

日期: 2010年10月12日
行业: 交通运输业 - 机场



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090141

盈利进入上升区间

主要观点:

航空业务量保持快速增长

2010年1-8月,公司实现飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别为21.81万架次、2699.58万人次和211.45万吨,同比增长分别为16.32%、30.58%和40.58%。可以看到国内航线维持高增长,国际航线业务恢复。

非航业务增速加快

公司的非航空服务包括广告、合作餐厅和机场商业场所租赁服务等,非航业务在总的营业收入中的占比在30%左右。其中商业餐饮租赁收入的增幅达到42.05%,远高于航空及相关收入15.34%的增长,显示公司的非航收入处于上升状态。未来非航收入将跟随旅客吞吐量增长,并且增速可能会高于旅客吞吐量增速。

盈利进入上升区间

我们认为,在客流量达到设计容量之前,公司应该不会投建新的航站楼,资本开支会较小。随着2号航站楼和第3跑道扩建工程使用率的提高,收入上升,而成本相对固定,公司盈利进入上升区间。

投资建议:

未来六个月内,维持“跑赢大市”评级。

我们预测2010-2012年公司营业收入增长分别为22.56%、4.96%和9.54%,归属于母公司的净利润将实现年递增59.57%、6.08%和18.23%,相应的稀释后每股收益为0.59元、0.62元、0.73元,动态市盈率为36.01倍、22.37倍和21.29倍。我们认为随着业务量的增长,公司进入盈利上升区间;同时作为行业内龙头企业,枢纽机场的建设将带来质的飞跃,公司理应享有较高的估值,维持公司“跑赢大师”评级。

数据预测与估值:

基本数据 (10H1)

报告日股价 (元)	13.20
12mth A 股价格区间 (元)	21.00/11.1
总股本 (百万股)	1926.96
无限售 A 股/总股本	56.75%
流通市值 (百万元)	14433.94
每股净资产 (元)	6.90
PBR (X)	1.91
DPS (Y09, 元)	0.05 元

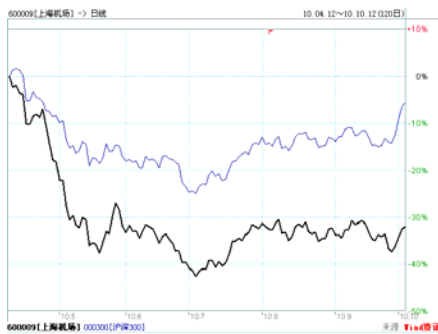
主要股东 (10H1)

上海机场 (集团) 有限公司	53.25%
中国农业银行 - 中邮核心成长股票型证券投资基金	2.24%

收入结构 (10H1)

航空及相关收入	53.60%
商业餐饮租赁收入	23.38%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: JLJ10-CT07

至12月31日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,338	4,092	4,295	4,704
年增长率 (%)	-0.37	22.56	4.96	9.54
归属于母公司的净利润	706	1,127	1,196	1,414
年增长率 (%)	-17.83	59.57	6.08	18.23
每股收益 (元)	0.37	0.59	0.62	0.73
PER (X)	36.01	22.57	21.27	17.99

注: 有关指标按最新总股本计算

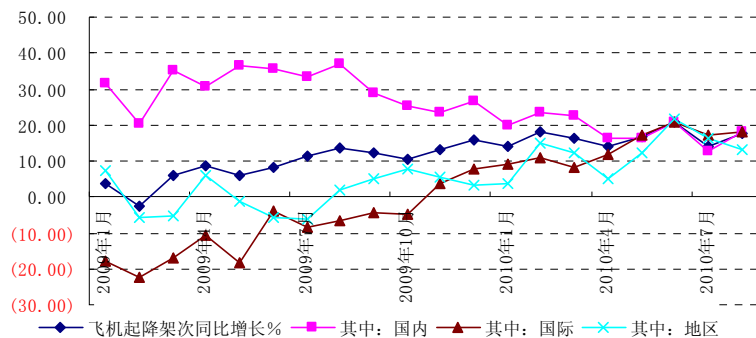
一、航空业务量保持快速增长

上海机场主营业务是在浦东机场提供旅客过港服务以及与航空运输有关的其他服务。2010年1-6月，公司实现主营业务收入19.21亿元，较去年同期增长22.53%；实现净利润5.50亿元，较去年同期增长112.47%；每股盈利0.29元。

2010年1-8月，公司实现飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别为21.81万架次、2699.58万人次和211.45万吨，同比增长分别为16.32%、30.58%和40.58%。

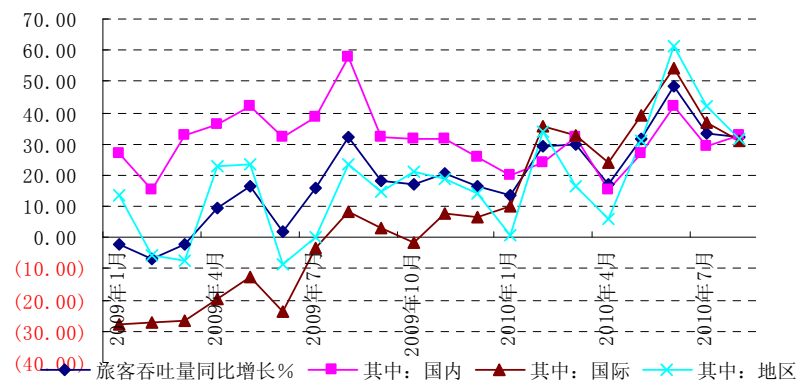
从飞机起降架次来看，其中国内航线增速略低于上年，不过依然维持20%左右的增长速度，国际和地区航线快速恢复，已经从上年的负增长回升到20%的增速上，这与国际经济回稳和世博会的刺激有关。同样，从旅客吞吐量上也可以看到同样的情况，国内航线维持高速增长，国际航线快速恢复。

图 1 飞机起降架次同比增长情况



数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

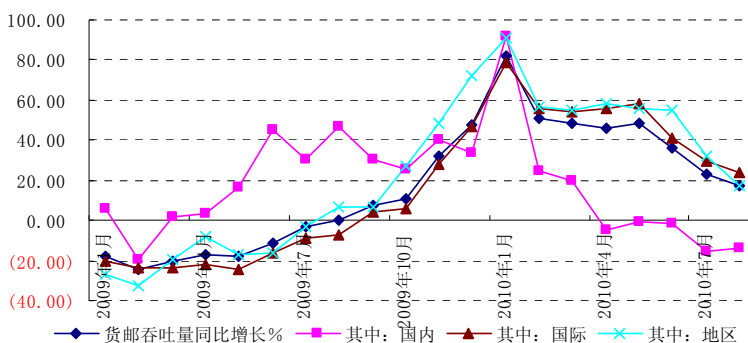
图 2 旅客吞吐量同比增长情况



数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

货邮吞吐量的增长主要表现在国际和地区航线上，由于国际货运占到货邮吞吐量的比例超过70%，由此可以看出，国际经济的恢复对于货邮吞吐量的增长起到了关键的作用。

图 3 货物吞吐量同比增长情况

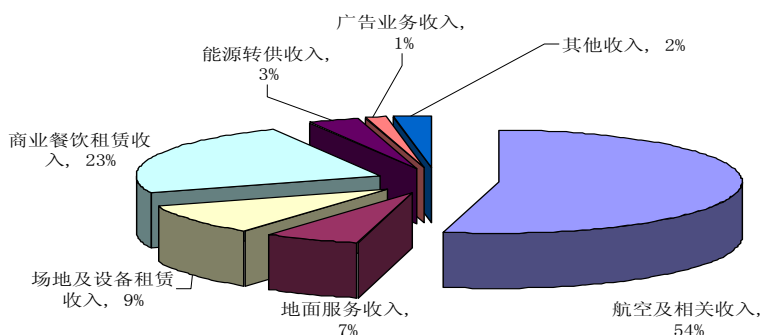


数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

二、非航业务增速加快

从公司主营业务收入构成来看，航空及相关收入占比为 54%，较上年同期下降 3 个百分点；商业餐饮租赁收入占比为 23%，较上年同期提高了 3 个百分点。商业餐饮租赁收入的增幅达到 42.05%，远高于航空及相关收入 15.34% 的增长，显示公司的非航收入处于上升状态，浦东机场的客流增长已经达到了对部分租户收取加成租金的程度；随着旅客量的增长，商业餐饮租赁收入继续加速的可能性较大。

