

2009-1-12

机场服务

上海机场 600009.SH

国际航线恢复仍未见起色

◇ 报告起因：上海机场公布 08 年 12 月份数据

◆ 国内航线保持平稳；国际航线仍同比大幅下降

2008 年 12 月份，上海机场的运营数据并未给投资者带来任何惊喜，相反国际航线的下降幅度仍有所放大（12 月份浦东机场国际航线旅客吞吐量同比下降 27.67%，11 月份为同比下降 19.93%。），反映了国际经济形势对中国国际航线的负面影响仍在持续，未来何时恢复、恢复到什么程度仍具有很大的不确定性。

相对于大幅下滑的国际航线而言，浦东机场国内航线表现尚可，12 月份浦东机场国内航线起降架次同比增长 11.21%，国内航线旅客吞吐量同比增长 9.85%，这里面有两个方面的原因：一、目前国内航空市场需求相对而言仍比较健康，这一点从中国国内航线近几个月的数据显而易见（11 月份全行业国内航线旅客吞吐量同比增长 10.3%，而国际航线旅客吞吐量同比下降 6.1%。）；二、虹桥机场的产能限制使得上海两个机场的国内航线增量基本转移至浦东机场（这一点在我们的报告中一直在阐述），从 12 月份来看虹桥机场的国内航线旅客吞吐量同比下降了 0.80%。

◆ 09 年国内航线增速相对看好，国际航线增速 2 季度或有所改观

我们对于 09 年国内航线增速相对持乐观态度，我们估计 09 年中国国内航线旅客吞吐量增速在 8% 左右，同时虹桥机场的饱和也就成为浦东机场 09 年国内航线快速增长的主要推动因素，我们预计 09 年浦东机场国内航线旅客吞吐量增速应该在 10% 以上；对于浦东机场国际航线，一方面欧美等国的实体经济下滑没有好转的迹象；二、事实上 08 年第一季度国际航线增速仍然比较高，在较高的基数之上 09 年第一季度浦东机场国际航线增速在全球宏观经济没有好转的情况预计将很难有所改观，第 2 季度起，在较低的基数之上可能其增速大幅下滑的趋势会有所改观，但目前仍难以判断恢复的程度。

◆ 盈利预测与投资评级：具备长期价值，短期买点未到

在假设不进行资产收购的前提下，我们预测公司 08 年-10 年 EPS 为 0.43/股、0.48 元/股、0.67 元/股，考虑到公司资产整合预期，维持“增持”的投资评级，我们认为未来股价的催化剂在于国际航线增速的恢复和资产整合的正式展开，同时我们认为公司的资产整合随着虹桥机场扩建工程 09 年的竣工而日益临近，因为届时虹桥机场与上市公司之间将会产生实质性同业竞争，但是公司 08 年 4 季度、09 年 1 季度业绩将不容乐观，短期股价偏贵，建议投资者等待更好的买入机会。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	2,959	3,144	3,321	3,895	4,367
营业收入增长率	10.40%	6.24%	4.56%	17.36%	12.17%
净利润（百万元）	1,513	1,695	841	1131	1422
净利润增长率	8.93%	12.01%	-35.14%	20.74%	21.31%
EPS（元）	0.79	0.88	0.43	0.48	0.67
ROE	15.01%	14.86%	9.11%	10.17%	11.31%

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	12.90 元
目标价格	13.80 元
目标期限	12 个月

分析师：

李军

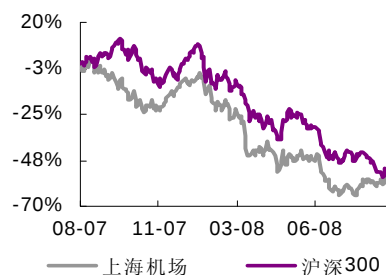
021-50818887-222

lijun1978@ebcn.com

市场数据

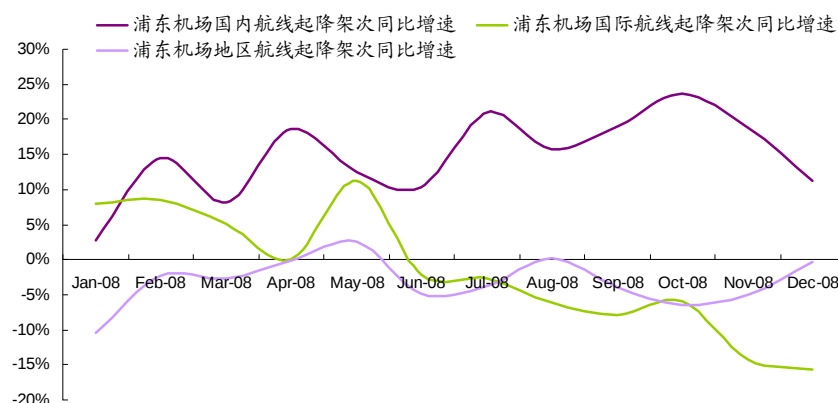
总股本(百万股)	1,927
总市值(百万元)	33,606
流通比例(%)	56.75%
12 个月最高/最低(元)	43.70/14.02
近 3 月日均成交量(百万股)	7.84
主要股东	上海机场 (集团)有限公司

股价表现(12 个月)



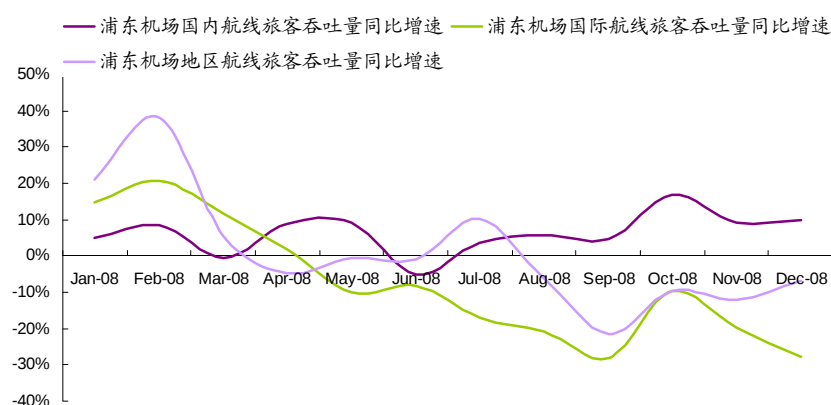
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.73	10.97	-4.66
绝对收益	3.06	-23.53	-59.97

图表 1: 浦东机场国际航线起降架次下降幅度较大, 目前并无好转迹象
浦东机场分航线起降架次同比增速发展趋势



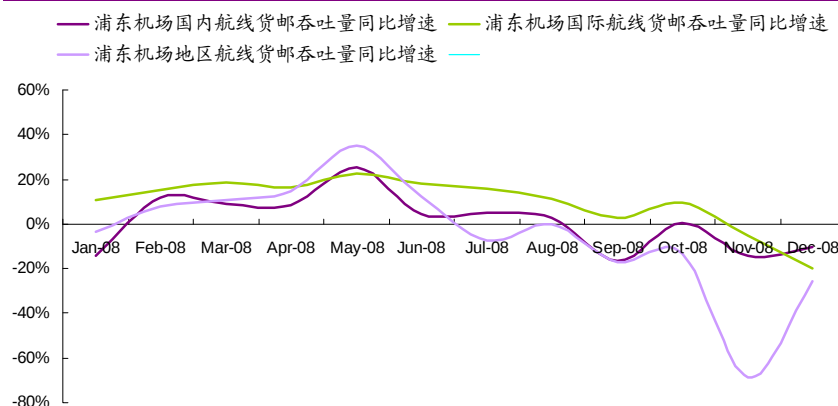
资料来源: 公司资料

图表 2: 浦东机场国际航线旅客吞吐下降幅度较大, 目前并无好转迹象
浦东机场分航线旅客吞吐量同比增速发展趋势



资料来源: 公司资料

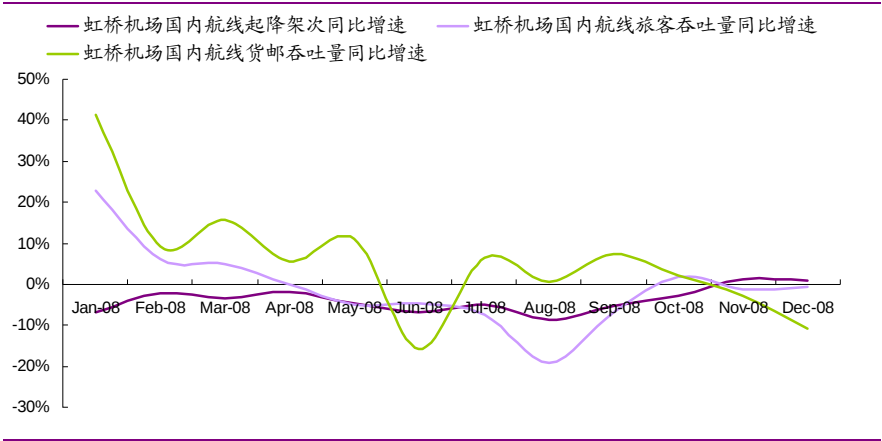
图表 3: 11 月份开始浦东机场国际航线货邮吞吐量开始负增长
浦东机场分航线货邮吞吐量同比增速发展趋势



资料来源: 公司资料

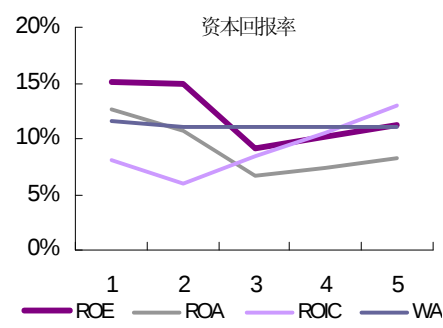
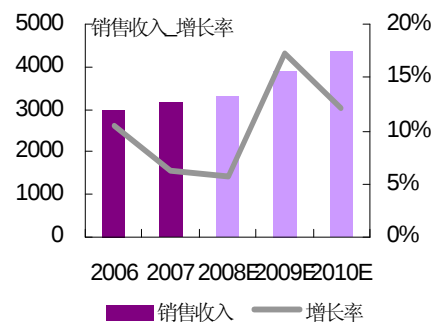
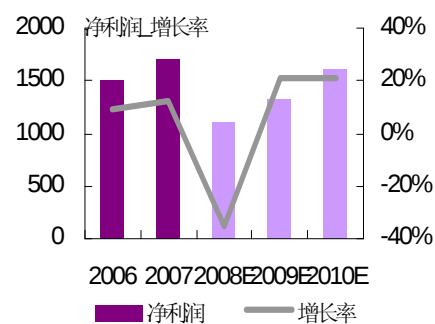
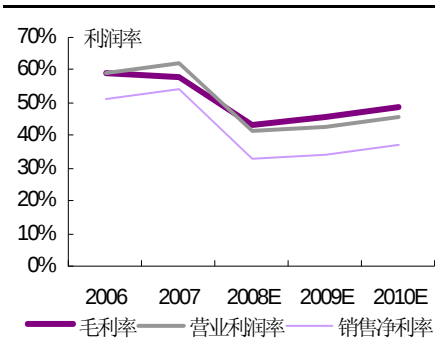
图表 4: 虹桥机场国内起降架次、国内旅客吞吐量基本不再增长

虹桥机场三大经营指标同比增速发展趋势



资料来源: 公司资料

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,959	3,144	3,321	3,895	4,367
营业成本	1,206	1,322	1,879	2,123	2,234
EBITDA	1,750	1,947	1,805	2,300	2,596
折旧和摊销	262	469	440	440	440
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	134	126	125	146	164
财务费用	-1	1	166	175	156
公允价值变动损益	3	12	0	0	0
投资收益	246	366	350	350	350
营业利润	1,752	1,948	1,377	1,655	2,000
利润总额	1,513	1,695	1,377	1,655	2,000
少数股东损益	14	30	30	30	30
归属母公司净利润	1,513.21	1,694.98	841	1,131	1,422

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	12,088	16,043	16,974	18,266	19,701
流动资产	1,376	1,299	2,380	4,002	5,736
货币资金	331	287	1,325	2,771	4,361
交易型金融资产	8	0	0	0	0
应收帐款	611	529	664	779	873
应收票据	367	430	332	390	437
其他应收款	10	10	10	10	10
存货	15	15	19	21	22
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	683	1,005	1,145	1,285	1,425
固定资产	5,205	4,991	14,249	12,613	12,193
无形资产	414	404	384	364	343
总负债	1,914	4,433	4,573	4,916	5,202
无息负债	1,910	1,499	2,093	2,436	2,722
有息负债	4	2,935	2,480	2,480	2,480
股东权益	10,173	11,610	12,400	13,350	14,499
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
公积金	3,878	4,047	4,251	4,497	4,780
未分配利润	4,344	5,750	6,341	7,058	7,930
少数股东权益	25	55	85	115	145

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1,464	1,320	1,858	1,888	2,098
净利润	1,513	1,695	1,099	1,327	1,610
折旧摊销	262	469	440	440	440
净营运资金增加	-1,301	-119	941	1,280	2,728
其他	990	-725	-622	-1,159	-2,680
投资活动产生现金流	-2,495	-2,877	140	140	140
净资本支出	2,355	4,008	140	140	140
长期投资变化	683	1,005	0	0	0
其他资产变化	-5,533	-7,890	0	0	0
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2	2,931	-455	0	0
其它长期负债变化	1,904	-412	595	342	286
净现金流	-174	-43	1,038	1,445	1,590

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	10.40%	6.24%	4.56%	17.27%	12.13%
净利润增长率	8.93%	12.01%	-35.14%	20.74%	21.31%
EBITDA 增长率	9.72%	11.23%	-7.28%	27.40%	12.89%
EBIT 增长率	9.78%	11.23%	-20.72%	18.58%	17.81%
EPS 增长率	8.93%	12.01%	-35.14%	20.74%	21.31%
估值指标					
PE	22	20	31	25	21
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	19	19	19	14	12
EV/EBIT	19	19	23	18	15
EV/NAPLAT	39	40	27	22	18
EV/Sales	11	12	10	9	7
EV/IC	4	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	57.94%	43.44%	45.51%	48.86%
EBITDA 率	59.14%	61.92%	54.35%	59.05%	59.44%
EBIT 率	59.14%	61.92%	46.47%	46.99%	49.37%
税前净利润率	59.18%	61.90%	41.47%	42.50%	45.80%
税后净利润率	51.13%	53.91%	33.10%	34.08%	36.87%
ROA	12.63%	10.75%	6.65%	7.43%	8.33%
ROE	15.01%	14.86%	9.11%	10.17%	11.31%
ROIC	9.35%	6.77%	10.20%	12.75%	15.80%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.03	0.01	-0.11	-0.21	-0.30
资产负债率	15.84%	27.63%	26.94%	26.91%	26.41%
流动比率	0.72	0.66	1.14	1.64	2.11
速动比率	0.71	0.66	1.13	1.63	2.10
每股指标					
EPS	0.79	0.88	0.57	0.69	0.84
每股红利	0.00	0.00	0.18	0.21	0.26
每股经营现金流	-	0.69	0.96	0.98	1.09
每股净资产	5.28	6.02	6.44	6.93	7.52
每股销售收入	1.54	1.63	1.72	2.02	2.27
每股 EBITDA	0.91	1.01	0.94	1.19	1.35

分析师介绍

李军，男，1978年生，交通运输行业分析师，上海交通大学管理学硕士，金融工程博士在读，2007年5月加盟光大证券研究所，毕业后先后从事过证券投资、投资银行、行业公司研究工作，具有丰富的证券市场投资与行业研究经验。

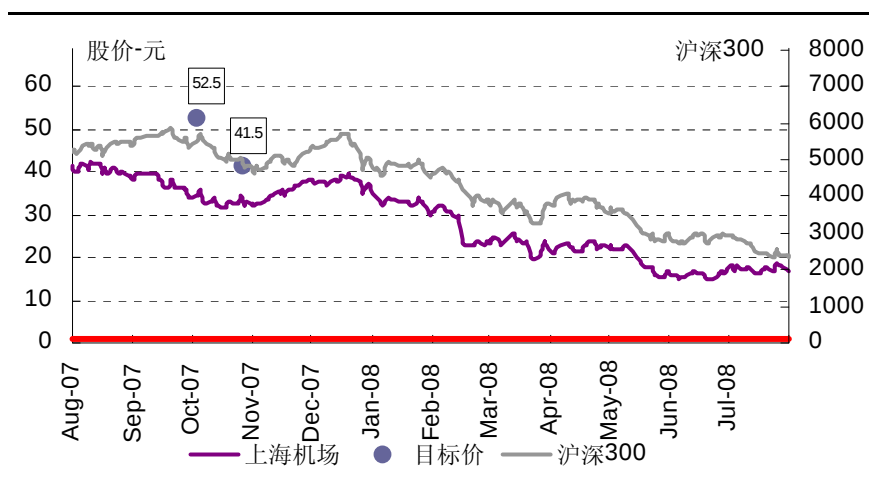
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

上海机场（600009）

分析师：李军



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68822917	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-68822917	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。