

上海机场 600009.SH

站在新一轮盈利上升周期的起点上

◆ 潜在催化因素：国际航线增速有效恢复

■ 站在新盈利周期的起点上：

上海机场在 08 年经过多重因素影响业绩大幅下降后，目前重新站在了新一轮盈利上升周期的起点上，主要逻辑在于浦东机场经过二期扩建后，设计吞吐能力能够满足未来数年吞吐需求，从吞吐量增速方面考虑，我们预计 2010 年国际航线收入有望在全球经济复苏和世博会的推动下重拾快速增长，由于国际航线收入在上海机场航空业务收入中占据着主导性比例，因此在 2010 年上海机场的 EPS 有望取得近 50% 的同比增长，2011 年上海机场的利润增长仍将在 20% 以上。

■ 国际航线大幅下降趋势有望在 4 月份得到缓解

基于 08 年同期基数较低的因素，我们认为 09 年 4、5 月份开始浦东机场国际航线旅客吞吐量同比大幅下降趋势有望得到缓解，并且在 09 年 7 月份开始上海机场国际航线旅客吞吐量有望出现正增长，09 年全年上海机场国际航线旅客吞吐量可基本与 08 年持平。

■ 枢纽机场建设将逐步改善公司盈利结构

中期而言，上海机场的枢纽建设除了能带来吞吐量的提升外，还将在如下两个方面改善上海机场的盈利结构：一、机型的大型化；二、国际、中转旅客占比的提升。机型的大型化将提升机场单位航空的价值（起降费）；国际、中转旅客比例的增加为商业租赁等非航业务的发展奠定基础。

■ 未来浦东机场业绩部分受制于机场集团对于利益的分配

从产能的角度来考虑，在 2010 年至 2015 年这段时间里，无论客运设施还是货运设施，浦东机场和虹桥机场均不存在瓶颈，因此二者国内航线增量的分配就对浦东机场的盈利增长具有重要影响，我们的盈利预测假设 2010 年至 2015 年，上海航空市场的国际旅客增量全部体现在浦东机场；上海航空市场的国内起降架次增量按照二者相同的国内航线起降架次增速进行分配，实际的分配情况可能会有所偏差进而影响公司业绩。

■ 盈利预测与投资评级

我们预计上海机场 09 年、10 年、11 年的 EPS 分别为 0.46 元/股、0.70 元/股、0.88 元/股，结合国际主要机场估值水平及公司未来业绩增长情况，并结合 DCF 绝对估值，公司合理估值区间 14.00 元至 17.50 元，对应 2010 年 20 至 25 倍 PE，给予“增持”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3,144	3,351	3,534	4,170	4,588
营业收入增长率	6.24%	6.57%	5.46%	18.01%	10.01%
净利润（百万元）	1,695	860	885	1,351	1,694
净利润增长率	12.01%	-49.28%	2.94%	52.67%	25.37%
EPS（元）	0.88	0.45	0.46	0.70	0.88
ROE	14.86%	7.33%	7.04%	9.74%	10.96%
P/E	14	28	27	18	14
EV/EBITDA	14	23	22	14	11

增持

当前价格	12.82 元
目标价格	17.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

李军

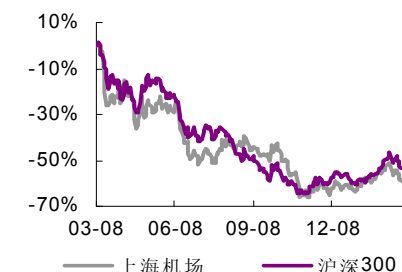
021-32269157

lijun1978@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,927
总市值(百万元)	24,203
流通比例(%)	56.75%
12 个月最高/最低(元)	31.20/9.94
近 3 月日均成交量(百万股)	15.11
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	-9.39	-1.33	-6.54
绝对收益	-2.23	13.17	-56.75

相关报告：

国际航线恢复仍未见起色
..... 2009-01-13
数据情况不容乐观，业绩增长需假以时日
..... 2008-12-10
国内航线增速有所提升，国际航线下降幅度有所降低
..... 2008-11-11

站在新盈利周期起点

上海机场在 08 年经过大额固定资产投资导致的折旧增加、国际航线吞吐量大幅下滑、行业收费制度变革等三大因素的影响后，目前重新站在了新一轮盈利上升周期的起点，主要逻辑在于浦东机场经过二期扩建后，设计吞吐能力能够满足未来数年吞吐需求，并且其实际吞吐能力进一步提升至满足 2015 年吞吐需求所需的投资有限；从吞吐量增速方面考虑，我们预计 2 季度开始浦东机场国际航线大幅下滑的趋势得到缓解，并且在 2010 年有望在全球经济复苏和世博会的推动下重拾增长，由于国际航线收入在上海机场航空业务收入中占据着主导性比例，因此在 2010 年上海机场的 EPS 有望取得超过 50% 以上的同比增长，2011 年上海机场的利润增长仍将在 20% 以上。

■ 浦东二期工程建设保障未来数年吞吐需求

◇ 目前设计吞吐能力达到客运 4200 万人/年、货运 300 万吨/年

航站区：浦东机场二期扩建第一阶段建设主要包括第三条跑道、二号航站楼主楼、二号航站楼登机指廊、西货运区工程等三大块。2008 年 3 月份上述工程已经投产，二号航站楼主楼的设计吞吐能力达到 4000 万人/年；二号航站楼登机指廊的设计吞吐能力达到 2200 万人/年；再加上一号航站楼目前的 2000 万人/年的吞吐能力，目前的航站区设计吞吐能力为 4200 万人/年，而且通过二号航站楼登机指廊的简单扩建即可达到 6200 万人/年的客运吞吐能力。

飞行区：第三条跑道投产后，能够达到高峰小时 100 架次的起降要求，年理论飞行架次为 35.7 万架，配套的旅客理论吞吐能力达到 4200 万人/年。

货运区：在西货运区工程建设前，浦东机场的货运设施主要包括上海机场汉莎货运站、中货航货运站、上航货运站，最大的极限吞吐能力在 165 至 175 万吨每年，此次西货运区建设面积约为 35 万平方米，理论设计吞吐能力 115 万吨/年，西货运区建成后整个浦东机场的货运吞吐能力约为 300 万吨每年，达到 2015 年的预测吞吐要求，目前土建工程已经全部完成，设备部分根据实际的吞吐量增长进行配套。

◇ 浦东机场达到客运 6000 万人/年、货运 400 万吨/年所需未来投资有限

为达到更远期的客运 6000 万人/年、货运 400 万吨/年的吞吐能力需求，浦东机场所需的投资有限。

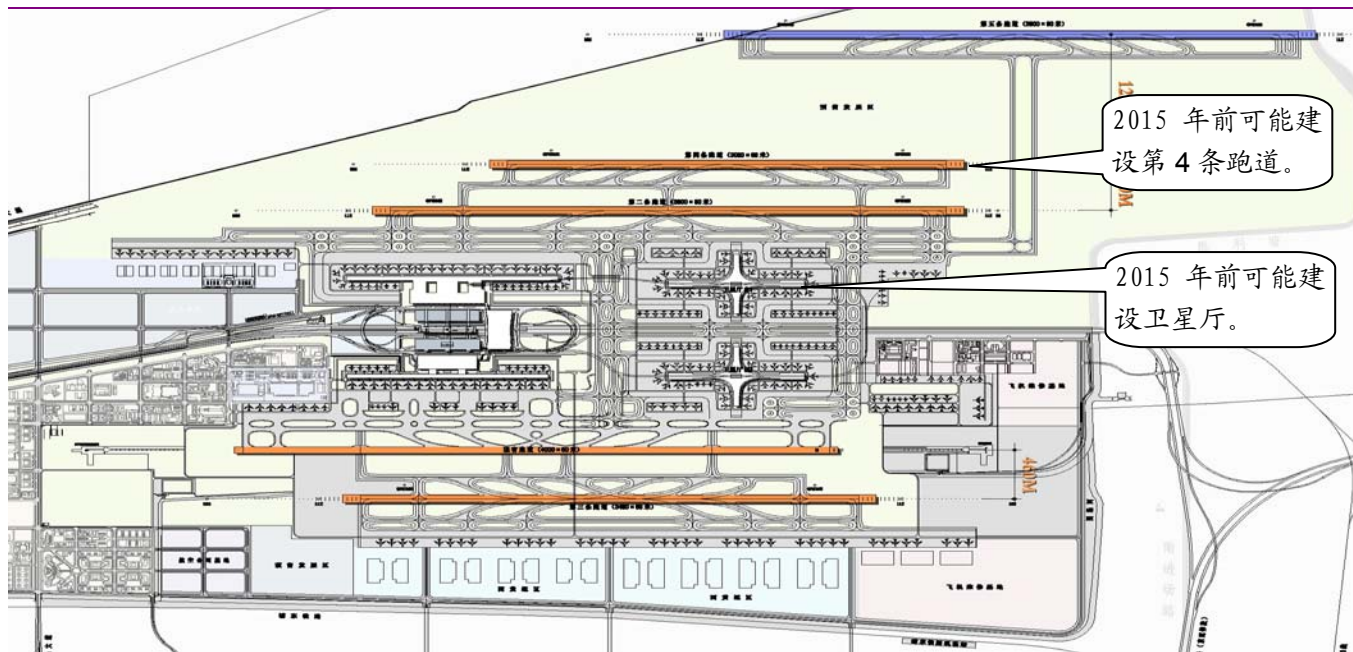
航站区：2008 年 3 月份投产的第二航站楼预留了新建指廊所需空间，**通过指廊的建设即可将第二航站楼的设计吞吐能力提升至 4000 万人/年**，整个浦东机场航站楼的设计吞吐能力提升至 6000 万人/年。

飞行区：飞行区方面，**远期浦东机场只有 1 条跑道的建设计划**，第四条跑道建成后，浦东机场的高峰小时起降架次容量将达到 134 架次/小时，对应的年飞行架次容量为 49.1 万次，对应的年旅客吞吐能力为 6000 万人/年。

