

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

股价与基本面背离，未来迪斯尼将形成利好

事件

10月底上海世博会拉下帷幕，而上海迪斯尼项目将重启，据多家媒体介绍，上海迪斯尼项目已经获核准，预计在十二五期间将开园。我们同时也对上海机场的投资逻辑进行重申并梳理更新。

评论

世博因素对估值的压抑将弱化：从年初以来，上海机场股价下跌了 17.4%，而同期大盘仅下跌 3.5%，从 1 月的股价高点上海机场股价更是下跌了 30%，远远跑输大盘，我们可以注意到这种下跌是与世博概念股一同下跌起来的。我们认为，市场担心世博会后公司的流量会出现负增长有关，因此世博因素对股价形成了较大压抑（与其他一些世博概念股相同），我们认为随着世博的结束，世博因素对股价的压抑将会弱化。我们认为今年世博会对上海国内航线带来了很大的增量，但是由于对国际航线的增量很少（世博期间上海两场国内航线增速高出行业平均约 14% 左右，但国际航线与行业平均水平相当），因此我们认为明年国内航线增速预计在 5% 以内（我们盈利预测假设 0 增长），但国际航线仍将保持行业平均增速，但公司的业绩（包括非航）都主要有国际航线驱动。

公司仍将是未来国际航线高增长的最大受益者：我们认为我国东部地区将进入出境游的加速增长阶段，而人民币升值以及欧美国家进一步放松旅游签证将进一步加大这种消费升级的速度，我们认为这将驱动我国国际航线在未来几年保持高速增长，我们认为其增速将有望达到甚至超过 15%-20% 的水平，而首都机场的饱和也有望使公司获得更多的流量空间，国际航线的高增长将是公司未来几年收入和盈利增长的主要驱动力。

固定成本高带来的业绩弹性在公司三季报已经在体现：从公司的三季报可以看到，公司利润增速远高于收入增速，主要原因是高经营杠杆导致成本增速缓慢，公司折旧成本占到公司总成本的 1/3 左右，而这部分成本在未来几年增速非常缓慢，这也导致 1-3 季度公司营业成本同比仅增长 8.2%。公司营业利润率由去年的上升到 24.4% 上升到 40%，市场上担心的业绩弹性无法体现对估值的压抑也应当要有所淡化。

内航外线提价及资产注入不排除将在 2011 年启动：根据民航局 159 号文，预计未来公司内航外线和外航外线收费将并轨，而且很有可能是在 2011 年一次性将内航外线的收费向外航外线靠齐，我们假设 2011 年一次性提价并使收费标准一致，根据我们的测算，将使 2011-2012 年分别增厚业绩 0.09 和 0.11 元（由于尚有不不确定性，同样处于谨慎的原则，我们的盈利预测并未计入这部分的增厚，但我们认为这有望成为公司业绩增厚的惊喜）。同时随着上海市国资整合的推进，我们预计资产注入的事宜不排除也将在 2011 年重启。这些因素在股价中尚完全没有体现。

迪斯尼项目可望成为股价催化剂：世博会给上海两场国内航线带来了巨大增量，但由于是一次性的影响，无法持续导致这种影响只能短期内带来炒作因素，但不能长期的估值提升，但我们认为迪斯尼项目将改变上海旅游资源不突出的弱点，而且迪斯尼离浦东机场更近，未来将持续带来巨大的客流，不仅如此，在未来短期免签政策的推动下，迪斯尼的建设对未来吸引国际中转旅客也有很大的帮助。

油价上涨周期中油料公司的投资收益将更加明显：我们认为在油价上涨周期中，由于公司供油具有 1-2 个月的储油期，在油价上涨周期中，油料公司的投资收益预计将继续上升。

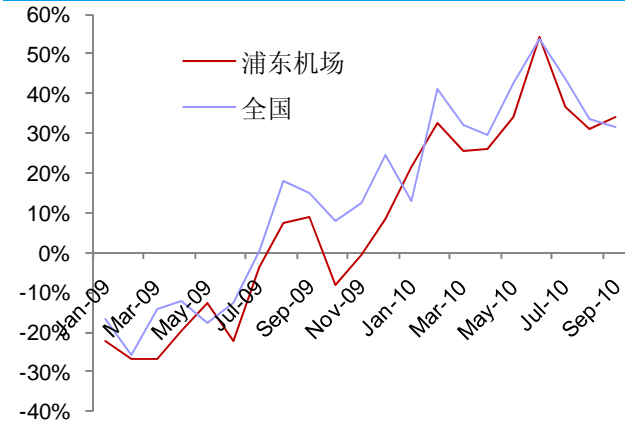
公司估值处于历史地位，具有补涨需求：我们可以看到，上海机场无论 PB 还是 PE 估值均处于历史低位，从 PE 上说，公司的盈利从 2009 年的 0.37 元，将大幅上涨至今年预计的 0.65-0.68 元，但股价反弹的幅度远低于利润反弹幅度，即使从 08 年低点到高点，大盘反弹了 88%，而上海机场仅反弹 32%，我们认为股价尚没有反映公司基本面的好转，具有补涨需求。

投资建议

我们假设国内航线零增长，国际航线增长 15%，非航增长 10%，不考虑提价和资产注入因素，我们对明年的盈利预测为 0.8 元，对于 PE 也仅为 18 倍，考虑机场跑道和航站楼的折旧（这部分现金流入可以算为股东的现金流入），实际 PE 水平（EV/EBITDA）更低，我们维持“买入”评级，目标价位 20 元。

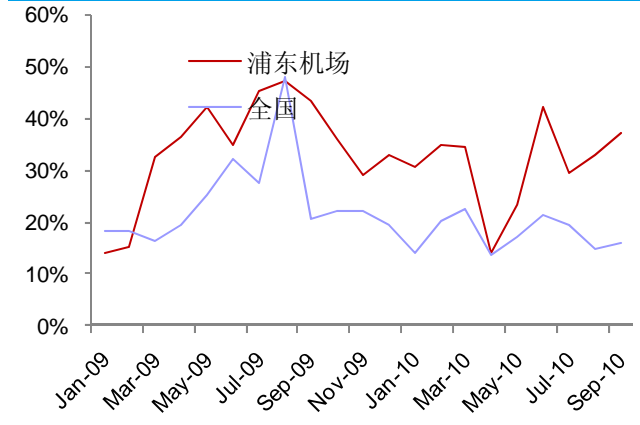
- 图 1 和图 2 说明了世博会对国内航线带来了明显增量，但对国际航线基本上没有带来增量，所以我们预计国内航线明年增速将明显下降，但国际航线明年有望继续保持高增长。

图表1: 浦东机场国际航线旅客增速与全国增速相当



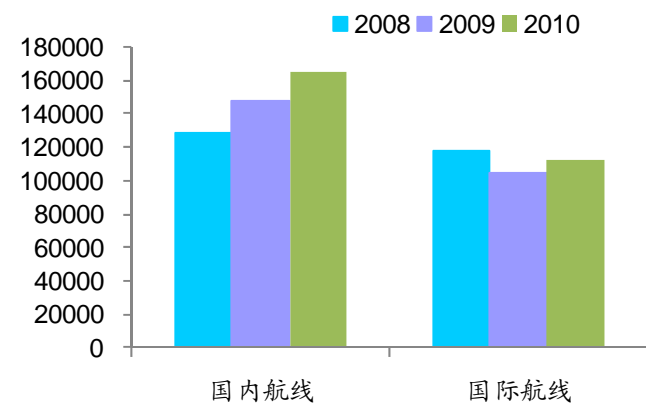
来源: 国金证券研究所

图表2: 世博公司国内航线旅客增速明显高于全国增速



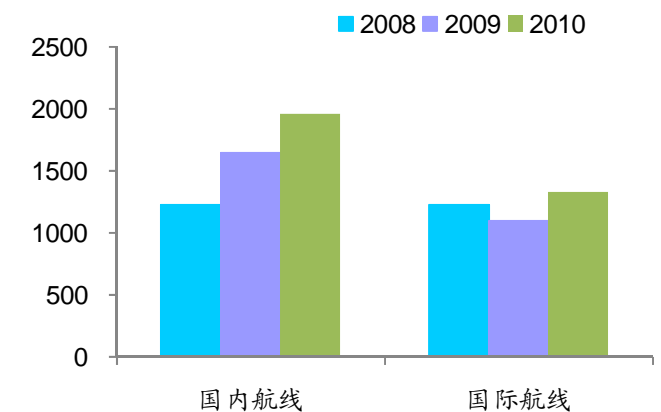
- 图 3-图 6 说明了上海机场的业绩主要靠国际航线驱动，2009 年公司国内航线高增长，国际航线负增长，带动整体流量还是保持较快增长，但公司的收入基本上零增长，而利润比 2008 年进一步大幅负增长

图表3: 2008 年以来的起降架次对比

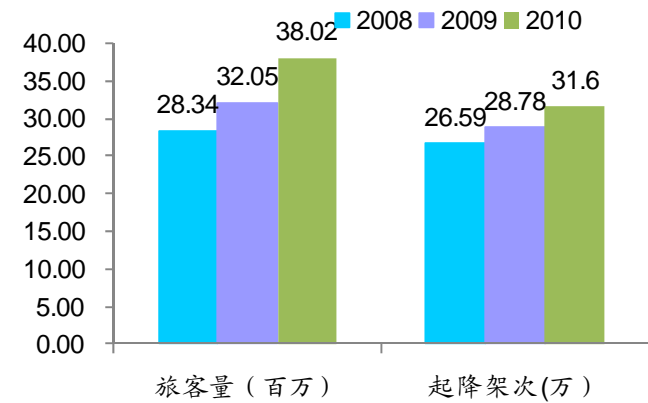


来源: 国金证券研究所

图表4: 2008 年以来的旅客吞吐对比

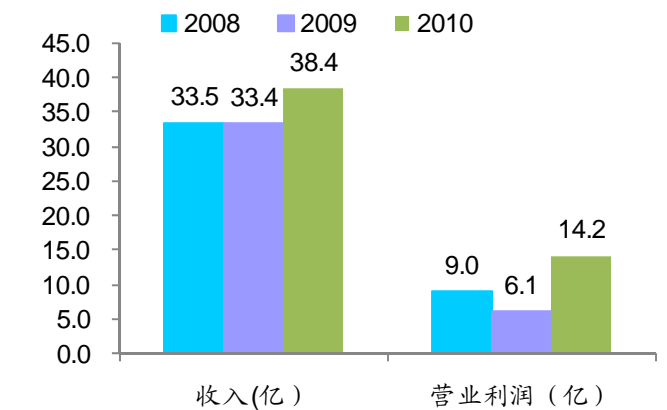


图表 5: 国内航线高增长驱动公司 2009 年流量明显高于 2008 年



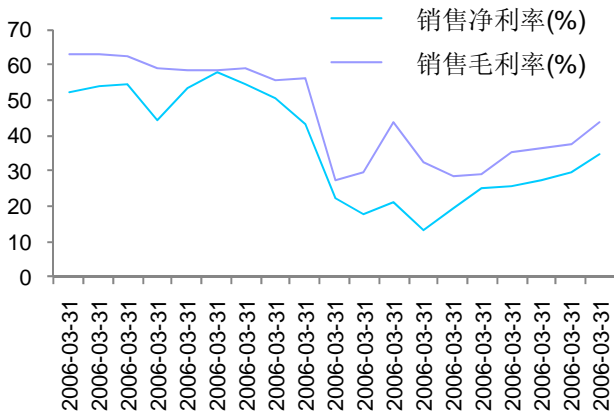
来源: 国金证券研究所

图表 6: 国际航线负增长导致公司 2009 营业利润比 2008 年大幅下降



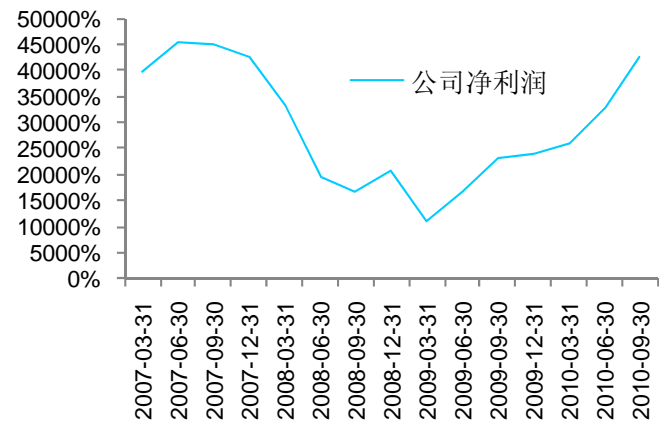
- 图 7-图 8 说明了公司的业绩弹性, 公司的销售净利率从 2009 年一季度 13.2% 大幅上升至 2010 年 3 季度的 34%, 而公司历史最高曾达到 57%, 公司高经营杠杆带来的业绩弹性还是非常明显, 我们认为这在股价中也没有 price in.

图表 7: 公司 2007 年以来各季度销售净利润变动



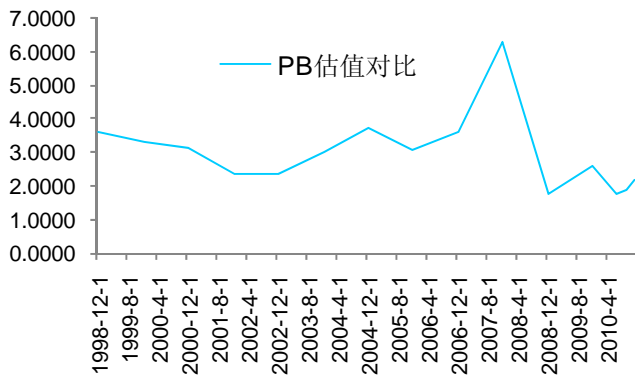
来源: 国金证券研究所

图表 8: 公司 2007 年以来各个季度的净利润情况

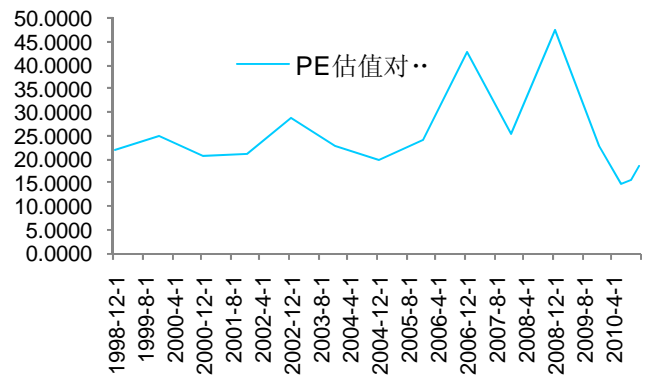


- 图 9 图 10 说明了公司目前的估值处于历史低位, 甚至比 2004 年熊市的时候的估值水平还要低, 我们认为机场将有明显的建造周期, 扩建初期能给予的 PE 估值应当要明显高于接近饱和期的估值, 这在股价里也没有正确反映。

图表 9: 公司 PB 基本上处于历史低位



图表 10: 公司的 PE 估值也基本上处于历史地位



来源: 国金证券研究所

■ 图 11 为上海机场和迪士尼的地图, 两者的间距仅有 6 公里, 我们认为迪士尼未来将给上海浦东机场带来大量的客流。

图表 11: 上海迪士尼与上海机场的距离非常近

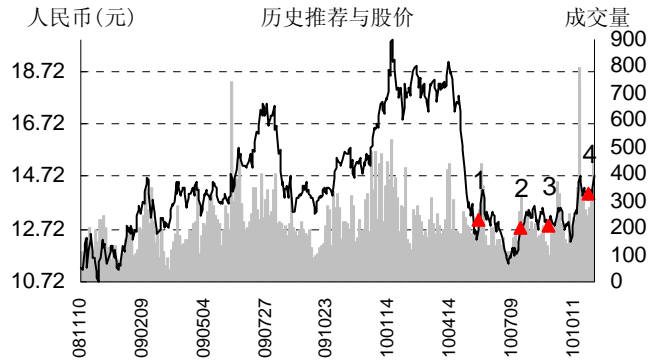


来源: 国金证券研究所

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	13.11	17.06 ~ 18.96
2	2010-07-21	买入	12.75	17.00 ~ 18.00
3	2010-08-27	买入	12.82	17.00 ~ 18.50
4	2010-10-29	买入	14.10	16.90 ~ 18.70

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