

上海机场 (600009.SH)

机场行业

评级：买入 上调评级

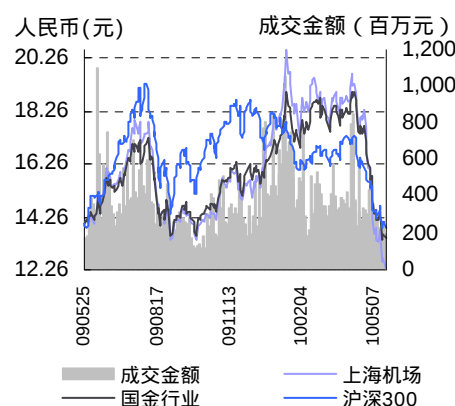
公司研究

市价(人民币)：12.71 元
目标(人民币)：17.06-18.96 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,093.48
总市值(百万元) 24,491.64
年内股价最高最低(元) 20.57/12.26
沪深 300 指数 2768.79
上证指数 2583.52



未来国际航线高增长的最大受益者

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.446	0.367	0.559	0.712	0.879
每股净资产(元)	6.34	6.66	7.09	7.67	8.42
每股经营性现金流(元)	0.78	0.61	1.12	1.11	1.26
市盈率(倍)	25.26	47.52	22.75	17.84	14.47
行业优化市盈率(倍)	16.18	22.93	22.93	22.93	22.93
净利润增长率(%)	-49.28%	-17.84%	52.38%	27.54%	23.32%
净资产收益率(%)	7.03%	5.50%	7.88%	9.29%	10.44%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我国将进入国际航线消费升级加速阶段，三大枢纽机场中香港机场由于国内航班过少，中转更不便利，近几年旅客增速非常缓慢；而首都机场将于 2011 年再次饱和，未来几年增长空间有限，因此未来几年我国国际航线的增量有望会更多地放在浦东机场，从而带动公司国际航线实现超预期增长。
- 市场可能对虹桥机场分流影响过于悲观，航线资源在两场的分布会照顾两场利益的平衡，而且浦东机场国际国内中转旅客的增长也将给浦东机场国内航线带来额外增量。
- 浦东机场高经营杠杆使之具有较大的业绩弹性，由于公司的固定成本占总成本比重超过 40%，收入的增长会带动毛利率的逐年提升，从而使得盈利出现更快速的增长。
- 公司的产能利用率仅为 45%左右，而且公司未来几年资本开支很少，如果按照 14%的旅客增速，其饱和年度将为 2016 年左右，我们认为未来公司的增长空间巨大。另外，近期世博会入园人数的快速回升，可能也将对上海机场构成一定利好。

投资建议

- 我们认为公司是未来几年我国国际航线快速增长的最大受益者，这将带动公司行业收入和非航收入的快速增长，目前估值具有较大安全边际，是进可攻、退可守的优良投资标的。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 17.94 元目标价位，相当于 32x10PE 和 25x11PE，或者相当于 16 倍的 2010 年 EV/EBITDA 倍数。

风险

- 国内外经济的二次探底（但公司仍可通过业绩的防御性而获取相对收益）；如果石油价格出现大幅下跌，可能使公司投资收益低于预期。

黄金香 联系人
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206

内容目录

国际航线及航空货运将迎来持续高增长期	4
我国将进入国际航线消费升级加速阶段.....	4
首都机场的饱和将有望使未来几年国际航线增量更多地集中在浦东机场	5
虹桥机场对国内航线的分流并不十分明显	8
产业升级将驱动上海机场成为国际超级航空货运枢纽	9
公司流量未来几年将实现较快增长，世博会也将带来一定增量.....	10
公司收入迎来持续快速增长.....	11
国际航线的高增长将提升单位旅客收益率水平	11
商业餐饮租赁收入等非航收入增速预计也将高于旅客整体增速.....	11
公司尚有巨大的容量空间，高经营杠杆将产生较大业绩弹性.....	13
公司容量利用率低，增长空间巨大.....	13
高经营杠杆将给公司带来较大的业绩弹性	13
估值分析——公司目前的估值具有较强的安全边际	14
绝对估值——公司的合理估值为 17.06-18.96 元	14
相对估值	14
投资建议	15
上调公司投资评级，由“持有”上调至“买入”评级.....	15
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：我国历年国内、出境旅客增长率	4
图表 2：我国 07 年以来国际航线旅客量及增速	4
图表 3：日本 1967 年之后国际航线同比增速	5
图表 4：2007 年日本与中国人均国际航线乘机次数比.....	5
图表 5：我国 2000 年以来各年国际航线增速及未来几年预测	5
图表 6：中国三大国际枢纽机场的竞争力比较	6
图表 7：三大国际的设计容量及扩建计划	6
图表 8：三大枢纽机场 2000 年以来旅客吞吐量增速比较	7
图表 9：三大国际枢纽机场 2000 年以来旅客吞吐的年复合增长率比较.....	7
图表 10：首都和浦东机场预计 2010 年底的产能利用率.....	8
图表 11：08 年以来首都机场和浦东机场国际航线增长率	8
图表 12：浦东机场国际、国内和地区航线的同比增速	8
图表 13：我国国内、国际和地区航空货邮运输量增长率.....	9
图表 14：我国货邮国际航线的运输量及增长率	9
图表 15：2000 年以来公司与行业货邮吞吐量增速对比.....	9

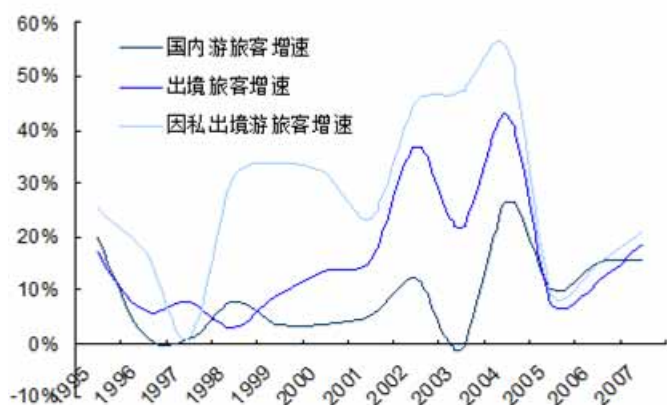
图表 16：2007 年以来各月公司与行业货邮吞吐量增速.....	9
图表 17：我们预计未来几年公司流量的增速.....	10
图表 18：世博会入园人数	10
图表 19：公司 2009 年各项收入比重	11
图表 20：公司 2009 年各项收入同比增长率.....	11
图表 21：商业租赁收入过去几年的增长情况.....	12
图表 22：机场的建造周期以及各上市机场所处的阶段	13
图表 23：公司的主要成本构成	14
图表 24：预计公司的销售净利率将得到较快提升	14
图表 25：DCF 估值的主要假设	14
图表 26：WACC 估值结果	14
图表 27：国内 A 股上市机场的产能利用率比较	15
图表 28：各机场的 2010 年 PE 水平比较	15
图表 29：各机场的 2010 年 EV/EBITDA 比较	15