货运区：目前整个浦东机场的货站吞吐能力接近 300 万吨/年，在浦东机场的西货运区扩建中已经完成了货站及办公用房的所有土建部分建设，同时完成了 23 个货机位的建设，为达到浦东机场的货站吞吐能力接近 400 万吨/年，**只需完成未来所需的设备的分阶段配置。**

站坪机位：在前次完成的浦东机场二期扩建中，完成了 58 个站坪机位的建设，为达到远期浦东机场 6000 万人/年的设计吞吐能力要求，预计未来需要建设的站坪机位约为 80 个。

图表 1：2015 年之前浦东机场建设规模有限
浦东机场规划图

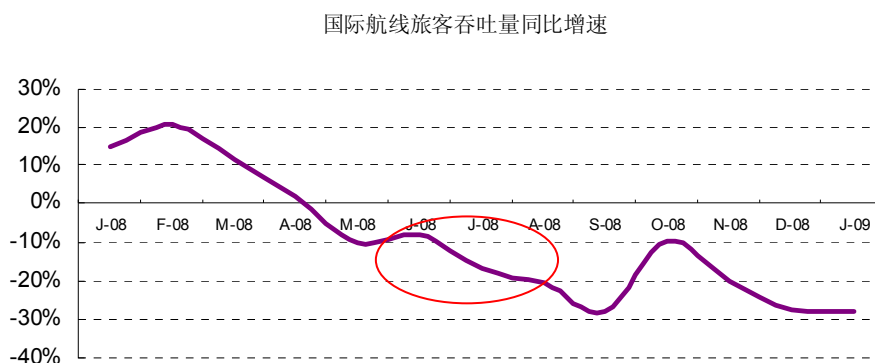


资料来源：光大证券研究所

■ 国际航线大幅下滑趋势有望在 09 年 4 月份得到缓解

在多重因素的影响下，08 年 4 月份浦东机场国际航线旅客吞吐量同比增速下降 1.98%（08 年前三个月同比增速均超过 10%），因此基于基数较低的考虑，我们认为 09 年 4 月份开始浦东机场国际航线旅客吞吐量同比大幅下降趋势有望得到缓解。

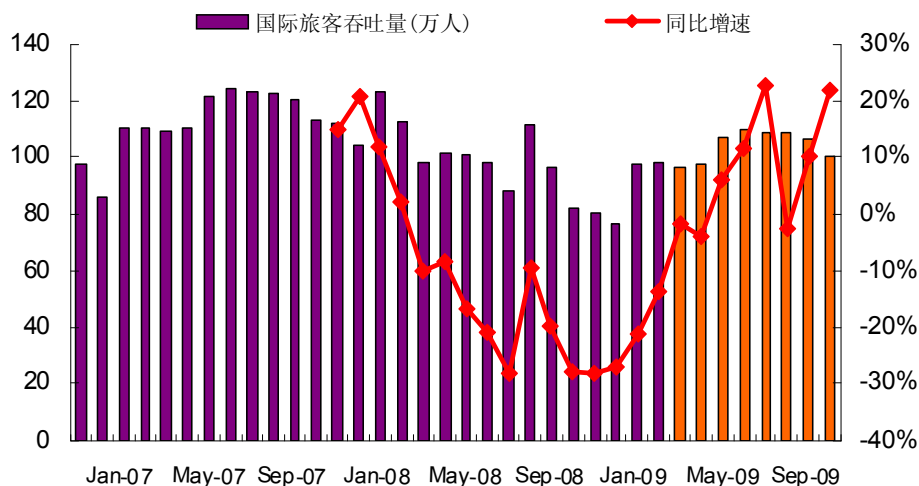
图表 2：08 年 4 月份以来浦东机场国际航线同比增速开始显著下降
浦东机场国际航线旅客吞吐量 08 年以来发展趋势



资料来源：光大证券研究所、公司资料

如果从绝对旅客吞吐量来考虑,09年1月份上海机场国际航线旅客吞吐量约为07年1月份85%,09年2月份上海机场国际航线旅客吞吐量约为07年2月份88%,假设09年每个月国际航线旅客吞吐量均为07年同期国际航线旅客吞吐量的88%的水平,则09年4月份开始上海机场国际航线旅客吞吐量同比大幅下降的趋势得到缓解,并且在09年7月份开始上海机场国际航线旅客吞吐量出现正增长,09年全年上海机场国际旅客吞吐量可基本与08年持平。

图表 3: 09 年 7 月份上海机场国际航线旅客吞吐量或出现正增长
08 年以来浦东机场国际航线旅客吞吐量发展趋势与预测

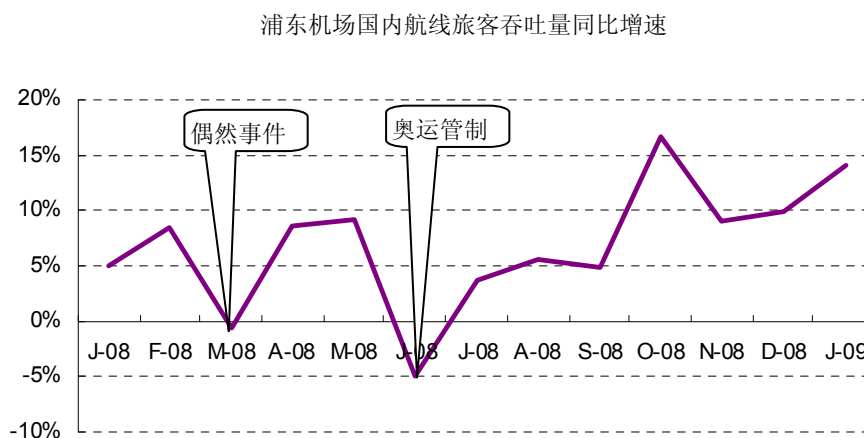


资料来源: 光大证券研究所、公司资料

■ 国内航线在 09 年将继续保持快速增长

在国内航空市场相健康和虹桥机场产能饱和两大因素的支撑下,我们预计 09 年浦东机场的国内航线旅客吞吐量将继续保持较快的增长速度。

图表 4: 08 年以来浦东机场国内航线旅客吞吐量继续保持快速增长
08 年以来浦东机场国内航线旅客吞吐量同比增长趋势



资料来源: 光大证券研究所、公司资料

枢纽机场的建设将逐步改善公司盈利结构

中期而言，随着上海机场的枢纽建设，除了能带来吞吐量的提升外，还将在如下两个方面影响上海机场的盈利结构：一、机型的大型化；二、国际、中转旅客占比的提升。机型的大型化将提升机场单位航空业务的价值；国际、中转旅客比例的增加为商业租赁等非航业务的发展奠定基础。

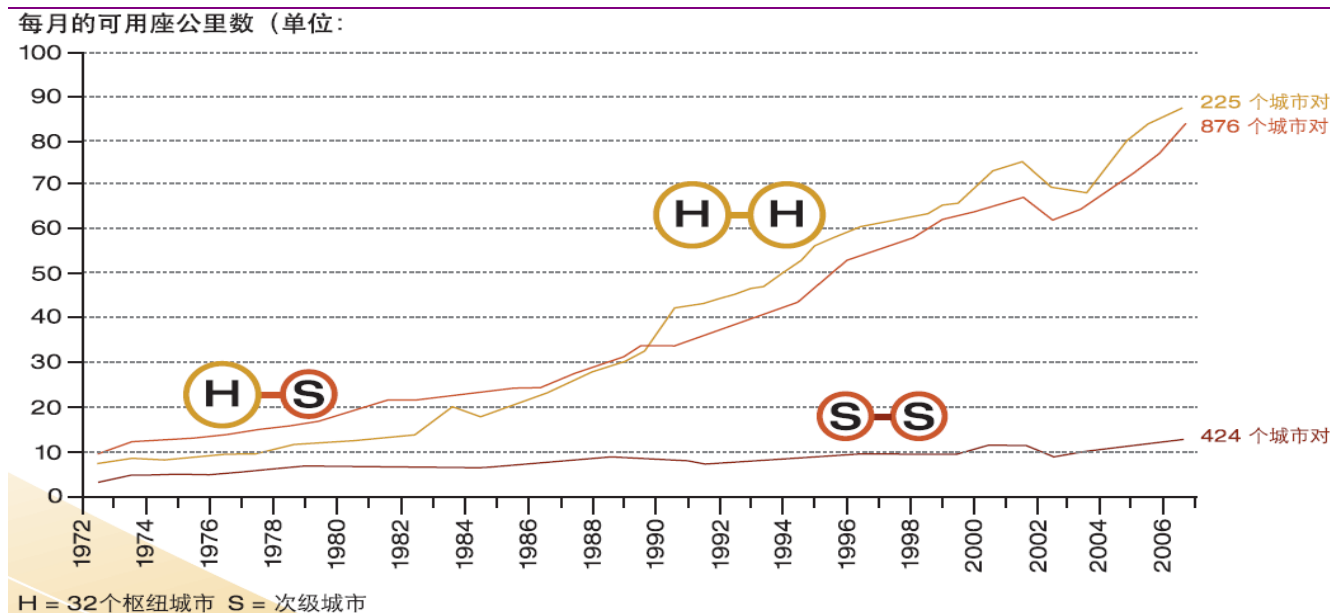
一：枢纽机场建设有利于飞机大型化，提升单位起降收入

◇ 远期浦东机场大型飞机占比可提升约 5%

显而易见的是，未来航空需求的满足将依赖于枢纽城市到枢纽城市之间航空业务的发展，与单纯点对点运输方式比较而言，大力发展枢纽性城市到枢纽城市运输方式会带来两个后果：一、总体上减轻对于整体运输网络的负担，根据空客公司的计算，一个包含 100 座机场的点对点运输网络将需要 50 倍于枢纽城市运输的线路；对于拥有覆盖 150 座机场运输网络的较大型航空公司，则需要 75 倍于枢纽城市运输的航线及相应的航班数量、燃油消耗以及额外的运输网络基础设施负担。二、增加了枢纽机场的吞吐量及繁忙程度；直接点对点航空运输方式向枢纽城市运输方式的转移不可避免的增加了枢纽机场的吞吐量及其繁忙程度，同时即使不出于交通便利的考虑，更多的旅客也更倾向于将枢纽城市作为其飞行的出发地或目的地（据统计，目前这一比例接近 80%。），而枢纽城市运输方式的发展使得枢纽城市的吞吐量增长有了第二个强劲来源：中转运输。

