

战略高度看上海机场

- 我们在 2009 年 10 月 25 日上海机场报告《价值低估，触发因素临近》直面了市场对上海机场为最关注的问题。以目前形势来看，在虹桥二跑道投产后，我们认上海机场将面临以下几个核心的变动，而不仅仅是一个量上的变化。第一，两场运营困境得到部分解决。第二、东上航整合后，两场运营问题部分解决后，提供了很好的基地建设条件。第三、由于浦东机场的地理位置引起的苏南、浙北客在禄口机场与萧山机场的分流势头将大幅减弱。第四、国际业务复苏对货运盈利的大幅回升。
- 上海机场原来基地建设不强。与中国国航以首都机场为基地构建相对完善的网络不同，上海机场并没有被构建起很好的网络，一方面最大问题来自于上海机场的两场运营问题。另一面也有基地航空的弱势。目前上海机场的国际线运营中，短程（亚洲及澳洲）的占比接近 75%，而远程欧美航线只占到 25%左右。而基地航空又在这个远程国际航线中相对较弱。由于虹桥与浦东机场相距远，使得国际中转变得不方便，影响了枢纽的建设。两场整合后，部分上解决了这一问题，同时加上东上航的整合，应该说上海枢纽港建设面临了很好的外部条件。从国家战略角度来考虑，上海也是最重要的核心枢纽这一。从腹地经济考虑，以浦东机场两倍于首都机场货运吞吐量，三倍于首都机场国际货运的吞吐量，上海枢纽的潜力与地位也是处在全国最前面的。
- 禄口机场与萧山机场的分流势头将减弱。由于虹桥一期的饱和与浦东机场的地理位置，致使部分旅客分流于南京禄口机场与杭州萧山机场。2007、2008、2009 三年，禄口机场旅客吞吐量同比增长 28.2%、10.5%、22%，萧山机场旅客吞吐量同比增长 18.3%、8.0%、17.9%；同一时期，上海两场总和同比增长 11.7%、0.0%、11.51%。尽管周边两场的增长有其当地客源内在需求，但虹桥一期面临的满足不了需求，有时流量控制减少航班的问题已有相当时间，这一部分需求的无法满足，加快了分流的进程。作为一个枢纽机场，当其网络完善时，很多小型机场都将成为其喂给港，尽管目前世界上枢纽对枢纽与点对点趋势同时存在，但上海机场处在主要的枢纽对枢纽的构建过程中。
- 国际业务复苏近期明显，货运站盈利能力强。最近国际货运这一块，出现了重大改观，上海机场集团下面的浦东国际机场货运站从 2009 年 9 月份开始复苏明显，增长幅度大，2010 年 1 月、2010 年 2 月继续大幅增长，同比增长 120%、87%。上海机场单从浦东国际机场看，货运吞吐量处于全球领先，处在第四位。货运站的盈利能力很强，盈利在 6 个亿左右。而且货运据官方估计将在下一个五年面临 10%—15% 的增长，国际业务的恢复及未来的国际枢纽的建设都将国际货运这一块产生重大推动作用。
- 上海机场的盈利能力的变化不仅仅在于量上的变化，更在于其蕴含的内在结构的变动。从基地建设的外部条件变化与国际业务带来的高回报的提升（也以基地建设为基础），以及非航收入盈利能力的提升来看，上海机场的枢纽价值应该被充分认识，我们坚持认为在中国航空业高发展的背景下，对于重大资本投入的上海机场应采取分部估值法，目标价 22，维持买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师

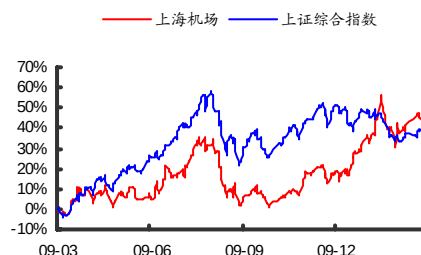
8621-50366888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 03 月 04 日)	18.98 元
目标价格 (6 个月)	22 元
总股本/A 股 (万股)	193000/193000
A 股市值 (百万元)	41800
国家/地区	中国
行业	机场
报告日期	2010 年 03 月 04 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.46	26.94	43.58
相对表现 (%)	5.23	34.57	2.69

