

上海机场 (600009.SH)

机场行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

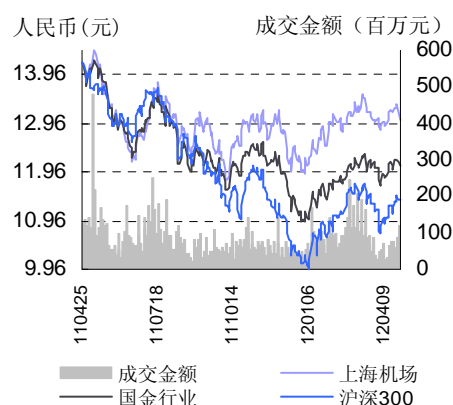
市价(人民币): 13.05元
目标(人民币): 15.00-17.00元

收入增长缓慢导致业绩同比持平

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)	25,146.81
年内股价最高最低(元)	14.47/11.79
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《流量低增长、但业绩实现较快增长》，2012.2.29
2. 《后世博业绩仍维持稳定》，2011.10.27
3. 《非航收入带动业绩高增长》，2011.8.25

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

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.367	0.680	0.778	0.902	1.102
每股净资产(元)	6.66	7.29	7.87	8.18	8.83
每股经营性现金流(元)	0.61	1.17	0.58	1.18	1.33
市盈率(倍)	47.52	18.22	16.76	14.45	11.83
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%	14.37%	16.01%	22.13%
净资产收益率(%)	5.50%	9.33%	9.89%	11.04%	12.49%
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 12 年一季度实现净利润 3.68 亿元, 同比增长 2.63%, 实现 EPS 0.19 元, 同比持平, 业绩略低于我们之前的预期。

经营分析

- 业绩略低于预期的主要原因一是营业税改增值税的影响: 公司航空业务收入营业税改增值税, 非航收入仍将是营业税, 航空业务收入占比为 60% 左右, 税率由 3% 上升至 6%, 由于折旧和人工成本等均不能作为进项税抵消, 因此我们预计这将减少公司一季度利润 0.15-0.2 亿。
- 二是收入增长缓慢, 增速明显低于预期。收入增长只有 5% 左右, 增长明显偏慢, 一是税改影响, 营业税是价内税, 而增值税是价外税, 因此航空收入将比原算法低 6 个百分点。我们预计公司非航收入仍有望延续去年的增长率 (15%-20%), 因此航空业务收入实际上可能出现负增长, 但考虑到一季度公司起降架次增长 6%, 旅客吞吐量增长 10.7%, 而国际航线旅客量更是增长 11%, 收入增长缓慢可能不完全是税改的问题。
- 营业成本和投资收益基本符合预期。公司营业成本同比增长 5.6% 左右, 增速仍然维持低位, 因此业绩增长低的原因还是在收入端。1 季度投资收益 1.38 亿, 同比下降 12.2%, 主要是由于今年同期油价上涨幅度低于去年。

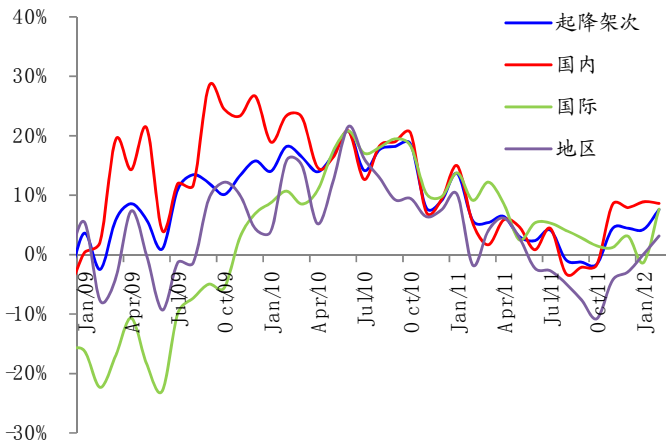
展望

- 我们预计营业税的负面影响后面可能会抵消, 一方面增加的税收成本未来可能得到返还, 另一方面税改方案也可能得到调整。
- 2012 年公司航空收入与非航收入仍将保持较快的增长, 尤其是国际航线和非航收入, 国际航线随着日本地震影响逐渐消失, 美日放松签证政策以及国际经济形势的好转将会有较快的增长; 而客流量的较快增长以及商业流程改造将会驱动非航模式继续保持较快的增长。