图表 5：枢纽城市之间、枢纽城市与次级城市之间的运力增长最为迅速

全球枢纽城市之间、枢纽城市与次级城市之间、次级城市之间的运力投放增长比较



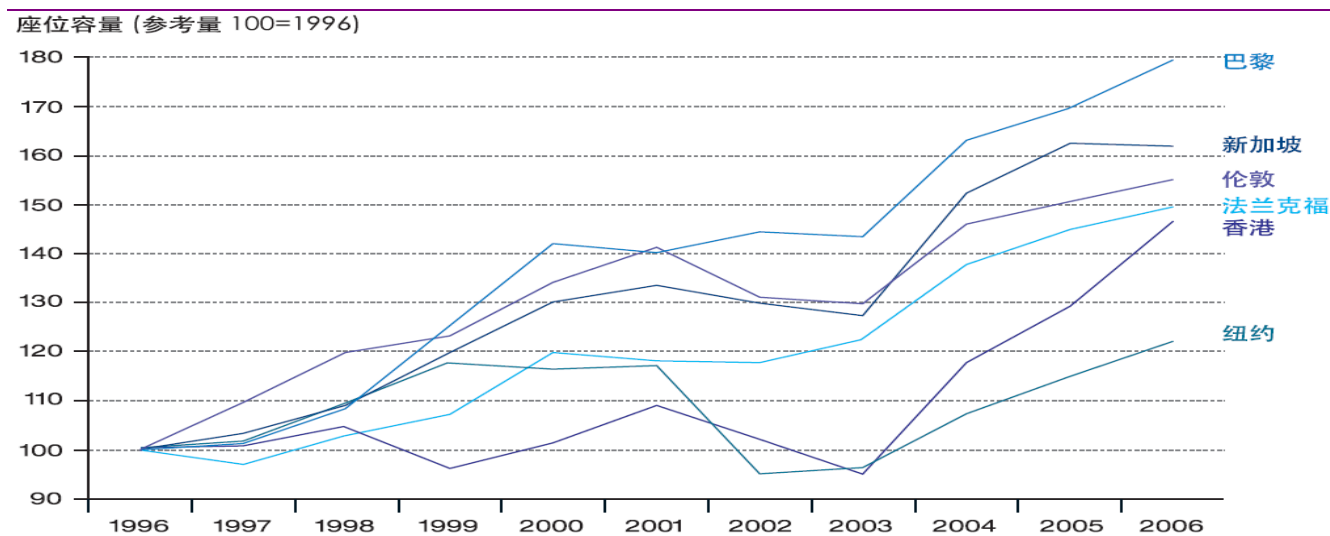
资料来源：空客市场预测 2006-2027

对于枢纽机场而言,解决其自身拥堵问题的办法之一是通过启用更大型的飞机,在过去的十几年间,全球主要枢纽机场的单架飞机起降对应的座位数呈快速增长趋势。

就目前的平均水平而言,在全球 32 个枢纽城市之间的 225 条航线上,45%的载客运力由 350 个座位以上的飞机运营,目前运营浦东机场国际航线的飞机中,350 座位以上的大型飞机所占的比例远低于 45%的水平。这一数字的提升将是未来上海机场改善其航空业务盈利结构的主要方向。

图表 6: 过去的十年间全球主要枢纽机场的单架起降飞机座位数增长迅速

全球主要枢纽机场的单架起降飞机座位数发展趋势(1996-2006)

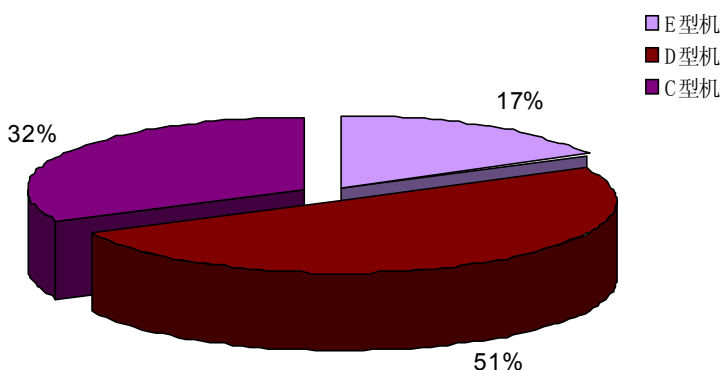


资料来源: 空客市场预测 2006-2027

图表 7: 目前浦东机场起降中 E 型机占比远低于国际大型机场

浦东机场不同机型起降占比

目前浦东机场起降的平均座位 350 座的 E 型机占比只接近 17%。



资料来源: 光大证券研究所

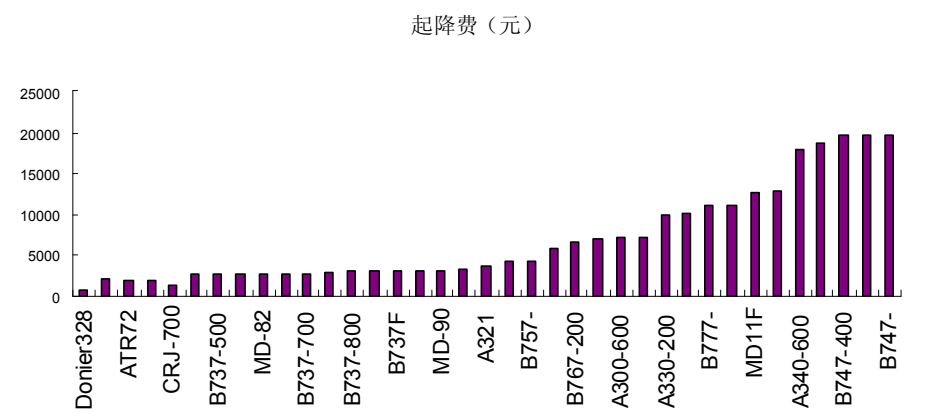
根据上海机场以及上海机场主要基地航空公司东方航空、上海航空的规划，在未来上海浦东机场运营的 E 型机、F 型机占国际机型组合比将逐步提升至 35%、8%，使得浦东机场整体 E 型机以上机型占比达到约 23%，即远期上海浦东机场 E 型机以上机型占比可提升约 5%。

◇ 对机场而言大型化飞机起降具有更高价值

1、大型飞机具有更高的起降费：在目前的中国机场收费制度下，内航内线 270 座 Airbus300-600 起降费约为 135 座 Airbus320 起降费的 2.3 倍；380 座 Airbus340-600 起降费约为 135 座 Airbus320 起降费的 6 倍；外航外线 270 座 Airbus300-600 起降费约为 135 座 Airbus320 起降费的 2.2 倍；380 座 Airbus340-600 起降费约为 135 座 Airbus320 起降费的 5.5 倍。

图表 8：大型飞机的起降费远超中型单通道飞机（外航外线）
不同机型的收费比较（外航外线）

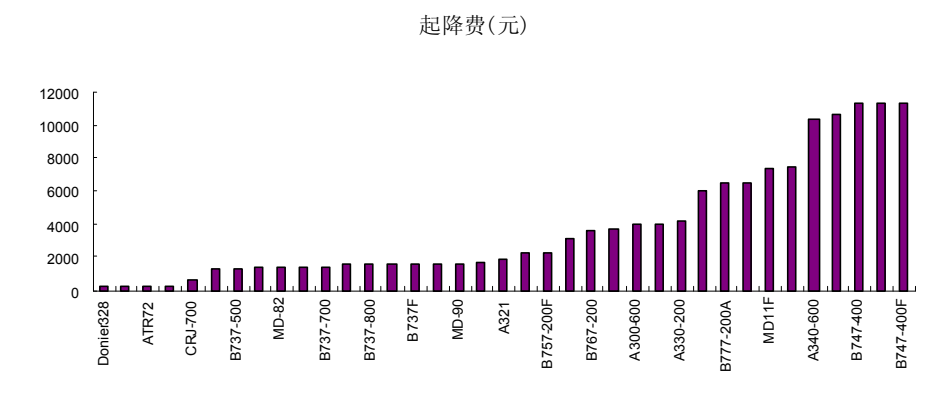
外航外线大型飞机起降费远超过中型单通道飞机。



资料来源：光大证券研究所

图表 9：大型飞机的起降费远超中型单通道飞机（内航内线）
不同机型的收费比较（内航内线）

内航内线大型飞机起降费远超过中型单通道飞机。

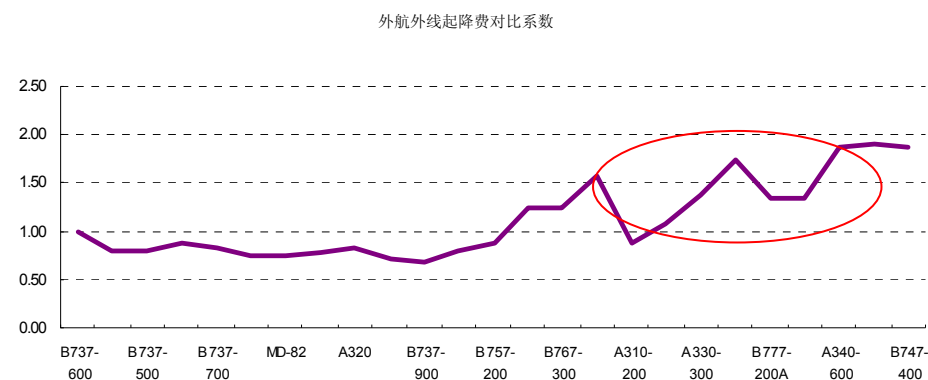


资料来源：光大证券研究所

2、大型飞机单位座位对应起降费也高于中型飞机: 在目前的收费体制下,“座位数与起降费并不呈线性关系,不仅大型飞机的起降费总量高于中小型飞机,并且大型飞机单位座位对应的起降费也高于中小型飞机”(见图 8、图 9),

图表 10: 大型飞机的单位价值远超一般飞机
目前收费体制下外航外线起降费与客座率的关系

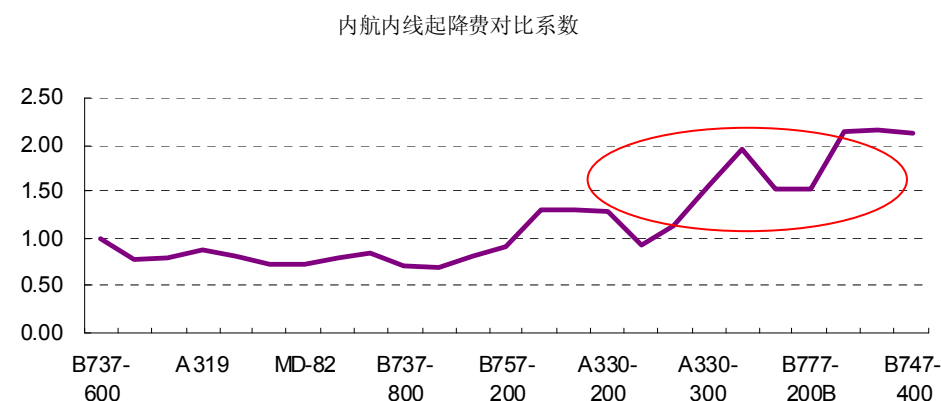
相对于单通道 110 座的 B737-600 而言, B767-200 以上的大飞机单位座位起降费均是其 1.5 倍及其以上。



资料来源: 光大证券研究所

图表 11: 大型飞机的单位价值远超一般飞机
目前收费体制下内航内线起降费与客座率的关系

相对于单通道 110 座的 B737-600 而言, B767-200 以上的大飞机单位座位起降费均是其 1.5 倍及其以上。

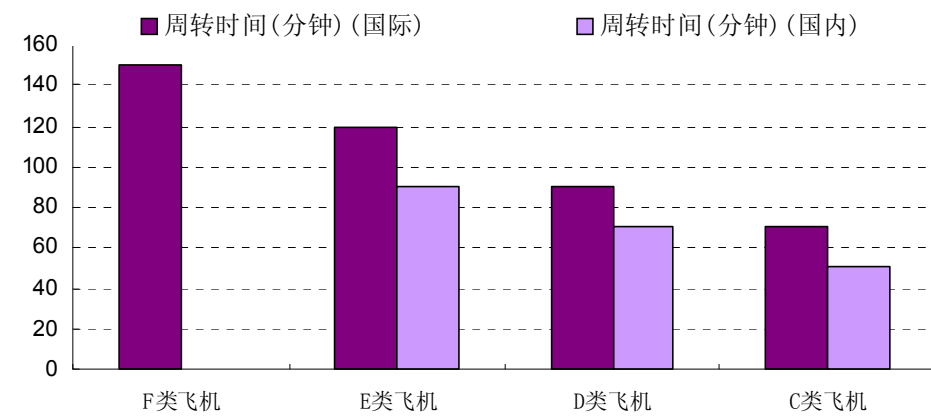


资料来源: 光大证券研究所

3、考虑周转时间情况下, 大型飞机收费仍然较高: 通常情况下, 大型飞机在机场周转时间较长, 但即使在考虑周转时间的情况下, 大型飞机起降对机场航空业务价值的提升作用仍然明显, 主要原因在于大型飞机起降费相对于中小型飞机起降费的倍数高于大型飞机周转时间相对于中小型飞机周转时间的倍数。

图表 12: 超大型飞机周转时间约为中小型飞机的 2 倍
不同座位数飞机周转时间比较

超大型飞机周转时间约为中小飞机的 2 倍。



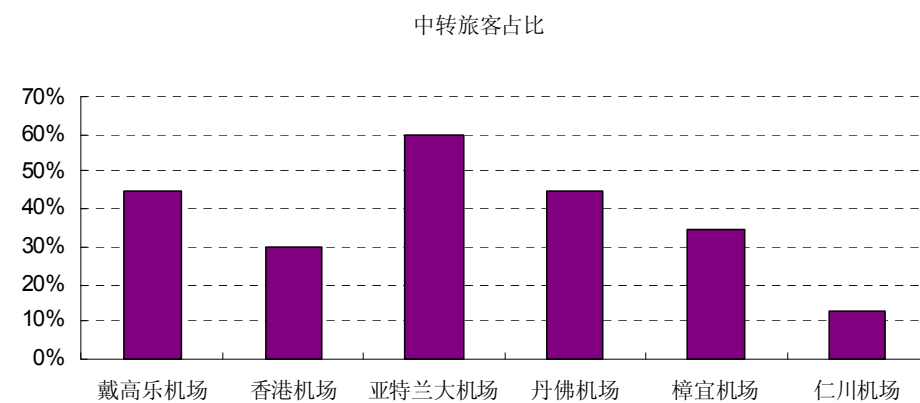
资料来源：光大证券研究所

■二、枢纽机场建设有利于国际与中转旅客比例提升，为非航业务奠定基础

◇ 枢纽机场具有“两高”特征

从旅客构成上来看，枢纽机场有两个特点：一、国际旅客占比较高；二、中转旅客占比较高，这两者为枢纽机场的非航业务奠定基础，尤其是商业租赁、广告等业务，国际、中转旅客占比较高有利于机场的商业活动的展开，而国际旅客占比较高则有利于提升机场的广告价值，当然从上海机场的发展前景来看，中转旅客与国际旅客占比不能提升到亚特兰特机场、伦敦机场等的水平，但是在 2015 年，中转旅客占比接近 20%基本上是可以实现的。

图表 13: 主要枢纽机场中转旅客占比均超过 30%
国际主要机场中转旅客占比



资料来源：光大证券研究所

图表 14：目前上海机场国际旅客占比仍然较低
国际主要机场国际旅客占比

City(Airport)	international passengers	total passengers	international rate
london LHR	61348340	67530197	90.85%
paris	51888936	56849567	91.27%
amsterdam	45940939	46065719	99.73%
frankfurt	45697176	52810683	86.53%
hong kong	43274765	43857908	98.67%
tokyo	33860094	65810672	51.45%
singapore	33368099	35033083	95.25%
london LGW	30016837	34172492	87.84%
bangkok	29587773	42799532	69.13%
Shanghai total	9005700	33620900	23.00%
pudong	9005700	18920000	44.12%

资料来源：光大证券研究所、IATA

◇ 上海机场非航业务快速增长已具备硬件条件

随着第二航站楼投入使用，浦东机场的航站楼面积（用于开发广告业务）、可供开发的商业面积大幅增加（主要用于场地租赁与商业租赁），第二航站楼可供开发的商业面积约为 24000 平方米，贵宾休息室面积约为 4000 平方米，同时第二楼航站楼的连接廊（面积约为 75000 平方米）是具有联系功能的商业服务空间，室内空间设计上体现了商业氛围，未来部分区域可开发成商业区域。

对于商业租赁面积开发，目前上海机场逐步采取“保底+分成”的方式进行，分成部分主要基于客流量和租赁方的收入进行，未来随着客流量的回升，分成部分收入将具有较大提升空间。

图表 15：连接廊预留了商业空间
浦东第二航站楼连接廊布局



资料来源：上海机场集团

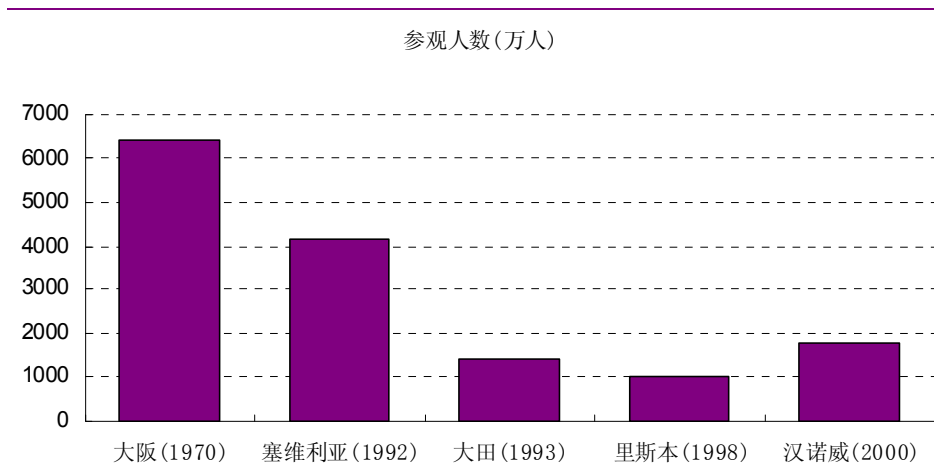
世博会或带来上海机场吞吐量井喷

2010 年对于上海机场而言，除了期待中全球经济逐步恢复带来国际旅客吞吐量回升外，上海世博会应当能够有别于 08 年的奥运会，给上海机场带来新的航空业务增量，从近年来世博会举办的历史来看，世博会的举办无一不带来上千万的参观客流，虽然未来存在不可知的不确定因素，但 2010 年世博会对上海机场 2010 年吞吐量产生较大积极影响将是大概率事件，根据举办方的大概测算，上海世博会的参观客流有望接近 5000 万，带来的航空客流增量有望接近 1000 万

