

动态报告

交通运输

航空机场

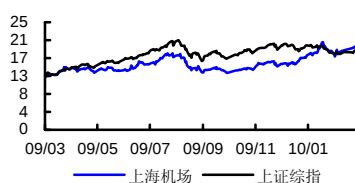
上海机场 (600009)
中性

2009 年报点评

(下调评级)

2010 年 3 月 1 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

昨收盘 (元)	19.14
总股本/流通 A 股(百万股)	1,926.96/1,093.48
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	36,881.98/20,929.14
上证综指/深圳成指	3,051.94/12,436.66
12 个月最高/最低 (元)	20.57/12.56

财务数据

净资产值(百万元)	12,832.74
每股净资产(元)	6.66
市净率	2.87
资产负债率	23.59%
息率	0.26%

相关研究报告:

分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

 E-mail: zhengwu@guosen.com.cn
联系人: 岳鑫

电话: 0755-82130422

 E-mail: yuexin@guosen.com.cn
独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 估值水平偏高

● 业绩符合预期, 成本上升主导利润下滑

公司公告 09 年年报, 实现营业收入 33.38 亿元, 同比微降 0.37%; 归属母公司所有者的净利润 7.06 亿元, 同比下降 17.84%; 实现每股收益 0.37 元, 同比下降 17.78 %。若剔除浦东航油的投资收益, 归属于母公司所有者净利润与去年同期相比下降 31.19%。业绩符合预期。公司 09 年主营业务明显下滑的原因在于, 09 年全年计提浦东二期扩建工程的相应的折旧费用、运营成本以及财务费用, 导致主营成本同比 08 年增长 11.7%。

● 国际航线结构有所改善, 盈利开始恢复

上海机场国际业务的整体复苏速度慢于我们先前的预期。但由于外航外线超预期复苏, 使得国际航线内部结构有所改善, 公司盈利能力开始逐步恢复。需要注意的是, 外航的航班增减策略受到的政府管制更为严格。因此, 外航航班能否持续超预期增长, 仍有待我们进一步跟踪。

● 浦东航油盈利回归正常水平

2005-09 年, 对浦东航油的累计投资收益占上海机场累计净利润的 15.9%。短期来看, 浦东航油的盈利能力自 09 年 2 季度开始恢复, 3 季度得益于国际航油业务出现超预期增长, 4 季度回归正常盈利水平。长期来看, 航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

● 估值偏高, 下调评级至“中性”, 建议逢高减持

我们预测公司 2010-2011 年的业绩为 0.54 元与 0.58 元, 对应 PE 分别为 35 倍与 33 倍, 估值偏高。考虑到公司资产注入短期内难有进展, 虹桥二期即将启用, 以及地区航线管制策略可能的调整, 我们下调公司评级至“中性”。我们认为资产注入与上海世博会均将在未来的数月中成为股价的催化剂, 但二者都无法有效提升公司内在价值, 因此建议投资人逢高减持。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,351	3,338	3,883	4,040	4,459
(+/-%)	6.57	-0.38	16.34	4.02	10.39
净利润(百万元)	902	748	1,115	1,195	1,438
(+/-%)	-47.71	-17.08	49.04	7.17	20.38
每股收益 (元)	0.45	0.37	0.54	0.58	0.70
市净率 (PB)	3.02	2.87	2.68	2.49	2.30
净资产收益率 (ROE)	7.23%	5.64%	7.86%	7.84%	8.75%
市盈率 (PE)	42.90	51.73	35.27	32.93	27.35
EV/EBITDA	20.48	-	19.84	18.27	15.14

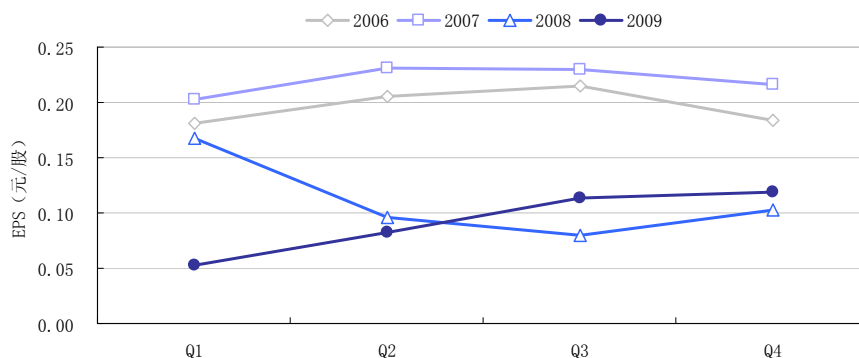
业绩符合预期，成本上升主导利润下滑

业绩符合预期

公司公告 09 年年报，实现营业收入 33.38 亿元，同比微降 0.37%；归属母公司所有者的净利润 7.06 亿元，同比下降 17.84%；实现每股收益 0.37 元，同比下降 17.78 %。

公司 09 年业绩较我们的预测值 0.36 元/股略高 0.01 元，符合预期。

图表 1：上海机场 09 年业绩符合预期



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 2：上海机场 09 年主营业务收入同比微降 0.3%

收入项目	2009 年		2008 年		2009/2008
	百万元	比重	百万元	比重	
航空及相关收入	1,901	57%	1,927	58%	-1.4%
地面服务收入	191	6%	251	7%	-24.0%
场地及设备租赁收入	318	10%	338	10%	-5.9%
商业餐饮租赁收入	667	20%	574	17%	16.2%
能源转供收入	105	3%	110	3%	-4.4%
广告业务收入	61	2%	59	2%	2.9%
其他收入	95	3%	89	3%	6.4%
合计	3,338	100%	3,349	100%	-0.3%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

成本上升主导利润下滑

若剔除浦东航油的投资收益，归属于母公司所有者净利润同比下降 31.19%。

公司 09 年主营业绩明显下滑的原因在于成本的大幅上升。

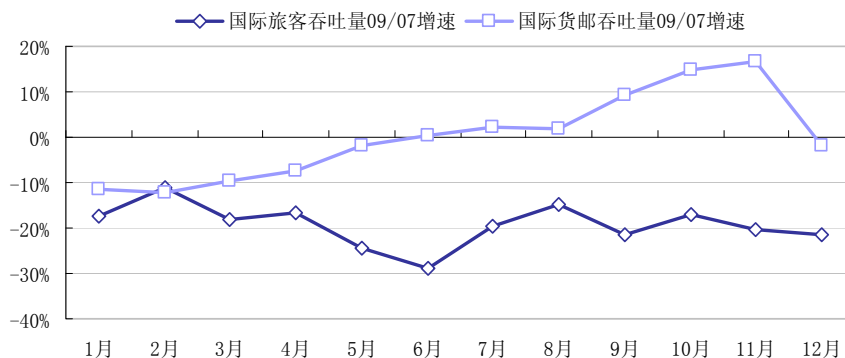
浦东二期扩建工程（T2 航站楼与第三跑道）相应的折旧费用、运营成本以及财务费用等于 08 年 3 月 26 日开始计入主营成本。因此，09 年公司主营成本同比 08 年增长 11.7%。

国际航线结构有所改善，盈利开始恢复

市场对上海机场的国际业务复苏寄予很高的期望，我们也认为其国际业务有可能出现超预期复苏。

但事实上，上海机场 4 季度国际业务较为平稳，复苏速度慢于我们先前的预期。

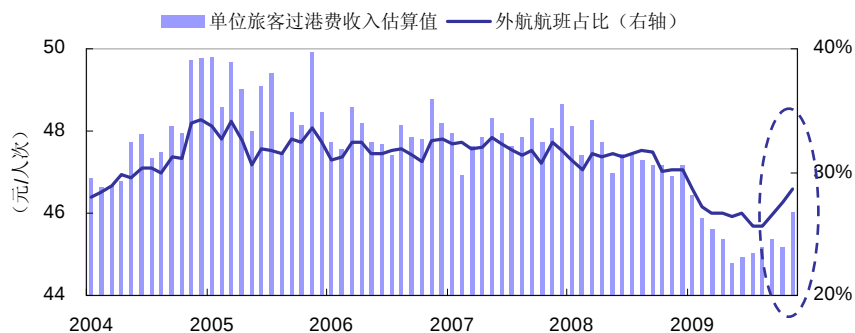
图表 3：上海机场国际业务恢复缓慢



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

虽然国际航线整体复苏较为缓慢，但内部结构有所改善。外航外线的超预期复苏，使得上海机场盈利能力开始逐步恢复。

图表 4：上海机场盈利能力逐步恢复



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

需要注意的是，外航的航班增减策略受到的政府管制更为严格。因此，外航航班能否持续超预期增长，仍有待我们进一步跟踪。

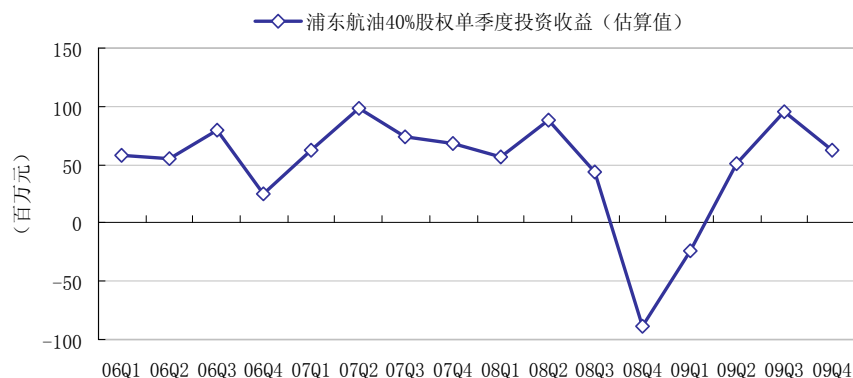
浦东航油盈利回归正常水平

2005-09 年，对浦东航油的累计投资收益占上海机场累计净利润的 15.9%。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，浦东航油的盈利能力自 09 年 2 季度开始恢复，3 季度得益于国际航油业务出现超预期增长，4 季度回归正常盈利水平。

长期来看，航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

图表 5：浦东航油盈利回归正常水平



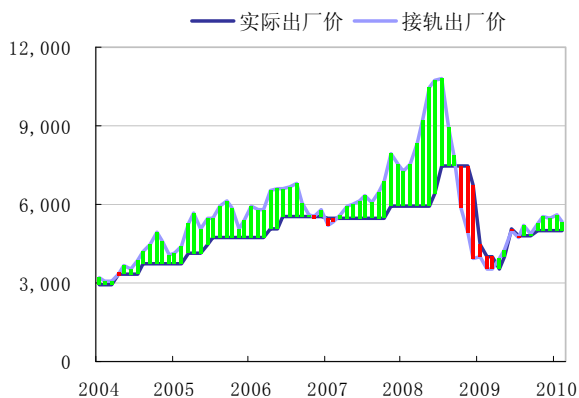
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

国内航油业务：由于国内航油出厂价与国际航油价格已基本实现接轨，国内航油业务的长期大幅亏损状态或将终结。国内航油业务业绩虽仍将在盈亏平衡附近波动，但相对较为稳定。

由于 4 季度国际航油价格由 75 美元/桶上涨至近 90 美元/桶，而国内航油出厂价并没有进行调价，所以国内航油业务盈利下滑，并导致 4 季度浦东航油业绩环比下滑 35%左右。

国际航油业务：国际航油价格的大幅快速波动将影响国际航油业务的盈利能力。由于国际航油价格并没有出现类似 08 年的快速单边大幅波动行情，国际航油业务的盈利回归正常水平。

图表 6: 国内航油业务——价格接轨, 长期亏损或将终结



资料来源: CAAC, Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所

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。

图表 7: 国际航油业务——油价大幅振荡, 业绩超预期



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

估值偏高, 建议逢高减持

我们预测公司 2010-2011 年的业绩为 0.54 元与 0.58 元, 对应 PE 分别为 35 倍与 33 倍, 估值偏高。

考虑到公司资产注入短期内难有进展, 虹桥二期即将启用, 以及地区航线管制策略可能的调整, 我们下调公司评级至“中性”。

图表 8: 上海机场业绩预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (元/股)	0.45	0.37	0.54	0.58	0.70

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

我们认为资产注入与上海世博会都将为上海机场提供逢高减持的机会。

从航线结构与成本结构的匹配度来看, 我们认为浦东机场是高回报的机场资产, 而扩建后的虹桥机场是低回报机场资产。因此, 资产注入对于上市公司而言较为中性, 甚至可能损害上海机场的长期投资价值。

上海世博会将为上海两场提供脉冲式客流, 但由于世博会所产生的新增需求是一次性的业务增量, 对公司的估值贡献有限。世博会将带来短期的“数据惊喜”, 而“一市两场”国内业务重新分配的风险, 可能会在世博会结束后体现隐忧。

虽然二者都无法有效提升公司的内在价值, 但均将在未来数月中成为股价的催化剂, 并为投资者提供逢高减持的机会。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
		廖 喆	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160				
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82130646	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82133400		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈爱华	0755-82133397
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	