盈利预测及投资建议

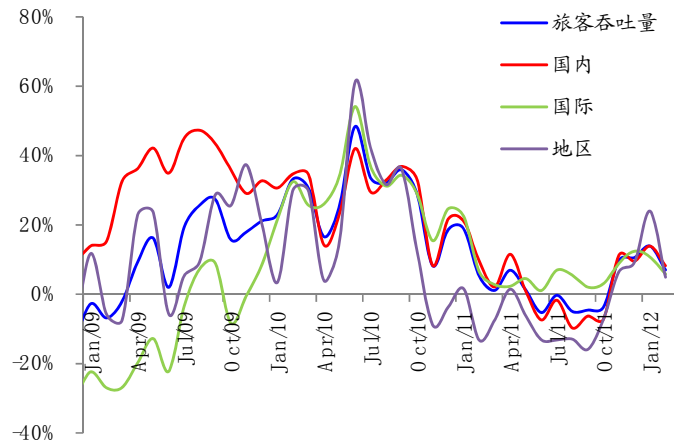
- 我们略下调公司盈利预测, 由之前的 0.95 下调至 0.90 元, 由于一季报向来都是年度业绩的低点, 因此预计全年同比增长仍将超过 15%, 考虑分红派息后, 目前股价对应 13.7x12PE, 我们仍认为公司业绩将稳定增长, 同时未来还可能有关航外线提价、资产注入和迪斯尼等催化剂, 公司仍有较强的配置价值, 我们维持“买入”评级。

图表1: 浦东机场起降架次同比增速

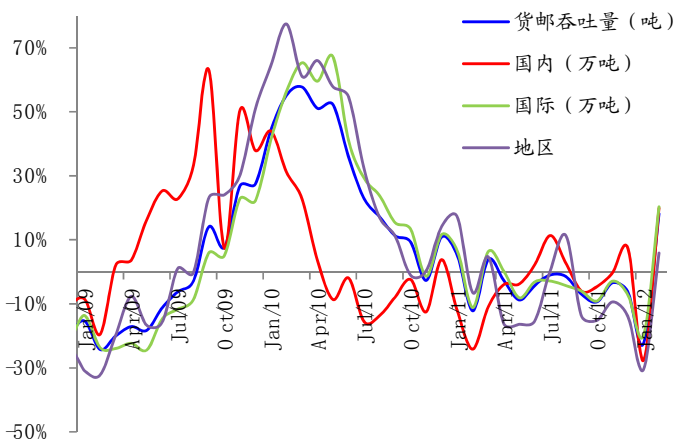


来源: 国金证券研究所

图表2: 浦东机场旅客增速同比增速

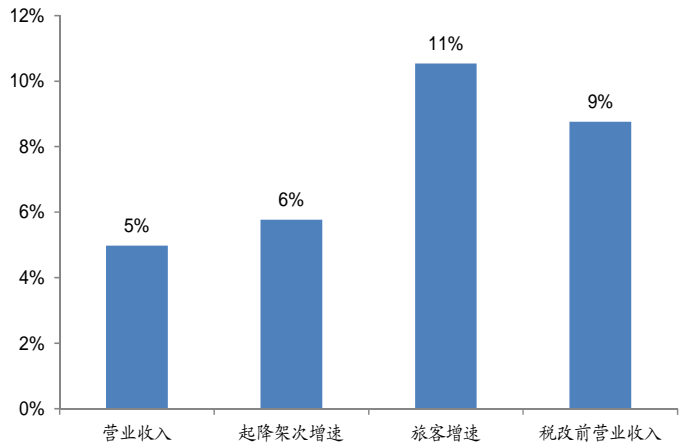


图表3: 浦东机场货邮吞吐同比增速



来源: 国金证券研究所

图表4: 公司一季度各项指标增速



图表5: 财务指标及预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
主营业务收入	3,351	3,338	4,186	4,611	5,045	5,979
增长率	-0.4%	25.4%	10.1%	9.3%	18.5%	
主营业务成本	-2,051	-2,292	-2,560	-2,800	-3,086	-3,376
%销售收入	61.2%	68.6%	61.1%	60.7%	61.2%	56.5%
毛利	1,300	1,047	1,627	1,812	1,959	2,602
%销售收入	38.8%	31.4%	38.9%	39.3%	38.8%	43.5%
营业税金及附加	-134	-134	-166	-182	-75	-87
%销售收入	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	1.5%	1.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-124	-128	-149	-162	-182	-200
%销售收入	3.7%	3.8%	3.6%	3.5%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	1,042	784	1,311	1,467	1,702	2,315
%销售收入	31.1%	23.5%	31.3%	31.8%	33.7%	38.7%
财务费用	-146	-173	-138	-90	-76	-62
%销售收入	4.3%	5.2%	3.3%	2.0%	1.5%	1.0%
资产减值损失	3	-6	1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	174	268	494	569	563	619
%税前利润	16.3%	30.7%	29.6%	29.2%	25.7%	21.5%
营业利润	1,073	874	1,668	1,944	2,188	2,872
营业利润率	32.0%	26.2%	39.8%	42.2%	43.4%	48.0%
营业外收支	-4	-2	1	-1	3	3
税前利润	1,069	872	1,669	1,944	2,191	2,875
利润率	31.9%	26.1%	39.9%	42.2%	43.4%	48.1%
所得税	-167	-124	-263	-329	-410	-566
所得税率	15.6%	14.2%	15.7%	16.9%	18.7%	19.7%
净利润	902	748	1,406	1,615	1,781	2,308
少数股东损益	42	42	95	116	44	49
归属于母公司的净利润	860	706	1,311	1,500	1,737	2,259
净利率	25.7%	21.2%	31.3%	32.5%	34.4%	37.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
净利润	902	748	1,406	1,615	1,781	2,308
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	694	830	824	925	1,092	1,116
非经营收益	-21	-99	-373	-454	-454	-510
营运资金变动	-80	-294	390	235	-134	-288
经营活动现金净流	1,495	1,184	2,248	2,322	2,285	2,626
资本开支	-1,771	-595	-521	-207	-506	-507
投资	0	0	0	0	0	0
其他	81	346	82	351	563	619
投资活动现金净流	-1,690	-249	-439	144	57	112
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	673	-660	-470	0	0	1
其他	-389	-275	-307	-460	-508	-1,252
筹资活动现金净流	285	-935	-777	-460	-508	-1,251
现金净流量	90	0	1,032	2,006	1,834	1,487

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	377	377	1,409	3,415	4,201	5,689
应收款项	1,200	1,486	1,144	1,020	1,572	1,863
存货	19	16	18	19	930	1,018
其他流动资产	7	8	12	16	311	340
流动资产	1,602	1,887	2,583	4,470	7,014	8,909
%总资产	9.3%	11.1%	14.8%	23.6%	33.7%	40.3%
长期投资	1,114	1,034	1,446	1,663	1,446	1,446
固定资产	14,139	13,614	13,034	12,341	12,008	11,405
%总资产	81.8%	80.3%	74.5%	65.2%	57.6%	51.5%
无形资产	401	393	385	369	374	371
非流动资产	15,679	15,073	14,919	14,450	13,830	13,224
%总资产	90.7%	88.9%	85.2%	76.4%	66.3%	59.7%
资产总计	17,281	16,960	17,502	18,920	20,845	22,134
短期借款	1,141	599	0	0	0	0
应付款项	1,147	705	473	494	1,005	1,100
其他流动负债	207	215	339	449	1,345	1,113
流动负债	2,495	1,519	812	943	2,350	2,214
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2,480	2,482	2,484	2,487	2,484	2,484
负债	4,975	4,001	3,296	3,429	4,834	4,699
普通股股东权益	12,222	12,833	14,053	15,360	15,774	17,149
少数股东权益	84	126	152	130	237	286
负债股东权益合计	17,281	16,960	17,502	18,920	20,845	22,134

比率分析						
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.446	0.367	0.680	0.780	0.901	1.173
每股净资产	6.342	6.660	7.293	7.971	8.186	8.900
每股经营现金净流	0.776	0.615	1.166	1.205	1.186	1.363
每股股利	0.050	0.050	0.100	0.000	0.592	0.459
回报率						
净资产收益率	7.03%	5.50%	9.33%	9.76%	11.01%	13.18%
总资产收益率	4.97%	4.16%	7.49%	7.93%	8.33%	10.21%
投入资本收益率	5.52%	4.20%	6.62%	6.78%	7.48%	9.33%
增长率						
主营业务收入增长率	6.57%	-0.37%	25.40%	10.15%	9.35%	18.51%
EBIT增长率	-33.83%	-24.73%	67.20%	11.90%	20.07%	36.01%
净利润增长率	-49.28%	-17.84%	85.56%	14.41%	14.31%	30.08%
总资产增长率	7.72%	-1.86%	3.20%	8.10%	7.63%	6.18%
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	833.1	653.9
偿债能力						
净负债/股东权益	26.36%	20.87%	7.57%	-5.99%	-10.73%	-18.37%
EBIT利息保障倍数	7.2	4.5	9.5	16.3	22.3	37.1
资产负债率	28.79%	23.59%	18.83%	18.13%	23.19%	21.23%

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	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

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作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