

上海机场(600009.CH)

国际业务拖累业绩，资产重组渐行渐近

——上海机场调研报告

✍ 齐艳莉

☎ 86-22-2845 1625

✉ qyl@bhq.com

核心观点:

- 短期业绩仍面临压力
- 资产重组渐行渐近

投资要点:

● 国际业务拖累业绩

09 年公司增长仍受制于国际航线，同时国际航线占比的下降会带来费率水平的下降，毛利率水平将由目前的 38% 下降至 35%。

● 非航业务面临压力

公司非航业务主要来自场地租赁、商业出租和广告业务，其中商业出租业务与客流量有较大关系，在未来客流量增长面临较大压力的情况下，公司 09 年商业租赁业务难有较大起色。

● 投资收益大幅增长

主要控股公司浦东航油在国际航油价格大跌过程中，利润下滑达 71%，09 年上海机场外航和内航外线比例将继续减少，使得浦东航油可以获得更加稳定的进销差价，预计净利润可以达到 6.8 亿元，带动公司投资收益实现翻番。

● 受益于世博会，资产重组渐行渐近

由于世博会的召开，虹桥机场扩建工程的完工不会对公司造成分流，同时我们认为扩建工程的完工会加速集团资产注入的进程。

● 投资建议

我们预计 09、10 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.62 元，目前公司市盈率为 28 倍，市净率 2.2 倍，目前估值基本合理，下调投资评级至中性。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	3,144	3,351	3,528	3,861	4,131
(+/-)%	6%	7%	5%	9%	7%
经营利润 (EBIT)	1575	1042	964	1155	1318
(+/-)%	5%	-34%	-8%	20%	14%
净利润	1695	860	949	1201	1387
(+/-)%	12%	-49%	10%	27%	15%
每股净收益 (元)	0.88	0.45	0.49	0.62	0.72
每股股利 (元)	0.22	0.20	0.13	0.15	0.19
销售毛利率 (%)	57.94%	38.79%	35.00%	37.00%	39.00%
ROE (%)	14.60%	6.99%	7.27%	8.57%	9.18%
ROIC (%)	9.60%	5.52%	5.25%	5.91%	6.32%
PE	9.25	18.24	16.53	13.06	11.31
PB	1.35	1.27	1.20	1.12	1.04
EV/EBITDA	9.70	10.94	9.04	7.35	5.96

评级:

中性

上次评级:

买入

目标价格:

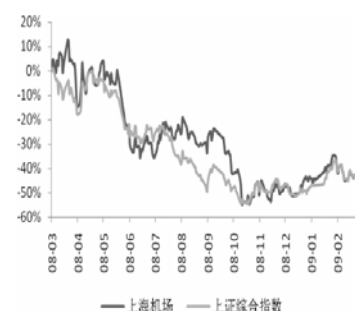
¥14

当前价格:

¥13.85

2009.03.18

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.11
2Q/2009	0.13
3Q/2009	0.13
4Q/2009	0.12



公司简介

浦东国际机场位于上海浦东长江入海口南岸的滨海地带，拥有 3 条跑道、2 个航站楼，可保障年旅客吞吐量 6000 万人次。

相关报告

公司深度研究

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	287	377	1294	3148	5112	营业收入	3144	3351	3528	3861	4131
应收票据	430	60	63	69	74	营业成本	1322	2051	2293	2432	2520
应收账款	529	1132	773	846	905	营业税金及附加	121	134	141	154	165
预付款项	9	3	-3	-10	-17	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	10	8	8	9	10	管理费用	126	124	131	120	128
存货	15	19	21	22	23	财务费用	1	146	163	135	128
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	1005	1114	1114	1114	1114	投资收益	366	174	381	475	536
固定资产	4991	14034	13200	12338	11463	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	8313	105	52	26	13	营业利润	1948	1073	1184	1498	1729
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-2	-4	-4	-4	-4
无形资产	404	397	350	323	296	税前利润	1946	1069	1180	1494	1725
长期待摊费用	3	4	2	2	2	减：所得税	221	167	184	233	269
资产总计	16043	17281	16878	17892	18999	净利润	1725	902	995	1260	1456
						归属于母公司的净					
短期借款	455	1141	-22	0	0	利润	1695	860	949	1201	1387
应付票据	21	0	0	0	0	少数股东损益	30	42	47	59	68
应付账款	201	177	195	207	214	基本每股收益	0.88	0.45	0.49	0.62	0.72
预收款项	1	4	8	13	17	稀释每股收益	0.88	0.45	0.49	0.62	0.72
应付职工薪酬	89	98	98	98	98	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	37	61	61	61	61	成长性					
其他应付款	1110	966	966	966	966	营收增长率	6.2%	6.6%	5.3%	9.4%	7.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	4.7%	-33.8%	-7.5%	19.8%	14.2%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	12.0%	-49.3%	10.3%	26.6%	15.5%
负债合计	4433	4975	3835	3873	3885	盈利性					
股东权益合计	11610	12306	13043	14019	15114	销售毛利率	57.9%	38.8%	35.0%	37.0%	39.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	53.9%	25.7%	26.9%	31.1%	33.6%
净利润	1725	902	995	1260	1456	ROE	14.6%	7.0%	7.3%	8.6%	9.2%
折旧与摊销	320	696	914	915	916	ROIC	9.60%	5.52%	5.25%	5.91%	6.32%
经营活动现金流	1320	1495	2098	1777	1917	估值倍数					
投资活动现金流	-2877	-1690	381	475	536	PE	9.3	18.2	16.5	13.1	11.3
融资活动现金流	1513	285	-1562	-398	-489	P/S	5.0	4.7	4.4	4.1	3.8
现金净变动	-43	90	917	1854	1964	P/B	1.35	1.27	1.20	1.12	1.04
期初现金余额	331	287	377	1294	3148	股息收益率	2.7%	2.5%	1.6%	1.8%	2.3%
期末现金余额	287	377	1294	3148	5112	EV/EBITDA	9.7	10.9	9.0	7.3	6.0

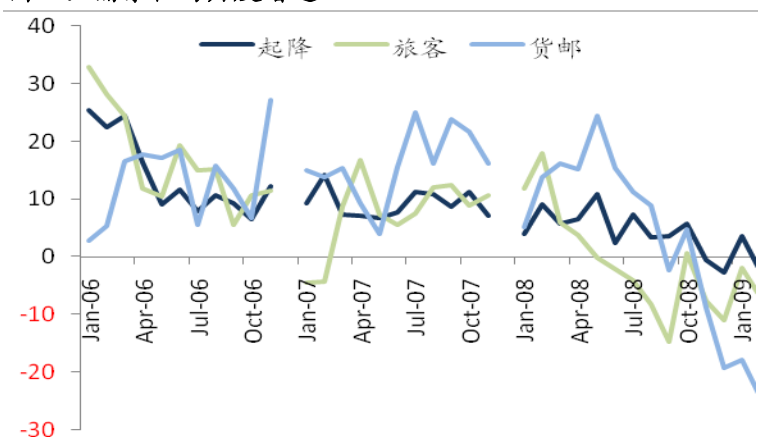
1. 国际航线拖累整体增速

2 月份，上海机场完成飞机起降架次 2.02 万架次，旅客吞吐量 215.98 万人次，货邮吞吐量 13.51 万吨，分别同比下降 2.48%、6.82% 和 24.27%。1-2 月份累计完成 4.2 万架次，旅客吞吐量 460 万人次，货邮吞吐量 26.94 万吨，分别同比增长 0.82%、0.04% 和下降 26.79%。

与国内航空市场趋势相同，上海机场 2 月份增速环比亦出现回落。相比深圳、白云机场，上海机场 2 月份增速为负，主要原因是受到了国际航线持续低迷的拖累。分航线来看，国际航线起降架次和旅客吞吐量分别同比下降了 22.33% 和 27%，而同期国内航线仍然保持了 20.72% 和 15.33% 的快速增长。在目前国内航空市场需求旺盛，而国际航空市场仍持续下滑的情况下，上海机场吞吐量恢复的速度要慢于国内其他机场。

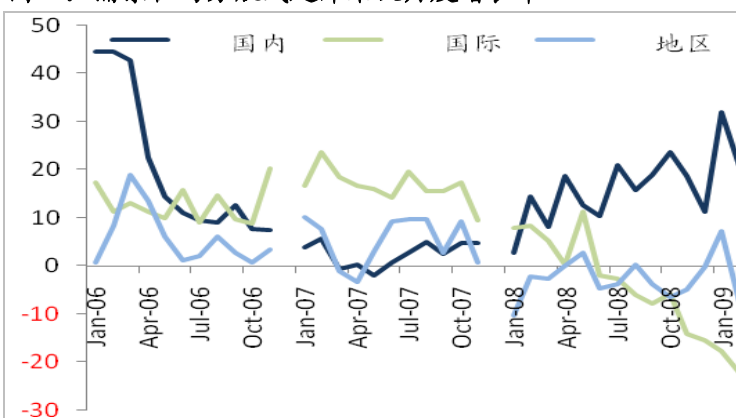
目前上海机场国际和地区航线占比已从 08 年初的 63% 下滑到目前的 51%，我们认为这种趋势在 09 年内仍将延续，由于国际航线收入水平是国内航线的 200%-300%，国际航线占比的下降会带来费率水平的下降，毛利率水平将由目前的 38% 下降至 35%。

图 1：浦东机场月度增速



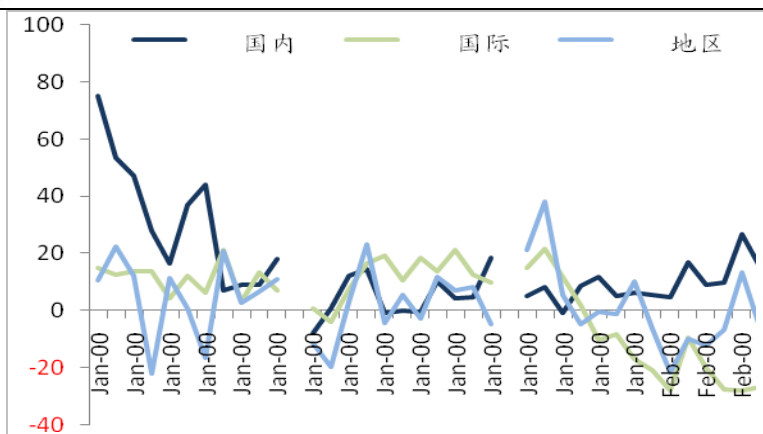
资料来源：公司公告

图 2：浦东机场分航线起降架次月度增长率



资料来源：公司公告

图 3：浦东机场分航线旅客吞吐量月度增长率



资料来源：公司公告

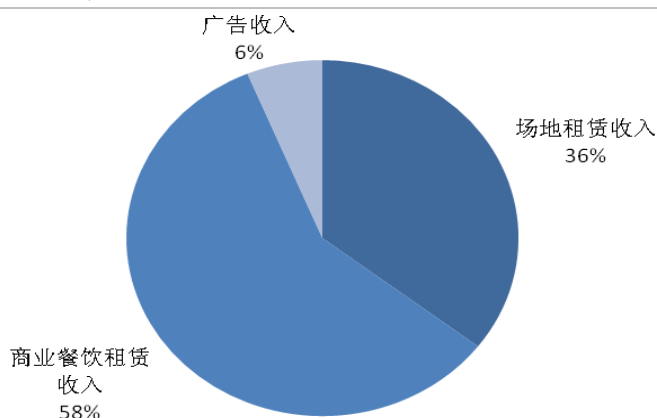
2. 非航业务增长面临压力

公司非航业务主要来自场地租赁、商业出租和广告业务，08 年公司商业收入 9 亿元，同比增长 20%，增长主要来自商业出租。

上海机场 T1 候机楼建筑面积 28 万平米，其中纯商贸面积约为 8000 平米，T2 候机楼建筑面积为 48 万平米，商贸面积达 2 万平米，并且包含一个面积为 5000 平米的大型商业区，因此 T2 投产后公司商业面积增加了 2.5 倍，带动了商业出租业务的快速增长。

公司商业出租业务采用保底+浮动的模式，其中保底租金 = 基本租金 + 保底人均经营额 * 基准客流 * 提成比例，根据行业和位置不同，各商户保底租金差异较大，但一经确定，在租赁期内就保持相对稳定，其基本租金全随着浦东机场实际客流量的不同而随之调整，在未来客流量增长面临较大压力的情况下，公司 09 年商业租赁业务难有较大起色。

图 4: 非航业务构成



资料来源：公司公告

公司场地租赁业务比较稳定，主要是向航空公司等提供办公场地，预计 09 年仍将保持目前的水平，广告业务占比较小，但增长较快，来自占比 51% 的机场广告公司。但机场的广告业务主要由控股 55% 的德高动量经营。

3. 投资收益大幅增长

公司 08 年投资收益为 1.74 亿元，而去年同期为 3.66 亿元，同比减少 52%。目前公司投资收益主要来源于持股 40% 的浦东航油和持股 50% 的德高动量，两者 2008 年的净利润分别为 2.01 亿元和 1.76 亿元，分别同比下降 71% 和增长 38.2%。

浦东航油净利润出现大幅下降的原因在于国内外航油价格不同步，目前浦东航空油料公司对外航采用市场调节价销售，对内航外线新加坡市场离岸价和海上运保费为基础，加进销差价进行销售，在 08 年国际航油价格大跌过程中，高价位库存的航油必须按较低的价格销售给外航。

浦东航油净利润波动较大，09 年上海机场外航和内航外线比例将继续减少，使得浦东航油可以获得更加稳定的进销差价，预计净利润可以达到 6.8 亿元。

上海机场德高动量广告有限公司是由上海机场广告有限公司、德高贝登户外广告有限公司（后改为梅迪派勒广告有限公司）以及上海动量广告传媒有限公司（后改为动量传媒国际有限公司）于 2005 年共同创建的合作公司，与上海机场集团签署了 15 年独家广告经营管理合约，上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场所有户内外媒体的独家发展经营权。世博会将于 2010 年举行，将会对该项业务有较大的促进作用，预计可保持 20% 左右的增长。

4. 世博：机会大于风险

2010 年，上海世博会的召开将给公司带来快速增长。世博会从 2010 年 5 月 1 日开始，10 月末结束，历时 184 天。官方预计将有 7000 万人次参加世博会，其中 5% 来自境外，50% 来自长三角地区，其余 45% 则来自全国其它地区，世博会的游客数量和时间跨度都超过奥运会。

为了迎接世博会，上海市政府加大了虹桥机场的建设，机场扩建工程将于 10 年初投入，届时虹桥机场的旅客吞吐能力将由目前的 960 万人次增加到 4000 万人次，08 年实际的旅客吞吐量为 2288 万人次。根据上海城市交通规划，一个集高速铁路、城际和城市轨道交通、公共汽车、出租车等交通方式为一体的现代化大型综合交通枢纽将与西扩后的虹桥机场新航站楼相连接，这将极大方便长三角区域尤其是江浙两省旅客，形成对浦东机场国内航线极大的分流。

世博会举行的 2010 年，经济已经开始恢复，但我们仍保守的估计参加世博会的人数降至 5000 万人次，其中 4% 来自境外，由于届时火车已具备更强的竞争力，国内乘坐飞机的人数占 30%，在这种情况下，增量部分已可满足虹桥机场，浦东机场不会分流，还会有至少 200 万人次国际旅客，是目前旅客吞吐量的 7%。

上海机场集团股改时曾经承诺，未来将通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产，虹桥机场扩建工程的完工，将会对浦东机场造成较大的分流，形成集团与上市公司的业务竞争，这将推进资产注入的进程。

目前集团内与航空主业关联度较高的资产有虹桥机场、浦东机场货站 51% 的股权、虹桥和小型机机场相关土地和其他货运区资产、其他办公广告餐饮等资产。2008 年浦东货站实现净利润 6.67 亿元，资产收益率为 67.87%。

表 1: 浦东货运站

单位: 万元

主营	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
浦东货运站 仓储	19161	121353	98239	109924	66673

资料来源: 渤海证券研究所

5. 预测与估值

09 年, 国际业务仍将拖累上海机场业绩, 毛利率水平将会继续下降, 但在国内场景气的带动下, 飞机起降架次仍可保持 7% 左右的增长, 投资收益在浦东航油的带动下增长至 3.8 亿元, 预计全年可业绩维持小幅增长。10 年, 全球经济将开始复苏, 世博会也将于 5 月份召开, 但由于虹桥机场的分流, 预计航空业务量仅同比增长 8%, 货邮吞吐量大幅增长 15%, 毛利率水平开始回升。我们预计 09、10 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.62 元, 目前公司市盈率为 28 倍, 市净率 2.2 倍, 目前估值基本合理, 下调投资评级至中性。

表 2: 业务量预测

单位: 万

	2008	2009E	2010E	2011E
旅客吞吐量	2823.57	2992.98	3232.42	3523.34
	-2.37%	6.00%	8.00%	9.00%
货邮吞吐量	260.29	273.30	314.30	352.02
	1.70%	5.00%	15.00%	12.00%
起降架次	26.57	28.43	30.71	33.47
	4.83%	7.00%	8.00%	9.00%

资料来源: 渤海证券研究所

表 3: 估值比较

	PE			PB		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
美兰机场	6.34	6.60	5.97	0.71	0.67	0.63
巴黎机场	14.62	14.77	13.37	1.26	1.21	1.15
法兰克福机场	11.01	13.53	12.46	0.81	0.80	0.78
哥本哈根机场	8.07	9.72	9.26	1.99	2.13	2.07
维也纳机场	3.52	4.65	5.84	0.41	0.41	0.41
苏黎世机场	10.54	11.67	11.30	0.98	0.92	0.86
奥克兰机场	21.71	21.45	20.00	1.14	1.15	1.15
日本机场	25.97	23.51	20.45	0.88	0.85	0.84
佛罗伦萨机场	45.15	51.17	46.52	4.29	4.07	3.83
国际机场平均	16.32	17.45	16.13	1.39	1.36	1.30
白云机场	21.09	18.56	15.98	1.8	1.6	1.5
上海机场	30.78	28.27	22.34	2.2	2.0	1.9
深圳机场	36.67	19.70	18.00	2.1	2.0	1.9
厦门空港	24.86	20.66	18.50	4.3	3.9	3.5
国内市场平均	28.35	21.80	18.70	2.59	2.40	2.22

资料来源: 渤海证券研究所, BLOOMBERG

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn