

上海机场 600009.SS

价值低估，触发因素临近

——买入上海机场

我们之所以认为应该买入上海机场的根本原因在于认为上海机场枢纽价值被低估。现在部分投资者对上海机场买还是不买犹豫进了资产注入到底是一个什么方案、什么时候实行、增厚多少业绩，国际业务是否有力复苏，香港机场介入虹桥机场航站楼与旅客流程相关区域及航站楼商业零售业务管理给注入方案等各方面带来的复杂程度，等等因素的影响。这些因素纵横交错影响了对上海机场价值的判断。我们的观点如下：

● **上海机场价值明显低估。**上海机场的资产注入方案可能性很多，包括到底注入什么资产，二期资产没饱和之前是委托经营收管理费还是直接进来，如果不是一次性进来，这个管理费与上市公司怎么划分，或是随着年份增长，逐步提高比例，还有香港机场是不是侵蚀了我的利益，等等，这些都是对具体方案的猜想，但是有一点可以肯定，即这件事情受到两大因素制约，第一集团的利益，第二中小股东的利益。集团利益怎么分析，大家都知道我们国内机场的经营不如香港机场，但香港机场的股权回报率才6%左右，而国内上市机场股权回报率都高于这个数，那么也就是说集团承担了一定的其他成本，在注入资产方案时，集团有自己的利益诉求。第二方案的提出要得到中小股东的通过，又必须不伤害中小股东利益，但每股收益增厚并不代表你占到了便宜。以目前上海机场的相对较高的静态市盈率，每股收益的增厚是肯定的。举个例子，假设你以20倍市盈率买一个稳定而又不增长的资产，也增厚了你目前的业绩，你能说便宜吗？所以综合起来看，这个方案的结果就是增厚业绩是必然的，但在双方利益的约束下，我想上市公司也占不到便宜。因此在虹桥的资产方案上，无论是加上一部分优质资产让你打包全进来，还是具体的管理费分成逐步进来，总体上方案将是资产与收益的一个合理匹配，如果是逐步变化管理费分层比例，那也是一个动态匹配的过程，因此我认为方案从静态上看应该是公允的。而上海机场的价值不在于是不是买了一个价值匹配的资产，而是原有和将有的资产收益率、成长性上是不是超越了同行，而造成了价值的优势。这个成长性与收益率又取决于上海机场枢纽发展。在这一点上，我们看好上海机场枢纽机场的发展，认为其必将经历一波中国航空业发展的高成长时期。因为国家也只有两个枢纽可以发展，一个首都机场，一个上海机场，而上海机场的潜力又好于前者，主要原因在于腹地经济条件好，且目前多为韩日短程航线，开拓空间大。东上航整合后，基地航空实力增强，中国国航今年成立上海分公司，也将其作为重要国际国内枢纽点来布局，因此上海的枢纽建设必将加快。如果按规划2015年达到饱和来看，上海机场的每股收益将在1.6元以上，考虑时间价值因素，我们认为简单估算上海机场合理价值就应在20元。

● **触发因素临近，投资时机最佳。**同时，我们认为目前是买入上海机场的时机最佳，目前在业绩触发点上，上海机场至少面临以下三大触发因素：

- 1、国际业务逐步而又明显的复苏。9月份航空数据整体随着季节性因素的消失有失回落，但航空货运加快增长，特别国际货运这一块，上海机场继续相较8月份增长1.8万吨。国内同时上涨4000万吨。货运的增长不受票价、暑期的影响更能反映国际业务复苏情况。
- 2、世博会临近带来的国内国际业务的增长。世博会是很重要的一个推动因素，影响时间长，历时半年以上。虽然精确估计不可能，但我们估算国际业务新增量在5%以上，国内业务增量在12%以上。
- 3、资产注入等时间点的临近。随着虹桥二期完工，投产的日益临近，集团的承诺的时间表也日益临近。我们认为这是可以期待的。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师

8621-50366888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

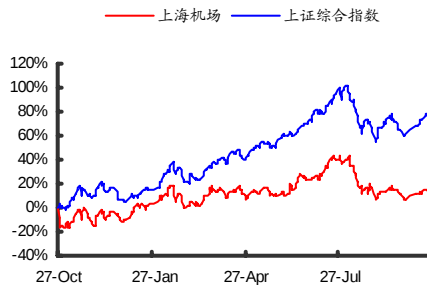
徐捷

交通运输行业资深分析师

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009年10月23日)	14.5元
目标价格(6个月)	20元
总股本/A股(万股)	193000/193000
A股市值(百万元)	38600
国家/地区	中国
行业	机场
报告日期	2009年10月25日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	3.12	-26.09	15.89
相对表现(%)	-12.27	-13.29	-64.45

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

注: 国际业务下滑导致的盈利预测数据, 我们需要随后作出修改

附：公司财务预测

资产负债表			单位: 百万元		利润表			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	BPS (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 注：模型需要调整

分析师承诺

章琪 徐捷

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*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn