

2010年10月29日

# 上海机场

## 1-9月净利润同比增长99%

**A** **买入**  
 600009.SS - 人民币 13.87  
 目标价格: 人民币 15.39 (▲14.40)

受益于航空需求旺盛和上海世博会对航空需求的拉动作用, 公司3季度实现归属于母公司所有者的净利润3.99亿人民币, 同比增长83.2%, 营业收入同比增长31.8%, 而营业总成本仅小幅增长4%, 营业利润率同比提升了15个百分点至44.5%。公司1-9月归属于母公司所有者的净利润同比增长99.1%至9.49亿人民币。公司3季度业绩超出我们预期, 我们对2010-12年每股盈利预测分别上调了11.5%、18.8%和18.5%至0.669、0.808和0.917元人民币。我们将公司目标价上调为15.39元人民币, 维持买入评级。

**杜建平**

(8610) 66229079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

### 支撑评级的要点

- 公司2010年1-9月旅客吞吐量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长31.62%、31.32%、33.02%和29.2%, 货邮吞吐量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长35.33%、3.23%、40.74%和91.2%, 飞机起降架次同比增长16.65%。
- 公司未来将充分受益于消费结构升级和出入境需求的增长, 后世博效应将对公司国内航线客运需求形成一定支撑。
- 货运业务将持续较快增长。上海地区航空货运增长空间大, 我国航空公司加大向该地区布局全货机运力, 国际物流巨头在上海转运中心纷纷开展和扩大业务。
- 集团仍有注入虹桥机场资产的承诺。

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 估值

- 目前机场板块整体估值水平约为16倍2011年市盈率, 我们认为公司应享有20%的溢价。根据19倍2011年市盈率, 我们将公司目标价由14.40元人民币上调为15.39元人民币, 维持买入评级。

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	12	3	(3)
相对新华富时	(7)	(6)	(9)	5
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,927
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	14,166
3个月日均交易额(人民币 百万)	284
净负债比率(%)	5
主要股东(%)	
上海机场集团	53

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,351	3,338	4,100	4,552	4,916
变动(%)	7	0	23	11	8
净利润(港币 百万)	855	705	1,289	1,556	1,767
全面摊薄每股收益(人民币)	0.444	0.366	0.669	0.808	0.917
变动(%)	(49.5)	(17.6)	82.9	20.7	13.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.577	0.664	0.780
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.600	0.680	0.773
变动(%)	-	-	11.5	18.8	18.5
核心每股收益(人民币)	0.446	0.366	0.669	0.808	0.917
变动(%)	(49.3)	(17.8)	82.5	20.7	13.5
全面摊薄市盈率(倍)	31.2	37.9	20.7	17.2	15.1
核心市盈率(倍)	31.1	37.9	20.7	17.2	15.1
每股现金流量(港币)	0.78	0.61	0.97	1.09	1.08
价格/每股现金流量(倍)	17.9	22.6	14.3	12.7	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	17.7	12.5	10.4	8.7
每股股息(人民币)	0.070	0.058	0.104	0.125	0.142
股息率(%)	0.5	0.4	0.7	0.9	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

### 3 季度净利润同比增长 83.2%，公司业绩步入快速增长通道

受益于航空需求旺盛和上海世博会对航空需求的拉动作用，公司 3 季度实现归属于母公司所有者的净利润 3.99 亿人民币，同比增长了 83.2%，营业收入同比增长 31.8%，而营业总成本仅小幅增长 4%，营业利润率同比提升了 15 个百分点至 44.5%。公司 1-9 月归属于母公司所有者的净利润同比增长 99.1% 至 9.49 亿人民币。公司 3 季度业绩超出我们预期，我们对 2010-12 年每股盈利预测分别上调了 11.5%、18.8% 和 18.5% 至 0.669、0.808 和 0.917 元人民币。目前机场板块整体估值水平约为 16 倍 2011 年市盈率，我们认为，考虑到后世博效应仍将对公司业绩构成支撑，上海地区航空货运市场未来增长强劲，以及集团仍有注入虹桥机场资产的承诺，我们认为公司应享有 20% 的溢价。根据 19 倍 2011 年市盈率，我们将公司目标价由 14.40 元人民币上调为 15.39 元人民币，维持买入评级。

