

上市公司简评报告

航空

主业盈利下滑，关注非航空性业务增长潜力

事件： 公司今日公布 2008 年年报，数据显示，2008 年受浦东机场扩建项目投入运营折旧大幅度提升以及机场收费费率下调影响，公司航空主业利润率大幅度下滑，同时投资收益下降和所得税率提升，导致公司净利润同比下降 49.28%。

简评

多重利空因素导致公司 2008 年航空主业利润率大幅度下滑。

2008 年 3 月预算投资 150 亿元的浦东机场扩建项目投入运营，导致公司 08 年折旧费达到 6.83 亿元，同比提高 122%；同时 2008 年 3 月 1 日正式实施的《民用机场收费改革方案》降低了公司整体航空业务收费费率水平，导致公司航空业务收入增长远低于业务量增长；2008 年下半年世界经济的快速下滑，各航空公司普遍削减运力投放，尤其是对公司利润贡献大的国际航线航班大幅度减少，导致公司平均费率水平快速回落，由于国际航班比重大，公司受全球经济放缓影响高于同业平均水平，公司主营业务毛利率从 2007 年的 57.94% 下滑到 2008 年的 38.79%，下降 19.15 个百分点。

2008 年航空市场需求快速下滑，导致公司业务量增长低于预期。

2008 年航空市场遭遇雪灾、地震、奥运以及全球性金融海啸影响，行业运输总周转量增速仅为 2.2%，远低于 2007 年的 17.97%，其中国际航线客运人次同比下滑达到 10.80%，与 2007 年 19.59% 增速相比，下滑程度惊人。航空市场需求下滑和航空公司纷纷削减运力投放，对上市公司业务量构成较大影响。2008 年上海地区航空市场需求（两场合计）同比仅增长 1.97%（以飞机起降架次计），增速同比 07 年回落 5.39 个百分点，延续了 2006 年以来下滑的趋势。受益于虹桥机场业务量饱和，浦东机场 2008 年飞机起降架次仍实现了 4.81% 的增长，但同比 2007 年下滑 4.48 个百分点，2008 年 3 月浦东机场二期扩建项目的运营导致公司资产利用率大幅度下降。

2009-2010 年考虑未来航空市场需求放缓，上海地区机场（浦东和虹桥）资产利用率将有所回落。

2009 年底虹桥机场第二条跑道建成，2010 年 5 月上海世博会之前投入运营，至此上海机场集团将拥有 5 条跑道，4 座航站楼，两年内连续有 2 条跑道和 2 座航站楼投入使用，产能扩大 60% 以上，在需求增速放缓背景下，预计 2009-2010 年机场集团资产利用率将有所回落。2006-2008 年上海地区（两场合计）飞机起降架次年均增长分别为 9.06%、7.36% 和 1.97%，同比十五期间年均 22.9% 的增速已明显下滑，2009-2010 年受国内宏观经济下滑和全球经济放缓，预测上海地区增速分别为 6% 和 8%。

上海机场（600009）

维持

中性

李磊

lilei@csc.com.cn

010-85130956

分析日期：2009 年 03 月 02 日

当前股价：12.56 元

目标价格 6 个月：13.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.6/-4.1	15.4/5.2	-58.4/-6.3
12 月最高/最低价 (元)		32.87/0
总股本 (万股)		192,696
流通 A 股 (万股)		109,348
总市值 (亿元)		242
流通市值 (亿元)		137
近 3 月日均成交量 (万)		1,544
主要股东		
上海机场(集团)有限公司		53.25%

股价表现



相关研究报告

08.09.01	上海机场中报点评：多重利空导致中期盈利大幅下滑 39.1%，未来两年业绩增速逐步提高
08.12.08	航空业 2009 年展望：行业扭亏任重道远

对上市公司而言，2008 年是盈利低谷，2009-2010 年重新获得恢复性增长。

虹桥机场第二条跑道 2010 年 5 月前投入运营，考虑运营初期，受适航条件制约，初期对浦东机场分流影响有限，影响主要集中在 2011 年之后，公司 2009-2010 年仍将充分享受到上海航空市场需求的增量部分。初步预测 2009-2010 年浦东机场飞机起降架次增长分别为 9.47% 和 9.28%。对公司利润影响比较大的是，国际航线需求仍较为低迷，2009 年 1 月数据显示，国内航线市场需求恢复强劲，但国际线仍下滑明显，国际线恢复依赖于全球经济的复苏，预计在国内航线运力投入比重提高的背景下，2009-2010 年公司单位航空业务费率仍处小幅下降趋势。

投资收益占公司净利润 20%，是公司重要的利润来源，2009-2010 有望重新获得大幅度增长。

2008 年公司持股 40% 的浦东航油，在国内成品油定价机制滞后的背景下，下半年盈利大幅度下滑，全年实现盈利 2.014 亿元，同比下滑 72%，是公司投资收益下滑 52% 的主要因素。进入 2009 年随着国际原油价格的大幅度回落以及国内成品油定价机制改革推进，预测浦东航油盈利能力有望重新获得较大幅度提高。

非航空性业务是公司未来重要的利润增长点，有较大潜力。

目前公司非航空性业务收入比重仅为 30%，浦东机场二期扩建项目投入运营之后，公司商铺面积同比增长 200% 以上，由于年报未披露收入明细，尚无法得知公司租赁收入和广告收入等增长情况，但从公司控股的机场广告公司和参股的德高动量公司利润增长来看，2008 年两家公司净利润分别增长 39.77% 和 38.2%，公司业务利润增长显著。我们认为在公司航空主业受整体航空需求影响较大的背景下，非航空性收入将成为利润增长的重要支撑，有较大潜力。

虹桥机场整体上市是公司中期发展的既定战略，但资产评估的难度以及扩建项目的实施，导致注入资产的盈利能力存在较大不确定性，短期内公司估值仍立足于现有资产。

投资分析：2008 年公司受多重利空因素影响，盈利出现低谷，2009-2010 年随着航空市场的恢复性增长，公司盈利能力将稳步提高。投资建议短期仍维持中性，中长期关注公司非航空性业务增长情况以及整体上市进展，目标价位下调到 13 元，25 倍 2009 年 PE 估值水平。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	3,351	3628	3946	4262
主营收入增长率	6.57%	8.27%	8.78%	8.01%
净利润（百万）	860	1000	1219	1524
净利润增长率	-49.28%	16.31%	21.95%	25%
ROE	7.03%	7.58%	8.41%	9.42%
EPS（元）	0.45	0.52	0.63	0.78
P/E	28.16	24.15	19.94	16.1
P/B	1.98	1.83	1.676	1.52

附:

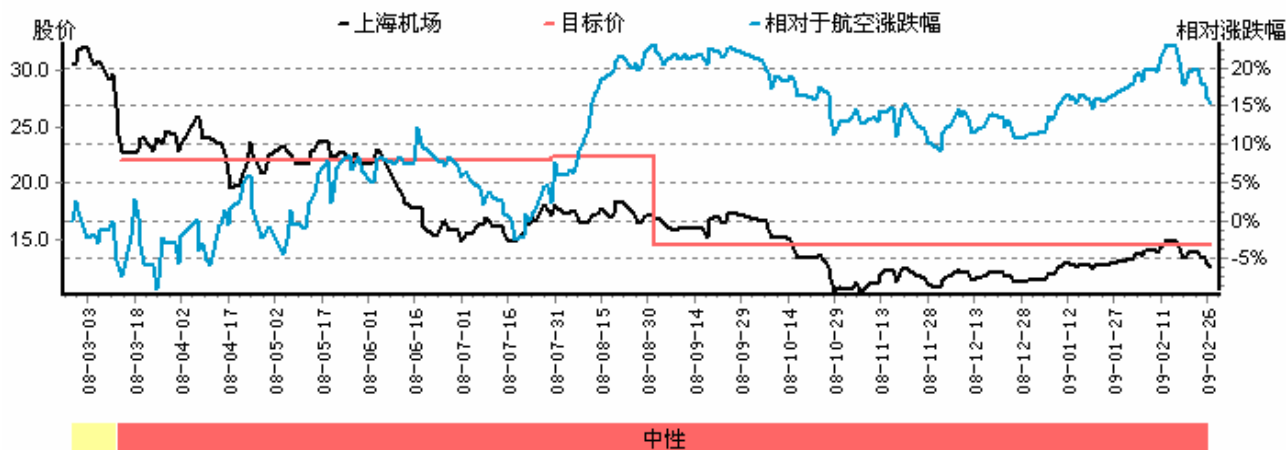
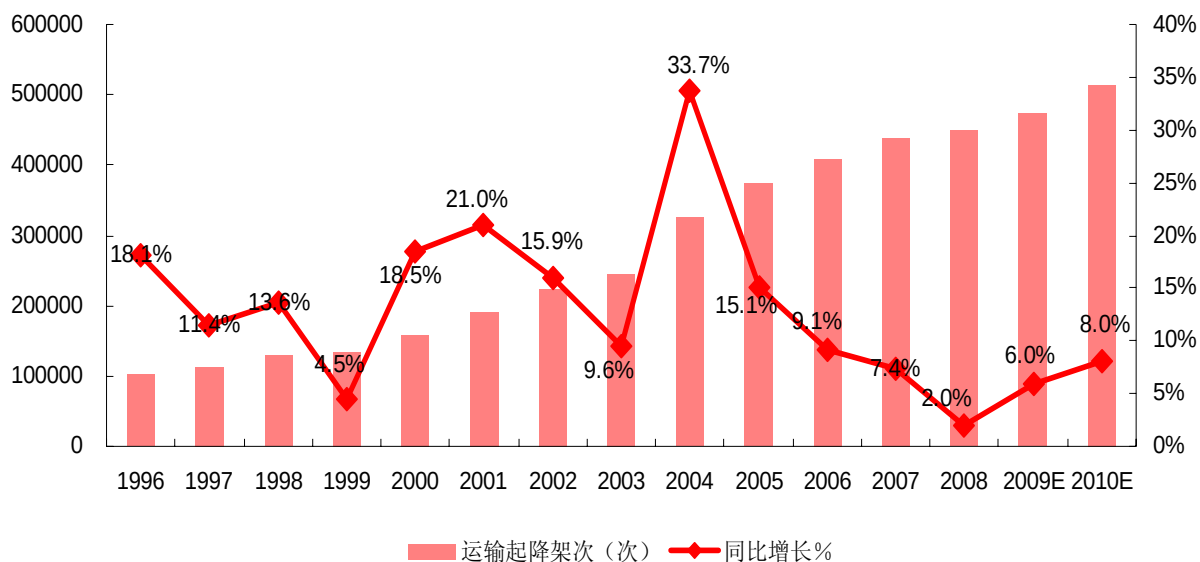
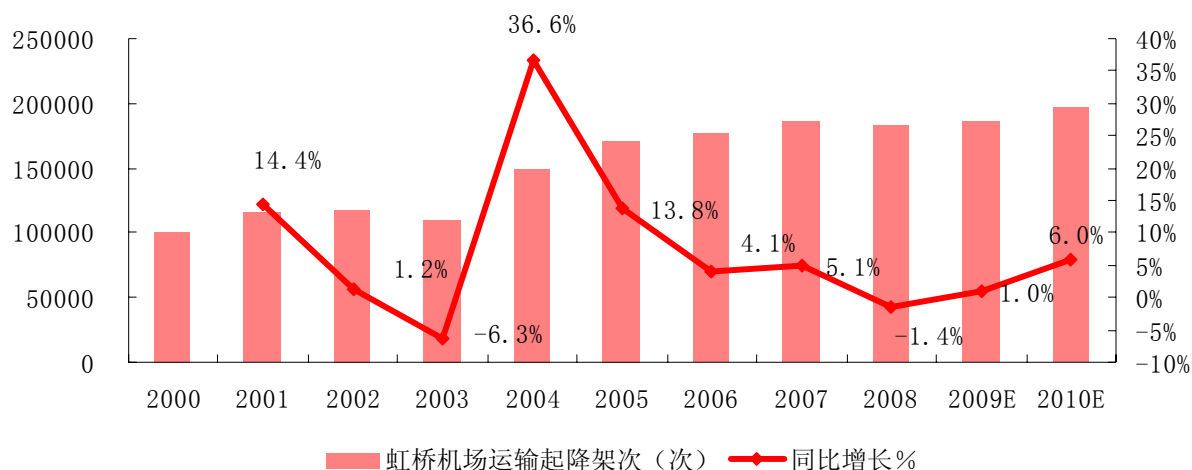


图 1: 2009-2010 年上海航空市场（两机场合计）需求获得恢复性增长



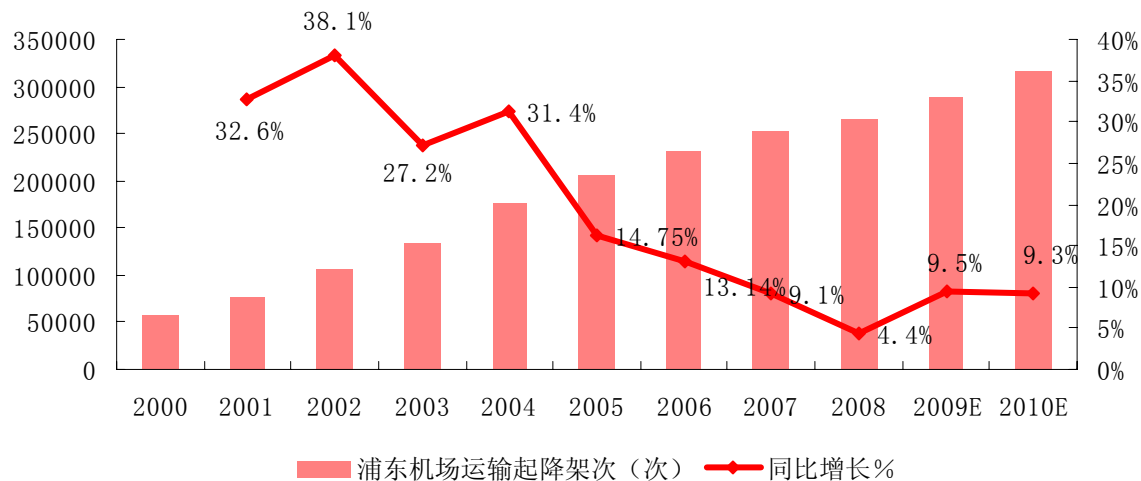
资料来源: 中信建投研究所

图 2：虹桥机场 2009-2010 年分流作用有限



资料来源：中信建投研究所

图 3：浦东机场 2009-2010 年业务量增速稳步提高



资料来源：中信建投研究所

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

李磊 经济学硕士 交通运输行业研究员，曾就职于招商银行北京分行，2001 年加盟华夏证券研究所，中国民用航空杂志社定期撰稿人，从业 7 年。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010