

上海机场 (600009.SH)

机场行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

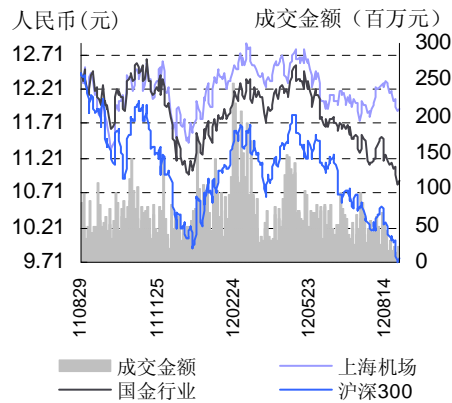
市价(人民币): 11.93元

主业利润保持快速增长

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)	229.89
年内股价最高最低(元)	12.87/11.33
沪深300指数	2238.41
上证指数	2073.15



相关报告

- 《投资收益影响业绩增速,全年影响有限》, 2012.8.2
- 《6月数据点评: 国内外航线继续快速增长》, 2012.7.20
- 《旅客增速保持快速增长》, 2012.6.20

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.778	0.871	1.068	1.257
每股净资产(元)	7.29	7.97	8.24	9.18	10.31
每股经营性现金流(元)	1.17	1.20	1.11	1.35	1.60
市盈率(倍)	18.22	15.73	14.18	11.57	9.82
行业优化市盈率(倍)	16.55	12.28	12.72	12.72	12.72
净利润增长率(%)	85.56%	14.41%	11.94%	22.54%	17.77%
净资产收益率(%)	9.33%	9.76%	10.57%	11.63%	12.20%
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 年上半年实现净利润 7.55 亿元, EPS 0.39 元, 同比增长 2.63%, 基本符合预期。

经营分析

- 燃料公司投资收益减少拖累业绩, 但主业利润保持快速增长:** 上半净利润增长仅 4.41%, 主要受到燃料公司投资收益减少影响, 2 季度燃油出现回落, 15 天储油期造成油料公司利润下降 26.7%, 尽管广告公司利润增长一定程度上拟补了投资收益减少, 但还是造成投资收益下降 12.6%; 扣除投资收益影响, 主业利润增速达到 20.0%。
- “营改增”造成航空业务收入同比下滑:** 上半年上海机场旅客吞吐量 2190 万人次, 同比增长 10.6%, 飞机起降架次 143 万架次, 增长 6.0%, 业务稳定增长, 但受到“营改增”影响, 航空业务收入下降 1.1%, 去除“营改增”影响航空业务收入增速在 5%左右, 增长相对稳定;
- 旅客流量驱动非航业务收入快速增长:** 旅客流量的稳定增长有利于公司非航业务收入的增长, 特别是出境游推动国际航线旅客增速较快, 其消费能力强, 利好机场免税商品等销售收入的增长, 上半年非航收入同比增长 18%左右;

展望

- 我们预计国内航线受益于虹桥机场跑道资源限制的溢出, 与行业增速保持同步, 而出境游人数的快速增长推动国际航线旅客增速较快, 全年航空业务收入有所保证; 另外航空较快的运力增长也对公司业绩产生利好;
- 流量增速, 特别是国际航线流量增速较快, 加上区域内国际航空消费提升显著, 有利于非航收入快速增长, 预计非航收入有望保持 15%以上增速。
- 随着近期油价回升, 燃料公司利润逐渐恢复, 全年影响相对有限。

估值与投资建议

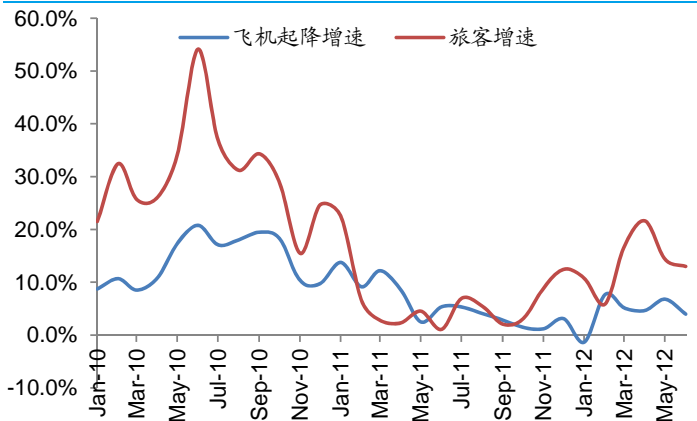
- 我们维持公司 12 年 EPS0.87 元的盈利预测, 股价对应 13.7X12PE, 接近历史底部, 且 1.50X11PB 基本为历史最低, 由于公司产能利用率在 50-60%, 除 T1 改造外未来大规模进行固定资产投资的可能性较低, 业绩增长确定性强, 低估值使得公司非常适合长期持有, 且未来迪士尼、国际航线收费并轨、资产注入等均可能成为股价催化剂, 因此我们维持“买入”评级。

业绩回顾

出境游推动国际航线快速增长

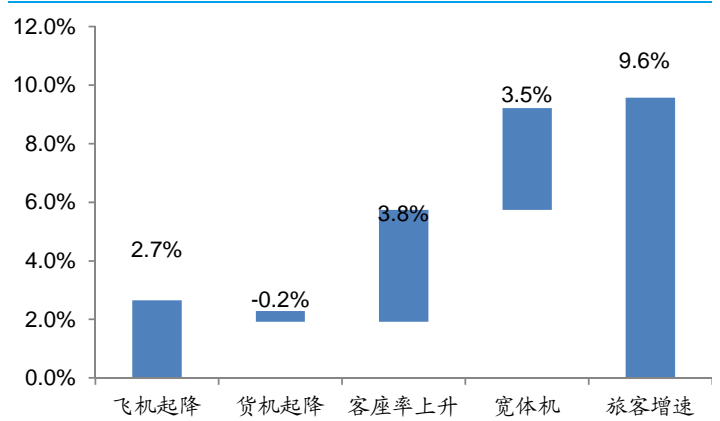
- 受到居民消费水平提升，消费理念变化以及人民币升值等共同影响，我国已经明显进入了出境游的高增长期，在今年国内外经济下滑明显的情况下，行业国际航线旅客量整体保持快速增长，而公司增速基本与行业增速相当；上半年公司国际航线旅客增速达到 13.8% 左右，保持在 10% 以上。
- 11 年日本地震造成公司国际航线旅客增速明显偏低，全年飞机起降与旅客增速分别为 5.6%、6.2%，11 年低基数有利于公司 2012 年，特别是 2 季度国际航线恢复性增长；
- 美日等放松对华签证也为出境游增长提供了便利；美国，日本相继宣布放松中国公民签证尺度，增加发放数量，也利好国际航线经营；一方面美国将进一步简化签证难度，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，签证政策的放松将进一步驱动需求高增长
- 宽体机因素影响，航空业务收入增长；上半年公司国际航线旅客增速达到 13.8% 左右，快于同期飞机起降架次 9.4 个百分点左右，扣除客座率等因素的影响，宽体机的增多也是重要的影响因素。我们预计国际航线将成为我国航空未来增长最快的市场，而上海机场国际和地区航线旅客量占比接近 50%，同时国际航线的收费水平远高于国内航线，利好公司航空收入增长。

图表1：国际航线旅客增速快于飞机起降增速

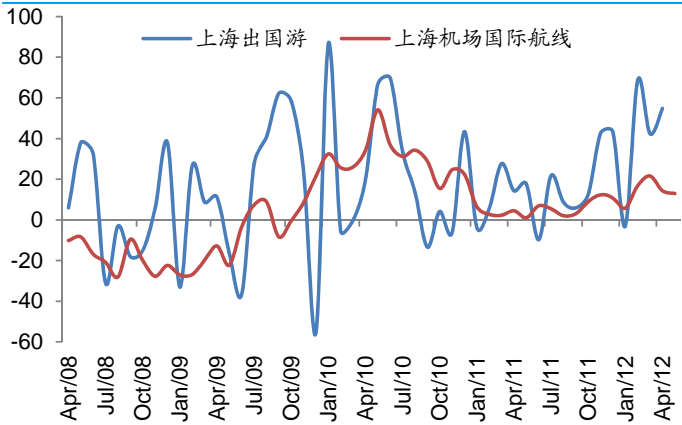


来源：国金证券研究所，公司公告

图表2：7月份国际航线旅客增速快于飞机起降原因

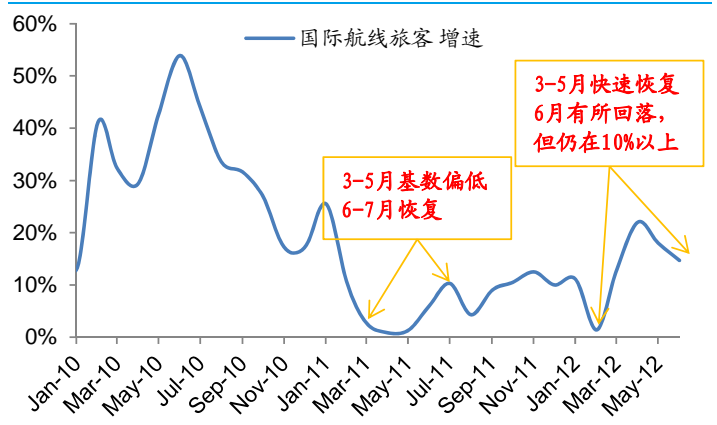


图表3: 上海出国游增速明显快于国际航线增速

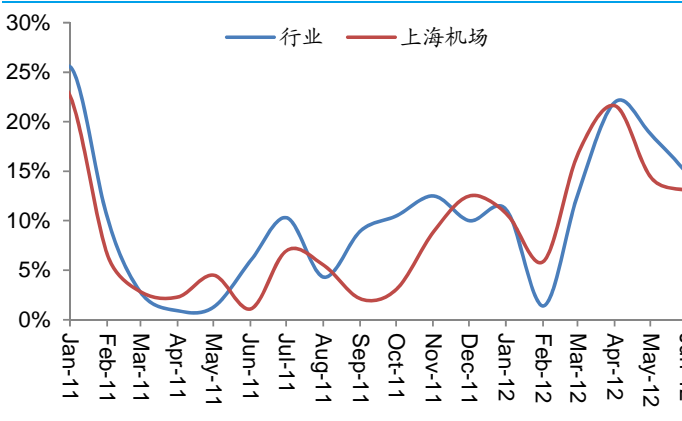


来源: 国金证券研究所, Wind 资讯

图表4: 国际航线旅客增速情况

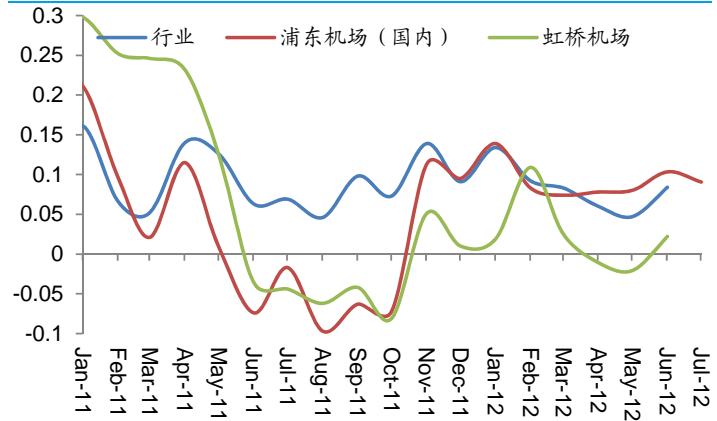


图表5: 上海机场国际航线旅客增速明显好于行业水平



来源: 国金证券研究所, 公司公告, CAAC