图表 2. 2010 年 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比增长 (%)
营业收入	870.76	1,147.32	31.76
营业总成本	(734.46)	(763.78)	3.99
营业成本	(617.69)	(647.52)	4.83
营业税金及附加	(34.62)	(45.48)	31.39
管理费用	(40.11)	(38.16)	(4.85)
财务费用	(42.05)	(32.64)	(22.37)
资产减值损失	0	0.03	n.a.
投资收益	121.32	127.52	5.11
营业利润	257.62	511.06	98.38
营业外收入	0.03	0.04	19.52
营业外支出	(0.02)	(0.05)	242.74
利润总额	257.63	511.05	98.36
所得税费用	(27.05)	(84.27)	211.52
净利润	230.58	426.78	85.09
归属于母公司所有者的净利润	217.63	398.78	83.24
少数股东损益	12.96	28.00	116.09
基本每股收益	0.11	0.21	90.91
<b>主要比率 (%)</b>			
经营利润率	29.59	44.54	
净利率	24.99	34.76	
净资产收益率	1.69	2.96	

资料来源：公司数据

**图表 3. 2010 年 1-9 月业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比增长 (%)
营业收入	2,438.60	3,068.33	25.82
营业总成本	(2,031.34)	(2,198.01)	8.21
营业成本	(1,707.35)	(1,859.90)	8.93
营业税金及附加	(98)	(123.53)	26.41
管理费用	(93.92)	(106.78)	13.69
财务费用	(132)	(107.46)	(18.52)
资产减值损失	(0.47)	(0.35)	(24.32)
投资收益	189.13	350.97	85.57
营业利润	596.39	1,221.29	104.78
营业外收入	0.31	0.61	100.33
营业外支出	(0.38)	(0.24)	(36.78)
利润总额	596.32	1,221.66	104.87
所得税费用	(86.62)	(205.22)	136.94
净利润	509.70	1,016.44	99.42
归属于母公司所有者的净利润	476.64	949.09	99.12
少数股东损益	33.07	67.34	103.66
基本每股收益	0.25	0.49	96.00
<b>主要比率(%)</b>			
经营利润率	24.46	39.80	
净利率	19.55	30.93	
净资产收益率	3.78	7.14	

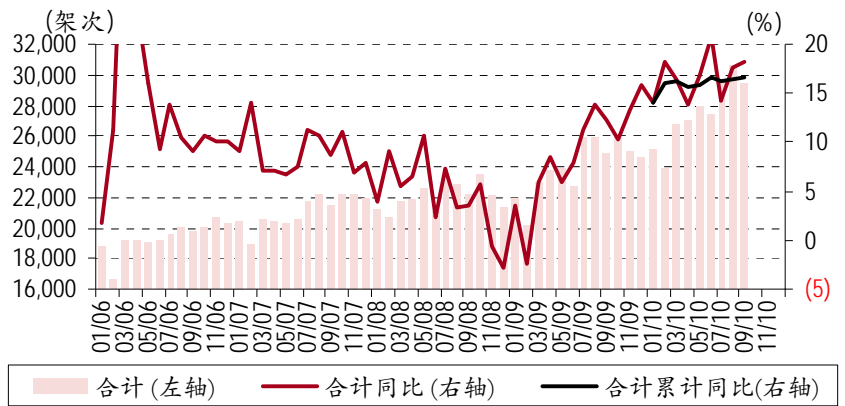
资料来源：公司数据

### 未来客运受益消费结构升级和后世博效应，货运将持续成为增长点

公司 2010 年 1-9 月旅客吞吐量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 31.62%、31.32%、33.02%和 29.2%，货邮吞吐量合计、国内、国际和港澳台地区航线分别同比增长 35.33%、3.23%、40.74%和 91.2%，飞机起降架次同比增长 16.65%。

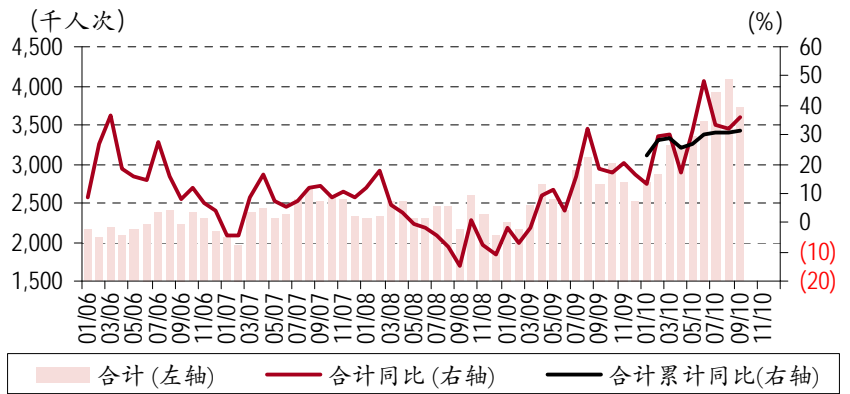
公司 2010 年 1-9 月国际和港澳台地区航线旅客吞吐量比重占到了 47.9%，未来将充分受益于消费结构升级和出入境需求的增长，后世博效应将对公司国内航线客运需求形成一定支撑。上海地区航空货运增长空间大，是各货运航空公司的布局要点，随着我国航空公司向上海地区布局全货机运力，以及国际物流巨头在上海转运中心纷纷开展和扩大业务，我们认为公司货运业务将持续较快增长。

