

上海机场 (600009.SH)

机场行业

评级: 买入 维持评级

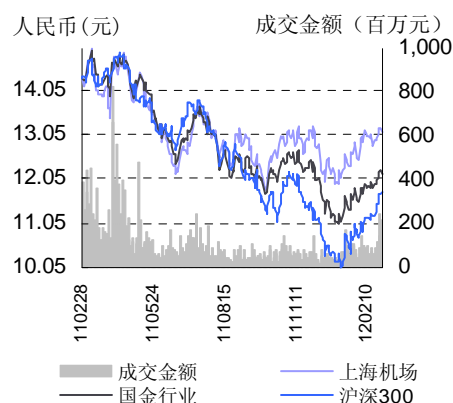
业绩点评

市价(人民币): 13.12元
目标(人民币): 17.00-19.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,093.48
总市值(百万元)	25,281.69
年内股价最高最低(元)	14.99/11.79
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《后世博业绩仍维持稳定》，2011.10.27
2. 《非航收入带动业绩高增长》，2011.8.25
3. 《非航收入引领高增长》，2011.7.7

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

流量低增长、但业绩实现较快增长

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.367	0.680	0.78	0.949	1.154
每股净资产(元)	6.66	7.29	7.97	8.59	9.26
每股经营性现金流(元)	0.61	1.17	1.20	1.19	1.35
市盈率(倍)	47.52	18.22	16.59	13.74	11.30
行业优化市盈率(倍)	24.21	18.29	17.64	17.64	17.64
净利润增长率(%)	-17.84%	85.56%	14.47%	20.69%	21.59%
净资产收益率(%)	5.50%	9.33%	10.18%	11.05%	12.45%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上海机场 2011 年实现净利润 15 亿元, EPS0.78 元, 同比增长 14.7%。

经营分析

- **世博高基数及日本地震导致公司国内国际流量增速缓慢:** 2011 年公司整体起降架次和旅客量同比增速分别仅为 3.6%和 2.1%, 世博高基数导致浦东机场国内航线旅客量比全国整体增速低了约 8 个百分点, 而日本地震也导致国际航线比全国平均水平低 2.6 个百分点。
- **公司收入增速高于流量增速:** 公司 2011 年实现总收入 46.11 亿元, 同比增长 10.15%, 收入增速明显高于流量增速, 其中航空收入(含航空相关收入及地面服务收入)为 33.73 亿元, 同比增长 5.38%, 公司单位流量的平均服务价格上升了 3%左右, 非航收入为 19.13 亿元, 同比增长 17.65%, 抵港免税驱动公司商业餐饮租赁收入同比增长 23%。
- **业绩增速高于收入增速:** 由于公司的成本比较固化及投资收益较快增长, 经营杠杆驱动公司业绩增长继续高于公司收入增长, 增速明显高于收入增速, 公司收入净利率进一步上升, 由 2010 的 31.31%上升到本年度的 32.52%, 2008 年最低时仅为 19.1%。

展望

- 随着世博因素的消失, 国内航线的增长率预计将能够达到国内平均水平, 我们预计 2012 年将同比增长 8%; 而地震影响趋于消失, 美日等签证政策的放松、欧美经济的复苏将共同驱动国际航线保持较快增长, 我们预计国际航线的增长将达到 10%左右; 流量的增长以及公司商业流程改造将驱使非航收入继续保持较快增长。
- 公司 2012 年可能会面临较多的催化剂, 包括内航外线提价以及资产注入等。

盈利预测及投资建议

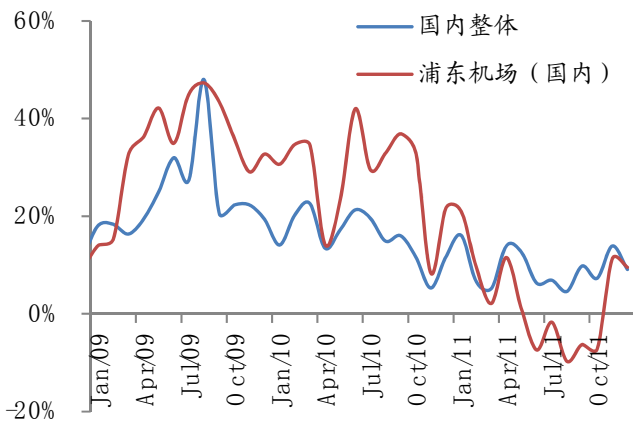
- 我们维持原来的盈利预测。不考虑收费并轨和整体上市, 预测公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.95 元和 1.15 元(若考虑并轨和整体上市, 预计合计 EPS 增厚 0.2 元左右); 考虑到公司未来几年的复合增长率将达到 20-30%, 我们认为可以给予公司 2012 年 18-20 倍 PE, 对应 2012 年 0.95 元的保守 EPS, 预测公司合理价格为 17-19 元, 维持“买入”评级。