图 4 公司收入构成情况



数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

公司的非航空服务包括广告、合作餐厅和机场商业场所租赁服务等。2010 年上半年共实现收入 5.86 亿元，增长 36%；其中商业经营

和租赁服务实现收入 4.49 亿元，能源供应收入 6300 万元，广告收入 2704 万元，其他收入 4705 万元，分别较上年同期增长 42.05%、32.49%、1.86% 和 19.61%。目前来看，公司的非航业务在总的营业收入中的占比在 30% 左右，未来这部分收入将跟随旅客吞吐量增长，并且增速将高于旅客吞吐量增速。

表 1 上海机场非航业务收入构成 单位：万元

业务	2010H1	2009H1	同比增长
商业餐饮租赁收入	44,919.47	31622.29	42.05%
能源转供收入	6,299.78	4754.91	32.49%
广告业务收入	2,703.77	2654.40	1.86%
其他收入	4,705.30	3933.87	19.61%
合计	58,628.31	42965.47	36.45%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

商务餐饮租赁收入：2010 年上半年，公司实现商业餐饮租赁收入 4.49 亿元，同比增长 42.05%。此项收入增速高于旅客吞吐量增速和航空业务量增速，未来商务餐饮租赁业务可能会进入加速上升阶段。

广告业务：包括机场广告公司的收入和德高动量的投资收益。公司的广告收入主要是广告阵地租赁收入，这部分是按照上年上海市场客流量增长率来计算的，由于 2009 年旅客吞吐量增速为 11.64%，预计今年公司此部分收入增长 12% 左右。同时，公司通过机场广告公司间接拥有德高动量 25.5% 的股权，上半年，德高动量的净利润为 1.61 亿元，则公司的投资收益为 4098 万元，同比增长 98%，预计全年源于德高动量的投资收益为会增长接近一倍。

三、盈利进入上升区间

公司 2 号航站楼和第 3 跑道于 2008 年 3 月建成启用，由此固定资产折旧费用、运营成本的增幅较大，2008、2009 和 2010 年上半年营业成本增幅分别为 55.11%、11.72% 和 11.26%，预计未来几年营业成本会相对固定，增幅较小。

2010 年第一季度毛利率达到 36.69%，较上年同期的 30.50% 提升了 6.19 个百分点。主要是收入增长而成本相对固定，以及财务费用占比的下降。

我们认为，在客流量达到设计容量之前，公司应该不会投建新的航站楼，资本开支会较小。随着 2 号航站楼和第 3 跑道扩建工程使用率的提高，收入上升，而成本相对固定，公司盈利进入上升区间。

表 2 营业成本构成 单位: 万元

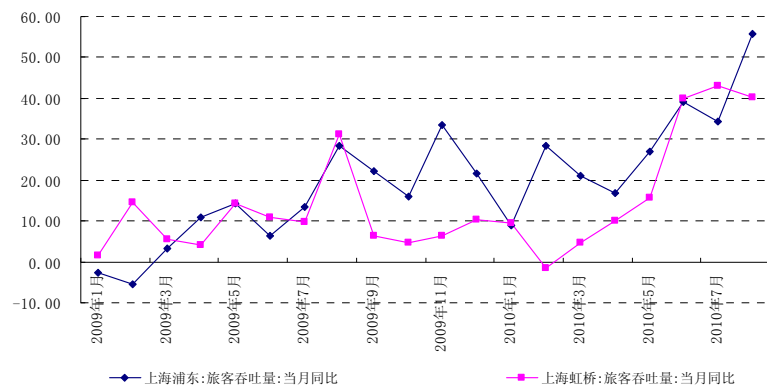
	2007	2008	2009	2010H1
折旧	30,788.71	68,315.57	81,029.35	40,259.01
人工	69,691.45	64,750.97	81,707.39	37,250.33
房产土地租赁	10,757.92	14,508.98	18,012.11	10,402.83
其他	20,994.04	57,534.21	48,400.15	33,325.43
合计	132,232.12	205,109.73	229,149.00	121,237.60
增长率				
折旧	-1.92%	121.89%	18.61%	-1.06
人工	2.39%	-7.09%	26.19%	-2.25
房产土地租赁	6.95%	34.87%	24.14%	17.09
其他	88.70%	174.05%	-15.88%	56.55
合计	9.61%	55.11%	11.72%	11.26

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

四、整体上市预期依旧

1-8 月, 两场旅客吞吐量达到 4703 万人次同比增长 25.5% (其中浦东 2693 万人次, 虹桥 2010 万人次, 增速分别为 31.71% 和 20.75%)。虹桥机场第二航站楼投入使用后, 旅客吞吐能力释放, 增速已快速恢复, 尤其是在 4 月之后快速提升, 8 月单月的旅客吞吐量达到 318 万人次, 同比增长 40%, 显示了在需求旺盛的情况下, 容量打开后的快速增长。

图 5 浦东机场和虹桥机场旅客吞吐量增长情况



数据来源: 中国航贸网, 上海证券研究所

目前来看, 两个机场的定位是以浦东机场为主、虹桥机场为辅, 但不可否认“一市两场”竞争继续, 由于目前刚好与世博会客流增长

重合，并未显示出分流影响，浦东和虹桥的旅客量都显示增长，但虹桥增长幅度更大一些。后世博会期间浦东机场将面临一定的分流压力，可关注未来航班分配以及新东航在两场中的航班分配，特别是新东航在国际航线上的举措，基地航空公司的发展对枢纽机场的建设有着重要的作用。

我们认为，浦东机场定位于亚太枢纽机场，未来的重点在于中转客流，做大做强这部分业务后，盈利水平将得以提升。

公司的整体上市仍是市场预期所在，但目前方案、时间和进度都无从了解和把握。而对于公司是否会从机场集团公司哪些资产，以及采取何种方式一直为市场所关注。我们认为未来可注入的资产包括虹桥机场资产、浦东机场国际货站股权等，注入方案对业绩会有一定幅度的增厚。短期来看，虹桥机场进入公司，其二期扩建的资本支出将会降低公司盈利水平；而长期则可以消除其扩建后将带给浦东机场更大的分流影响和竞争压力。整体上市后，有利于公司亚太枢纽机场的建设，也会更合理地分配航线航班，获得协同效应。

五、盈利预测和投资评级

盈利假设：2010-2012 年所得税率为 22%、24%、25%

2010-2012 年旅客吞吐量增长分别为 31%、2%和 15%

不考虑资产注入

我们预测 2010-2012 年公司营业收入增长分别为 22.56%、4.96%和 9.54%，归母公司的净利润将实现年递增 59.57%、6.08%和 18.23%，相应的稀释后每股收益为 0.59 元、0.62 元、0.73 元。

表 3 浦东机场与虹桥机场吞吐量情况与预测 单位：万架次、万人次、万吨

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
浦东机场					
飞机起降架次	26.44	28.72	33.10	33.76	36.46
旅客吞吐量	2834	3205	4200	4284	4927
货邮吞吐量	264	248	300	330	363
飞机起降架次增长率%	5.4	9.4	15.25	2	8
旅客吞吐量增长率%	-2	13.5	31.04	2	15
货邮吞吐量增长率%	3	-4.7	20.89	10	10
虹桥机场					
飞机起降架次	18.36	18.8	21.4	22.47	23.59
旅客吞吐量	2285	2510	3000	3300	3630
货邮吞吐量	41	44	50	54	58
飞机起降架次增长率%	-1	2.4	13.83	5	5
旅客吞吐量增长率%	0.9	9.7	19.51	10	10