图表 16：世博会或为举办城市带来千万客流

部分世博会举办城市客流数据

世博会举办或为上海带来千万客流。



资料来源：光大证券研究所、世博会网站

机场收费的结构性变迁部分决定公司内在价值

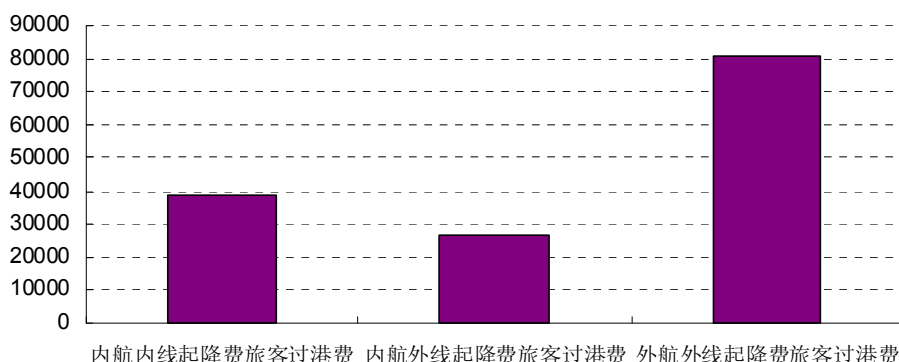
2007 年 12 月 28 日，民航总局、发改委公布了新的机场收费改革实施方案，并于 08 年 3 月 1 日起开始实施，在此收费方案下，国内航空公司国际航班的航空性收费标准为国外航空公司航班的 60%，国际航班的地面服务费实行市场化定价。

方案的第 11 条同时提到：“《实施方案》实施后至 2012 年，五年内分两次实行内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨。具体并轨方案根据民航总体经济运行情况确定。”即未来可能的内航外线、外航外线收费标准变动将不可避免的影响浦东机场的收入利润情况。

根据目前外航外线、内航外线航空性收入在浦东机场总收入的占比情况，如果在 2010 年、2012 年分两次将外航外线、内航外线航空性收费标准调整至一致的水平，并假设每次内航外线收费标准上调的幅度和外航外线收费标准下调的幅度一致，则上海机场 2010 至 2012 年的 EPS 分别下调为 0.63 元/股、0.82 元/股、0.89 元/股。

目前浦东机场外航外线起降费加旅客过港费收入约为内航外线此两项收入的 3 倍。

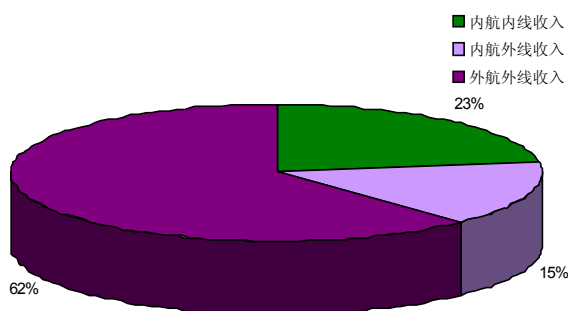
图表 17：浦东机场外航外线起降费加旅客过港费总额约为内航外线 3 倍
浦东机场内航内线、内航外线、外航外线起降费加旅客过港费总额比较



资料来源：光大证券研究所、以 08 年收入结构预测

目前浦东机场外航外线航空性收入约占浦东机场全部航空性收入的 60%。

图表 18：外航外线收入占浦东机场航空收入的比例接近 60%
浦东机场内航内线、内航外线、外航外线航空收入占比比较



资料来源：光大证券研究所、以 08 年收入结构预测

虹桥机场扩建对上市公司形成两难

总体而言，虹桥机场的扩建能够提升上海两场在长三角的竞争力，并有利于上海机场的枢纽建设，但对于上市公司而言，短期的不利影响也不言而喻，首先虹桥二期投产后不可避免的分流浦东机场的国内航线旅客增量，其次，如果通过资产整合的方式收购虹桥机场，但虹桥二期扩建工程对 2010 年虹桥机场业绩的巨大冲击也使得整合方案的选择存在两难。

■ 虹桥机场产能受限压制上海两场增速

1999 年浦东机场投入运营，2002 年 10 月上海机场实施航班东移，上海机场的实际运量重心转移至了浦东，虹桥机场也基本上停止了扩建，吞吐能力的限制导致虹桥机场近年来增长率低于江浙其他主要机场，由于虹桥机场相对于浦东机场而言距离苏锡常较近，因此在吸引长三角腹地的国内航线旅客上具有浦东机场不可比拟的优势，虹桥机场吞吐能力的限制不仅限制了自身的发展，也导致上海两场整体在国内航线上增速低于长三角其他机场。

图表 19：重心转移至浦东后上海两场国内旅客增速显著低于长三角其它机场
长三角主要机场 2000 年以来国内航线旅客同比增速比较

上海机场 2002 年至 2008 年之间的国内航线旅客增速显著低于长三角其它主要机场。

	虹桥	浦东	上海合计	杭州	南京	宁波
2000	748.15	369.75	1117.90	2492.44	2436.46	1179.89
2001	845.88	457.39	1303.27	2981.34	2793.71	1219.05
2002	880.10	650.60	1530.70	3879.26	3170.35	1256.06
2003	969.09	675.91	1645.00	4352.30	3329.48	1300.93
2004	1488.70	816.65	2305.35	6338.04	4573.99	1852.11
2005	1779.70	898.65	2678.35	8092.64	5385.93	2532.91
2006	1935.26	1061.50	2996.76	9919.53	6269.10	2972.43
2007	2244.37	1125.76	3370.13	11729.98	8037.19	3300.63
2008	2288.37	1242.20	3530.57	12674.30	8880.00	3574.60
2002年至2008年增长率	160.01%	90.93%	130.65%	226.72%	180.10%	184.59%

资料来源：中国民用航空总局

■虹桥本期扩建将提升其吞吐能力至客运 3000 万人/年；货运 80 万吨/年。

此次虹桥机场扩建主要包括三个部分：一、西区航站区工程；二、西区飞行区工程；三、西区货运区工程。

三大工程包括了本期工程和预留空间，本期工程完成后能够满足虹桥机场客运 3000 万人/年、货运 80 万吨/年（其中新建的西航站区 2000 万人/年；新建的西货运区 60 万吨/年）。

对于新建西区航站区的本期工程，设计吞吐能力为 2000-2100 万人/年，其中**航站主楼为 3000 万人/年的设计吞吐能力**，远期规划的**指廊扩建**将使整个西区航站区的设计吞吐能力达到 3000 万人/年，本期西区航站区的建筑面积约为 26 万平方米（其中候机廊面积 17.5 万平方米；航站主楼面积 8.5 万平方米。）。对于新建西区货运区的本期工程，按照处理国内货物的货站处理能力 13 吨/平方的标准，建设面积约为 4.65 万平方米，设计吞吐能力 60 万吨/年，远期预留空间能够提升吞吐能力至 80 万吨/年。

对于新建西区飞行区的本期工程，按照处理国内货物的货站处理能力 13 吨/平方的标准，建设面积约为 4.65 万平方米，设计吞吐能力 60 万吨/年，远期预留空间能够提升吞吐能力至 80 万吨/年。

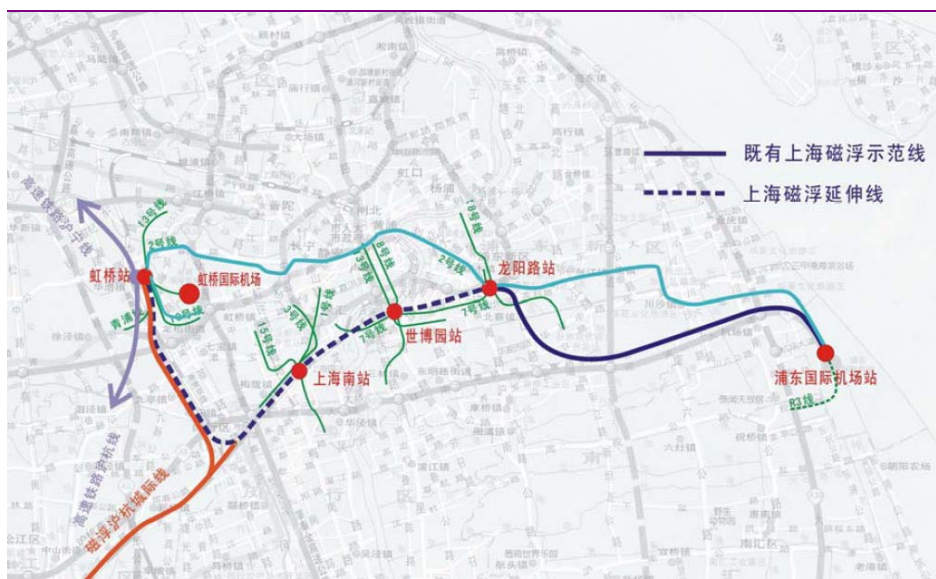
对于西区飞行区本期工程，包括 1 条 3300 米×60 米的跑道、3 条 3300 米×23 米的滑行道、12 条快速出口滑行道、2 条穿越滑行道和相应的垂直联络通道。

■虹桥综合交通枢纽意义重大

虹桥综合交通枢纽位于现虹桥机场西侧，集机场、高速铁路、磁悬浮、地铁和城市道路等交通方式于一体，为以上不同交通方式之间的相互换乘提供便捷条件，此综合交通枢纽是面向全国、服务长三角的超大型综合交通枢纽。综合交通枢纽主要包含三个部分：一、外部交通联系：采用专用高架路有四个连接点与地区高架路网连接；二、内部交通联系：通过地铁、磁悬浮、高速铁路等方式进行连接；三、浦东与虹桥机场的一体化，规划在磁悬浮站设浦东值机柜台，将浦东与虹桥机场从空间到功能融为一体，实现两场一体化。

图 20：综合交通枢纽便利虹桥机场交通
虹桥机场轨道交通示意图

虹桥综合交通枢纽将能有效提升虹桥机场连接长三角的便捷程度。



资料来源：上海机场集团

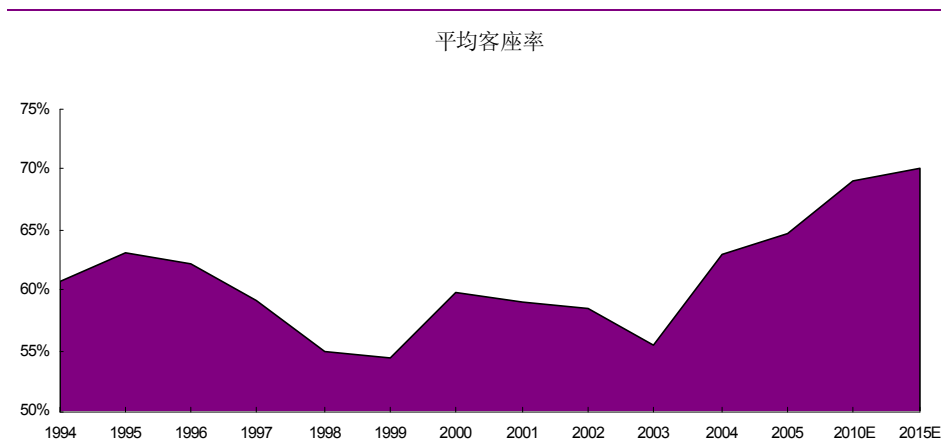
■ 虹桥机场远期吞吐能力可提升至 4000 万人/年

本期工程完成后，通过机型的大型化、客座率的提升、高峰小时架次由 60 向 66 的提升以及远期规划的指廊扩建能够保证其客运吞吐能力提升至 4000 万人/年；货运吞吐能力由 60 万吨/年向 80 万吨/年的提升需要后续的西区货运区扩建。

此次虹桥扩建总投资约为 143.50 亿元，其中上海机场集团及其所属企业投入资金约为 110 亿元（包括自有资金和银行贷款），上海市政府安排财政资金 30 亿元，民航总局安排民航专项基金 5 亿元，整个工程将于 2009 年底竣工，2010 年 1 月至 3 月份实验及运行，预计在 2010 年 3 月份正式投入运营。

图 21：虹桥设计吞吐能力提升路径之一：客座率提升
虹桥机场客座率发展趋势

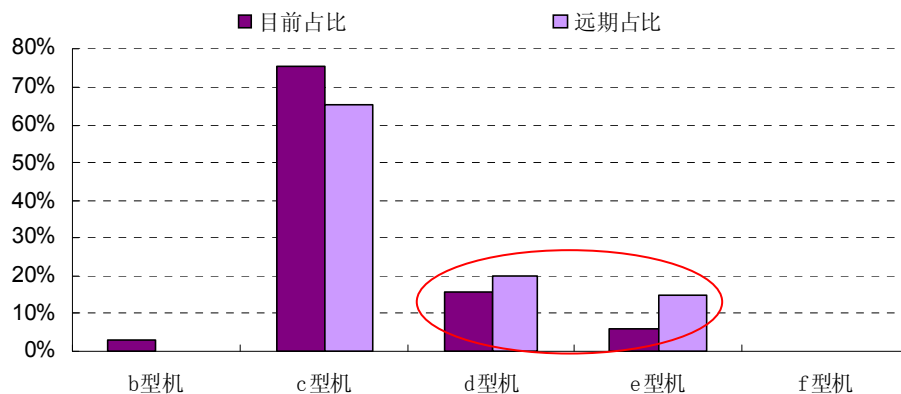
远期虹桥机场为达到 4000 万人/年旅客吞吐量，平均客座率需提升至约 70%。



资料来源：光大证券研究所

图表 22: 虹桥设计吞吐能力提升路径之二: 机型大型化
虹桥起降的不同机型占比发展趋势

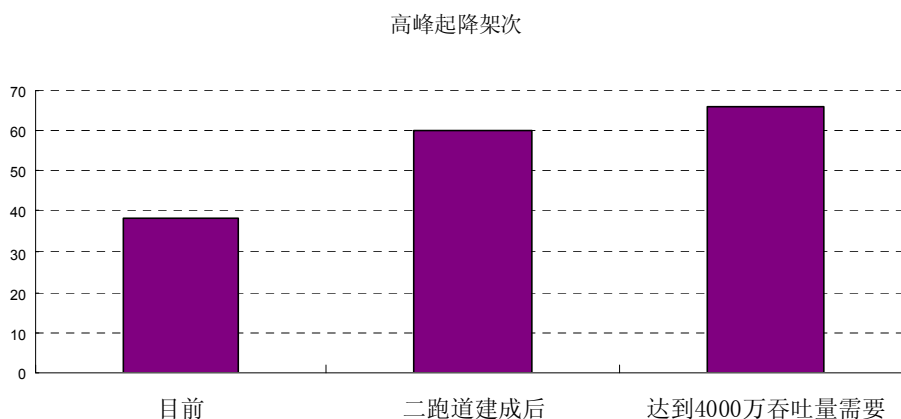
远期虹桥机场为达到 4000 万人/年旅客吞吐量, 需将 D 型机、E 型机起降比例分别提升至 20%、15%。



资料来源: 光大证券研究所

图表 23: 虹桥设计吞吐能力提升路径之三: 高峰起降架次提升
虹桥机场高峰小时起降架次发展趋势

远期虹桥机场为达到 4000 万人/年旅客吞吐量, 高峰起降架次需要达到 60 以上。



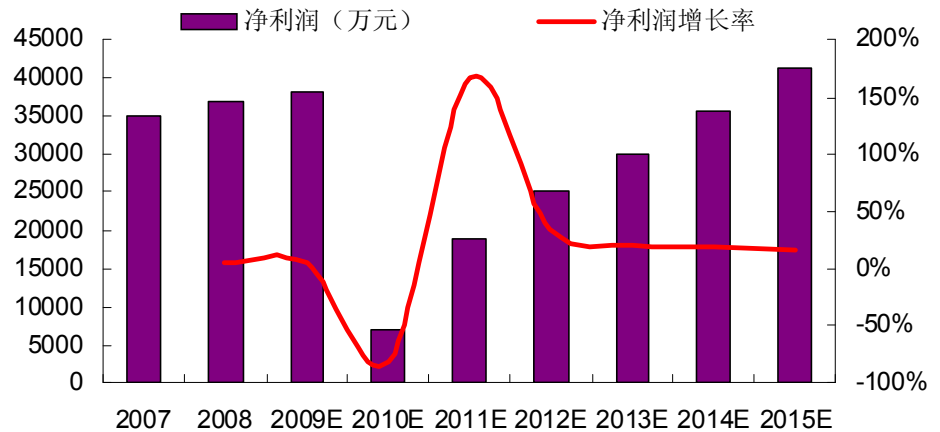
资料来源: 光大证券研究所

■ 扩建工程运营后虹桥当年收益将受重大影响

在虹桥机场扩建后只分流上海机场国内航线旅客增量, 并且虹桥机场、浦东机场的国内航线起降增速保持相同的假设条件下, 我们预计 2010 年虹桥二期扩建工程投入使用后将对虹桥机场 2010 年业绩造成重大影响, 根据我们的简单测算, 虹桥机场的净利润将从 2009 年的约 3.8 亿元下降为 2010 年的约 0.7 亿元。

图表 24： 2010 年虹桥机场二期扩建投产后其净利润将大幅下降
虹桥机场净利润发展趋势

2010 年虹桥机场二期扩建投产后其净利润将大幅下降。



资料来源：光大证券研究所

盈利预测与估值

■ 未来浦东机场业绩部分受制于集团对于利益的分配

由于一市两场的存在和 2010 年虹桥产能瓶颈的消除，浦东机场未来在国内航线中增长受益程度部分取决于上海机场集团对于利益的分配。

机场集团对两场收益的控制体现在两个层次：一、体现在浦东机场、虹桥机场扩建工程的建设步伐，这将导致两个机场产能瓶颈出现的时间不同；二、浦东机场、虹桥机场产能均有富裕时，如何分配上海航空市场的国内航线增量。目前而言，虹桥机场产能受限，整个上海机场吞吐量增量基本转移至浦东机场，但一旦 2009 年底虹桥二期扩建完成，则上海机场集团如何分配整个上海市场国内航线的增量就显得尤为关键。

根据我们大概的预测，2010 年整个上海航空市场的国内旅客吞吐量约为 4500 万人，2015 年将达到 6000 万人，从产能的角度来考虑，在 2010 年至 2015 年这段时间里，无论客运设施还是货运设施，浦东机场和虹桥机场均不存在瓶颈，因此二者国内航线增量的分配就对浦东机场的盈利增长具有重要影响。

我们假设 2010 年至 2015 年的时间段里，上海航空市场的国际旅客增量全部体现在浦东机场；上海航空市场的国内起降架次增量按照二者相同的国内航线起降架次增速进行分配，如果届时分配比例出现不均衡的情况，则对浦东机场业绩将会产生影响。

■ 未来三年流量假设

由于虹桥机场至 2010 年 3 月份方能投产，因此我们预计 09 年浦东机场国内航线继续保持较快速增长，内航内线起降架次增速约为 15%；2010 年由于世博会带来的客流增长，内航内线起降架次继续保持 15% 的增长，2011 年内航起降架次增速为 8%。

我们初步判断 09 年 4 月份起浦东机场国际航线旅客吞吐量大幅下降的趋势将得到缓解，09 年下半年在 08 年低基数的基础上出现一定的正增长，全年内航外线和外航外线的起降架次与 08 年持平，09 年在全球经济复苏和世博会的推动下内航外线和外航外线的起降架次同比增长 15%，2011 年内航外线和外航外线的起降架次同比增速为 10%。

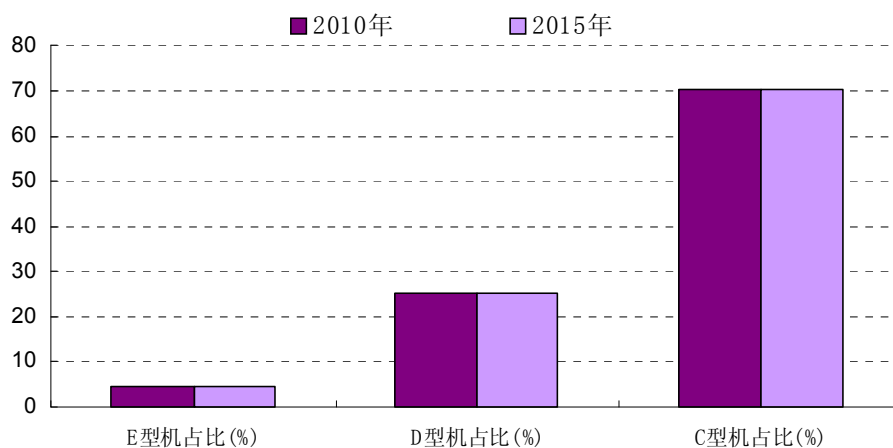
■ 机型组合假设

根据浦东机场的未来规划，我们预计浦东机场未来几年国内航线起降的机型组合基本没有变化，即内航内线起降飞机的平均座位数基本保持目前水平。

至于国际航线，大型机占比将不断提升，预计整个浦东机场国际航线的单位起降座位数从 2005 年的 268 座提升至 2015 年的 276 座。

图表 25： 浦东机场国内航线起降机型组合未来几年基本保持不变

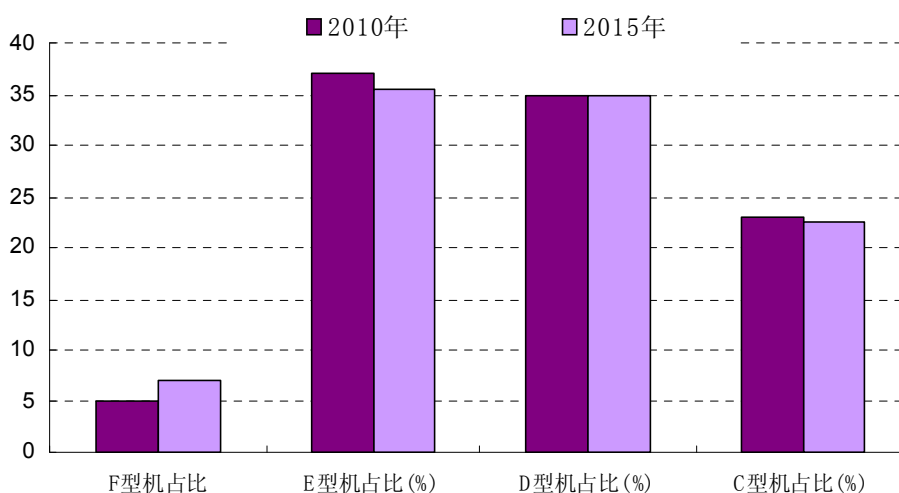
浦东机场国内航线起降机型组合预测



资料来源：光大证券研究所

图表 26： 浦东机场国际航线起降机型组合中大型机将上升

浦东机场国际航线起降机型组合预测



资料来源：光大证券研究所

■ 非航收入假设

上海机场的非航收入主要由三部分构成：一、商业及场地租赁收入；二、能源收入；三、其他收入。随着航站楼面积的增加，08 年上半年浦东机场场地租赁收入同比增加 24%（08 年报未披露详细数据），我们预计在 09 年此项收入的同比增速为 20%，2010 年起其增速与旅客吞吐量增速保持一致；至于商业租赁收入主要和客流量增速有关，我们假设其未来增速和客流量增速保持相当；能源收入未来增速也与客流量增速保持一致。

■ 其他重要假设

- ◇ 假设未来三年公司营业费用占主营业务收入比保持在 3.70%；
- ◇ 假设未来三年公司的所得税实际税率保持在 15%；

■ 盈利预测结果与估值

我们预计上海机场 09 年、10 年、11 年的 EPS 分别为 0.46 元/股、0.70 元/股、0.88 元/股，结合国际主要机场估值水平及公司未来业绩增长情况，并结合 DCF 绝对估值，公司合理估值区间 14.00 元至 17.50 元，对应 2010 年 20 至 25 倍 PE，给予“增持”的投资评级。

图表 27：上海机场 DCF 估值假设

假设	数值
第二阶段(2012-2021)年数	10
第二阶段增长率	5.00%
长期增长率	2.50%
应付债券利率	0.05
无风险利率 Rf	4.50%
β	1.10
Rm	9.50%
Ke	10.00%
税率	15.00%
Kd	5.53%
Ve	24,202.60
Vd	3,583.90
目标资本结构	30%
WACC	8.66%

资料来源：光大证券研究所

图表 28：上海机场 DCF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段	3,390.05
第二阶段	10,787.57
第三阶段（终值）	19,979.98
企业价值 AEV	34,157.61
+ 非核心资产价值	1,602.71
- 少数股东权益	496.34
- 净债务	3,583.90
总股本价值	31,680.09
股本（万股）	1,926.96
每股价值（元）	16.44

资料来源：光大证券研究所

图表 29: 上海机场 DCF 估值敏感性分析

敏感性测试结果	长期增长率 (g)								
WACC	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
6.66%	6.67	6.64	6.64	6.64	6.64	6.65	6.65	6.65	50.39
7.16%	17.96	18.91	20.02	21.35	22.97	24.97	27.52	30.88	40.96
7.66%	16.49	17.27	18.17	19.24	20.51	22.05	23.96	26.40	34.52
8.16%	15.22	15.86	16.61	17.47	18.49	19.70	21.17	23.00	29.85
8.66%	14.11	14.65	15.26	15.97	16.44	17.77	18.93	20.34	26.31
9.16%	13.13	13.58	14.10	14.69	15.37	16.16	17.09	18.20	23.53
9.66%	12.26	12.65	13.09	13.58	14.15	14.80	15.55	16.44	21.30
10.16%	11.49	11.82	12.19	12.61	13.09	13.63	14.25	14.97	19.47
10.66%	10.79	11.08	11.40	11.76	12.16	12.61	13.13	13.72	17.94
11.16%	10.17	10.42	10.70	11.00	11.34	11.73	12.16	12.65	16.64

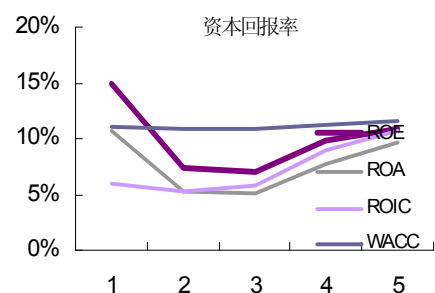
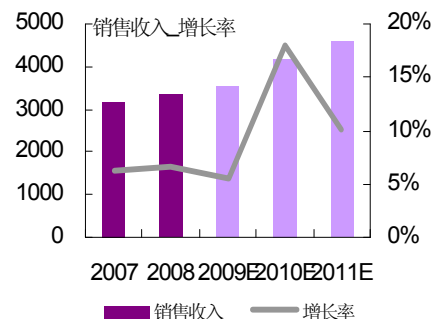
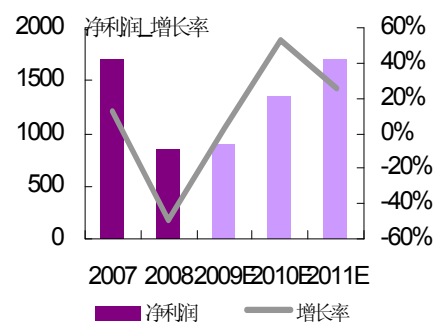
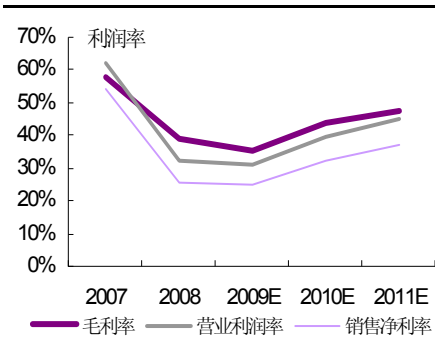
资料来源: 光大证券研究所

 图表 30: 国际主要机场 2010 年 PE 水平在 15 至 20 倍之间
 国际主要机场估值比较

	PE			PB
	2008E	2009E	2010E	2008E
日本空港	23.73	22.63	19.23	0.86
法兰克福机场	10.52	13.92	13.10	0.86
奥克兰机场	27.80	20.60	19.21	1.13
哥本哈根机场	8.83	9.72	9.26	2.09
苏黎世机场	8.59	10.32	11.43	0.98
北京首都机场	15.03	328.76	44.26	0.81
美兰机场	7.12	5.92	6.13	0.68
深圳机场	34.00	20.40	17.00	2.31
厦门空港	26.08	19.56	17.78	4.37
白云机场	19.55	13.87	12.00	1.72

资料来源: BLOOMBERG

财务报表及预测（不考虑 2012 年之前的机场收费制度改革）



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,144	3,351	3,534	4,170	4,588
营业成本	1,322	2,051	2,285	2,335	2,418
EBITDA	1,947	1,215	1,272	1,881	2,186
折旧和摊销	45	67	70	72	113
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	126	124	131	154	170
财务费用	1	146	138	163	56
公允价值变动损益	12	0	0	0	0
投资收益	366	174	250	300	300
营业利润	1,948	1,073	1,088	1,651	2,060
利润总额	1,695	860	1,088	1,651	2,060
少数股东损益	30	42	40	52	57
归属母公司净利润	1,694.98	859.71	884.98	1,351.11	1,693.87

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	16,043	17,281	18,263	18,173	18,132
流动资产	1,299	1,602	1,554	1,411	1,321
货币资金	287	377	389	459	505
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	529	1,132	1,060	834	688
应收票据	430	60	71	83	92
其他应收款	10	8	8	8	8
存货	15	19	23	23	24
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	1,005	1,114	1,214	1,334	1,454
固定资产	4,991	14,034	14,835	14,844	14,837
无形资产	404	397	377	357	337
总负债	4,433	4,975	5,125	3,772	2,156
无息负债	1,499	1,354	1,541	1,786	1,958
有息负债	2,935	3,621	3,584	1,986	198
股东权益	11,610	12,306	13,138	14,401	15,977
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
公积金	3,878	4,017	4,227	4,490	4,793
未分配利润	5,750	6,417	7,071	8,071	9,327
少数股东权益	55	84	124	176	233

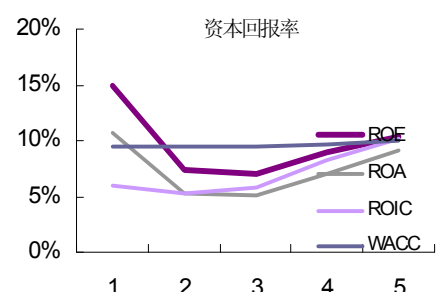
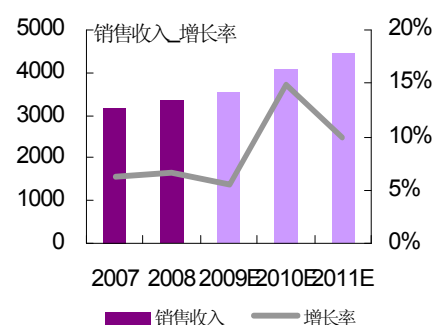
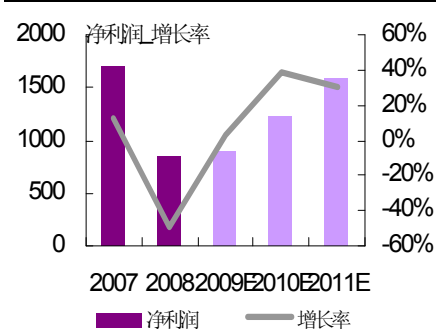
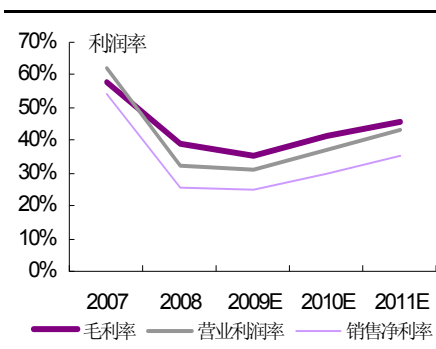
现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1,320	1,495	1,180	1,851	1,945
净利润	1,695	860	885	1,351	1,694
折旧摊销	45	67	70	72	113
净营运资金增加	-119	-237	-2,648	1,250	2,826
其他	-301	804	2,873	-822	-2,688
投资活动产生现金流	-2,877	-1,690	-901	120	120
净资本支出	4,008	937	1,130	160	170
长期投资变化	1,005	1,114	0	0	0
其他资产变化	-7,890	-3,741	-2,031	-40	-50
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,564	686	-37	-1,598	-1,788
其它长期负债变化	383	-144	187	245	172
净现金流	-43	90	12	70	46

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	6.24%	6.57%	5.46%	18.01%	10.01%
净利润增长率	12.01%	-49.28%	2.94%	52.67%	25.37%
EBITDA 增长率	11.18%	-37.61%	4.69%	47.93%	16.21%
EBIT 增长率	11.23%	-37.61%	0.96%	47.90%	16.68%
EPS 增长率	12.01%	-49.28%	2.94%	52.67%	25.37%
估值指标					
PE	14	28	27	18	14
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	23	22	14	11
EV/EBIT	14	23	22	14	11
EV/NAPLAT	30	30	26	17	13
EV/Sales	9	8	8	6	5
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	38.79%	35.33%	44.00%	47.29%
EBITDA 率	61.92%	36.25%	35.99%	45.11%	47.65%
EBIT 率	61.92%	36.25%	34.70%	43.49%	46.13%
税前净利润率	61.90%	31.90%	30.80%	39.58%	44.91%
税后净利润率	53.91%	25.66%	25.04%	32.40%	36.92%
ROA	10.75%	5.22%	5.06%	7.72%	9.66%
ROE	14.86%	7.33%	7.04%	9.74%	10.96%
ROIC	6.77%	6.26%	6.89%	10.56%	12.65%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.01	0.06	0.24	0.11	-0.02
资产负债率	27.63%	28.79%	28.06%	20.76%	11.89%
流动比率	0.66	0.64	0.30	0.38	0.65
速动比率	0.66	0.63	0.30	0.37	0.64
每股指标					
EPS	0.88	0.45	0.46	0.70	0.88
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	-	0.78	0.61	0.96	1.01
每股净资产	6.02	6.39	6.82	7.47	8.29
每股销售收入	1.63	1.74	1.83	2.16	2.38
每股 EBITDA	1.01	0.63	0.66	0.98	1.13

资料来源：光大证券、上市公司

财务报表及预测（考虑 2012 年之前的机场收费制度改革）



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,144	3,351	3,534	4,062	4,467
营业成本	1,322	2,051	2,285	2,381	2,420
EBITDA	1,947	1,215	1,272	1,735	2,073
折旧和摊销	45	67	70	72	113
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	126	124	131	150	165
财务费用	1	146	138	167	67
公允价值变动损益	12	0	0	0	0
投资收益	366	174	250	300	300
营业利润	1,948	1,073	1,088	1,501	1,936
利润总额	1,695	860	1,088	1,501	1,936
少数股东损益	30	42	40	52	57
归属母公司净利润	1,694.98	859.71	884.98	1,223.54	1,588.50

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	16,043	17,281	18,263	18,137	18,099
流动资产	1,299	1,602	1,554	1,376	1,287
货币资金	287	377	389	447	491
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	529	1,132	1,060	812	670
应收票据	430	60	71	81	89
其他应收款	10	8	8	8	8
存货	15	19	23	24	24
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	1,005	1,114	1,214	1,334	1,454
固定资产	4,991	14,034	14,835	14,844	14,837
无形资产	404	397	377	357	337
总负债	4,433	4,975	5,125	3,852	2,332
无息负债	1,499	1,354	1,541	1,748	1,912
有息负债	2,935	3,621	3,584	2,104	420
股东权益	11,610	12,306	13,138	14,286	15,767
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
公积金	3,878	4,017	4,208	4,455	4,720
未分配利润	5,750	6,417	7,071	7,975	9,152
少数股东权益	55	84	124	176	233

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1,320	1,495	1,180	1,713	1,840
净利润	1,695	860	885	1,224	1,589
折旧摊销	45	67	70	72	113
净营运资金增加	-119	-237	-2,648	1,135	2,616
其他	-301	804	2,873	-718	-2,478
投资活动产生现金流	-2,877	-1,690	-901	120	120
净资本支出	4,008	937	1,130	160	170
长期投资变化	1,005	1,114	0	0	0
其他资产变化	-7,890	-3,741	-2,031	-40	-50
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,564	686	-37	-1,480	-1,684
其它长期负债变化	383	-144	187	207	164
净现金流	-43	90	12	58	45

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	6.24%	6.57%	5.46%	14.94%	9.99%
净利润增长率	12.01%	-49.28%	2.94%	38.26%	29.83%
EBITDA 增长率	11.18%	-37.61%	4.69%	36.43%	19.50%
EBIT 增长率	11.23%	-37.61%	0.96%	35.98%	20.14%
EPS 增长率	12.01%	-49.28%	2.94%	38.26%	29.83%
估值指标					
PE	14	28	27	20	15
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	23	22	15	12
EV/EBIT	14	23	22	16	12
EV/NAPLAT	30	30	26	18	14
EV/Sales	9	8	8	6	5
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	38.79%	35.33%	41.37%	45.83%
EBITDA 率	61.92%	36.25%	35.99%	42.72%	46.41%
EBIT 率	61.92%	36.25%	34.70%	41.06%	44.85%
税前净利润率	61.90%	31.90%	30.80%	36.95%	43.34%
税后净利润率	53.91%	25.66%	25.04%	30.12%	35.56%
ROA	10.75%	5.22%	5.06%	7.03%	9.09%
ROE	14.86%	7.33%	7.04%	8.93%	10.44%
ROIC	6.77%	6.26%	6.89%	9.70%	11.96%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.01	0.06	0.24	0.12	0.00
资产负债率	27.63%	28.79%	28.06%	21.23%	12.88%
流动比率	0.66	0.64	0.30	0.36	0.58
速动比率	0.66	0.63	0.30	0.36	0.57
每股指标					
EPS	0.88	0.45	0.46	0.63	0.82
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	-	0.78	0.61	0.89	0.96
每股净资产	6.02	6.39	6.82	7.41	8.18
每股销售收入	1.63	1.74	1.83	2.11	2.32
每股 EBITDA	1.01	0.63	0.66	0.90	1.08

资料来源：光大证券、上市公司

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，2002年硕士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。

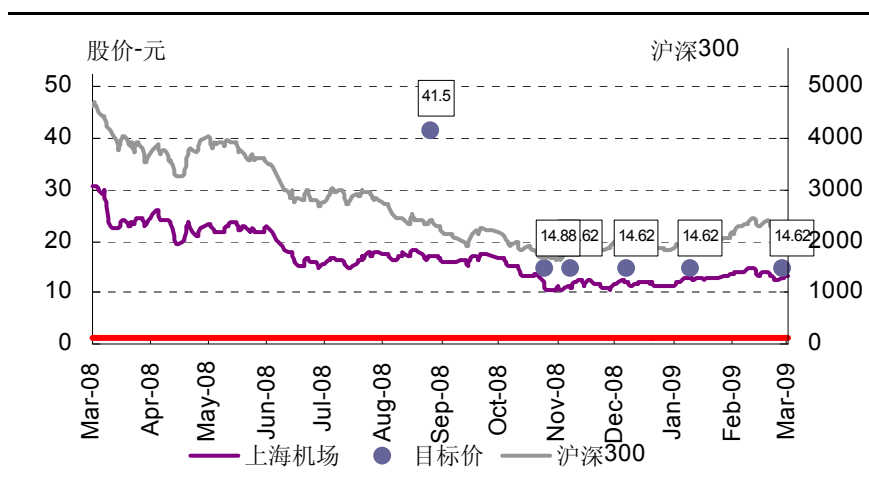
分析师声明

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

日期	股价	目标	评级
2008-10-28	12.53	14.88	增持
2008-11-11	11.16	14.62	增持
2008-12-10	11.62	14.62	增持
2009-01-13	12.90	14.62	增持
2009-03-05	12.56	17.52	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

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

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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。