

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：S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

6 月数据点评：国际国内航线持续高速增长

事件

上海机场于7月21日发布6月份的运输生产情况简报：起降架次同比增长20.74%、旅客吞吐量同比增长48.37%，而货邮吞吐量同比增长35.92%，整体上国际国内航线均保持高速增长。

评论

国内航线：世博带来额外增量，而虹桥机场的分流影响并不显著。国内航线的起降架次达到约 1.45 万次，同比增长 20.8%，旅客吞吐量达到 186 万人次，同比增长 42%，环比增长 5.8%，无论是起降架次还是旅客吞吐量均保持高速增长，国内航线增速高于行业平均水平（行业旅客运输量同比增长 21%）的主要原因是受到世博会带来的额外增量，值得关注的是虹桥机场的分流影响并不显著：由于虹桥机场跑道间隔较近，无法同时起降的情况下，其空域资源还是比较紧张，我们可以看到浦东机场国内航线起降架次还是持续高于虹桥机场，我们坚持认为市场对分流影响过于悲观。从长期的视角来看，由于虹桥机场未来增长空间有限，而浦东机场增长空间巨大，为了实现东方航空围绕上海机场建设国际枢纽网络的战略目标，我们预计东航未来也会重点加大对浦东机场的运力投入，而不是重点加强虹桥机场。

国际航线：高速增长并非来自世博影响，未来将是国际航线高增长的最大受益者。与国内航线高增长明显受益于世博会不同，浦东机场国际航线的增速主要依靠的是市场本身的高增长，与世博会关系不大，得到此结论的主要依据是其国际航线增速与行业整体增速相当。我们坚持认为随着我国居民收入的提升，国际航线消费，叠加未来人民币升值、欧美等国家对我国旅游签证的放松的正面刺激，我们认为我国国际旅游将日将普及（尤其是华东地区收入水平已经到了国际旅游爆发式增长的临界点），这将成为未来驱动国际航线高增长的原动力。而首都机场受空域紧张影响未来增速有限也将对上海机场的国际航线产生溢出效应。

重申我们的投资逻辑：公司是未来几年我国国际航线快速增长的最大受益者。国际航线的高增长将带动公司行业收入和非航收入的快速增长，由于公司的固定成本占总成本比重超过 40%，而员工人数的增长也会更加缓慢，收入的增长会带动毛利率的逐年提升，从而使得盈利出现更快速的增长，高经营杠杆将带来高业绩弹性，公司的产能利用率仅为 45%左右，而且公司未来几年资本开支很少，增长空间巨大；而且我们认为高铁影响和国际航线收费并轨并不会产生很大风险。

投资建议

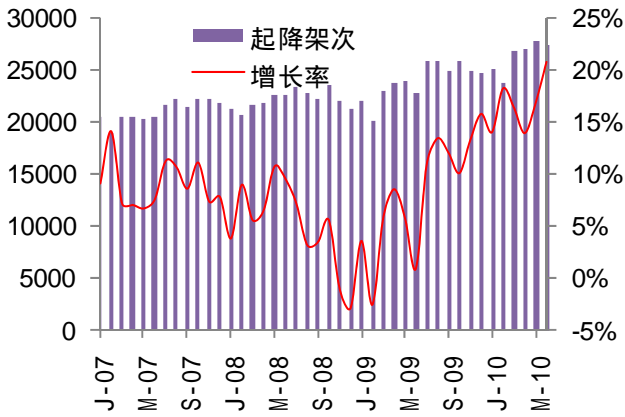
我们暂维持上海机场的盈利预测，10-12 年每股盈利为 0.56、0.71 和 0.88 元，复合增长率为 25%左右，动态市盈率为 22 倍、18 倍和 14 倍（我们预计其盈利预测将有进一步上调的空间）。在经历市场大幅下跌之后，公司估值风险得到了较充分的释放，虽然 2010 年 PE 仍有 22 倍左右，但由于巨额的折旧摊销额，使得公司具有非常低的 EV/EBITDA（仅为 12 倍左右）。我们维持上海机场的买入评级，建议关注。

