

期待机场收费调整受益

——上海机场深度报告之一

报告关键点:

在目前我国机场行业盈利不高、与国际机场相比收费偏低、十二五规划加快机场建设的情况下,预期2012年机场并轨方案为内航外线上调至外航标准的概率较大,则上海机场2013年EPS将增加0.13元

报告摘要:

- **机场国际航线内、外航航空性收费并轨窗口渐行渐近:** ①2007年12月28日,民航总局、发改委公布了新的机场收费改革实施方案,方案规定:“国内航空公司国际航班的航空性收费标准为国外航空公司航班的60%”,“《方案》实施后至2012年,五年内分两次实行内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨”。②《民航机场收费改革方案》中内外收费标准逐步并轨原则,符合国际民用航空组织制定的机场航空收费的五大原则之中的“非歧视”原则,是遵循国际规则和惯例的需求。
- **预计并轨方案为内航外线上调至外航标准的概率较大:** ①与国际比较,中国机场行业目前对国外航空公司国际航线的航空性收费水平处于中低位。②考虑目前航空、机场行业的盈利水平,外航标准若下调,对机场行业利润影响较大(下降23%);而内航外线上调,航空公司盈利略有下降(降幅2.4%),但机场行业利润约将提升18.6%。③根据民航十二五规划,将“加快运输机场建设,加快提升既有有机场容量。积极推进机场改扩建工程,提高机场保障能力”,“到2015年,全国运输机场总数达到230个以上”。而2010年,全国民用运输机场仅为175个。我们认为机场必须能够获得足够的收入,才能保障其发挥有效功能。④若内航外线航空性收费若上调至外航标准,国航、南航、东航EPS将分别下降约0.018元、0.019元、0.023元,影响也较小。综合考虑民航局鼓励发展国际航线的思路,我们预计可能的并轨方案是内航外线上调至外航标准,同时由当地政府或民航局对航空公司国际航线进行补贴。
- **在国内上市机场中,上海机场由于国际航线占比较大,业绩对内航外线调整敏感性最大,若2012年底前上调内航外线收费并轨,上海机场2013年EPS将增加0.13元。**假设2011年底一次性并轨,2012、2013年上海机场EPS分别增加0.12、0.13元;假设2011年底、2012年底分两步并轨,2012、2013年上海机场EPS分别增加0.05、0.13元。
- **盈利预测及投资策略:** 上海机场目前处于业绩长期增长通道,非航业务发展空间广阔,同时国内国际油价并轨提升浦东航油盈利能力,我们看好公司的发展前景。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。2012-2013年内航外线收费水平若上调,公司业绩有望超出市场预期,维持“买入-A”评级。
- **风险提示:** 机场收费调整方案低于预期、航空业务增速低于预期

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%
净利润率(%)	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	35.3	19.0	16.6	13.9	11.7
市净率	1.9	1.8	1.6	1.5	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%
EV/EBITDA	19.5	9.5	8.7	6.9	5.3

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

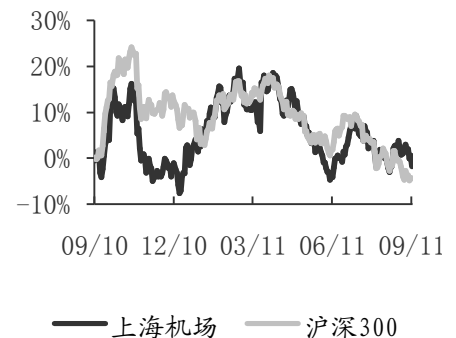
现价(2011年09月15日): 12.47元

报告日期:

2011-09-16

总市值(百万元)	24,029.17
流通市值(百万元)	13,635.65
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
十大流通股股东(%)	28.50%
股东户数	131,988

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.01	7.71	2.66
绝对收益	(1.81)	1.25	(1.84)

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

谢红
0755-82558030
执业证书编号

行业分析师
xiehong@essence.com.cn
S1450511090001

前期研究成果

上海机场: 业绩步入增长轨道, 长期看好

2011-08-25

上海机场: 业绩符合预期, 长期看好

2011-05-03

正文目录

1. 引言与主要结论：机场收费并轨渐行渐近，预计内航外线上调概率较大，上海机场是最大受益者.....	4
2. 国内外机场收费方式比较：国际航线内、外航收费标准并轨符合 ICAO 非歧视原则.....	4
2.1. 国际主要机场航空性收费管理方式.....	4
2.2. 我国机场收费定价方式依据——《民航机场收费改革方案》.....	6
2.2.1. 改革基本原则：内外收费标准并轨，符合 ICAO 的非歧视原则.....	6
2.2.2. 机场收费项目分类：航空性业务收费标准执行政府指导价.....	6
2.2.3. 国际、地区航线航空性业务收费标准：内航为外航标准的 60%.....	7
3. 与国际主要机场比较，中国机场对外航收费水平位于中低位.....	7
4. 从航空、机场盈利影响角度分析，预计内航外线上调并轨概率较大.....	9
4.1. 收入规模及盈利能力：航空公司盈利规模占民航比重较大.....	9
4.2. 机场盈利对调整方案敏感性远大于航空行业.....	9
4.2.1. 2010 年机场全行业对国际航线内航、外航航空性收入分别约为 12.9、29.5 亿.....	9
4.2.2. 不同调整方案对航空、机场行业收入、盈利的影响.....	10
4.3. 若内航外线上调，影响国航、南航、东航 EPS 约 0.018 元、0.019 元、0.023 元.....	11
4.4. 若内航外线 2012 年前上调并轨，上海机场 2013 年 EPS 增加 0.13 元.....	12
5. 投资策略.....	13

图表目录

表 1 全球各国机场收费管理方式（2010 年）	5
表 2 国际及港澳航班航空性业务收费项目的收费标准基准价	7
表 3 A320-200、B777-200ER 主要参数	9
图 1 全球各地机场管制方式及机场收费管理方法（2010 年）	6
图 2 2010 年 7 月新西兰航空 A320-200 在全球主要机场单架次收费	8
图 3 2010 年 7 月新西兰航空 B777-200ER 在全球主要机场单架次收费	8
图 4 2010 年中国民航业利润总额构成	9
图 5 2010 年中国航空、机场行业盈利比较	9
图 6 2010 年国际、地区航线旅客运输量	10
图 7 2010 年国际、地区航线货邮运输量	10
图 8 主要机型航空性收费测算（单位：元）	10
图 9 主要客机人均航空性收费测算（单位：元/人）	10
图 10 不同并轨方案对航空、机场行业利润总额影响	11
图 11 若内航外线上调并轨对各航空公司 EPS 影响测算	12
图 12 静态测算 2011 年内航外线上调对各机场 EPS 影响测算	12
图 13 内航外线一次性上调到外航标准	13
图 14 航外线分两步上调到外航标准	13

1. 引言与主要结论：机场收费并轨渐行渐近，预计内航外线上调概率较大，上海机场是最大受益者

2007年12月28日，民航总局、发改委公布了新的机场收费改革实施方案，在此收费方案下，国内航空公司国际航班的航空性收费标准为国外航空公司航班的60%。同时提到：“《方案》实施后至2012年，五年内分两次实行内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨。具体并轨方案根据民航总体经济运行情况确定。”

我们查阅了主要国家机场收费管理方式，比较了航空性收费标准，并测算了不同调整方案对相关利益方的影响，主要结论如下：

1. 《民航机场收费改革方案》中内外收费标准逐步并轨原则，符合国际民用航空组织制定的机场航空收费的五大原则之中的“非歧视”原则，是遵循国际规则和惯例的需求。并轨窗口渐行渐近。

2. 我们认为在目前我国机场行业本身盈利不高、与全球国际机场收费比较也不高、十二五规划中加快机场建设的情况下，外航航空性收费下调的概率较小，并轨方案为内航外线上调至外航标准的概率较大。

①与国际比较，中国机场行业目前对国外航空公司国际航线的航空性收费水平处于中低位。

②考虑目前航空、机场行业的盈利水平，外航标准若下调，对机场行业利润影响较大（下降23%）；而内航外线上调，航空公司盈利略有下降（降幅2.4%），但机场行业利润约将提升18.6%；若内航外线、外航同步调整到中间值（目前外航外线标准的80%），则航空公司、机场行业利润总额均将略有下降。

③根据民航十二五规划，将“加快运输机场建设，加快提升既有机场容量。积极推进机场改扩建工程，提高机场保障能力”，“到2015年，全国运输机场总数达到230个以上”。而2010年，全国民用运输机场仅为175个。我们认为机场必须能够获得足够的收入，才能实现机场资源的高效配置、才能保障其发挥有效功能。

④不考虑相关补贴，内航外线航空性收费若上调至外航标准，国航、南航、东航EPS将分别下降约0.018元、0.019元、0.023元，影响也较小。考虑到国家鼓励发展国际航线的思路，我们预计可能的方案是内航外线上调至外航标准，同时由当地政府或民航局对航空公司国际航线进行补贴。

3. 在国内上市机场中，上海机场由于国际航线占比较大，业绩对内航外线调整敏感性最大。假设2011年底一次性并轨，2012、2013年上海机场EPS分别增加0.12、0.13元；假设2011年底、2012年底分两步并轨，2012、2013年上海机场EPS分别增加0.05、0.13元。

2. 国内外机场收费方式比较：国际航线内、外航收费标准并轨符合ICAO非歧视原则

2.1. 国际主要机场航空性收费管理方式

ICAO（国际民用航空组织）为了实现国际机场航空收费的标准化，曾制定了机场航空收费的五大原则，分别是：成本相关（即机场收费的航空费用必须与机场提供服务和设施的总成本存在确定的关系）、单一预算（即机场的航空收入和非航空收入应被视为一个整体，设置航空收费时必须考虑非航空收入，来自高盈利性的非航空商业的收

入要用来弥补机场的航空服务成本)、非歧视(即机场向所有使用其设施的航空公司设置收费的基础应相同)、磋商(机场应就收费结构、收费水平以及可能影响这些收费的任何新进展与航空公司和其他重要消费者磋商)和规制(机场和航空公司之间任何有关收费结构水平的争端应由一个独立的规制机构仲裁)原则。

根据这些原则,各国从不同的机场体制定位出发制定了相应的收费管理办法。虽然不同国家的机场收费管理办法各有特点,但归纳起来有以下三种管理方式。

- ◇ **回报率定价方式:**即由政府规定一个合理的投资回报率,只要机场的整体经营结果,即在特定阶段内回报率不超过这个标准,则机场可以自行确定收费标准。
- ◇ **服务成本定价方式:**即航空性收费价格随服务成本的变化而调整。这一也有利于保障机场的收益,但缺点是对各项服务成本的难于确定性,以及不利于机场当局对服务成本的控制。
- ◇ **价格上限定价方式:**即按特定的公式计算并制定出机场一揽子服务的收费价格,以此价格标准为最高限价,可以自行确定。通常这一限价的管制期限为3-5年,期满后根据机场或机场使用者的要求重新调整。目前国际上多数机场采用了这种定价方式。

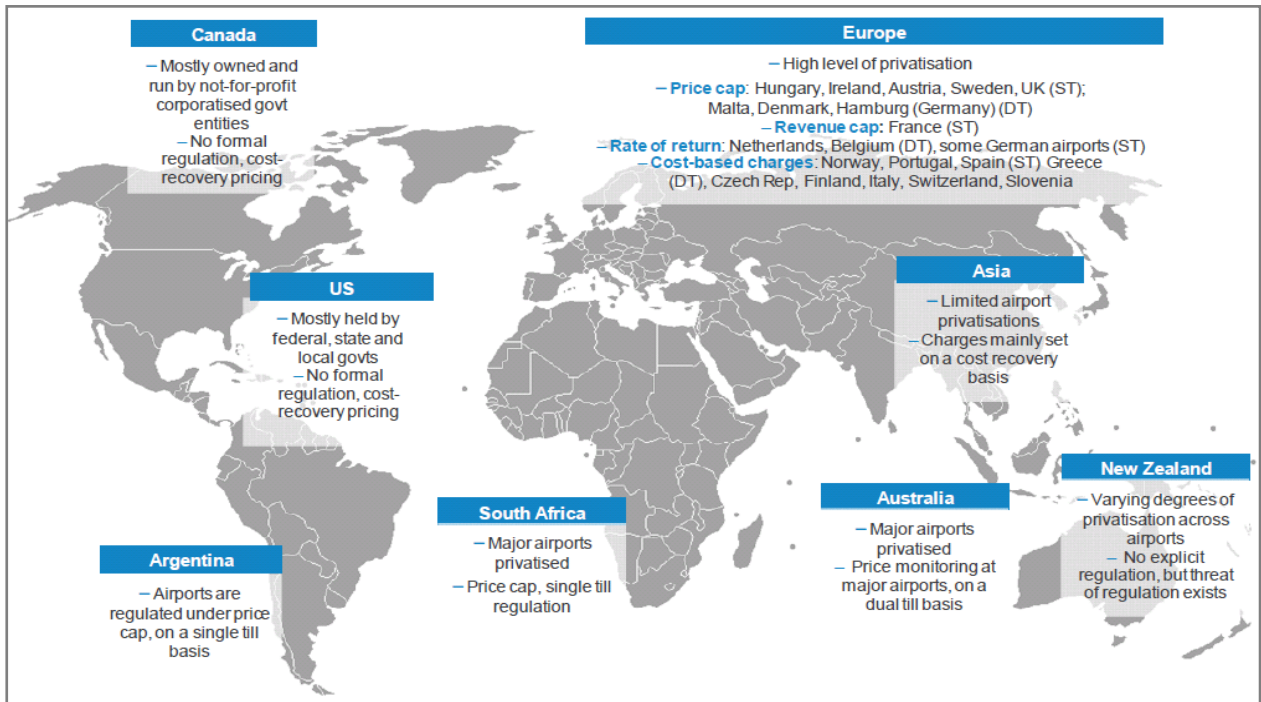
表 1 全球各国机场收费管理方式(2010年)

项 目	机场收费管理方式
欧洲	价格上限定价: 匈牙利、爱尔兰、奥地利、瑞典、英国(ST); 马耳他、丹麦、汉堡(DT) 收益上限定价: 法国(ST) 回报率定价: 荷兰、比利时(DT); 德国部分机场(ST) 成本定价: 挪威、葡萄牙、西班牙(ST)、希腊(DT)、捷克、芬兰、意大利、瑞士、斯洛文尼亚;
美国	无正式规则, 收回成本定价
加拿大	无正式规则, 收回成本定价
澳大利亚	价格监测, 管制航空性收费及非航空性收费
新西兰	无明确规则, 但未来可能出现
南非	价格上限管制, 管制航空性收费及非航空性收费
阿根廷	价格上限管制, 管制航空性收费及非航空性收费
亚洲	主要基于成本定价

数据来源: CFS GAM Research、安信证券研究中心

注: ST—Single-till, 管制航空业务和非航业务。DT—Dual-till, 管制航空业务

图 1: 全球各地机场管制方式及机场收费管理方法 (2010 年)



数据来源: CFS GAM Research、安信证券研究中心

2.2. 我国机场收费定价方式依据——《民航机场收费改革方案》

我国机场航空性收费的定价原则主要是依据 2007 年 12 月 28 日民航局和发改委联合发布的《民航机场收费改革方案》。《改革方案》2008 年 3 月 1 日起实施。改革目标是适应社会主义市场经济体制和民航发展要求，建立机场分类管理的收费管理体制，以及政府指导价和市场调节价相结合的收费形成机制。

2.2.1. 改革基本原则：内外收费标准并轨，符合 ICAO 的非歧视原则

一是内外收费标准逐步并轨原则。调整机场收费结构，完善机场收费体系，内地航空公司国际及港澳航班与外国及港澳航空公司航班的收费标准在五年内并轨；

二是成本回收原则。按照机场管理机构或服务提供方提供设施及服务的合理成本，以及充分考虑用户的承受能力等因素确定收费标准；

三是建立协商机制原则。提高机场收费政策的透明度，促进机场管理机构和服务提供方加强管理、提高效率，提供公平、优质服务；

四是政企职责明确原则。转变政府职能，有条件的下放机场收费管理权限，适当发挥市场配置资源的作用；

五是监管职责明确原则。加强对机场管理机构和服务提供方收费行为的监督，维护航空运输市场主体的合法权益。

我们认为，内外收费标准逐步并轨原则，与 ICAO 的非歧视原则是一致的。

2.2.2. 机场收费项目分类：航空性业务收费标准执行政府指导价

机场收费项目包括航空性业务收费、非航空性业务重要收费以及非航空性业务其他收费。

1) 航空性业务收费，是指机场管理机构为航空器安全营运提供各类设施及服务，向航空器所有者或使用者收取的费用。航空性业务收费项目的收费标准实行政府指导价。

2) 非航空性业务重要收费，是指除航空性业务收费以外，由机场管理机构或服务提供方直接向航空公司收取的费用。非航空性业务重要收费项目（不包括国际及港澳航班的地面服务收费）的收费标准实行政府指导价；国际及港澳航班的地面服务收费实行市场调节价。

3) 非航空性业务其他收费，是指除非航空性业务重要收费以外的非航空性业务收费。非航空性业务其他收费项目的收费标准，原则上以市场调节价为主；对于市场竞争不充分的收费项目的收费标准，依据《中华人民共和国价格法》，按照定价目录来管理。

2.2.3. 国际、地区航线航空性业务收费标准：内航为外航标准的 60%

外国及港澳航空公司航班的航空性业务收费项目的收费标准基准价按照下表执行；内地航空公司国际及港澳航班，在内地出境（入境）机场的航空性业务收费项目的收费标准基准价按照外航有关收费标准的 60% 执行。

“《实施方案》实施后至 2012 年，五年内分两次实行内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨。具体并轨方案根据民航总体经济运行情况确定。”

表 2：国际及港澳航班航空性业务收费项目的收费标准基准价

项目	标准	机场类别	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
起降费 (元/架次)	T：飞机最大 起飞全重	25 吨以下	2000			
		26-50 吨	2200			
		51-100 吨	2200+40×(T-50)			
		101-200 吨	4200+44×(T-100)			
		201 吨以上	8600+56×(T-200)			
停场费 (元/架次)		2 小时以内免收；超过 2 小时，每停场 24 小时按照起降费的 15% 计收。不足 24 小时按 24 小时计收。				
客桥费 (元/小时)		单桥：1 小时以内 200 元；超过 1 小时每半小时 100 元。不足半小时按半小时计收。 多桥：按单桥标准的倍数计收。				
旅客服务费 (元/人)		70				
安检费	旅客行李 (元/人)	12				
	货物邮件 (元/吨)	70				

数据来源：民航局、安信证券研究中心

3. 与国际主要机场比较，中国机场对外航收费水平位于中低位

根据 JACOBS CONSULTANCY 2010 年为新西兰奥克兰国际机场做的一个项目：《新西兰航空在各主要机场的机场收费比较》，从两个主要机型 A320-200、B777-200ER 在全球主要机场的收费水平看，北京和上海的收费水平并不高。

1) 与加拿大温哥华，日本大阪、东京，澳大利亚的布里斯班、凯恩斯、悉尼、阿德莱德，欧洲希思罗、斐济南迪比较，北京、上海的收费水平明显较低。

2) 但与澳大利亚墨尔本、珀斯，以及美国旧金山、洛杉矶、檀香山比较，北京、上海收费水平略高一点。

3) 香港的收费水平明显低于其它城市。

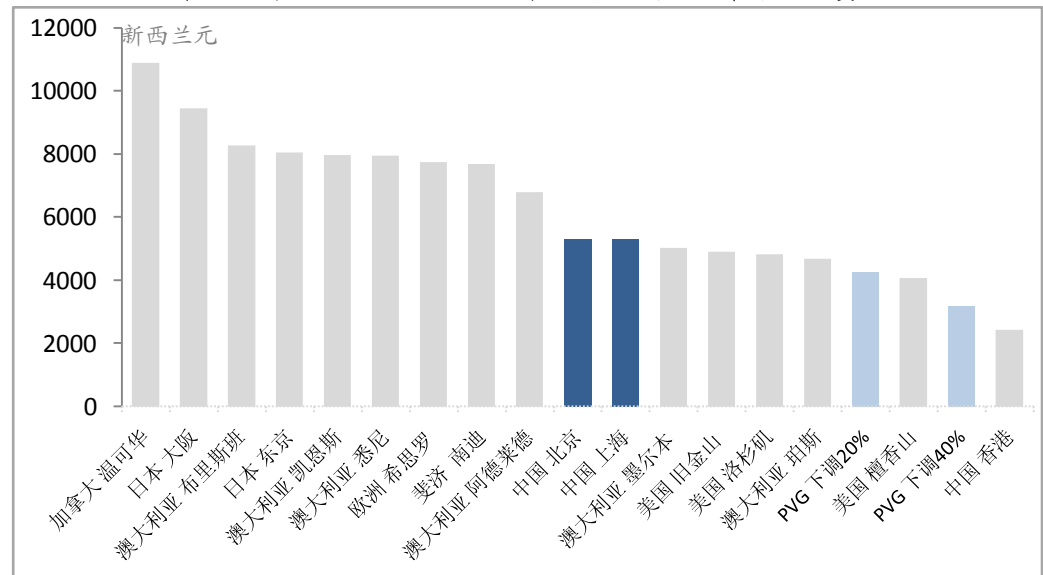
4) 若上海机场对外航的收费水平下调到现有的 80%，则其收费水平将低于美国洛杉矶和澳大利亚墨尔本、珀斯低，略高于檀香山和香港；B777-200ER 的收费水平将比美国洛杉矶和澳大利亚墨尔本、珀斯低，略高于檀香山、旧金山、和香港。

5) 若上海机场对外航的收费水平下调到现有的 60%，则两个机型的收费水平将明显低于比样本所有其它城市，仅高于香港。

北美机场的航空性收费偏低，主要是北美将机场视为公益性基础设施，国家立法规定除少数商业化机场外，一般不允许机场盈利。如有盈利则用于降低航空性收费，致使北美机场的航空性收入相对较低。

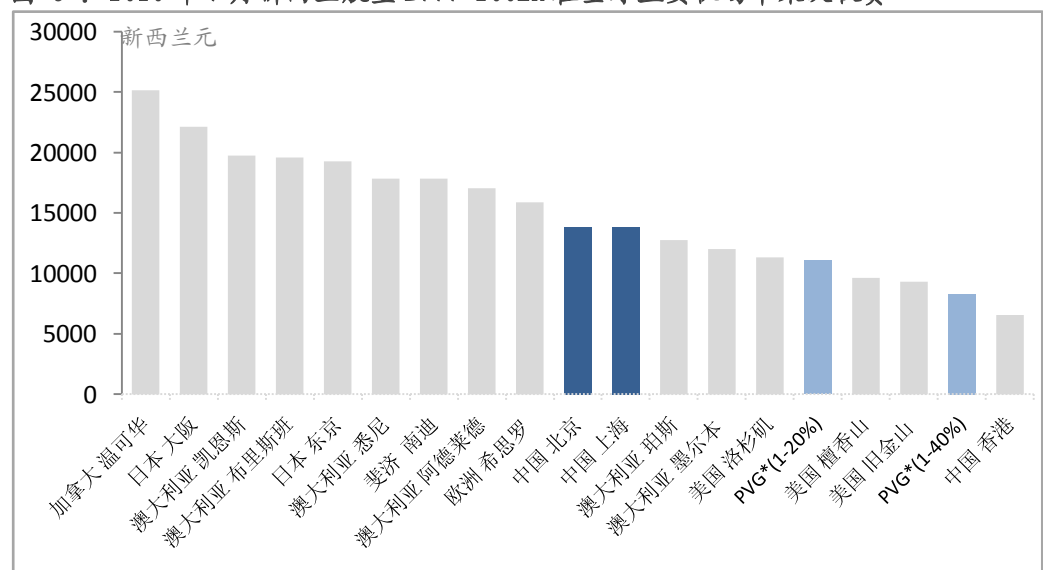
从横向比较看，中国的机场（北京机场、浦东机场等）对外航航空性收费水平在国际主要机场中处于中低水平；若下调至目前的 80%或 60%，则处于低位。因此，我们预计外航外线收费标准下调的概率较小。

图 2： 2010 年 7 月新西兰航空 A320-200 在全球主要机场单架次收费



数据来源：JACOBS CONSULTANCY、安信证券研究中心

图 3： 2010 年 7 月新西兰航空 B777-200ER 在全球主要机场单架次收费



数据来源：JACOBS CONSULTANCY、安信证券研究中心

表 3: A320-200、B777-200ER 主要参数

项 目	A320-200	B777-200ER
最大起飞重量	73.5	297.6
座位数	152	313
客座率假设	75.7%	75.7%
运载人数	115	237

数据来源: JACOBS CONSULTANCY、安信证券研究中心

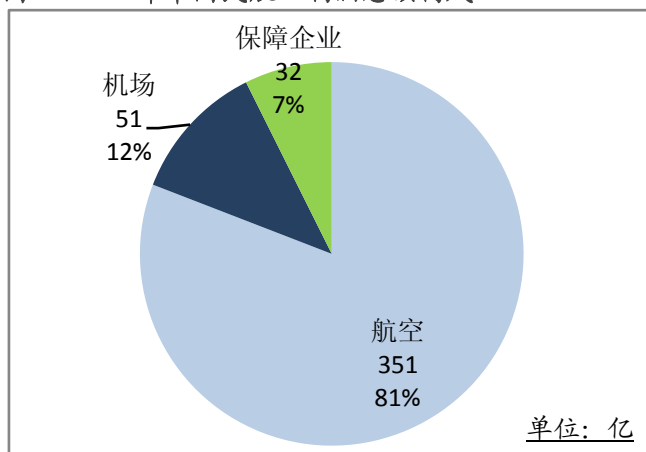
4. 从航空、机场盈利影响角度分析, 预计内航外线上调并轨概率较大

4.1. 收入规模及盈利能力: 航空公司盈利规模占民航比重较大

2010年, 中国民航业全行业累计实现营业收入4115亿元, 利润总额434亿元。其中, 航空公司实现营业收入2999亿元, 比上年增长40%, 利润总额351亿元, 比上年增长294亿元; 机场实现营业收入417亿元, 比上年增长22%, 利润总额51亿元, 比上年增长18亿元; 保障企业实现营业收入699亿元, 比上年增长37%, 利润总额32亿元, 比上年增长12亿元。

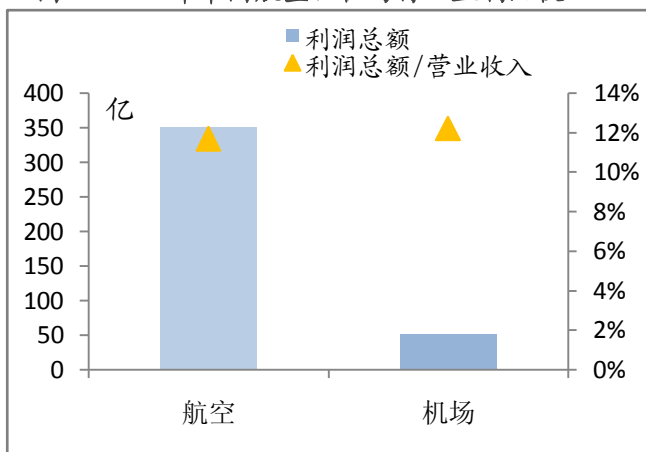
与全球相似, 与航空公司相比, 机场的收入水平较低, 利润微薄。从收入占比看, 机场行业占全民航的10%。从利润占比看, 机场行业的利润总额仅占全民航的12%。

图 4 2010 年中国民航业利润总额构成



数据来源: 民航局、安信证券研究中心

图 5 2010 年中国航空、机场行业盈利比较



数据来源: 公司数据、安信证券研究中心测算

4.2. 机场盈利对调整方案敏感性远大于航空行业

机场并轨方案的调整, 将影响航空公司的成本、机场的收入, 从而分别影响其盈利。我们以 2010 年行业收入及盈利数据, 测算不同调整方案下, 对中国航空、机场行业盈利水平的影响程度。

4.2.1. 2010 年机场全行业对国际航线内航、外航航空性收入分别约为 12.9、29.5 亿

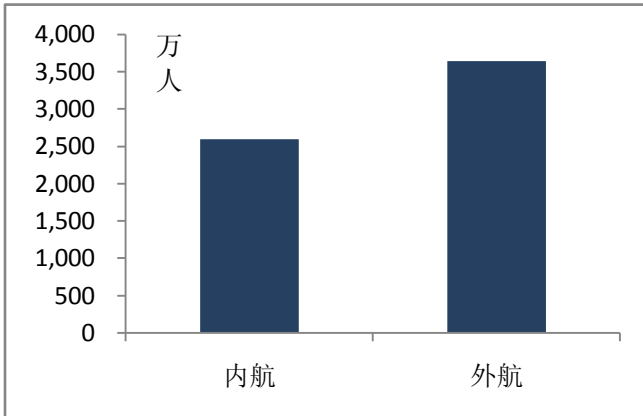
2010 年我国机场旅客吞吐量 56,431 万人次。其中, 内地至香港、澳门和台湾地区航线为 1,764 万人次, 国际航线完成 4,469 万人次, 比上年增长 20.6%。全行业国内航空公司承运旅客运输量 2.68 亿人次, 其中港澳台航线完成 668 万人次, 国际航线完成旅客运输量 1928 万人次。国际航线、地区航线国内航空公司承运旅客量约 2,596 万人, 国外航空公司承运旅客量约 3,638 万人。

2010 年我国机场完成货邮吞吐量 1,129 万吨, 内地至香港、澳门和台湾地区航线为

69万吨, 国际航线完成 407 万吨, 比上年增长 27%。全行业国内航空公司完成货邮运输量 563 万吨, 其中港澳台航线完成 21.7 万吨, 国际航线完成货邮运输量 192.6 万吨。国际航线、地区航线国内航空公司完成货邮运输量约 214 万吨, 国外航空公司承运旅客量约 262 万吨。

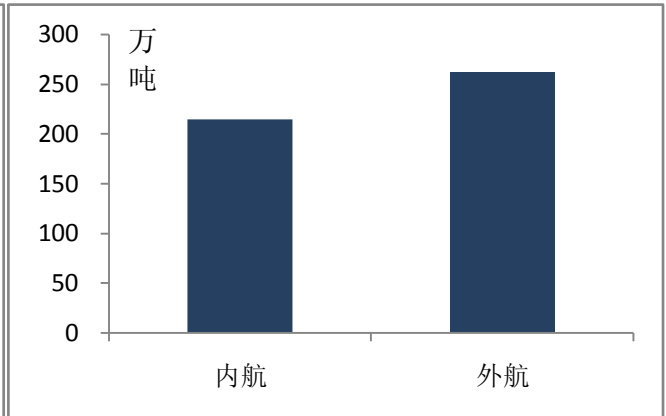
按照《改革方案相关规定》, 我们测算 2010 年机场全行业国际及地区航线航空性收入约为 42.4 亿, 其中从国内航空公司获得收入为 12.9 亿, 从国外航空公司获得 29.5 亿。

图 6 : 2010 年国际、地区航线旅客运输量



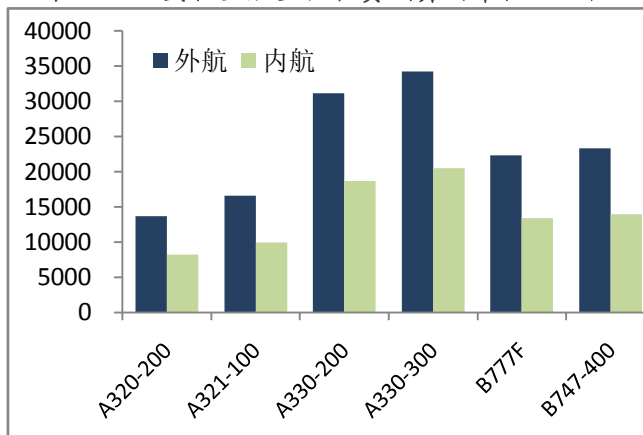
数据来源: 民航局、安信证券研究中心测算

图 7 : 2010 年国际、地区航线货邮运输量



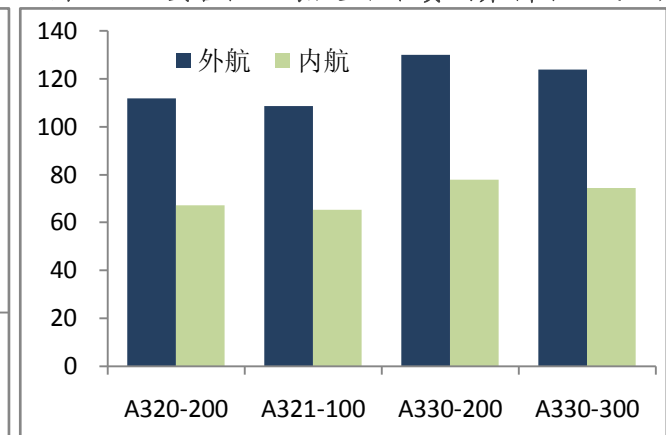
数据来源: 民航局、安信证券研究中心测算

图 8 : 主要机型航空性收费测算 (单位: 元)



数据来源: 民航局、安信证券研究中心测算

图 9 : 主要客机人均航空性收费测算 (单位: 元/人)



数据来源: 民航局、安信证券研究中心测算

4.2.2. 不同调整方案对航空、机场行业收入、盈利的影响

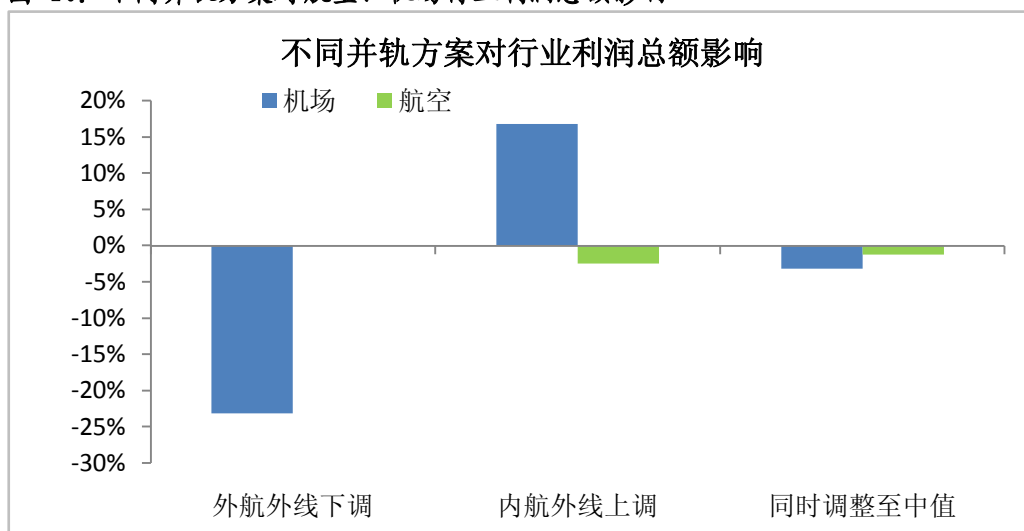
1) 外航外线收费标准向内航并轨, 即外航外线下调 40%: 则对中国航空公司的成本没有影响; 但对机场来说, 外航外线收费若下调, 机场收入将减少 11.8 亿, 机场行业利润总额下降 23.1%。

2) 内航外线收费标准向外航并轨, 即内航外线上调 67%: 机场全行业收入、航空全行业成本将同时增加 8.6 亿, 机场行业利润总额增加 16.8%, 但航空公司利润总额减少 2.4%。

3) 内航外线、外航外线航空性收费均调整到目前外航外线的 80%, 即内航外线上调 33%, 外航下调 20%: 对中国航空行业来说, 成本将增加 4.3 亿, 航空行业利润总额下降 1.2%; 对机场来说, 从国内航空公司的收入将增加 4.3 亿, 从国外航空公司的收入将减少 5.9 亿, 综合两方面机场的收入将减少 1.6 亿, 机场行业利润总额将下降 3.1%。

总结来说，内航外线下调，对机场行业利润影响较大（下降 23%）；内航外线上调，航空公司盈利略有下降（降幅 2.4%），但机场行业利润约将提升 18.6%；若内航外线、外航同步调整到中间值（目前外航外线标准的 80%），则航空公司、机场行业利润总额均将略有下降。

图 10：不同并轨方案对航空、机场行业利润总额影响



数据来源：民航局、安信证券研究中心

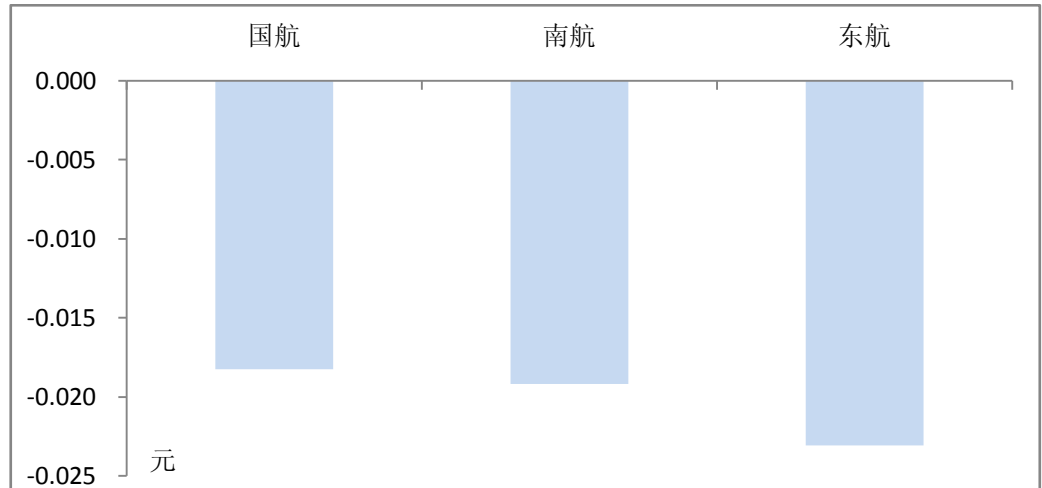
4.3. 若内航外线上调，影响国航、南航、东航 EPS 约 0.018 元、0.019 元、0.023 元

民航局在《中国民用航空发展第十二个五年规划》中提出“加快运输机场建设，加快提升既有机场容量。积极推进机场改扩建工程，提高机场保障能力。”到 2015 年，全国运输机场总数达到 230 个以上。2010 年，全国民用运输机场为 175 个。

我们认为机场必须能够获得足够的收入，才能实现机场资源的高效配置、才能保障其发挥有效功能，才能使服务维持在使用者可以接受的水平之上、周边地区经济的发展。因此，在目前我国机场行业本身盈利不高、与国际收费比较也不高的情况下，加快机场建设的方向下，外航航空性收费下调的概率较小。不考虑相关补贴，内航外线航空性收费若上调至外航标准，对国航、南航、东航每年成本支出增加约 2.8 亿、2.4 亿、3.2 亿元，EPS 分别下降约 0.018 元、0.019 元、0.023 元，影响也较小。

考虑到国家鼓励发展国际航线的思路，我们预计可能的方案是内航外线上调至外航标准，同时由当地政府或民航局对航空公司国际航线进行补贴。

图 11: 若内航外线上调并轨对各航空公司 EPS 影响测算



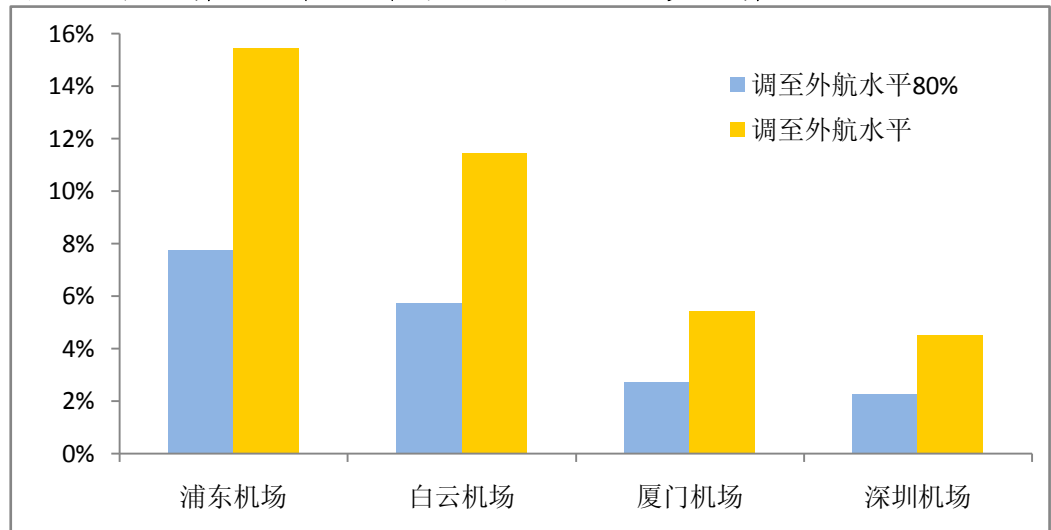
数据来源: 公司数据、WIND、安信证券研究中心

4.4. 若内航外线 2012 年前上调并轨, 上海机场 2013 年 EPS 增加 0.13 元

综合与国际主要机场比较、以及对行业盈利的影响, 我们认为内航外线上调至外航标准并轨的概率较大。

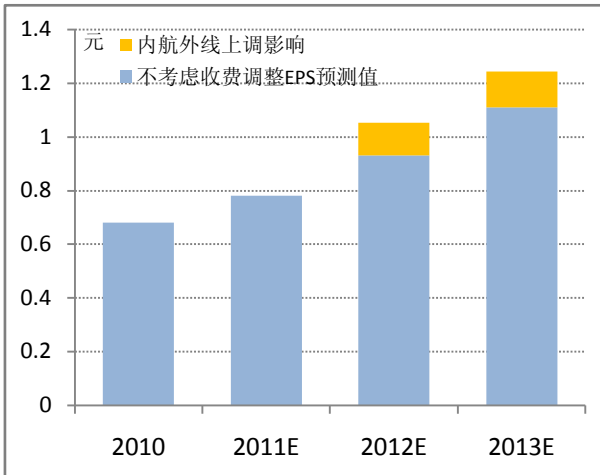
在国内上市机场中, 上海机场由于国际航线占比较大, 业绩对内航外线调整敏感性最大。假设 2011 年底一次性并轨, 2012、2013 年上海机场 EPS 分别增加 0.12、0.13 元; 假设 2011 年底、2012 年底分两步并轨, 2012、2013 年上海机场 EPS 分别增加 0.05、0.13 元。

图 12: 静态测算 2011 年内航外线上调对各机场 EPS 影响测算



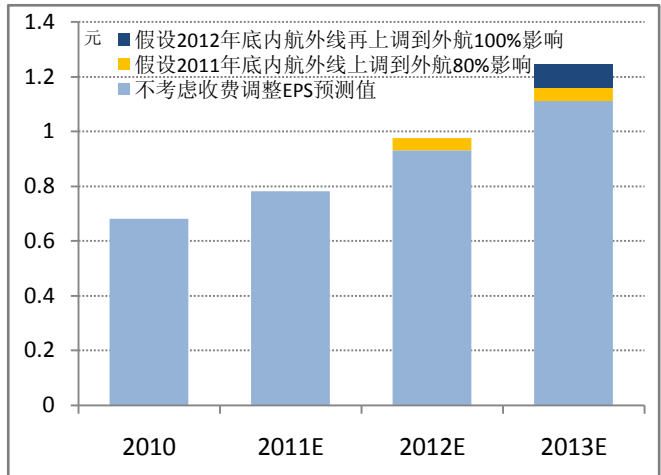
数据来源: 公司数据、WIND、安信证券研究中心

图 13：内航外线一次性上调到外航标准



数据来源：民航局、安信证券研究中心

图 14：航外线分两步上调到外航标准



数据来源：公司数据、安信证券研究中心测算

5. 投资策略

在目前我国机场行业本身盈利不高、与国际收费比较也不高的情况下，在加快机场建设的方向下，外航航空性收费下调的概率较小，内航外线上调至外航标准的并轨方案的概率较大。若内航外线上调并轨，在国内上市机场中，上海机场业绩敏感性最大。假设 2011 年底一次性并轨，2012、2013 年上海机场 EPS 分别增加 0.12、0.13 元；假设 2011 年底、2012 年底分两步并轨，2012、2013 年上海机场 EPS 分别增加 0.05、0.13 元。

上海机场目前处于业绩长期增长通道，非航业务发展空间广阔，同时国内国际油价并轨提升浦东航油盈利能力，我们看好公司的发展前景。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 16.6、13.9、11.7 倍。若 2011 年底内航外线航空性收费上调，并假设资产注入增厚 10%，则 2012 年业绩可达 1.14 元，目前股价对应 2012 年 PE11.4 倍。建议关注机场收费调整进程及资产注入进程，维持“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间			2011-9-12		
					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	EBIT/营业收入		
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	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,473	1,123	990	830	693	
应收帐款	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	
预付帐款	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%	
应付帐款	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%	0.7%	0.6%	0.6%	
现金流量表					2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标		
净利润	748.1	1,406.2	1,505.3	1,789.3	2,130.9	EPS(元)	0.37	0.68	0.78	0.93	1.11	
加: 折旧和摊销	823.8	824.6	637.7	638.1	638.1	BVPS(元)	6.66	7.29	7.98	8.83	9.86	
资产减值准备	5.8	-0.7	-1.4	2.6	-0.2	PE(X)	35.3	19.0	16.6	13.9	11.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3	
财务费用	174.2	143.1	81.1	37.6	-0.3	P/FCF	460.3	22.8	7.6	11.3	8.9	
投资收益	-268.0	-494.1	-540.0	-530.0	-520.0	P/S	7.5	6.0	5.5	4.8	4.2	
少数股东损益	41.7	95.5	90.8	114.6	140.0	EV/EBITDA	19.5	9.5	8.7	6.9	5.3	
营运资金的变动	-310.0	368.6	99.8	-164.4	86.6	CAGR(%)	36.5%	17.3%	-4.2%	-14.2%	-38.3%	
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	PEG	1.0	1.1	-3.9	-1.0	-0.3	
投资活动产生现金流量	-249.4	-438.7	1,964.2	527.9	517.9	ROIC/WACC	0.6	1.0	1.1	1.5	1.8	
融资活动产生现金流量	-935.1	-776.8	-262.0	-190.6	-145.8	REP	3.7	1.6	1.5	1.1	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、谢红分别声明，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
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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