国际航线及航空货运将迎来持续高增长期

我国将进入国际航线消费升级加速阶段

- 我们认为我国将有望进入国际航线高增长阶段，预计未来国际航线增速将超过18%左右的增长，而近几年将是增长的高峰年份。
- 首先，我国将进入国际航线消费升级的加速阶段，尤其是经济比较发达的沿海地区，当居民收入达到一定程度后，国内游已经不能满足其需求，国际旅游将日渐普及。从图1中也可以看到，近些年我国出境游客增速远高于国内游客增速，而因私出境游客的增长率又远高于整体出境游客增速。我们认为国际旅游消费升级是国际航线未来实现高增长的首要力量。

图表1：我国历年国内、出境旅客增长率



图表2：我国07年以来国际航线旅客量及增速



来源：CEIC 国金证券研究所

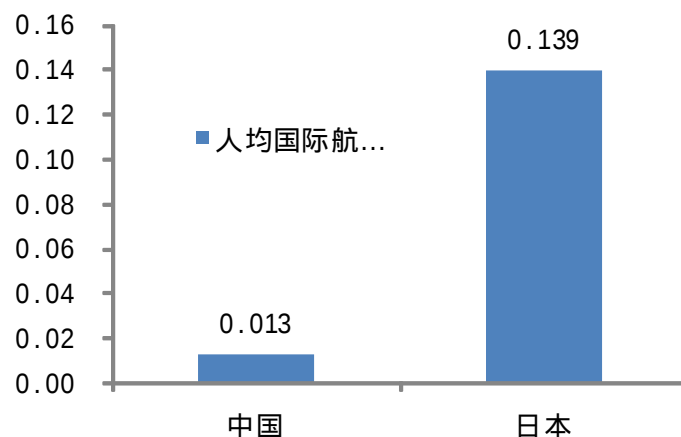
- 其次，中国经济进一步全球化以及在全球经济地位的快速上升也将带动我国国际商务旅客的增长。
- 再次，国际经济的复苏也将使国外旅客增速出现回升。
- 因此我们认为国际航线未来增长的驱动力量将进一步多元化，未来休闲旅客有望取代商务旅客成为未来国际航线驱动力量是核心驱动力量，而中国旅客也将取代外国旅客成为国际航线旅客的主流(目前外国旅客与中国旅客的占比大约为 6：4 左右，我们认为未来将逐步演变成 4：6 甚至 3：7)。
- 从历史数据看，国际航线在出现跳水式下降之后，在经济恢复的情况下一般会迎来一段爆发式增长期，尤其是在消费升级阶段尚未结束的情况下。
- 我国人均 2009 年人均 GDP 约 3500 美元左右，与日本 60 年代末的情况相当，借鉴日本的经验，日本在这之后迎来了国际航线的高速发展，其后近 8 年复合增长率达到 28%，一直到 1973-74 年由于国际石油危机而打断，其整体上的高增长一直持续到了 1980 年左右，整体增速也高于其国内航线水平。
- 我们以此次危机之前 2007 年的数据进行比较，日本人均国际航线乘机次数是我国的十倍左右，我国国际航线尚有巨大的增长空间。
- 综合以上的分析，我们认为未来几年我国国际航线的复合增长率将达到18%左右，我国将进入国际航线的高速增长期。

图表3：日本1967年之后国际航线同比增速

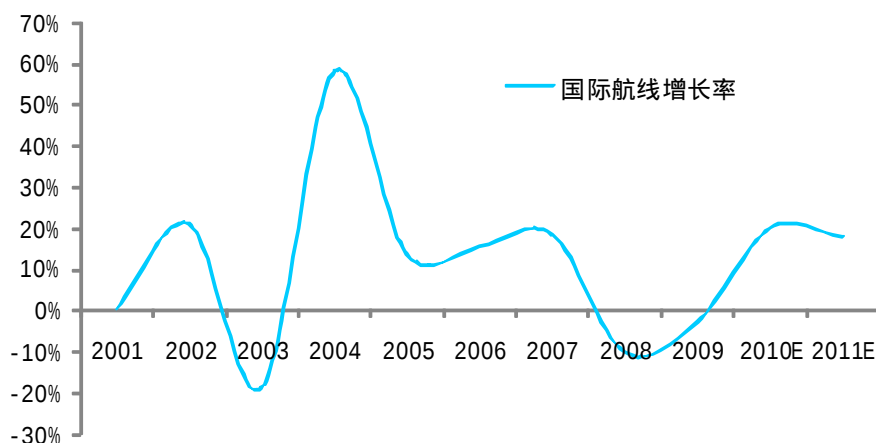


来源：CEIC 国金证券研究所

图表4：2007年日本与中国人均国际航线乘机次数比



图表5：我国2000年以来各年国际航线增速及未来几年预测



来源：CAAC 国金证券研究所

首都机场的饱和将有望使未来几年国际航线增量更多地集中在浦东机场

- 我国经济发达地区主要集中于东部发达地区，国际航线目的地也主要位于我国东边（如东北亚、美国等），这种状况使得我国未来国际枢纽机场将集中在东部地区，具体来说将更多地集中于三大国际枢纽机场，分别是北方的首都机场、中部的上海机场和南部的香港机场。
- 衡量枢纽机场竞争力的几个重要因素是旅客需求、基地航空公司竞争力、中转便利性、国际航线的通达性。旅客需求上三大机场相当，但是基地航空公司、中转便利及国际航线的通达性上海机场均弱于首都机场，因此，从理论上上海机场在国际航线上的竞争能力低于首都机场。

图表6：中国三大国际枢纽机场的竞争力比较

	首都机场	香港机场	上海机场
基地航空公司	中国国航、具有较强的基地航空公司	国泰航空、具有强大的基地航空公司	东方航空、之前相对较弱，但目前经营能力在迅速改进
中转便利性	目前单个机场运营，中转便利；但未来也可能建第二机场	国内航线不足，与深圳机场的连接性尚比较差	两场运营，目前连接性一般，但地铁2号线的贯通使之有所改善，整体上中转便利低于首都机场，但会好于香港机场
国际航班的通达度	较强	最强	较弱
便捷的通关政策	一般	强，但对于进出内陆尚较麻烦	一般

来源：国金证券研究所

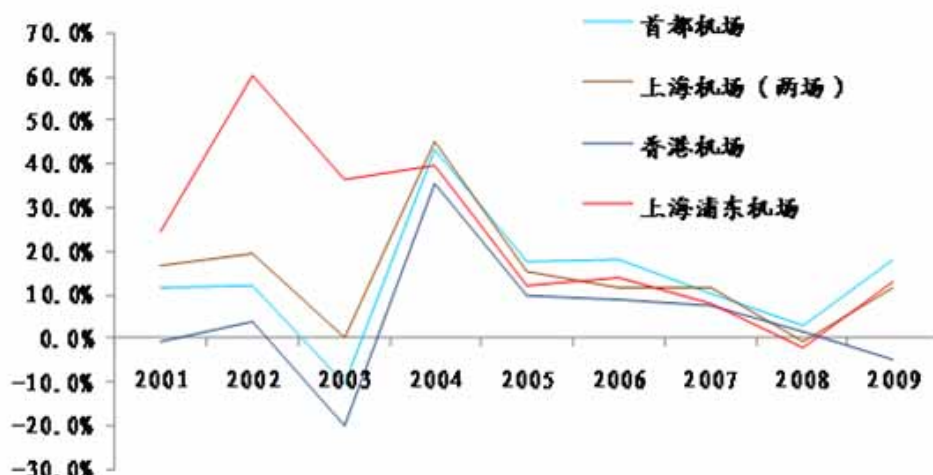
- 而香港机场由于其国内航线严重不足，而与深圳机场的中转直达高铁短期内也难以建成，中转竞争力的不足导致其随着首都机场和上海机场的快速发展，旅客甚至有流失的现象，我们可以看到香港机场近些年增速远低于首都机场和上海机场，2000 年以来的复合增长率也是如此，因此我国未来国际航线增量在于首都机场和上海机场，所以核心是比较首都机场和上海机场。
- 虽然我们认为上海机场的国际航空枢纽的竞争力将弱于首都机场，但是我们进一步研究可以发现，首都机场已经接近饱和，而且扩建规划迟迟未能出台，我们预计未来几年内首都机场由于饱和而将增速缓慢，国际航线的增长不具备太大空间。
 - 由于我国未来国际航线增量旅客主要在首都机场和上海机场，而两者在国际航线上存在较明显的竞争关系，因此一方饱和，那么另外一方可能会明显受益。
 - 我们可以看到，在 2004 年之前，由于首都机场存在资源瓶颈，而上海机场由于浦东机场的建成容量大增，这导致上海机场的增速持续高于首都机场。但是，2004 年以后随着首都机场资源瓶颈的打开，由于首都机场在国际航线及国内航线上对中转旅客的竞争优势，其后几年的整体增长速度已经明显高于上海机场。

图表7：三大国际的设计容量及扩建计划

	首都机场	香港机场	上海浦东机场
目前设计容量	三个航站楼三条跑道，设计容量为8200万	一个航站楼，两条跑道，终极设计容量为8000万左右，我们预计其目前的容量大约6000万左右	两个航站楼三条跑道，预计容量将达到7500万左右
09年旅客吞吐量	6530万	4613万	3205万
未来扩建计划	可能将建第二机场，也不排除在原址继续扩建，但其规划尚未出台，预计5年内难以建成	第三跑道扩建尚在研究，但预计新跑道造价可能会超过500亿元，短期内扩建可能性很小	远期规划可能还将扩建2条跑道，但目前尚有很大产能空间，近期无扩建计划

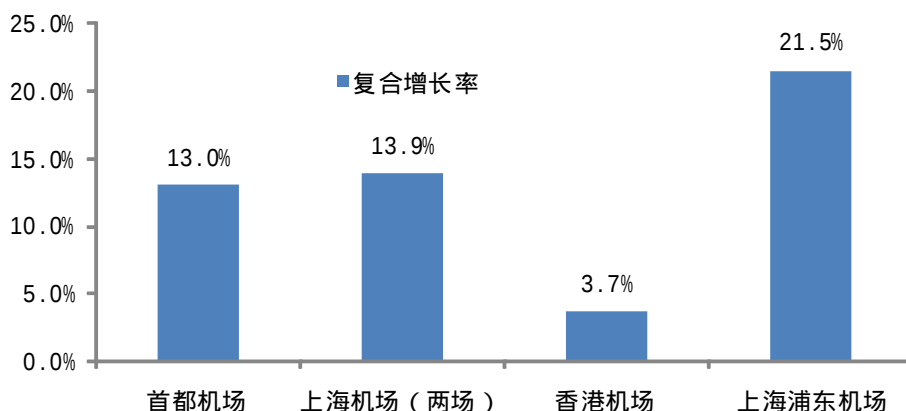
来源：国金证券研究所

图表8：三大枢纽机场 2000 年以来旅客吞吐量增速比较



来源：公司公告 国金证券研究所

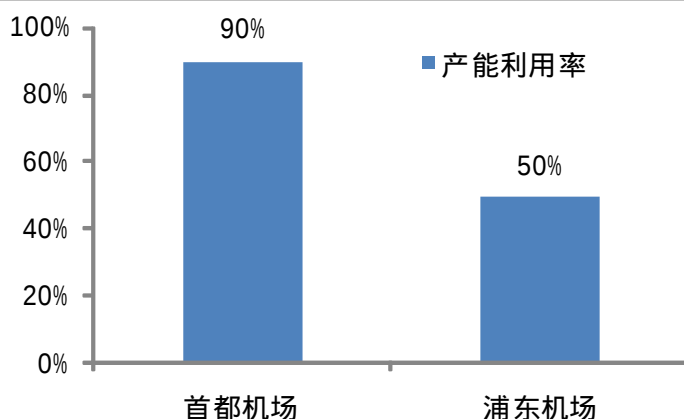
图表9：三大国际枢纽机场 2000 年以来旅客吞吐的年复合增长率比较



来源：公司公告 国金证券研究所

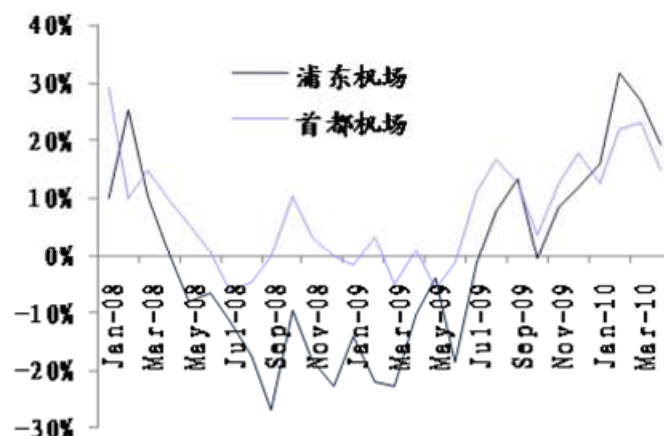
- 我们认为首都机场持续快于上海机场的状况将在 2010 年或 2011 年发生逆转，由于 2009 年首都机场的旅客吞吐量已经达到了 6530 万，假设今年增长 14% 的话，到 2010 年年底，其旅客量将达到 7400 万，其产能利用率将达到 90%，而 2011 年就将超过其设计容量。
- 而上海机场假设 2010 年旅客吞吐量增长 16% 的情况下，其旅客量将达到 3700 万左右，其产能利用率也就 50% 左右。
- 因此，我们认为未来我国国际航线增量旅客将更多地被浦东机场吸纳，这将使得上海浦东机场国际航线的增速将高于行业水平。我们注意到，2009 年首都机场国际航线的增速明显高于上海机场，但进入 2010 年以来，其增速明显被上海机场反超，我们认为其主要原因是首都机场的时刻资源已经开始比较紧张。因此我们预计未来几年其国际航线增速将超过 20%。

