

## 上海机场 (600009)

# 公司进入盈利黄金期，枢纽战略提升成长空间

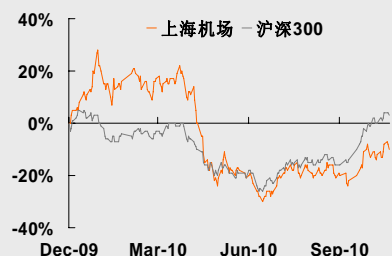
### 推荐 (维持)

现价: 12.58 元

#### 主要数据

行业	交通运输、仓储业
公司网址	www.shairport.com
大股东/持股	上海机场(集团)有限公司/53.25%
实际控制人/持股	上海市国资委/53.25%
总股本(百万股)	1,927
流通 A 股(百万股)	1,093
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	241.45
流通 A 股市值(亿元)	137.01
每股净资产(元)	7.1
资产负债率(%)	19.0

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 研究员

孙超	联系人
	S1060110050082
	0755-22625974
	sunchao484@pingan.com.cn
储海	研究员
	S1450209060208
	021-62078961
	chuhai260@pingan.com.cn

### 投资要点

- **起降时刻仍有空间，生产有望进一步增长。**按设计容量，机场可以保障 2015 年之前的机场生产需要。相比于首都机场目前 1500 架次/日，公司起降时刻仍有挖掘空间。
- **承担枢纽重任，上海航空客源增长的核心受益人。**浦东机场是上海国际航空枢纽建设的无二选择。由于虹桥机场容量受限，浦东机场不仅是上海国际航空的主降场，而且将要承接国内干线航班以提高枢纽中转能力，未来公司将是上海航空市场增长核心受益人，成长性毋庸置疑。
- **世博改善上海接待能力，关键项目上马刺激公商务客源提升。**世博会使上海市场在道路交通、酒店、会展、餐饮等各方面基础设施得到了非常大的改善。与此同时，随着迪斯尼乐园、世博园区重新开发等项目的上马，将刺激上海公商务客源的提升。
- **国际客货运升温，盈利能力增强。**目前浦东机场的国际航班起降比例接近 50%，未来随着新东航以及国航在十二五期间加大对国际航线的运力投入，浦东机场国际航班将进一步提高，国际航线较高的收费标准将促进公司毛利率的进一步提升。
- **中转客流增长空间巨大，非航业务收入有望增长。**浦东机场是国内唯一一个按照国际枢纽中转流程设计的机场，在航班中转衔接上有明显的优势，随着东航建设枢纽型航空公司的推进，这种优势有望迅速转化为快速增长的中转客流，大幅度提升机场非航业务收入。
- **公司折旧及财务成本压力逐渐释放，业绩有望快速上升。**公司 08 年扩建带来的折旧和财务成本压力随着收入的增长和短、长期借款规模的缩小而减少。公司正处于两次扩建之间的业绩黄金期，2011 年收入有望继续维持 10% 以上的增速，业绩将快速释放。
- **我们预计上海机场 2010-2012 年归属母公司的 EPS 为 0.65、0.75、0.87 元，相对 12 月 17 日的收盘价的市盈率为 19.5、16.8、14.4 倍，维持对公司“推荐”的评级。**

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,350.8	3,338.3	4,080	4,508	4,981
YoY(%)	6.6	-0.4	22.2	10.5	10.5
净利润(百万元)	859.7	706.3	1,244	1,447	1,684
YoY(%)	-49.3	-17.8	66.3	16.3	16.4
毛利率(%)	38.8	31.4	38.9	40.5	41.8
净利率(%)	25.7	21.2	30.5	32.1	33.8
ROE(%)	7.0	5.5	7.5	8.9	9.6
EPS(摊薄/元)	0.45	0.37	0.65	0.75	0.87
P/E(倍)	28.2	34.3	19.5	16.8	14.4
P/B(倍)	2.0	1.9	1.5	1.5	1.4

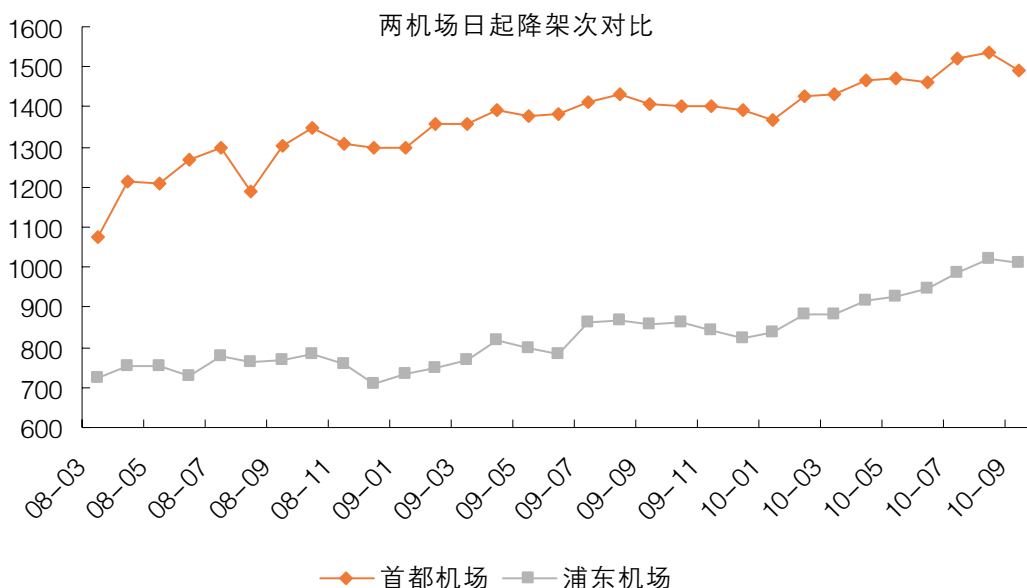
## 一、起降时刻仍有空间，生产有望进一步增长

上海浦东机场自 2008 年完成第三跑道及 T2 航站楼的扩建后，起降能力逐渐提高。浦东机场一、二跑道为近距跑道，起降时刻无法大幅度增长，按照经验值约相当于 2.3 条独立起降跑道的时刻容量。目前浦东机场的日均起降架次约为 1000 架次，仍然有接近 150-200 个航班时刻的余量。首都机场目前为三条能够实现独立起降的跑道，但实际运行中并没有实现，即使如此，首都机场的仍然达到了 1500 架次/日的起降规模。

基于这样的判断，我们认为浦东机场生产量仍然有进一步增长的空间。

按照浦东机场扩建目标，机场在 2015 年前能够满足年旅客吞吐量 6000 万人次、货邮吞吐量 420 万吨和飞机起降 49 万架次的生产量，足以满足两至三年的客源保障需求。因此，我们预计公司 2011 年仍然能够保持 10% 左右的客运增长速度。同时，由于货运航班主要在夜间起降，不受白天航班时刻的限制，随着各公司在上海投入的国际货运运力的增长，货运航班及吞吐量将以更快的速度增长。

图表1 浦东机场日起降架次与首都机场仍然有一定差距



资料来源：民航局，平安证券研究所

## 二、承担枢纽重任，上海航空客源增长的核心受益人

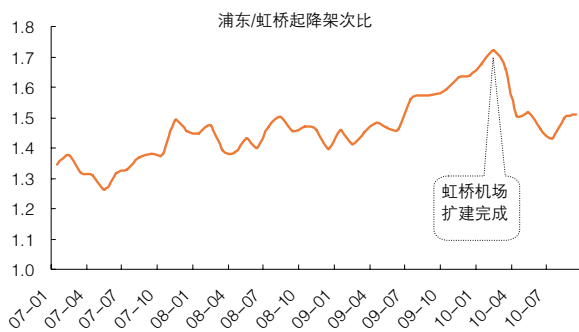
上海是我国唯一能够具备与北京同样的建设国际航空枢纽的城市。浦东机场已经明确作为建设上海枢纽的国际机场，在这样目标下，未来浦东机场的作用定位将有以下几个关键点：

- **主要的航班集散机场。**从东航建设枢纽型航空公司的战略来看，轮辐式航线网络和浦东机场的航班波建设将是必然选择。因此，未来浦东机场将承担上海最主要的国内主干线航班和绝大多数的国际航班，以确保国内-国际航线的中转衔接；

- **浦东机场未来保持扩容余地。**由于虹桥机场目前两条跑道为近距离跑道，扩建后机场容量增长十分有限，未来无论是起降时刻还是客货吞吐量都有增长天花板，以目前上海市场年均超过 15% 的增长速度来看，虹桥机场将很快面临容量极限。而浦东机场未来在扩容方面有较大的余地，目前集团已经开始了第四条跑道的建设，以承接未来上海市场客货量的主要增长部分。
- **东航的战略合作伙伴。**东航在上海建设航空枢纽，合作伙伴将主要是浦东机场，建设枢纽所带来的始发地客源增长和中转客源增长，将使浦东机场客货吞吐量有明显增长。尤其是未来中转客源增长速度将明显加快。

