

动态报告

交通运输
航空机场

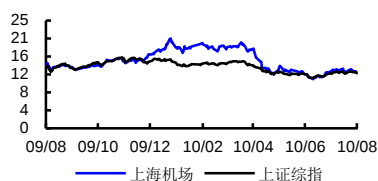
上海机场(600009)

中性
2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	12.80
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)	24,665.07/13,996.50
上证综指/深圳成指	2,603.48/11,009.49
12 个月最高/最低 (元)	20.57/11.26

财务数据

净资产值(百万元)	13,082.38
每股净资产(元)	6.79
市净率	1.89
资产负债率	22.96%
息率	0.39%

相关研究报告:

《上海机场 2010 年一季报点评: 浦东航油同比扭亏主导业绩增长》——2010-4-30
 《上海机场 09 年报点评: 业绩符合预期, 估值水平偏高》——2010-3-1
 《上海机场 09 年三季报点评: 油料公司投资收益驱动业绩增长》——2009-10-29

分析师: 岳鑫

电话: 0755-82130432

E-mail: yuexin@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S 0980210030016

分析师: 郑武

电话: 0755-82130422

E-mail: zhengwu@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S 0980210030010

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。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

财报点评

世博效应初步显现, 估值风险有效释放

● 租赁业务弹性显现, 公司业绩略超预期

公司公告 2010 年中报, 实现营业收入 19.21 亿元, 同比增长 22.5%; 归属母公司所有者的净利润 5.50 亿元, 同比增长 112.5%; 实现每股收益 0.29 元, 同比增长 123.1 %。剔除浦东航油投资收益后, 上海机场净利润同比增长 76.1%, 主要得益于低基数效应与世博效应。

从具体业务来看, 租赁业务弹性开始显现, 但广告业务弹性较低。我们认为浦东机场广告资源的价值, 未在公司的报表中得到合理的体现。

● 上海重归“一市两场”, 世博效应初步显现

国内业务: 由于浦东与虹桥两场国内航线重叠度接近 40%, 虹桥机场二期启用, 上海重归“一市两场”的竞争格局。值得注意的是, 这一风险极有可能被 2010 年的上海世博会的增量因素所掩盖。

国际业务: 世博对国际业务的刺激效应低于国内业务, 航班结构恢复缓慢, 单位客流盈利能力低于市场预期

● 浦东航油盈利符合预期

2010 年上半年, 浦东航油净利润 3.6 亿元, 对浦东航油的投资收益 1.4 亿元, 占上海机场净利润的 23.6%, 符合我们的预期。

国内航油业务: 国内航油出厂价间接接轨, 结束国内航油业务的长期亏损局面。

国际航油业务: 国际航油价格窄幅波动, 国际航油业务盈利能力稳定。

● 估值合理, 维持“中性”评级

我们微调公司 2010-2011 年的业绩至 0.60 元与 0.63 元, 对应 PE 分别为 22 倍与 20 倍。目前上海机场的估值风险已得到有效释放, 估值水平回归合理区间。考虑到公司资产注入短期内难有进展, 且 2011 年两场的国内业务或将重新分配, 我们维持公司“中性”的评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,350.77	3,338.34	4,152.53	4,496.94	4,969.02
(+/-%)	6.57%	-0.37%	24.39%	8.29%	10.50%
净利润(百万元)	859.71	706.34	1,216.90	1,296.00	1,531.91
(+/-%)	-49.28%	-17.84%	72.28%	6.50%	18.20%
每股收益 (元)	0.45	0.37	0.60	0.63	0.75
市净率 (PB)	2.29	2.18	1.78	1.65	1.51
净资产收益率 (ROE)	7.03%	5.50%	8.60%	8.46%	9.23%
市盈率 (PE)	28.44	34.59	21.49	20.20	17.09

全球视野 本土智慧

一、租赁业务弹性显现，公司业绩略超预期

➤ 业绩小幅超预期

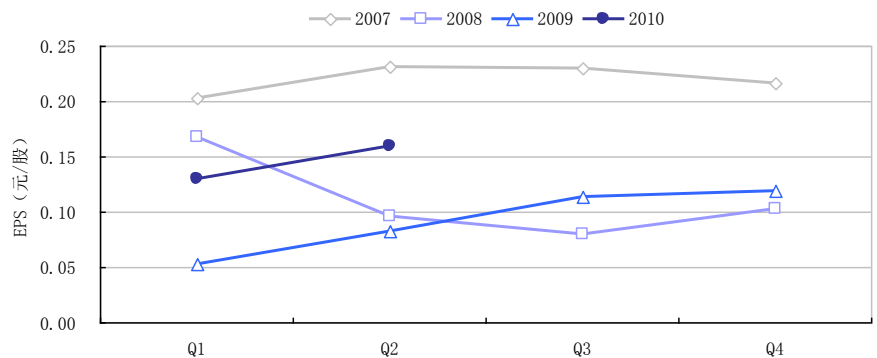
公司公告 2010 年中报，实现营业收入 19.21 亿元，同比增长 22.5%；归属母公司所有者的净利润 5.50 亿元，同比增长 112.5%；实现每股收益 0.29 元，同比增长 123.1%。

剔除浦东航油投资收益后，上海机场净利润同比增长 76.1%。

上海机场业绩的大幅增长源于：

1. 低基数效应。2009 年上半年，上海机场遭受航班结构恶化与航油业务大幅亏损的双重打击。
2. 世博效应。上海世博会的召开，不仅刺激上海地区的航空需求，机场商业餐饮租赁业务的弹性也开始逐步显现。

图表 1：上海机场 2010 年中报业绩略超预期



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

➤ 广告业务弹性较低

公司的广告业务收入增长大幅低于客流量的增长。

我们曾在 09 年 7 月的深度报告中提示投资者，“上海机场拥有国内机场中最高广告媒体价值。但这并未在其目前的广告业务中得到合理体现，而且这一情况可能在相当长的时间内无法有效改善”。

上海机场广告业务的经营模式，使得广告资源价值向公司业绩的转换程度低于其他上市机场。我们认为浦东机场广告资源的价值，未在公司的报表中得到合理的体现。

（关于广告业务的详细论述，请参阅我们 09 年 7 月的上海机场深度报告《上

海机场：资产注入前后的价值评估》)

图表 2：上海机场主营业务收入分析

主营收入项目	2010 年 1-6 月 (百万元)	2009 年 1-6 月 (百万元)	增幅	原因
航空及相关收入	1,030	893	15%	世博效应凸显于国内航线， 航班结构恢复缓慢
地面服务收入	125	93	35%	国际航线业务逐步恢复
场地及设备租赁收入	180	153	18%	
商业餐饮租赁收入	449	316	42%	旅客流量上升， 租赁合同弹性开始显现
能源转供收入	63	48	32%	
广告业务收入	27	27	2%	广告阵地费定价过低， 且 15 年的广告合约缺少弹性
其他收入	47	39	20%	
收入合计	1,921	1,568	23%	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图表 3：上海机场投资收益分析

被投资单位	2010 年 1-6 月 (百万元)	2009 年 1-6 月 (百万元)	增幅	原因
航空油料	139.09	23.31	497%	国际油价企稳，国内出厂价 间接接轨
北京华创	-0.01	-0.03	-68%	
城市航站楼	0.04	0.21	-81%	
贵宾服务	7.82	4.18	87%	
德高动量	80.09	40.49	98%	世博效应刺激广告提价， 德高动量本期收益上升
投资收益合计	227.03	68.17	233%	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

二、上海重归“一市两场”，世博效应初步显现

➤ 国内业务——上海重归“一市两场”

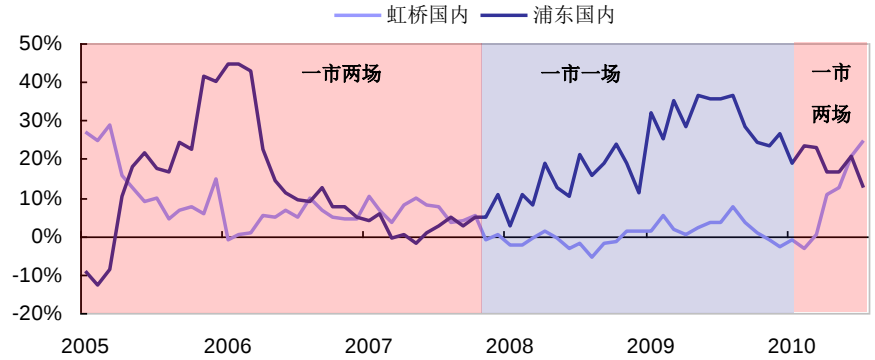
虹桥机场二期于 2010 年 3 月启用，上海自此结束了延续两年的“一市一场”，重归“一市两场”的竞争格局。

由于虹桥机场与浦东机场的国内航线重叠度较大，地面交通更为便利的虹桥机

场将对浦东机场的国内航线业务产生较大的压力。

值得注意的是,这一风险极有可能被2010年的上海世博会的增量因素所掩盖,而当世博会脉冲式需求过去之后,两场的国内业务或将完成重新分配。

图表 4: 虹桥二期扩建后, 上海重归 “一市两场” 格局



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

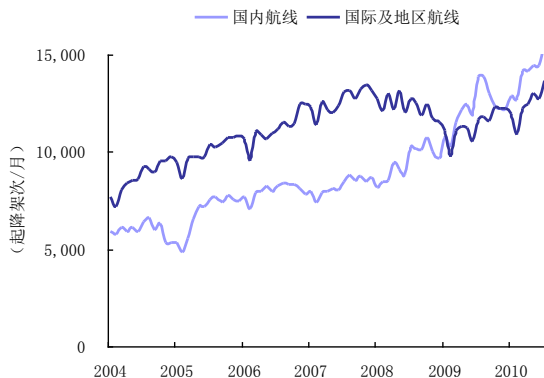
➤ 国际业务——世博效应导致航班结构恢复缓慢

浦东机场国际业务的复苏主要源于两方面的驱动力:

1. 危机后, 国际航空需求的逐步恢复。
2. 上海世博会所产生的脉冲式国际客流。

需要注意的是, 上海世博会的客流以国内旅客为主。因此, 世博会对浦东机场国际航线的刺激效应将弱于对国内航线的贡献。

图表 5: 世博会刺激上海国内航空需求



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

图表 6: 外航的航班时刻增减弹性低于内航

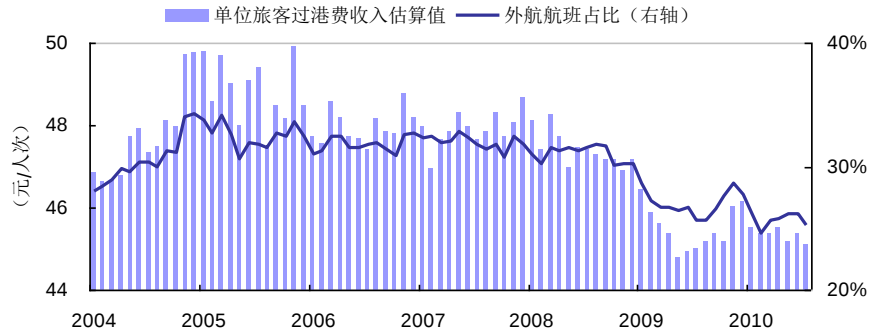


资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

上海机场单位客流的盈利能力低于市场预期。原因在于, 上海世博会导致国内

业务的增长快于国际业务的复苏，浦东机场的航班机构仍与危机前有一定差距。

图表 7: 上海机场单位客流盈利能力低于市场预期

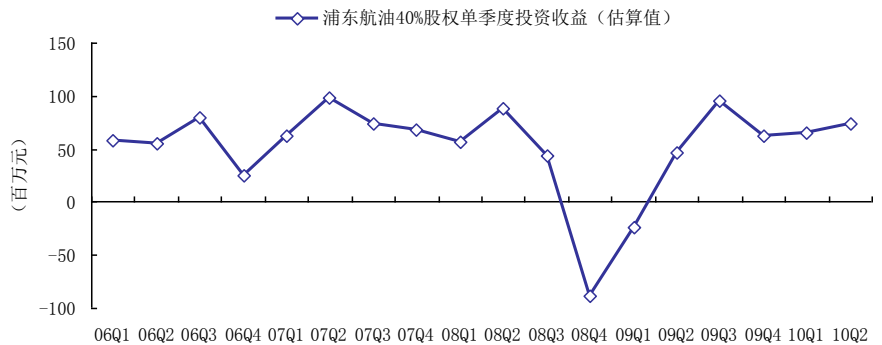


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

三、浦东航油盈利符合预期

2010 年上半年，浦东航油净利润 3.6 亿元，对浦东航油的投资收益 1.4 亿元，占上海机场净利润的 23.6%，符合我们的预期。

图表 8: 浦东航油盈利大幅超预期



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

国内航油业务: 国内航油出厂价间接接轨，结束国内航油业务的长期亏损局面。

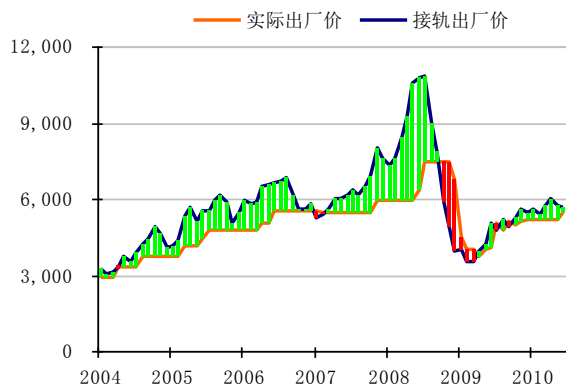
国际航油业务: 国际航油价格在 80-100 美元/桶之间窄幅波动，国际航油业务盈利能力稳定。

未来航油业务的风险在于:

1. 油价快速大幅波动风险。国际航油的采购价格与国内航油出厂价的调价节奏，都将可能使油价大幅波动对浦东航油盈利能力产生较大影响。

2. 股权政策性风险。上海机场持有浦东航油 40%的股权比例，超出 25%的行业规定，存在长期政策性风险。

图表 9：国内航油业务——出厂价间接接轨，盈利好转



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 10：国际航油业务——油价窄幅震荡，盈利稳定



资料来源：Bloomberg, 国信证券经济研究所

四、估值合理，维持“中性”评级

我们微调公司 2010-2011 年的业绩至 0.60 元与 0.63 元，对应 PE 分别为 22 倍与 20 倍。

目前上海机场的估值风险已得到有效释放，估值水平回归合理区间。

考虑到公司资产注入短期内难有进展，且 2011 年两场的国内业务或将重新分配，我们维持公司“中性”的评级。

图表 11：上海机场业绩预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元/股)	0.45	0.37	0.60	0.63	0.75

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
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	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	