买入 **9.76%** ⬆

目标价格: 人民币14.40

600009.SS

价格: 人民币 13.12

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 增持

上海机场

2011 年净利润同比增长 14.4%

公司 2011 年实现归属于母公司的净利润 15 亿人民币，同比增长 14.41%；营业收入同比增长 10.15%至 46.11 亿人民币，营业成本同比上升 9.38%，毛利率同比上升 0.45 个百分点。期内公司财务成本同比大幅下降 34.92%，投资收益增长 15.06%，公司营业利润同比上升了 16.59%。公司业绩略低于我们预期 2.5%。我们预计公司 2012 年航空业务增速将有所恢复，保持在 8%左右的同比增速。我们将公司 2012-13 年每股收益小幅下调为 0.9 和 1 元人民币。维持买入评级和 14.40 元人民币的目标价。

支撑评级的要点

- 受 2010 年高基数影响，2011 年浦东机场航空业务量实现小幅增长，其中飞机起降 344,086 架次，旅客吞吐量 4,145.01 万人次，分别同比增长 3.6%和 2.15%；受国际经济复苏乏力影响，实现货邮吞吐量 310.3 万吨，同比则下降了 3.88%。
- 公司营业收入增速超过航空业务量增长，非航收入占比进一步提升。期内公司航空及相关服务收入同比增长 5.34%，而商业餐饮租赁收入增速则达到 23.42%，非航收入占比比上年扩大约 2.7 个百分点至 41.5%。
- 公司有资产注入和内航外线提价预期。

评级面临的主要风险

- 公司投资收益 4 季度增速有所放缓，实现约 1.2 亿人民币。我们认为主要是占公司投资收益 50%以上份额的航空油料收益增速下滑，这项业务受油价波动影响较大，可能对公司业绩产生影响。

估值

- 公司目前股价相当于 14.5 倍 2012 年市盈率，我们认为公司应享有一定的估值溢价。当前目标价约相当于 16 倍 2012 年市盈率。我们维持对公司*买入*评级和 14.40 元的目标价不变。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7	2	(0)	(10)
相对新华富时 A50 指数	(5)	(2)	(8)	1

发行股数 (百万)	1,927
流通股 (%)	53
流通股市值 (人民币 百万)	13,463
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	110
净负债比率 (%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
上海机场集团	53

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 2 月 28 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	4,186	4,611	4,842	5,181	5,543
变动 (%)	*25*	*10*	*5*	*7*	*7*
净利润 (人民币 百万)	1,312	1,499	1,739	1,939	2,175
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.681	0.778	0.902	1.006	1.129
变动 (%)	*86.2*	*14.2*	*16.0*	*11.5*	*12.2*
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.789	0.904	1.076	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.948	1.050	1.169
调整幅度 (%)	-	-	*(4.8)*	*(4.2)*	*(3.5)*
核心每股收益 (人民币)	0.680	0.778	0.902	1.006	1.129
变动 (%)	*85.7*	*14.4*	*16.0*	*11.5*	*12.2*
全面摊薄市盈率(倍)	19.3	16.9	14.5	13.0	11.6
核心市盈率 (倍)	19.3	16.9	14.5	13.0	11.6
每股现金流量 (人民币)	1.17	1.20	0.93	1.15	1.22
价格/每股现金流量 (倍)	11.2	10.9	14.1	11.4	10.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.7	9.5	8.3	7.0	5.7
每股股息 (人民币)	0.100	0.060	0.145	0.161	0.180
股息率 (%)	0.8	0.5	1.1	1.2	1.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 机场

杜建平
(8610) 6622 9079
jianping.du@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120037

图表 1.上海机场 2011 年度业绩摘要

(人民币百万)	2010 年	2011 年	同比增长(%)
营业收入	4,186.41	4,611.21	10.15
营业总成本	(3,012.78)	(3,235.23)	7.38
其中：营业成本	(2,559.57)	(2,799.70)	9.38
营业税金及附加	(166.20)	(182.11)	9.57
销售费用			n.a.
管理费用	(149.34)	(162.09)	8.53
财务费用	(138.39)	(90.06)	(34.92)
资产减值损失	0.72	(1.28)	(277.76)
投资收益	494.11	568.52	15.06
营业利润	1,667.73	1,944.49	16.59
加：营业外收入	1.61	5.15	220.40
减：营业外支出	(0.33)	(5.91)	1,665.29
利润总额	1,669.01	1,943.73	16.46
减：所得税费用	(262.83)	(328.56)	25.01
净利润	1,406.17	1,615.17	14.86
少数股东损益	95.46	115.58	21.07
归属于母公司所有者的净利润	1,310.71	1,499.59	14.41
基本每股收益	0.68	0.78	14.41
主要比率(%)			
毛利率	34.89	35.34	
营业利润率	39.84	42.17	
净利润率	31.31	32.52	
净资产收益率	9.33	9.76	

资料来源：公司数据

图表 2.上海机场 2011 年 4 季度业绩摘要

(人民币百万)	2010 年 4 季度	2011 年 4 季度	同比增长(%)
营业收入	1,118.08	1,226.25	9.68
营业总成本	(814.77)	(865.79)	6.26
其中：营业成本	(699.68)	(751.30)	7.38
营业税金及附加	(42.67)	(49.62)	16.29
销售费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(42.56)	(52.78)	24.01
财务费用	(30.93)	(11.03)	(64.35)
资产减值损失	1.07	(1.05)	(198.26)
投资收益	143.14	119.67	(16.40)
营业利润	446.45	480.14	7.55
加：营业外收入	0.99	4.84	386.37
减：营业外支出	(0.10)	(2.01)	2015.25
利润总额	447.35	482.96	7.96
减：所得税费用	(57.61)	(85.69)	48.74
净利润	389.74	397.27	1.93
少数股东损益	28.12	30.54	8.59
归属于母公司所有者的净利润	361.61	366.74	1.42
基本每股收益	0.188	0.190	1.42
主要比率(%)			
毛利率	33.61	34.69	
营业利润率	39.93	39.15	
净利润率	32.34	29.91	

资料来源：公司数据

图表 3.公司主营业务收入细分数据

项目	2010 年		2011 年		同比 (%)
	(人民币百万)	比重 (%)	(人民币百万)	比重 (%)	
航空及相关收入	2,295.02	54.82	2,417.65	52.43	5.34
地面服务收入	265.33	6.34	280.48	6.08	5.71
场地及设备租赁收入	342.97	8.19	394.09	8.55	14.90
商业餐饮租赁收入	1,002.03	23.94	1,236.72	26.82	23.42
能源转供收入	130.89	3.13	131.59	2.85	0.53
广告阵地租赁收入	60.77	1.45	54.85	1.19	(9.74)
其他收入	89.39	2.13	95.83	2.08	7.20
合计	4,186.41	100.00	4,611.21	100.00	10.15

资料来源：公司数据

图表 4.合联营企业投资收益

(人民币千元)	2010	2011	同比增长(%)
航空油料	291,894.0	317,648.6	8.8
北京华创	14.5	11.8	(18.3)
城市航站楼	175.2	105.7	(39.6)
贵宾服务	8,000.7	7,744.4	(3.2)
德高动量	194,479.8	236,591.9	21.7
合计	494,564.02	562,102.4	13.7

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,186	4,611	4,842	5,181	5,543
销售成本	(2,560)	(2,800)	(2,815)	(2,954)	(3,101)
经营费用	509	580	490	465	439
息税折旧前利润	2,136	2,391	2,516	2,692	2,881
折旧及摊销	(825)	(924)	(853)	(854)	(854)
经营利润 (息税前利润)	1,311	1,467	1,663	1,839	2,026
净利息收入/(费用)	(112)	(76)	(36)	6	54
其他收益/(损失)	471	552	625	688	757
税前利润	1,670	1,943	2,253	2,533	2,837
所得税	(263)	(329)	(391)	(461)	(520)
少数股东权益	(95)	(116)	(124)	(132)	(142)
净利润	1,312	1,499	1,739	1,939	2,175
核心净利润	1,311	1,499	1,739	1,939	2,175
每股收益(人民币)	0.681	0.778	0.902	1.006	1.129
核心每股收益(人民币)	0.680	0.778	0.902	1.006	1.129
每股股息(人民币)	0.100	0.060	0.145	0.161	0.180
收入增长(%)	25	10	5	7	7
息税前利润增长(%)	67	12	13	11	10
息税折旧前利润增长(%)	33	12	5	7	7
每股收益增长(%)	86	14	16	12	12
核心每股收益增长(%)	86	14	16	12	12

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,670	1,943	2,253	2,533	2,837
折旧与摊销	825	924	853	854	854
净利息费用	112	76	36	(6)	(54)
运营资本变动	393	235	(327)	(7)	(4)
税金	(263)	(329)	(391)	(461)	(520)
其他经营现金流	(490)	(528)	(625)	(688)	(757)
经营活动产生的现金流	2,248	2,322	1,799	2,224	2,357
购买固定资产净值	(521)	(207)	(313)	(513)	(213)
投资减少/增加	83	351	625	688	757
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(439)	144	312	175	544
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(470)	0	4	0	0
支付股息	(307)	(460)	(151)	(273)	(257)
其他融资现金流	0	0	93	0	0
融资活动产生的现金流	(777)	(460)	(55)	(273)	(257)
现金变动	1,032	2,006	2,056	2,125	2,644
期初现金	377	1,409	3,415	5,471	7,597
公司自由现金流	1,809	2,466	2,111	2,399	2,901
权益自由现金流	1,339	2,466	2,115	2,399	2,901

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,409	3,415	5,471	7,597	10,241
应收帐款	1,151	1,020	1,540	1,637	1,741
库存	18	19	24	26	28
其他流动资产	5	16	20	20	20
流动资产总计	2,583	4,470	7,055	9,280	12,029
固定资产	13,034	12,341	11,712	11,381	10,749
无形资产	380	369	360	351	342
其他长期资产	1,505	1,740	1,745	1,745	1,745
长期资产总计	14,919	14,450	13,818	13,477	12,836
总资产	17,502	18,920	20,873	22,757	24,865
应付帐款	473	494	681	728	779
短期债务	0	0	4	4	4
其他流动负债	339	449	464	509	559
流动负债总计	812	943	1,149	1,241	1,343
长期借款	2,484	2,487	2,487	2,487	2,487
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
储备	12,127	13,433	15,057	16,716	18,581
股东权益	14,053	15,360	16,983	18,643	20,508
少数股东权益	152	130	254	386	528
总负债及权益	17,502	18,920	20,873	22,757	24,865
每股帐面价值(人民币)	7.29	7.97	8.81	9.67	10.64
每股有形资产(人民币)	7.10	7.78	8.63	9.49	10.47
每股净负债/(现金)(人民币)	0.56	(0.48)	(1.55)	(2.65)	(4.02)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	51.0	51.9	52.0	52.0	52.0
息税前利润率(%)	31.3	31.8	34.4	35.5	36.6
税前利润率(%)	39.9	42.1	46.5	48.9	51.2
净利率(%)	31.3	32.5	35.9	37.4	39.2
流动性					
流动比率(倍)	3.2	4.7	6.1	7.5	9.0
利息覆盖率(倍)	10.1	11.8	13.4	14.8	16.3
净权益负债率(%)	7.6	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.2	4.7	6.1	7.5	8.9
估值					
市盈率 (倍)	19.3	16.9	14.5	13.0	11.6
心业务市盈率 (倍)	19.3	16.9	14.5	13.0	11.6
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	21.2	18.5	16.0	14.3	12.8
市净率 (倍)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2
价格/现金流 (倍)	11.2	10.9	14.1	11.4	10.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.7	9.5	8.3	7.0	5.7
周转率					
存货周转天数	2.4	2.4	2.8	3.1	3.2
应收帐款周转天数	115.0	85.9	96.5	111.9	111.2
应付帐款周转天数	51.4	38.3	44.3	49.6	49.6
回报率					
股息支付率(%)	14.7	7.7	16.1	16.0	16.0
净资产收益率 (%)	9.8	10.2	10.8	10.9	11.1
资产收益率 (%)	6.4	6.7	6.9	6.9	6.9
已运用资本收益率(%)	8.1	8.7	9.3	9.5	9.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371