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2008	2009	2010E
营业收入	3351	3384	4061
同比 (%)	7%	1%	20%
归属母公司净利润	860	716	1141
同比 (%)	-49%	-17%	59%
ROE (%)	7.0%	5.5%	8.2%
每股收益 (元)	0.45	0.37	0.59
P/E	42.59	51.10	32.09
P/B	3.00	2.83	2.62
EV/EBITDA	20	20	15

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。

我们在 2009 年 10 月 25 日上海机场报告《价值低估，触发因素临近》直面了市场对上海机场为最关注的问题。以目前形势来看，在虹桥二跑道投产后，我们认上海机场将面临以下几个核心的变动，而不仅仅是一个量上的变化。第一，两场运营困境得到部分解决。第二、东上航整合后，两场运营问题部分解决后，提供了很好的基地建设条件。第三、由于浦东机场的地理位置引起的苏南、浙北客在禄口机场与萧山机场的分流势头将大幅减弱。第四、国际业务复苏对货运盈利的大幅回升。

上海机场原来基地建设不强

与中国国航以首都机场为基地构建相对完善的网络不同，上海机场并没有被构建起很好的网络，一方面最大问题来自于上海机场的两场运营问题。另一面也有基地航空的弱势。目前上海机场的国际线运营中，短程（亚洲及澳洲）的占比接近 75%，而远程欧美航线只占到 25%左右。而基地航空又在这个远程国际航线中相对较弱。由于虹桥与浦东机场相距远，使得国际中转变得不方便，影响了枢纽的建设。两场整合后，部分上解决了这一问题，同时加上东上航的整合，应该说上海枢纽港建设面临了很好的外部条件。从国家战略角度来考虑，上海也是最重要的核心枢纽这一。从腹地经济考虑，以浦东机场两倍于首都机场货运吞吐量，三倍于首都机场国际货运的吞吐量，上海枢纽的潜力与地位也是处在全国最前面的。

禄口机场与萧山机场的分流势头将减弱

由于虹桥一期的饱和与浦东机场的地理位置，致使部分旅客分流于南京禄口机场与杭州萧山机场。2007、2008、2009 三年，禄口机场旅客吞吐量同比增长 28.2%、10.5%、22%，萧山机场旅客吞吐量同比增长 18.3%、8.0%、17.9%；同一时期，上海两场总和同比增长 11.7%、0.0%、11.51%。尽管周边两场的增长有其当地客源内在需求，但虹桥一期面临的满足不了需求，有时流量控制减少航班的问题已有相当时间，这一部分需求的无法满足，加快了分流的进程。作为一个枢纽机场，当其网络完善时，很多小型机场都将成为其喂给港，尽管目前世界上枢纽对枢纽与点对点趋势同时存在，但上海机场处在主要的枢纽对枢纽的构建过程中。

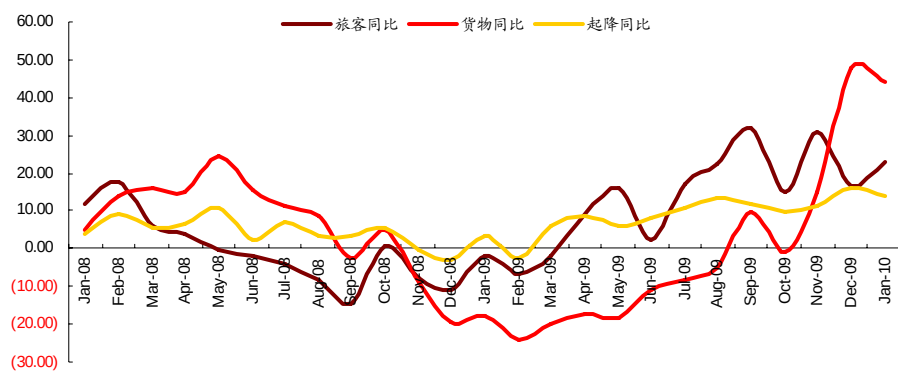
国际业务复苏近期明显，货运站盈利能力强

最近国际货运这一块，出现了重大改观，上海机场集团下面的浦东国际机场货运站从 2009 年 9 月份开始复苏明显，增长幅度大，2010 年 1 月、2010 年 2 月继续大幅增长，同比增长 120%、87%。上海机场单从浦东国际机场看，货运吞吐量处于全球领先，处在第四位。货运站的盈利能力很强，盈利在 6 个亿左右。而且货运据官方估计将在下一个五年面临 10%—15%的增长，国际业务的恢复及未来的国际枢纽的建设都将国际货运这一块产生重大推动作用。

