

机场III

谢红

0755-82026822
xiehong@cjis.cn

6-12个月目标价:

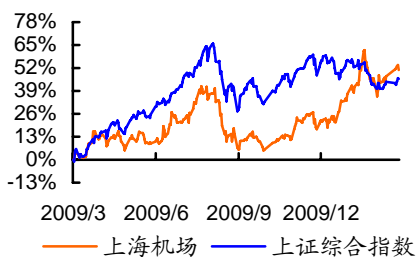
当前股价: 19.14元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3051.94
总股本(百万)	1927
流通股本(百万)	1093
流通市值(亿)	209
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	6.72
资产负债率	23.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海机场	3.13	27.51	32.92
上证综合指数	1.08	-3.75	2.84



相关报告

上海机场

600009

中性

短期风险来自虹桥二期启用后的分流压力 ——2009 年年报点评

公司公布了 2009 年年报,实现营业收入 33.38 亿元,同比下降 0.37%; 归属母公司净利润 7.06 亿元,同比下降 17.84%, 对应每股收益 0.37 元, 同比下降 17.78%。基本符合市场预期。

投资要点:

- **业绩下滑的主要原因:** (1) 由于浦东机场二期扩建工程相应的折旧费用、运营成本以及财务费用从 2008 年 3 月 26 日才开始计入公司成本费用, 公司营业成本较去年同期有较大增长。(2) 航班结构恶化, 收入增速低于业务量增速: 公司营业收入 33.38 亿元, 同比下降 0.37%; 飞机起降 287,916 架次, 旅客吞吐量 3192.10 万人次, 货邮吞吐量 254.34 万吨, 分别比去年同期增长 8.35%、13.05%和-2.29%。单位收入均有明显下降, 主要是由于金融危机影响, 2009 年国际客运、货运冲击较大, 复苏明显晚于国内航线客运, 导致航班结构恶化。
- **预计资产注入短期未能有明确的进展:** 集团通过上市公司集团内航空主营业务及资产仍未能形成完善的具体操作方案和时间表, 随着虹桥二期的启用运营、世博会的召开, 以及资产注入方案对公司业绩影响较大, 我们认为干扰因素较多, 短期难有进展。
- **短期风险来自虹桥二期启用后的分流压力:** 从长期来看, 东上航合并尤其新东航即将入盟, 将有利于浦东机场枢纽建设。但从短期看, 虹桥二期的扩建工作 2010 年 3 月即将投入使用, 若资产注入短期不能完成, 2010 年国内航线将面临分流使增速放缓, 虽然 5 月开始世博会带来的客流将使分流影响的增速下降不显现, 但两场业务量的分配仍值得关注。
- **盈利预测:** 预计 2010 年投资收益 3.89 亿, 净利润增长 50%。2010-2012 年盈利为 10.6、11.07、12.67 亿元, 对应每股收益 0.55、0.57、0.66 元。目前的股价对应 10 年和 11 年市盈率分别为 33 倍和 29 倍。考虑注资可能短期难有进展及虹桥二期分流风险, 给予“中性”评级。
- **风险:** 两场流量分配、国际油价单边下行风险、资产注入进程和方案。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3338	3877	4014	4415
同比(%)	0%	16%	4%	10%
归属母公司净利润(百万元)	706	1060	1107	1267
同比(%)	-18%	50%	4%	15%
毛利率(%)	31.4%	37.9%	37.6%	39.2%
ROE(%)	5.5%	7.7%	7.5%	7.9%
每股收益(元)	0.37	0.55	0.57	0.66
P/E	52.22	34.81	33.33	29.10
P/B	2.87	2.67	2.49	2.31
EV/EBITDA	21	16	16	15

资料来源: 中投证券研究所

一、公司业务量

2009年，浦东机场实现飞机起降 287,916 架次，旅客吞吐量 3192.10 万人次，货邮吞吐量 254.34 万吨，分别比去年同期增长 8.35%、13.05%和 -2.29%。

表 1: 2009 年公司上海两场吞吐量增速

(%)	起降架次	旅客吞吐量	货邮吞吐量
浦东机场	8.35	13.05	-2.29
虹桥机场	2.03	9.62	5.62
上海两场	5.75	11.52	-1.20

资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 1: 历年公司业务量增长情况

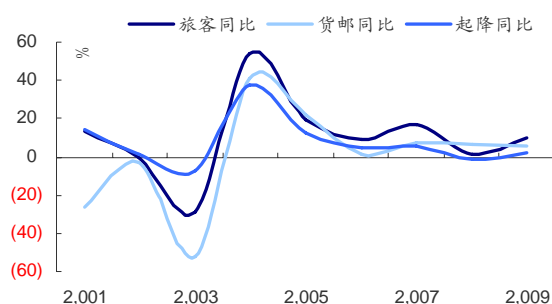
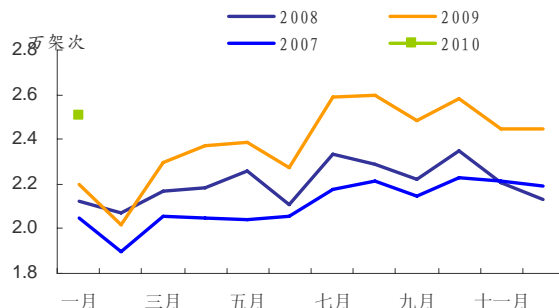


图 2: 浦东机场航班起降架次



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 3: 浦东机场旅客吞吐量

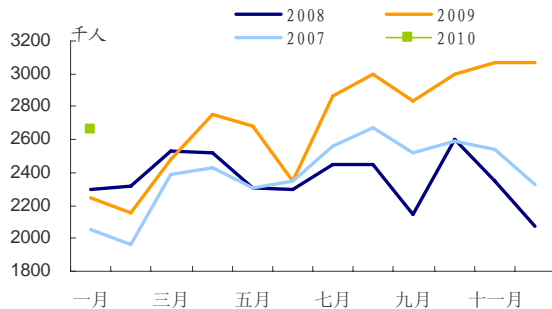
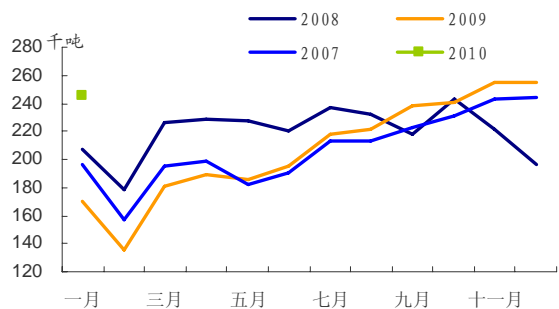


图 4: 浦东机场货邮吞吐量



资料来源: CEIC、中投证券研究所

二、公司分业务收入

2009 年公司营业收入 33.38 亿元，同比下降 0.37%。主要是由于金融危机影响，行业国际客运及货运在前三季度受影响较大。

从全行业看，2009 年旅客吞吐量 48,606.3 万人次，比上年增长 19.79%。其中，国内航线、地区航线、国际航线分别比上年增长 22.02%、13.46%、-1.92%。完成货邮吞吐量 945.6 万吨，比上年增长 7.04%。国内航线、地区航线、国际航线分别增长 10.85%、2.45%、0.32%。飞机起降架次 484.1 万架次，

比上年增长 14.52%。其中：运输架次为 436.5 万架次，比上年增长 15.12%。起降架次中：国内航线 447.4 万架次，比上年增长 16.57%（其中内地至香港、澳门和台湾地区航线为 11.2 万架次，比上年增长 1.82%）；国际航线 36.7 万架次，比上年降低 5.41%。

分季度看，从增速看，国内航线客运 2008 年四季度起复苏，2009 年全年稳定高速增长。国际航线客运复苏明显晚于国内航线，2009 年三季度起缓慢复苏。从构成看，全年由于国内客运增速明显好于国际航线，国际航线旅客运输量占比全年均晚于 2008 年。

表 2：公司营业收入分类及变动情况

项目	2009 年 1-12 月	2008 年 1-12 月	同比增长
航空及相关收入	1,901,312,997.93	1,927,344,571.97	-1.4%
地面服务收入	190,679,520.02	250,914,289.74	-24.0%
场地及设备租赁收入	317,657,008.29	337,686,348.93	-5.9%
商业餐饮租赁收入	667,275,012.18	574,228,027.87	16.2%
能源转供收入	105,413,975.64	110,287,171.52	-4.4%
广告业务收入	61,238,337.69	59,497,600.22	2.9%
其他收入	94,760,258.56	89,097,066.22	6.4%
合计	3,338,337,110.31	3,349,055,076.47	-0.3%

资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 5：行业旅客运输量同比增速

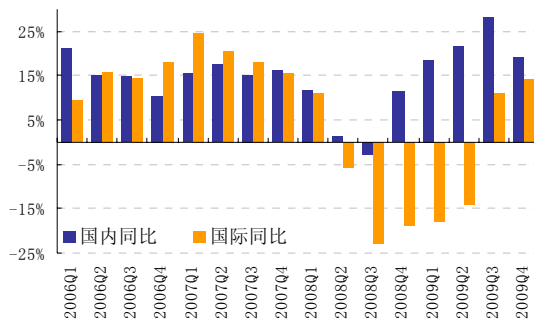
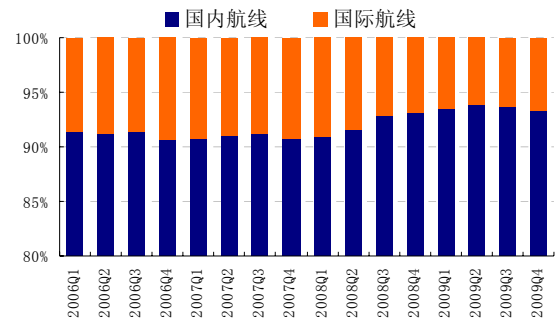


图 6：行业国内、国际航线客运量构成



资料来源：公司数据、CEIC、中投证券研究所

从公司数据上看，2009 年由于国内航线客运明显复苏，国际航线客运受影响较大，公司航班结构恶化，公司每人收入、每架次收入在 2009 年一季度起明显下降。四季度由于季节因素以及国际客运的复苏，单位收入环比有所上升。但仍未达到前两年同期水平。

图 7：公司营业收入/旅客吞吐量

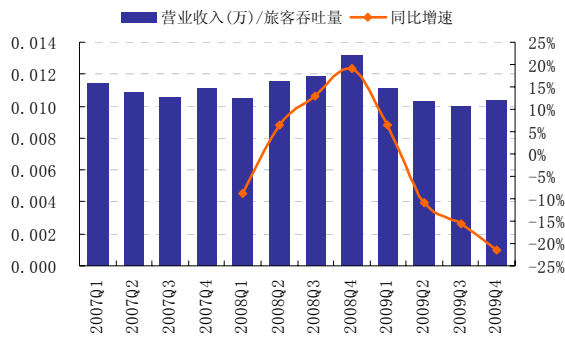
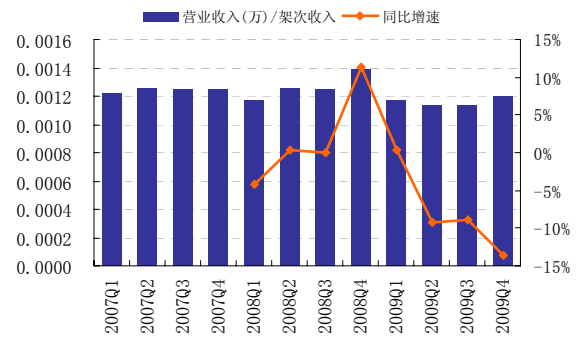


图 8：公司营业收入/起降架次



资料来源：公司数据、CEIC、中投证券研究所

三、世博会对上海两场的影响

上海世博会将于 2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日举行，历时 184 天。目前已有 230 多个国家和国际组织确认参加上海世博会，规模较大。

旅游部门目标是参会人数 7000 万，其中国际游客 350 万。近几届综合类世博会参会人数大部分在 4000-6000 万人。1970 年的日本大阪博览会，共有 6421.877 万人参观了世博会，创造了世博会历史的最高记录。会期单日最高入场人次为 83.6 万人（9 月 5 日），最低人次约为 16.4 万人（3 月 16 日），半数以上的日本人都参观了博览会。

航空板块将是较大的受益者之一，世博会将导致进港人数的额外增加，而在世博会后，上海旅游业也将继续带来航空客流。2009 年两场旅客吞吐量 5700 万人。若以世博会 7000 万人次中 15% 通过浦东、虹桥两大进入上海，则将增加约 2100 万人次的客流量。另外，根据历届世博会客流数据，超过 5% 为国际游客，按 7000 万人次的总参观规模，将可能有 350 万国际游客通过浦东机场进入上海。若保守估计，以 4000 万的总参会人数，按 15% 的航空旅客占比，则也将增加 1200 万人次，其中国际游客 400 万人次。

考虑周边机场的分流，以及世博会可能对正常客流的挤出效应，保守估计世博会将为两场带来新增旅客约 800 万人次，国际旅客 300 万人次。

表 3 历届世博会（综合）参会人数

日期	举办国/城市	名称	类型	天数	万人	备注
1964 年	美国/纽约	纽约世界博览会	综合	360	5167	通过理解走向和平
1967 年	加拿大/蒙特利尔	加拿大世界博览会	综合	185	5031	人类与世界
1970 年	日本/大阪	日本世界博览会	综合	183	6422	人类的进步与和谐
1992 年	西班牙/塞维利亚	塞维利亚世界博览会	综合	176	4100	发现的时代
2000 年	德国/汉诺威	汉诺威世界博览会	综合	153	1800	人类、自然、科技
2010 年	中国/上海	上海世界博览会	综合	185	?	城市，让生活更美好

资料来源：中投证券研究所

表 4: 世博会上海两场客流影响

	世博会客流航空占比	世博会带来的客源	全年总客流量	贡献增速
2009 上海航空吞吐量			5,700	
世博会参会人数: 7000 万				
2010E	10%	1400	7,100	25%
2010E	15%	2100	7,800	37%
2010E	20%	2800	8,500	49%
世博会参会人数: 4000 万				
2010E	10%	800	6,500	14%
2010E	15%	1200	6,900	21%
2010E	20%	1600	7,300	28%

资料来源: CEIC、中投证券研究所

四、盈利预测

预计 2010 年投资收益 3.89 亿, 净利润增长 50%。2010-2012 年盈利为 10.6、11.07、12.67 亿元, 对应每股收益 0.55、0.57、0.66 元。目前的股价对应 10 年和 11 年市盈率分别为 33 倍和 29 倍。考虑注资可能短期难有进展及虹桥二期分流风险, 给予“中性”评级。

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1887	3134	4988	7027	营业收入	3338	3877	4014	4415
现金	377	1530	3279	5166	营业成本	2292	2409	2506	2683
应收账款	1051	1221	1264	1390	营业税金及附加	134	156	161	177
其它应收款	10	12	12	13	营业费用	0	0	0	0
预付账款	3	3	3	3	管理费用	128	134	144	154
存货	16	17	17	19	财务费用	173	146	104	71
其他	430	352	413	436	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	15073	14282	13457	12644	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1034	1034	1034	1034	投资净收益	268	389	427	438
固定资产	13285	12829	12034	11240	营业利润	874	1421	1526	1768
无形资产	389	369	350	330	营业外收入	0	0	0	0
其他	365	50	39	40	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	16960	17416	18446	19671	利润总额	872	1418	1524	1765
流动负债	1519	965	943	955	所得税	124	312	366	441
短期借款	599	0	0	0	净利润	748	1106	1158	1324
应付账款	87	91	95	102	少数股东损益	42	47	51	56
其他	833	874	848	854	归属母公司净利润	706	1060	1107	1267
非流动负债	2482	2482	2482	2482	EBITDA	1870	2365	2438	2647
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.55	0.57	0.66
其他	2482	2482	2482	2482					
负债合计	4001	3447	3425	3437					
少数股东权益	126	172	224	280	主要财务比率				
股本	1927	1927	1927	1927	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	2569	2569	2569	2569	成长能力				
留存收益	8337	9300	10300	11457	营业收入	-0.4%	16.1%	3.5%	10.0%
归属母公司股东权益	12833	13796	14797	15953	营业利润	-18.6%	62.6%	7.4%	15.8%
负债和股东权益	16960	17416	18446	19671	归属于母公司净利润	-17.8%	50.0%	4.4%	14.5%
					获利能力				
					毛利率	31.4%	37.9%	37.6%	39.2%
					净利率	21.2%	27.3%	27.6%	28.7%
					ROE	5.5%	7.7%	7.5%	7.9%
					ROIC	6.1%	8.8%	9.4%	11.0%
					偿债能力				
					资产负债率	23.6%	19.8%	18.6%	17.5%
					净负债比率	14.97%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.24	3.25	5.29	7.36
					速动比率	1.23	3.22	5.26	7.33
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.23	0.22	0.23
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	17.37	27.05	26.90	27.29
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.55	0.57	0.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.83	0.79	0.84
					每股净资产(最新摊薄)	6.66	7.16	7.68	8.28
					估值比率				
					P/E	52.22	34.81	33.33	29.10
					P/B	2.87	2.67	2.49	2.31
					EV/EBITDA	21	16	16	15

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 2 年航空企业工作经验, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434