图表10：首都和浦东机场预计2010年底的产能利用率



来源：国金证券研究所

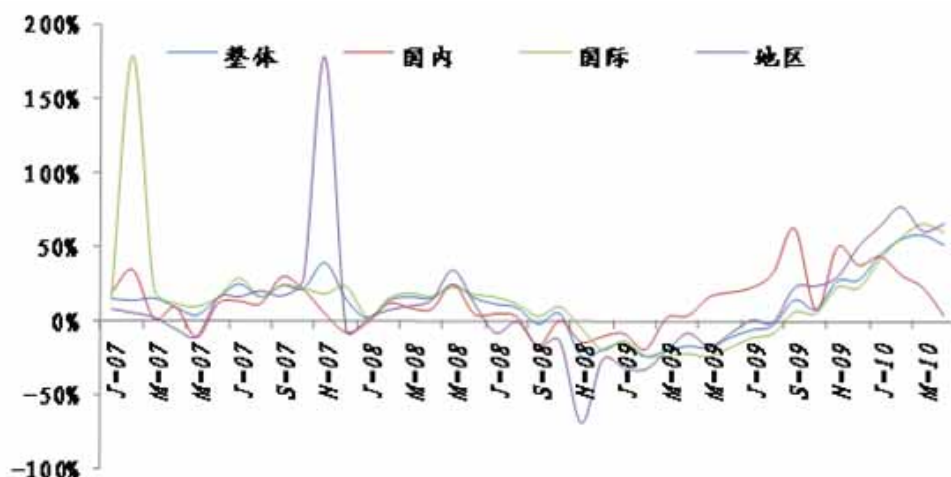
图表11：08年以来首都机场和浦东机场国际航线增长率



虹桥机场对国内航线的分流并不十分明显

- 从产业升级的角度上说，上海人均 GDP 已经超过了 10000 美元，就本土旅客而言，其消费升级已经进入后期，预计本土旅客增速将持续低于全国平均水平，但是我们认为由于我国居民收入占 GDP 的比重较外国更低，因此，消费升级结束阶段对应的 GDP 水平应当更高，我们预计本土旅客未来可能将保持 10%左右的增速，但浦东机场的定位是国际枢纽机场，中转旅客可能是未来的增长重点，因此整体国内航线的旅客增速仍将有望达到 12%左右。
- 我们认为，市场上对虹桥机场扩产后导致浦东机场国内航线分流的影响过于悲观。我们认为未来两场将保持相当增速，甚至由于浦东国际航线的高增长带动国内航线中转旅客的增多，可能使得浦东机场国内航线更具发展潜力。

图表12：浦东机场国际、国内和地区航线的同比增速



来源：公司公告 国金证券研究所

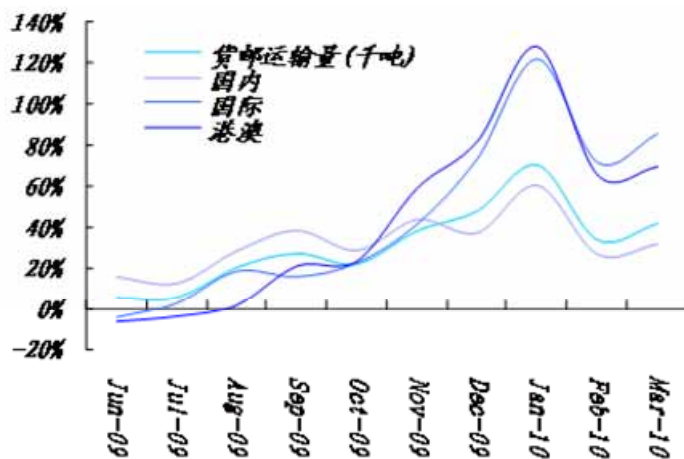
- 首先，上海两场航班时刻的增加并非完全根据市场需求来分配，而是会考虑两场增长的平衡，这也使得在虹桥机场二期投产后，浦东机场国内航线的增量并没有出现像市场预期的那样零增长或负增长，其增速也基本上达到了行业整体增速；
- 其次，我们认为，未来国际航线的高速增长很大部分是由国内国际中转旅客带动，这将使其国内航线也保持快速增长；

- 第三，由于虹桥机场扩建时其两条跑道的间隔距离比较短，这使得其两条跑道难以同一时间进行起降，这使其设计容量仅有 3500 万，而 2009 年其旅客吞吐量已经超过 2500 万，如果按 15% 的增速，其 2012 年预计也将达到饱和，由于虹桥没有三期建设的规划，因此未来几年航班时刻也会比较紧张。

产业升级将驱动上海机场成为国际超级航空货运枢纽

- 航空货运在 2008-2009 年遭遇国际经济危机的影响，航空货运一度出现大幅下跌，但随着国内外经济的回升，航空货运出现爆发式回升。
- 航空货运的运价远高于海运价格，主要运输对象是对时效性要求高的高端产品，随着产业结构的升级，适用于航空运输的高端货物将出现高速增长，从而驱动航空货运、尤其是国际航线航空货运的爆发式增长。
- 从 2009 年开始，国际航线航空货运增速出现爆发式回升，并且货物运输量已经显著高于上轮经济高峰年份 2007。

图表13：我国国内、国际和地区航空货邮运输量增长率



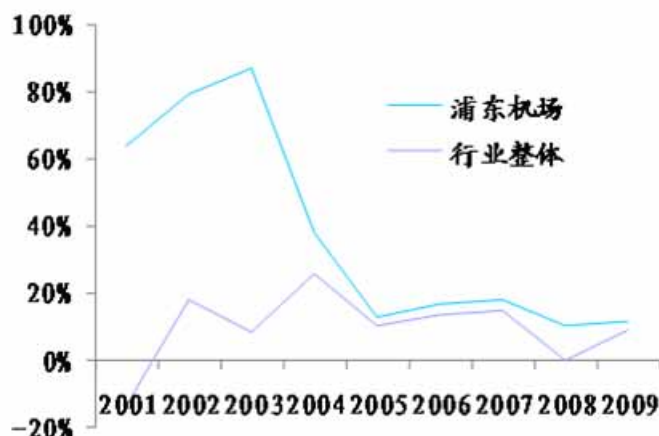
来源：CAAC 国金证券研究所

图表14：我国货邮国际航线的运输量及增长率

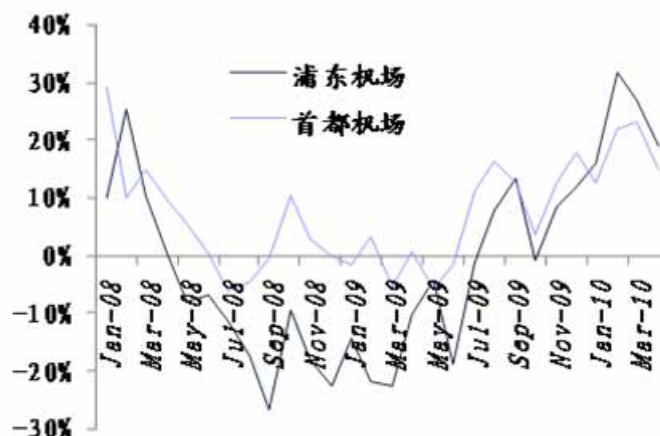


- 背靠制造业发达的长三角，并且在国际航空货运的腹地将覆盖整个长江流域，公司发展航空货运尤其是国际航空货运具有得天独厚的优势。我们认为，上海机场未来将成为我国第一大国际航空货运枢纽港，预计今年将有望超过香港机场的货运量水平。
- 浦东机场过去十年航空货运的复合增长率达到 35%，2009 年其航空货运吞吐量约 317 万吨，已经达到香港机场的航空货运量的 95%。

图表15：2000 年以来公司与行业货邮吞吐量增速对比



图表16：2007 年以来各月公司与行业货邮吞吐量增速



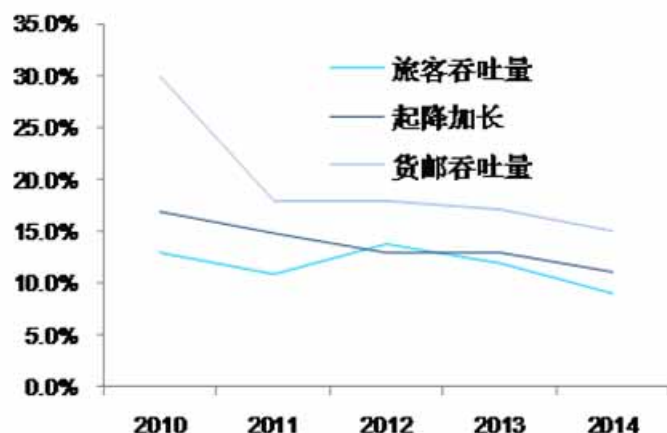
来源：CAAC 国金证券研究所

- 尽管浦东机场航空货站未注入上市公司，但上市公司将可以收取货物的安检费和货机的起降费，也将受益于航空货运的高速增长。另外，我们认为航空货站预计将优先于上海虹桥机场注入上市公司。

公司流量未来几年将实现较快增长，世博会也将带来一定增量

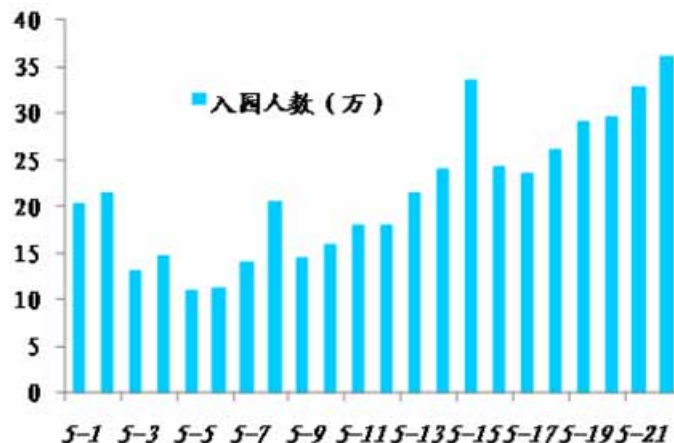
- 根据我们以上的分析，我们认为公司未来几年的流量将保持快速增长，其中货运吞吐量增速最快（出于谨慎原则，我们假设流量增速均逐年下降）。

图表17：我们预计未来几年公司流量的增速



来源：国金证券研究所

图表18：世博会入园人数



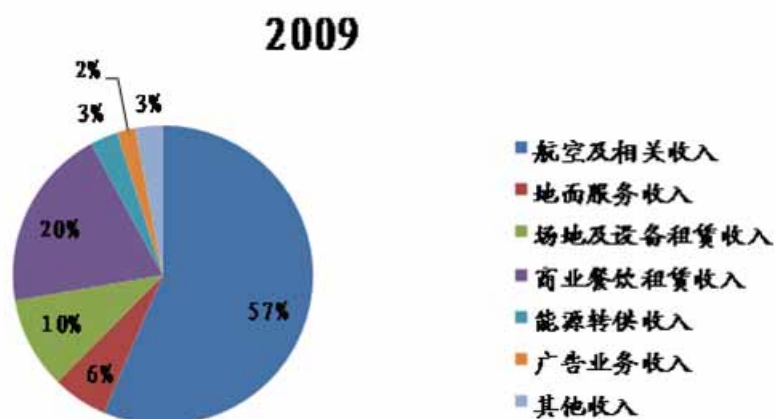
- 我们也关注公司短期流量影响因素，我们认为世博会入园人数正由之前的约 10 万人左右快速回升到 30 万人左右（图 18），而且仍保持上升趋势。我们认为世博会的高峰时期将是七八月份的暑期，而这也将会带动航空流量的快速增长。
- 我们认为世博会给航空需求的增量主要是国内航线，国际航线的增量会相对小一些，毕竟世博会在国际上的宣传力度远低于国内。
- 世博会流量出现快速回升可能也将对股票带来一定的短期催化剂，但我们推荐的主要逻辑是公司未来国际航线的快速增长以及高经营杠杆带来的业绩弹性。

公司收入迎来持续快速增长

国际航线的高增长将提升单位旅客收益率水平

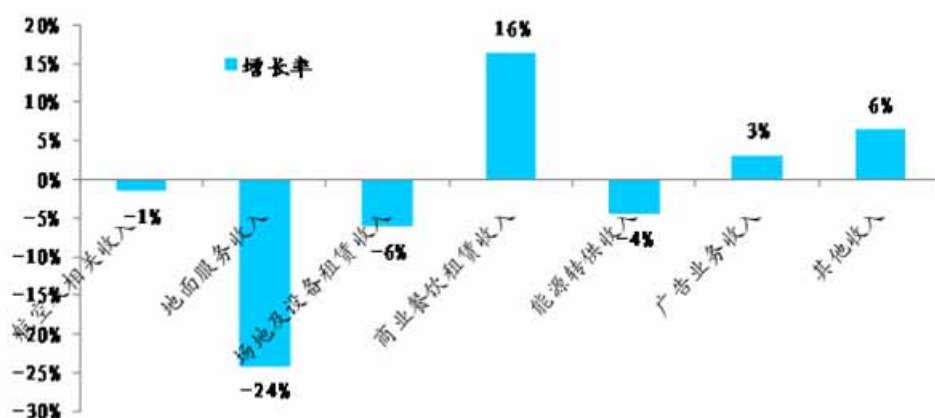
- 公司收入占比最高的是航空及相关收入，主要是旅客服务费、起降费、安检费、客桥费等，2009 年占收入的 57%，其次是商业餐饮租赁收入，占比为 20%，第三大业务场地和设备租赁收入，占比为 10%。
- 在 2009 年，虽然国内航线出现了高速增长，但是由于收益率高的国际航线出现了大幅下滑，导致公司航空收入及地面服务收入出现的大幅下滑，但随着我们上述分析，由于我们预计未来公司国际航线的增速将高于国内航线，因此公司航线结构和旅客结构将得到优化，单位旅客的航空收入会有较大提升，我们预计航空收入及地面服务收入将出现快速回升。

图表19：公司 2009 年各项收入比重



来源：公司公告 国金证券研究所

图表20：公司 2009 年各项收入同比增长率



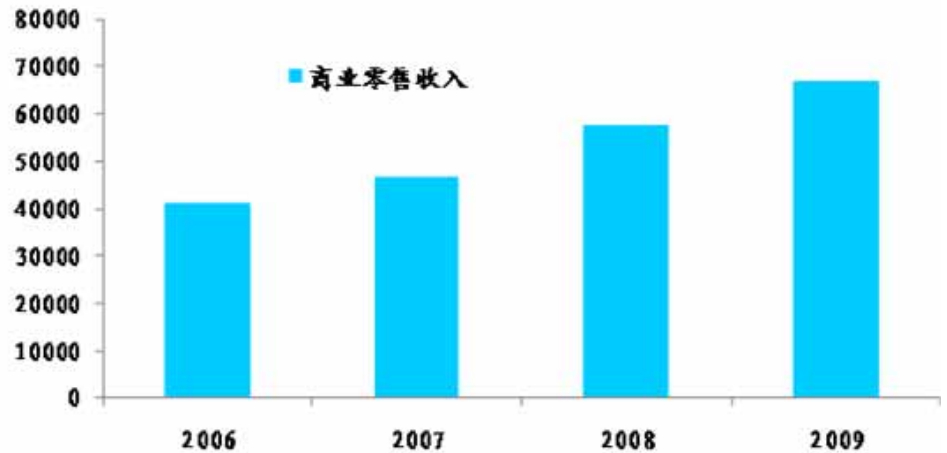
来源：公司公告 国金证券研究所

商业餐饮租赁收入等非航收入增速预计也将高于旅客整体增速

- 在浦东二期投产后，公司商业面积有原来的 0.8 万平方米增长到 2.8 万平方米，目前已经基本投入使用，但整体上公司的商业租赁收入远低于此水平，显示单位租金尚有很大提升空间，因此虽然面积短期内不会出现大幅增长，但就整体租赁收入而言未来还有很大的增长空间。

- 商业零售方式基本上是保底+提成，二期场地租金比较固定并且占比较低，主要是靠营业额分成。而分成额也与公司的旅客吞吐量相关，所以未来的增量来自旅客量的增长以及单位旅客销售收入的提升。
- 由于我们预计国际航线未来的增速将高于国内航线，而国际旅客的消费能力远高于国内旅客，我们认为未来商业租赁收入增速也将高于公司整体旅客增速。

图表21：商业零售收入过去几年的增长情况



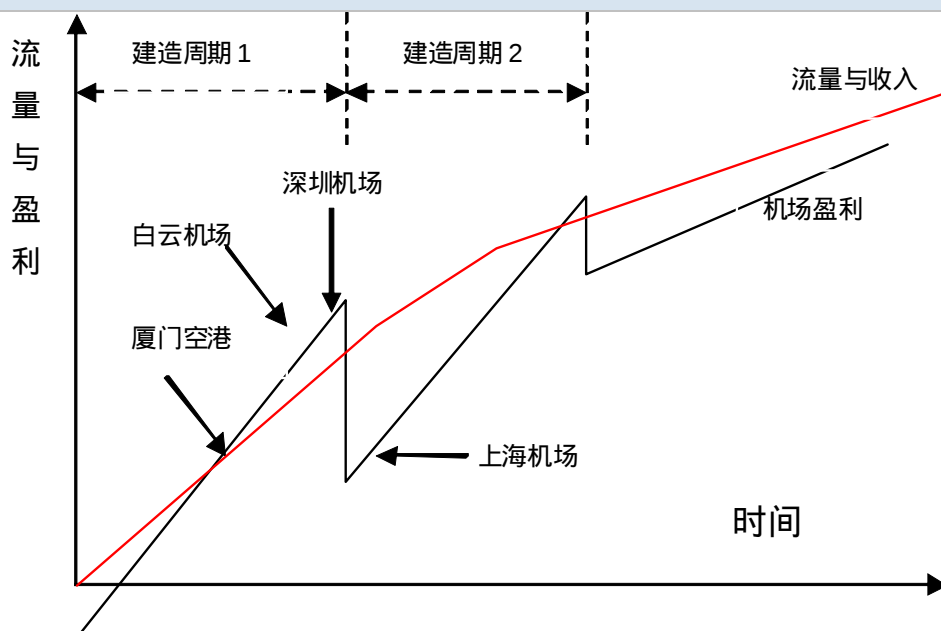
来源：公司公告 国金证券研究所

公司尚有巨大的容量空间，高经营杠杆将产生较大业绩弹性

公司容量利用率低，增长空间巨大

- 目前我国机场尚处于流量增长阶段，一般会经历“流量增长（盈利同步增长）→容量饱和（利润率达到高峰）→扩建（盈利下降）→流量增长（盈利同步增长）”的盈利循环周期。

图表22：机场的建造周期以及各上市机场所处的阶段



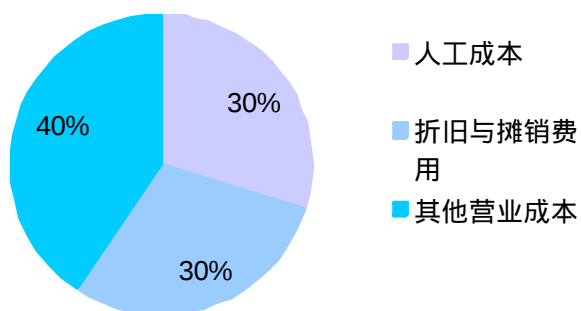
来源：国金证券研究所

- 如前所述，公司到 2010 年年底的产能利用率也仅为 50%左右，公司较大的容量空间使得其在未来几年将没有扩建需求，盈利将随着流量增长而快速增长
- 如果按照 14%的旅客增速，（实际上我们盈利模型中的假设低于此数），我们预计公司将到 2016 年才能达到饱和，公司未来几年将迎来低资本开支而盈利快速增长的阶段。

高经营杠杆将给公司带来较大的业绩弹性

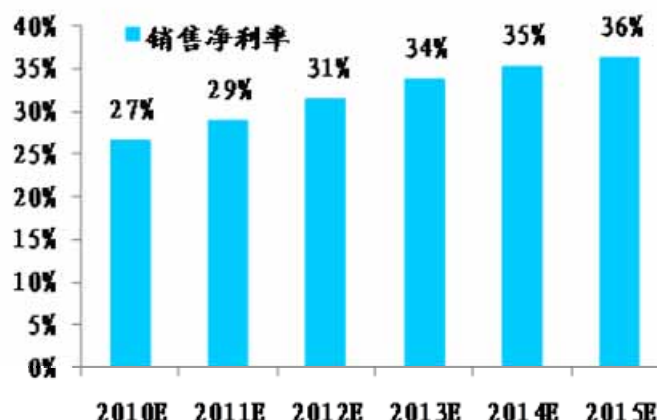
- 由于机场属于基础设施行业，初期投入大，固定资产占总资产的比重很高，折旧摊销等固定成本占比很大，这导致公司产生高经营杠杆。
 - 公司折旧与摊销费用占到公司营业总成本的 30%左右，其余像水电费和租赁费也基本上是固定成本，整体上预计固定成本将占到其营业总成本的 40%以上。
 - 公司人工成本预计将占到公司总成本的 30%左右，而公司的员工人数增速预计也将大幅低于流量增速，即使考虑单位员工人工成本的增长，整体人工成本的增长率也将低于流量增速。
 - 高经营杠杆决定了公司的收入增长将更大比例的转换为盈利增长，即随着其收入的提升，公司销售利润率将逐步回升，我们预计公司的销售净利率将有 2009 年的 22.4%逐步提升到 2015 年的 37%左右。