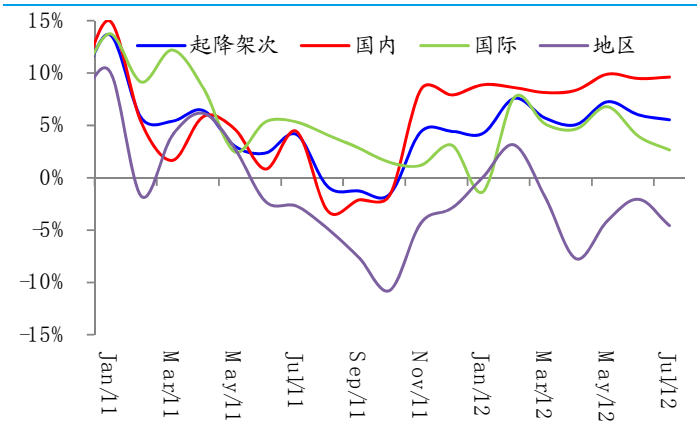
图表6: 上海机场国内航线旅客增速略好于行业水平



虹桥机场跑道限制利好国内航线稳定增长

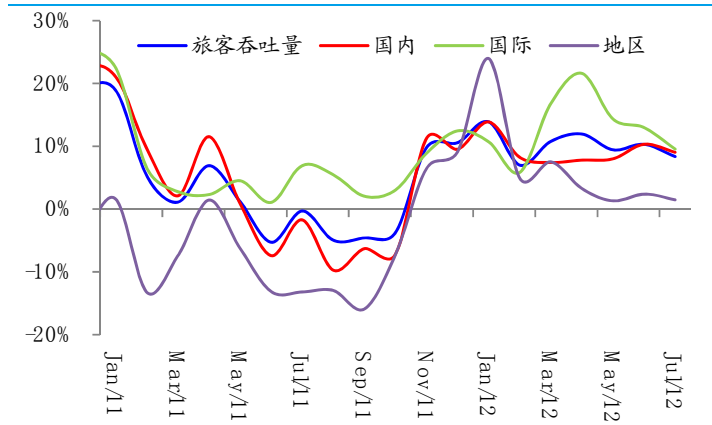
- 上海地区主要有公司浦东机场以及虹桥两家机场，其中虹桥以国内航班为主，而公司承担所有国际航班以及部分国内航班；虹桥机场因为跑道资源限制，增加航班难度较大，因此上海地区国内航线增加航班主要选择在浦东机场起降，“两场合一”，公司国内航线保持略好于国内航线旅客增速；
- 上半年公司国内航线飞机起降增速为 8.9%，旅客增速达到 9.3%，明显好于虹桥机场 3.3%的飞机起降增速以及 2.0%的旅客增速，同时也好于行业 8.2%的飞机起降增速以及 8.2%的国内航线旅客增速；