图表 4. 上海机场飞机起降架次月度数据



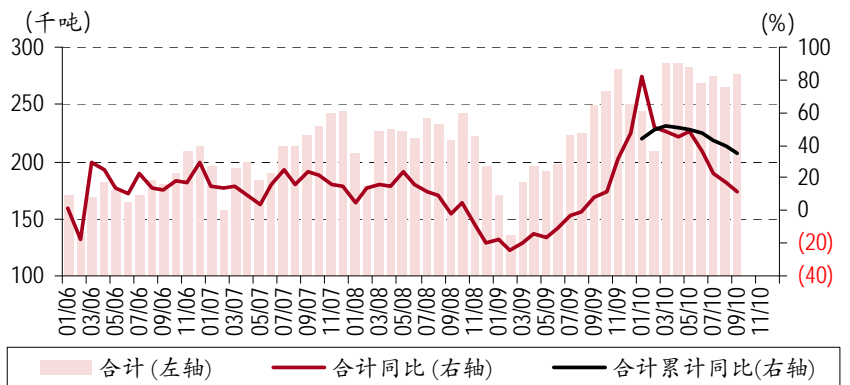
数据来源: 公司数据

图表 5. 上海机场旅客吞吐量月度数据



数据来源: 公司数据

图表 6. 上海机场货邮吞吐量月度数据



数据来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,351	3,338	4,100	4,552	4,916
销售成本	(2,051)	(2,292)	(2,535)	(2,713)	(2,845)
经营费用	439	561	556	516	473
息税折旧前利润	1,738	1,608	2,121	2,356	2,544
折旧及摊销	(696)	(824)	(855)	(849)	(832)
经营利润(息税前利润)	1,042	784	1,266	1,507	1,712
净利息收入(费用)	(143)	(134)	(109)	(67)	18
其他收益/(损失)	166	220	469	516	542
税前利润	1,065	870	1,626	1,956	2,272
所得税	(167)	(124)	(293)	(352)	(454)
少数股东权益	(42)	(42)	(45)	(48)	(51)
净利润	855	705	1,289	1,556	1,767
核心净利润	859	706	1,289	1,556	1,767
每股收益(人民币)	0.444	0.366	0.669	0.808	0.917
核心每股收益(人民币)	0.446	0.366	0.669	0.808	0.917
每股股息(人民币)	0.070	0.058	0.104	0.125	0.142
收入增长(%)	7	0	23	11	8
息税前利润增长(%)	(34)	(25)	61	19	14
息税折旧前利润增长(%)	(8)	(7)	32	11	8
每股收益增长(%)	(49)	(18)	83	21	14
核心每股收益增长(%)	(49)	(18)	83	21	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	377	377	2,345	4,600	6,903
应收帐款	1,203	1,488	1,320	1,457	1,563
库存	19	16	21	23	25
其他流动资产	3	5	20	20	20
流动资产总计	1,602	1,887	3,706	6,100	8,511
固定资产	14,139	13,614	12,838	12,062	11,302
无形资产	397	389	372	363	354
其他长期资产	1,143	1,071	1,071	1,071	1,071
长期资产总计	15,679	15,073	14,281	13,495	12,727
总资产	17,281	16,960	17,987	19,595	21,237
应付帐款	1,147	705	453	640	691
短期债务	1,141	599	603	603	603
其他流动负债	207	215	357	414	460
流动负债总计	2,495	1,519	1,413	1,658	1,755
长期借款	2,480	2,482	2,482	2,482	2,482
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
储备	10,295	10,906	11,995	13,310	14,804
股东权益	12,222	12,833	13,922	15,237	16,731
少数股东权益	84	126	170	218	269
总负债及权益	17,281	16,960	17,987	19,595	21,237
每股帐面价值(人民币)	6.34	6.66	7.22	7.91	8.68
每股有形资产(人民币)	6.14	6.46	7.03	7.72	8.50
每股净负债/(现金)(人民币)	1.68	1.40	0.38	(0.79)	(1.98)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,065	870	1,626	1,956	2,272
折旧与摊销	696	824	855	849	832
净利息费用	143	134	109	67	(18)
运营资本变动	(80)	(296)	39	106	(11)
税金	(167)	(124)	(293)	(352)	(454)
其他经营现金流	(162)	(224)	(469)	(516)	(542)
经营活动产生的现金流	1,495	1,184	1,867	2,109	2,078
购买固定资产净值	(1,771)	(596)	(63)	(63)	(63)
投资减少/增加	81	347	469	516	542
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,690)	(249)	406	453	479
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	673	(660)	4	0	0
支付股息	(389)	(275)	(309)	(307)	(254)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	285	(935)	(305)	(307)	(254)
现金变动	90	0	1,968	2,255	2,303
期初现金	287	377	377	2,345	4,600
公司自由现金流	(195)	935	2,273	2,562	2,557
权益自由现金流	478	275	2,277	2,562	2,557

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率	51.9	48.2	51.7	51.7	51.7
息税前利润率	31.1	23.5	30.9	33.1	34.8
税前利润率	31.8	26.1	39.7	43.0	46.2
净利率	25.5	21.1	31.4	34.2	35.9
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.6	1.2	2.6	3.7	4.8
利息覆盖率	7.1	5.5	9.3	11.1	11.1
净权益负债率(%)	26.4	20.9	5.2	净现金	净现金
速动比率	0.6	1.2	2.6	3.7	4.8
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	31.2	37.9	20.7	17.2	15.1
核心业务市盈率	31.1	37.9	20.7	17.2	15.1
目标价对应核心业务市盈率	34.5	42.0	23.0	19.1	16.8
<b>市净率</b>					
市净率	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
价格/现金流	17.9	22.6	14.3	12.7	12.9
企业价值/息税折旧前利润	16.6	17.7	12.5	10.4	8.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	3.0	2.8	2.6	2.9	3.0
应收帐款周转天数	118.8	147.1	125.0	111.3	112.1
应付帐款周转天数	135.0	101.3	51.6	43.8	49.4
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率	15.8	15.9	15.5	15.5	15.4
净资产收益率	7.2	5.6	9.6	10.7	11.1
资产收益率	5.3	3.9	5.9	6.6	6.7
已运用资本收益率	6.9	5.0	7.8	8.8	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621) 6860 4866  
传真:(8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 6622 9000  
传真:(8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话:(4420) 7022 8888  
传真:(4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话:(1) 212 259 0888  
传真:(1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371