国金证券 SINOLINK SECURITIES

上海机场 (600009.SH)　机场行业

评级：买入　维持评级　　**公司点评**

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

旅客增速保持快速增长

事件

上海机场发布公告显示，5 月份公司飞机起降达到 30811 架次，同比增长 7.26%，旅客吞吐量达到 372.56 万人次，同比增长 9.44%；货邮吞吐量为 24.79 万吨，同比下降-3.77%；

评论

国际航线保持快速增长：日本地震造成 11 年国际航线基数偏低，恢复性增长以及日美放松对华签证利好国内出境游增长相叠加，推动国际航线人数保持快速的增长；5 月份国际航线旅客增速在 14%左右，快于飞机起降架次 7.6 个百分点，主要来源于三个方面，一是航空公司客座率有上升，以东航为例，5 月国际航线客座率上升 3.5 个百分点，上升幅度为 4.8%；二是国际航线起降包括了国际货运，而国际货运同比负增长，货机大概占到 10-15%左右，导致起降架次少增长 0.4 个百分点左右；第三预计航空公司宽体机比重也有所加大；宽体机比重加大将明显增加公司营收水平。

国内航线增速预计快于行业均值：上海地区两大机场中，虹桥主要承担国内航班运输，但该机场受到空域资源限制较为严重，旅客增速明显偏低，因此上海地区国内航线新增航班与旅客主要在浦东机场，使得公司国内航线旅客增速至少能够与行业平均水平基本相当，5 月份国内航线旅客增速 8%，起降架次增速 9.9%，5 月份旅客增速超过行业 4.7%的平均水平，未来发展态势依赖于经济复苏情况。

货运持续低迷：货运为经济同步指标，在经济持续低迷的状态下，货运很难有起色，仍将保持下行的态势，5 月份基数较低影响下滑幅度环比有所缩窄，特别是国际方面下跌仅为 3%；Q3 旺季到来或能带动环比有所提升，但同比情况依赖于经济走势。

非航业务预计快速增长：长三角地区经济发达，人均消费水平处于全国领先地位，非航收入增长有所保障；同时消费能力相对较强国际航线旅客保持快速增长的态势也利好非航收入的增加，全年非航收入有望保持 15%以上的增速。

油价下行不利 Q2 投资收益，但全年影响幅度有限：自 4 月下旬开始，油价开始稳步的回调，对公司参股油料公司业绩产生一定的影响，由于油料公司供国际航线油料居多，15 天储油期使得在油价迅速下行区间内对利润产生一定侵蚀，主要在 5 月份，但随着油价逐步回落到位，后续保持稳定甚至出现回升概率较强，油料公司收益有望逐渐恢复，特别是在油价上升通道中，公司甚至可以获得超额的收益；由于去年 2 季度油价同样出现回调的情况，加上广告收入增加，预计投资收益同比不会产生太大的下滑，下滑幅度在 10%以内，从全年来看，整体影响相对较弱，如果油品单位收益下降 20%，拖累净利润仅 1-3%。

投资建议

我们认为在国际航线快速增长带动下，主业利润快速增长是确定的，油价下行影响主要限于 2 季度，从全年来看，影响程度不大，公司业绩能够依然保持快速增长；预计 2012 公司 EPS 为 0.9 元，剔除马上要进行的 0.6 元分红，目前股价对应 13.3X2012PE，1.5x2011PB，处于历史低位。公司的低估值、高分红和较快的稳健增长，由于公司产能利用率不到 60%，未来几年成长空间巨大，使得公司非常适合长期持有，是非常好的配置型公司，因此我们维持“买入”评级，继续推荐。

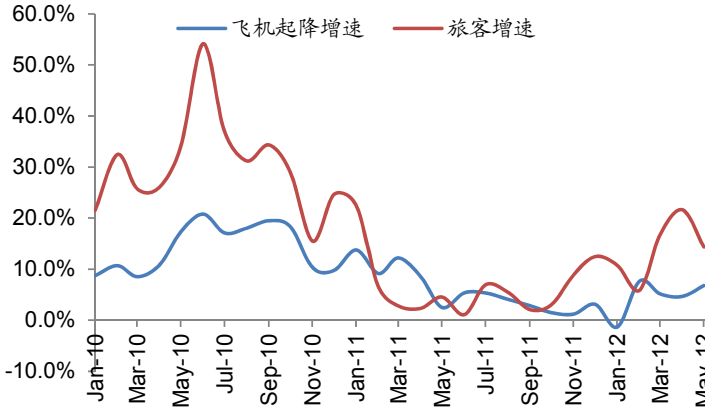
敬请参阅最后一页特别声明　　此报告仅供泰信基金管理有限公司使用

航空收入保持快速增长

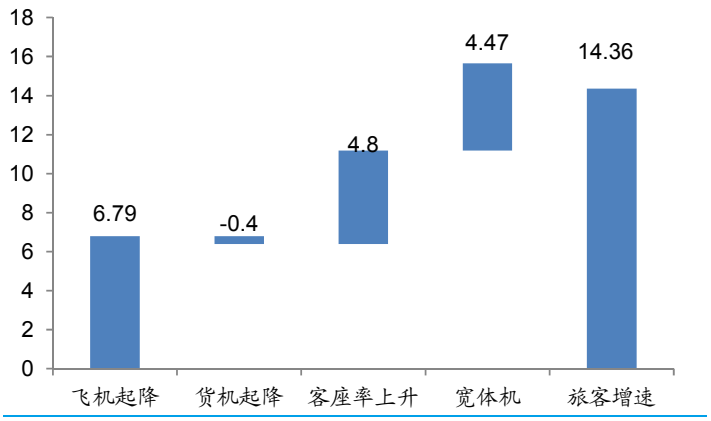
日本地震低基数推动国际航线快速增长

- **国际航线需求增速快速恢复：**受到日本地震影响，公司 2011 年国际航线旅客增速明显偏低，全年飞机起降与旅客增速分别为 5.6%、6.2%，随着地震因素的散去，国际航线有望进入快速恢复的阶段。5 月份国际航线旅客增速达到 14%，依然保持快速增长。
  - 美国,日本相继宣布放松中国公民签证尺度,增加发放数量,也利好国际航线经营;一方面美国将进一步简化签证难度,另一方面则是增加签证发放量,继 11 年发放签证审批突破百万后,预计 12 财年赴美签证审批量将达到 130 万,增加将近 30%;而日本方面在签证申请难度,有效期,停留时间等都作出了较大的放松；国外政府放松对华公民签证有利于出境游旅客的增加;
- **客流量增速明显快于飞机起降增速，公司营收水平明显改善：**公司旅客增速明显好于飞机起降增速，特别是国际航线方面，旅客增速领先 7.6 个百分点，主要来自三个方面：一是航空公司客座率有上升，以东航为例，4 月国际航线客座率上升 3.5 个百分点，上升幅度为 4.8%；二是国际航线起降包括了国际货运，而国际货运同比负增长，货机大概占到 10-15%左右，导致起降架次少增长 0.4 个百分点左右；第三预计航空公司宽体机比重也有所加大；宽体机比重加大将明显增加公司营收水平；