上海机场的盈利能力的变化不仅仅在于量上的变化，更在于其蕴含的内在结构的变动。

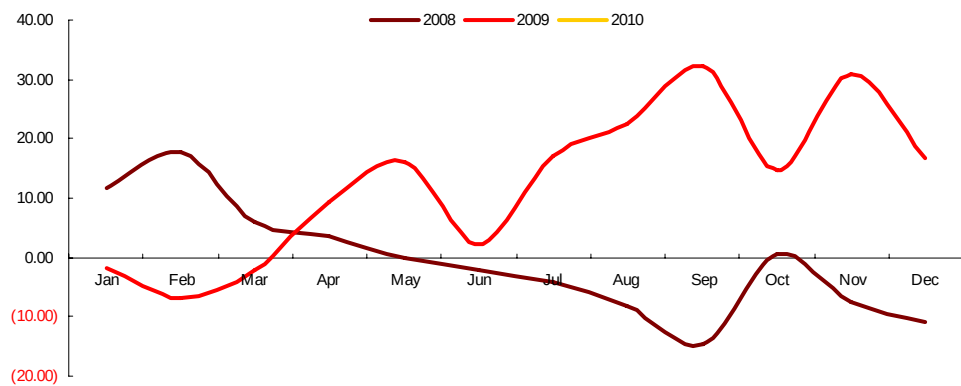
从基地建设的外部条件变化与国际业务带来的高回报的提升（也以基地建设为基础），以及非航收入盈利能力的提升来看，上海机场的枢纽价值应该被充分认识，我们坚持认为在中国航空业高发展的背景下，对于重大资本投入的上海机场应采取分部估值法，目标价 22，增持评级。

图 1：上海机场近年业务变动



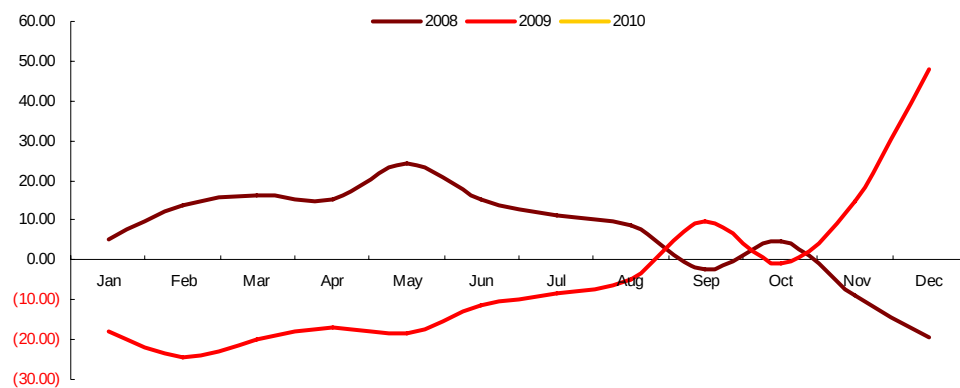
资料来源：公司数据

图 2：上海机场近年旅客吞吐变动



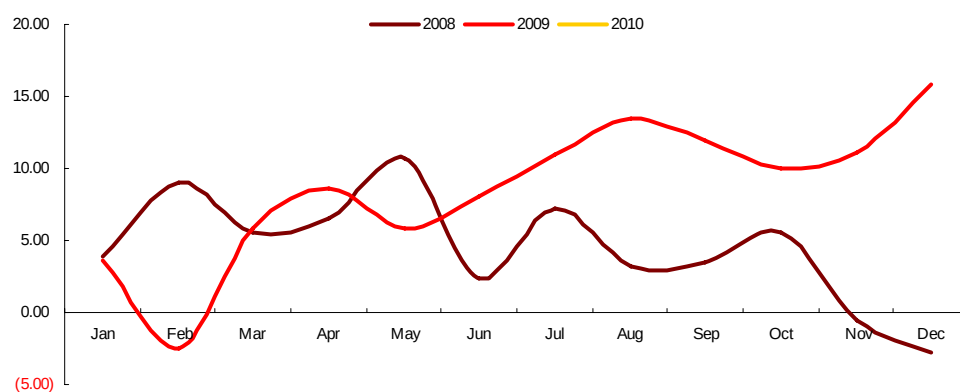
资料来源：公司数据

图 3：上海机场近年货邮吞吐变动



资料来源：公司数据

图 4：上海机场近年飞机起降架次变动



资料来源：公司数据

分析师承诺

章琪：交通运输业高级分析师

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn