

上海机场 (600009)

起降架次踏上新台阶，客流下滑趋势改变

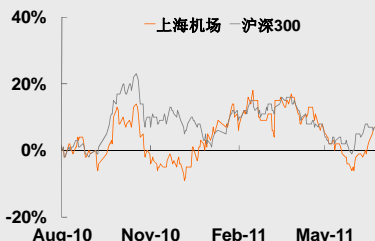
强烈推荐 (维持)

现价: 12.46 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	www.shairport.com
大股东/持股	上海机场(集团)有限公司/53.25%
实际控制人/持股	上海市国资委/53.25%
总股本(百万股)	1,927
流通 A 股(百万股)	1,093
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	238.75
流通 A 股市值(亿元)	135.48
每股净资产(元)	7.5
资产负债率(%)	17.5

行情走势图



相关研究报告

事项点评-上海机场: 非航业务将引领全年业绩保持增长 (强烈推荐) 110805

一季报点评-上海机场: 收入增长给力, 业绩增长靠谱 (强烈推荐) 110429

深度报告-上海机场: 盈利周期与消费上升共同创造业绩巅峰 (强烈推荐) 110304

证券分析师

储海 S1060511010024
021-33830373
chuhai260@pingan.com.cn

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。

投资要点

■ 7月起降架次踏上新台阶

7月浦东机场日均起降架次达到992次, 不仅是今年以来的新高, 而且接近了去年世博的高点。我们前期判断, 浦东机场今年的起降时刻增长空间为10%左右, 暑运旺季开始各公司陆续增加航班, 使起降时刻实现了质的增长。

■ 国内客流负增长大幅减少, 四季度整体客流增速加快

国内旅客吞吐量由6月份的-7.4%减少为7月的-1.7%。由于世博高原原因导致的6月较大幅度负增长, 在起降增长和暑运到来后, 明显减少。我们认为今年9月之后, 随着世博会高基数效应的减弱, 国内客流量增速将恢复增长。国际客流随着上海日本航线的恢复, 也将回到较高速的增长轨道之中。预计公司四季度客流量增长将恢复10%以上增速。

■ 货运吞吐量依靠腹舱增长与去年持平

由于目前国际航空货运目前遇到运价低、成本高的困境, 各公司国际货运均不景气。在这种情况下, 浦东机场的全货运业务预计将持续明显的负增长状态, 但随着国际客运航班班次逐渐增加, 腹舱国际货量将同比有所增长, 因此国际货量全年整体将与去年略低或持平。

■ 非航业务收入增长仍然有较大空间

随着客流量增长, 候机楼内商业租赁的单价以及可租赁场地面积均将增长, 这将促使公司商业租赁业务将有明显的增长。公司聘请的商业咨询公司已经完成了策划案, 下半年进入实施阶段, 公司对候机楼商业项目的收入增长非常有信心。我们判断公司候机楼商业随着场地布局、业务种类结构、收费模式改进, 整体收入水平将有进一步的成长。

■ 投资收益保持良好的盈利贡献

由于二季度整体航油仍然处于价格向上的阶段, 预计航油公司二季度仍然能够实现较高的投资收益贡献。广告公司的业务稳定, 贡献亦比较稳定。

■ 维持“强烈推荐”的评级

公司客流量增速有望恢复上升, 非航业务收入增长具备较大潜力, 预计公司11-13年的EPS分别为0.83、0.99、1.16元, 相对于8月23日收盘价的市盈率为15.0、12.6、10.7倍, 维持对公司“强烈推荐”的评级, 目标价18元。

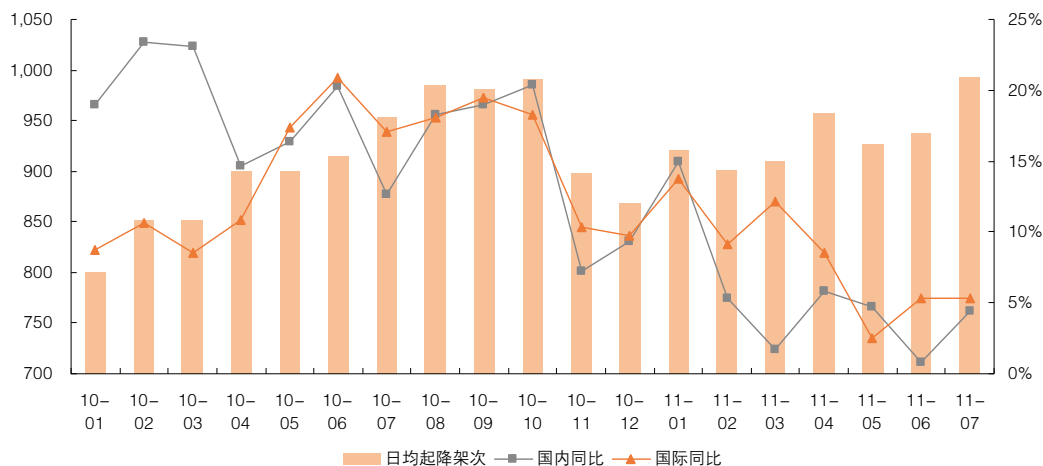
■ 风险提示: 国际经济下滑、机场空域增长缓慢、机场出现重大安全事故可导致公司收入增长低于预期。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,351	3,338	4,186	4,684	5,220
YoY(%)	6.6	-0.4	25.4	11.9	11.4
净利润(百万元)	860	706	1,311	1,596	1,902
YoY(%)	-49.3	-17.8	85.6	21.8	19.1
毛利率(%)	38.8	31.4	38.9	41.8	44.2
净利率(%)	25.7	21.2	31.3	34.1	36.4
ROE(%)	7.0	5.5	9.3	10.2	11.0
EPS(摊薄/元)	0.45	0.37	0.68	0.83	0.99
P/E(倍)	27.8	33.8	18.2	15.0	12.6
P/B(倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4

一、7月起降架次踏上新台阶

今年7月公司日均起降架次达到992架次，达到去年世博期间的高点水平。但与去年不同的是，今年各公司属于正常经营，局方并没有因为其它特殊因素释放更多的临时时刻，因此我们判断，浦东机场的起降将形成实质性的增长。

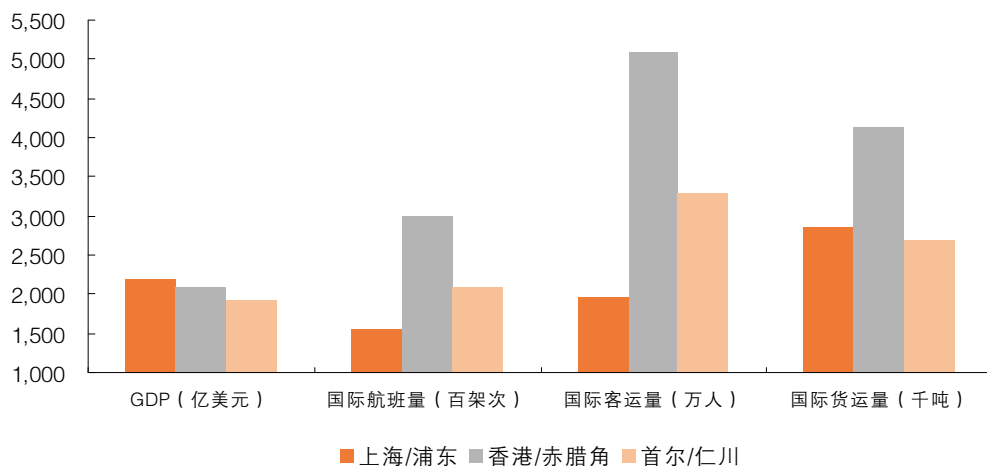
图表1 浦东机场起降架次回升至前期高点



资料来源：公司公告

我们认为浦东机场的起降架次踏上新的台阶，暑运过后，浦东机场的日均起降架次将保持1000架次以上。即使如此浦东机场仍然较香港和仁川机场有比较大的差距，我们预计未来浦东机场目前的跑道及近场空域使用效率还将进一步提升，在集团开始筹划第四、五跑道，将为公司打开起降上升的空间。

