

机场 III



朱峰 王爽

交通运输行业研究员

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

S0190210030003

上海机场 (600009)

享受经济复苏和世博会双重盛宴

推荐 (维持)

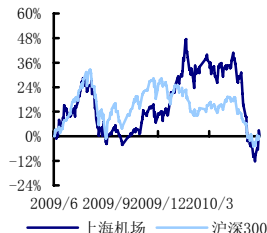
市场数据

报告日期	2010-5-31
收盘价(元)	14.06
52周最高/最低(元)	20.57/12.26
总股本(百万股)	1926.96
流通股本(百万股)	1093.48
总市值(百万元)	27093.04
流通市值(百万元)	15374.28
净资产(百万元)	13082.38
总资产(百万元)	17068.07

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3338	4112	4272	5097
同比增长(%)	-0.4%	23.2%	3.9%	19.3%
净利润(百万元)	706	1108	1082	1463
同比增长(%)	-17.8%	56.8%	-2.3%	35.2%
毛利率(%)	31.4%	36.8%	34.6%	39.6%
净利率(%)	21.2%	26.9%	25.3%	28.7%
净资产收益率(%)	5.5%	8.0%	7.3%	9.0%
每股收益(元)	0.37	0.57	0.56	0.76
每股经营现金流(元)	0.61	0.69	0.81	0.85

股价走势



投资要点

- 经济强势复苏带动了航空业的迅速发展。公司 Q1 营业收入 9.1 亿，同比增长 18.6%；旅客吞吐量为 888.1 万人次，同比增长 29%，创历史新高。预计 2010 年公司营业收入增长 23.2%。
- 世博会带来增量客流。保守预计世博会将带来增量航空旅客 700 万人次，其中浦东机场分得 580 万，约合 2009 年吞吐量的 18%。预计公司今年整体旅客吞吐量增长 31.9%。
- 二期工程启用后，较小的资本开支、相对固定的成本、不断上升的吞吐量和收入，决定了公司正处于盈利上升周期，是最佳的投资时点。
- 我们预测 2010 - 2012 年上海机场 EPS 为 0.57、0.56、0.76。考虑到上海机场未来较小的资本开支、稳定的增长趋势、上升的盈利周期和枢纽的强势地位，我们给予 30X 的 PE 估值，则看高股价到 17.1 元，给予推荐评级。
- 风险因素：虹桥资产注入的不确定性，世博会参观人数及其带来的增量航空客流达不到预期，国内外航班机场收费标准并轨可能带来不利影响。

相关报告

目 录

1、上海机场的枢纽地位无可撼动	- 4 -
2、机场业绩波动源于经济波动和资产投建.....	- 5 -
2.1、机场收入增长与经济发展密切相关	- 5 -
2.2、资产投建形成业绩周期	- 7 -
3、经济复苏和世博会带来双重盛宴	- 9 -
3.1、受益经济复苏，公司业务强劲增长	- 9 -
3.2、世博会带来增量客流	- 10 -
3.3、飞机起降收费拟合	- 11 -
4、非航收入稳步增长	- 13 -
4.1、商业餐饮租赁收入将稳定增长	- 13 -
4.2、广告租赁收入将稳定增长	- 13 -
5、扩建完成，盈利进入上升周期	- 14 -
6、投资收益波动大、难预测	- 15 -
7、盈利预测和投资建议	- 17 -
8、风险提示	- 19 -
8.1、虹桥机场的资产注入与分流竞争	- 19 -
8.2、世博会参观人数与增量航空客流少于预期的风险.....	- 20 -
8.3、国内外航班机场收费标准并轨的风险.....	- 20 -

图 1、公司股权结构	- 4 -
图 2、浦东机场旅客构成	- 4 -
图 3、浦东机场旅客吞吐量和飞机起降增长	- 5 -
图 4、浦东机场收入和利润增长	- 5 -
图 5、中国 GDP 与国内航空旅客吞吐量	- 6 -
图 6、中国 GDP 与港澳航空旅客吞吐量	- 6 -
图 7、中国 GDP 与国际航空旅客吞吐量	- 6 -
图 8、中国 GDP 与各交通方式运输量增长	- 7 -
图 9、美国航空波动与外界突发因素	- 7 -
图 10、大型资产投建带来 EPS 周期性波动	- 8 -
图 11、全球航空业收入 YoY	- 9 -
图 12、各国季度 GDP YoY	- 9 -
图 13、上海机场季度旅客吞吐量与收入增长	- 10 -
图 14、世博园每日票检入园人数	- 11 -
图 15、公司主业收入分类占比	- 12 -
图 16、公司广告收入	- 14 -
图 17、上海机场扩建工程投产带来的新增折旧和财务费用	- 15 -
图 18、中国进口和国产航油价格	- 17 -
图 19、上海两场国内旅客增速	- 19 -
表 1、公司主要资产	- 4 -
表 2、中国 2009 年上市机场重资产特性	- 7 -
表 3、中国上市机场现金流	- 8 -
表 4、世界银行与 OECD 全球经济增长预测	- 10 -
表 5、历届世博会参观人数	- 11 -
表 6、常用机型最大起飞全重	- 12 -
表 7、上海机场飞机起降比例	- 12 -
表 8、公司商业餐饮租赁收入	- 13 -
表 9、公司广告租赁业务收入	- 14 -
表 10、公司营业成本拆分	- 15 -
表 11、公司投资收益	- 15 -
表 12、中国航空煤油销售体制	- 16 -
表 13、公司业务数据预测	- 17 -
表 14、公司财务数据预测	- 18 -
表 15、可比公司数据（采用 2010.5.28 数据）	- 18 -
附表	- 21 -

1、上海机场的枢纽地位无可撼动

上海机场股份有限公司是上海国资委下属企业，经营浦东国际机场，是中国三大航空枢纽港之一。2009 年旅客吞吐量 3205 万人次，位居中国第三。货邮吞吐量 248 万吨，位居中国第一、全球第三。

目前机场入驻航空公司 54 家，其中内航 13 家、外航 41 家，通航国内外城市 139 个。国际和地区旅客占比 48.3%，为国内各机场最高。

图 1、公司股权结构

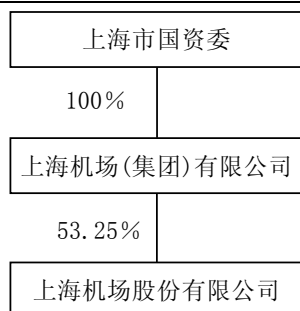
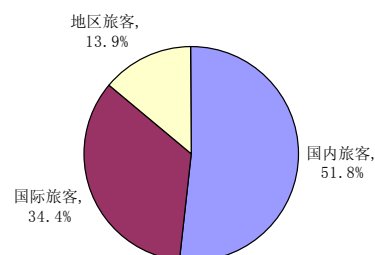


图 2、浦东机场旅客构成



数据来源：公司数据、兴业证券研发中心

截至 2009 年，公司总资产 170 亿，拥有浦东机场 2 个航站楼和 3 条跑道，设计旅客吞吐量 6000 万人次，远期可继续扩建到 8000 万人次。

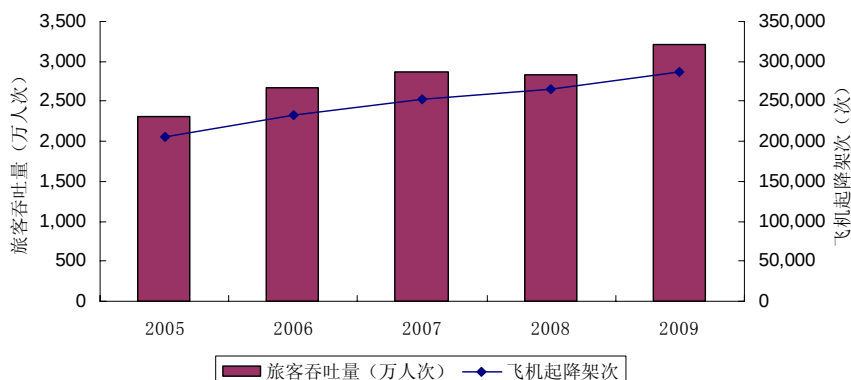
表 1、公司主要资产

资产	描述
一期资产	1999 年 9 月投入使用，投资约 55 亿。主要包括：一跑道，28 万平米 T1 航站楼，及其土地使用权。设计年旅客吞吐量 2000 万人次。
二期资产	2008 年 3 月投入使用，投资约 112 亿。主要包括：二、三跑道，48.6 万平米 T2 航站楼。其中二跑道投资 17 亿，三跑道和 T2 航站楼投资 95 亿。土地向集团租赁。设计年旅客吞吐量 4000 万人次。
远期规划	主要包括：四、五跑道（五跑道用于中国商飞试飞跑道），辅助航站楼和 2 个卫星候机楼。设计年旅客吞吐量 2000 万人次。

数据来源：兴业研发中心

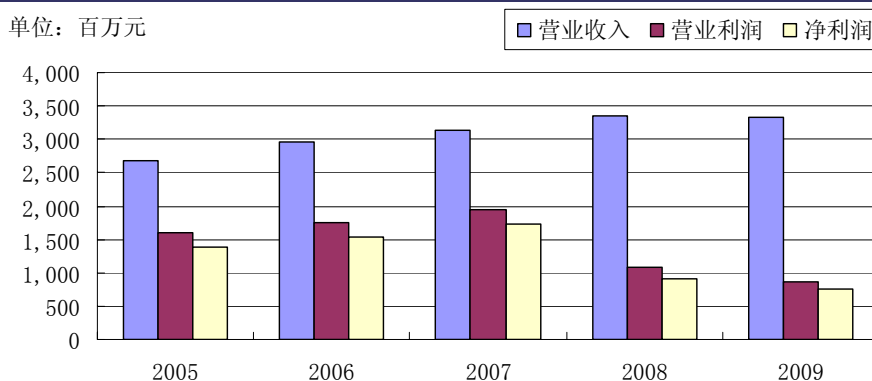
优越的地理位置、强大的腹地经济，使得浦东机场在大基数上仍然保持着稳定的增长率。5 年来旅客吞吐量年均复合增长 6.8%，营业收入年均复合增长 4.5%。

图 3、浦东机场旅客吞吐量和飞机起降增长



数据来源：兴业证券研发中心

图 4、浦东机场收入和利润增长



数据来源：兴业证券研发中心

注：08 年金融危机和二期扩建工程投入使用，使得收入和利润向下波动

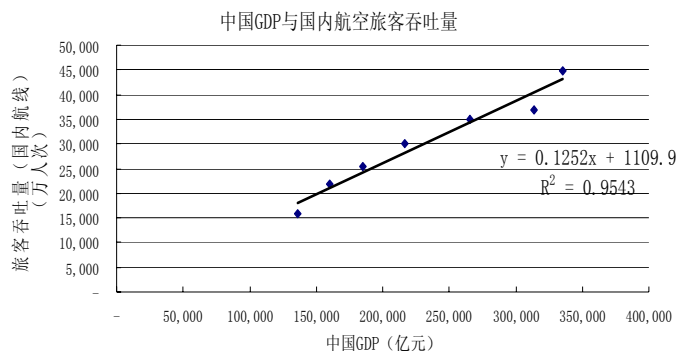
2、机场业绩波动源于经济波动和资产投建

2.1、机场收入增长与经济发展密切相关

在机场收费标准固定的情况下，机场收入跟航空业发展（尤其是飞机起降架次和旅客吞吐量）密切相关。而航空业的发展又取决于经济的发展，因为后者能带来对前者的需求。

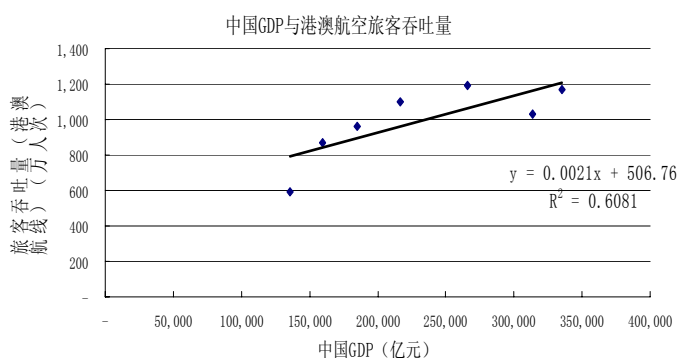
从数据统计上，GDP 增长与航空运输增长表现出明显的相关性。中国 2003 至 2009 年国内旅客吞吐量与 GDP 增长相关系数高达 0.95。港澳和国际旅客吞吐量与全国 GDP 相关系数分别为 0.61 和 0.78，表现出较大的波动性。

图 5、中国 GDP 与国内航空旅客吞吐量



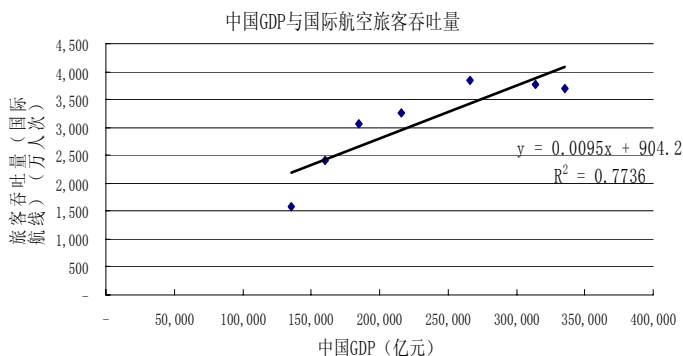
数据来源：CEIC、Wind、兴业研发中心

图 6、中国 GDP 与港澳航空旅客吞吐量



数据来源：CEIC、Wind、兴业研发中心

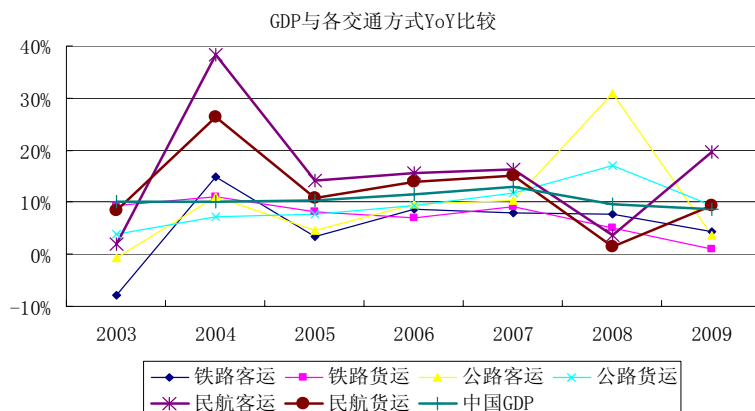
图 7、中国 GDP 与国际航空旅客吞吐量



数据来源：CEIC、Wind、兴业研发中心

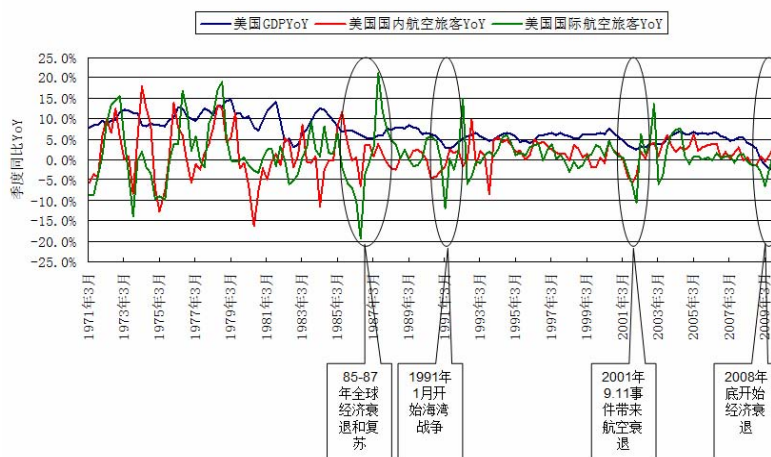
相较公路铁路而言，航空运输对经济波动的放大效应更加明显，尤其是对于经济衰退、突发事件反应强烈，国际航线尤甚于国内航线。从而带来机场收入的波动。

图 8、中国 GDP 与各交通方式运输量增长



数据来源：Wind、兴业研发中心

图 9、美国航空波动与外界突发因素



数据来源：Wind、兴业研发中心

2.2、资产投建形成业绩周期

机场的跑道等飞行区资产和航站楼造价昂贵，固定资产占总资产的比例较高。机场行业经营模式是**典型的重资产、高经营杠杆**。而作为区域垄断性的公用基础设施，其经营现金流入稳定，排除新投建航站楼等情况，资产负债率普遍较低，**体现出低财务杠杆的特性**。

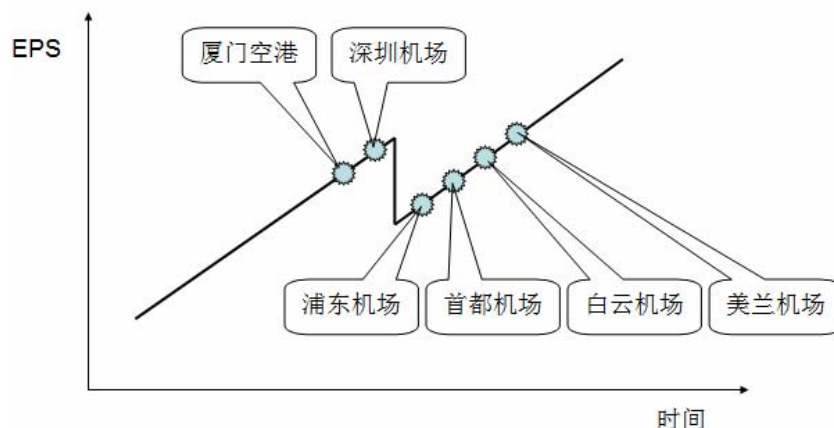
表 2、中国 2009 年上市机场重资产特性

机场/项目(亿元)	总资产	固定资产+在建工程	固资+在建工程占比	总负债	资产负债率
上海机场	169.6	136.14	80.3%	40	23.6%
厦门空港	16.65	11.76	70.6%	1.81	10.9%
深圳机场	57.91	27.59	47.6%	5.98	10.3%
白云机场	112.31	87.35	77.8%	48.46	43.1%
美兰机场	20.92	11.13	53.2%	1.29	6.2%
首都机场	366.08	338.4	92.4%	239.97	65.6%

数据来源：公司年报、兴业研发中心

重资产特性会带来一个盈利周期波动的特点，即当一项重大固定资产，如航站楼，投入使用时，会新增大量折旧费用、财务费用和运营成本，致使 EPS 较前一年陡降。但随着扩建工程使用率的提高，收入上升，盈利进入稳定上升的爬坡阶段。

图 10、大型资产投建带来 EPS 周期性波动



数据来源：兴业证券研发中心

投资和融资现金流的波动也主要源于机场扩建，呈现出周期性特点。当扩建结束，持续而充沛的现金流入就可以用来偿还贷款、降低资产负债率，或者用来收购资产（例如美兰机场 2010 年 3 月对于海航集团旗下其他机场的收购）。

表 3、中国上市机场现金流

机场	项目（亿元）	2006	2007	2008	2009	备注
上海机场	经营活动现金流量净额	14.64	13.2	14.95	11.84	2008 年 3 月扩建工程结束后，投资支出减少，并开始偿还银行贷款。
	投资活动现金流量净额	-24.95	-28.77	-16.9	-2.49	
	筹资活动现金流量净额	8.57	15.13	2.85	-9.35	
	净现金流	-1.74	-0.44	0.90	0.00	
深圳机场	经营活动现金流量净额	5.35	5.24	6.86	5.8	2009 年开始扩建工程，投资支出增加，并减少银行贷款的偿还。
	投资活动现金流量净额	-6.39	-3.41	-3.56	-6.46	
	筹资活动现金流量净额	-2.37	-1.91	-2.32	-0.69	
	净现金流	-3.41	-0.08	0.98	-1.35	
白云机场	经营活动现金流量净额	10.42	11.44	9.96	11.55	2009 年扩建三指廊，保持较高投资支出，并减少银行贷款的偿还。
	投资活动现金流量净额	-0.71	-3.46	-5.62	-5.24	
	筹资活动现金流量净额	-8.62	-7.24	-4.28	-0.35	
	净现金流	1.09	0.74	0.06	5.96	
厦门空港	经营活动现金流量净额	1.94	1.91	2.21	3.65	2008 和 09 年公司与集团进行重组，购买航空相关资产，投资支出大增。
	投资活动现金流量净额	-0.04	0.03	-5.75	-3.29	
	筹资活动现金流量净额	-0.91	-1.24	0.34	-1.01	
	净现金流	0.99	0.70	-3.20	-0.65	
首都机场	经营活动现金流量净额	18.34	19.68	12.22	13.28	2008 年 T3 投入使用，并在当年偿还部分集团借款。2009 年投资和借款支出大减。
	投资活动现金流量净额	-20.86	13.37	-52.5	-8.82	
	筹资活动现金流量净额	-1.49	-3.22	14.86	-3.39	
	净现金流	-4.01	29.83	-25.42	1.07	
美兰机场	经营活动现金流量净额	1.74	2.73	2.31	1.49	净现金流充沛，持续偿还银行贷款。
	投资活动现金流量净额	-0.47	-1.12	-0.44	-0.01	
	筹资活动现金流量净额	-0.5	-1.2	-0.43	-0.66	
	净现金流	0.77	0.41	1.44	0.82	