图表1：国际航线旅客增速快于飞机起降增速



图表2：5 月份国际航线旅客增速快于飞机起降原因

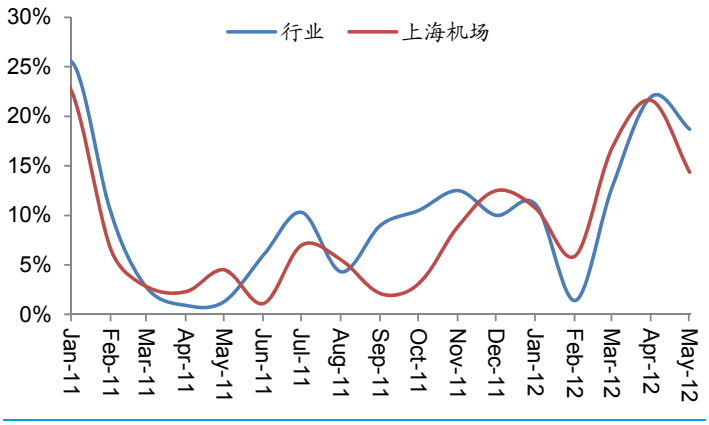


来源：国金证券研究所，公司公告

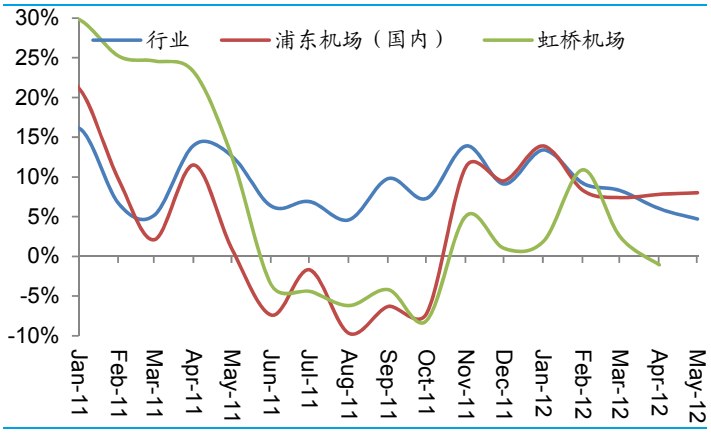
国内航线恢复与行业水平同步

- 上海地区主要有公司浦东机场以及虹桥两家机场，其中虹桥以国内航班为主，而公司承担所有国际航班以及部分国内航班，虹桥机场空域问题比较严重，机场飞机起降增速与旅客增速明显偏低，4 月虹桥机场旅客同比下降 1.07%，明显低于同期我国民航国内航线 6%平均增速；
- 虹桥机场方面空域资源限制航班数量的提升，使得上海地区新增航班主要以公司为停靠机场，国内旅客增速能够与行业平均增速保持相同，5 月公司旅客增速达到 9.9%，领先国内航线行业平均 4.7%的同比增速。

图表3：上海机场国际航线旅客增速好于行业水平



图表4：上海机场国内航线旅客增速略好于行业水平

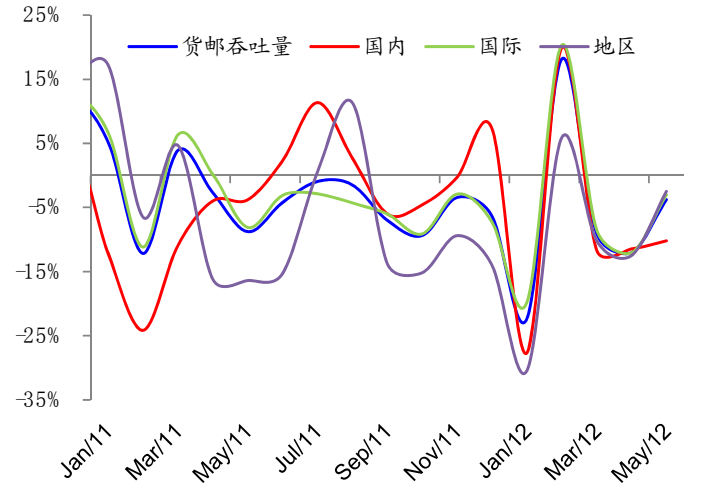


来源：国金证券研究所，公司公告，CAAC

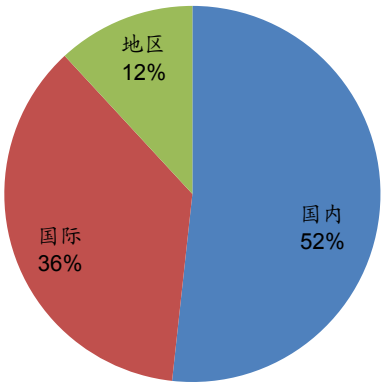
航空收入有望保持较快增长

- 目前世界范围内航空货运均呈现下滑的态势，这与航空货运同经济的同步性有关，尽管世界经济在美国主要指标稳步好转的带动下，逐步改善，但整体而言依然处于景气的底部，特别是还受到欧洲债务危机不确定性的影响，预计全年货运仍难见起色；
- 对于航空货运，股份公司只能收取安检费以及货机起降费，预计占航空收入的比重仅为 5%左右，因此航空货运的负增长对公司影响不大；而且由于国际航线收费水平明显高于国内航线，因此尽管国内国际旅客量相当，但公司航空收入中来自国际航线的收入占比预计将达到 75%左右，因此国际航线的高增长预计将驱动公司收入实现较快增长，根据我们的测算，5 月国际国内航线的增长合计预计将驱动航空收入增长 12%左右。

图表5：货运依然保持低迷



图表6：上海机场旅客构成

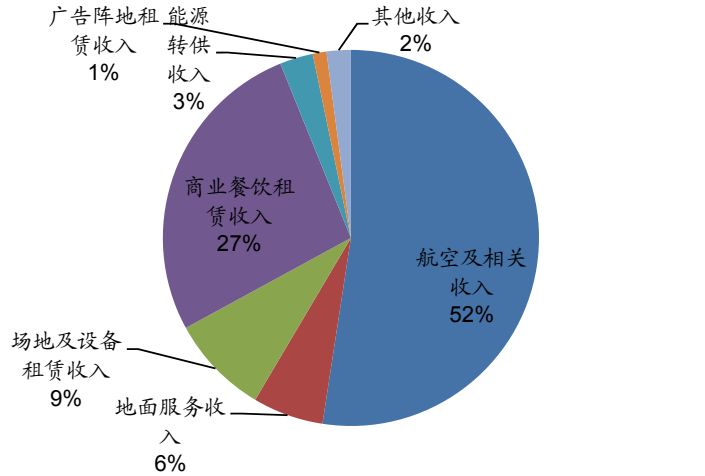


来源：国金证券研究所，公司公告

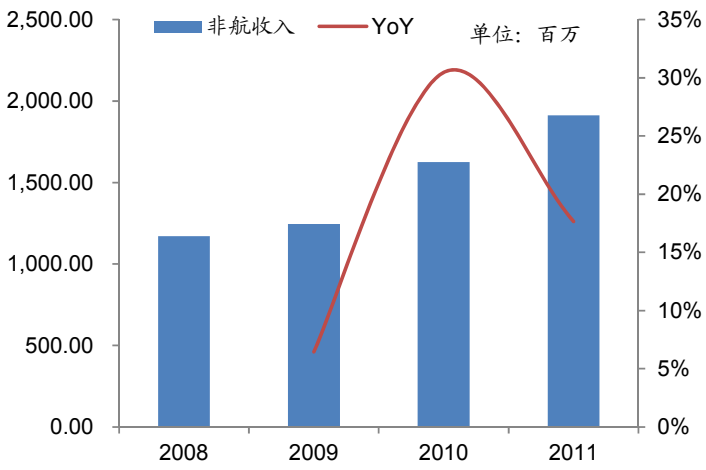
非航收入预计保持快速增长

- 非航收入占公司主业收入比例超过 40%左右，10 年以来保持较快的增长，特别是商业餐饮租赁收入 3 年 CAGR 达到 29%，增速远超过其他各项收入情况，预计在商业餐饮收入的带动下，非航收入依然能够保持 15%以上增速；
- 公司地处长三角地区是我国经济最为发达的地区之一，人均消费能力处于全国领先水平，受此利好近年来公司非航收入增速较快，预计全年旅客增速仍将保持 10%以上增长，非航收入受此影响也将保持相应的增长，其中对机场商业等非航收入贡献更大的国际航线旅客增速有望保持在 20%以上，将加快非航收入增长；

图表7：上海机场主业收入构成



图表8：非航收入保持较快增长

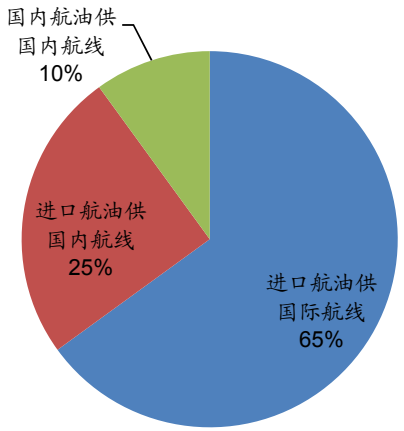


来源：国金证券研究所，公司公告

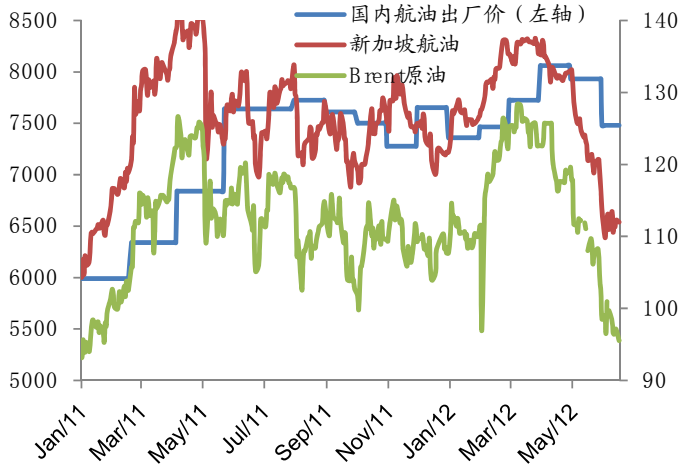
油价下行不利 Q2 投资收益，全年影响幅度有限

- 4 月份之后，随着中东局势的逐渐缓和，以及 OPEC 持续增加石油产量，国际油价逐步稳定并出现较快的回落，受此影响公司参股 40%的浦东机场航空油料公司（简称“油料公司”，下同）业绩将会有所下滑，影响公司投资收益，2011 年油料公司净利润达到 8.2 亿元，对公司净利润占比达到 20%；目前储油期相对较短，但在油价快速下滑中对油料公司盈利会产生明显的影响；
- 油料公司出售航油中，90%来自进口，其成本为新加坡航油价格+海上运保费以及港口装卸费率，10%为国内产航油，其成本为发改委公布航油出厂价格；其价格机制为：外航外线加油为市场调节价，收取固定的吨毛利利差；内航外线的航油销售价格跟随国际油价波动，基本由新加坡离岸价+海上运保费+进销差价等构成。内航内线则按照国内航油出厂价+进销差价构成；
  - 根据航油来源的不同以及出售对象的不同，可将燃油分为三类，其中国内采购部分全部供给国内航线，进口航油供给国内航线部分，进口航油供给国际航线部分；
  - 目前油料公司储油期在半个月左右，可以假设航油储备补充为连续进行，则进口航油成本滞后新加坡现货价格半个月左右，而国内航油出厂价格大致是以上月新加坡航油价格均价计算，则销售价格实际滞后新加坡现货价格 1 个月；成本与销售计价区间的错期在油价相对稳定（包括持续高位与低位）阶段并不会产生影响，而油价出现较大幅度的波动（上行或下行）时，才会对利润产生一定的影响；
  - 不难发现供国际航线航油成本滞后售价半个月，而供国内航线航油成本领先售价半个月，由于储油期以及发改委对于国内航油出厂价格的规定使得国内外航线售价与成本在一定程度上起到相互对冲的作用；理论上如果向国内外航线出售航油保持一定的比例，能够对冲油价在上行或下行过程中成本与销售计价期不同造成的损失；但由于公司国际航线燃油占比较大，使得公司在油价下行中利润受到压缩，而在油价上行阶段利润得到放大；
  - 在油价走势拐点处会出现特殊情况，在油价在由涨转跌的 1-2 个月内，可能出现国内、外航线实际计价价均低于采购成本，利润受到极大的侵蚀，本次油价下行自 4 月底开始，5 月份受到影响最大，我们测算单月可能处于微利甚至亏损；而在油价由跌转涨的拐点处，国内外航线实际计价都将高于采购成本，而利润得到放大，6 月份油价回落态势趋缓甚至出现小幅回升，至少会使得油料公司利润下滑的幅度收窄；
- 根据我们的测算，5 月份油料公司利润受到油价下行影响最严重的，甚至可能出现亏损，但预计 6 月份将出现一定的改善，受此影响 2 季度油料公司整体利润与去年同期相比或出现一定的下滑，下降幅度在 40%-50%，尽管 11 年油料公司投资收益利润占比达到 20%，去年 2 季度也曾因油价下行而影响整体收益，加上预期广告收入的增长，预计 2 季度投资收益下降在 10%以内；
- 随着油价下滑态势放缓，后续国际油价走势趋稳甚至出现上行的概率较大，这使得油料公司利润能够逐步恢复，甚至出现超额收益，一定程度上能够拟补油价下行中的损失；从全年来看，对业绩影响相对较小，即便油料公司单位收益下行 20%左右，拖累净利润在 1-3%左右；

图表9：油料公司航油构成

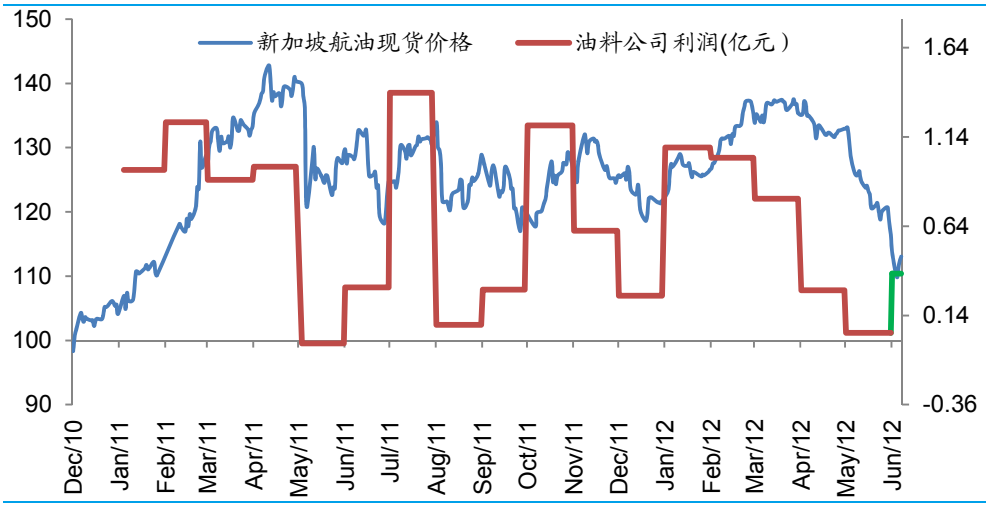


图表10：燃油价格走势



来源：国金证券研究所，Wind 资讯，公司公告

图表11：新加坡航油走势与油料公司利润变动



来源：国金证券研究所，Wind 资讯，公司公告

投资建议与估值

- 日本地震造成低基数以及日美等国家放松对华签证政策利好国际航线需求快速恢复，宽体机的投入也对机场收入产生了积极改善作用，而主要经营国内航线的虹桥机场受制于空域资源增速较慢使得浦东机场承接了较多国内旅客增量，增速与行业增速保持较为一致，国内、外航线情况将保证航空收入保持依然能够保持较快的增长；而旅客量的增加特别是消费能力较强的国际航线旅客量的增加有望推动非航收入保持 15%以上的增速；公司折旧成本相对固化，人工及相关成本增长也比较缓慢，2 季度公司将有望实现主业利润高于收入增长；
- 近期油价下行对油料公司收益产生一定的影响，5 月因油价快速下行或出现亏损，但随着油价下行态势放缓，并逐步稳定油料公司收益跌幅收窄并逐步恢复，考虑到油价下行空间有限，预计油价下跌造成业绩下降的影响逐步散去，长期来看油价走平甚至出现上行的概率较大，油料公司在油价上行阶段获得额外收益对油价下行阶段有所补充；从全年来看，影响相对较小，假设油料单位收益下降 20%，对公司利润影响在 1-3%左右；
- 我们预计 2012 公司 EPS 为 0.9 元，剔除马上要进行的 0.6 元分红，目前股价对应 13.3X2012PE，1.5x2011PB，处于历史低位。公司的低估值、高分红和较快的稳健增长，由于公司产能利用率不到 60%，未来几年成长空间巨大，使得公司非常适合长期持有，是非常好的配置型公司，因此我们维持“买入”评级，继续推荐。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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为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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B