图表2 浦东机场国际航线增长仍然有巨大的空间



资料来源：国家统计局，平安证券研究所资料整理

二、国内客流负增长大幅减少，四季度整体客流增速加快

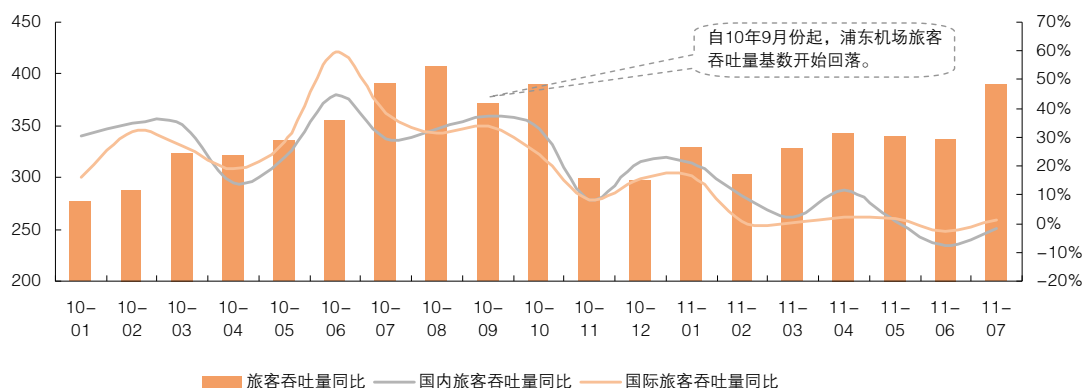
7月国内旅客吞吐量负增长幅度减小，由于去年6月受世博会影响基数较高，而今年6月属于正常的暑运前淡季，这就导致6月旅客吞吐量大幅度负增长。虽然去年7月机场基数较高，但今年国内旅客出行需求依然比较旺盛，这就形成了7月负增长大幅度减小的局面。

浦东国际航线旅客吞吐量增长快于起降架次的增长，说明国际航线客座率在逐渐提高。虽然今年以来国际航票价增长远不如国内航线那样强劲，但各公司运力投入仍然较多，尤其是东航在浦东机场开辟了多条国际航线，带动了机场的国际旅客流量的增长。

日本航线受到日本地震的影响客运量大减，随着核事故影响的逐渐消退，目前东航、国航日本航线的恢复已经接近地震前水平。

今年上海市场由于没有世博的因素刺激，从全国范围来看，客座率及票价增幅属于洼地，落后于全国其它主要地区，在这种不利的局面下，客流量依然能够保持基本持平。我们认为今年9月之后，随着世博会高基数效应的减弱，机场客流量将回到较高速的增长轨道之中。预计公司四季度客流量增长将恢复10%以上增速。

图表3 浦东机场旅客吞吐量自9月起增速将上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

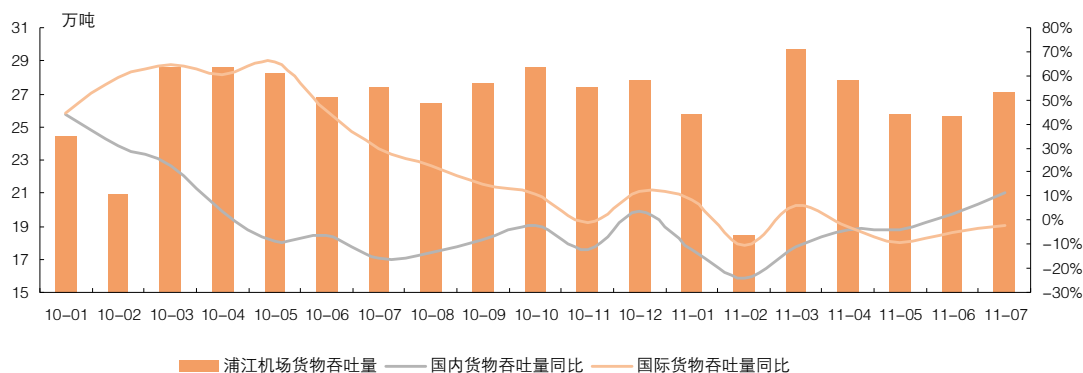
三、货运吞吐量依靠腹舱增长与去年持平

由于目前国际航空货运目前遇到运价低、成本高的困境，各公司国际货运均不景气。在这种情况下，浦东机场的全货运业务预计将持续明显的负增长状态。今年下半年我们预计国际航油价格较年初将有明显回落，这有利于国际全货运航线的盈利水平提升，并刺激国际航空货运量的增长。

与此同时，随着国际客运航班班次逐渐增加，腹舱国际货量将同比有所增长，尤其是日本航线国际航班的增长，将有效地增加浦东机场的腹舱国际货量。

综合起来，预计2011年国际货量将较去年略低或持平。

图表4 国际货物吞吐量与去年基本持平



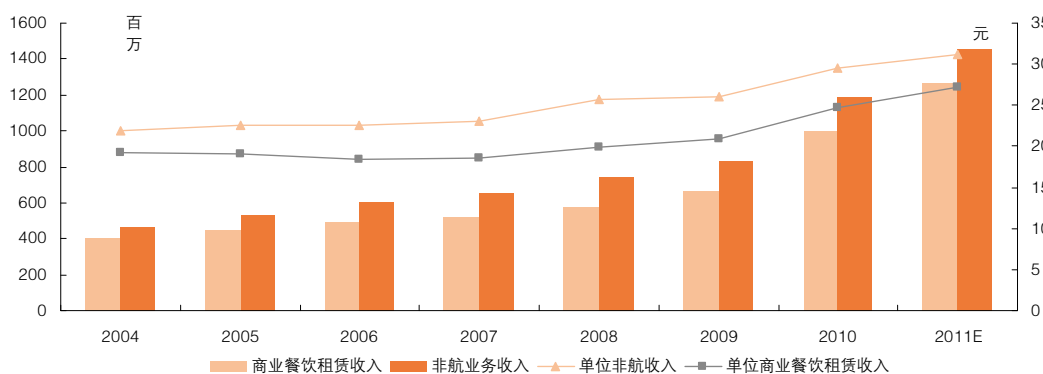
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、非航业务收入增长仍然有较大空间

随着客流量增长，候机楼内商业租赁的单价以及可租赁场地面积均将增长，这将促使公司商业租赁业务将有明显的增长。公司聘请的商业咨询公司已经完成了策划案，下半年进入实施阶段，公司对候机楼商业项目的收入增长非常有信心。我们判断公司候机楼商业随着场地布局、业务种类结构、收费模式改进，整体收入水平将有进一步的增长。

公司候机楼商业采用租金+收入提成的方式。目前浦东机场的客流已经进入 4000 万级的水平，强大的客流带来旅客在机场消费总量也将呈现出爆发式的增长。公司半年业绩快报中披露，上半年公司收入增速快于生产量的增速，预计公司非航业务收入，尤其是候机楼内商业收入增速将超过航空主业收入。

图表5 公司单位非航业务收入增长是主要驱动力

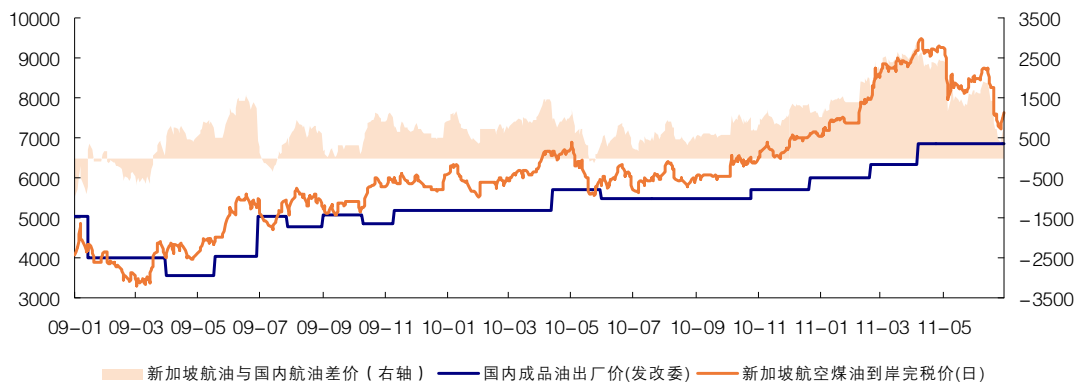


资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、投资收益保持良好的盈利贡献

由于二季度整体航油仍然处于价格向上的阶段，预计航油公司二季度仍然能够实现较高的投资收益贡献。广告公司的业务稳定，贡献亦比较稳定。

图表6 国际国内航油价格上半年总体保持增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

六、维持“强烈推荐”的投资评级

公司客流量增速有望恢复上升，非航业务收入增长具备较大潜力，预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.83、0.99、1.16 元，相对于 8 月 23 日收盘价的市盈率为 15.0、12.6、10.7 倍，维持对公司“强烈推荐”的评级，目标价 18 元。

图表7 上海机场快速上升的业绩支撑更高的估值水平

股票名称	股票价格 11-8-23	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
上海机场	12.46	0.68	0.83	0.99	1.16	18.2	15.0	12.6	10.7	强烈推荐
深圳机场	4.98	0.42	0.43	0.35	0.19	13.1	11.6	14.0	25.9	推荐
厦门空港	14.06	0.94	1.09	1.24	1.35	16.1	12.9	11.3	10.4	推荐
白云机场	7.12	0.51	0.59	0.65	0.73	17.3	12.1	11.0	9.8	推荐

资料来源：WIND，平安证券研究所

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	5230	7901	10751	营业收入	4186	4684	5220	5813
现金	1409	3919	6442	9127	营业成本	2560	2725	2915	3125
应收账款	1055	1180	1315	1465	营业税金及附加	166	186	207	231
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	187	209	233
存货	18	24	25	27	财务费用	138	39	-49	-140
其他流动资产	86	91	101	112	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	500	500
固定资产	12841	12291	11526	10760	营业利润	1668	2047	2438	2864
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	19414	21311	23383	利润总额	1669	2047	2438	2864
流动负债	812	1005	1048	1094	所得税	263	327	390	458
短期借款	0	0	0	0	净利润	1406	1719	2048	2406
应付账款	78	218	233	250	少数股东损益	95	123	146	172
其他流动负债	735	787	814	844	归属母公司净利润	1311	1596	1902	2234
非流动负债	2484	2484	2484	2484	EBITDA	2631	2911	3224	3563
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.83	0.99	1.16
其他非流动负债	2484	2484	2484	2484					
负债合计	3296	3489	3532	3578	主要财务比率				
少数股东权益	152	275	421	593		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%	11.9%	11.4%	11.4%
留存收益	9551	11147	12856	14710	营业利润	90.9%	22.7%	19.1%	17.5%
归属母公司股东权益	14053	15650	17359	19212	归属于母公司净利润	85.6%	21.8%	19.1%	17.5%
负债和股东权益	17502	19414	21311	23383	获利能力				
					毛利率(%)	38.9%	41.8%	44.2%	46.2%
					净利率(%)	31.3%	34.1%	36.4%	38.4%
					ROE(%)	9.3%	10.2%	11.0%	11.6%
					ROIC(%)	9.5%	10.4%	11.2%	11.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	18.8%	18.0%	16.6%	15.3%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	5.20	7.54	9.83
					速动比率	3.15	5.17	7.51	9.79
					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	18.44	12.92	12.94
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.83	0.99	1.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.11	1.16	1.29
					每股净资产(最新摊薄)	7.29	8.12	9.01	9.97
					估值比率				
					P/E	18.3	15.0	12.6	10.7
					P/B	1.7	1.5	1.4	1.2
					EV/EBITDA	9.0	8.2	7.4	6.7

现金流量表				
单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2248	2133	2230	2488
净利润	1406	1719	2048	2406
折旧摊销	825	825	835	839
财务费用	138	39	-49	-140
投资损失	-494	-500	-500	-500
营运资金变动	390	47	-105	-117
其他经营现金流	-18	2	1	1
投资活动现金流	-439	412	438	438
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	498	498
筹资活动现金流	-777	-35	-144	-241
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	-35	-144	-241
现金净增加额	1032	2510	2523	2685

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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