

# 上海机场 (600009)

## 盈利周期与消费上升共同创造业绩巅峰

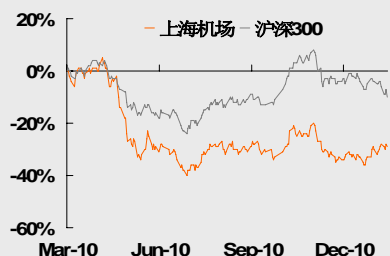
### 强烈推荐 (维持)

现价: 15.02 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/106.50%
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)	279.41
流通 A 股市值(亿元)	158.55
每股净资产(元)	7.29
资产负债率(%)	18.8

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

年报点评: 故事刚刚开始, 业绩从现在开始 (2011-2-28)

调研快报-上海机场: 公司进入盈利黄金期 (2010-12-17)

半年报点评-上海机场: 受益世博 (2010-8-28)

#### 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

#### ■ 上海机场未来三年业绩复合增速 21.8%

我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.90、1.15、1.41 元, 相对 10 年 EPS 的三年复合增长率达到 26%。机场生产量增长带动机场收入增长, 11-13 年收入增速分别为 24.35%、22.35%、19.30%, 但成本仅增长 6.86%、6.55%、6.86%。

#### ■ 上海经济为公司发展提供强劲基础动力

上海建设国际金融贸易中心和航运中心, 发展现代服务业和先进制造业, 尤其是高端生产制造服务业, 将大大提高上海国际航空运输的需求。我们预计上海国际航空运输的年增长速度将达到 14%, 是 GDP 增速的 1.75 倍。

#### ■ 机场迎来盈利周期的黄金三年, 产能释放带动收入增长

浦东机场三条跑道仍有接近 30% 的时刻容量空间, 未来每年以 12% 左右的速度释放将使机场的客货吞吐量以 15% 左右的速度增长。随着国际航班、外航航班的增长, 公司航空业务收入也将以超过 12% 的速度增长。

#### ■ 非航业务增长迅速, 公司毛利率明显提升

非航业务将成为公司业绩增长的关键动力。中转旅客的增长以及消费能力的提升, 使公司非航业务收入将加速增长, 未来 3 年公司非航业务增长的贡献率将达到 39%、38% 和 36%。

#### ■ 枢纽建设驶入快车道打开未来的成长空间

东上航整合基本完成, 建设上海枢纽的步伐越来越快。上海枢纽的建设带来航班量、旅客量以及国际航班比例的增长, 公司将转变为以非航业务为主要收入和盈利来源的枢纽机场盈利模式。枢纽所汇聚的强大人流、物流为公司长期增长带来重要机遇。

#### ■ 投资收益、收费并轨与资产注入锦上添花

模型中未考虑投资收益、收费并轨以及虹桥资产注入给公司带来的利好, 但这三个事项对公司业绩增长将有显著作用。其中收费并轨将提升公司业绩 14%。

#### ■ “强烈推荐”: 低估值与高增长的双重向上

公司未来有宏观经济强大支撑, 枢纽建设开始发力, 成本规模效应明显, 收入增长稳定迅速, 潜在利好因素众多, 业绩未来的高速增长非常确定, 我们维持对公司“强烈推荐”的评级, 给予公司 25 倍的 PE, 目标价 22.5 元。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,338.3	4,186.4	4,873	5,624	6,422
YoY(%)	-0.4	25.4	16.4	15.4	14.2
净利润(百万元)	706.3	1,310.7	1,712	2,172	2,657
YoY(%)	-17.8	85.6	30.7	26.8	22.3
毛利率(%)	31.4	38.9	43.9	48.2	51.5
净利率(%)	21.2	31.3	35.1	38.6	41.4
ROE(%)	5.5	9.3	11.0	12.4	13.4
EPS(摊薄/元)	0.4	0.7	0.9	1.1	1.4
P/E(倍)	39.6	21.3	16.9	13.3	10.9
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.6	1.5

# 正文目录

投资要点 .....	1
<b>一、 被低估的高增长企业——主要观点与逻辑.....</b>	<b>4</b>
1.1 报告主要观点汇总 .....	4
1.2 报告的整体逻辑.....	4
1.3 公司股价被低估，目标价格 22.5 元 .....	5
<b>二、 机场行业发展的趋势.....</b>	<b>5</b>
2.1 大型机场的发展基本趋势：商业化及枢纽化 .....	5
2.2 机场收入来源及结构.....	6
2.3 中外大型机场经营模式的对比 .....	7
2.4 枢纽机场经济圈和航空城成为趋势 .....	8
<b>三、“四个中心”推动上海机场稳定增长.....</b>	<b>9</b>
3.1 上海经济“十二五”期间将保持较快增速 .....	9
3.2 十二五期间上海投资力度不减 .....	10
3.3 居民收入水平的增长将得到明显加快 .....	11
3.4 经济增长将推动浦东机场航空吞吐量增长 .....	11
<b>四、 建设国际枢纽机场是公司发展的不二选择.....</b>	<b>13</b>
4.1 建设枢纽，浦东机场将形成高密度进出港航班 .....	13
4.2 公司中转旅客比例将得到明显提升 .....	14
4.3 枢纽化运营提升机场设施的使用效率 .....	15
<b>五、 上海机场航空业务将保持稳定增长 .....</b>	<b>15</b>
5.1 机场时刻仍有增长空间 .....	15
5.2 枢纽建设提升国际航班比例和航班客座率 .....	16
5.3 预测：浦东机场 2011 年起降增长 12.5%，收入增长 14.5% .....	17
5.4 外航航班增长将给公司带来更多代理收入 .....	18
<b>六、 非航业务：商业模式的转变 .....</b>	<b>18</b>
6.1 消费增长带动机场商业收入增加 .....	18
6.2 商业模式的转变 .....	19
<b>七、 公司业绩高速增长 .....</b>	<b>19</b>
7.1 成本压力逐渐释放， .....	19
7.2 公司收入保持稳定增长 .....	20
7.3 公司业绩未来三年将保持高速增长 .....	20
7.4 投资收益稳定但增长不足 .....	20
<b>八、 收费并轨实质利好，资产注入值得期待 .....</b>	<b>21</b>
8.1 收费并轨：对机场是短期实质性利好 .....	21
8.2 资产注入值得期待 .....	21
<b>九、 风险提示 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图表 1	分项业务收入及核心运营指标假设.....	5
图表 2	业务收入预测 .....	5
图表 3	机场的分类及功能作用.....	6
图表 4	机场收入来源及结构 .....	7
图表 5	中外大型枢纽机场经营模式对比 .....	7
图表 6	史基浦机场地区主要产业类型与重点企业名录 .....	8
图表 7	过去 15 年上海经济保持快速增长 .....	9
图表 8	上海第三产业比重持续增长 .....	10
图表 9	2010 年上海投资增长明显受到抑制 .....	11
图表 10	国有及股份制经济投资受限.....	11
图表 11	上海居民可支配收入增速持续低于全国平均水平 .....	11
图表 12	浦东旅客吞吐量增速保持在 14%左右 .....	12
图表 13	浦东货物吞吐量增速保持在.....	12
图表 14	浦东机场国际航线增长仍然有巨大的空间.....	13
图表 15	浦东机场未来将形成高密度、宽覆盖的进出港航班波 .....	14
图表 16	浦东机场中转时间相对其它国际枢纽机场仍然有较大优势.....	14
图表 17	浦东机场的起降仍有一定的空间 .....	16
图表 18	浦东机场单架次旅客量逐渐上升 .....	17
图表 19	国际航线收费标准 2 倍于国内航线.....	17
图表 20	非航业务收入有望增长至 31.5% .....	19
图表 21	单位商业餐饮租赁收入带动非航收入增长.....	19
图表 22	公司毛利率逐渐回升.....	20
图表 23	财务费用率逐渐下降.....	20

## 一、被低估的高增长企业——主要观点与逻辑

### 1.1 报告主要观点汇总

机场空港行业是航空运输行业的基础设施行业，与大多数基础设施类公司相似，空港类企业作为较为典型的重资产型公司，其盈利能力一方面受到外部经济环境的影响，另一方面也与自身发展规律的有关。

我们在全篇报告中的核心观点如下：

#### ■ 短期来看，上海机场进入盈利周期的黄金三年

公司自 2008 年 3 月完成二期建设之后，经过三年的经营，公司产能得到了较好的释放。未来三年，公司航空业务收入增长保持在 13%-15%左右，非航业务收入增长保持 16%-22%之间，营业收入增速在 14%-17%之间。收入的快速增长，为公司业绩增长奠定了良好的基础。

固定资产折旧、无形资产摊销以及工资支出是公司主要的成本项目，自 2003 年以来这部分成本占公司营业总成本的比例始终维持在 55%以上。受到扩建带来的大规模资本支出的影响，折旧及工资成本在 08 年产生脉冲式增长，但此后增速逐渐下降，10 年此部分成本仅增长 4.4%，远远小于收入的增幅。此外，公司财务费用随着现金余额的增加而明显下降。

成本规模效应的显现，使公司未来三年的毛利率由 38.86%上升至 52.09%，EPS 由 0.68 元上升至 1.38 元。

#### ■ 长期来看，枢纽建设正式起步，未来发展将展现结构性变化

随着东上航重组基本完成，新东航在 2011 年将大力发展国际航线，这既是公司发展的必然选择，也是上海市场发展的必然要求。随着东航建设上海枢纽的正式起步，浦东机场将首先受益于国际旅客流量的大幅度增长。

欧美主要国际枢纽机场的业务收入中，非航业务收入比例一般超过 60%左右。而目前浦东国际机场的非航业务收入仅为 29%左右，随着机场向国际枢纽的迈进，我们预期公司非航业务收入将达到 30%以上。非航业务的增长为公司长期的盈利增长提供了充足的动力。

### 1.2 报告的整体逻辑

我们全篇报告的逻辑主线是：

**宏观基础：**上海宏观经济增长是公司业务增长的基础动力，十二五期间上海向高端服务业和先进制造业的经济转型，将使公司面对中国最具潜力的国内国际航空市场。

**发展规律：**机场行业的产能建设周期是“建设-增容-饱和-扩建-增容”，相对应的盈利周期则是“亏损-盈利增长-盈利峰值-盈利下降-盈利逐渐恢复”，上海机场进入了三年的盈利增长的黄金周期，这是公司业绩快速增长的内生原因。

**业务模式：**机场枢纽建设启动，国际航线、旅客比例将明显上升，刺激公司业务收入进一步增长，公司将由一个 OD 机场向国际中转枢纽机场演变。

**商业模式：**我们认为未来航空旅客在机场的消费能力和消费观念将明显改变，机场候机楼将成为航空旅客的一个重要消费场所，机场候机楼的商业价值将全面提升，机场的收入结构将进一步改善，浦东机场的商业模式也将发生根本的改变。

**财务表现：**上海机场未来三年的财务表现亮丽，各项指标均明显向好。公司的盈利能力、现金流量、负债水平均保持良好。

**投资价值：**公司未来三年具备超过 25%以上的业绩增长，按 2011 年每股收益 0.89 元计算，目前 PE 仅为 16.9 倍，PB 为 1.86 倍，股价明显低估，公司投资价值明显。

### 1.3 公司股价被低估，目标价格 22.5 元

经过估值模测算，我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.90、1.15、1.41 元，相对 10 年 EPS 的三年复合增长率达到 26%。机场生产量增长带动机场收入增长，11-13 年收入增速分别为 24.35%、22.35%、19.30%，但成本仅增长 6.86%、6.55%、6.86%。

我们认为公司目前的价格明显偏离了其正常的估值水平，按照 DCF 模型计算公司的内在价值为 25.05 元，按照我们的盈利预测以及 3 月 4 日的公司收盘价计算，公司对应 PE 仅为 16.9、13.4、10.9 倍。我们给予公司 25 倍的 PE，目标价格 22.5 元。

图表1 分项业务收入及核心运营指标假设

单位：百万元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
航空业务收入	2,515.9	2,409.6	2,903.3	3,324.2	3,791.9	4,299.2
同比 (%)	13.35%	-4.22%	20.49%	14.50%	14.07%	13.38%
非航业务收入	744.0	833.9	1,193.7	1,459.5	1,742.7	2,033.4
同比 (%)	-15.19%	12.09%	43.14%	22.27%	19.40%	16.68%
收入合计	3,349.1	3,338.3	4,186.4	4,873.1	5,624.0	6,422.0
同比 (%)	6.51%	-0.32%	25.40%	16.40%	15.41%	14.19%
航空收入 (每架次)*	6,910.0	6,319.1	6,625.8	6,758.3	6,866.5	6,932.4
非航收入 (每旅客)	31.35	33.05	34.04	31.35	33.05	34.04
员工总数	6,440	6,636	7,039	7,250	7,468	7,692

注：每架次航空业务收入将内线、内航外线、外航外线进行了加权计算。

数据来源：平安证券研究所

图表2 业务收入预测

单位：百万元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,349.1	3,338.3	4,186.4	4,873.1	5,624.0	6,422.0
同比 (%)	6.51%	-0.32%	25.40%	16.40%	15.41%	14.19%
主营业务成本	2,051.1	2,291.5	2,559.6	2,735.1	2,914.3	3,114.31
同比 (%)	55.11%	11.72%	11.70%	6.86%	6.55%	6.86%
毛利率 (%)	38.79%	31.36%	38.86%	43.87%	48.18%	51.51%
归属母公司净利润	859.71	706.34	1,310.71	1,712.49	2,172.28	2,657.35
同比 (%)	-49.28%	-17.84%	85.56%	30.65%	26.85%	22.33%
净利率 (%)	25.66%	21.16%	31.31%	35.14%	38.62%	41.38%
EPS (元/股)	0.45	0.37	0.68	0.89	1.13	1.38
PE* (2011-3-4)	33.7	41.0	22.1	16.9	13.3	10.9

数据来源：平安证券研究所

## 二、机场行业发展的趋势

机场业的发展与民航运输业的发展密不可分，随着民航运输业自上世纪 70 年代开始发展翻天覆地的变化以来，全球的机场业也发生了巨大的变化，同时政府对机场的管理和机场自身的经营模式也出现了明显的分化。与我国航空运输业一样，虽然首都、浦东、虹桥、广州、深圳等机场从客货流量上来看，已经无疑成为大型甚至超大型机场，但这种规模效应是我国的人口规模所决定的，各机场的经营仍然与国际上一流机场有很大的不同。

我们首先以比较简短的篇幅简单介绍行业及公司的基本情况。

### 2.1 大型机场的发展基本趋势：商业化及枢纽化

#### ■ 机场的类型决定了机场的发展方向



目前来看，全球机场从规模以及在航空运输中所起的作用可以分为以下几类：国际枢纽机场、国内（区域）枢纽机场、国内（区域）普通机场以及支线机场。不同类型机场在规模、航班结构、旅客群体、商业模式、运营要求、盈利能力、政府政策方面均有很大的区别（图表2）。

**图表3 机场的分类及功能作用**

机场类型	所在城市	吞吐量规模	功能	航班结构	航空公司
国际枢纽	地区中心城市	超过 3000 万人 200 万吨货物	连接世界主要地区枢纽航班	航班波结构	数量多，有主导航空公司
国内（区域）枢纽	地区重要城市	500-2000 万人 50-200 万吨货物	连接国际枢纽与本地区主要城市	航班波与 OD 航班共存	数量多，有主导航空公司
国内（区域）普通	普通城市	50-500 万人 小于 50 万吨	连接国际、国内枢纽	OD 航班	数量一般
支线	小城市、城镇	小于 50 万人	连接国内枢纽	OD 航班	支线航空公司

资料来源：平安证券研究所

对于大型枢纽机场来说，由于其能够聚集大量的人流和物流，从而使其不仅能够通过运营获得较好的收入来源，同时**人流与物流所带来的各种商业机会更成为不可多得的宝贵资源**。目前欧美及亚洲地区主要的国际枢纽机场，均已经形成了以机场为中心，覆盖周边 5-10 公里区域（有的甚至更多）的高度发达的经济圈，机场所形成的产业聚集和财富聚集效应非常突出。

#### ■ 大型机场通过建立枢纽的方式提高自身的地位和竞争力

全世界的大型机场均通过建设国际、国内枢纽，通过汇聚与衔接其它市场的客流，以提高自身设施的使用效率，增加盈利能力。目前全世界旅客吞吐量前十名的机场，无一例外均是国际枢纽机场，如美国亚特兰大、香港、德国法兰克福、法国巴黎戴高乐机场等。

#### ■ 大型机场通过商业化实现良好的盈利

大型机场依靠枢纽运营模式吸引大量的进出港旅客，从而具备了商业开发的优越条件。一般来说，大型枢纽机场的商业开发主要包括候机楼内的零售、餐饮、租车交通、娱乐，候机楼外的停车场、宾馆酒店，以及楼内外的无处不在的商业广告。

举例来看，我们可以从下面的数字中，看到 BAA（英国机场集团，管理着超过 19 家大型机场）管辖的机场内的零售店的销售情况：

——盖特维克机场出售的香水占全英国所有香水销售量的 1/8。

——斯坦斯特德机场的星巴克咖啡店是该连锁店在全球范围内客流量最大的一家，平均每平方英尺创造的利润最高。

——希思罗机场出售的香槟酒占全英国香槟酒销售总量的 1/3。

——BAA 的非航空收入占到总收入的 50%，其中零售和餐饮又占了其中的 75%。尽管 BAA 机场内的营业用面积只占到其管理机场总面积的 10%。

## 2.2 机场收入来源及结构

机场的收入，主要来自于两方面，航空业务及非航空业务收入。

按照民航【2007】159 号文件的规范表述，航空业务收入主要包括与飞机起降、停场以及旅客进出港有关的收入，而非航空业务收入主要包括机场向航空公司及驻场单位提供的各种设施租赁和服务代理收入。

从机场经营的角度来看，一般将机场与所有与航空运营保障有关的收入作为航空业务收入，包括 159 号文件中所述的各项收入，将与航空业务无关的，如广告、商业餐饮、停车场、酒店宾馆、公交运输、信息服务甚至机场房地产业务，作为非航空业务收入。

不同规模的机场，其收入的来源与结构不同，如图表 4 所示。大型机场的收入更多来自于旅客和货物，而不是航空公司，收入结构中商业收入比例明显高于小型机场。

大型机场的非航业务收入比例一般均在 60%以上，根据航空业市场调研公司 Frost & Suuivan 的调查报告，1990 年，机场在零售、餐饮、停车、公共运输及广告等非航空方面的收入只占全球机场总收入的 30%；到 2009 年底，这一比例维持在 50%上下（在 2001 年“911”袭击之前，曾达到 53.5%的最高点），而一些大型枢纽机场，非航空收入更是占到毛收入的 60%以上。

英国希思罗机场是欧洲最大的机场，但其航空业务收费标准却仅仅是全欧洲机场的第 37 位，盖特维克机场是欧洲第五大机场，其航空业务收费标准排在欧洲第 50 位。通过低廉的收费，提高航空公司的边际利润，从而刺激各公司开通更多的航班，良性循环由此产生。

**图表4 机场收入来源及结构**

比例*	航空保障	服务代理及 配套	商业、租赁及 特许经营	房地产开发	业务咨询	政府补贴
国际枢纽	20%	10%	55%	10%	5%	0%
国内（区域）枢纽	35%	20%	40%	5%	0%	0%
国内（区域）普通	50%	25%	15%	0%	0%	10%
支线	40%	10%	0%	0%	0%	50%

注：由于欧洲与美国在机场管理体制上不同，在服务代理与特许经营方面有一定差距

资料来源：平安证券研究所

## 2.3 中外大型机场经营模式的对比

由于我国航空运输业的发展阶段、旅客消费观念以及机场的商业化运营水平等方面的差异，中外机场在经营模式上存在着很大的差别。尤其是大型枢纽机场，在经营模式方面，存在着较大的差异。

**图表5 中外大型枢纽机场经营模式对比**

经营模式	中国	欧美
机场航班结构	以干线为主，航班波不明显，干线与国际干线之间没有明确的比例关系	有完整的航班波，支线、干线、国际干线航班按照一定的比例匹配
收入结构	航空业务与非航业务 7：3	航空业务与非航业务 4：6
管理	以自我经营为主，参与到具体的经营开发中	美国：只负责航空业务管理，通过特许经营和租赁全部外包 欧洲：成立专业的管理公司，参与商业开发和租赁定价
与航空公司的关系	大型机场一般强势于航空公司，具备定价权	配合重点基地公司建设枢纽
非航业务的开发	自主经营为主	特许经营和自主经营均有
利润表	公司化运营，自负盈利	美国：公共设施，利润表保持平衡，盈利只能用于机场再投资开发 欧洲：公司化运营，追求盈利

资料来源：平安证券研究所

我国大型枢纽机场的经营模式也悄然发生着改变，正在由传统的生产经营方式向管理经营的方式转化，除了航班正常保障业务以外，特许经营、商业开发等力度也在不断加大，非航业务收入比例也在不断提升。

## 2.4 枢纽机场经济圈和航空城成为趋势

与传统单一机场经济体不同的是，自 2000 年以后，国际大型机场逐渐凭借交通区位、基础设施和各种服务设施的便利性，对各种产业和人口越来越具有吸引力，从而使得临空港地区成为区域开发中最活跃的地区和新的经济增长极。

随着临空港地区产业规模和人口规模的扩大，城市功能的不断完善，在机场周围逐步形成了以机场为中心，集航空运输、仓储加工、航空工业、国内外贸易、商业服务、会议展览、旅游娱乐、现代农艺以及生活居住、文化教育、休憩疗养等功能于一体的综合性城市化地区——航空城。目前世界上诸如阿姆斯特丹史基浦、巴黎戴高乐、伦敦希斯洛、丹佛、亚特兰大、香港赤腊角、东京成田等国际大型机场均形成了以机场为中心的临空经济圈。

例如，德国法兰克福机场航空城有超过 500 家公司在此投资，机场区商业基础设施齐全。目前主要包括零售、餐饮和其他服务，其中零售餐饮业占 60%以上，并呈现出稳定的增长，机场区内共有 188 家零售商店、酒吧和餐厅，免税店(Duty free)和旅游价值店(Travel Value)为旅客提供机场廉价购物的机会。零售特许经营权和物业出租特许经营权也成为机场价值创造的最主要来源。

再以阿姆斯特丹史基浦机场为例，航空城成功吸引超过 300 家大型企业和公司的进驻，超过阿姆斯特丹港区，成为阿城区域发展的重要增长极。航空是一个集商务运营、产品开发、高新技术研发、信息与人才共享、企业合作等横向关联度极高的园区，覆盖了包括电子开发和电子制造业、运输和现代物流等关联度极高纵向产业链，周边地区的购物、休闲、餐饮和住宿等服务产业飞速发展，并形成了发达的交通网。

**图表6 史基浦机场地区主要产业类型与重点企业名录**

产业	企业名称
航空物流产业	DHL, TNT, 联合包裹(UPS), 联邦快递(FedEx), 嘉里物流(Kerry Logistics), VCK, VAT Logistics, 尼桑(Nissan), Menzies World Cargo, BAX Global, 泛亚班拿(Panalpina), 日本通运Nippon Express)
航天航空产业	荷兰皇家航空(KLM), AAR, Aviall Services, 波音(Boeing), 贝尔直升机(Bell Helicopter), Textron, CAE, EADS, Epcor, 霍尼韦尔航空航天(Honeywell Aerospace), 寝科(Wencor), Dixie aerospace, Stork Fokker Services, Schreiner Aviation Group, 罗克韦尔柯林斯(Rockwell Collins), Thales International
电子信息产业	IBM, 美国电报电话公司(AT&T), BMC Software, 思科(Cisco Systems), 惠普(Hewlett Packard), 瞻博网络(Juniper Network), 微软比荷卢(Microsoft Benelux), 日本电器(NEC), LG, 尼康(Nikon), 理光(Ricoh), 欧姆龙(Omron)
生物医药产业	雅培(Abbott), 博士伦(Bausch & Lomb), 默克沙东(Merck Sharp & Dohme), 爱德士生物科技(Idx)
高档时装产业	Hugo Boss, Mexx, Tommy Hilfiger, G-star, Gsus, Gucci Group, The Sting, Bjorn Borg, Blue Blood, Paul Warrner, Next in Line, No Excess, M&S Mode, Barts
金融咨询产业	ABN Amro(荷兰最大银行), 贝克麦肯思国际律师事务所(Baker & McKenzie), 东京银行(Bank of Tokyo), 三菱UFJ金融集团(Mitsubishi UFJ), 花旗产业银行(City group), 德勤(Deloitte & Touche), 毕马威(KPMG), 美林证券(Merrill Lynch). 普华永道(Price Waterhouse Coppers)

资料来源：平安证券研究所



### 三、“四个中心”推动上海机场稳定增长

#### 3.1 上海经济“十二五”期间将保持较快增速

十一五期间，上海市场国民生产总值年均增长 11%左右，2010 年达到 1.7 万亿元，人均生产总值达到 1.18 万美元，第三产业增加值占全市生产总值比重达到 57%。

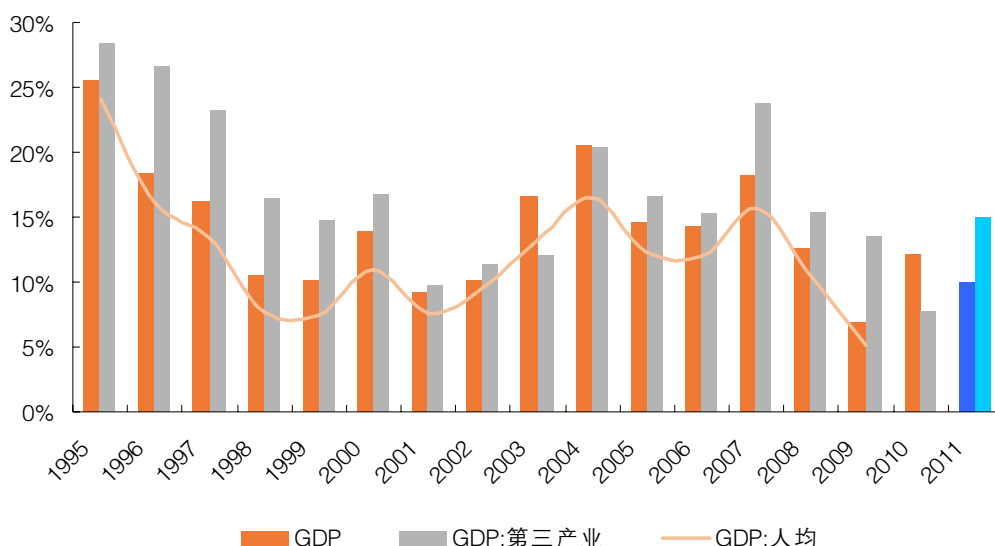
作为上海市及长三角地区的最大的国际机场，浦东机场的发展与上海市的宏观经济有着紧密的关系。2011 年 1 月 21 日经上海市人大批准的《上海市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》全面阐述了未来上海经济的发展蓝图。我们认为上海市经济在未来五年仍将保持快速增长，经济结构的转型和高附加值产业的增长，将极大的推动上海航空运输业以及上海机场的发展，未来五年上海将成为中国航空最大的客货集散城市。

##### ■ 经济增长保持 8%以上的增长

上海市十二五期间的经济增长目标是：全市生产总值年均增长率预期为 8%左右。服务经济为主的产业结构基本形成，第三产业增加值占全市生产总值比重达到 65%左右。

过去 15 年，自九五开始，上海经济持续保持较快的发展速度。我们预期上海实际经济增速应可以达到 8%-10%之间，与全国平均水平持平。

图表7 过去15年上海经济保持快速增长



资料来源：上海统计局，平安证券研究所

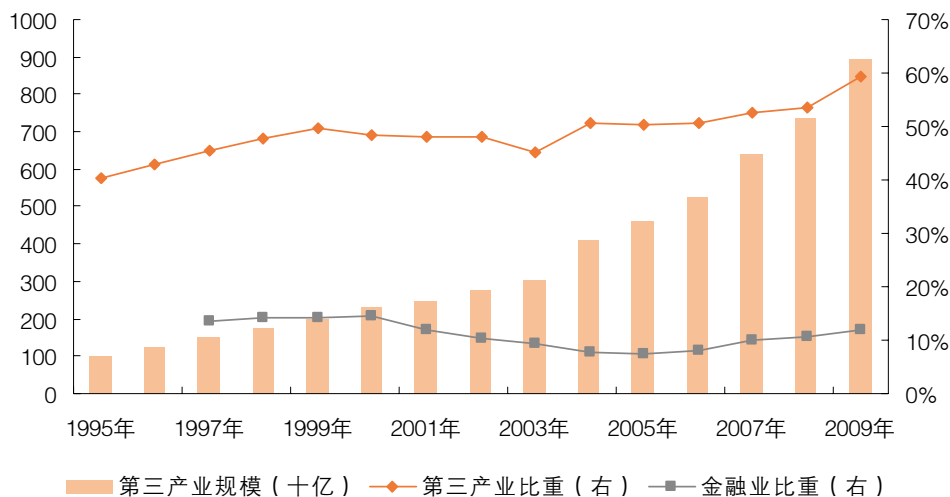
##### ■ 经济结构继续向第三产业倾斜

按照上海市的规划，十二五期间上海将全力推进国际金融、航运和贸易中心建设，加快形成以服务经济为主产业结构，构建以现代服务业为主、战略性新兴产业引领、先进制造业支撑的新型产业体系。

上海经济将向服务产业倾斜，未来金融、航运物流、现代商贸、信息服务、文化创意、旅游会展等将成为上海重点发展的服务业。同时，无论是发展战略新兴产业还是先进制造业，均是技术密集型和资金密集型产业。上海明确提出，未来五年，金融业增加值占全市生产总值的比重达到 15%，物流业增加值占全市生产总值比重达到 13%，服务贸易进出口总额比 2010 年翻一番，实现社会消费品零售总额 1 万亿元，信息服务业经营收入达到 6000 亿元。

上述这些新兴产业对人员、信息和资金的流动需求要比传统产业大得多。**我们预期，产业结构调整将促使上海与国际、内地、港台地区的人员、信息和资金流动更加频繁，对上海的交通、信息和金融基础设施的发展带来巨大的机遇。**

**图表8 上海第三产业比重持续增长**



资料来源：上海统计局，平安证券研究所

■ “四个中心”刺激上海航空客货源的更快增长

从世界范围来看，任何一个城市，只要能够成为国际经济、金融、贸易、航运的任意一个中心，其航空运输业均非常发达。无论是纽约、芝加哥、伦敦、东京还是香港，均伴随着一个大型枢纽机场。上海建设“四个中心”的进程一旦加快，浦东机场作为上海乃至华东、华中地区唯一的国际枢纽型机场，必然要承担起上海航空客货运量，尤其是国际运量加速增长的重任。

**3.2 十二五期间上海投资力度不减**

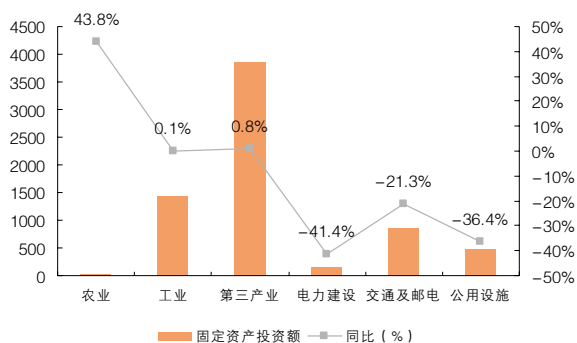
十二五期间，上海重大项目投资将比十一五有较大幅度增长，预计达 7000 亿元—8000 亿元。十一五期间，上海重点工程项目投资达到 5500 亿元，我们预计十二五增速将超过 25%。

2010 年受“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，上海市全年全社会固定资产投资 5,317.67 亿元，比去年同期仅增长 0.8%。其中，城市基础设施投资 1,497.46 亿元，下降 29.1%；工业投资 1,422.08 亿元，增长 0.1%；仅有房地产开发投资 1,980.68 亿元，增长 35.3%。

按经济类型来看，占固定资产投资总额超过 40%的国有资本在 2010 年投资明显下降，全年投资同比下降 14.7%，除私营企业投资增长 41.3%外，股份制与港澳台外商投资增长幅度不大，分别仅有 2.2%和 11.2%。

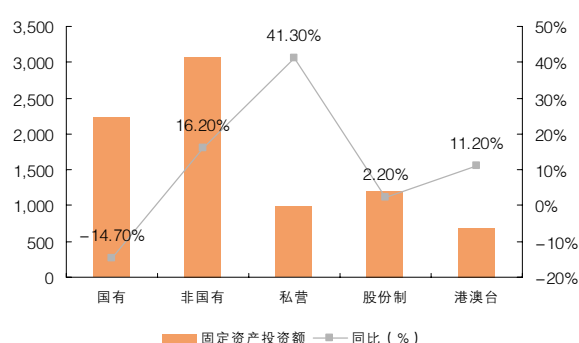
**2011 年我们预计上海市固定资产投资将实现恢复性增长，政府公共投资力度不减，商业固定资产投资将有大幅度提升，尤其是国有企业以及股份制企业的投资将恢复快速增长。**在交通、公共基础设施、电子信息、石化、商业、房地产等行业投资规模将明显增加，随着迪斯尼乐园、世博园区重新开发、保障房建设、轨道交通等项目的上马，我们预计将刺激上海商务客源的提升。

图表9 2010年上海投资增长明显受到抑制



资料来源: 上海统计局

图表10 国有及股份制经济投资受限



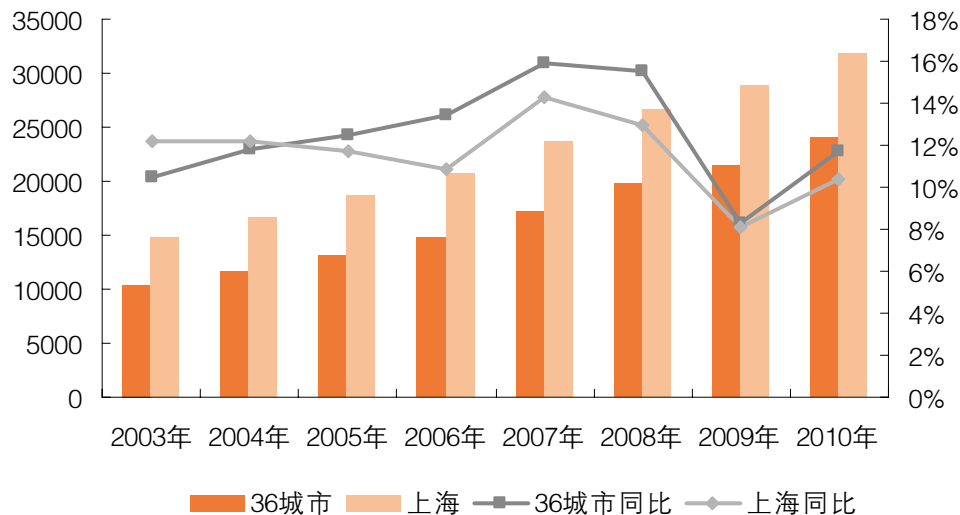
资料来源: 上海统计局

### 3.3 居民收入水平的增长将得到明显加快

自 2000 年以来, 上海市的 GDP 总量年增长率均快过全国, 但这种快速增长并没有体现在普通居民收入的增长上。虽然上海市居民的人均可支配收入总额一直大幅度领先于全国, 但自 2004 年以后, 上海市的普通居民可支配收入增长速度一直落后于全国平均水平, 使得领先幅度由 40% 降至 32%。

十二五期间, 我们认为上海市在保障民生和促进收入再分配方面, 将明显加大力度。尤其是在重点发展现代服务业的过程中, 技术优势带来的高附加值产业将加快普通居民的收入增长速度, 经济转型带来的工资收入增长将使上海市居民的收入水平和消费能力得到提高。

图表11 上海居民可支配收入增速持续低于全国平均水平



资料来源: 上海统计局, 平安证券研究所

### 3.4 经济增长将推动浦东机场航空吞吐量增长

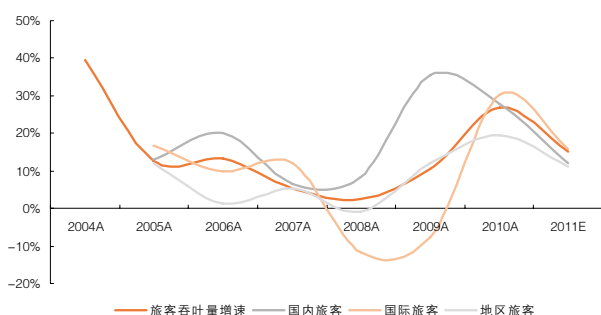
#### ■ 上海经济助推上海航空运输业持续保持快速增长

与上海市经济增长保持同步, 上海虹桥与浦东机场旅客、货物吞吐量也持续增长。自 2009 年以来, 国家财政大量支出投资建设对拉动上海的航空运输业增长起到了非常积极的作用。

十二五期间，全国及上海的经济保持在 8% 稳定增长，我们预计浦东机场旅客及货物吞吐量将保持 15% 的增长速度。

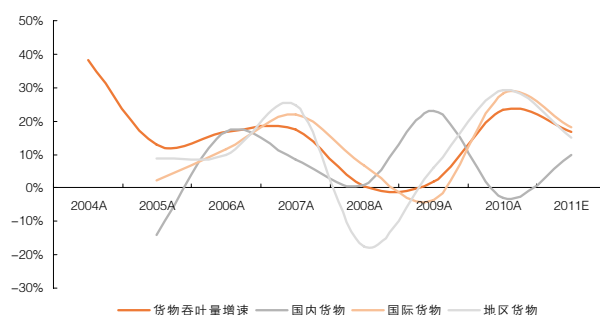
受到国际金融危机的影响，浦东机场国际旅客及货物吞吐量在 08、09 年均为负增长状态，但 10 年国际经济好转使得国际业务大幅度反弹，并超过了经济危机前的 07 年水平。目前美国经济已经呈现出较好的复苏迹象，同时欧洲主要经济体德国和法国的经济也有明显好转，因此我们预计未来三年浦东机场国际旅客吞吐量保持 14% 左右的增长。

图表12 浦东旅客吞吐量增速保持在14%左右



资料来源：民航局，平安证券研究所

图表13 浦东货物吞吐量增速保持在



资料来源：民航局，平安证券研究所

### ■ 浦东机场国际航线增长潜力巨大

浦东国际机场是长三角，甚至是整个华东、华中地区最主要国际航班起降地，也是中国中东部地区唯一的国际航空枢纽机场，但浦东机场国际航班的发展却与其经济地位有三个重要的不匹配。

**第一，经济地位与国际航班数量不匹配。**上海及其周边地区的经济总量远远超过香港、首尔，但国际航班数量却远远少于上述两地。造成这一现象的原因有多种，空域、机场建设、枢纽建设等都制约了浦东国际机场的国际业务的发展。目前香港、首尔月国际航班起降分别为和 2.3 万架次（包括客货）和 1.9 万架次，但浦东国际机场的国际航班起降量却仅有 1.35 万架次。因此，我们认为如不考虑空域问题，浦东机场国际航线仍有极大的发展潜力。

**第二，内航外线与外航外线数量不匹配。**目前浦东机场的国际（包括地区）航班起降中，内航外线与外航外线的比例约为 45% 比 55%，国内航空公司在浦东机场的竞争力仍然弱于国外航空公司。东航拥有巨大的内地市场优势，在国际航线方面拥有更大的竞争优势，与国泰之于香港、大韩之于首尔、汉莎之于法兰克福，未来东航在浦东机场国际航线的市场份额仍然有很大的空间。

**第三，国际航线中转客源与 OD 客源比例不匹配。**浦东机场不仅仅是服务于上海本地市场，而是国内绝大多数内地城市的国际门户。但目前浦东机场的国际航班旅客中转比例仍然不足 20%，而诸如仁川、香港、法兰克福等机场的中转比例已经超过 50%。相对来说，浦东机场更依赖于上海本地市场的国际客源，而国际成熟的大型枢纽机场更依赖于航空公司枢纽网络创造中转客源。

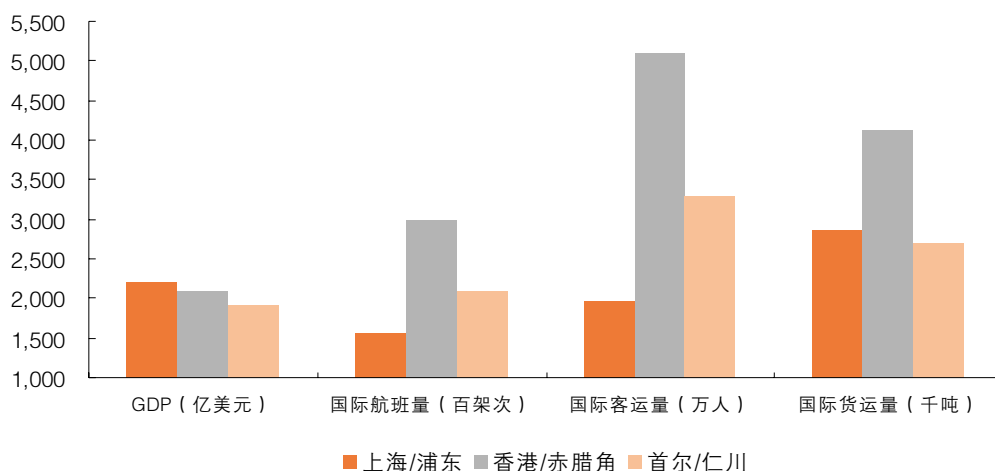
### ■ 国际货运枢纽建设初见成效

目前浦东机场是我国最大的国际货运枢纽机场,2010 年公司国际货物吞吐量达到 241.74 万吨,占全国国际航空货物量的 54.26%。长三角地区外向型经济的发展为浦东机场国际航空货运提供了充足的货源。

与香港机场相比,目前浦东机场的国际航空货运仍然有很大的增长空间,香港机场以珠三角为腹地发展国际货运,2010 年实现国际货物吞吐量 413 万吨,其中 60-70%的货物来自于珠三角的外贸加工企业。相比之下,长三角包括苏锡常、浙江在内的经济总量绝不少于珠三角地区,但航空货运的潜力却远远没有挖掘出来。

此外,在浦东机场的国际货运吞吐量中,有超过 60%以上的货物由国外航空公司承运,这也与我国目前在国际经济的地位不相吻合。未来随着中货航、国货航以及南航货运不断地增加运力,三大航在浦东机场的货运量比例将明显提升,也将带来浦东机场国际货运航班和吞吐量的增长。

**图表14 浦东机场国际航线增长仍然有巨大的空间**



资料来源:平安证券研究所

## 四、建设国际枢纽机场是公司发展的不二选择

相比于欧美地区枢纽机场的分布,我国仍然有很大的差距。美国目前有纽约肯尼迪机场、芝加哥奥哈尔机场、洛杉矶国际机场等多个主要以国际航线为主的国际枢纽机场。欧洲则主要有法兰克福、巴黎戴高乐、伦敦希思罗和阿姆斯特丹史基浦四大国际枢纽机场。而我国无论从国土面积,旅客流量还是长珠三角城市经济带 GDP 总量,均达到了相对较高的水平,但我国到目前为止,也只有首都国际机场具备国际枢纽的雏形。

显然,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。目前浦东国际机场的国际及地区航班总量已经超过北京首都国际机场,同时相较于北京来说,上海城市的国际化程度更高,对外经济贸易总量更大,拥有比北京更好的经济基础。

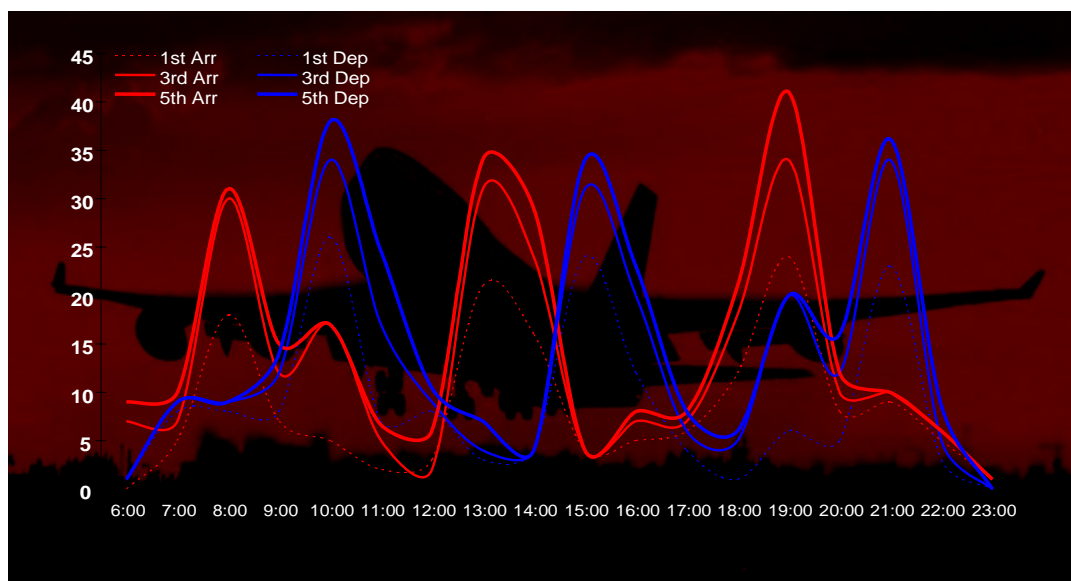
### 4.1 建设枢纽,浦东机场将形成高密度进出港航班

国际枢纽机场的最核心特征是形成进出港航班波以及相应的配套运营流程和设施。高密度、宽覆盖的进出港航班波是未来浦东机场必须的满足的条件,这样才能确保国际进出港旅客的稳定的航班衔接和快速的航班中转。世界上主要的国际枢纽机场均在航班的密度和覆盖面上表现出色。

未来,按照浦东机场的中枢结构设计,浦东机场要实现枢纽化运营,将至少需要实现至少三个进港、三个出港的航班波,每天的进出港航班不少于 1200 班,小时高峰达到 50 班/小时。这样才能实现国际与国际、国际与国内航班的有效衔接,保证每个航班波基本能够覆盖绝大多数的国内、国际航点,最大程度地缩减中转等待时间。



图表15 浦东机场未来将形成高密度、宽覆盖的进出港航班波



资料来源：平安证券研究所

东航将是浦东机场建设枢纽核心力量，在配合东航建立枢纽的过程中，伴随航班波的形成，东航将投入更多的国际、国内运力，浦东机场的航班总量以及旅客吞吐量也将明显上升，机场在枢纽在建设过程中将是最早、最直接的受益人。

#### 4.2 公司中转旅客比例将得到明显提升

浦东机场是国内唯一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。

这一点在与其它枢纽机场相比较的过程中也毫不逊色。

图表16 浦东机场中转时间相对其它国际枢纽机场仍然有较大优势

机场	国内-国内	国内-国际	国际-国内	国际-国际
香港赤腊角	60	60	60	60
首都机场第三候机楼	60	120	120	60
<b>浦东机场二号航站楼</b>	<b>45</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>60</b>
广州新白云	90	150	120	90
亚特兰大	55	60	90	90
底特律	45	60	90	90
芝加哥奥哈尔	50	75	90	90
阿姆斯特丹史基浦	40	50	50	50
东京成田	30	110	110	60
汉城仁川	40	80	100	90
大阪	30	90	75	90
新加坡樟宜	-	-	-	60

资料来源：平安证券研究所

浦东机场中枢结构的运营设计，使得其在亚太地区机场的客源竞争中保持着时间的优势。未来东航在建设枢纽的过程中将能够充分利用这种优势，不仅能够减少仁川、香港机场对中国国际客源的分流，而且能够使浦东机场成为理想的国际-国际航班中转地，从而使机场客货运流量持续保持快速的增长。

### 4.3 枢纽化运营提升机场设施的使用效率

大型枢纽机场的建设往往需要大量的资金投入。浦东机场第三跑道和第二航站楼的扩建主体工程及配套设施总成本接近 85 亿元。机场设施的使用效率决定了单位旅客和货物的成本水平，同时也能够使机场在不增加额外投入的情况下，提高客货的吞吐能力。

与普通机场保障 OD 航班不同，枢纽化运营将产生更多的中转旅客，中转旅客与普通进出港旅客相比，一方面其往往较少占用隔离区以外的航站楼资源，不需要重复的值机与安检，另一方面中转旅客在候机楼隔离区内有相对长的候机时间，使机场内的商业设施能得到更多的利用。

此外，枢纽化运营能够吸引更多的宽体机并且有效的提高航空公司的客座率水平，从而使机场空侧设施在同等起降架次的情况下，带来更多的旅客和货物进出港，使单位架次带给机场的航空业务收入更多。

## 五、上海机场航空业务将保持稳定增长

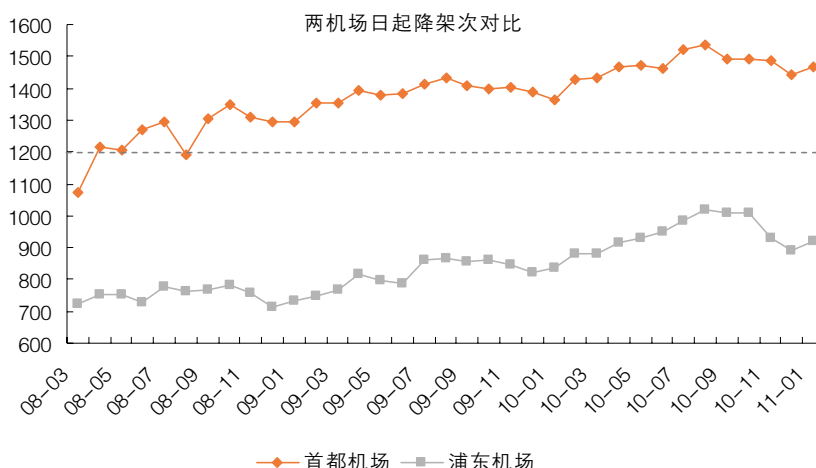
### 5.1 机场时刻仍有增长空间

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，浦东机场的。目前浦东机场的日均起降架次约为 920 架次左右，仅比有两条跑道的香港机场每天多 90 个起降，10 年高峰期间浦东机场日均起降仅为 1010 架次。我们预计公司的起降峰值应在 1150-1200 架次/天，仍然有接近 200-250 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。

机场设施方面，按照浦东机场二期扩建目标，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 年仍然能够保持较快增速。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。

由于虹桥机场目前两条跑道为近距跑道，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一定的余地，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。

图表17 浦东机场的起降仍有一定的空间



资料来源：民航局，平安证券研究所

## 5.2 枢纽建设提升国际航班比例和航班客座率

### ■ 公司国际航线比例提升

公司目前国际航线比例接近 50%。按照正常的国际枢纽机场航班比例来看，目前浦东机场的国际航线比例已经较高，但由于上海一市两场，虹桥未来将成为国内普通航班增长的主要力量，而国际航线增的几乎全部都在浦东。随着虹桥与浦东机场之间高速轻轨的建设已经提上日程，两场的衔接问题将不再是问题。

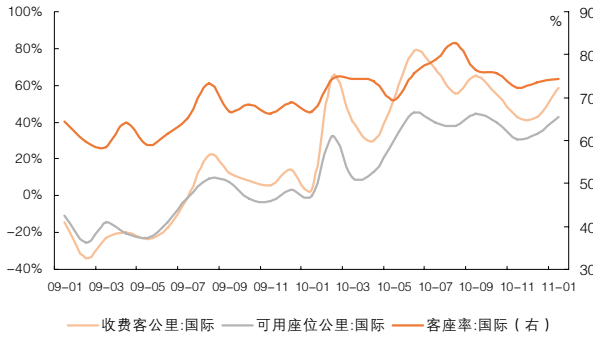
按照民航发[2007]159 号文件，国际航班的航空业务收费标准是国内航班的两倍以上，即使内航外线收费标准按 60%标准收费，但仍然高于国内航班收费水平。目前在机场收费中，国际航线收费基本没有任何下浮。因此，我们预计，国际航班量的增长将带动公司航空业务收入及盈利水平的增长。

### ■ 东航领衔各公司加大浦东国际运力的投入

上海市场国际公商务客源丰富，对国际航空运输的需求不亚于北京，各公司对上海市场均是虎视眈眈。东航为建设上海国际枢纽，十二五期间，明显加大了国际运力的引进和投入，浦东机场的国际航班量有望进一步上升。

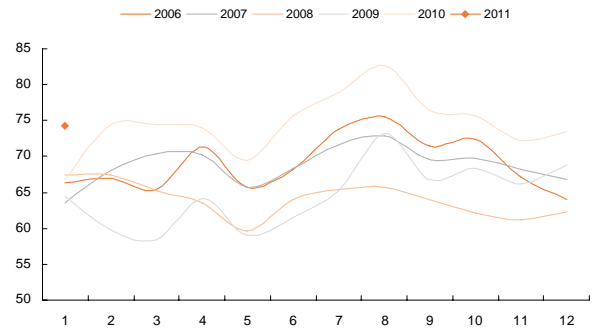
我们预期十二五期间，东航宽体机引进比例，并加大欧美航线的运力投入。自 10 年下半年开始，东航国际航线运力与运量持续上涨，增长速度远超行业平均水平，可见上海国际航线的潜力之大。

图表18 东航国际运力运力投入持续增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 东航国际航线客座率持续保持高位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

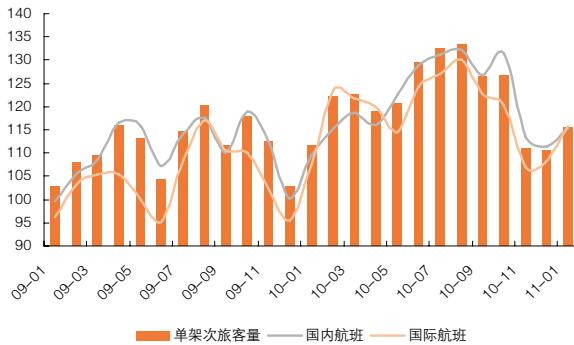
■ 旅客增长快于起降

相比于点对点航线，枢纽机场的航线能够同时带动国内、国际衔接航班的客座率水平。也就意味着，在同样多的航班量情况下，枢纽机场有更大的旅客和货邮吞吐量。

2010年浦东机场国内及国际航线单架次旅客量分别同比增长了10.8和14.4人，增长率为9.7%和13.6%，这也使得浦东机场在目前空域还没有放开的情况下，每个航班的含金量明显提升。

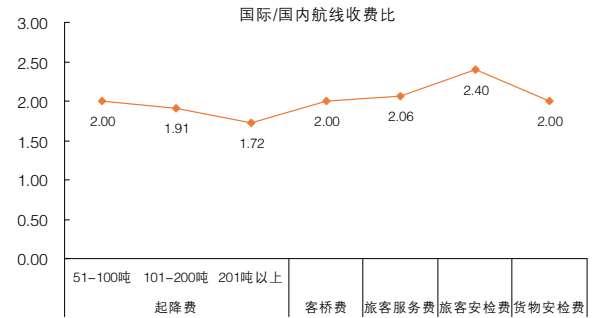
机场航空业务收费中，对旅客的收费（旅客服务费、安检费）规模高于对航班的收费（起降、停场、客桥）规模，国际航线更是如此。对公司来说，旅客增长快于起降增长，尤其是国际旅客的增速高于国内旅客，对客收入，尤其是对国际旅客的收入增长将带动航空业务收入的增长。

图表20 浦东机场单架次旅客量逐渐上升



资料来源：平安证券研究所

图表21 国际航线收费标准2倍于国内航线



资料来源：平安证券研究所

5.3 预测：浦东机场 2011 年起降增长 12.5%，收入增长 14.5%

我们预计：

- 浦东机场国内、国际和地区航班量增长分别为 11%、14%和 10%，相比于 2010 年 16.51%、14.58%和 11.55%，均有所放缓。我们预期今年各公司，尤其是东航为打造国际枢纽网络，必然在上海的增加国际运力投放，从而将使国际航班量增长快于国内。
- 全公司起降架次 2011 年将同比增长 12.46%，每天起降架次达到 1017 次。

3、我们预计随着国内航线旅客供需的矛盾，以及东航在国际航线上建设枢纽的推进，我们预测浦东机场进出港航班中，国内及地区航班客座率将上升 1 个百分点，国际航班上升 1.5 个百分点。综合以上因素，我们预测浦东机场 2011 年旅客吞吐量将增长 15.03%。

按照我们的预期，公司国际航班的起降架次及旅客吞吐量比例将保持继续上升的态势，这将带动公司航空业务收入的明显增长。

浦东机场单架次航班的旅客人数自 09 年以来持续保持增长，因此我们预计单架次航班收入在 2011-13 年将分别增长 2%、1.6%和 1%左右。

经过测算，我们预计 2011 年公司航空业务收入，将达到 32.24 亿元，同比 2010 年增长 14.5%。

## 5.4 外航航班增长将给公司带来更多代理收入

机场地面服务代理收入主要来自于外航。目前机场地面服务代理主要由东上航、国航和机场三家组成，机场地面服务代理所有外航地服业务。由于浦东机场国际航班不断增加，按照对等原则，外航国际航班也将同步增长，而外航外线又是机场收费标准最高的一类航班，机场地面服务收入也得以更快的速度增长。

## 六、非航业务：商业模式的转变

正如前面我们对国际机场行业趋势的介绍，随着航空临空经济的发展，非航业务收入，甚至是航空城经济区的收入逐渐成为机场管理当局的主要收入来源。这不仅仅是一种收入来源的变化更体现出商业模式的转变。机场航班起降和随之而来的航空客源逐渐转变成一种资源和杠杆。

### 6.1 消费增长带动机场商业收入增加

#### ■ 吞吐量增长带动收入分成的增长

公司 2010 年年报显示，非航业务收入分别增长 43.14%，远远高于航空业务收入增长。非航业务中，商业餐饮租赁收入增长 50.17%，充分利用候机楼资源发展商业为公司带来丰富的回报。

公司商业租赁的面积接近 2.9 万平米，但未来面积增加的空间不大。**公司非航业务的增长将主要依靠单位旅客商业租赁收入的增长。**由于机场与商铺之间签订的租赁协议大多为“基准租金+候机楼旅客吞吐量增幅租金+收入分成”的模式，机场旅客吞吐量增长带动了店铺租金的上涨，同时部分商业餐饮设施通过销售收入分成的方法使机场收入上涨。我们认为未来浦东机场商业餐饮的发展前景，相比于目前上海市区的商场及餐饮设施，机场旅客的人均消费金额以及商业餐饮设施的使用率均处于较低的水平，未来的成长空间巨大。

#### ■ 商业餐饮租赁收入有望明显上升

随着国际旅客的增多，机场商业设施的单位旅客收入水平也会得到明显提升。目前迪拜国际免税店平均每个进店旅客的消费额是 20 美元，而国际平均水平也在 13 美元左右。美国 2008 年上半年的调查显示，62%经过美国中部机场的旅客购买过零售产品，69%的人购买了食品和饮料。人均零售购物额为 15 美元，食品和饮料的人均消费额为 10 美元。

浦东机场 2010 年每个旅客贡献的商业餐饮租赁收入为 24.76 元，折合为 3.7 美元，平均消费贡献为美国 25 美元的 15%，如果平均每个旅客的贡献增长至 10 美元，那么浦东机场的 2010 年的旅客消费贡献将达到 26.7 亿元人民币，相当于目前机场商业餐饮收入的 2.7 倍。因此我们认为未来机场的消费有巨大的潜力。

随着机场商业餐饮消费的增加，机场商业设施及地产的平均租金以及收入分成比例也将水涨船高，同时带动机场整体毛利水平和利润增长。

#### ■ 中转客源将带动机场非航业务收入大幅度增长



枢纽机场的重要标志就是中转旅客比例达到 40%以上。如法兰克福机场，有高达 60%的旅客是中转旅客，而巴黎戴高乐、阿姆斯特丹史基浦等机场也有超过 50%以上的旅客中转。

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。

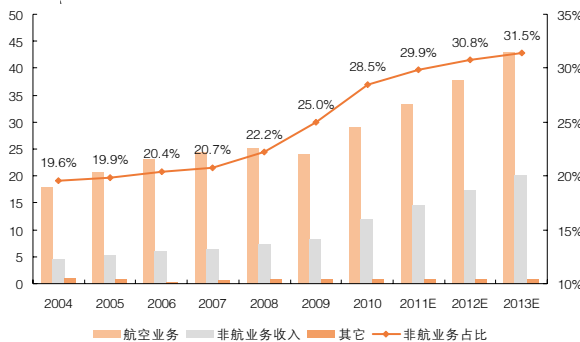
## 6.2 商业模式的转变

与传统的机场经营模式不同，新型机场不再依赖于航空公司带来的收入，而更多的将收入的增长放在提升机场客货流量的价值上。甚至有一些机场已经开始试验减少或免除对航空公司的收费，以吸引更多的客源。如马来西亚吉隆坡机场，就已经开始对新进入航空公司采取优惠鼓励措施，同时对旅客流量明显增长的航空公司给予奖励。

商业模式的转变首先体现在非航业务收入比例的上升，并不断扩大商业服务的面积，机场不仅仅是一个运营中心，更是一个商业中心和消费娱乐中心。

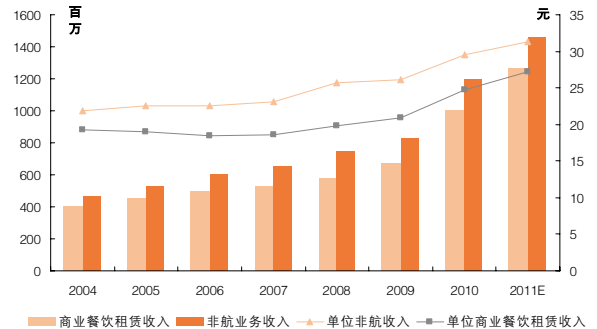
公司非航业务比例自 2004 年 19.6%上升至 2010 年的 28.5%，我们预计非航业务比例在 2011 年将上升至 30%左右，人均商业餐饮租赁收入由 2010 年的 24.76 元增长 10%至 27.23 元，非航业务收入将保持 22%的高速增长，成为公司收入增长的重要贡献。

图表22 非航业务收入有望增长至31.5%



资料来源：平安证券研究所

图表23 单位商业餐饮租赁收入带动非航收入增长



资料来源：平安证券研究所

## 七、公司业绩高速增长

### 7.1 成本压力逐渐释放，

公司扩建后客货流量的增长带来收入的增长，随着毛利率的不断提升，公司成本压力逐渐释放。

**折旧及摊销：**目前公司每年的折旧及摊销费用稳定在 8.22 亿元左右，平均折旧年限稳定在 16 年左右。预计公司 2011-2013 年固定资产的投入将逐渐减少。

**财务费用：**公司计息长期借款中仅有 25 亿元债券，短期借款已经全部偿还，并且账目上有 14 亿元的货币资金，公司的财务成本将逐年减少，财务费用预计也将由正转负。

**工资：**公司的员工人数随着业务量的增长保持稳定增长，并且呈现出规模效应。由于新增员工多以机场的操作岗位为主，平均工资水平应同比下降，但考虑到物价通货膨胀、涨薪等因素，我们预计 2011 年机场员工平均工资水平上涨 1%左右。

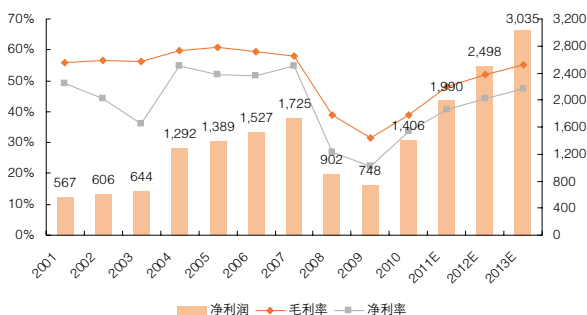
目前公司折旧、摊销、工资费用合计占公司营业总成本的 56.8%，占营业收入的 40.8%。根据测算，2013 年此三项费用的占比将逐渐下降至 52.9%。公司营业成本 11-13 年分别增长 6.86%、6.55%和 6.86%。

## 7.2 公司收入保持稳定增长

根据我们的估值模型，未来三年公司营业总收入年增速分别为：16.40%、15.41%和 14.19%。其中 2011 年航空业务收入贡献率为 60.7%，非航业务贡献率为 39.3%。

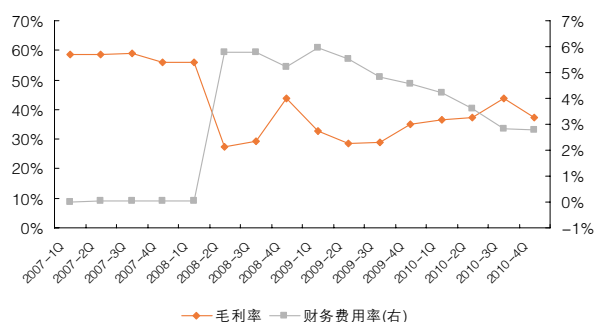
由于公司成本增速不及收入增速，毛利率将逐渐上升。预计公司 11-13 年的毛利率分别为：43.87%、48.18%和 51.51%。

图表24 公司毛利率逐渐回升



资料来源：平安证券研究所

图表25 财务费用率逐渐下降



资料来源：平安证券研究所

## 7.3 公司业绩未来三年将保持高速增长

公司未来三年的净利润分别为 17.12、21.72 和 26.57 亿元，分别同比增长 30.65%、26.85%和 22.33%。

相比于航空运输业来说，公司未来三年的业绩增长确定性更高，也具备更强的持续性，这是因为：

- 1、机场行业的收入来源较为稳定。除非发生较大规模的经济危机，公司客货吞吐量将与上海市经济共同增长，受到其它外界因素的影响较小；
- 2、机场行业对油价的敏感程度较低，虽然油价上涨最终会传导至公司的旅客和货物增长上来，但这个过程较长，并不直接对公司成本造成明显冲击；
- 3、公司以国际航线为主业务结构，使公司提高了对上海高铁开通的免疫力。

因此，我们对公司 11-13 年业绩增长保持充足的信心。

## 7.4 投资收益稳定但增长不足

公司的各主要投资企业的持续盈利能力均较强。尤其是航油公司，随着机场起降架次的增加和航油价格的上涨，公司的盈利水平也将不断增长，因此，对公司来说是优质资源。公司自 06 年以来，投资收益占公司营业利润比例不断扩大。今年下半年以来，机场主业利润增长迅速，导致投资收益比例有所下滑。我们认为投资收益是公司稳定的利润来源，但并不具备较强的增长能力，未来占比将会进一步回落至 25%以下。

## 八、收费并轨实质利好，资产注入值得期待

### 8.1 收费并轨：对机场是短期实质性利好

按照民航发【2007】158号文件的精神，机场对内航外线及外航外线的收费将在2012年底之前实现并轨。2011年民航局工作会议明确指出，收费并轨列入本年度民航局重点工作之中。

目前内航外线的收费是外航外线收费的60%左右。我们并不认为收费并轨工作将很快能够得到落实，主要原因在于：

- 1、三大航国际航线比例较大，并且都处于刚起步阶段，从培养航线的角度来讲，收费并轨并不利于三大航与外航的竞争；
- 2、国家在不断鼓励航空公司“走出去”，并且在经营中给予各种优惠，包括航材增值税减免等，显然收费并轨并不符合目前国家的政策主导方向；
- 3、收费并轨并不能解决当前中小机场亏损的问题。

从给予中外航空公司相同国民待遇的世贸组织承诺来看，此项工作却又必须进行，因此，我们估计最后折中办法将是机场收费水平并轨之后，由当地政府及民航局共同对航空公司进行国际航线补贴，以弥补各公司的损失。

但无论如何，收费并轨将对机场是短期实质性利好。我们测算，收费并轨将提高公司11-13年EPS分别为0.14、0.17和0.20元，提升比例为14%。

### 8.2 资产注入值得期待

有关将集团航空主业资产注入上市公司的承诺，我们认为此项利好值得期待。由于目前虹桥机场扩建工程刚刚结束，盈利水平还有很大的提升空间，我们预测2010年虹桥机场的业绩为盈利平衡或略微盈利，净利润不超过2500万元。从增发募集资金以实现资产注入的角度看，目前实施的时机尚不成熟，机场的盈利能力还不能满足注入的要求。我们虽无法估计虹桥机场的资产注入的确切时间，但此项资产的注入对公司仍然有两方面的重要意义：

第一，虹桥与浦东机场共同归属上市公司，将使上市公司能够从战略上统筹考虑“一市两场”的分工问题，达成两个机场增强相互协调，共同增长的目标。

第二，未来虹桥机场的资产注入将给公司带来较好的长期发展动力。按照目前浦东机场的增长速度，我们预期至2015年左右公司航站楼以及跑道空量将再次遇到产能瓶颈，因此扩建工作预期将在2013年底，2014年初展开，届时公司将再次撞上“折旧墙”。而虹桥机场在2015年如果能够实现空域放松管制的话，产能将得到释放，现有的二号航站楼将得到充分利用，盈利能力也将超过目前的浦东机场。所以，虹桥机场的资产注入使公司有可能在2015年继续保持良好的盈利增长。

## 九、风险提示

- 1、上海甚至全国宏观经济重新进入紧缩通道，将会影响上海客货流量的增长。
- 2、军队对空域时刻的严格限制，以及对台局势的恶化，有可能导致浦东机场起降架次无法增长。
- 3、国际主要发达国家经济再次恶化，导致各公司在浦东的国际航线锐减。

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2583	5173	8149	11439	<b>营业收入</b>	4186	4873	5624	6422
现金	1409	3811	6579	9649	营业成本	2560	2735	2914	3114
应收账款	1055	1228	1417	1618	营业税金及附加	166	193	223	255
其他应收款	8	9	10	12	营业费用	0	0	0	0
预付账款	7	7	8	8	管理费用	149	195	225	257
存货	18	24	25	27	财务费用	138	54	-23	-111
其他流动资产	86	94	109	124	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	14919	14185	13410	12633	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1446	1446	1446	1446	投资净收益	494	500	500	500
固定资产	12841	12291	11526	10760	<b>营业利润</b>	1668	2195	2785	3407
无形资产	380	368	356	343	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	252	80	82	83	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	17502	19357	21559	24071	<b>利润总额</b>	1669	2195	2785	3407
<b>流动负债</b>	812	1016	1071	1130	所得税	263	351	446	545
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1406	1844	2339	2862
应付账款	78	219	233	249	少数股东损益	95	132	167	204
其他流动负债	735	798	838	881	<b>归属母公司净利润</b>	1311	1712	2172	2657
<b>非流动负债</b>	2484	2484	2484	2484	<b>EBITDA</b>	2631	3075	3597	4135
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.68	0.89	1.13	1.38
其他非流动负债	2484	2484	2484	2484					
<b>负债合计</b>	3296	3501	3556	3615	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	152	284	451	655		<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	1927	1927	1927	1927	<b>成长能力</b>				
资本公积	2575	2575	2575	2575	营业收入	25.4%	16.4%	15.4%	14.2%
留存收益	9551	11071	13050	15299	营业利润	90.9%	31.6%	26.8%	22.3%
归属母公司股东权益	14053	15573	17553	19802	归属于母公司净利润	85.6%	30.7%	26.8%	22.3%
<b>负债和股东权益</b>	17502	19357	21559	24071	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	38.9%	43.9%	48.2%	51.5%
					净利率(%)	31.3%	35.1%	38.6%	41.4%
					ROE(%)	9.3%	11.0%	12.4%	13.4%
					ROIC(%)	11.0%	14.4%	18.6%	23.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	18.8%	18.1%	16.5%	15.0%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	5.09	7.61	10.12
					速动比率	3.15	5.06	7.57	10.09
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.24	0.26	0.27	0.28
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	31.14	18.46	12.90	12.91
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.89	1.13	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.16	1.30	1.52
					每股净资产(最新摊薄)	7.29	8.08	9.11	10.28
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.08	16.90	13.32	10.89
					P/B	2.06	1.86	1.65	1.46
					EV/EBITDA	11	9	8	7

现金流量表

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	2248	2232	2501	2930
净利润	1406	1844	2339	2862
折旧摊销	825	825	835	839
财务费用	138	54	-23	-111
投资损失	-494	-500	-500	-500
营运资金变动	390	6	-151	-160
其他经营现金流	-18	2	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-439	412	438	438
资本支出	521	90	60	60
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	83	502	498	498
<b>筹资活动现金流</b>	-777	-243	-170	-297
短期借款	-599	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他筹资现金流	-184	-243	-170	-297
<b>现金净增加额</b>	1032	2401	2769	3070

## 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。

### 免责条款：

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 2011 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