业务回顾与分析

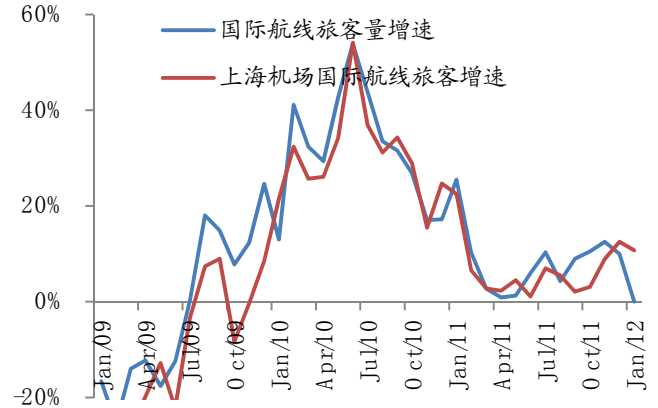
世博高基数及日本地震导致国内国际流量增速缓慢

- 世博高基数导致公司国内航线增速大幅下降
 - 2010 年公司国内航线起降架次和旅客量增速为 15.5%和 28%，世博会带来的增量需求使公司国内航线旅客增速高出全国整体水平约 12 个百分点，而 2011 年国内航线起降架次和旅客量增速分别为 3.6%和 1.6%，旅客量比全国整体增速低了约 8 个百分点。
 - 与此同时，尽管 2010 年世博会对国际航线并没有带来太多增量，但 2011 年 4 月日本发生大地震及海啸，以及之后的核泄漏导致日本航线持续出现大幅负增长，由于日本航线预计占到公司国际航线的比重达到 25%左右，这直接导致浦东机场国际航线增速低迷。
 - 2010 年公司国际航线增速与全国增速相当，但 2011 年国际航线起降架次和旅客量增速分别为 5.5%和 6%，旅客比全国整体增速低 2.6 个百分点。

图表1: 国内航线旅客量上海机场与全国整体增速比较



图表2: 国际航线旅客量上海机场与全国增速比较

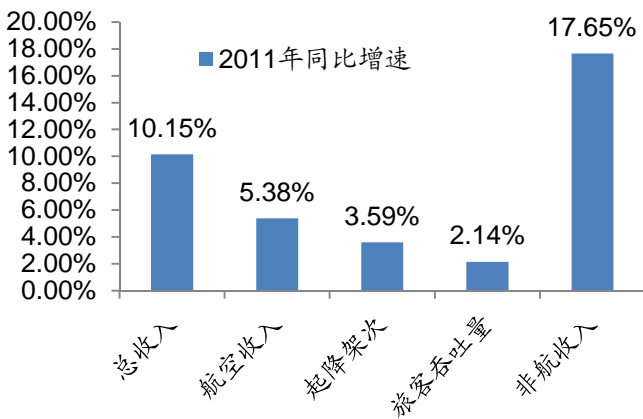


来源: 国金证券研究所

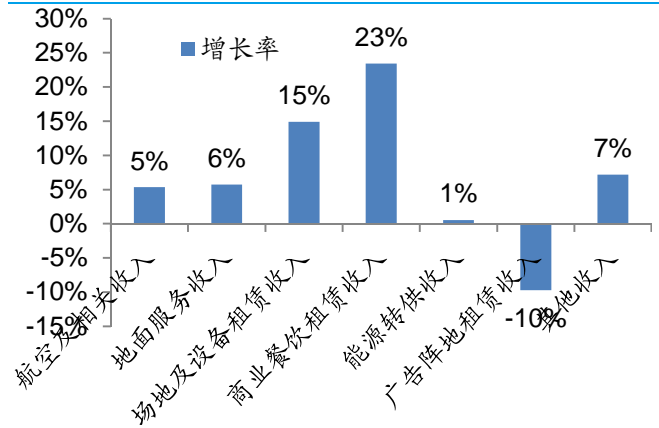
业绩增长远高于流量增长

- 公司 2011 年实现总收入 46.11 亿元，同比增长 10.15%，收入增速明显高于流量增速，其中航空收入（含航空相关收入及地面服务收入）为 33.73 亿元，同比增长 5.38%，非航收入为 19.13 亿元，同比增长 17.65%。
 - 公司航空收入增长（5.38%）略高于流量增速（公司整体起降架次和旅客量同比增速分别是 3.6%和 2.1%），一方面是由于国际航线增速高于国内航线，带来旅客结构的优化，另一方面应当与公司收取高峰时刻附加费有关，两者共同导致公司单位流量的平均服务价格上升了 3%左右。
 - 公司非航收入继续实现高增长，尤其是商业餐饮租赁收入，同比增长达到了 23.4%，带动整个非航收入增长达到 17.65%，我们认为非航收入的高增长主要还是来源于抵港免税业务的高增长。

图表3: 公司收入和流量增速对比

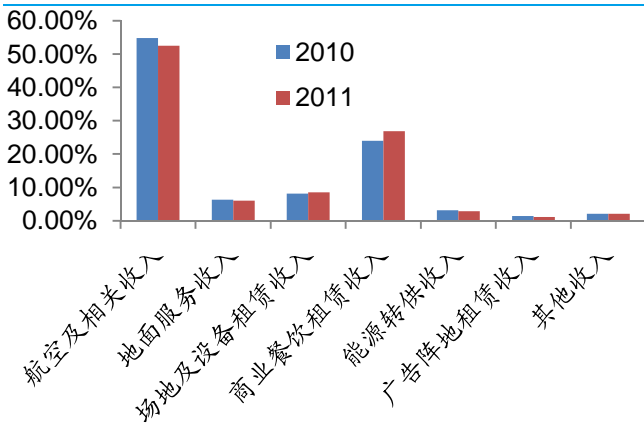


图表4: 公司收入分项增速对比



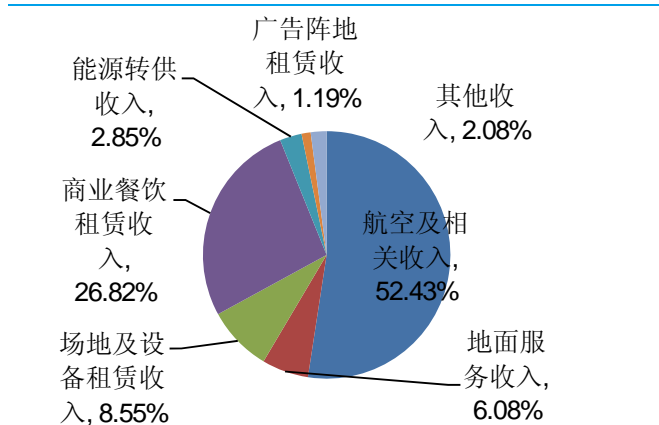
来源: 国金证券研究所

图表5: 2010和2011年公司收入分项占比比较



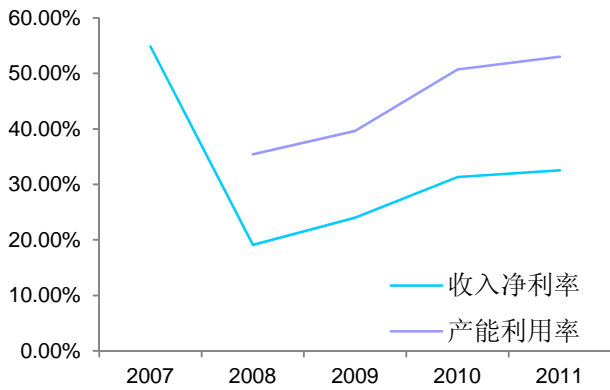
来源: 国金证券研究所

图表6: 2011年各项收入占比



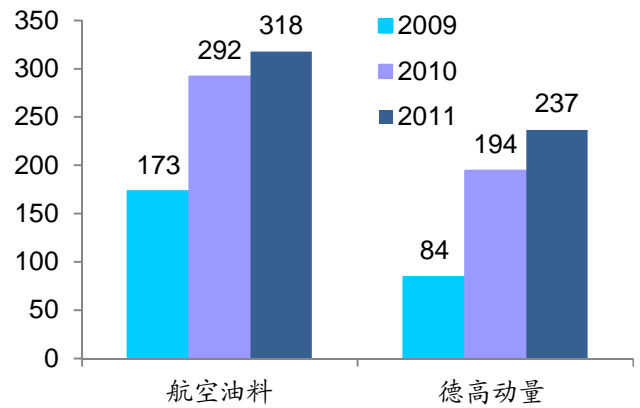
- 由于公司的成本比较固化，经营杠杆驱动公司业绩增长继续高于公司收入增长。
 - 公司 2011 年实现净利润 15 亿元，EPS0.78 元，同比增长 14.7%，增速明显高于收入增速（10.15%），公司收入净利率进一步上升，由 2010 的 31.31% 上升到本年度的 32.52%，2008 年最低时仅为 19.1%。
 - 高杠杆的另外一个方面来自于投资收益，2011 年公司实现投资收益 5.6 亿元，同比增长 13.66%，其中来自油料公司 3.18 亿元，来自德高动量广告公司 2.37 亿元，分别同比增长 8.8% 和 21.6%。

图表7: 公司收入净利率及产能利用率



来源: 国金证券研究所

图表8: 来自油料公司和德高动量广告公司的投资收益



展望

流量增速有望出现回升

- 我们认为随着世博因素的消失, 公司国内航线增速将不再受到世博基数的影响, 而且由于虹桥的空域更加紧张, 可能航班增长率会略低于浦东, 这样浦东机场国内航线的增长率预计将能够达到国内平均水平, 我们预计2012年将同比增长8%。
- 相对而言, 我们更加看好国际航线的增速, 原因有以下几个方面:
 - 由于日本地震导致日本航线出现明显的低基数, 随着地震影响趋于消失, 同时叠加日本放松签证政策的影响, 我们预计今年日本航线将迎来恢复性的快速增长, 增速有望超过20%。
 - 我国仍处于出境游的消费升级过程中, 再加上美国等发达国家对中国签证政策的放松, 这将继续推进出境游的较快增长。同时美国经济的复苏可能也将驱动国际商务旅客的稳定增长。
 - 整体上, 我们预计公司国际航线流量增速将达到10%左右。

业绩增速将继续高于流量增速, 毛利率有望进一步提升

- 首先, 成本将继续低速增长。公司虽然T2的改造预计将产生8-10亿的资本开支, 但形成固定资产预计将在2013年, 因此公司折旧等固定成本将继续低速增长, 公司增长较快的只有人工成本, 预计增速将超过公司收入增速。整体上, 由于折旧成本占比达到30%左右, 公司成本增速仍将低于收入增速, 公司毛利率将继续提升。
- 其次, 商业餐饮租赁收入有望继续引领非航收入保持较快增长, 一方面来自于流量本身的提升, 另一方面来自于公司商业餐饮流程改造以及商业面积的增加。
- 我们认为公司油料公司和广告公司的投资收益将继续保持稳定增长, 我们预计2012年再增长10%左右。

公司面临较多催化剂

- 根据民航局159号文, 2012年之前内航外线和外航外线收费将并轨, 目前已经到了最后一年, 我们预计今年将一次性的把内航外线的收费向外航外线靠齐, 这个将使内航外线收费标准上调60%-70%。

- 我们假设 2012 年年底一次性提价并使收费标准一致，根据我们的测算，将使 2013 年业绩增厚 0.11 元（由于尚有不不确定性，同样处于谨慎的原则，我们的盈利预测并未计入这部分的增厚，但我们认为这有望成为公司业绩增厚的惊喜。
- 按照公司股改承诺，公司将实现整体上市。而母公司上海机场集团的主要资产包括：上市公司股权；虹桥一期和二期；浦东机场国际货运站 51% 股权；两场物业出租、广告公司等增值延伸业务。市场一直预期母公司会将虹桥机场、浦东国际货运站和广告公司等资产注入上市公司，实现整体上市。按照一般规律，我们预计这将增厚公司业绩 10-15%，同样我们也没有把这部分的增厚计入我们的盈利预测。

盈利预测及投资评级

- 巨大的产能释放空间、整体上市、收费并轨、非航收入增长预期、成本相对固化以及迪士尼概念等多因素驱动，公司和业绩表现正在步入新一轮快速增长阶段。我们认为公司股票仍是攻守兼备，具有非常好的配置价值。
- 不考虑收费并轨和整体上市，预测公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.95 元和 1.16 元（若考虑并轨和整体上市，预计合计 EPS 增厚 0.2 元左右）
- 考虑到公司未来几年的复合增长率将达到 20-30%，我们认为可以给予公司 2012 年 20-25 倍 PE，对应 2012 年 0.95 元的保守 EPS，预测公司合理价格为 18-20 元。

风险提示

全球经济的二次探底；客流量增长弱于预期；高铁分流影响高于预期；资产注入的不确定性；油价波动影响航油投资收益。

图表9: 上海机场财务指标及预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	3,351	3,338	4,186	4,611	5,208	5,975	货币资金	377	377	1,409	3,415	4,241	6,426
增长率		-0.4%	25.4%	38.1%	12.9%	14.7%	应收款项	1,200	1,486	1,144	1,020	1,623	1,862
主营业务成本	-2,051	-2,292	-2,560	-2,800	-3,055	-3,342	存货	19	16	18	19	921	1,007
%销售收入	61.2%	68.6%	61.1%	60.7%	58.7%	55.9%	其他流动资产	7	8	12	16	307	336
毛利	1,300	1,047	1,627	1,812	2,153	2,633	流动资产	1,602	1,887	2,583	4,470	7,092	9,632
%销售收入	38.8%	31.4%	38.9%	39.3%	41.3%	44.1%	%总资产	9.3%	11.1%	14.8%	23.6%	33.9%	42.1%
营业税金及附加	-134	-134	-166	-182	-200	-230	长期投资	1,114	1,034	1,446	1,663	1,446	1,446
%销售收入	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	固定资产	14,139	13,614	13,034	12,341	12,008	11,405
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	81.8%	80.3%	74.5%	65.2%	57.4%	49.9%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	401	393	385	369	374	371
管理费用	-124	-128	-149	-162	-182	-200	非流动资产	15,679	15,073	14,919	14,450	13,830	13,224
%销售收入	3.7%	3.8%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	%总资产	90.7%	88.9%	85.2%	76.4%	66.1%	57.9%
息税前利润 (EBIT)	1,042	784	1,311	1,467	1,771	2,202	资产总计	17,281	16,960	17,502	18,920	20,922	22,856
%销售收入	31.1%	23.5%	31.3%	31.8%	34.0%	36.9%	短期借款	1,141	599	0	0	0	0
财务费用	-146	-173	-138	-90	-101	-83	应付款项	1,147	705	473	494	995	1,090
%销售收入	4.3%	5.2%	3.3%	2.0%	1.9%	1.4%	其他流动负债	207	215	339	449	661	1,144
资产减值损失	3	-6	1	-1	0	0	流动负债	2,495	1,519	812	943	1,656	2,234
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	174	268	494	569	619	681	其他长期负债	2,480	2,482	2,484	2,487	2,484	2,484
%税前利润	16.3%	30.7%	29.6%	29.2%	27.0%	24.3%	负债	4,975	4,001	3,296	3,429	4,140	4,720
营业利润	1,073	874	1,668	1,944	2,289	2,800	普通股股东权益	12,222	12,833	14,053	15,360	16,545	17,851
营业利润率	32.0%	26.2%	39.8%	42.2%	44.0%	46.9%	少数股东权益	84	126	152	130	237	286
营业外收支	-4	-2	1	-1	3	3	负债股东权益合计	17,281	16,960	17,502	18,920	20,922	22,856
税前利润	1,069	872	1,669	1,944	2,292	2,803	比率分析						
利润率	31.9%	26.1%	39.9%	42.2%	44.0%	46.9%		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
所得税	-167	-124	-263	-329	-419	-531	每股指标						
所得税率	15.6%	14.2%	15.7%	16.9%	18.3%	18.9%	每股收益	0.446	0.367	0.680	0.780	0.949	1.154
净利润	902	748	1,406	1,615	1,873	2,272	每股净资产	6.342	6.660	7.293	7.971	8.586	9.264
少数股东损益	42	42	95	116	44	49	每股经营现金净流	0.776	0.615	1.166	1.205	1.192	1.351
归属于母公司的净利润	860	706	1,311	1,500	1,829	2,223	每股股利	0.050	0.050	0.100	0.000	0.237	0.476
净利率	25.7%	21.2%	31.3%	32.5%	35.1%	37.2%	回报率						
							净资产收益率	7.03%	5.50%	9.33%	9.76%	11.05%	12.45%
							总资产收益率	4.97%	4.16%	7.49%	7.93%	8.74%	9.73%
							投入资本收益率	5.52%	4.20%	6.62%	6.78%	7.51%	8.66%
							增长率						
							主营业务收入增长率	6.57%	-0.37%	25.40%	10.15%	12.89%	14.73%
							EBIT增长率	-33.83%	-24.73%	67.20%	11.90%	23.05%	24.38%
							净利润增长率	-49.28%	-17.84%	85.56%	14.41%	20.69%	21.59%
							总资产增长率	7.72%	-1.86%	3.20%	8.10%	8.10%	9.24%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	90.5	119.4	91.8	0.0	75.0	75.0
							存货周转天数	3.0	2.8	2.4	0.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	33.6	21.0	11.7	0.0	21.0	21.0
							固定资产周转天数	1,528.8	1,452.6	1,119.5	0.0	807.0	654.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	26.36%	20.87%	7.57%	-5.99%	-10.47%	-21.73%
							EBIT利息保障倍数	7.2	4.5	9.5	16.3	17.5	26.4
							资产负债率	28.79%	23.59%	18.83%	18.13%	19.79%	20.65%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	4	7	12	31
买入	0	0	1	1	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.07	1.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B