图表23：公司的主要成本构成



来源：国金证券研究所

图表24：预计公司的销售净利率将得到较快提升



估值分析——公司目前的估值具有较强的安全边际

绝对估值——公司的合理估值为 17.06-18.96 元

- 我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。我们预计公司国内航线增速将略低于行业平均水平，而国际航线和航空货运将略高于行业水平，由于公司将在 2016 年左右接近饱和，我们假设之后的增长速度大幅降低到个位数。据此得到上海机场绝对估值的合理区间在 17.06 ~ 18.96 元之间，价值中枢 17.94 元，相对于目前的价格，尚有 40%左右的空间。

图表25：DCF 估值的主要假设

永续增长率	2.00%	实际所得税率T	25%
无风险利率	3.00%	Ke	9.74%
行业平均Beta	0.82	风险溢价	7.50%
公司市值 (E)	24472.37229	E/(D+E)	92.94%
债务总额(D)	3480.983284	D/(D+E)	7.06%
Kd	5.33%	WACC	8.82%

来源：国金证券研究所

图表26：WACC 估值结果

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.82%	19.16	20.25	21.53	23.06	24.90
8.32%	17.62	18.54	19.59	20.83	22.30
8.82%	16.29	17.06	17.94	18.96	20.15
9.32%	15.13	15.78	16.52	17.36	18.34
9.82%	14.10	14.66	15.28	15.99	16.81

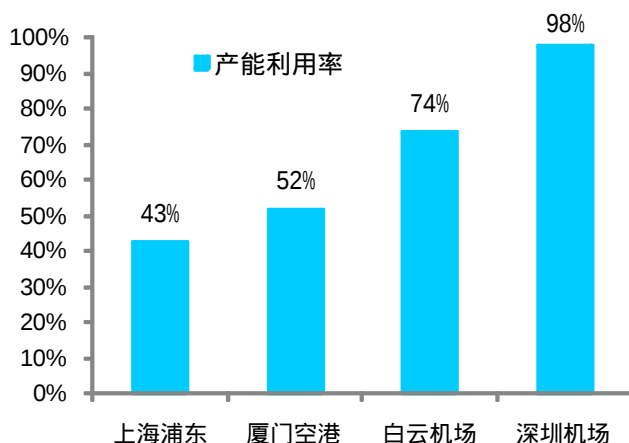
来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们预测上海机场 10-12 年每股盈利为 0.56、0.71 和 0.88 元，复合增长率为 25%左右，目前 12.71 元的市价对应的动态市盈率为 22.7 倍、18.2 倍和 14.5 倍。

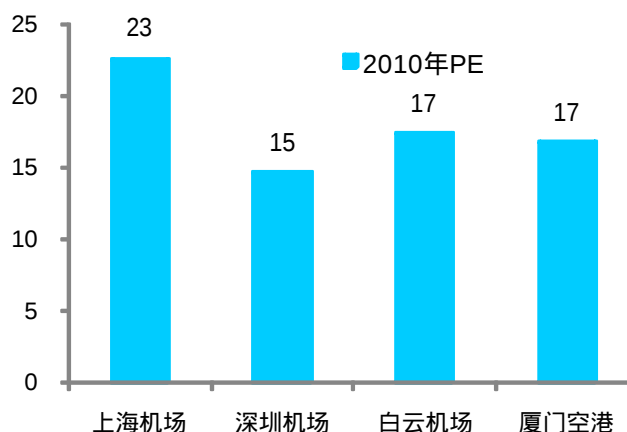
- 正如我们一再强调的一样，我国机场仍处于流量驱动阶段，其业绩具有较强的建造周期性。由于机场盈利的这种建造周期而产生的波动性，因此对于处于不同阶段的机场应当享有不同的 PE 估值，即处于建造周期初期的机场的 PE 水平应当高于接近饱和阶段的机场，而处于建造周期中期的机场的 PE 水平应当介于两者之间。
- 因此，我们坚持认为处于扩建投产初期的机场，如果未来的增速较快的话，可以给予更高的 PE 水平，由于未来几年公司业绩的复合增长率可能达到 25% 左右，因此我们认为公司完全可以给予 2010 年业绩 30-35 倍的 PE 水平，相当于 16.8-19.6 元的水平

图表27：国内 A 股上市机场的产能利用率比较



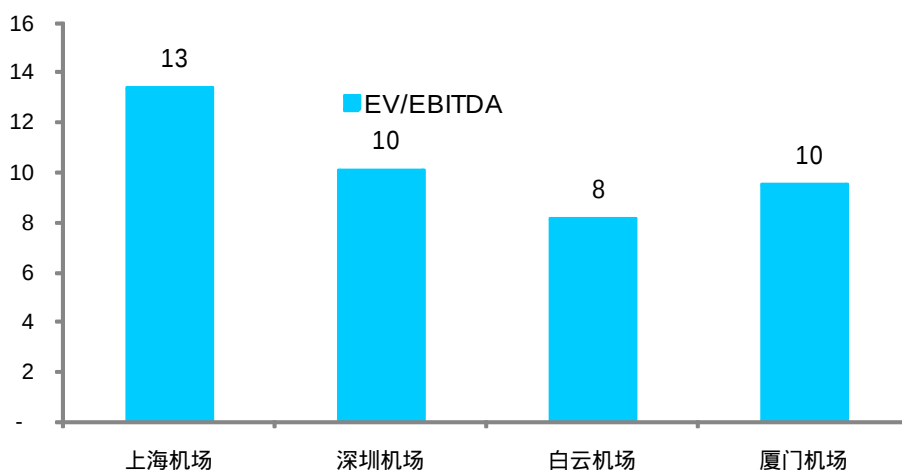
来源：国金证券研究所

图表28：各机场的 2010 年 PE 水平比较



- 从 2010 年市盈率看，目前公司价格好像并不便宜，但是我们可以去看 EV/EBITDA，我们可以看到我国机场整体估值都很低。当然同样扩建完工初期的机场应当要享有更高的 EV/EBIT 倍速。

图表29：各机场的 2010 年 EV/EBITDA 比较



来源：国金证券研究所

投资建议

上调公司投资评级，由“持有”上调至“买入”评级

- 我们上调公司的投资评级，由原来的“持有”上调至“买入”评级。尽管我们认为虹桥机场的注入在未来几年内均难以实现，而且虽然航空货站的注入可能将早于虹桥机场，但预计短期内不会有很大进展。我们推荐的理

由主要来自于公司的基本面和估值水平，而不是资产注入预期。我们推荐的主要逻辑如下：

- 第一，我们认为我国将进入国际航线消费升级加速阶段，未来国际航线将迎来高增长，而这种增长将主要集中在东部地区的三大枢纽机场（上海机场、首都机场和香港机场），而香港机场由于国内航班过少，中转更不便利，近几年旅客增速非常缓慢；而首都机场虽然理论上最具竞争优势，但 2011 年将再次饱和，未来几年增长空间有限，因此我们认为未来几年我国国际航线的增量可能会更多地放在浦东机场，从而带动公司国际航线超预期增长，航线结构和旅客结构也将得到优化。
- 第二，我们认为市场对虹桥机场分流影响过于悲观，我们认为航线资源在两场的分布会照顾两场的平衡，而且浦东机场国际国内中转旅客的增长也将给浦东机场国内航线带来额外增量。
- 第三，我们提请关注浦东机场高经营杠杆带来的业绩弹性，由于公司的固定成本占总成本比重超过 40%，收入的增长会带动毛利率的逐年提升，从而使得盈利出现更快速的增长。
- 第四，公司的产能利用率仅为 45%左右，而且公司未来几年资本开支很少，如果按照 14%的旅客增速，其饱和年度将为 2016 年左右，我们认为未来公司的增长空间巨大。
- 第五，在经历市场大幅下跌之后，公司估值风险得到了较充分的释放，虽然 2010 年 PE 仍有 23 倍左右，但由于巨额的折旧摊销额，使得公司具有非常低的 EV/EBITDA（仅为倍）。我认为在这种价位上，公司股价将能够提供足够的安全边际，是进可攻退可守的品种。
- 另外，近期世博会入园人数的快速回升，可能也将对上海机场构成一定利好。
- **盈利预测：**我们预测上海机场 10-12 年每股盈利为 0.56、0.71 和 0.88 元，复合增长率为 25%左右，动态市盈率为 22.7 倍、18.2 倍和 14.5 倍。
- **风险提示：**国内外经济的二次探底，可能导致流量低于预期（但公司仍可通过业绩的防御性而获取相对收益）；如果石油价格出现大幅下跌，可能使公司投资收益低于预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,144	3,351	3,338	4,017	4,606	5,254
增长率		6.6%	-0.4%	20.3%	14.7%	14.1%
主营业务成本	-1,322	-2,051	-2,292	-2,476	-2,682	-2,903
% 销售收入	42.1%	61.2%	68.6%	61.6%	58.2%	55.3%
毛利	1,822	1,300	1,047	1,541	1,924	2,351
% 销售收入	57.9%	38.8%	31.4%	38.4%	41.8%	44.7%
营业税金及附加	-121	-134	-134	-155	-177	-202
% 销售收入	3.8%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-126	-124	-128	-139	-153	-168
% 销售收入	4.0%	3.7%	3.8%	3.5%	3.3%	3.2%
息税前利润（EBIT）	1,575	1,042	784	1,247	1,594	1,981
% 销售收入	50.1%	31.1%	23.5%	31.1%	34.6%	37.7%
财务费用	-1	-146	-173	-90	-42	-4
% 销售收入	0.0%	4.3%	5.2%	2.3%	0.9%	0.1%
资产减值损失	-4	3	-6	-8	-1	-1
公允价值变动收益	12	0	0	0	0	0
投资收益	366	174	268	246	271	298
% 税前利润	18.8%	16.3%	30.7%	17.6%	14.8%	13.1%
营业利润	1,948	1,073	874	1,395	1,822	2,273
营业利润率	62.0%	32.0%	26.2%	34.7%	39.5%	43.3%
营业外收支	-2	-4	-2	3	3	3
税前利润	1,946	1,069	872	1,398	1,825	2,276
利润率	61.9%	31.9%	26.1%	34.8%	39.6%	43.3%
所得税	-221	-167	-124	-308	-438	-569
所得税率	11.4%	15.6%	14.2%	22.0%	24.0%	25.0%
净利润	1,725	902	748	1,090	1,387	1,707
少数股东损益	30	42	42	14	14	14
归属于母公司的净利润	1,695	860	706	1,076	1,373	1,693
净利率	53.9%	25.7%	21.2%	26.8%	29.8%	32.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,725	902	748	1,090	1,387	1,707
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	324	694	830	1,029	1,038	1,045
非经营收益	-403	-21	-99	-111	-187	-214
营运资金变动	-326	-80	-294	156	-97	-108
经营活动现金净流	1,320	1,495	1,184	2,164	2,141	2,430
资本开支	-2,951	-1,771	-595	-906	-106	-707
投资	21	0	0	-1	0	0
其他	53	81	346	246	271	298
投资活动现金净流	-2,877	-1,690	-249	-661	165	-409
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	1,881	673	-660	-599	0	1
其他	-367	-389	-275	-107	-337	-337
筹资活动现金净流	1,513	285	-935	-706	-337	-336
现金净流量	-43	90	0	798	1,968	1,684

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	287	377	377	1,175	3,143	4,828
应收款项	969	1,200	1,486	1,244	1,426	1,627
存货	15	19	16	746	808	875
其他流动资产	28	7	8	250	270	292
流动资产	1,299	1,602	1,887	3,415	5,648	7,622
% 总资产	8.1%	9.3%	11.1%	18.6%	28.7%	35.8%
长期投资	1,005	1,114	1,034	1,035	1,034	1,034
固定资产	13,304	14,139	13,614	13,557	12,675	12,378
% 总资产	82.9%	81.8%	80.3%	73.9%	64.5%	58.1%
无形资产	406	401	393	336	291	254
非流动资产	14,744	15,679	15,073	14,930	14,002	13,668
% 总资产	91.9%	90.7%	88.9%	81.4%	71.3%	64.2%
资产总计	16,043	17,281	16,960	18,345	19,650	21,290
短期借款	457	1,141	599	0	0	0
应付款项	1,332	1,147	705	1,761	1,923	2,098
其他流动负债	166	207	215	303	310	318
流动负债	1,955	2,495	1,519	2,064	2,233	2,415
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2,478	2,480	2,482	2,482	2,482	2,482
负债	4,433	4,975	4,001	4,546	4,715	4,899
普通股股东权益	11,555	12,222	12,833	13,659	14,781	16,223
少数股东权益	55	84	126	140	154	168
负债股东权益合计	16,043	17,281	16,960	18,345	19,650	21,290

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.880	0.446	0.367	0.559	0.712	0.879
每股净资产	5.996	6.342	6.660	7.088	7.671	8.419
每股经营现金净流	0.685	0.776	0.615	1.123	1.111	1.261
每股股利	0.150	0.250	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.67%	7.03%	5.50%	7.88%	9.29%	10.44%
总资产收益率	10.57%	4.97%	4.16%	5.87%	6.99%	7.95%
投入资本收益率	9.60%	5.52%	4.20%	5.98%	6.96%	7.87%
增长率						
主营业务收入增长率	6.40%	6.57%	-0.37%	20.34%	14.66%	14.07%
EBIT增长率	4.76%	-33.83%	-24.73%	59.06%	27.81%	24.24%
净利润增长率	12.00%	-49.28%	-17.84%	52.38%	27.54%	23.32%
总资产增长率	33.06%	7.72%	-1.86%	8.17%	7.11%	8.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.7	90.5	119.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	4.2	3.0	2.8	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	47.4	33.6	21.0	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	579.3	1,528.8	1,452.6	1,192.7	954.4	802.2
偿债能力						
净负债/股东权益	22.81%	26.36%	20.87%	9.47%	-4.43%	-14.30%
EBIT利息保障倍数	2,240.2	7.2	4.5	13.8	37.8	449.3
资产负债率	27.63%	28.79%	23.59%	24.78%	24.00%	23.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	4	4
买入	0	1	2	8	12
持有	0	2	2	8	9
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.25	2.22	2.21	2.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室