	货邮吞吐量增长率%	5.9	5.2	14.31	8	8
	飞机起降架次	44.8	47.52	54.50	56.23	60.06
	旅客吞吐量	5119	5715	7200	7584	8557
两场合计	货邮吞吐量	305	292	350	384	421
	飞机起降架次增长率%	2.68	6.07	14.69	3.18	6.80
	旅客吞吐量增长率%	-0.73	11.65	25.98	5.33	12.82
	货邮吞吐量增长率%	3.38	-4.21	19.91	9.71	9.72

数据来源: WIND、上海证券研究所

表 4 公司盈利预测 单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3,338	4,092	4,295	4,704
二、营业总成本	2,733	3,042	3,178	3,356
营业成本	2,291	2,576	2,689	2,811
营业税金及附加	134	164	172	188
销售费用	0	0	0	0
管理费用	128	147	155	169
财务费用	173	155	163	188
资产减值损失	6			0
三、其他经营收益				
投资净收益	268	450	478	578
其中: 对联营企业和合营企业的投				
资收益				
四、营业利润	874	1,499	1,595	1,925
加: 营业外收入	0			
减: 营业外支出	2			
五、利润总额	872	1,499	1,595	1,925
减: 所得税	124	300	323	421
六、净利润	748	1,199	1,272	1,504
减: 少数股东损益	42	72	76	90
归属于母公司所有者的净利润	706	1,127	1,196	1,414
七、每股收益(元)	0.37	0.585	0.621	0.734

数据来源: WIND、上海证券研究所

表 5 同类公司毛利率净利率对比 单位: %

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		07Y	08Y	09Y	10H1	07Y	08Y	09Y	10H1
600009.SH	上海机场	57.94	38.79	31.36	36.89	54.87	26.92	22.41	30.70
600004.SH	白云机场	46.75	42.18	42.55	38.88	14.62	16.96	17.13	16.50
000089.SZ	深圳机场	52.04	49.32	49.06	53.47	41.24	16.72	35.06	40.14
600897.SH	厦门空港	56.10	51.41	56.23	57.03	45.00	33.59	38.36	36.26
	平均	53.21	45.42	44.80	46.57	38.93	23.55	28.24	30.90

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

表 6 同类公司资产周转率对比

公司代码	公司简称	应收帐款周转率				存货周转率			
		07Y	08Y	09Y	10H1	07Y	08Y	09Y	10H1
600009.SH	上海机场	5.51	4.03	3.06	1.72	86.68	121.56	132.35	68.90
600004.SH	白云机场	3.48	3.72	3.46	1.79	52.07	61.53	68.76	40.94
000089.SZ	深圳机场	6.89	6.11	6.26	3.09	320.38	397.49	506.58	248.56
600897.SH	厦门空港	6.35	4.62	4.39	2.65	55.93	35.94	51.15	238.10

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

公司 2009-2011 年的动态市盈率为 36.01 倍、22.37 倍和 21.29 倍, 同类公司 2009-2011 年的平均市盈率为 23.36 倍、18.62 倍和 16.99 倍, 公司估值相对略高。我们认为随着业务量的增长, 公司进入盈利增长区间; 同时作为行业内龙头企业, 枢纽机场的建设将带来质的飞跃, 公司理应享有较高的估值, 维持公司“跑赢大师”评级。

表 7 同行业上市公司估值比较

证券代码	简称	股价	EPS08A	EPS09E	EPS10E	EPS11E	08PE	09PE	10PE	11PE
600009.SH	上海机场	13.20	0.45	0.37	0.59	0.62	29.58	36.01	22.37	21.29
600004.SH	白云机场	9.98	0.42	0.47	0.51	0.58	23.63	21.10	19.68	17.22
000089.SZ	深圳机场	6.03	0.14	0.34	0.40	0.43	41.64	17.72	15.03	14.00
600897.SH	厦门空港	16.87	0.65	0.91	0.97	1.09	25.82	18.60	17.39	15.46
	平均	11.52	0.42	0.52	0.62	0.68	30.17	23.36	18.62	16.99

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

风险因素: 经济下滑风险

内外航国际航线收费并轨风险

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。