	2297
折旧摊销	825	825	835	839
财务费用	138	43	-39	-126
投资损失	-494	-500	-400	-400
营运资金变动	390	64	-113	-116
其他经营现金流	-18	4	3	3
投资活动现金流	-439	412	338	338
资本支出	521	90	60	60
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	83	502	398	398
筹资活动现金流	-777	-232	-154	-244
短期借款	-599	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他筹资现金流	-184	-232	-154	-244
现金净增加额	1032	2288	2395	2590

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257