

细看之下，符合情理

事件：公布 2009 年一季报

2009 年一季度上海机场实现营业收入 7.66 亿元，同比增长 2.7%，实现利润总额 1.39 亿元，同比下降 67.06%，归属于母公司净利润 1.01 亿元，同比下降 68.73%。基本每股收益 0.05 元，同比下降 70.59%。业绩低于预期。

- 业绩同比大幅下滑的原因有两个。首先是已被预期的因素，由于新航站楼和跑道是在去年 3 月 26 日投入运营，因此今年一季度折旧费用及新资产带来的人工及其他支出同比上升 2.4 亿元。造成营来成本大幅上升 61.98%。由于新资产投入，利息支出不再资本化，造成财务费用上升 4539 万。
- 其次，国际业务同比大幅下滑造成营业收入与去年变化不大。尽管国内一季度飞机起降与旅客吞吐量同比大幅增长 26.43%与 23.21%，但同时国际起降与旅客吞吐量也大幅下滑 19.48%与 19.25%。我们低估了国际业务下滑带来的收入下滑的幅度。
- 浦东油料公司盈利大幅改善，但依然低于预期。2008 年浦东油料公司的盈利大幅下降，从 2007 年的 7.2 亿下降到 2008 年的 2.7 亿，在第四季度出现了接近 1.75 亿的亏损，今年一季度环比油料公司盈利有了大幅改善，但依然低于预期，一季度实现投资收益-540 万。
- 上海机场高国际业务比重使其业绩呈现较大弹性。目前看三月份航空业国际业务似乎有筑底迹象，我们期待国际业务在今年得到复苏。对于上海机场这种国际业务占比高的机场，其业绩在航空运输复苏的环境下将有更高的弹性。我们认为重申我们先前的观点，从短期来看还是长期来看，上海机场都是一个不可多得的投资标的。对于其估值，由于有一次性重大资本投入，更合适的方法，因采取分部估值法。由于一季报业绩低于预期，我们相应下调我们盈利预测，我们维持公司买入的投资评级，目标价 18 元。
- 催化剂：资产注入、世博会
- 风险因素：猪流感



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输行业分析师

8621-50366888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

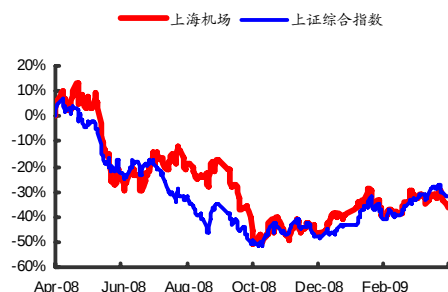
王晶

首席分析师

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 2 月 28 日)	13.38 元
目标价格 (6 个月)	18 元
总股本/A 股 (万股)	193000/193000
A 股市值 (百万元)	25800
国家/地区	中国
行业	机场
报告日期	2009 年 4 月 29 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.30	4.04	-50.82
相对表现 (%)	-0.74	2.09	-1.92

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	2683	3351	3451	3624
主营业务利润 (百万)	594	1073	1355	1688
净利润 (百万)	392	902	1057	1266
EBITDA (百万)	1088	1915	2401	2744
每股收益 (元)	0.31	0.45	0.38	0.54
每股经营现金流 (元)	0.99	0.71	0.78	1.12
市盈率(X)	28	21	17	14
EV/EBITDA(X)	11	10	8	7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方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。

附：分季度经营业绩

分季度经营情况

	2009 年第一季度	2008 第四季度	2008 第三季度	2008 第二季度	2008 第一季度
营业收入(万元)	76679	92787	85474	82184	74632
营业成本(万元)	51683	52180	60293	59823	32813
营业税金及附加(万元)	3094	3852	3396	3266	2848
销售费用(万元)					
管理费用(万元)	2879	3115	3417	3147	2735
财务费用(万元)	4570	4832	4941	4761	31
资产减值损失(万元)	0	-277			
投资净收益(万元)	-540	-6894	6767	11352	6212
其中：对联营企业和	-509	-6770	6674	11209	6027
营业利润(万元)	13913	22191	20195	22538	42416
加：营业外收入(万元)	3	4	11	11	4
减：营业外支出(万元)	4	319	1	4	141
其中：非流动资产处置净损	3	221	1	4	141
利润总额(万元)	13912	21876	20204	22545	42280
减：所得税(万元)	2890	1228	3631	2816	9020
净利润(万元)	11021	20648	16574	19729	33261
减：少数股东损益(万元)	898	913	1187	1202	937
归属于母公司所有者的	10124	19734	15386	18527	32324

资料来源：东方证券研究所

附：公司财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1602	2661	4149	5961	营业收入	3351	3451	3624	3986
现金	377	1547	2984	4681	营业成本	2051	2186	2040	2143
应收账款	1132	612	643	707	营业税金及附加	134	133	140	153
其它应收款	8	16	17	19	营业费用	0	0	0	0
预付账款	3	11	10	11	管理费用	124	124	130	144
存货	19	26	24	26	财务费用	146	174	159	158
其他	64	449	471	518	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	15679	15073	14515	13777	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1114	1300	1469	1469	投资净收益	174	100	200	300
固定资产	14034	13327	12636	11923	营业利润	1073	934	1355	1688
无形资产	397	386	375	364	营业外收入	0	0	0	0
其他	133	60	34	21	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	17281	17734	18664	19738	利润总额	1069	934	1355	1688
流动负债	2495	2201	2185	2201	所得税	167	187	298	422
短期借款	1141	600	550	550	净利润	902	747	1057	1266
应付账款	177	284	265	279	少数股东损益	42	11	16	20
其他	1177	1317	1370	1372	归属母公司净利润	860	736	1041	1246
非流动负债	2480	2480	2480	2480	EBITDA	1915	1985	2401	2744

长期借款	2480	2480	2480	2480	EPS (元)	0.45	0.38	0.54	0.65
其他	0	0	0	0					
负债合计	4975	4681	4665	4681	主要财务比率				
少数股东权益	84	95	111	131	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1927	1927	1927	1927	成长能力				
资本公积	2568	2568	2568	2568	营业收入	6.6%	3.0%	5.0%	10.0%
留存收益	7727	8463	9393	10432	营业利润	-44.9%	-13.0%	45.1%	24.6%
归属母公司股东权益	12222	12958	13888	14927	归属于母公司净利润	-49.3%	-14.4%	41.4%	19.8%
负债和股东权益	17281	17734	18664	19738	获利能力				
现金流量表				单位: 百万元	毛利率	38.8%	36.7%	43.7%	46.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	净利率	25.7%	21.3%	28.7%	31.3%
经营活动现金流	1495	2083	1931	1924	ROE	7.0%	5.7%	7.5%	8.4%
净利润	902	747	1057	1266	偿债能力				
折旧摊销	696	877	887	898	资产负债率	28.8%	26.4%	25.0%	23.7%
财务费用	146	174	159	158	净负债比率	72.8%	65.8%	65.0%	64.7%
投资损失	-174	-100	-200	-300	流动比率	64.2%	120.9%	189.9%	270.9%
营运资金变动	-80	351	29	-100	速动比率	63.2%	118.9%	188.0%	268.9%
其它	5	33	-1	2	营运能力				
投资活动现金流	-1690	-194	-130	139	总资产周转率	0.20	0.20	0.20	0.21
资本支出	1771	110	160	160	应收账款周转率	4	4	6	6
长期投资	0	186	169	0	应付账款周转率	10.85	9.48	7.43	7.88
其他	81	102	199	299	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	285	-719	-363	-366	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.38	0.54	0.65
短期借款	686	-541	-50	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	1.08	1.00	1.00
长期借款	2480	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.72	7.21	7.75
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	28.60	33.40	23.62	19.73
其他	-2881	-178	-313	-366	P/B	2.01	1.90	1.77	1.65
现金净增加额	90	1170	1437	1697	EV/EBITDA	14	14	11	10

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪、王晶：

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn