

日期: 2011年1月25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: S0870510120017

主业向好, 毛利率回升

主要观点:

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。

整体上市预期强烈

公司的整体上市仍是市场预期所在。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; 而长期来看, 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。

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。

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%、6.17% 和 9.52%, 归属于母公司的净利润将实现年递增 64.15%、11.54% 和 18.45%, 相应的稀释后每股收益为 0.60 元、0.67 元、0.80 元。

公司 2010-2012 年的动态市盈率为 22.26 倍、20.0 倍和 16.75 倍, 公司估值略高于行业平均。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, 维持公司“跑赢大市”评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,338	4,092	4,344	4,757
年增长率 (%)	-0.37	22.56	6.17	9.52
归属于母公司的净利润	706	1,160	1,293	1,532
年增长率 (%)	-17.83	64.15	11.54	18.45
每股收益 (元)	0.37	0.60	0.67	0.80
PER (X)	36.55	22.26	20.00	16.75

注: 有关指标按最新总股本计算

基本数据 (10Q3)

报告日股价 (元)	13.40
12mth A 股价格区间 (元)	19.81/11.1
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)	14653.57
每股净资产 (元)	7.10
PBR (X)	1.89
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	2.24%
股票型证券投资基金	

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: JLJ11-CT01

一、盈利进入上升空间

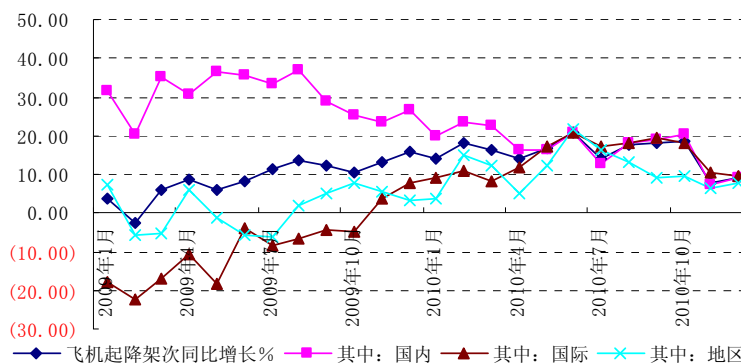
1、航空业务量增速回落

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，公司实现飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别为33.21万架次、4058.22万人次和322.80万吨，同比增长分别为15.34%、27.99%和26.82%。

从上年11和12月的业务量来看，绝对量和增速都较前期有所下滑，我们认为，业务量下降应该和航空淡季、以及世博会结束后客流量下降有关，总的判断上依然维持公司业务量平稳增长的观点。

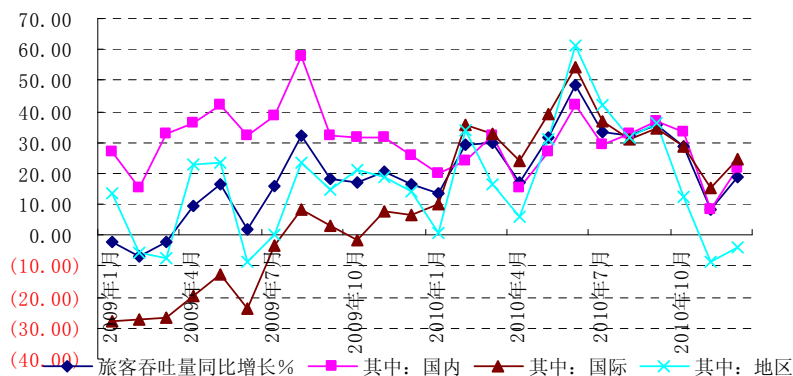
同样，2011年的业务量增速，也会由于2010年较高的基数原因，而低于行业平均增速。

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

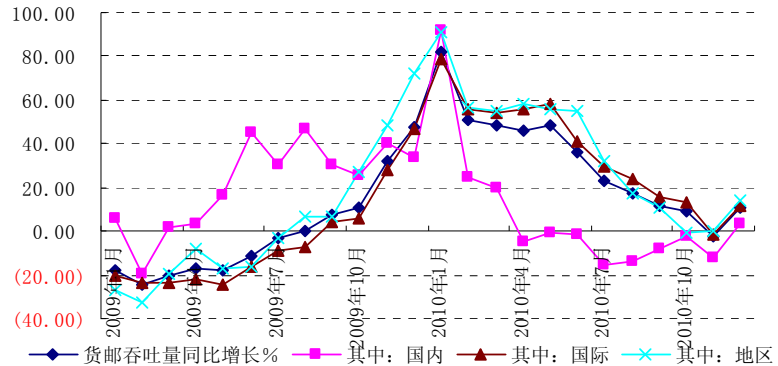


数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

货邮吞吐量的增长主要表现在国际和地区航线上，2010年国际

货运增长超过 30%，占到货邮吞吐量的比例达到 86%。

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

2、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。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%。各项非航业务收入增速均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。我们认为，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；随着旅客容量的增长，商业餐饮租赁收入继续加速的可能性较大。

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

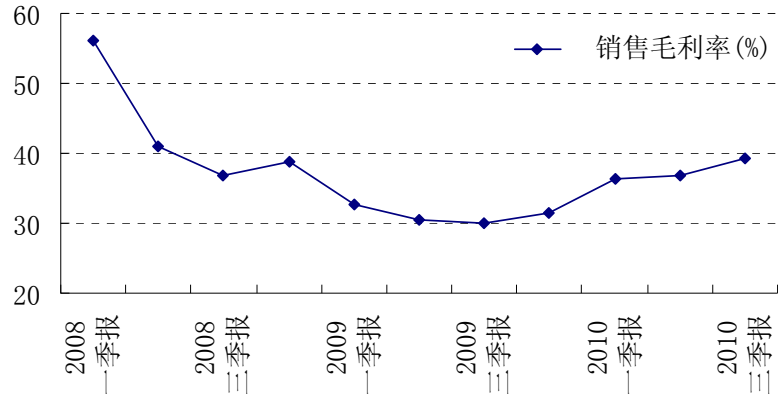
3、盈利进入上升区间

2010 年三季度，公司毛利率达到 39.38%，较上年同期的 29.99% 提升了 9.39 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，目前公司的旅客吞吐量为 4000 万人次，距离 6000 万人次的设计容量尚有较大空间。短期内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。

图 4 公司毛利率逐步回升

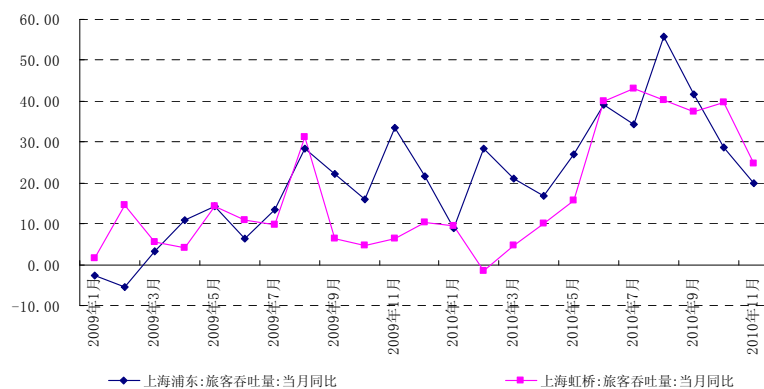


数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

二、整体上市预期强烈

2010年1-11月，两场旅客吞吐量达到6623万人次，同比增长25.99%（其中浦东3749万人次，虹桥2875万人次，增速分别为27.40%和24.30%）。虹桥机场第二航站楼投入使用后，旅客吞吐量增长快速，有赶超浦东机场的势头。

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，后世博会期间浦东机场将面临一定的分流压力。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；而长期来看，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。

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。

三、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 28%、5%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%、6.17%和 9.52%，归母公司的净利润将实现年递增 64.15%、11.54%和 18.45%，相应的稀释后每股收益为 0.60 元、0.67 元、0.80 元。

公司 2010-2012 年的动态市盈率为 22.26 倍、20.0 倍和 16.75 倍，公司估值略高于行业平均。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，维持公司“跑赢大市”评级。

表 2 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	4,344	4,757
二、营业总成本	2,733	3,042	3,167	3,334
营业成本	2,291	2,576	2,689	2,811
营业税金及附加	134	164	174	190
销售费用	0	0	0	0
管理费用	128	147	152	167
财务费用	173	155	152	167
资产减值损失	6			0
三、其他经营收益				
投资净收益	268	494	554	670
其中：对联营企业和合营企业的投资收益				
四、营业利润	874	1,543	1,731	2,093
加：营业外收入	0			
减：营业外支出	2			

五、利润总额	872	1,543	1,731	2,093
减：所得税	124	309	356	463
六、净利润	748	1,234	1,376	1,630
减：少数股东损益	42	74	83	98
归属于母公司所有者的净利润	706	1,160	1,293	1,532
七、每股收益（元）	0.37	0.60	0.67	0.80

数据来源：WIND、上海证券研究所

表 3 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	10Q3	07Y	08Y	09Y	10Q3
600009.SH	上海机场	57.94	38.79	31.36	39.38	54.87	26.92	22.41	33.13
600004.SH	白云机场	46.75	42.18	42.55	39.28	14.62	16.96	17.13	17.73
000089.SZ	深圳机场	52.04	49.32	49.06	52.19	41.24	16.72	35.06	39.00
600897.SH	厦门空港	56.10	51.41	56.23	57.06	45.00	33.59	38.36	36.64
	平均	53.21	45.42	44.80	46.98	38.93	23.55	28.24	31.62

数据来源：Wind，上海证券研究所整理

表 4 同行业上市公司估值比较

证券代码	简称	股价	EPS09E	EPS10E	EPS11E	EPS12E	09PE	10PE	11PE	12PE
600009.SH	上海机场	13.40	0.37	0.60	0.67	0.80	36.55	22.26	20.00	16.75
600004.SH	白云机场	8.49	0.47	0.53	0.59	0.66	17.95	16.14	14.40	12.80
000089.SZ	深圳机场	5.56	0.34	0.42	0.43	0.33	16.34	13.37	12.91	16.75
600897.SH	厦门空港	14.29	0.91	0.95	1.05	1.15	15.75	15.04	13.56	12.37
	平均						21.65	16.70	15.22	14.67

数据来源：Wind，上海证券研究所整理

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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，任何机构和个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。