

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

上海机场 (600009)

推荐 (首次)

资产注入前后的价值评估

2009 年 07 月 28 日

现价 17.62 元

岳鑫 交运行业研究员

陈建生 交运行业研究员

联系人：岳鑫

0755-22624824

yuexin@pasc.com.cn

主要数据

行业 交通运输辅助业

公司代码 600009

公司网址 <http://www.shairport.com>

总股本(万股) 192695.84

流通股(万股) 109347.64

流通市值(百万) 19267.05

每股净资产(元) 6.39

净资产收益率(%) 0.82

总资产负债率(%) 26.53

相关研究报告

独到见解

- 浦东机场航线结构与成本结构匹配, 尽管非航价值因广告合约安排而受到削弱, 仍是高回报的机场资产。虹桥机场航线结构与成本结构不匹配, 且航站楼设计限制了非航发展, 满负荷时仍是低回报机场资产。
- 股份公司未来的投资价值, 一定程度上取决于上海机场集团的资产注入方案设计。就此我们提出了五点建议。

投资要点

1. 浦东机场属于高回报机场资产。(1) 浦东机场的航线结构与成本结构匹配；(2) 未来卫星厅 S2 的扩建无需加修陆侧面积，扩建的边际成本将下降，边际回报上升。
2. 浦东价值未能体现在当期盈利。浦东机场的 DCF 估值为 15-16 元，而目前市盈率高达 46 倍。价值未能体现在当期盈利，首先是由于目前所处的生命周期，其次是由于国际航空需求下滑导致的航班结构恶化。
3. 虹桥机场是低回报机场资产。根本原因在于：(1) 航站楼高造价与航线结构不匹配；(2) “功能优先”的航站楼设计限制了未来非航业务的发展空间。
4. 关于资产注入的五点建议。资产注入有望增厚 2010 年的每股收益，但不同的方案可能对股东价值产生不同的影响。我们认为公司股东可以在资产注入时关注五个方面，以保障自身的利益。
5. “推荐”评级。公司未来 3 年业绩有望保持 24% 的复合增长率，09 年将是其新一轮生命周期中的业绩低点。在牛市环境下，投资人往往给予资产注入较高的溢价。我们认为目前估值合理，给予“推荐”评级。

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

风险提示

- 两场航线管制策略的转变
- 国际航油价格波动风险
- 资产注入方案风险
- 内外航国际航线收费并轨风险

12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	3,144	3,351	3,383	3,898	4,054	4,476
净利润(百万)	1,695	860	744	1,097	1,172	1,405
净利润增长率(%)	12.0	(49.3)	(13.5)	47.5	6.8	19.9
每股盈利(元)	0.88	0.45	0.39	0.57	0.61	0.73
市盈率(倍)	20.0	39.5	45.6	31.0	29.0	24.2
股息(元)	0.10	0.05	0.04	0.06	0.06	0.16
股息率(%)	0.58	0.30	0.23	0.34	0.37	0.88

目 录

一、价：价格管制模式决定机场投资逻辑	6
1.1 欧美机场的价格管制差异——美式“跑道”和欧式“商场”的根源	6
1.2 中国机场投资逻辑——回报率取决于造价和航线结构的匹配	7
1.3 未来中国机场价格管制的趋势探讨	8
二、量：“一市两场”与东北亚枢纽竞争	10
2.1 国内业务：航线管制策略主导“一市两场”业务分配	10
2.2 国际业务：国际航线网络初步成型，新东航入盟将催化枢纽建设	12
三、成本：基建成本与航线结构匹配是关键	15
3.1 浦东机场：基建成本与航线结构匹配	15
3.2 虹桥机场：扩建后长期 ROE 不具吸引力	16
四、影响短期（三年）盈利能力的主要因素	20
4.1 资产注入的猜想	20
4.2 浦东机场非航业务发展潜力	23
4.3 浦东航油的投资收益——短期盈利波动与长期超额收益	24
五、盈利预测与估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 估值合理，评级“推荐”	30
5.3 风险分析	31

图表目录

图表 1 资产注入方案对上海机场估值影响的比较	4
图表 2 国内外机场价格管制比较	6
图表 3 英国 BAA 机场集团（左图）与美国枢纽机场（右图）商业收入对照 ...	7
图表 4 2007 年全球机场 A320 起降费对比	7
图表 5 中国机场外航旅客服务费收费标准高于内航 67%	8
图表 6 浦东与虹桥的国内航线航班起降增速比较（2001-2008）	10
图表 7 浦东机场近 60%的国内航线与虹桥机场重叠（2009 夏秋航季）	11
图表 8 浦东虹桥国内航线自 2002 年航班东移后一直高度重叠	11
图表 9 浦东机场国内航线的低客座率运营（07/08 冬春—08 夏秋航季）	12
图表 10 东北亚三大机场国际客运航线结构（2009 年 4 月）	13
图表 11 国内上市机场航站楼单位造价与旅客结构匹配度分析	15
图表 12 浦东机场二期第一阶段扩建后设计产能	16
图表 13 浦东机场航站区总体规划图	16
图表 14 虹桥机场扩建规划	17
图表 15 虹桥机场二期扩建后设计产能	18
图表 16 虹桥机场西航站楼出发层设计平面图——商业区面积相对狭小	19
图表 17 上海机场集团主要航空资产	20
图表 18 上海机场集团主要航空资产净利润变化趋势	21
图表 19 资产注入的可能方案猜想	21
图表 20 资产注入对上海机场业绩增厚的情景分析（2010 年）	22
图表 21 国内上市机场非航价值、平效与单位客流量间的关系	23
图表 22 上海机场广告业务经营模式	24
图表 23 上海机场广告价值未有效转化为业绩（2008）	24
图表 24 国产航油出厂价格长期倒挂	25
图表 25 浦东航油公司国内航班航油的供销价格定价规则	25
图表 26 浦东航油公司国际航班航油的供销价格定价规则	26
图表 27 新加坡航油价格走势（2004-2009）	26
图表 28 上海机场业绩预测	28
图表 29 上海浦东机场业务量增速假设（2000-2012）	28
图表 30 历届世博会参会人数与上海世博会官方预测	29
图表 31 上海两场扩建满足世博会脉冲式需求	29
图表 32 世博会假设 EPS 敏感性分析	30
图表 33 上海机场 PE 估值（2009-07-27）	30
图表 34 DCF 估值敏感性分析	31
图表 35 资产注入方案对上海机场估值影响的比较	31

（一）提升股份公司投资价值的建议

为了避免同业竞争，虹桥机场的注入也许只是时间问题。股份公司未来的投资价值，一定程度上取决于上海机场集团的资产注入方案设计。

我们认为投资人可以在资产注入时关注以下的五点建议，以最大程度地保障自身利益。

1. 虹桥机场二期先期以租赁方式委托股份公司经营，租赁费用不超过折旧成本。
2. 浦东国际货站 51%股权注入是利润增厚的必要条件。
3. 针对浦东国际货站东西区货站的股权结构差异，考虑限定西区货站对东区货站既有货量的分流。
4. 针对浦东机场非航业务价值未能充分体现的现状，考虑逐步提高广告阵地费，并争取把机场集团持有的广告子公司 49%股权注入上市公司。
5. 虹桥机场一期的土地租金定价问题。

（二）估值与评级

不考虑虹桥的注入，浦东机场的贴现价值约为 15-16 元。目前 46 倍的市盈率虽然偏高，但浦东机场的高价值航线结构与其成本结构匹配，非航业务价值也会随着时间推移而缓慢体现。

虹桥机场的航线结构与成本结构不匹配，并且航站楼设计不利于非航业务的发展，因此未来满负荷的回报率也仅能接近资本成本。扩建后虹桥机场盈利将大幅下滑，短期内甚至出现亏损，虹桥两个航站楼+跑道的 DCF 估值可能低于净资产。

根据系列的假设，我们认为不同资产注入方案对上海机场的估值影响如下表：

图表 1 资产注入方案对上海机场估值影响的比较

资产注入方案猜想		业绩增厚幅度
方案（一）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期（租赁）	10%—15%
方案（二）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权	15%—20%
方案（三）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期	-10%—-5%
方案（四）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期 + 机场建设费返还	40%—50%

资料来源：平安证券研究所

我们认为方案（一）的可能性最大，也是对公司股东最为有利的方案。在我们看来，虹桥二期的长期投资回报率不具吸引力，甚至损害上海机场的长期投资价值，采用租赁方式经营应是更好的选择。

根据我们的测算，公司未来 3 年业绩有望保持 24%的复合增长率，09 年将是其新一轮生命周期中的业绩低点。在目前的牛市环境下，投资人往往给予资产注入较高的溢价。

我们认为上海机场目前估值合理，给予“推荐”评级。

（三）风险与内在价值的提升机会

风险：

1. 两场航线管制策略的转变

民航局的航线管制策略对上海两场的业务分配产生了显著的影响，而这也是虹桥注入前上海机场最大的风险。无论是国际、地区航线的调整或是国内航线的迁移都可能影响到浦东机场的航线结构，进而影响其盈利能力。

2. 国际航油价格波动风险

2005-08 年，对浦东航油的累计投资收益占上海机场累计净利润的 14.7%。国际航油价格的快速波动会影响浦东航油的短期盈利能力。如果国际航油价格出现快速单边下行，将有可能使公司对浦东航油的投资收益将较我们的假设值偏低。

3. 资产注入方案风险

资产注入方案将对股份公司价值产生正面或负面的影响。

4. 内外航国际航线收费并轨风险

民航局承诺 2012 年前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。具体的并轨方案将可能影响到浦东机场的盈利能力。

内在价值的提升机会：

1. 航线管制策略的转变

上海两场的国内航线大范围重叠，使浦东的国内业务长期处于“低客座率低票价水平”，而这一航线管制策略更拖延了上海机场的枢纽成型时间。如果未来民航局采取类似于仁川、金浦一市两场的管制模式，即简化虹桥的航线结构，减少虹桥浦东两场的航线重叠度，将可能使两场的运营更为顺畅，使浦东的枢纽建设提前实现。

