

业绩步入增长轨道，长期看好

——上海机场 2011 年中报点评

报告关键点:

☞ 上半年公司实现每股收益 0.38 元，同比增长 31.36%。

报告摘要:

- 受益商业餐饮租赁业务收入及投资收益高增长，上半年实现每股收益 0.38 元，同比增长 31.36%。** ①公司实现营业收入 21.74 亿元，营业利润 9.23 亿元，归属于母公司的净利润 7.23 亿元，分别比去年同期增长 13.17%、29.92% 和 31.36%。一、二季度每股收益分别为 0.186、0.189 元。②营业收入中，航空及相关收入 11.5 亿，同比增长 11.7%；商业餐饮租赁业务表现突出，收入 5.765 亿，同比增长达 28.3%，环比去年下半年增长 4.3%。③上半年公司实现投资收益 3.193 亿，同比增长 42.9%，占公司净利润比重 44.2%。公司投资收益主要来自浦东航油和德高动量广告净利润，上半年浦东航油、德高动量贡献投资收益分别为 1.977 亿、1.086 亿，同比分别增长 42.1%、35.5%。浦东航油净利润增长主要受益于上半年国际油价上涨，三季度国际油价有所回调，预计下半年浦东航油净利润将低于上半年。
- 基数效应显现，航空业务量增速回落，但预计明年开始恢复正常增速。** 2011 年上半年浦东机场共实现飞机起降 167,510 架次，旅客吞吐量 1,979.83 万人次，分别比去年同期增长 5.99%、4.14%，货邮吞吐量 153.12 万吨，比去年同期下降 2.88%。行业前五大机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速分别为 5.3%、10.3%、5.0%。与行业比较，浦东机场起降架次增速基本持平，客货吞吐量增速低于行业。分季度看，浦东机场一季度业务量增速明显低于虹桥机场增速，主要是由于虹桥机场扩建工程去年 3 月投入使用。二季度两场增速均明显回落，主要是由于去年世博会高基数影响。预计全年浦东机场旅客吞吐量增速约为 4%。
- 预计 2012 年前内航外线航空性收费提升使得内外航并轨概率较大。** 以 2012 年数据进行测算，如果内航外线航空性收费上调至外航外线标准，则全年收入增加约 3.2 亿，EPS 增加 0.12 元，贡献全年 EPS 增速约 15%。
- 投资策略:** 随着浦东机场航空业务的增长及非航业务收入的提升，公司业绩步入长期增长轨道。不考虑机场收费调整及资产注入，预测 2011、2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.78、0.93、1.11 元，目前公司相对 2011、2012、2013 年估值为 16.0、13.5、11.3 倍，建议关注资产注入进程和机场收费调整预期，维持“买入-A”评级。
- 风险提示:** 资产注入进程和方案、航空业务增速低于预期、油价快速回落影响浦东航油盈利水平

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,338.3	4,186.4	4,563.2	5,191.5	5,913.5
Growth(%)	-0.4%	25.4%	9.0%	13.8%	13.9%
净利润	706.3	1,310.7	1,505.3	1,789.3	2,130.9
Growth(%)	-17.8%	85.6%	14.8%	18.9%	19.1%
毛利率(%)	31.4%	38.9%	39.7%	43.3%	46.3%
净利率(%)	21.2%	31.3%	33.0%	34.5%	36.0%
每股收益(元)	0.37	0.68	0.78	0.93	1.11
每股净资产(元)	6.66	7.29	7.98	8.83	9.86
市盈率	34.1	18.4	16.0	13.5	11.3
市净率	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
净资产收益率(%)	5.8%	9.9%	10.2%	11.0%	11.6%
ROIC(%)	5.9%	9.9%	10.9%	14.4%	17.4%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

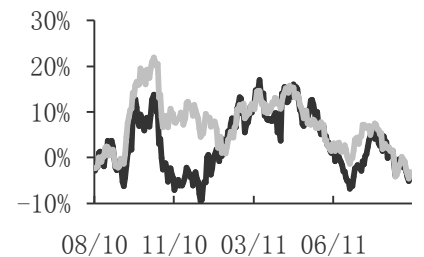
目标价格:
18.00 元

期限: 12 个月 上次预测: 18.00 元

现价 (2011 年 08 月 24 日): 12.49 元

报告日期:
2011-08-25

总市值(百万元)	24,067.71
流通市值(百万元)	13,657.52
总股本(百万股)	1,926.96
流通股本(百万股)	1,093.48
12 个月最低/最高	11.78/15.55 元
十大流通股东(%)	27.78%
股东户数	

12 个月股价表现


— 上海机场 — 沪深 300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.08	(0.91)	(0.26)
绝对收益	(6.33)	(8.05)	(3.76)

吴莉

 010-66581623
 执业证书编号

高级行业分析师

 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

报告联系人
谢红

xiehong@essence.com.cn

前期研究成果

 上海机场: 业绩符合预期, 长期看好
 2011-05-03

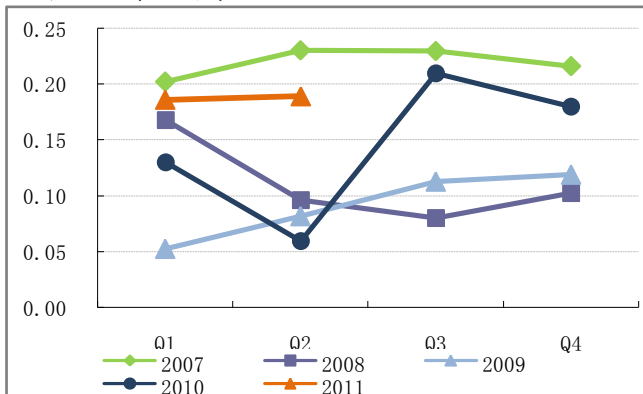
1. 非航收入、投资收益高增长驱动盈利高增长

2011年上半年,公司实现营业收入21.74亿元,营业利润9.23亿元,归属于母公司的净利润7.23亿元,分别比去年同期增长13.17%、29.92%和31.36%。上半年实现每股收益0.375元,一、二季度分别为0.186、0.189元。

1) 营业收入中,航空及相关收入11.5亿,同比增长11.7%;商业餐饮租赁业务表现突出,收入5.765亿,同比增长达28.3%,环比去年下半年增长4.3%。

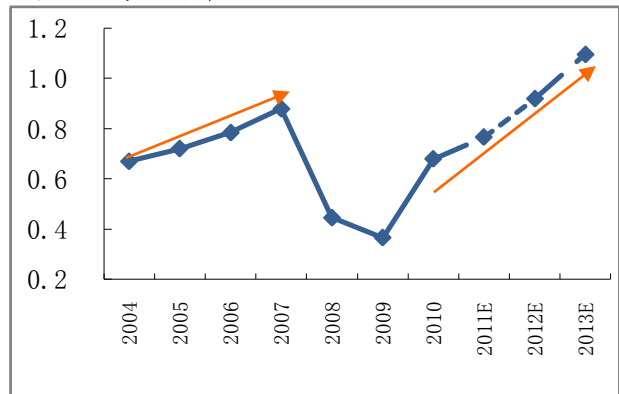
2) 上半年公司实现投资收益3.193亿,同比增长42.9%,占公司净利润比重44.2%。公司投资收益主要来自浦东航油和德高动量广告净利润,上半年浦东航油、德高动量贡献投资收益分别为1.977亿、1.086亿,同比分别增长42.1%、35.5%。浦东航油净利润增长主要受益于国际油价的上涨,三季度国际油价有所回调预计下半年浦东航油净利润将低于上半年。

图 1 上海机场季度 EPS



数据来源: 公司数据、安信证券研究中心

图 2 上海机场年度 EPS



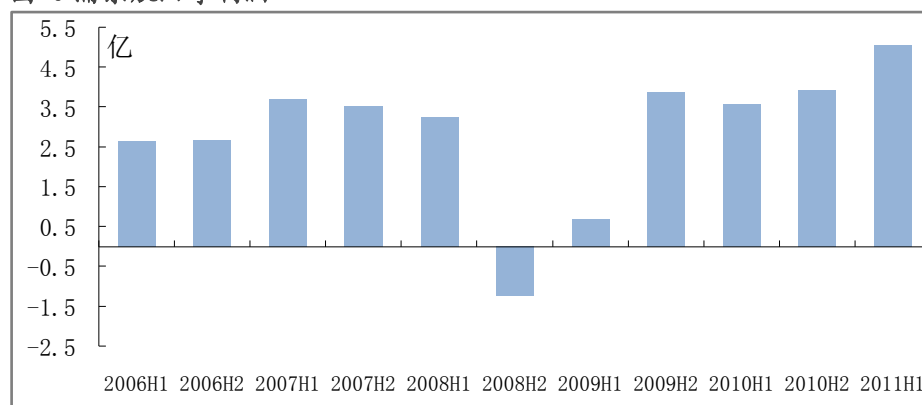
数据来源: 公司数据、安信证券研究中心测算

表 1 公司营业收入分类及变动情况

项 目	2011年1-6月	比重	同比增长
航空及相关收入	1,150,580,775	52.9%	11.7%
地面服务收入	134,012,923	6.2%	7.1%
场地及设备租赁收入	181,247,592	8.3%	0.7%
商业餐饮租赁收入	576,520,395	26.5%	28.3%
能源转供收入	60,924,014	2.8%	-3.3%
广告业务收入	25,720,470	1.2%	-4.9%
其他收入	45,006,531	2.1%	-4.3%
合 计	2,174,012,701	100.0%	13.2%

数据来源: 公司数据、安信证券研究中心

图 3 浦东航油净利润

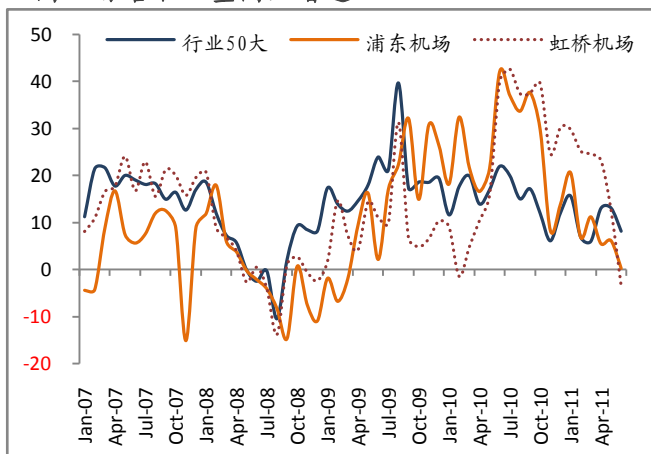


数据来源: 公司数据、安信证券研究中心

2. 航空业务量：高基数影响二季度增速

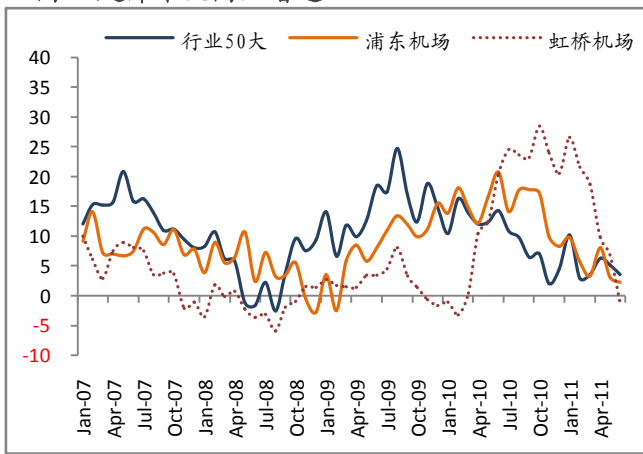
2011年上半年浦东机场共实现飞机起降167,510架次,旅客吞吐量1,979.83万人次,分别比去年同期增长5.99%、4.14%,货邮吞吐量153.12万吨,比去年同期下降2.88%。行业前五大机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速分别为5.3%、10.3%、5.0%。与行业比较,浦东机场起降架次增速基本持平,客货吞吐量增速低于行业。分季度看,浦东机场一季度业务量增速明显低于虹桥机场增速,主要是由于虹桥机场扩建工程去年3月投入使用。二季度两场增速均明显回落,主要是由于去年世博会高基数影响。

图 4 旅客吞吐量同比增速



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 5 起降架次同比增速



数据来源: WIND、安信证券研究中心测算

表 2 浦东机场 2011 年 1-6 月运营数据

项 目	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	同比增长 (%)
飞机起降架次(架次)	167,510	158,042	6.0
国内	87,186	82,733	5.4
国际	60,791	56,059	8.4
地区	17,719	17,170	3.2
旅客吞吐量(万人次)	1,980	1,901	4.1
国内	1,036	982	5.5
国际	705	664	6.2
地区	238	255	-6.4
货邮吞吐量(万吨)	153	158	-2.9
国内	18	19	-8.6
国际	115	116	-1.3
地区	20	22	-6.2

数据来源: WIND、安信证券研究中心

3. 估值和投资策略

随着浦东机场航空业务的增长及非航收入的提升,公司业绩步入长期增长轨道。不考虑机场收费调整及资产注入,预测 2011、2012、2013 年公司 EPS 分别为 0.78、0.93、1.11 元,目前公司相对 2011、2012、2013 年估值为 16.3、13.48、11.23 倍,建议关注资产注入进程和机场收费调整预期,维持“推荐”评级。

图 6 上海机场动态 PE



数据来源: WIND、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总					单位	百万元	模型更新时间	2011-8-24			
					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	3,338.3	4,186.4	4,563.2	5,191.5	5,913.5	成长性					
减: 营业成本	2,291.5	2,559.6	2,751.6	2,945.6	3,178.0	营业收入增长率	-0.4%	25.4%	9.0%	13.8%	13.9%
营业税费	134.3	166.2	182.5	207.7	235.9	营业利润增长率	-18.6%	90.9%	15.7%	22.4%	20.9%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-17.8%	85.6%	14.8%	18.9%	19.1%
管理费用	128.2	149.3	159.7	166.1	165.6	EBITDA 增长率	-2.4%	40.7%	0.8%	14.7%	15.0%
财务费用	172.8	138.4	81.1	37.6	-0.3	EBIT 增长率	-14.2%	72.6%	11.3%	19.3%	19.0%
资产减值损失	5.8	-0.7	-1.4	2.6	-0.2	NOPLAT 增长率	-12.1%	67.7%	7.3%	16.5%	17.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.7%	-2.4%	-11.9%	-3.0%	-5.1%
投资和汇兑收益	268.0	494.1	540.0	530.0	520.0	净资产增长率	5.3%	9.6%	10.0%	11.2%	12.2%
营业利润	873.7	1,667.7	1,929.6	2,361.9	2,854.5	利润率					
加: 营业外净收支	-1.8	1.3	-	-	-	毛利率	31.4%	38.9%	39.7%	43.3%	46.3%
利润总额	871.9	1,669.0	1,929.6	2,361.9	2,854.5	营业利润率	26.2%	39.8%	42.3%	45.5%	48.3%
减: 所得税	123.9	262.8	333.5	458.0	583.6	净利润率	21.2%	31.3%	33.0%	34.5%	36.0%
净利润	706.3	1,310.7	1,505.3	1,789.3	2,130.9	EBITDA/营业收入	56.0%	62.8%	58.0%	58.5%	59.1%
资产负债表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
货币资金	377.0	1,409.1	5,002.4	7,210.2	10,055.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	1,473	1,123	990	830	693
应收账款	1,061.2	1,062.7	1,387.1	1,515.4	1,674.9	流动营业资本周转天数	25	41	39	51	50
应收票据	424.3	80.9	250.0	348.2	278.3	流动资产周转天数	188	192	364	543	638
预付账款	2.7	6.9	5.7	6.8	8.4	应收帐款周转天数	118	91	96	100	96
存货	15.9	18.4	21.5	21.6	23.7	存货周转天数	2	2	2	2	2
其他流动资产	5.4	4.9	-24.7	-74.7	-112.9	总资产周转天数	1,846	1,482	1,460	1,413	1,362
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,683	1,330	1,134	919	775
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,034.2	1,446.3	20.0	20.0	20.0	ROE	5.8%	9.9%	10.2%	11.0%	11.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	8.0%	8.2%	9.0%	9.7%
固定资产	13,285.3	12,840.8	12,267.4	11,684.6	11,094.2	ROIC	5.9%	9.9%	10.9%	14.4%	17.4%
在建工程	328.6	193.1	155.3	125.0	100.8	费用率					
无形资产	388.8	379.7	354.5	331.0	309.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	36.4	59.0	59.8	60.4	61.0	管理费用率	3.8%	3.6%	3.5%	3.2%	2.8%
资产总额	16,959.9	17,501.8	19,499.1	21,248.5	23,512.7	财务费用率	5.2%	3.3%	1.8%	0.7%	0.0%
短期债务	599.1	-	-	-	-	三费/营业收入	9.0%	6.9%	5.3%	3.9%	2.8%
应付账款	696.6	466.8	957.0	819.1	856.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	23.6%	18.8%	19.8%	18.2%	17.1%
其他流动负债	182.5	304.4	307.3	309.7	310.8	负债权益比	30.9%	23.2%	24.7%	22.3%	20.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.24	3.18	4.83	6.48	7.78
其他非流动负债	2,482.1	2,484.2	2,484.2	2,484.2	2,484.2	速动比率	1.23	3.15	4.81	6.46	7.76
负债总额	4,001.3	3,296.4	3,860.6	3,876.4	4,018.0	利息保障倍数	6.06	13.05	24.79	63.84	-9,218.86
少数股东权益	125.8	151.9	242.7	357.3	497.3	分红指标					
股本	1,927.0	1,927.0	1,927.0	1,927.0	1,927.0	DPS(元)	0.05	-	0.09	0.08	0.08
留存收益	10,905.8	12,126.5	13,451.0	15,087.2	17,072.0	分红比率	13.6%	0.0%	12.0%	8.6%	6.9%
股东权益	12,958.5	14,205.4	15,620.6	17,371.5	19,496.3	股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.6%	0.6%
现金流量表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	748.1	1,406.2	1,505.3	1,789.3	2,130.9	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	823.8	824.6	637.7	638.1	638.1	EPS(元)	0.37	0.68	0.78	0.93	1.11
资产减值准备	5.8	-0.7	-1.4	2.6	-0.2	BVPS(元)	6.66	7.29	7.98	8.83	9.86
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	34.1	18.4	16.0	13.5	11.3
财务费用	174.2	143.1	81.1	37.6	-0.3	PB(X)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
投资收益	-268.0	-494.1	-540.0	-530.0	-520.0	P/FCF	443.9	21.9	7.3	10.9	8.6
少数股东损益	41.7	95.5	90.8	114.6	140.0	P/S	7.2	5.7	5.3	4.6	4.1
营运资金的变动	-310.0	368.6	99.8	-164.4	86.6	EV/EBITDA	19.5	9.5	8.4	6.6	5.0
经营活动产生现金流量	1,184.5	2,247.5	1,873.3	1,887.7	2,475.1	CAGR(%)	36.5%	17.3%	-4.2%	-14.2%	-38.3%
投资活动产生现金流量	-249.4	-438.7	1,964.2	527.9	517.9	PEG	0.9	1.1	-3.8	-0.9	-0.3
融资活动产生现金流量	-935.1	-776.8	-262.0	-190.6	-145.8	ROIC/WACC	0.6	1.0	1.1	1.5	1.8
						REP	3.7	1.6	1.4	1.0	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

吴莉，中国人民大学会计硕士，5年证券行业从业经验。2006年-2007年，天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究；2008年进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究；2009年获新财富交通运输行业第四名（团队）；2010年8月加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034