公司数据点评

国际国内航线均保持高速增长

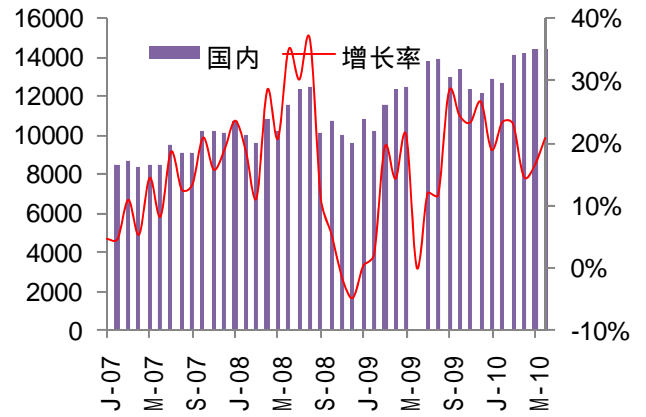
- 整体上国际国内航线均保持持续高增长，起降架次同比增长 20.74%、旅客吞吐量同比增长 48.37%，而货邮吞吐量同比增长 35.92%，起降架次和旅客吞吐量均创下历史新高，除货邮有所下滑外，国际国内航线均保持高速增长。
- 国内航线——世博带来额外增量，而虹桥机场的分流影响并不显著
 - 国内航线的起降架次达到约 1.45 万次，同比增长 20.8%，旅客吞吐量达到 186 万人次，同比增长 42%，环比增长 5.8%，无论是起降架次还是旅客吞吐量均保持高速增长。
 - 我们认为国内航线增速高于行业平均水平（旅客运输量同比增长 21%）的主要原因是受到世博会带来的额外增量，但值得注意的是，虹桥机场的分流并不显著，我们可以看到浦东机场国内航线的增速也持续高于虹桥机场（这一点超出市场对分流影响的预期），我们认为影响并不显著的主要原因是虹桥机场的航班时刻还是比较紧张，据我们的了解，**由于虹桥机场跑道间隔较近，无法同时起降的情况下，其空域资源还是比较紧张，我们可以看到浦东机场国内航线起降架次还是持续高于虹桥机场，我们坚持认为市场对分流影响过于悲观。从长期的视角来看，由于虹桥机场未来增长空间有限，而浦东机场增长空间巨大，为了实现东方航空围绕上海机场建设国际枢纽网络的战略目标，我们预计东航未来也会重点加大对浦东机场的运力投入，而不是重点加强虹桥机场。**
 - 由于今年流量受到世博会的巨大推动，我们预计明年国内航线的增速会有明显下降，但预计将仍然能够实现温和增长，我们预计将下降到 8%-10% 左右。但由于国内航线的收费较低，上海机场的利润主要还是来源于国际航线。
- 国际和地区航线——高速增长并非来自世博影响，未来将是国际航线高增长的最大受益者。
 - 国际航线的起降架次达到约 9800 次，同比增长 20.8%，旅客吞吐量达到 122 万人次，同比增长 54%，环比增长 5.6%，起降架次和旅客吞吐量均保持高速增长。地区航线旅客吞吐量达到 48 万人次，同比增长 61%。
 - 与国内航线高增长明显受益于世博会不同，浦东机场国际航线的增速主要依靠的是市场本身的高增长，与世博会关系不大，得到此结论的主要依据是其国际航线增速与行业整体增速相当。我们坚持认为随着我国居民收入的提升，国际航线消费，叠加未来人民币升值、欧美等国家对我国旅游签证的放松的正面刺激，我们认为我国国际旅游将日将普及（尤其是华东地区收入水平已经到了国际旅游爆发式增长的临界点），这将成为未来驱动国际航线高增长的原动力。
 - 由于首都机场预计流量增速缓慢（尽管其会尽量满足高收益的国际航班增长需求，但空域的紧张未来还是会对其国际航线形成压抑），我们认为在国际航线方面会对上海机场形成溢出效应。
 - 由于国际航线受世博的影响不大，我们预计明年将能够保持快速增长（当然由于基数原因，增速将会有所下降），我们预计其国际航线的旅客增速将能够达到 15%-18%。
- 航空货运——未来国际航空货运超级枢纽可期。
 - 公司航空货运吞吐量为 26.79 万吨，同比上升 36%，国内 3.06 万吨，同比下降 1.9%，而地区航线货运吞吐量 3.79 万吨，同比增长 55%。
 - 国内航线货运增速略有负增长可能和国内投资和经济周期有关，我们需要进一步了解情况，但国内航线货运吞吐量占比很低，基本上不会对公司产生什么影响。而国际航线同比仍高速增长。
 - 随着产业结构的升级，适用于航空运输的高端货物将出现高速增长，从而驱动航空货运、尤其是国际航线航空货运的爆发式增长。而背靠制造业发达的长三角，并且在国际航空货运的腹地将覆盖整个长江流域，**公司发展航空货运尤其是国际航空货运具有得天独厚的优势。我们认为，上海机场未来将成为我国第一大国际航空货运超级枢纽。**

图表1：上海机场整体起降架次及增长率

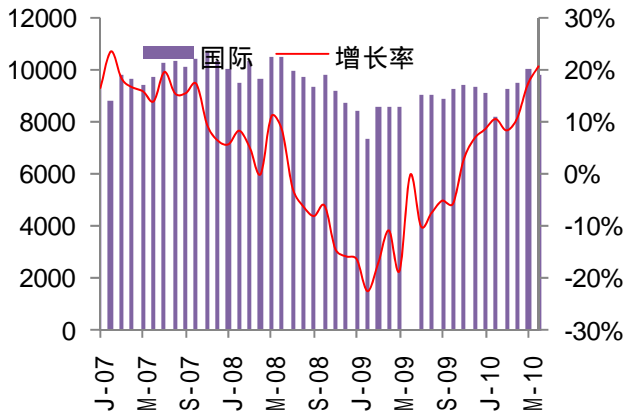


来源：国金证券研究所

图表2：上海机场国内航线起降架次及增长率

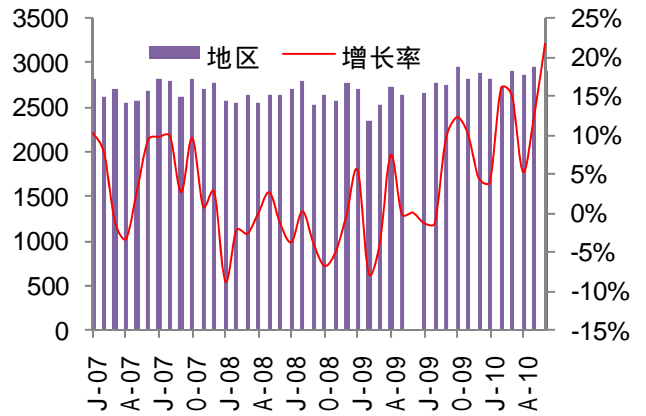


图表3：上海机场国际航线起降架次及增长率

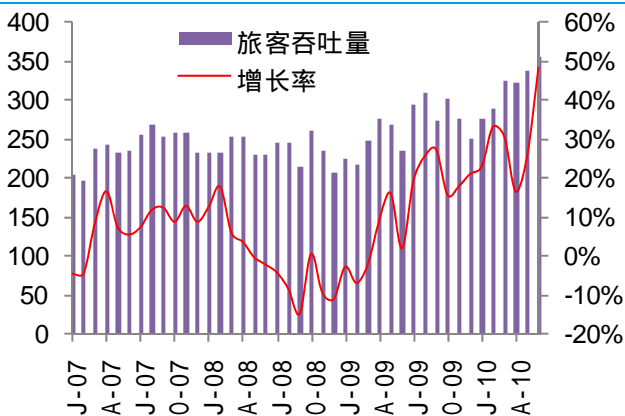


来源：国金证券研究所

图表4：上海机场地区航线起降架次及增长率

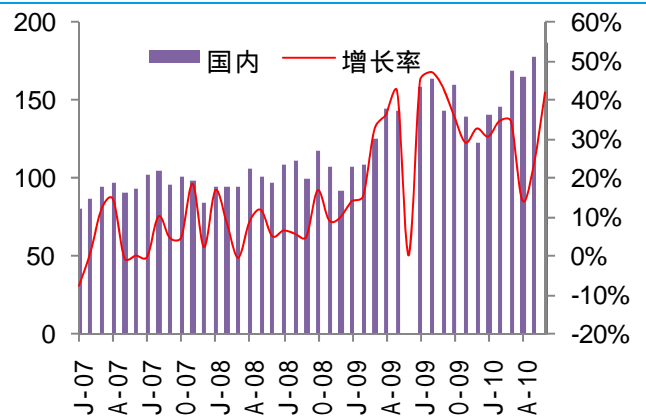


图表5：整体旅客吞吐量（万）及增长率

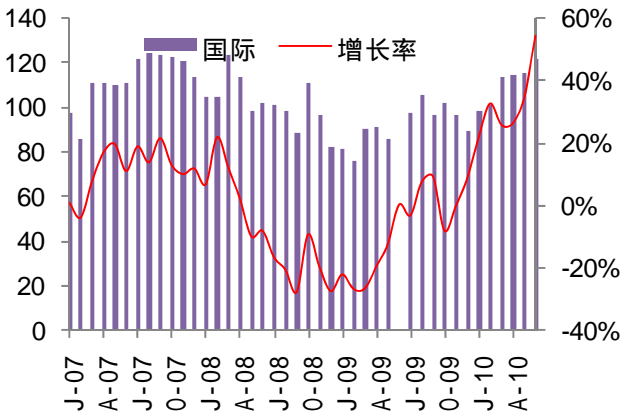


来源：国金证券研究所

图表6：国内航线旅客吞吐量及增长率

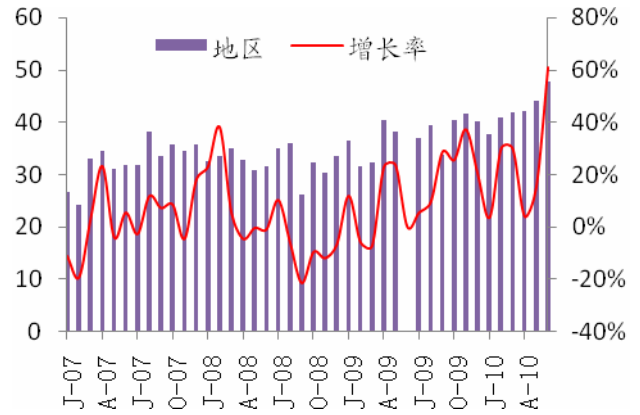


图表7：国际航线旅客吞吐量及增长率

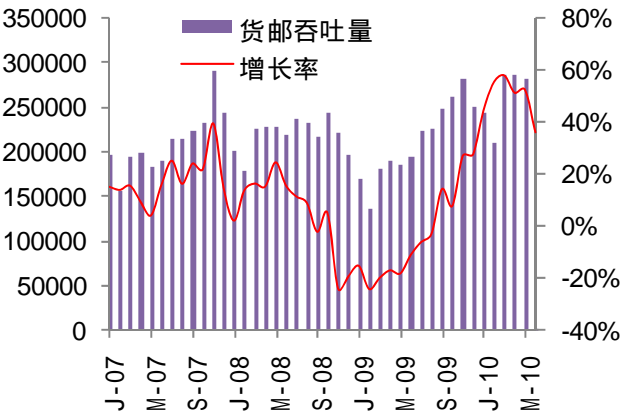


来源：国金证券研究所

图表8：地区航线旅客吞吐量及增长率

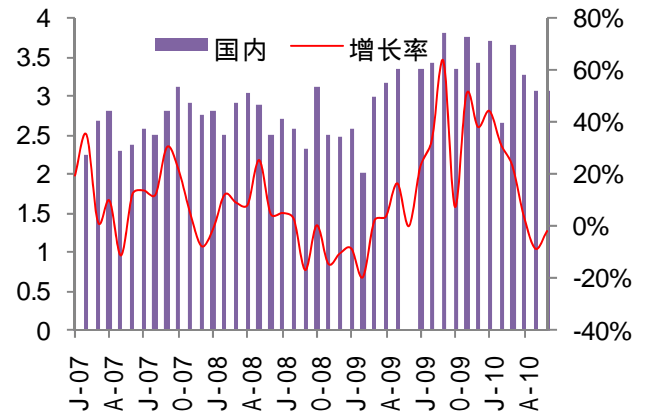


图表9：整体货邮吞吐量(吨)及增长率

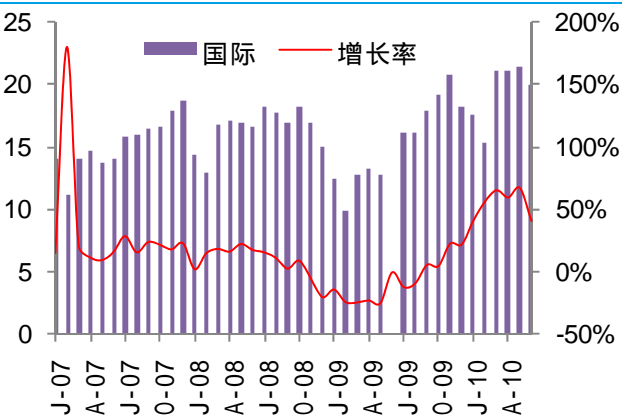


来源：国金证券研究所

图表10：国内航线货邮吞吐量及增长率

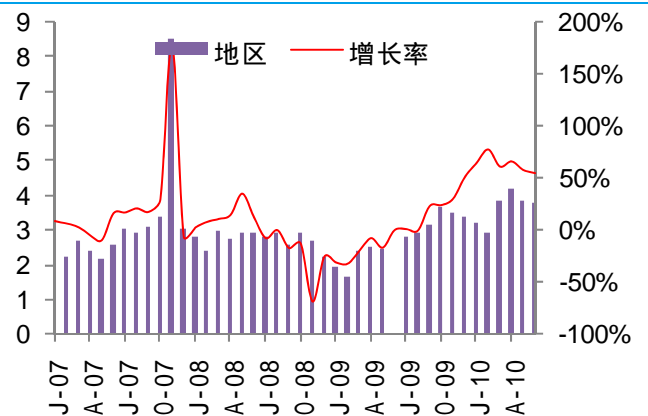


图表11：国际航线货邮吞吐量及增长率



来源：国金证券研究所

图表12：地区航线货邮吞吐量及增长率



推荐逻辑和其他核心问题

重申推荐的主要逻辑

- 我们对上海机场的主要推荐逻辑详见我们在 5 月 24 日发的深度报告《未来国际航线高增长的最大受益者》，我们在此重申一下我们的推荐逻辑，并且对投资者比较关注的其他一些关键问题在此一并进行更新和补充。
 - 第一，我们认为我国将进入国际航线消费升级加速阶段，未来国际航线将迎来高增长，尤其是华东地区，上海、江苏和浙江的 2009 年人均 GDP 分别达到了 1.1 万、6438 和 6582 美元，我们预计这些地区将进入国际旅游加速增长的阶段，这将成为驱动上海机场国际航线高增长的主要驱动力，而且高铁和城际快速铁路的开通将使具有先发优势的上海浦东机场形成虹吸效应；而另一方面，由于香港机场由于国内航班过少，中转更不便利，近几年旅客增速非常缓慢；而首都机场虽然理论上最具竞争优势，但由于空域比较紧张，未来增长也会受到一定限制，这将在国际航线方面对上海机场产生溢出效应，从而带动公司国际航线超预期增长，公司航线结构和旅客结构也将得到明显优化。（相对于之前强调首都机场和香港机场产生的国际旅客溢出效应，我们更加强调的是长三角将进入国际航线消费升级的加速阶段，而溢出效应也会带来额外的增量）。
 - 第二，我们认为市场对虹桥机场分流影响过于悲观，我们认为虹桥机场的空域相对还是比较紧张，航线资源在两场的分布也会照顾两场的平衡，而且更关键的是我们认为基地航空公司未来的运力投放重点有可能更多地是更具有增长空间的浦东机场。
 - 第三，我们提请关注浦东机场高经营杠杆带来的业绩弹性，由于公司的固定成本占总成本比重超过 40%，而员工人数的增长也会更加缓慢，收入的增长会带动毛利率的逐年提升，从而使得盈利出现更快速的增长。
 - 第四，公司的产能利用率仅为 45%左右，而且公司未来几年资本开支很少，如果按照 14%的旅客增速，其饱和年度将为 2016 年左右，我们认为未来公司的增长空间巨大。
 - 第五，在经历市场大幅下跌之后，公司估值风险得到了较充分的释放，虽然 2010 年 PE 仍有 22 倍左右，但由于巨额的折旧摊销额，使得公司具有非常低的 EV/EBITDA（仅为 12 倍左右）。

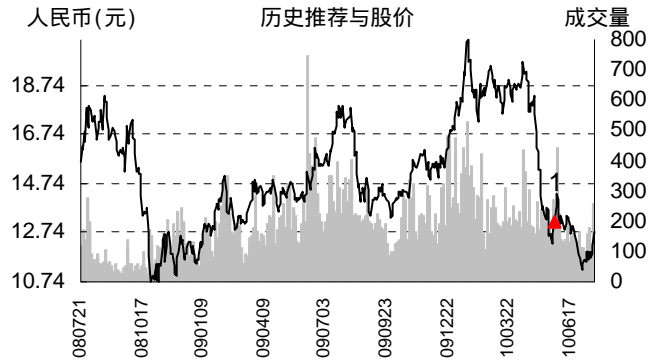
其他核心问题的补充

- 资产注入问题。
 - 首先我们坚持认为近两年实现资产注入的难度很大，主要原因是虹桥机场过大的资本开支将使其盈利大幅下降，对虹桥机场的估值难以同时满足国有资产保值增值和增厚上市公司 EPS 的双重要求——定价过高无法实现 EPS 增厚，定价过低难以实现国有资产保值增值，即使和航空货站捆绑注入，实现这双重目标的难度也比较大。
 - 其次，我们认为如果公司最终实现资产注入，由于大股东不具有投票权，所以其方案不至于损害其他股东利益。
 - 因此，我们认为资产注入的预期不能过高，但也没必要将之视为风险。
- 高铁影响问题。
 - 根据我们之前的测算，高铁对浦东机场的影响将很小，预计整体分流的比重也就在 4%左右，主要是 2012 年。
 - 我们认为短期内可能对虹桥的冲击会比较大，但是从长期看，我们认为高铁和城际客运专线将给枢纽机场输送旅客，尤其是国际航线，反而有利于形成区域旅客的国际出行向枢纽机场集中化的趋势。
 - 我们的盈利预测已经充分反映了这种分流影响，我们预计未来两年国内航线的增速将会比较缓慢，但国际航线并不会受到高铁和后世博的影响，甚至明显会受益于高铁和城际客运专线的大规模建设，而公司主要盈利来源是国际航线。
- 国际航线内航和外航收费并轨问题
 - 从我们的多方调研看，预计今明两年并轨的可能性不大，未来即使并轨，预计也将是外航收费标准降低，国内航空公司国际航线收费标准上升，而对机场盈利的影响预计偏中性。由于目前没有确定性方案，短期内应当也没有相关议程，未来方案的实际影响目前尚难以准确预计。由于我们预计由于未来几年行业整体运力增速缓慢，国内航空公司的盈利将有望保持在高位，远远好于民航总局直属的首都机场的盈利能力，我们预计未来的方案不会对机场的盈利产生明显影响。
- 我们暂维持上海机场的盈利预测，10-12 年每股盈利为 0.56、0.71 和 0.88 元，复合增长率为 25%左右，动态市盈率为 22 倍、18 倍和 14 倍（我们预计其盈利预测将有进一步上调的空间）。我们维持上海机场的买入评级，建议关注。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-05-24	买入	13.15	17.06 ~ 18.96

来源：国金证券研究所



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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
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：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室