2. 第五航权的开放

第五航权的开放将使浦东机场有机会凭借其旺盛的腹地需求，成为国际-国际的枢纽机场，从而提升上海机场的内在价值。

3. 机场价格管制模式的改变

目前机场的价格管制模式使大型机场的高基建成本无法传导至其收费标准。如果未来机场价格管制模式发生改变，允许高造价机场通过高定价把高成本转嫁给航空旅客，将带来其股东回报的显著提升。

一、价：价格管制模式决定机场投资逻辑

中国对不同机场同类航线采取几乎一致的收费标准，导致高造价机场无法通过高费率传递高成本。此外，中国的管制规定，外航的单位收费高于内航。于是，国内机场资产的长期股东回报率取决于航线结构与成本结构的匹配。

浦东机场高外航比例与其成本匹配，非航业务股权设计导致价值漏出，但也只是拖延了盈利增长步伐。

而虹桥机场的高造价与其内航主导的航线结构不匹配，并且航站楼的设计限制了非航业务的发展空间，即使满负荷运转也是低回报率的资产。

1.1 欧美机场的价格管制差异——美式“跑道”和欧式“商场”的根源

欧美政府对机场航空业务的价格管制是相似的，差异在于美国管制非航业务的盈利，欧洲主要国家鼓励非航业务盈利。

于是，欧洲主要机场的所有者在设计和运营中强调“商场”功能，因为只有非航的盈利可以流入投资者的腰包；而美国机场设计接近“跑道”，政府拥有机场，公用设施定位令机场管理当局专注于客流的高效通过。

图表 2 国内外机场价格管制比较

	机场属性	航空性业务	非航业务
美国	公益性基础设施	投资回报率管制	管制
英国	私有化	投资回报率管制	不管制
中国	公益性与商业化间的矛盾体	收费定价管制	不管制

资料来源：平安证券研究所

➤ 欧美机场航空性业务价格管制

欧美政府对机场航空业务的管制原则非常相似，都是管制回报率，机场的航空业务回报率人为设定接近资本成本。

我们认为欧美机场管制政策的内在逻辑，包括两个方面的假设：

- (1) 航空业对区域经济发展具有非常正面的外部经济性；
- (2) 机场尤其是特大型城市的机场相对于航空公司具有较强的垄断谈判能力。

➤ 欧美机场非航业务价格管制

欧洲机场往往采用“Dual Till”的管制思路，也就是说航空性业务属于非盈利业务，而非航业务允许盈利。

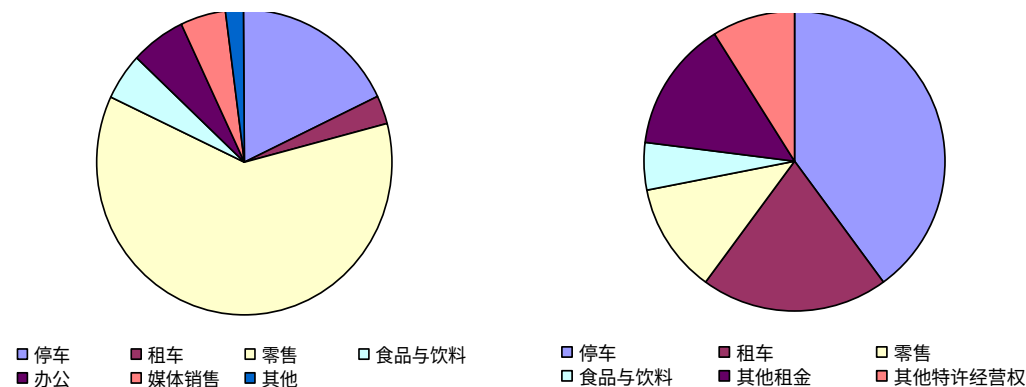
允许非航业务盈利的政策影响主要体现在两个方面。

- (1) 机场股东。欧洲许多机场引进了追求利润最大化的社会资本金。
- (2) 航站楼设计。欧洲机场设计的单位旅客建筑面积普遍高于美国机场，为开发机场商业预留了足够的空间，机场的客流路线设计也会更强调如何增加旅客消费行为。

美国机场普遍采用“Single Till”的管制思路，也就是说航空性业务与非航业务都属于非盈利的公益项目，非航业务如果出现盈利，也需要像航空性业务那样用于扩建或者降低对航空公司的收费。

“Single Till”的管制模式导致美国机场的商业面积普遍较小，非航业务收入主要来自于保证旅客高效通过机场所必需的停车场和租车业务。

图表 3 英国 BAA 机场集团（左图）与美国枢纽机场（右图）商业收入对照



资料来源: ACI, 平安证券研究所

1.2 中国机场投资逻辑——回报率取决于造价和航线结构的匹配

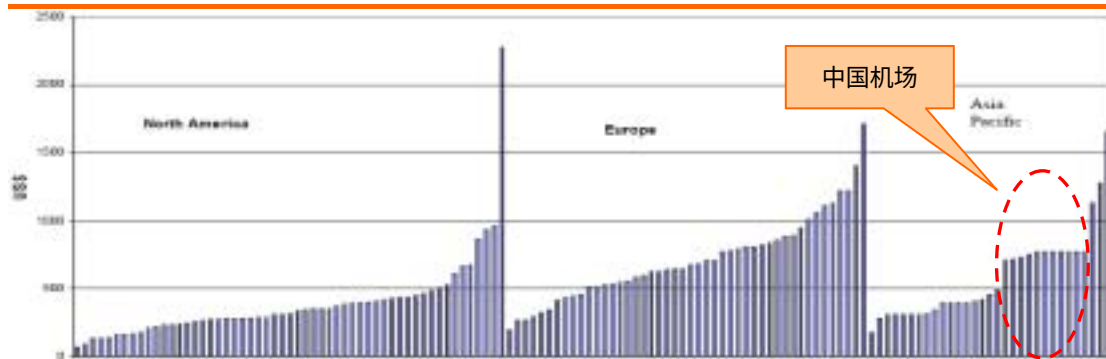
中国政府对不同机场同类航线采取几乎一致的收费标准，导致高造价机场无法通过高费率传递高成本。此外，中国的管制规定，外航的单位收费高于内航。于是，国内机场长期股东回报率取决于航线结构与成本结构的匹配。

➤ 中国机场价格管制的特征——与建造成本脱钩的价格管制

虽然中国与欧洲的“Dual Till”一样，都是仅对航空性业务进行价格管制，但二者的管制对象存在根本性的差异。

中国机场的价格管制，并非象欧美机场那样管制航空性业务的投资回报率，而是直接管制航空性业务的收费价格。所以欧美各机场收费大不相同，而中国机场非常接近。

图表 4 2007 年全球机场 A320 起降费对比



资料来源: 魏佛劳里大学, 平安证券研究所

大型机场往往由于昂贵的地价与航站楼造价，导致单位成本较高。但是，大型机场的收费标准却较造价低廉的小型机场更低。这意味着在中国目前的价格管制模式下，高造价机场的成本无法传递给终端消费者。因此，成本管理能力，特别是基建成本管理能力，

应是中国机场长期股东投资回报率的关键。

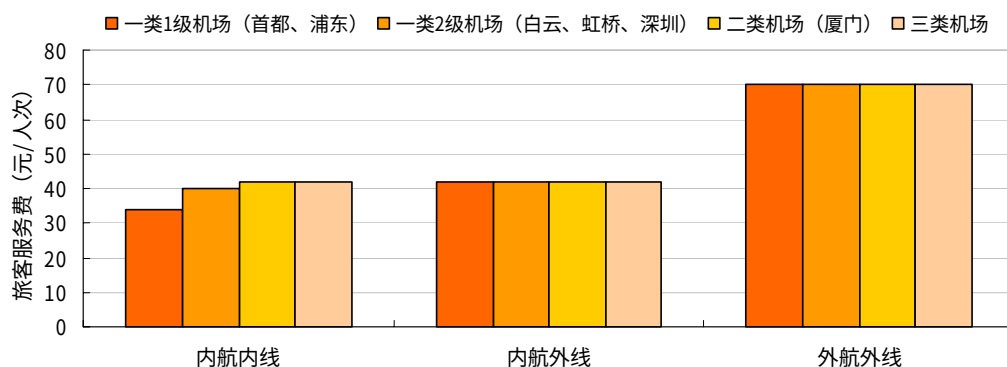
由于机场的航空收费受到管制，非航收入受到居民消费能力的制约，我们估计许多内地大型机场将成为地方政府长期的经济负担。

➤ 中国机场长期股东回报率——造价和航线结构的匹配是关键

在中国目前的价格管制下，外航的单位收费高于内航。这意味着高国际业务占比的机场可以执行高收费标准，同时也可以承受高的基建成本。这也是造成浦东机场与虹桥机场盈利能力差异的根本原因。

因而，中国机场长期股东回报率取决于航线结构与成本结构的匹配。

图表 5 中国机场外航旅客服务费收费标准高于内航 67%



资料来源：CAAC，平安证券研究所

1.3 未来中国机场价格管制的趋势探讨

➤ 《民用机场管理条例》与机场上市的矛盾

《民用机场管理条例》于 09 年 7 月 1 日起实施，其中明确定位“民用机场是公共基础设施。”但事实上，中国机场一直是公益性与商业化间的矛盾体。我们认为《民用机场管理条例》的出台短期内仍无法改变这一现状。

机场的官方定位使我们看到，中国机场管理模式似乎在向美国式的管制思路靠拢。但中国机场的上市，意味着“Single Till”管制模式在国内无法实施——因为股东总是要回报的，不管来自航空或者非航。社会股东对资本回报率的要求与机场的公共服务定位产生了矛盾。如果上市机场建设的航站楼成本过高，那么回报率的要求与价格管制的矛盾会更加突出，而机场的属地化管理更在某种程度上加剧了这一矛盾。

事实上，欧洲的部分机场也面临着中国上市机场相似的定位矛盾。例如 BAA 下属的希思罗机场，一方面因为其高产能使用率和出色的非航业务成为全球机场运营者的范本，另一方面因为没有及时扩建并且非航业务降低航空旅客通行效率，而备受社会公众的批评。

➤ 未来中国机场管制政策的转变探讨

按照我们的判断，在目前的管制政策下，国内大部分大型机场的 ROE 将长期低于股东的期望。短期的解决办法是地方政府承担部分建设费用，或者在机场经营过程中给予各种形式的补贴。如果留意一下各上市机场母公司的财务报表，会发现机场的“爸爸”都公司深度报告

比较穷。

国内机场面临的长期难题在于客流量的快速增长带来持续的扩建资本需求，而过低的再投资 ROE 会影响机场的再融资能力与扩建能力。预计未来几年，政府将面临三种选择：

- (1) 政府隐性补贴；
- (2) 提高机场收费；
- (3) 机场公司退市。

政府隐性补贴可以通过提供低于市场价格的土地、低于市场价格的资本（政府直接投资）等多种方式来实现，但是都属于全体纳税人对航空旅客的交叉补贴。鉴于中国目前所处的人均收入阶段，航空旅客是纳税人中支付能力较强的一个群体，政府任何形式的交叉补贴，都将是有争议的论题。

从公共政策制定原则来看，政府直接投资未必是正确的，因为政府直接投资机场意味着对航空旅客的补贴。政府到底是应该提高收费标准，还是用全体纳税人的钱补贴航空旅客？

尽管有业内专家认为，个别国内机场未来几年将面临退市的压力，但是我们认为这种压力很难变成现实——毕竟和机场航站楼一样，上市公司也经常被看作“城市的脸面”。

从逻辑上来看，矛盾往往需要激化到不可调和的状态，才会有足够大的力量去推动政策的改变，现在也许言之尚早。

二、量：“一市两场”与东北亚枢纽竞争

航空需求的增加有两种方式：1.可支配收入的增加，即消费升级——长期因素；2.航空公司价格刺激——短期因素。作为基建类行业，机场只能满足航空需求，无法有效创造需求。从这个角度来说，机场是一门“被动”的生意。

地缘位置将在很大程度上决定机场的“量”。对于上海机场，我们认为其地缘位置包括两方面的内容，即国内地缘——“一市两场”的运营与国际地缘——东北亚枢纽竞争格局。

对于国内业务而言，虹桥的扩建使上海重归“一市两场”的运营格局，虹桥扩建完工将使浦东的增速面临分流压力。

对于国际业务而言，浦东机场的国际航线网络初步成型，但枢纽结构尚未成型。我们认为浦东枢纽建设缓慢的原因在于基地航空公司尚未具备发展国际航线网络的条件，东航上航的合并对枢纽建设帮助甚微。未来新东航的入盟有望成为浦东枢纽建设的催化剂，而第五航权的开放更将提升上海机场的内在投资价值。

2.1 国内业务：航线管制策略主导“一市两场”业务分配

国际上“一市两场”的枢纽运营，失败多，成功少。

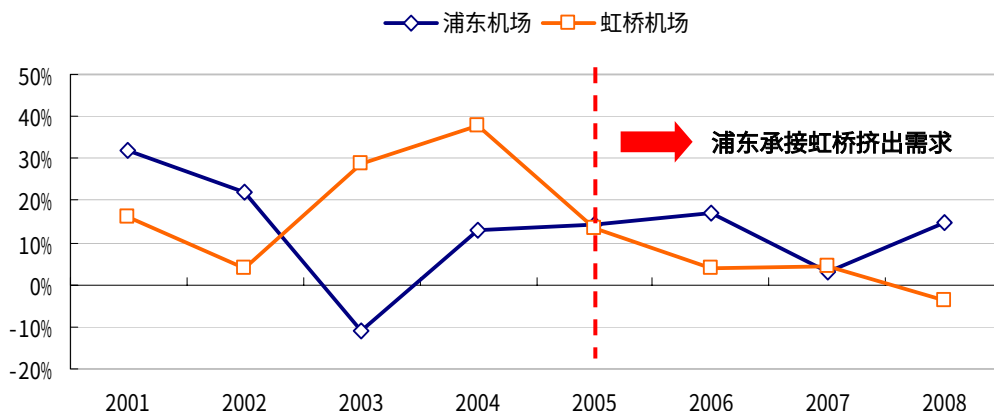
虹桥扩建后，上海将重归“一市两场”的运营格局，并使两场业务重新进入动态分配状态。

除非民航局强势引导新增航线落户浦东，否则浦东 2011 年后将面临虹桥重叠航线的分流压力，其国内航线增速将下滑接近一半。

➤ 两场国内航线大范围重叠，航线管制策略导致同城竞争

从历史运营数据来看，浦东机场自 1999 年通航以来，其国内航线的运营一直受到虹桥机场产能利用状态的影响。

图表 6 浦东与虹桥的国内航线航班起降增速比较（2001-2008）

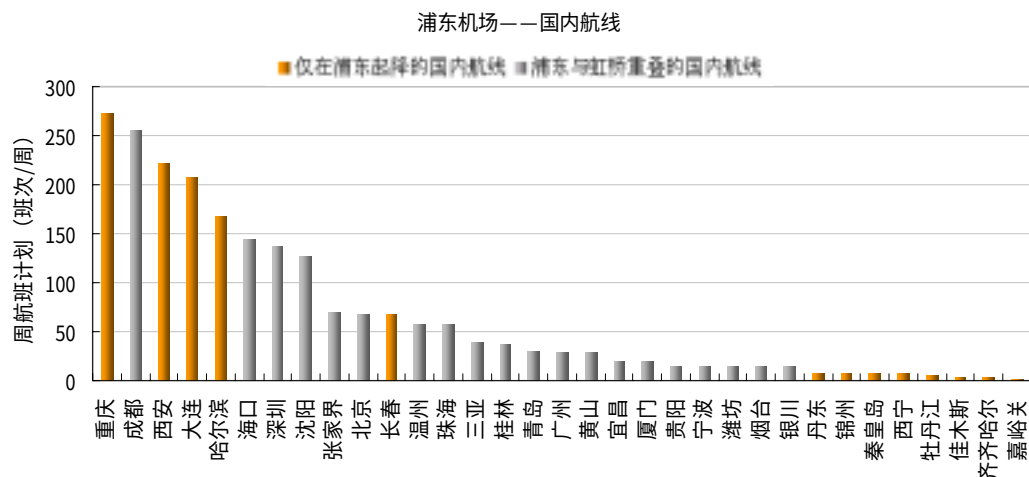


资料来源：CAAC，平安证券研究所

两场的同城竞争源自于二者国内航线的高度重叠，而航线高度重叠表明航空公司在选择机场方面获得了较大的主动权。

如果浦东机场与虹桥机场能像韩国的仁川机场与金浦机场一样，对两场国内航线分工清晰，或许上海两场同城竞争的情况将不会如此明显。

图表 7 浦东机场近 60% 的国内航线与虹桥机场重叠（2009 夏秋航季）



资料来源：CAAC，平安证券研究所

这种国内航线大范围重叠的情况自 2002 年“航班东移”后就一直存在，虹桥机场与浦东机场之间一直存在同城竞争。

图表 8 浦东虹桥国内航线自 2002 年航班东移后一直高度重叠

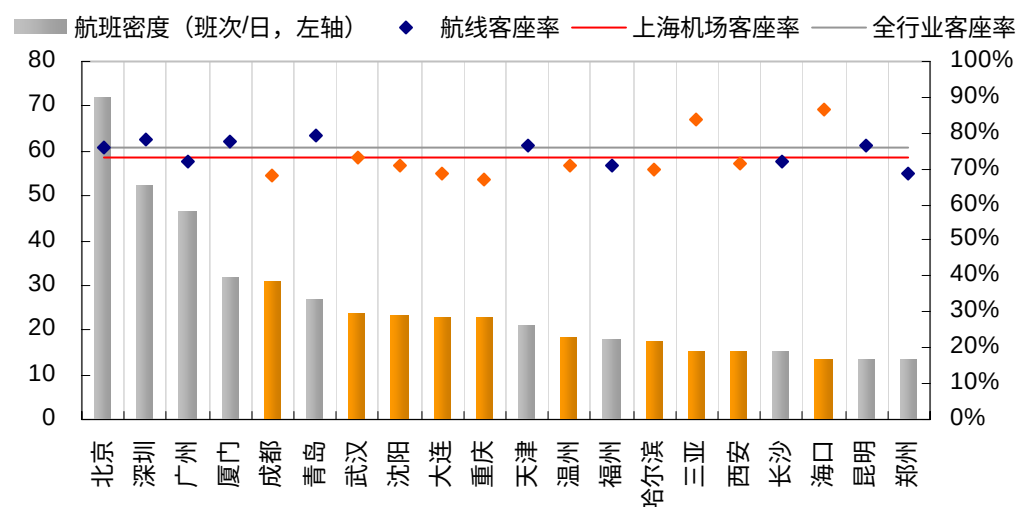
	2002 年	2009 年
两场国内航线合计（条）	48	54
虹桥起降航线	39	41
浦东起降航线	9	13
两场重叠航线	19	20
两场国内航线重叠度	39.6%	37.0%

资料来源：CAAC，平安证券研究所

由于国内航线大范围重叠，虹桥机场明显的陆地交通优势使浦东机场长期呈现“双低现象”（低客座率与低票价水平）。浦东机场 08 年的客座率只有 65% 左右，其国内航线的客座率大幅低于虹桥机场，更低于全行业平均客座率。

因此，航空公司在浦东机场增加航班的经济动力明显不足，特别是面对目前的扭亏压力。这也将导致，当虹桥有新增航班时刻时，航空公司更倾向于在虹桥增加航班，而对浦东造成增量分流压力。

图表 9 浦东机场国内航线的低客座率运营（07/08 冬春—08 夏秋航季）



备注：图中用橙色标示的航班密度与航线客座率均为以浦东机场为主要航站的国内航线执行情况。

资料来源：CAAC，平安证券研究所

➤ 虹桥机场扩建后，浦东机场国内航线增速将下滑 50%

2009 年底虹桥机场扩建完成，预计将于 2010 年 3 月底启用。虹桥机场的扩建对于浦东机场而言，存在两方面的风险：

- (1) 航线的重新划分。
- (2) 重叠航线的增量转移。

而在这个过程之中，民航局的航线管制仍将继续主导上海“一市两场”国内业务的分配。我们无法预判政府的管制策略，但我们认为，即使不考虑航线的整体转移，浦东机场也将面临重叠航线的增量分流压力。

按照我们的测算，如果仅考虑重叠航线的增量分流，浦东机场 2010 年的国内航线增速将下滑一半。

值得注意的是，这一风险极有可能被 2010 年的上海世博会的增量因素所掩盖，而当世博会脉冲式需求过去之后，两场的国内业务或将完成重新分配。

2.2 国际业务：国际航线网络初步成型，新东航入盟将催化枢纽建设

国际业务优势无疑是上海机场投资价值的关键因素。浦东机场 08 年国际旅客吞吐量 1,621 万人次，全国排名第一，市场份额占比 30% 以上。

对于浦东机场而言，现阶段的国际业务仍以腹地需求为主，国际航线网络初步成型，但枢纽结构尚未成型。

在我们看来，枢纽结构最本质的内容是，航空公司借助大型机场的航线网络为直飞需求不足的地区提供中转空运服务。因此，枢纽化运作往往可以加强大型机场现有的航线网络，同时也是机场国际业务高度集中的根本原因。

从长期来看，枢纽化的运作可以加强浦东机场国际业务的先发优势，并使其盈利能力得以延续，甚至增强，因而值得投资人深入探究。

我们认为上海机场的枢纽建设进展缓慢的原因在于，上海的区位决定了其不是国内中转枢纽，而是国内国际中转枢纽，但目前的基地航空公司发展国际航线的实力不足。所以，东航和上航的合并对于提升上海机场的枢纽地位帮助甚微，也许数年之后，新东航入盟与第五航权的开放才有望成为上海机场枢纽建设的催化剂。

➤ 枢纽建设缓慢导致浦东美线受抑制

由于浦东机场的枢纽建设推进缓慢，同处东北亚的成田、仁川两大国际枢纽机场对其国际航线网络产生了直接的影响，特别是抑制了其美洲航线的发展。

成田机场与仁川机场密集的美洲航线，以及不断增加的中国通航点，已形成了中国内地的美洲中转通道。行业公认，每年中国至北美的旅客有三成左右通过仁川、成田两大机场中转。

图表 10 东北亚三大机场国际客运航线结构（2009 年 4 月）

	浦东机场		成田机场		仁川机场	
	通航城市 (个)	航班密度 (班次/日)	通航城市 (个)	航班密度 (班次/日)	通航城市 (个)	航班密度 (班次/日)
亚洲	45	237	35	249	71	386
美洲	7	20	19	91	14	51
欧洲	13	43	10	46	9	24
大洋洲	3	8	8	18	6	11
非洲			1	2	1	1
合计	68	309	73	406	101	473
中国	33	367	11	67	22	141

资料来源：CAAC，NAA，IIAC，平安证券研究所

➤ 基地航空公司国际航线弱势导致枢纽建设动力不足

无论从腹地需求，还是地理位置来看，浦东机场都拥有成为国际枢纽机场的先天条件。但事实上，其国际枢纽战略一直发展不顺畅。

市场认为上海机场枢纽建设缓慢，是由于上海“一市两场”的中转问题，以及基地航空公司在机场的市场份额不足所造成的。我们认为最根本的原因在于基地航空公司暂时缺乏发展大型国际航线网络的实力。

(1) “一市两场”的中转问题

我们并不认为上海“一市两场”的中转问题是其枢纽建设的症结所在，因为两场间的地面中转本来就不应成为上海机场国内-国际的主要中转模式。原因在于，两场间的地面中转无法满足 MCT（最短衔接时间）的要求，会严重影响枢纽机场航班波的搭建。

即使在上海机场官方的设计规划中，也明确提到“最大程度地实现旅客在一个机场内的多种中转，尽可能减少旅客在两场之间的地面中转”。

(2) 航空公司的实力问题

航空公司的问题确实是枢纽建设进展缓慢的主要原因，毕竟枢纽结构实际上是航空公司实施成本策略的结果，航空公司才是枢纽战略的核心。

但与市场观点的区别在于，我们认为最根本的原因并非基地航空公司在机场市场份额的高低，而是其发展国际航线的实力不足。

国内航空公司在国际航线上的弱势地位，使得其缺乏搭建国际枢纽航线结构的实力及经济动力，特别是尚未加入联盟的东航。

➤ 新东航入盟与第五航权开放或将成为枢纽建设的催化剂

对于浦东的枢纽建设我们认为尚需外部条件的催化，而新东航入盟与第五航权的开放将可能成为最为有效的催化剂。

仅就东航与上航的重组而言，我们认为对浦东机场的枢纽建设影响甚微。原因在于，东上重组仅加强了二者的国内航线主导力，但并没有改善其国际航线中的弱势。

但如果重组后的新东航选择加入航空联盟，或将加快上海国内与国际两个网络的有效融合，成为浦东机场枢纽建设的催化剂。

此外，我们认为第五航权的开放将提升上海机场的内在价值。

如果开放第五客运航权，上海旺盛的腹地需求必将吸引外航选择浦东机场作为其重要的国际枢纽节点。而这一效应，我们也可以从第五货运航权的开放中看到实例。

第五航权的开放与否，实际上是政府与航空公司间的博弈。考虑到第五航权对本国航空公司的冲击巨大，特别是目前航空公司仍处于扭亏压力下，我们认为短期内开放的可能性较低。

三、成本：基建成本与航线结构匹配是关键

机场间的航站楼单位造价存在明显差异，而这背后实际是机场对于自身旅客结构假设的差异。因为按照机场的设计标准，国际旅客单位面积较国内旅客大，单位客流对应的造价高。机场的旅客结构不仅可以决定其单位旅客航空性收入，更会影响单位旅客的非航价值。

所以，我们认为评判机场的基建成本管理能力时，应重点考察其**航站楼单位造价与旅客结构的匹配度**。

虽然浦东机场的单位造价在国内的四家上市机场中最高，但其优秀的旅客结构可以为其高造价提供匹配度，且未来的扩建将进一步提高该匹配度。

对于虹桥机场而言，高昂的扩建成本没有得到旅客结构的有效支持。同时，强调运转效率的航站楼设计，使得虹桥机场未来的非航业务发展受到限制。扩建后的虹桥机场，长期投资回报率不具吸引力。

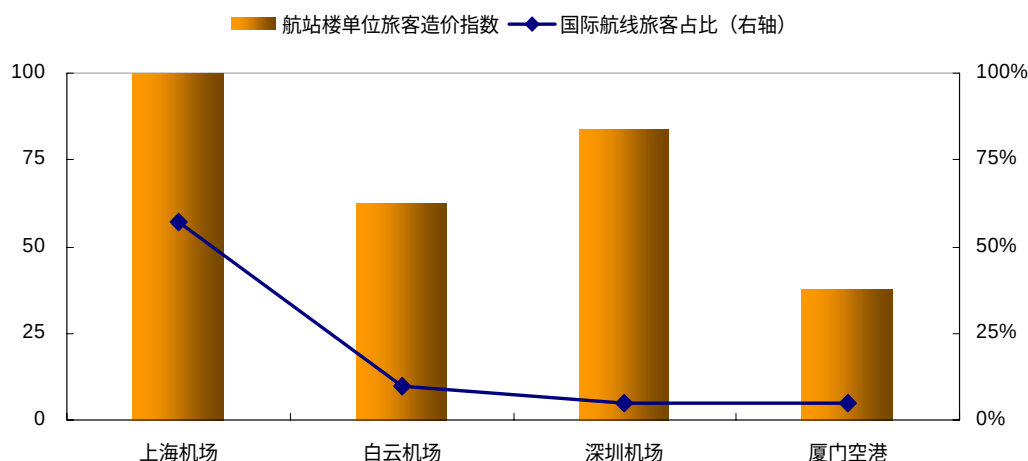
3.1 浦东机场：基建成本与航线结构匹配

随着未来产能使用率的提升，浦东机场将成为高回报资产。首先是因为其航线结构与造价匹配，其次是因为未来扩建的边际基建成本将降低。

➤ 高国际旅客占比为高造价提供匹配度

浦东机场的单位造价要明显高于国内其它机场，但由于其具有 50%以上的国际旅客占比，优秀的旅客结构可为其高造价提供较好的匹配度。

图表 11 国内上市机场航站楼单位造价与旅客结构匹配度分析



资料来源：平安证券研究所

备注：航站楼单位旅客造价指数以上海机场为 100。白云机场考虑东三、西三指廊的建设；深圳机场考虑 T3 的建设。

➤ 浦东机场下一次扩建具有较低的边际成本

浦东机场于08年3月完成二期扩建的第一阶段,扩建后浦东机场的客运设计产能由2000万人次/年提升至4200万人次/年。2015年6000万人次/年的设计目标要在二期扩建第二阶段完工后才可实现,即还需要完成对卫星厅S2的建设。

图表 12 浦东机场二期第一阶段扩建后设计产能

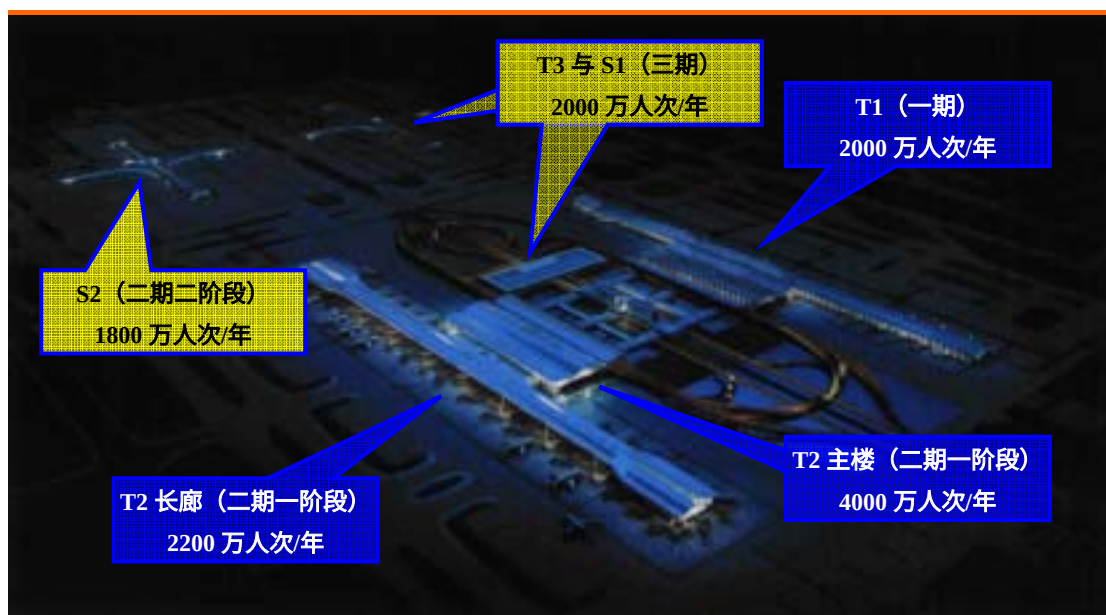
浦东机场二期第一阶段扩建启用时间	2008-3-26
跑道 (条)	3
航站楼 (座)	2 (T1、T2)
飞机起降架次 (万架次/年)	49.1
旅客吞吐量 (万人次/年)	4200
货邮吞吐量 (万吨/年)	420

资料来源：公司资料，平安证券研究所

浦东机场 T2 的建设模式与白云机场类似，都是先将陆侧一次性修建完毕，而空侧在初期仅建设一部分。待产能利用率提高到一定程度后，再利用较少的资金对空侧进行补充扩建，进而阶段性地提升航站区产能。

这样的建设模式意味着浦东机场 T2 的部分陆侧产能将在下一次扩建前闲置，同时也意味着浦东机场下一次扩建将具有低的边际成本，扩建后整个浦东机场的回报率将进一步提高。

图表 13 浦东机场航站区总体规划图



资料来源：公司资料，平安证券研究所

备注：蓝色标示部分为已完工启用项目，黄色标示部分为尚待扩建项目。卫星岛 S2 的建设是为了满足 T2 空侧的不足；卫星岛 S1 的建设是为 T3 的陆侧配套。

3.2 虹桥机场：扩建后长期 ROE 不具吸引力

扩建后的虹桥机场是低回报率机场，盈利或将低于市场预期。首先是因为其航线结构与高建造成本不匹配，其次是因为其航站楼设计限制了非航业务的发展空间。

➤ 虹桥机场的产能

(1) 虹桥机场扩建后飞行区新增产能有限

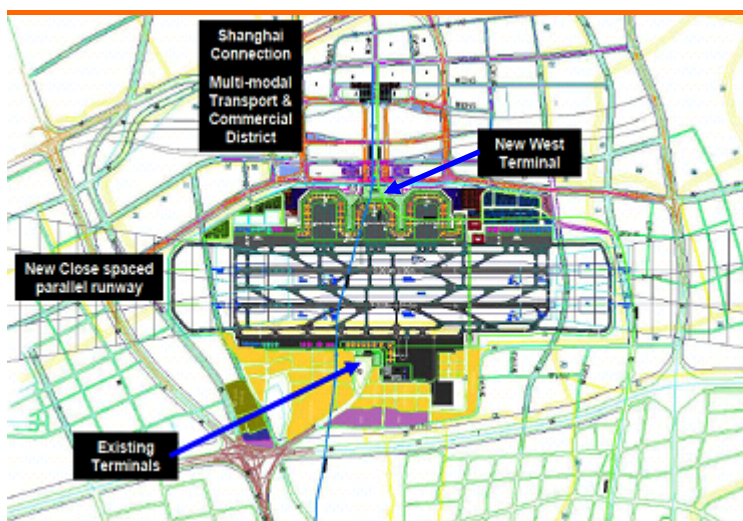
我们认为虹桥机场扩建后飞行区新增产能有限。原因有二。

第一，虹桥机场正在新建的是一条平行近距离跑道。根据 IATA 的相关规定，平行跑道的中线间距决定了两条跑道的起降能力。虹桥机场两条跑道的间距只有 365 米，无法满足双跑道独立起降的要求，将采用总起降能力较低的“一起一降”模式。

第二，扩建后虹桥机场的东、西航站区将分布于飞行区的两侧，而非传统的同侧。这样的航站区布局将可能增加飞机在跑道间的交叉穿行需求，进而进一步降低飞行区产能。

根据 IATA 的相关规定，并参考部分业内人士的观点，我们估计虹桥未来高峰起降能力约为 50-60 架次/小时。鉴于虹桥机场周边已经建设了大规模的民用住宅，噪声管制将使其夜间起降受到限制，虹桥双跑道最大年起降能力约为 26-30 万架次。

图表 14 虹桥机场扩建规划



资料来源：L&B，平安证券研究所

(2) 虹桥机场扩建后航站区产能提升至 4000 万人次/年

虹桥机场原有航站楼的超负荷运转一直使大家对航站楼的产能弹性产生疑惑。虹桥机场原有航站楼的设计产能为 960 万人次/年，08 年实现旅客吞吐量 2288 万人，产能弹性高达 238%。

我们认为造成这一现象的原因主要有两点。

第一，虹桥机场的旅客结构发生变化，产能提升。根据机场的设计规范，国际旅客相关设计面积高于国内旅客。虹桥机场的老航站区是按照国际机场进行设计的，在国际航班迁往浦东后，航站楼的产能通过改造较当初的设计有了较大幅度的提升。

第二，和所有航站楼一样，其吞吐能力可以随着管理流程的优化或通行效率的提高而上升。

根据虹桥机场扩建规划，未来虹桥机场约 70%的旅客使用西航站楼，30%使用东航站楼（现有的 A、B 航站楼），东、西航站楼 2010 年的旅客吞吐量约为 2500-3000 万人次，2015-2020 年将达到 4000 万人次的产能上限。

图表 15 虹桥机场二期扩建后设计产能

虹桥机场二期扩建启用时间	2010 年初
跑道（条）	2
航站楼（座）	2（东、西航站楼）
起降架次（万架次/年）	30
旅客吞吐量（万人次/年）	4000
货邮吞吐量（万吨/年）	100

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ 虹桥机场扩建前后的基建成本

虹桥机场的建设成本包括基建成本和土地成本，我们暂时只考虑基建成本。

历史成本方面，根据 2004 年虹桥机场与浦东机场资产置换时的相关公告，东航站楼的历史成本为 20 亿元（考虑资产置换时的评估增值）；我们估计虹桥机场原有跑道的历史成本在 10 亿元以内，这里没有考虑过去五年可能发生过的跑道加盖等资本化的基建成本。

扩建成本方面，从公开资料来看，虹桥机场总体扩建成本约为 153 亿元。

参考国内同类机场的建设成本，虹桥机场新跑道的基建成本应在 15-20 亿元；西航站楼按照 1.5 万元/平方米的建设标准匡算，基建成本应在 50-60 亿元。考虑到配套设施与融资成本，我们粗略估算虹桥机场二期的基建成本应在 80-90 亿元。

➤ 虹桥机场的长期与短期股东回报率

虹桥机场的股东回报率取决于成本、航空性收入与非航收入。由于缺乏公开披露数据，我们只能根据历史公开资料并参考类似机场模拟测算，与事实的偏差可能很大。

(1) 扩建前的盈利能力

根据我们的测算，虹桥机场目前的盈利能力仅为 1-2 亿。

我们的测算结果较市场更低的主要原因在于，市场参照公司公告的虹桥机场候机楼 02 年的净利润测算其目前的盈利能力，但忽视了“航班东移”对虹桥航班结构的显著影响。

虽然与深圳机场的旅客吞吐量相近，且也拥有低廉的固定资产，虹桥机场的盈利能力却比深圳机场低近 70%。

最根本的原因在于，虹桥机场多年的超负荷运作使得航站楼非常拥挤，租赁业务无法得到有效开发。此外，深圳机场拥有部分机场高速的广告收入，而虹桥机场的部分广告利益流入浦东机场持股的广告子公司。

(2) 扩建后的盈利能力

虹桥机场扩建后短期内将可能出现亏损，且长期 ROE 将由目前的 4%-5% 下降到 1%-2%。

我们认为虹桥机场扩建后的低 ROE 是由两方面原因造成的。

第一，虹桥机场的旅客结构与单位造价匹配度较差。目前虹桥机场的国际航线占比仅为 3%，航线的政府管制使该数字很难提升。如果扩建后航线结构仍维持现状，虹桥机场

的单位收入将无法与二期扩建的高造价相匹配。

第二，虹桥机场的规划设计。无论是扩建前的东航站区，还是扩建后的西航站区，“功能优先”是我们从虹桥机场规划中所看到的设计理念。强调运转效率的机场设计，使得虹桥机场商业面积占总面积的比例显著低于浦东 T2 等近年设计的大型机场航站楼，非航业务发展将可能受到一定的限制。

图表 16 虹桥机场西航站楼出发层设计平面图——商业区面积相对狭小



资料来源：L&B，平安证券研究所

备注：图中黄色标示部分为商业区。

四、影响短期（三年）盈利能力的主要因素

我们看好上海机场所具有的长期投资价值，但就短期而言，其盈利能力将受到资产注入、非航业务以及浦东航油投资收益的影响。

4.1 资产注入的猜想

资产注入一直是上海机场过去三年中的重要故事。随着虹桥二期启用时间的临近，市场对资产注入的预期也越来越强烈。

媒体普遍认为，虹桥资产注入将成为上海机场股价的短期催化剂。而分析师应该关注的是——资产注入对估值的实质影响。

根据我们的测算，虹桥一期与国际货站股权的打包注入，完全可以实现市场所预期的10%-15%的业绩增厚。

对于虹桥二期资产，我们认为暂不注入上市公司，而采用租赁方式运营应是更好的选择。

➤ 上海机场集团旗下主要航空资产

（1）虹桥机场

根据我们的测算，虹桥机场目前的盈利能力仅为1至2亿元。

2010年二期扩建完工后，虹桥机场短期可能出现亏损，长期投资回报率缺乏吸引力。

（2）浦东国际货站51%的股权

货站是机场货运业务的盈利核心。浦东国际货站在浦东机场的市场份额近40%，08年净利润5.7亿元，长期ROE在60%以上。按照收益现值法测算，其资产价值应在40亿元左右。

目前国际货运需求的快速萎缩对其短期业绩造成一定压力，但不影响其长期盈利能力。

浦东国际货站于08年投资3.9亿元参股浦东西区公共货运站，持股56%，该货站年货物处理能力为120万吨，于08年12月1日正式投入运营。根据我们的估算，西区货站达产后年盈利能力约为6亿。由于短期业绩尚不明显，我们暂不考虑该部分资产。

（3）机场建设费返还

按照浦东机场与虹桥机场08年的旅客吞吐量计算，两场的机场建设费返还应在8亿元左右，税后净利润6-7亿元。

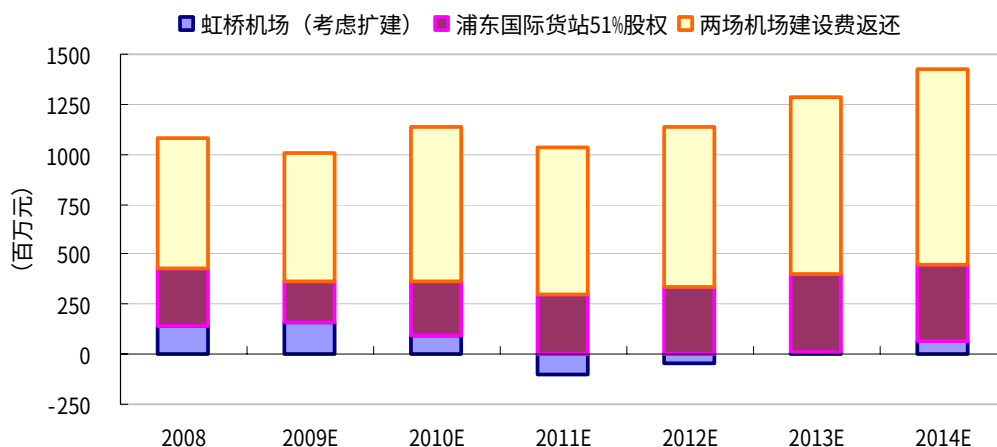
目前国内仅有首都机场、白云机场、美兰机场等三家上市机场获得机场建设费返还。国务院已批准机场建设费征收政策延至2010年，但之后是否取消尚无定论，因此该项收入具有较高的政策性风险。

图表 17 上海机场集团主要航空资产

	净资产规模	盈利能力（2009）	ROE
虹桥机场（一期）	25-30 亿	1-2 亿	4%-5%
浦东国际货站 51%股权	4.6 亿	2-3 亿	50%-60%
机场建设费返还	-	6-7 亿	-

资料来源：平安证券研究所

图表 18 上海机场集团主要航空资产净利润变化趋势



资料来源：平安证券研究所

➤ 资产注入的方案猜想

虹桥二期高额的扩建成本使上海机场的资产注入成为一道难解的题目。

无论选择一次注入还是分步注入，资产注入的实施都可实现小幅的业绩增厚。但长期来看，虹桥二期过低的投资回报率可能损害上海机场的投资价值。暂不注入虹桥二期应是对更好的选择。

(1) 融资方式的选择

EPS 增厚程度受到收购融资方式的影响。例如，深圳、白云和厦门机场 08 年收购跑道产生的盈利增厚分别约为 0%、0%和 30%，主要就是因为厦门空港采用了“现金+债权”，而不是股权融资的方式。

尽管上海机场目前的负债率约 28.8%，但账面现金只有 3.8 亿元。考虑到若收购虹桥负债率将显著上升，股权融资收购的可能性较大。因此，上海机场资产注入的增厚幅度应相对有限。

(2) 资产组合方案的选择

我们不清楚上海机场资产注入的具体方案。根据以上我们对机场集团各项航空资产盈利能力的分析，我们猜测上海机场资产注入可能有以下四种方案。

图表 19 资产注入的可能方案猜想

资产注入方案猜想	
方案（一）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期（租赁）
方案（二）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权
方案（三）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期
方案（四）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期 + 机场建设费返还

资料来源：平安证券研究所

收购对于长期估值的影响，取决于注入资产内在价值与收购价格的差异。内在价值的评估是一个很主观甚至很个性化的测算过程，按照 100%股权融资收购的假设，我们测算

收购对于上海机场业绩增厚的敏感性分析如下。

图表 20 资产注入对上海机场业绩增厚的情景分析（2010 年）

方案（一）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期（租赁）				
方案点评	方案可行性相对较高。				
收购 PE	融资股价(元/股) 资产评估价格(亿)	14	16	18	20
10	36	17.2%	18.9%	20.3%	21.5%
15	54	10.7%	13.0%	14.9%	16.5%
20	72	4.8%	7.7%	10.0%	11.9%
25	90	-0.4%	2.8%	5.5%	7.7%

方案（二）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权				
方案点评	虹桥二期启用后，一期与二期期间的业务重新分配将可能造成收入划分问题。				
收购 PE	融资股价(元/股) 资产评估价格(亿)	14	16	18	20
10	41	19.1%	21.0%	22.6%	23.9%
15	61	11.8%	14.4%	16.5%	18.3%
20	81	5.3%	8.4%	11.0%	13.1%
25	101	-0.4%	3.1%	6.0%	8.4%

方案（三）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期				
方案点评	要实现增厚，资产评估价格必须大幅偏离虹桥机场资产规模，产生“国有资产流失”质疑。				
收购 PE	融资股价(元/股) 资产评估价格(亿)	14	16	18	20
20	72	4.8%	7.7%	10.0%	11.9%
30	108	-5.2%	-1.6%	1.3%	3.7%
40	144	-13.4%	-9.5%	-6.1%	-3.3%
50	180	-20.3%	-16.1%	-12.6%	-9.5%

方案（四）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期 + 机场建设费返还				
方案点评	增厚效应最为明显，但机场建设费的政策性风险将使方案的可行性存在较大争议。				
收购 PE	融资股价(元/股) 资产评估价格(亿)	14	16	18	20
10	114	43.4%	48.9%	53.5%	57.4%
15	171	24.8%	31.2%	36.6%	41.3%
20	228	10.5%	17.2%	23.0%	28.1%
25	285	-0.8%	6.0%	11.9%	17.2%

资料来源：平安证券研究所

比较以上四个方案，我们认为方案（一）的可行性最高，即注入虹桥一期与浦东国际货站 51%的股权，同时租赁经营虹桥二期资产。如果资产注入在 2010 年完成，业绩应可以实现 10%-15%的增厚幅度。

站在上海机场股东的角度考虑，暂不注入虹桥二期资产应是最佳选择，毕竟虹桥二期的投资回报率实在不具有吸引力。在我们看来，虹桥二期的注入甚至可能损害上海机场的长期投资价值。

4.2 浦东机场非航业务发展潜力

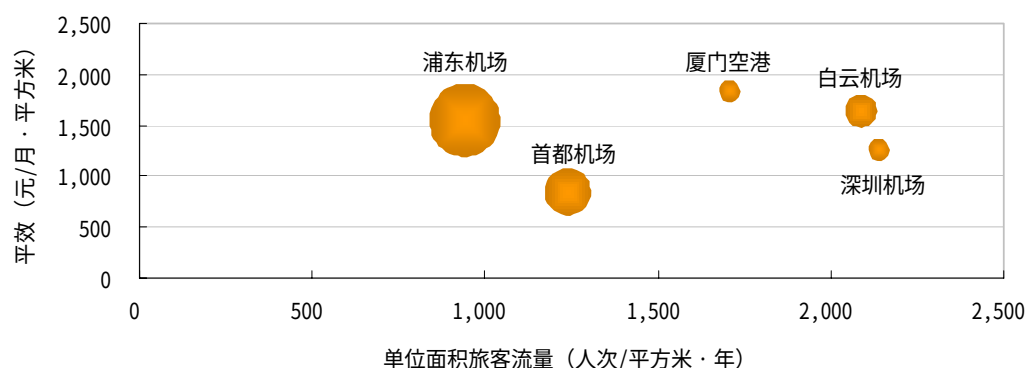
➤ 商业租赁业务

从旅客结构来看，浦东机场的国际旅客占比全国最高，也意味着其享有最高的非航价值。

目前，由于处于扩建初期，浦东机场客流量不足导致其平效未体现出与其它机场应有的差异。

我们认为随着旅客流量的逐步上升，浦东机场商业区的平效水平仍将有较大的提升空间。

图表 21 国内上市机场非航价值、平效与单位客流量间的关系



资料来源：平安证券研究所

备注：气泡的大小代表机场的国际旅客占比，反映机场的非航价值大小。

➤ 广告业务

上海机场拥有国内机场中最高的广告媒体价值。但这并未在其目前的广告业务中得到合理体现，而且这一情况可能在相当长的时间内无法有效改善。

上海机场广告业务的主要利润来源于两部分：（1）公司向德高动量收取的广告阵地租赁收入；（2）广告子公司对德高动量的投资收益。两项收益都将上海机场的广告价值转换为公司业绩，且存在着“此消彼长”的关系。但就广告价值向公司业绩的转换程度而言，广告阵地费明显高于广告子公司的投资收益。

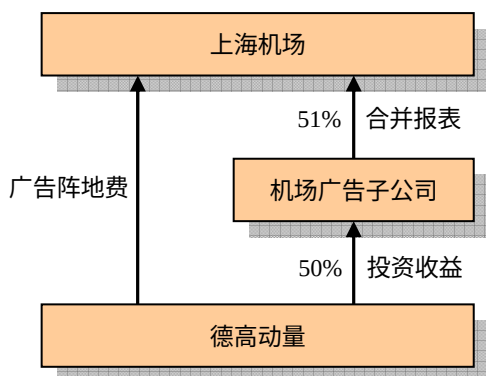
随着 08 年深圳机场广告媒体的整体外包，目前国内上市机场的广告业务已大多由专业的广告运营商承接。在这一经营模式下，广告阵地费或特许经营费的合理定价是机场非航业务管理水平的关键。

作为上海机场唯一的广告运营商，德高动量的毛利率高达 45%，大幅偏离其所属行业 20%左右的毛利率水平。过高的毛利意味着上海两场的广告阵地费定价过低，即上海机场广告价值在定价中未得到公允体现。

遗憾的是，上海机场长达 15 年的广告阵地租赁合同，将使其广告价值在未来相当长的时间内都无法有效转化为公司业绩。

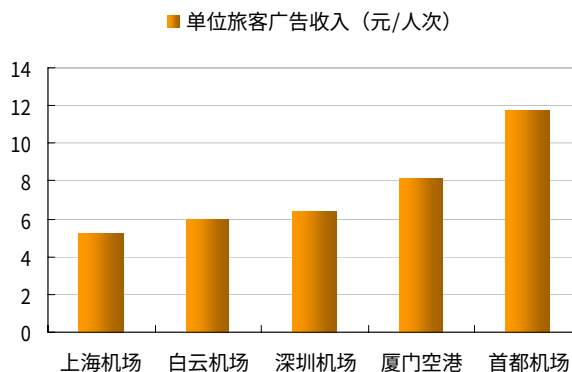
如果股东可以要求机场集团将其所持有的机场广告子公司 49% 的股权注入上市公司，则可以在一定程度上改善目前广告业务的业绩转化问题。

图表 22 上海机场广告业务经营模式



资料来源：平安证券研究所

图表 23 上海机场广告价值未有效转化为业绩（2008）



资料来源：平安证券研究所

4.3 浦东航油的投资收益——短期盈利波动与长期超额收益

2005-08 年，对浦东航油的累计投资收益占上海机场累计净利润的 14.7%。无论是短期的盈利能力还是长期的超额收益，都能够对公司的估值产生直接的影响。

短期来看，我们预计 2009 年尤其是第二季度开始，浦东航油的盈利能力将出现明显的恢复。长期来看，航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

➤ 浦东航油国内业务盈利模式探讨

(1) 浦东航油特有的供油结构——“以外供内”

浦东航油公司向浦东机场供应的航油 90% 以上是进口航油，60% 以上的国内航班需要依赖进口航油保障，既存在明显的“以外供内”特征。

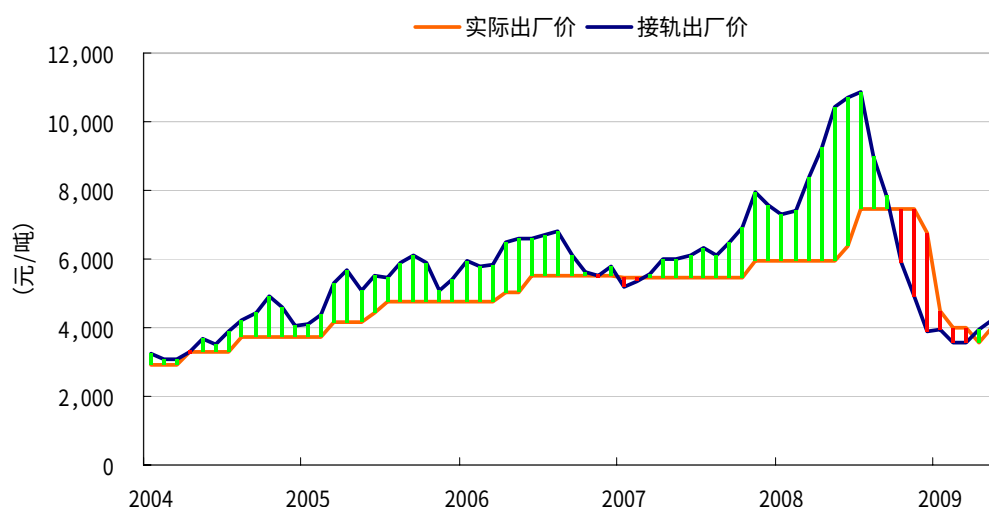
其根本原因在于，虽然国产航油出厂价有明确的接轨定价公式，但实际出厂价仍由国家发改委直接制定、调整，并被长期人为压低。在国产航油出厂价长期倒挂的情况下，国内炼油商缺少炼油动力，国产航油非常有限。

浦东机场是国内五个拥有航油进口权限的机场之一，相较而言，浦东航油公司较其他内地机场更难拿到稀缺的国产航油。

接轨出厂价格定价公式：

$$[\text{新加坡市场航油离岸价} + \text{贴水 (1.5)}] \times \text{汇率} \times \text{桶吨比 (7.9)} \times [1 + \text{关税 (1\%)}] \times [1 + \text{增值税 (17\%)}] + \text{港口费 (50)}$$

图表 24 国产航油出厂价格长期倒挂——浦东航油“以外供内”导致国内业务长期亏损



资料来源：CAAC，Bloomberg，Wind，平安证券研究所

备注：接轨出厂价为按照定价公式计算的国内航油理论出厂价格。

(2) 国内航班的航油供销价格传导机制——“以外供内”缺少供销价格传导机制

民航局对国内航班的航油销售价格实行政府指导价，该指导价仅可以传导由国家发改委管制的国产航油出厂价的调整，尚未与国际航油价格建立直接联动。

因此，在国内航油出厂价长期倒挂的情况下，浦东航油“以外供内”的供油结构导致其国内航油业务长期亏损。

图表 25 浦东航油公司国内航班航油的供销价格定价规则

	采购价格	销售价格
国产航油	国产航油出厂价格	国产航油出厂价格 + 航油综合采购补贴 + 进销差价
进口航油	CAOS 统一招标采购价格	

资料来源：CAAC，平安证券研究所

(3) 国内航油出厂价的逐步接轨将使国内航油业务恢复至正常盈利能力

今年以来，国产航油出厂价调整的频度明显加快，且价格也趋于接轨。

如果国产航油出厂价能保持目前的调整频度，我们认为浦东航油的国内业务将有望摆脱长期亏损的状态，恢复至正常的盈利能力。

➤ 浦东航油国际业务盈利模式探讨

(1) 国际航班的航油供销价格传导机制——进销差价构成合理利润空间

浦东航油的国际业务 100%依赖进口航油。

从采购成本来看，我国进口航油实行全国集中采购模式，由中国航油（新加坡）股份有限公司（CAOS）定期统一全球招标采购，其采购价格与国际航油价格高度相关。

从销售价格来看，国家对国际航班实行市场调节价，该市场调节价在一定程度上可有效

传导国际航油价格的波动。

对于浦东航油公司而言，进销差价是其国际航班航油业务的合理利润构成。

图表 26 浦东航油公司国际航班航油的供销价格定价规则

采购价格		销售价格
国际航班	CAOS 统一招标采购价格	新加坡市场离岸价 + 海上运保费 + 进销差价

资料来源：CAAC，平安证券研究所

(2) 国际航油价格的快速单边波动将导致短期盈利波动

由于储油设施有限，浦东航油的采购周期通常为 10 天左右。由于销售期滞后于采购期，且无法通过库存实施航油采购策略，航油价格的快速单边波动将直接导致航油公司国际业务的短期利润波动。而这也正是 08 年浦东航油净利润大幅下滑的原因。

当国际航油价格处于快速上升通道中，航油销售价通常高于采购价，航油公司国际业务可以获得超额收益。

当国际航油价格处于快速下降通道中，航油销售价通常低于采购价，航油公司国际业务将出现亏损。

图表 27 新加坡航油价格走势（2004-2009）



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

(3) 国际航油价格波动趋缓，国际航油业务盈利能力逐步恢复

短期来看，我们预计 2009 年，尤其是第二季度开始，浦东航油的盈利能力将出现明显的恢复。

➤ 超额收益的政策风险

对于国外的机场而言，航油服务作为机场的专营权，通过采取特许经营模式获得合理的利润。

但在中国，航油服务是一项脱离于机场的第三方运营项目，从设施的规划、建设到运营都具有很高的垄断性，从而使该行业存在长期的超额利润。

民航局在 2005 年的第 148 号令《国内投资民用航空业规定（试行）》中，对机场投资参与航油服务有明确的规定：“民用运输机场投资本机场范围内的航空燃油销售、储运、

加注企业及其设施，投资比例不得超过 25%，并且不得相对控股。”

上海机场通过 2004 年与机场集团的资产置换，拥有浦东航油公司 40%的股权，投资比例超过了规定上限。长期来看，航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

若上海机场对航油公司投资减持到 25%以下，将可大幅增加一次性投资收益，公司盈利的稳定性将回归机场行业。

五、盈利预测与估值

由于生命周期与金融危机的双重效应叠加，2009 年或将成为上海机场新一轮盈利爬升周期中的业绩低点。一方面，扩建所造成的成本跃升将在 09 年完全体现；另一方面，金融危机所造成的航班结构恶化使收入增速大幅下滑。

我们认为公司盈利将于 2010 年进入上升通道，未来三年业绩复合增速达 24%。

如果上海机场对虹桥二期资产采取租赁方式经营，而非资产注入，我们认为上海机场目前的股价估值合理，给予“推荐”评级。

如果上海机场按照基建成本注入虹桥二期资产，上海机场的 ROE 将大幅下滑，上海机场的长期投资价值将可能受到损害。

5.1 盈利预测

➤ 盈利预测结果

2009 年将成为上海机场新一轮生命周期的业绩低点，未来三年（2009-2012）公司业绩复合增速可达 24%。

图表 28 上海机场业绩预测

单位：元/股

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
EPS	0.88	0.45	0.39	0.57	0.61	0.73
2010 年资产注入	0.88	0.45	0.39	0.64	0.61	0.74

资料来源：平安证券研究所

➤ 业务量增速假设：航线结构 2010 年将出现好转

剔除世博会所产生的旅客增量，我们认为浦东机场的航线结构将于 2010 年开始好转。该假设源于两方面的考虑：

1. 国内业务：虹桥二期启用后，将对浦东国内重叠航线增量产生分流。
2. 国际业务：国际航空需求于 2010 年开始逐步复苏。

图表 29 上海浦东机场业务量增速假设（2000-2012）

	2000-2003	2004-2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
起降架次	32.1%	12.4%	4.3%	5.1%	18.4%	-1.9%	10.9%
国内航线	12.7%	11.4%	14.8%	30.0%	24.5%	-6.3%	10.0%
国际、地区航线	72.5%	13.2%	-2.4%	-12.0%	11.5%	3.6%	12.0%
旅客吞吐量	39.5%	11.2%	-2.0%	2.1%	19.8%	-2.2%	11.9%
国内航线	22.3%	11.9%	7.6%	25.0%	26.4%	-6.9%	11.0%
国际、地区航线	65.1%	11.5%	-7.0%	-15.0%	12.6%	3.5%	13.0%
货邮吞吐量	72.0%	10.9%	3.0%	-16.2%	20.6%	14.0%	14.0%
国内航线	57.8%	0.9%	0.2%	-3.0%	24.5%	8.0%	8.0%
国际、地区航线	76.7%	12.1%	6.8%	-18.0%	20.0%	15.0%	15.0%

资料来源：平安证券研究所

备注：该表中假设已包括世博会的增量假设。

我们对世博会增量需求的假设，可能与实际值出现偏差，进而影响公司 2010 年的业绩预测。但由于世博会所产生的新增需求是一次性的业务增量，不会影响公司的估值。

图表 32 世博会假设 EPS 敏感性分析

实际参会人数/官方预测值	浦东世博新增客流 (百万人次)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
140%	897	0.45	0.39	0.72	0.64	0.77
120%	769	0.45	0.39	0.68	0.64	0.76
100%	641	0.45	0.39	0.64	0.63	0.75
80%	512	0.45	0.39	0.61	0.62	0.74
60%	384	0.45	0.39	0.57	0.61	0.73
40%	256	0.45	0.39	0.53	0.60	0.72
20%	128	0.45	0.39	0.50	0.59	0.71

资料来源：平安证券研究所

5.2 估值合理，评级“推荐”

➤ 相对估值

2009 年将成为上海机场新一轮盈利增长的起点，产能利用率的快速提升阶段将成为机场新一轮生命周期中的黄金投资期。

目前上海机场09年PE46倍，该估值水平中已包含了市场对于资产注入以及世博会的预期。

我们假设浦东机场现有产能2015年达到饱和，给予其2015年20-23倍PE，以9%的贴现率贴现至09年，上海机场的合理定价应在14.6-16.8元/股。

图表 33 上海机场 PE 估值 (2009-07-27)

单位：元/股

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
不考虑资产注入									
EPS	0.88	0.45	0.39	0.57	0.61	0.73	0.88	1.04	1.23
PE	20.0	39.5	45.6	31.0	29.0	24.2	20.1	16.9	14.3
假设 2010 年资产注入									
EPS	0.88	0.45	0.39	0.64	0.61	0.74	0.90	1.04	1.21
PE	20.0	39.5	45.7	27.7	28.9	23.8	19.6	16.9	14.6
生命周期估值									
2015 年终值 (20 倍 PE)									24.6
现值			14.6	16.0	17.4	19.0	20.7	22.5	24.6
2015 年终值 (23 倍 PE)									28.2
现值			16.8	18.4	20.0	21.8	23.8	25.9	28.2

资料来源：平安证券研究所

➤ 绝对估值

由于中国航空业仍处于高速发展期，机场需要周期性的扩建以满足其不断增长的业务量，其现金流也将出现周期性的变化。

由于我们无法估测每一次扩建的时间以及资本开支规模，所以我们仅对其目前的产能设施进行 DCF 估值，而不考虑其未来的扩建项目。

按照 DCF 估值，上海机场的合理股价应在 15-16 元/股。

图表 34 DCF 估值敏感性分析

永续增长率 WACC	0%	1%	2%	3%	4%
7%	19.89	21.46	23.66	26.95	32.45
8%	17.15	18.19	19.57	21.51	24.42
9%	15.03	15.75	16.67	17.89	19.60
10%	13.36	13.87	14.50	15.31	16.39
11%	12.01	12.38	12.82	13.38	14.10

资料来源：平安证券研究所

➤ 评级“推荐”

无论相对估值，还是绝对估值，公司的合理股价都在 15-16 元/股。

资产注入有望实现 2010 年 10%至 15%的业绩增厚幅度。在目前的牛市环境下，投资人往往给予资产注入较高的溢价。

我们认为上海机场目前估值合理，给予“推荐”评级。

图表 35 资产注入方案对上海机场估值影响的比较

资产注入方案猜想		业绩增厚幅度
方案（一）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期（租赁）	10%—15%
方案（二）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权	15%—20%
方案（三）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期	-10%—-5%
方案（四）	虹桥一期 + 浦东国际货站 51%股权 + 虹桥二期 + 机场建设费返还	40%—50%

资料来源：平安证券研究所

5.3 风险分析

➤ 两场航线调整风险

民航局的航线管制策略对上海两场的业务分配产生了显著的影响，而这也是虹桥注入前上海机场最大的风险。

无论是国际、地区航线的调整或是国内航线的迁移都可能影响到浦东机场的航线结构，进而影响其盈利能力。

➤ 国际航油价格波动风险

2005-08 年，对浦东航油的累计投资收益占上海机场累计净利润的 14.7%。09 年这一占比更高达 19%。

国际航油价格的快速波动会影响浦东航油的短期盈利能力。对于油价的波动我们无法预测，在业绩预测中，我们假设国际航油价格波动平缓，航油公司自 09 年二季度回归至正常盈利水平。

如果国际航油价格出现快速单边下行，将有可能使公司对浦东航油的投资收益以及公司的业绩低于预期。

➤ 资产注入方案风险

资产注入方案将对股份公司价值产生正面或负面的影响。

相较于浦东机场而言，即使达产，虹桥二期的投资回报率仍然过低。若将虹桥二期按照其资产规模注入上市公司，将损害上海机场的长期投资价值。

➤ 内外航国际航线收费并轨风险

民航局所制定的收费标准对机场的盈利能力有很大的影响。

全国机场 08 年 3 月起实施民用机场收费改革（民航局 159 号文），新收费标准的实施使浦东机场的航空性业务收入（起降费、旅客服务费、安检费等）同口径下降 12%，虹桥机场上升 5%。

民航局承诺 2012 年前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。具体的并轨方案将可能影响到浦东机场的盈利能力。

附：财务报表

利润表

截至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
金额（百万元）						
主营业务收入	3,144	3,351	3,383	3,898	4,054	4,476
主营业务利润	1,822	1,300	1,061	1,387	1,477	1,764
投资收益	366	174	246	418	424	471
财务费用	1	146	43	(4)	(67)	(118)
管理费用	126	124	135	156	162	179
销售费用	0	0	0	0	0	0
所得税	221	167	198	329	394	498
少数股东损益	30	42	49	69	75	90
净利润	1,695	860	744	1,097	1,172	1,405

资产负债表

截至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
金额（百万元）						
货币资金	287	377	169	1,389	2,841	4,472
应收账款净额	959	1,192	1,015	1,170	1,216	1,343
流动资产合计	1,299	1,602	1,207	2,584	4,083	5,842
固定资产净额	4,991	14,034	13,664	13,266	12,854	12,435
非流动资产合计	14,744	15,679	15,047	14,709	14,275	13,816
资产总计	16,043	17,281	16,254	17,293	18,358	19,659
短期借款	455	1,141	674	0	0	0
应付账款	201	177	232	251	258	271
流动负债合计	1,955	2,495	1,603	1,004	1,031	1,085
负债总计	4,433	4,975	3,256	3,208	3,143	3,074
股本（百万股）	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
股东权益合计	11,610	12,306	12,998	14,085	15,215	16,584
少数股东权益	55	84	134	203	278	367
负债及股东权益合	16,043	17,281	16,254	17,293	18,358	19,659

现金流量表

截至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	1,320	1,495	997	1,516	1,664	1,858
投资活动产生的现金流量净额	(2,877)	(1,690)	191	(94)	(4)	21
筹资活动产生的现金流量净额	1,513	285	(1,395)	(203)	(208)	(247)
现金及现金等价物净增加额	(43)	90	(208)	1,220	1,452	1,632

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257