图表7: 11年以来公司飞机起降架次增速



来源: 国金证券研究所, 公司公告

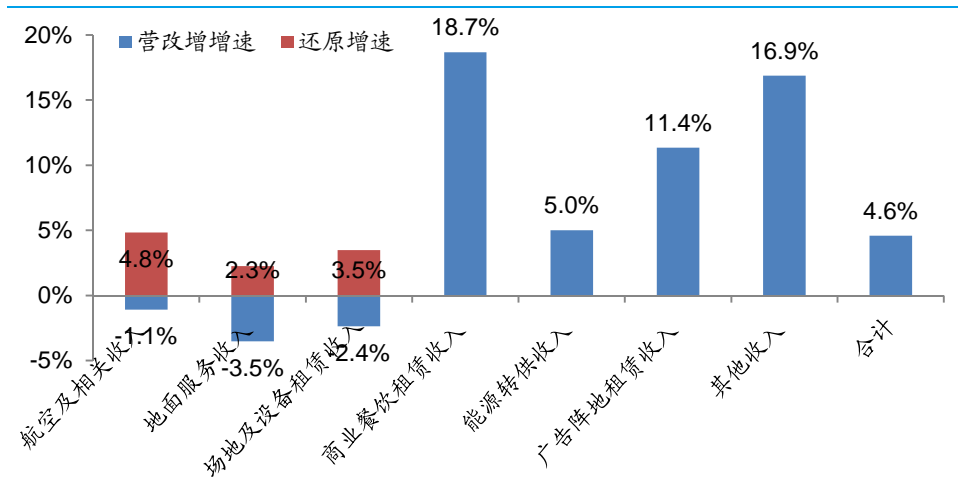
图表8: 11年以来公司旅客吞吐量增速



非航收入快速快于流量增速

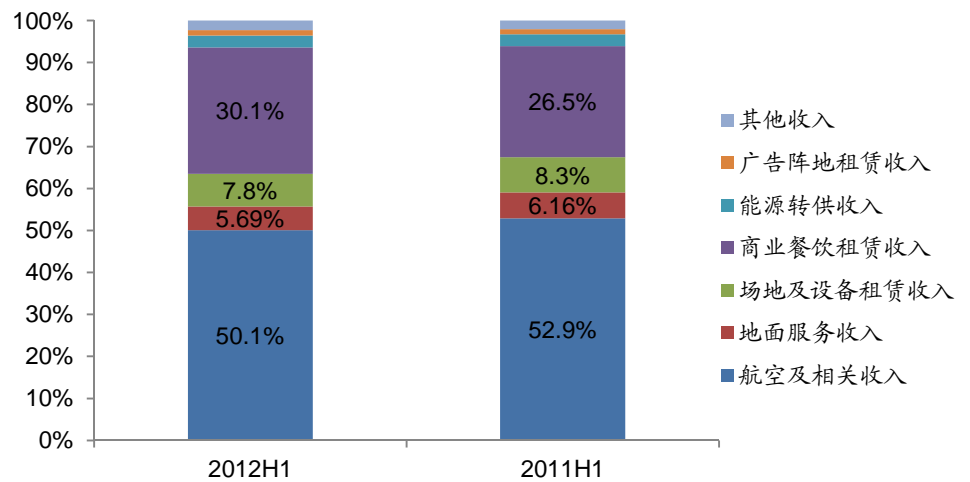
- 近年来我国东部地区处于消费能力快速增长阶段, 受此影响公司非航收入明显快于流量增速。
 - 公司上半年非航收入增速较快, 在 18%左右, 明显快于流量增速情况, 特别是商业餐饮租赁业务, 增速达到 18.7%, 占比由 26.5%上升至 30%, 占比进一步提升。非航收入将成为公司最重要的驱动力量
 - 由于国际航线旅客消费能力较强, 国际航线旅客保持快速增长有利于非航收入的快速增长, 特别是特许经营、保税商品销售收入等增长。
 - 非航收入将成为公司

