

动态报告

交通运输

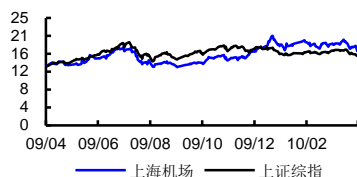
航空机场

上海机场(600009)
中性

2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	16.85
总股本/流通 A 股(百万股)	1,926.96/1,093.48
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	32,469.25/18,425.08
上证综指/深圳成指	2,900.33/11,333.85
12 个月最高/最低 (元)	20.57/13.36

财务数据

净资产值(百万元)	12,832.74
每股净资产(元)	6.66
市净率	2.53
资产负债率	23.59%
息率	0.30%

相关研究报告:

《上海机场 09 年报点评: 业绩符合预期, 估值水平偏高》——2010-3-1

分析师: 岳鑫

电话: 0755-82133766

 E-mail: yuxin@quosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030016

分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

 E-mail: zhengwu@quosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210030010

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

浦东航油同比扭亏主导业绩增长

●业绩大幅增长, 投资收益是主因

公司公告 2010 年一季报, 实现营业收入 9.10 亿元, 同比增长 18.63%; 归属母公司所有者的净利润 2.50 亿元, 同比增长 146.60%; 实现每股收益 0.13 元, 同比增长 160.00 %。

公司一季度业绩符合预期。主营业务盈利能力的逐步恢复, 以及投资收益的扭亏为盈, 是公司一季度业绩同比大幅增长的主因。

●国际业务复苏, 盈利能力逐步恢复

浦东机场国内业务保持快速增长。由于浦东与虹桥两场国内航线重叠度接近 40%, 虹桥二期的启用将可能影响浦东机场的国内业务。

浦东机场国际业务正在逐步恢复。从复苏时间与速度来看, 货运业务均明显快于客运业务。国际业务的复苏, 使上海机场的盈利能力逐步恢复。

●浦东航油盈利仍属正常水平

一季度, 对浦东航油的投资收益占上海机场净利润的 25.0%。

短期来看, 浦东航油一季度的盈利能力仍处于正常水平, 符合预期。国内航油出厂价的延期调整将影响浦东航油盈利能力。若国际航油价格继续上涨, 而国内航油出厂价仍延期调价, 浦东航油的盈利能力将可能出现下滑。

长期来看, 航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

●估值合理, 维持“中性”评级

我们维持公司 2010-2011 年的业绩为 0.54 元与 0.58 元, 对应 PE 分别为 30 倍与 28 倍, 估值合理。考虑到公司资产注入短期内难有进展, 虹桥二期的启用, 以及地区航线管制策略可能的调整, 我们维持公司“中性”的评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,351	3,338	3,883	4,040	4,459
(+/-%)	6.57	-0.38	16.34	4.02	10.39
净利润(百万元)	902	748	1,115	1,195	1,438
(+/-%)	-47.71	-17.08	49.04	7.17	20.38
每股收益(元)	0.45	0.37	0.54	0.58	0.70
市净率(PB)	3.02	2.87	2.68	2.49	2.30
净资产收益率(ROE)	7.23%	5.64%	7.86%	7.84%	8.75%
市盈率(PE)	42.90	51.73	35.27	32.93	27.35
EV/EBITDA	20.48	-	19.84	18.27	15.14

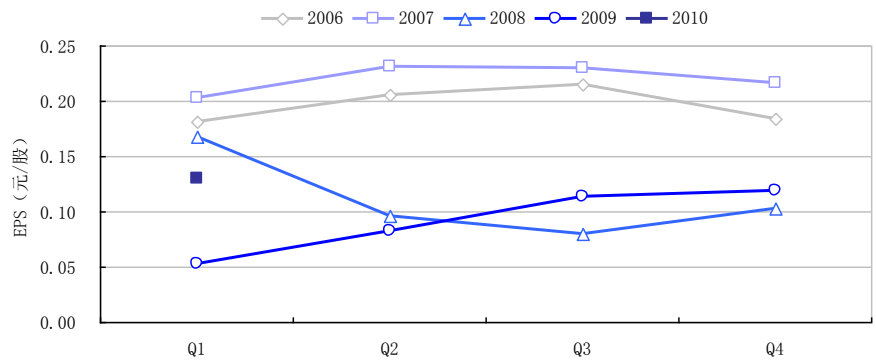
一、业绩大幅增长，投资收益是主因

➤ 业绩符合预期

公司公告 2010 年一季报，实现营业收入 9.10 亿元，同比增长 18.63%；归属母公司所有者的净利润 2.50 亿元，同比增长 146.60%；实现每股收益 0.13 元，同比增长 160.00 %。

公司一季度业绩符合预期，盈利能力逐步恢复。

图表 1：上海机场 09 年业绩符合预期



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

➤ 主营业务与投资收益主导业绩大幅增长

公司 2010 年 1 季度业绩大幅增长的原因主要有两个：

第一，公司主营业务盈利能力逐步恢复。若剔除浦东航油的投资收益，归属于母公司所有者净利润同比增长 47.67%，浦东机场国际业务复苏驱动主营业务盈利能力逐步恢复。

第二，公司投资收益同比大幅增长。浦东航油公司的扭亏，是公司投资收益同比大幅增长的主要原因。

二、国际业务复苏，盈利能力逐步恢复

➤ 国内业务——保持快速增长，虹桥二期启用存在隐忧

2010 年一季度，浦东机场的国内航线飞机起降同比增长 16.2%，旅客吞吐量同比增长 29.0%，国内业务保持快速增长。

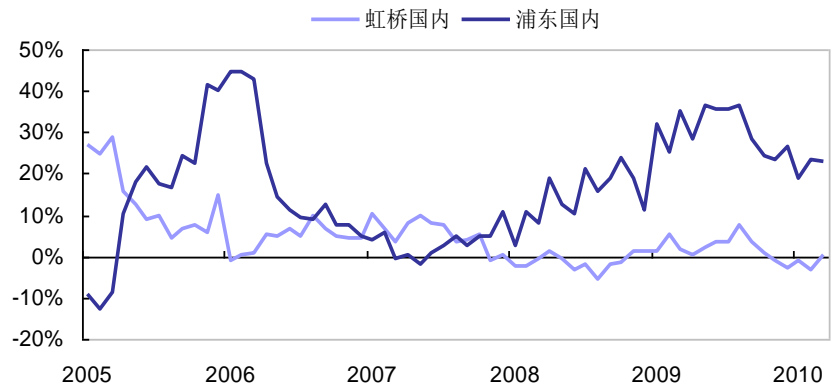
虹桥机场二期于 2010 年 3 月启用。虹桥扩建后，上海将重归“一市两场”的

运营格局，并使两场业务重新进入动态分配状态。

根据我们的了解，虹桥机场新航季每天新增约 100 个航班时刻。由于浦东与虹桥两场国内航线重叠度接近 40%，虹桥二期的启用将可能影响浦东机场的国内业务。按照我们的测算，如果仅考虑重叠航线的增量分流，浦东机场 2010 年的国内航线增速将下滑一半。

值得注意的是，这一风险极有可能被 2010 年的上海世博会的增量因素所掩盖，而当世博会脉冲式需求过去之后，两场的国内业务或将完成重新分配。

图表 2: 浦东机场国内业务保持快速增长

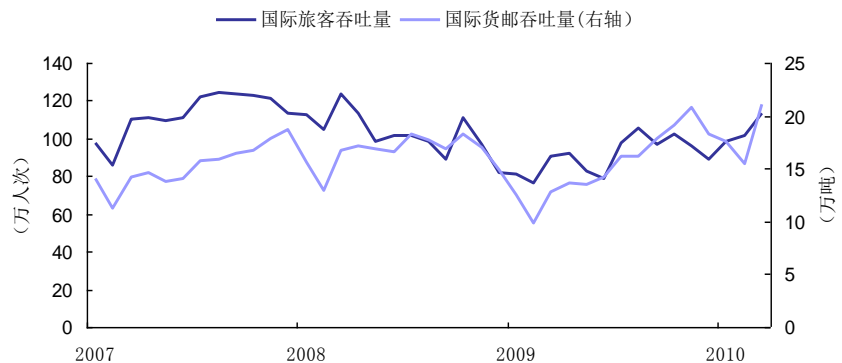


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

➤ 国际业务——逐步恢复，货运快于客运

目前，浦东机场的国际业务正在逐步恢复。从复苏时间与速度来看，货运业务均明显快于客运业务。

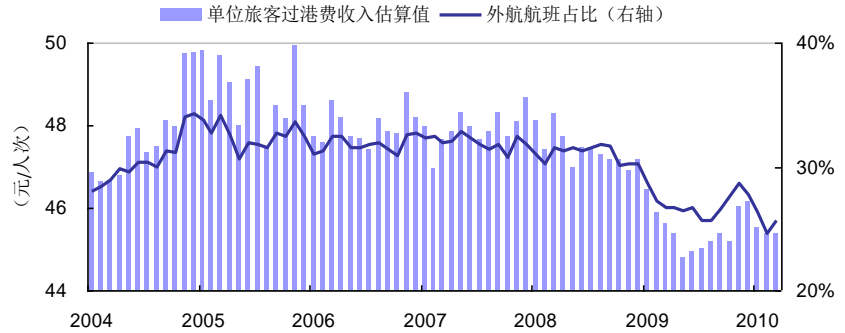
图表 3: 浦东机场国际业务逐步恢复



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

国际业务的复苏，使上海机场的盈利能力逐步恢复。

图表 4: 上海机场盈利能力逐步恢复

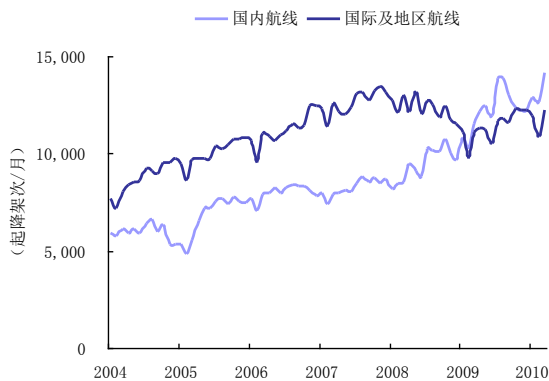


资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

我们曾在 09 年年报点评中提示投资者,“外航的航班增减策略受到的政府管制更为严格。因此, 外航航班能否持续超预期增长, 仍有待我们进一步跟踪。”

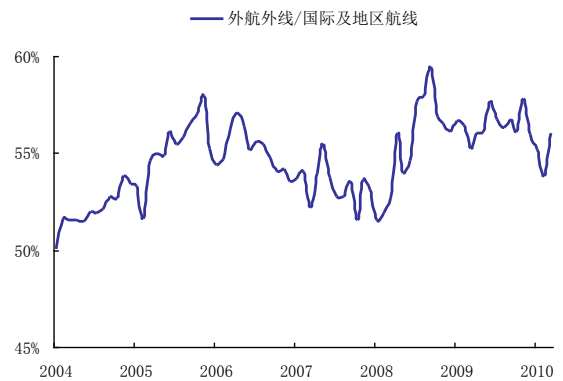
从一季度的实际情况来看, 外航航班的增速较内航外线有所放缓, 因此, 影响到浦东机场盈利能力的恢复速度。

图表 5: 国际业务恢复缓慢



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 6: 外航航班增速有所放缓



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

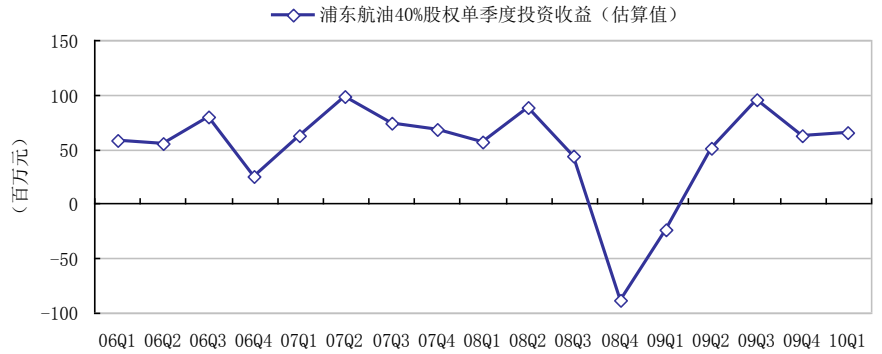
三、浦东航油盈利仍属正常水平

一季度, 对浦东航油的投资收益占上海机场净利润的 25.0%。

短期来看, 浦东航油一季度的盈利能力仍处于正常水平, 符合预期。但如果国际航油价格继续上涨, 而国内航油出厂价仍延期调价, 浦东航油的盈利能力将可能出现下滑。

长期来看, 航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

图表 7: 浦东航油盈利回归正常水平, 符合预期



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

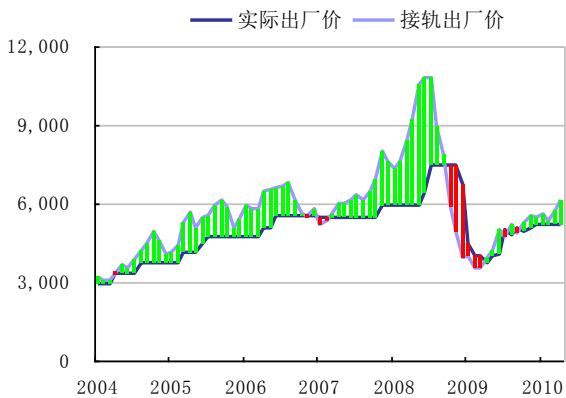
国内航油业务: 国际航油价格持续上涨, 但国内航油出厂价却迟迟未见上调。出厂价的延期调整将从两个方面影响浦东航油公司的国内业务盈利能力。

(1) 国内航油出厂价倒挂直接导致浦东航油“以外供内”的国内业务亏损。

(2) 影响国内炼厂炼制航油的积极性, 增加浦东航油国内业务对进口航油的依赖性。

国际航油业务: 国际航油价格的大幅快速波动将影响国际航油业务的盈利能力。由于国际航油价格并没有出现类似 08 年的快速单边大幅波动行情, 国际航油业务的盈利回归正常水平。

图表 8: 国内航油业务——出厂价调整延期, 亏损加大



资料来源: CAAC, Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所

备注: 接轨出厂价为按照定价公式计算的国内航油理论出厂价格。

图表 9: 国际航油业务——回归正常盈利水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

四、估值合理，维持“中性”评级

我们维持公司 2010-2011 年的业绩为 0.54 元与 0.58 元，对应 PE 分别为 30 倍与 28 倍，估值合理。

考虑到公司资产注入短期内难有进展，虹桥二期的启用，以及地区航线管制策略可能的调整，我们维持公司“中性”的评级。

图表 10: 上海机场业绩预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元/股)	0.45	0.37	0.54	0.58	0.70

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123	