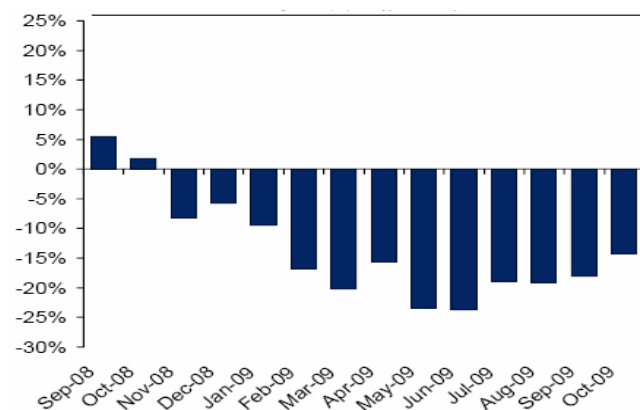
数据来源：公司年报、兴业研发中心

3、经济复苏和世博会带来双重盛宴

3.1、受益经济复苏，公司业务强劲增长

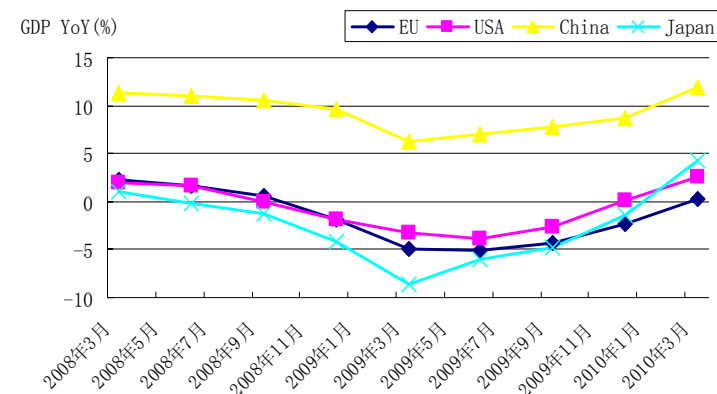
2008 年下半年开始的全球经济危机使航空业受到重创，世界航空业收入同比下降 20%。但背靠强大的中国经济，上海机场 2009 年营业收入只微降 0.4%。

图 11、全球航空业收入 YoY



数据来源：ATA、兴业证券研发中心

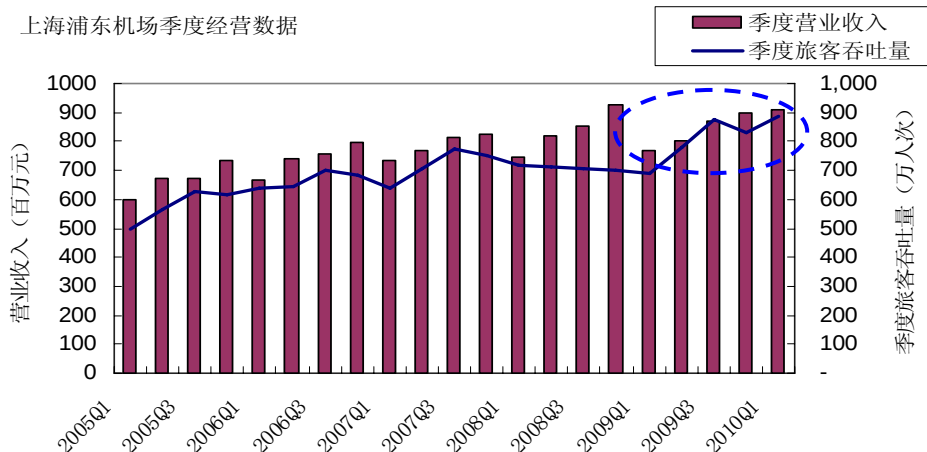
图 12、各国季度 GDP YoY



数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

2010 年 Q1 上海机场各项经营指标强劲增长，营业收入 9.1 亿，同比增长 18.6%，且仅次于 2008 年 Q4 的 9.3 亿，（每年的 Q4 是营收和旅客吞吐量的旺季）。旅客吞吐量为 888.1 万人次，同比增长 29%，并创历史新高。

图 13、上海机场季度旅客吞吐量与收入增长



数据来源：兴业证券研发中心

世界银行在 2009 年底、OECD 在 2010 年 5 月分别对全球经济增长进行了预测。随着经济形势的变化，后者调增了美日中的经济增长率，而调降了欧洲的经济增长率。经济复苏加上世博会的刺激因素，2010 必是上海机场乃至中国航空业的丰收之年。

表 4、世界银行与 OECD 全球经济增长预测

国家/地区	世界银行（2009 年底预测）			OECD（2010 年 5 月预测）		
	2009E	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
全球	-2.2	2.7	3.2	N/A	N/A	N/A
OECD	-3.3	1.8	2.3	-3.3	2.7	2.8
欧洲	-3.9	1.8	2.3	-4.1	1.2	1.8
美国	-2.5	2.5	2.7	-2.4	3.2	3.2
日本	-5.4	1.3	1.8	-5.2	3.0	2.0
非 OECD	-2.3	2.9	3.9	N/A	N/A	N/A
中国	8.4	9.0	9.0	8.7	11.1	9.7

数据来源：世界银行、OECD、兴业研发中心

3.2、世博会带来增量客流

2010 年 5 月开幕的上海世博会，对于上海机场来说无疑是个巨大的利好。以往各届综合性世博会，以日本大阪 6422 万人次为最多。

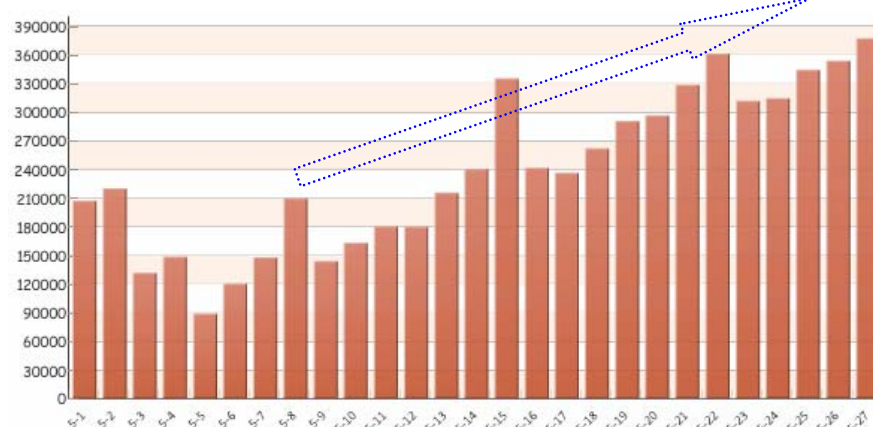
上海世博局预测本届世博会参观旅客将达 7000 万人次，平均每日约为 40 万人次。运行四周以来，实际入园数量日均 25 万人次，远没达到预期值，但上升趋势明显，最近一周每日入园人数持续超过 30 万。7~10 月的暑假和旅游旺季预计将带来更多的各地客流，7000 万人次并非遥不可及。

表 5、历届世博会参观人数

日期	举办国 / 城市	名称	类型	天数	万人	备注
1964	美国 / 纽约	纽约世界博览会	综合	360	5167	通过理解走向和平
1967	加拿大 / 蒙特利尔	加拿大世界博览会	综合	185	5031	人类与世界
1970	日本 / 大阪	日本世界博览会	综合	183	6422	人类的进步与和谐
1992	西班牙 / 塞维利亚	塞维利亚世界博览会	综合	176	4100	发现的时代
2000	德国 / 汉诺威	汉诺威世界博览会	综合	153	1800	人类、自然、科技
2010	中国 / 上海	上海世界博览会	综合	185	?	城市，让生活更美好

数据来源：兴业研发中心

图 14、世博园每日票检入园人数



数据来源：上海世博局、兴业证券研发中心

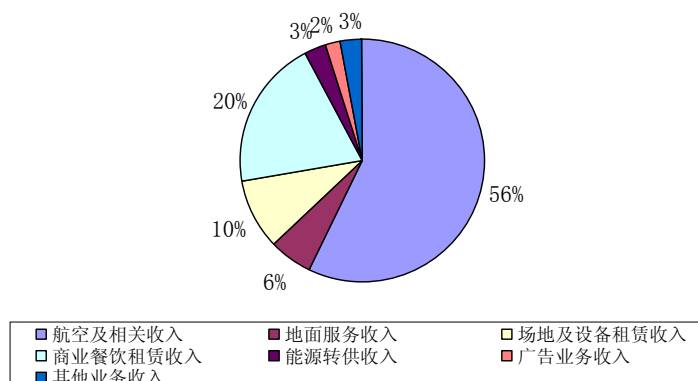
若入园人数的 5% 乘坐飞机进出上海，将直接带来新增航空旅客吞吐量 700 万人次，并在浦东、虹桥两场动态分配。

2009 年虹桥机场旅客吞吐量 2532 万人次，2010 年 3 月 T2 航站楼投入使用后可满足年 3000 万人次的旅客吞吐量。假设虹桥机场旅客正常增长率为 14%，则虹桥机场尚有分流世博新增客流约 120 万人次，其余 580 万人次由浦东机场承接，约合 09 年公司旅客吞吐量的 18%。

3.3、飞机起降收费拟合

航空及相关收入是公司最大的收入来源，占到 2009 年主营收入的 56%，主要包括对飞机起降和旅客服务的收费。如何根据旅客吞吐量和飞机起降架次来预测航空主业收入是一个关键性的问题。

图 15、公司主业收入分类占比



数据来源：上海世博局、兴业证券研发中心

在现有的通用机型中，全货机一般最大起飞全重一般超过 200 吨，如 B747 等。单通道窄体客机介于 51~100 吨，如 B737 系列、A320 系列等。双通道宽体客机一般超过 200 吨，如 A330、A340、B777 等。单通道远程性或半宽型一般介于 101~200 吨，如 B757、B767 等。

表 6、常用机型最大起飞全重

机型	最大起飞全重(吨)
B737-600	65
B737-700	60
B737-800	70.5
B737-900	85
B747-400F	385
B757-200	125
B767-300	165
B777-200	280
A300-600	165
A319	64
A320	75.5
A321	83
A330	230
A340	270
A380	560
A380-800	590
MD11	285

数据来源：兴业研发中心

表 7、上海机场飞机起降比例

项目	2006	2007	2008	2009
国内航班起降占比	41.3%	39.1%	42.9%	51.5%
国际航班起降占比	44.4%	47.0%	44.1%	36.4%
地区航班起降占比	13.3%	12.8%	11.9%	11.2%
其他飞机起降占比	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%

数据来源：兴业研发中心

我们假设国内航班均采用 51~100 吨的 B737 类似机型，国际和地区航班均采用大于 200 吨的 A330 类似机型。其他飞机均假设为货机，大于 200 吨。2009 年上

海机场航班起降类型和客座率数据如下：

- ①国内航班起降占比 51.5%，平均飞机人数 111 人。
- ②国际航班起降占比 36.4%，平均飞机人数 104 人。
- ③地区航班起降占比 11.2%，平均飞机人数 137 人。
- ④其他飞机起降占比 0.9%。

根据民航局发布的机场收费标准，我们模拟计算单机起降航空收入 6563.42 元，与 2009 年实际单机收入 6620.51 元误差 0.9%。这一模拟结果相当令人满意。这也构成我们后面盈利预测的基本算法。

4、非航收入稳步增长

4.1、商业餐饮租赁收入将稳定增长

公司每年向合作餐厅收取场地租金，基本按照“固定+提成”的 $aX + b$ 收费模式。实际比例将根据商业业态以及实际营业收入与合同中规定的计划营业收入的差额进行浮动。

目前 T1 航站楼商业面积约 8000 平方米，T2 航站楼商业面积 2 万平方米，未来面积增长空间不大。所以公司该项收入的未来增长将随着旅客吞吐量增加、消费档次提升和消费习惯的改变而稳步增长，并保持一个高于旅客吞吐量增速的弹性。

表 8、公司商业餐饮租赁收入

项目	2008	2009
商业餐饮租赁收入（百万元）	574.23	667.28
YoY		16.2%
单旅客商业餐饮租赁收入（元）	20.25	20.82
YoY		2.8%

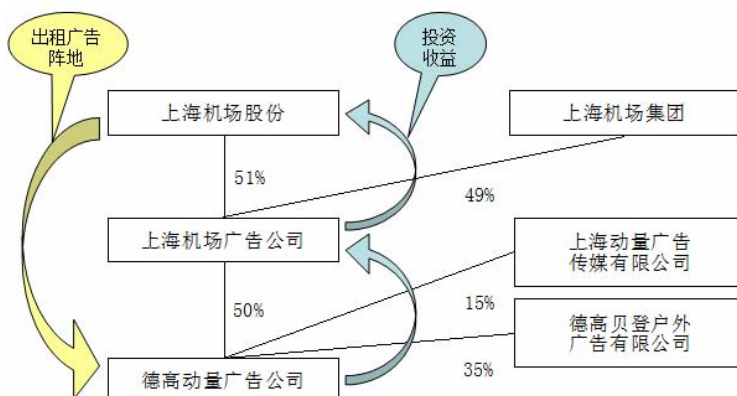
数据来源：公司年报、兴业研发中心

注：由于统计口径问题，2008 年以前年度的该项收入年报没有披露

4.2、广告租赁收入将稳定增长

公司广告收入分为两块，一块是出租广告阵地给下属公司而产生的广告阵地租赁收入，计入主营业务收入中。第二块是其下属广告公司经营广告业务产生的盈利，计入投资收益。

图 16、公司广告收入



数据来源：兴业证券研发中心

根据年报披露，公司、机场集团及德高动量签订了《上海虹桥及浦东国际机场广告阵地租赁合同》，该合同自 2005 年 3 月 1 日起生效，租赁期为 15 年。自 2006 年 1 月 1 日起，广告阵地租赁收入将按中国政府民航管理部门官方公布的上一年度上海虹桥及浦东机场客流量增长幅度所对应的增长率计算，广告阵地租赁收入本公司与机场集团协议分成。公司分成比例为广告收入的 30% 左右，但这一比例并不固定，可能会略有调整。但总的来说，旅客吞吐量增长是基本确定的，故广告租赁收入的稳定小幅增长也是可以预期的。

表 9、公司广告租赁业务收入

项目	2008	2009
广告租赁业务收入（百万元）	59.50	61.24
YoY		2.9%
单旅客广告租赁业务收入（元）	2.10	1.91
YoY		-10.0%

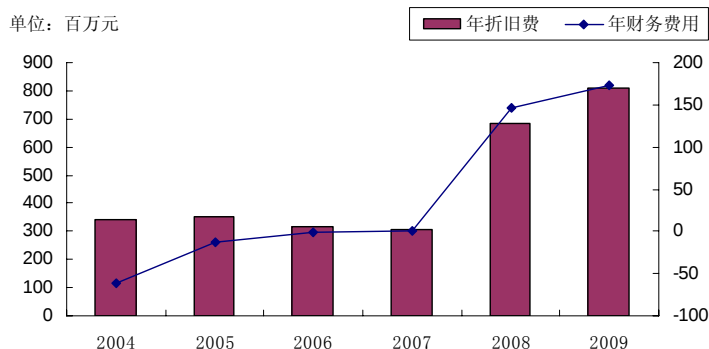
数据来源：公司年报、兴业研发中心

注：由于统计口径问题，2008 年以前年度的该项收入年报没有披露

5、扩建完成，盈利进入上升周期

2008 年 3 月 26 日浦东机场二期机场扩建工程投入使用，开始计提相应的折旧费用、运营成本以及财务费用。仅当年新增折旧就直接拉低 08 和 09 年 EPS 0.195 和 0.261 元，全年 EPS 则分别下降 48.9% 和 17.8%。

图 17、上海机场扩建工程投产带来的新增折旧和财务费用



数据来源：兴业证券研发中心

表 10、公司营业成本拆分

重大租赁和折旧（百万元）	2006	2007	2008	2009
租用浦东机场办公场所	45.47	45.47	36.38	43.38
租用二期飞行区等场地	54.00	54.00	108.30	130.00
房屋建筑物折旧	135.21	126.90	286.37	404.01
跑道停机坪折旧	70.45	73.50	59.20	53.69
机械设备折旧	49.36	49.25	105.00	119.61
通讯设备折旧	25.12	5.27	68.99	94.76
运输设备折旧	13.72	17.66	27.21	32.20
员工薪酬费用	542.97	639.46	654.51	832.42
小计	936.30	1,011.51	1,345.96	1,710.07
其他营业成本	270	311	705	581
公司营业成本合计	1,206.37	1,322.32	2,051.10	2,291.54
YoY		9.6%	55.1%	11.7%

数据来源：公司年报、兴业研发中心

上海机场扩建工程的结束，为未来运能的释放打开了空间。收入的稳步上升，折旧租赁和员工薪酬的基本固定，使得公司未来 EPS 将处于稳定的上升周期。以现有设计能力和旅客增长率，2015 年之前无需扩建。

6、投资收益波动大、难预测

公司投资收益主要来自于 5 家联营企业，尤其是德高动量广告公司和航油公司。

表 11、公司投资收益

联营/合营公司净利（百万元）	2006	2007	2008	2009
航空油料公司（40%股份）	411.57	722.03	201.38	455.73
贵宾服务公司（30%股份）	1.92	11.37	16.28	30.20
北京华创投资公司（20%股份）	-0.05	0.37	0.37	0.04
城市航站楼管理公司（30%股份）	0.09	0.49	0.17	0.33
德高动量（50%股份）		126.98	175.53	168.07
小计投资收益	165.22	292.44	85.56	191.46
其他投资收益	80.89	73.58	88.81	76.56
公司总投资收益	246.11	366.02	174.37	268.02

数据来源：公司年报、兴业研发中心

上海机场德高动量广告有限公司是由上海机场广告有限公司（50%）、德高贝登户外广告有限公司（35%）以及上海动量广告传媒有限公司（15%）于2005年共同创建，专营机场媒体的规划、建设和运营。由于机场广告类型众多、客户众多，单个客户的签约期限和签约价格不会影响到整个广告公司的业绩。所以排除宏观经济的波动因素外，德高动量广告公司的投资收益应该保持在小幅波动的水平。

上海浦东国际机场航空油料有限责任公司成立于1997年9月，是一家为起降于浦东机场的中外航空公司提供飞机加油服务的专营性公司。股东包括：上海国际机场股份有限公司（40%）、中国航油（新加坡）股份有限公司（33%）、中国石化上海高桥石油化工公司（27%）。

中国的航油供应体制比较独特。在航油采购上，由于国内航油产量不足，中航油（新加坡）、浦东航油等少数公司承担了从新加坡采购缺口航油的责任。在销售价格上，国内航班和国际航班采用不同的定价方式，对内采用发改委制订的价格销售，对外采用新加坡航油为基准的价格销售。

中国航油销售体制的基本原则为：

- ①以外补内、以大补小、以东补西，全国实行基本统一的差价。
- ②国内航空公司的综合费用小于国外航空公司的综合费用。

表 12、中国航空煤油销售体制

1. 对外国航空公司的销售价格
新加坡普氏平均离岸价+贴水+港口费+综合费用
2. 对国内航空公司国际航班的销售价格
1) 北京、上海、广州、深圳等有进口油机场的销售价格
新加坡普氏平均离岸价+贴水×密度×汇率+综合费用
2) 国内其它没有进口油机场的国际航班的价格
国内航煤出厂价格+上季度一般贸易油摊入价格+综合费用
3. 对国内航空公司国内航班的销售价格
国内航煤出厂价格+上季度一般贸易油亏损摊入价格+综合费用
4. 国内航煤出厂价格由国家发改委制定
5. 一般贸易油到岸价格
（新加坡普氏价格+贴水）×密度×汇率×关税×增值税+港口费

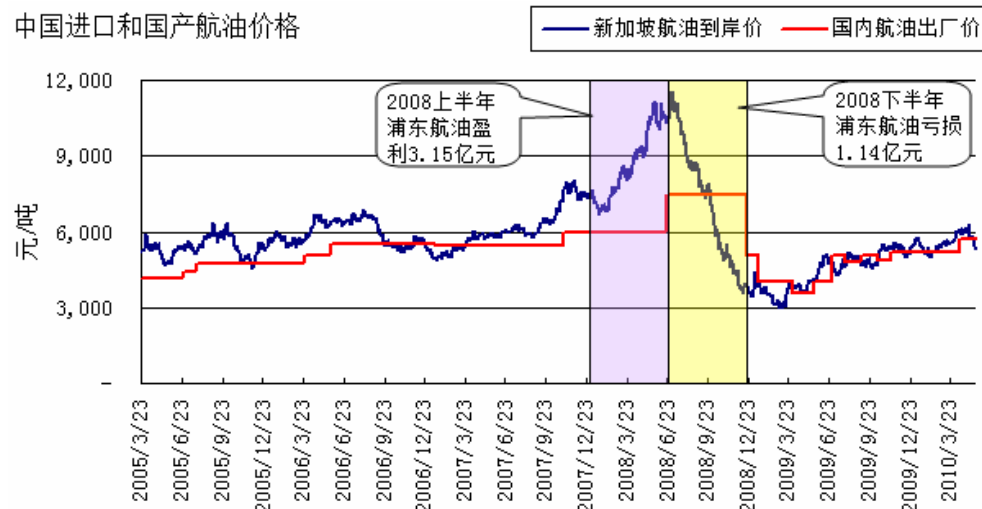
数据来源：中航油、兴业研发中心

虽然中国对内航油销售价格在08年之前长期低于进口价格，但浦东航油立足于拥有大量国际航班的浦东机场，仍然可以享受到丰厚的利润。

由于从航油采购到销售，存在一定的时滞，所以在国际航油价格急剧拉升的时候，浦东航油公司能从对国际航班销售中赚取更多的利润。若国际航油价格急剧下跌，则可能亏损。以2008年为例，上半年航油涨价，浦东航油公司盈利3.15亿；下