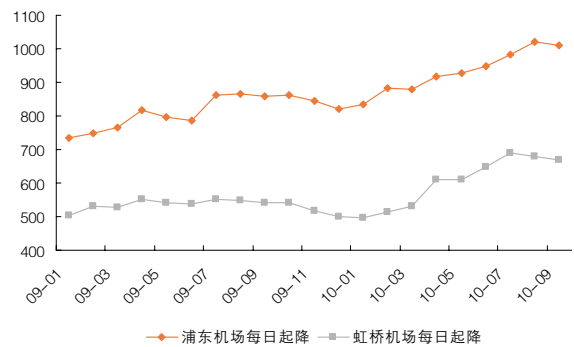
基于上述三点，浦东机场向现代国际航空枢纽机场迈进的步伐将越来越快。上海经济的稳定增长以及对国内市场的吸附能力增强，浦东机场将成为上海航空客货运的主要增长极。

**图表2 浦东虹桥起降比将再次呈现上行趋势**



资料来源：民航局，平安证券研究所

**图表3 虹桥机场时刻增长空间有限**



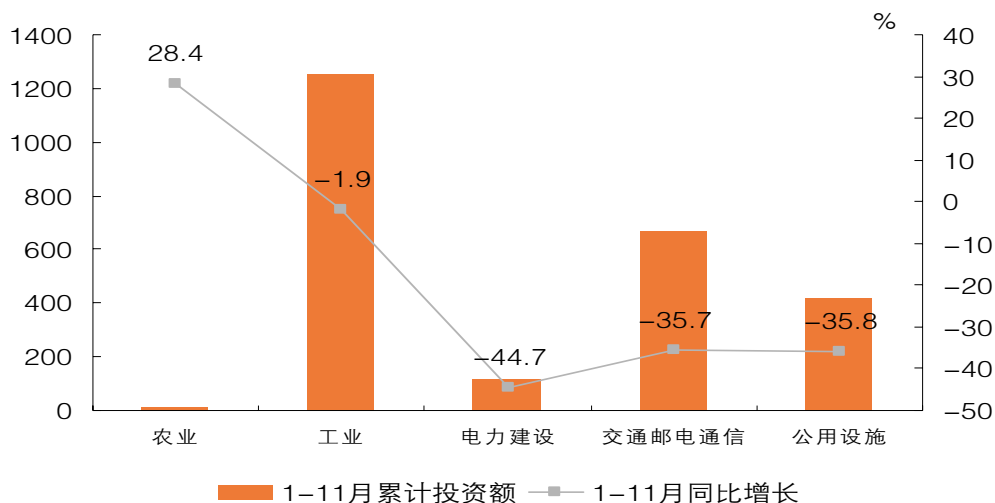
资料来源：民航局，平安证券研究所

### 三、世博改善接待能力，重大项目刺激公商务客源提升

世博不仅带来接近 7200 人次的游园旅客，更重要的是世博使上海的公共基础设施得到了很大的改善，尤其是在道路交通、酒店、会展、购物、餐饮、电讯等各方面得到了非常大的改善。这些基础条件的改善，使上海大大增强了对公商务活动的吸引力，同时也使得旅游市场有更广阔的发展空间。

受今年“世博”限建的影响，2010 年上海市全社会固定资产投资总体呈现“前高后低”的走势，1-10 月，上海市全社会固定资产投资 4022.98 亿元，比去年同期下降 5.5%。其中，城市基础设施投资 1049.31 亿元，下降 36.8%；工业投资 1063.89 亿元，下降 2.5%；仅有房地产开发投资 1589.04 亿元，增长 32.8%。2011 年，我们预计上海市固定投资将实现恢复性增长，在交通、公共基础设施、电子信息、石化、商业、房地产等行业投资规模将明显增加，随着迪斯尼乐园、世博园区重新开发、保障房建设、轨道交通等项目的上马，我们预计将刺激上海公商务客源的提升。

图表4 上海市场2011年固定资产投资有望呈现反弹式增长



资料来源：上海市统计局

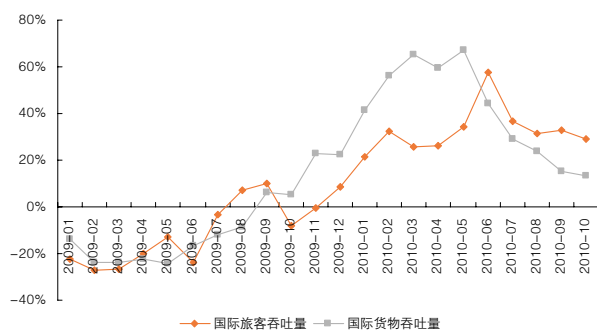
#### 四、国际客货运升温，盈利能力增强

2010年1-10月，浦东机场国际旅客及货物吞吐量分别增长32.43%、38.45%，而世博会对国际客货运流量的刺激作用较小，说明上海国际客货运市场的实现了实质性复苏。

目前浦东机场的国际航班起降比例接近50%，未来随着新东航以及国航在十二五期间加大对国际航线的运力投入，浦东机场国际航班将进一步提高，国际航线较高的收费标准将促进公司毛利率的进一步提升。

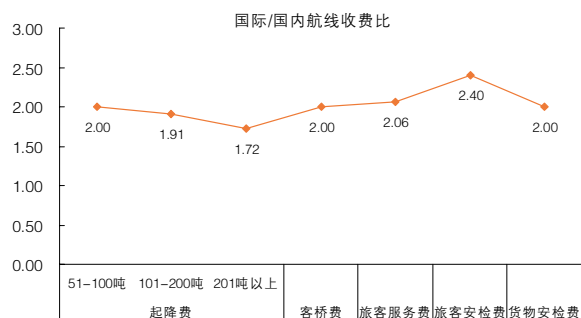
按照民航发[2007]159号文件，国际航班的航空业务收费标准是国内航班的一倍以上，即使内航外线收费标准按60%标准收费，但仍然高于国内航班收费水平。公司介绍，目前在机场收费中，国际航线收费基本没有任何下浮。因此，我们预计，国际航班量的增长将带动公司航空业务收入及盈利水平的增长。

图表5 浦东机场国际客货运量增长迅速



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表6 国际航线收费标准大大高于国内航线



资料来源：平安证券研究所

## 五、中转客流增长空间巨大，非航业务收入有望增长

浦东机场是国内唯一一个按照国际枢纽惯例的中转流程设计的机场：航站楼采用三层式结构，自上而下分为：“国际出发层”“国际到达层”和“国内出发到达混流层”。这种“夹心饼干”式的航站楼设计能够更好地适应未来浦东机场作为枢纽机场的特点：大量国际、国内间的中转旅客，以及国际国内航班波在时间上错开。旅客可在班次众多的浦东机场轻松换乘不同方向的航班。

中转客流与始发到达客流有一个重要的区别是：中转客流在航站楼内有更大的消费倾向。由于中转客流在等待后序衔接航班的过程中，会不可避免地要进行饮食、购物以及休闲消费，因此对于候机楼内的商业及广告收入贡献更大。

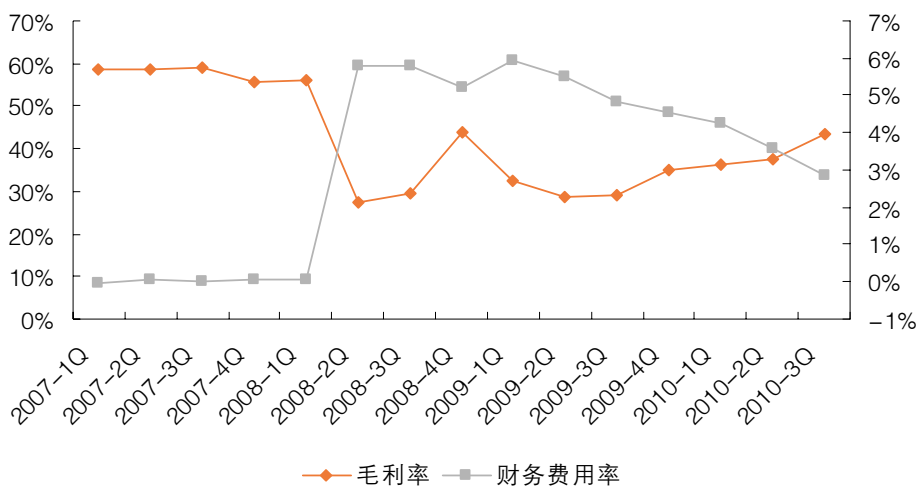
浦东机场在航班中转衔接上的明显优势，随着东航建设枢纽型航空公司的推进，有望迅速转化为快速增长的中转客流，大幅度提升机场非航业务收入。

## 六、折旧及财务成本压力逐渐释放，业绩有望快速上升

机场的生产扩张周期是：建设——生产量增长——饱和——扩建，与之相对应的盈利周期是盈利困难——盈利增长——盈利到达高点——盈利困难。

公司 08 年扩建带来的折旧和财务成本压力随着收入的增长和短、长期借款规模的缩小而减少。公司正处于两次扩建之间的业绩黄金期，2011 年收入有望继续维持 10% 以上的增速，业绩将快速释放。

图表7 公司毛利率逐渐向扩建水平回升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 七、投资评级

上海机场未来具备枢纽概念，业绩有望进一步保持较快的增长，公司经营朝着良好的方向发展，投资收益有望进一步增加，**我们预计上海机场 2010-2012 年归属母公司的 EPS 为 0.65、0.75、0.87 元，相对 12 月 17 日的收盘价的市盈率为 19.5、16.8、14.4 倍，维持对公司“推荐”的评级。**

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257