图表9: 公司分业务收入增长速度



来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表10: 公司各项收入变化

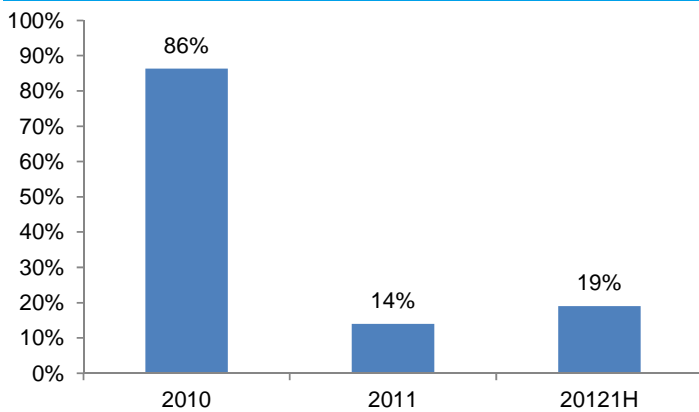


来源: 国金证券研究所

扣除投资收益, 主业净利润保持增长

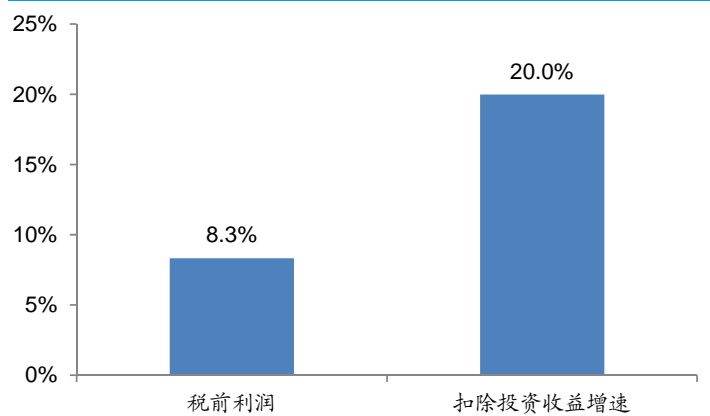
- , 2012 年上半年, 公司净利润受到油料公司投资收益减少影响, 出现一定的下滑, 扣除投资收益的影响, 主业利润保持 19% 的增速, 增长较快。
- 2010 年以来, 去除投资收益影响, 公司主业净利润保持快速增长 2012 年上半年增速较 11 年增速出现了一定的上升,
- 4 月份之后, 随着中东局势的逐渐缓和, 以及 OPEC 持续增加石油产量, 国际油价逐步稳定并出现较快的回落, 造成公司参股 40% 的浦东机场航空油料公司 (简称“油料公司”, 下同) 业绩将会有所下滑 28%, 尽管德高动量广告业务收入增长较快, 一定程度上缓解了业绩下滑的影响, 但投资收益依然下降 12% 左右;

图表11: 去除投资收益净利润保持快速增长

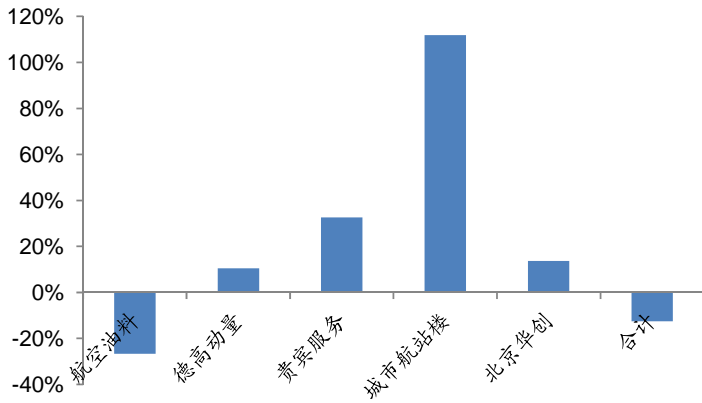


来源: 国金证券研究所

图表12: 2012 年税前利润增速与扣除投资收益后增速

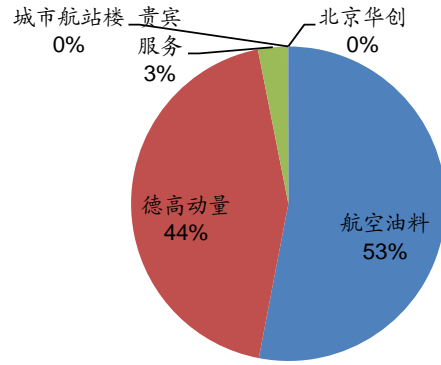


图表13: 主要联营与合营公司投资收益增速

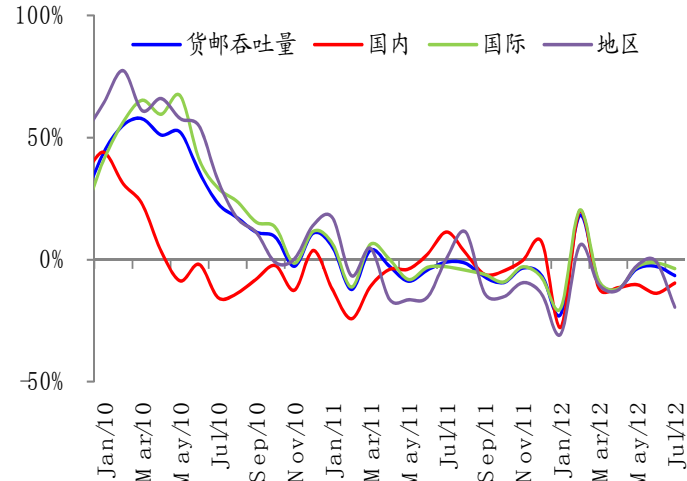


来源: 国金证券研究所

图表14: 投资收益构成

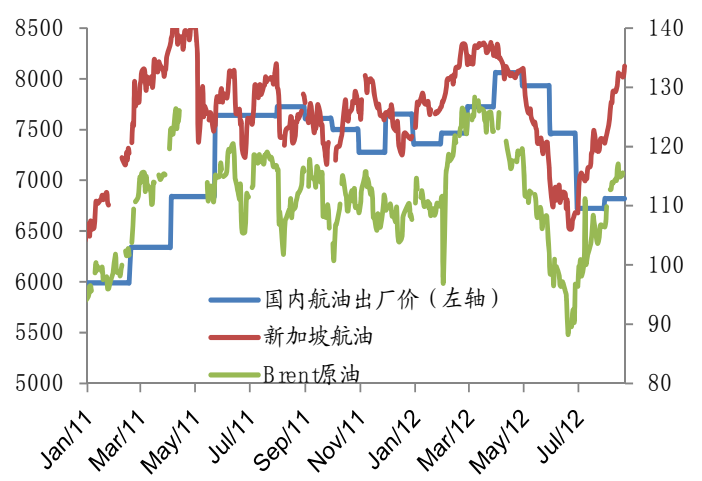


图表15: 货邮量运输量依然低迷



来源: 国金证券研究所, Wind 资讯, 公司公告

图表16: 燃油价格走势



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,338	4,186	4,611	4,974	5,742	6,403	货币资金	377	1,409	3,415	5,932	7,716	10,893
增长率	25.4%	10.1%	7.9%	15.4%	11.5%		应收款项	1,486	1,144	1,020	1,124	1,298	1,447
主营业务成本	-2,292	-2,560	-2,800	-3,000	-3,266	-3,495	存货	16	18	19	20	22	23
%销售收入	68.6%	61.1%	60.7%	60.3%	56.9%	54.6%	其他流动资产	8	12	16	16	16	16
毛利	1,047	1,627	1,812	1,974	2,476	2,908	流动资产	1,887	2,583	4,470	7,093	9,051	12,379
%销售收入	31.4%	38.9%	39.3%	39.7%	43.1%	45.4%	%总资产	11.1%	14.8%	23.6%	33.5%	39.9%	48.6%
营业税金及附加	-134	-166	-182	-196	-227	-253	长期投资	1,034	1,446	1,663	1,663	1,663	1,663
%销售收入	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	固定资产	13,614	13,034	12,341	11,942	11,454	10,856
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	80.3%	74.5%	65.2%	56.4%	50.5%	42.6%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	393	385	369	411	452	492
管理费用	-128	-149	-162	-182	-203	-218	非流动资产	15,073	14,919	14,450	14,093	13,646	13,089
%销售收入	3.8%	3.6%	3.5%	3.6%	3.5%	3.4%	%总资产	88.9%	85.2%	76.4%	66.5%	60.1%	51.4%
息税前利润 (EBIT)	784	1,311	1,467	1,596	2,046	2,437	资产总计	16,960	17,502	18,920	21,186	22,698	25,468
%销售收入	23.5%	31.3%	31.8%	32.1%	35.6%	38.1%	短期借款	599	0	0	0	0	0
财务费用	-173	-138	-90	-59	-63	-66	应付款项	705	473	494	537	586	628
%销售收入	5.2%	3.3%	2.0%	1.2%	1.1%	1.0%	其他流动负债	215	339	449	1,635	777	818
资产减值损失	-6	1	-1	-11	-2	-1	流动负债	1,519	812	943	2,172	1,363	1,447
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	268	494	569	512	512	563	其他长期负债	2,482	2,484	2,487	2,987	3,487	3,987
%税前利润	30.7%	29.6%	29.2%	25.1%	20.5%	19.2%	负债	4,001	3,296	3,429	5,159	4,850	5,434
营业利润	874	1,668	1,944	2,038	2,493	2,933	普通股股东权益	12,833	14,053	15,360	15,883	17,689	19,862
营业利润率	26.2%	39.8%	42.2%	41.0%	43.4%	45.8%	少数股东权益	126	152	130	144	158	172
营业外收支	-2	1	-1	-1	-1	-1	负债股东权益合计	16,960	17,502	18,920	21,186	22,698	25,468
税前利润	872	1,669	1,944	2,037	2,492	2,932	比率分析						
利润率	26.1%	39.9%	42.2%	41.0%	43.4%	45.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-124	-263	-329	-344	-421	-496	每股指标						
所得税率	14.2%	15.7%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%	每股收益	0.367	0.680	0.778	0.871	1.068	1.257
净利润	748	1,406	1,615	1,693	2,071	2,437	每股净资产	6.660	7.293	7.971	8.242	9.180	10.307
少数股东损益	42	95	116	14	14	14	每股经营现金净流	0.615	1.166	1.205	1.110	1.350	1.597
归属于母公司的净利润	706	1,311	1,500	1,679	2,057	2,423	每股股利	0.050	0.100	0.000	0.600	0.130	0.130
净利率	21.2%	31.3%	32.5%	33.7%	35.8%	37.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.50%	9.33%	9.76%	10.57%	11.63%	12.20%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	4.16%	7.49%	7.93%	7.92%	9.06%	9.51%
净利润	748	1,406	1,615	1,693	2,071	2,437	投入资本收益率	4.20%	6.62%	6.78%	6.97%	7.97%	8.43%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	830	824	925	918	1,023	1,160	主营业务收入增长率	-0.37%	25.40%	10.15%	7.87%	15.43%	11.51%
非经营收益	-99	-373	-454	-429	-414	-450	EBIT增长率	-24.73%	67.20%	11.90%	8.76%	28.22%	19.12%
营运资金变动	-294	390	235	-43	-80	-69	净利润增长率	-17.84%	85.56%	14.41%	11.94%	22.54%	17.77%
经营活动现金净流	1,184	2,248	2,322	2,138	2,601	3,078	总资产增长率	-1.86%	3.20%	8.10%	11.98%	7.14%	12.21%
资本开支	-595	-521	-207	-551	-576	-602	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	119.4	91.8	80.9	80.9	80.9	80.9
其他	346	82	351	512	512	563	存货周转天数	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
投资活动现金净流	-249	-439	144	-39	-64	-39	应付账款周转天数	21.0	11.7	9.3	9.3	9.3	9.3
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	1,452.6	1,119.5	957.1	848.8	699.5	590.4
债权募资	-660	-470	0	500	500	501	偿债能力						
其他	-275	-307	-460	-82	-1,253	-363	净负债/股东权益	20.87%	7.57%	-5.99%	-18.38%	-23.70%	-34.47%
筹资活动现金净流	-935	-777	-460	418	-753	138	EBIT利息保障倍数	4.5	9.5	16.3	27.2	32.5	37.2
现金净流量	0	1,032	2,006	2,517	1,783	3,177	资产负债率	23.59%	18.83%	18.13%	24.35%	21.37%	21.34%

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
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

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：

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

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