半年航油跌价，浦东航油公司亏损 1.14 亿；全年盈利 2.01 亿。

图 18、中国进口和国产航油价格



数据来源：Wind、Bloomberg、兴业证券研发中心

从 09 年开始，发改委加快了国内成品油的调价频率，国产航油与进口航油价格基本接轨，建立了较好的价格传导机制。09 年浦东航油盈利 4.56 亿元，对于未来盈利的预测有极强的参考价值。但总体而言，航油公司的收益与飞机起降架次、航油销售价格、航油采购成本、套期损益等多因素有关，精确预测仍然较为困难。

7、盈利预测和投资建议

我们财务预测建立在下面假设基础上，三大表预测结果见最后的附表。

- (1) 除去世博会增量因素，2010~2012 年上海航空旅客吞吐量正常增长 14%、13%、12%。2010 年世博会因素导致的上海两场额外新增 700 万客流量。
- (2) 虹桥未来 3 年旅客吞吐量为 3000、3200、3400 万人次，其余由浦东机场承接。
- (3) 未有大量资本开支，重大租赁和折旧费用保持稳定。

表 13、公司业务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
浦东机场旅客吞吐量(万人次)	3,205.06	4,228.47	4,173.04	4,857.80
YoY	13.0%	31.9%	-1.3%	16.4%
虹桥机场旅客吞吐量(万人次)	2,531.82	3,000.00	3,200.00	3,400.00
YoY	11.8%	18.5%	6.7%	6.3%
全上海机场旅客吞吐量(万人次)	5,736.88	7,228.47	7,373.04	8,257.80
YoY	12.5%	26%	2%	12%
浦东机场飞机起降架次	287,185	348,740	356,061	414,206
YoY	8.0%	21.4%	2.1%	16.3%
浦东机场货邮吞吐量(吨)	2,481,500	2,977,800	3,424,470	3,938,141
YoY	-5.6%	20.0%	15.0%	15.0%

表 14、公司财务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
航空及相关收入	1,901.31	2,224.23	2,324.76	2,767.88
地面服务收入	190.68	244.12	259.92	310.65
场地及设备租赁收入	317.66	401.05	427.27	517.76
商业餐饮租赁收入	667.28	900.66	909.72	1,083.29
能源转供收入	105.41	130.78	135.30	159.47
广告业务收入	61.24	84.57	87.63	106.87
其他业务收入	94.76	126.85	127.28	150.59
总计营业收入	3,338.34	4,112.27	4,271.90	5,096.51
YoY	-0.3%	23.2%	3.9%	19.3%
航空油料公司（40%股份）	455.73	553.41	565.03	657.30
贵宾服务公司（30%股份）	30.20	39.84	39.32	45.77
北京华创投资公司（20%股份）	0.04	0.50	0.50	0.50
城市航站楼管理公司（30%股份）	0.33	0.50	0.50	0.50
德高动量（50%股份）	168.07	221.74	218.83	254.74
公司总投资收益	268.02	313.57	323.06	366.90
YoY	53.7%	17.0%	3.0%	13.6%
租用浦东机场办公场所	43.38	50.00	50.00	50.00
租用二期飞行区等场地	130.00	140.00	140.00	140.00
房屋建筑物折旧	404.01	400.00	400.00	400.00
跑道停机坪折旧	53.69	53.00	52.00	51.00
机械设备折旧	119.61	115.00	115.00	115.00
通讯设备折旧	94.76	90.00	85.00	80.00
运输设备折旧	32.20	30.00	30.00	30.00
员工薪酬费用	832.42	943.14	1,068.57	1,210.69
重大租赁、折旧和薪酬（百万元）	1710.07	1821.14	1940.57	2076.69

数据来源：兴业研发中心

目前国内上市机场的 ROE 与国外同行相比处于较高水平，PE 估值低于国际和香港的平均水平，具有良好的投资价值。我们预测上海机场 2010-2012 年 EPS 为 0.57、0.56 和 0.79 元。若取 5% 的永续增长率、WACC 8.67%，则 DCF 为 16.78 元。

考虑到上海机场未来较小的资本开支、稳定的增长趋势、上升的盈利周期和枢纽的强势地位，我们给予 30X 的 PE 估值，则看高股价到 17.1 元，给予推荐评级。

表 15、可比公司数据（采用 2010.5.28 数据）

公司	PE			PB			ROE			EV/EBITA		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
国际												
日本空港	37.25	28.88	19.42	0.99	0.95	0.92	2.31	3.13	4.68	8.07	8.11	N/A
泰国机场	16.84	13.21	11.50	0.61	0.60	0.58	3.83	4.64	5.11	6.72	5.96	5.45
法兰克福机场	22.05	19.34	19.98	1.34	1.31	1.27	6.48	7.24	6.51	9.75	9.44	8.81
奥克兰机场	21.86	19.79	18.61	1.31	1.31	1.31	5.95	6.59	7.08	12.38	11.55	11.10
哥本哈根机场	14.96	13.95	12.88	3.14	3.09	3.06	20.37	21.62	23.07	8.87	8.50	8.14
维也纳机场	11.13	11.09	13.57	1.05	1.01	0.97	9.78	9.60	7.46	9.45	9.45	8.97
苏黎世机场	15.55	13.65	12.54	1.23	1.15	1.06	8.23	9.00	9.34	7.21	6.77	6.24
平均值	19.95	17.13	15.50	1.38	1.35	1.31	8.13	8.83	9.04	8.92	8.54	8.12
香港												

北京首都机场	35.33	21.40	14.69	1.25	1.22	1.16	3.41	5.93	8.29	10.11	10.49	8.85
美兰机场	16.19	14.87	13.22	1.67	1.57	1.44	10.38	10.68	11.25	9.27	8.52	7.48
平均值	25.76	18.14	13.95	1.46	1.39	1.30	6.90	8.31	9.77	9.69	9.50	8.16
国内												
上海机场	24.67	21.73	18.10	1.95	1.81	1.68	8.69	9.26	9.79	13.61	13.68	11.13
白云机场	17.74	15.77	11.80	1.59	1.52	1.40	9.62	10.31	12.32	7.02	5.85	5.08
深圳机场	15.96	14.94	16.22	1.76	1.62	1.52	12.03	11.60	9.29	10.89	8.87	7.53
厦门机场	18.22	15.99	14.57	3.26	2.87	2.46	20.05	19.04	18.03	11.08	9.00	7.50
平均值	19.15	17.11	15.17	2.14	1.96	1.76	12.59	12.55	12.36	10.65	9.35	7.81

数据来源：Bloomberg、兴业研发中心

8、风险提示

8.1、虹桥机场的资产注入与分流竞争

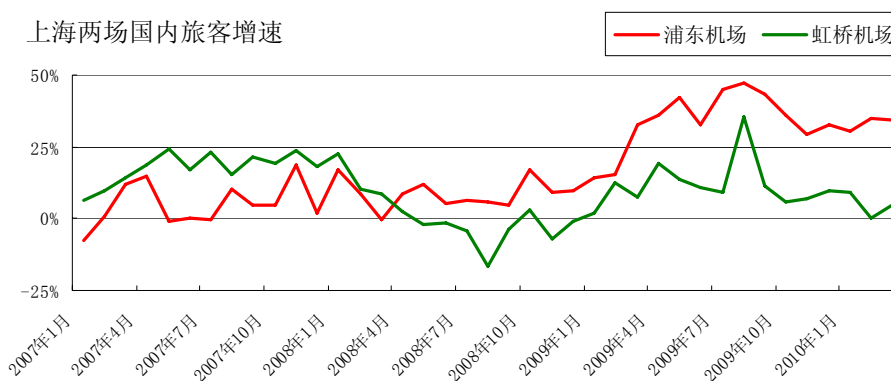
2003 年集团与股份公司进行资产置换时承诺“集团公司不得通过改建、扩建虹桥机场，以便增加普通客运航班的吞吐能力”。但其后上海市政府决定建设国内乃至世界上最大的综合交通枢纽——虹桥枢纽。

虹桥机场扩建工程总投资超过 170 亿，基建和土地拆迁各占一半。浦东机场二期扩建工程与虹桥机场扩建工程有较强的可比性。浦东机场扩建投资 95 亿，包括第三跑道、T2 航站楼，设计旅客吞吐量 4000 万人次。虹桥扩建工程投资 170 亿，包括第二跑道、T2 航站楼，设计最大旅客吞吐量 4000 万人次。也就是说在建设规模基本相同的情况下，虹桥扩建工程造价更高。

高昂的建设成本、配以低收费标准的国内航线网络，使得虹桥机场的盈利能力欠佳甚至亏损。若注入虹桥资产则严重拖累股份公司的盈利水平，若不注入则产生分流和同业竞争问题。这一问题困扰各方，目前尚无进展。

在两场实际整合前，虹桥机场对于浦东机场的分流效应不容忽视。2009 年 3 月扩建工程投入使用前，虹桥机场已趋于饱和，故国内旅客吞吐量增速从 2008 年开始就落后与浦东机场。

图 19、上海两场国内旅客增速



数据来源：兴业证券研发中心

2010 年 3 月 16 日起虹桥 T2 航站楼和二跑道投入使用,受到限制的旅客吞吐能力将得到一定释放,进而动态分流浦东机场的国内航线客流量。扩建后的虹桥机场初期可满足年 3000 万人次的旅客吞吐量,到 2015 年可满足年旅客吞吐量 4000 万人次、货邮吞吐量 100 万吨和飞机起降量 30 万架次。

短期来看虹桥机场扩建对上海机场偏空。长期来看虹桥机场由于跑道起降能力和空域资源等原因,始终定位于浦东枢纽机场的补充。其 4000 万人次的设计容量上限不会对浦东机场成为亚太枢纽构成巨大拖累。

8.2、世博会参观人数与增量航空客流少于预期的风险

业界对于世博会参观人数的预测都是基于上海世博局 7000 万人次的预测基础之上。虽然四周来参观人数持续上升,但参观人数低于预期的风险不可回避。世博会参观人数难以预测,乘坐飞机进出上海观看世博的人流则更难以预测。故我们只使用新增 700 万人次的一个保守估计。

8.3、国内外航班机场收费标准并轨的风险

2008 年民航局发布了新的机场收费标准,飞机起降费有所降低。新方案确立了以航线为收费标准的原则,内航外线为外航外线收费标准的 60%,与内航内线基本持平。

民航总局还承诺到 2012 年的五年内,分两次实现国内外航班收费标准的并轨,但具体的并轨方案尚无消息。若内航收费标准向外航并轨,则国内航空公司成本大增;若外航向内航并轨,则首都、浦东、白云等机场收入下降较大。并轨方案肯定是各方博弈的结果,其不确定性对浦东机场盈利能力存在潜在影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1887	2465	3672	5305
货币资金	377	592	1725	2985
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1051	1296	1347	1606
其他应收款	10	15	15	18
存货	16	17	18	20
非流动资产	15073	14993	14853	14684
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1034	1149	1244	1344
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	13285	13009	12745	12469
在建工程	329	414	457	479
油气资产	0	0	0	0
无形资产	389	377	365	353
资产总计	16960	17457	18524	19988
流动负债	1519	952	981	1017
短期借款	599	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	87	104	112	123
其他	833	848	869	894
非流动负债	2482	2482	2482	2482
长期借款	0	0	0	0
其他	2482	2482	2482	2482
负债合计	4001	3434	3463	3499
股本	1927	1927	1927	1927
资本公积	2569	2569	2569	2569
未分配利润	7027	7927	8805	10025
少数股东权益	126	179	232	293
股东权益合计	12959	14023	15061	16489
负债及权益合计	16960	17457	18524	19988

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	706	1108	1082	1463
折旧和摊销	824	804	836	870
资产减值准备	6	5	2	5
无形资产摊销	13	14	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	173	2	-48	-97
投资损失	-268	-303	-310	-323
少数股东损益	42	53	53	61
营运资金的变动	716	333	45	339
经营活动产生现金流量	759	1328	1569	1639
投资活动产生现金流量	866	-414	-388	-381
融资活动产生现金流量	-815	-699	-48	1
现金净变动	810	215	1133	1260
现金的期初余额	377	377	592	1725
现金的期末余额	1187	592	1725	2985

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3338	4112	4272	5097
营业成本	2292	2598	2795	3078
营业税金及附加	134	164	171	204
销售费用	0	0	0	0
管理费用	128	156	164	196
财务费用	173	2	-48	-97
资产减值损失	6	4	4	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	268	303	310	323
营业利润	874	1491	1496	2035
营业外收入	0	0	0	1
营业外支出	2	3	4	4
利润总额	872	1488	1493	2032
所得税	124	327	358	508
净利润	748	1161	1135	1524
少数股东损益	42	53	53	61
归属母公司净利润	706	1108	1082	1463
EPS (元)	0.37	0.57	0.56	0.76

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-0.4%	23.2%	3.9%	19.3%
营业利润增长率	-18.6%	70.6%	0.4%	36.0%
净利润增长率	-17.8%	56.8%	-2.3%	35.2%
盈利能力(%)				
毛利率	31.4%	36.8%	34.6%	39.6%
净利率	21.2%	26.9%	25.3%	28.7%
ROE	5.5%	8.0%	7.3%	9.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	23.6%	19.7%	18.7%	17.5%
流动比率	1.24	2.59	3.74	5.21
速动比率	1.23	2.56	3.72	5.18
营运能力(次)				
资产周转率	19.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	302.0%	345.1%	318.4%	340.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.57	0.56	0.76
每股经营现金	0.61	0.69	0.81	0.85
每股净资产	6.66	7.18	7.70	8.41
估值比率(倍)				
PE	41.7	26.6	27.2	20.1
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。