

机场 III

署名人: 李 凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢 红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

6-12 个月目标价: 15.25 元

当前股价: 12.80 元

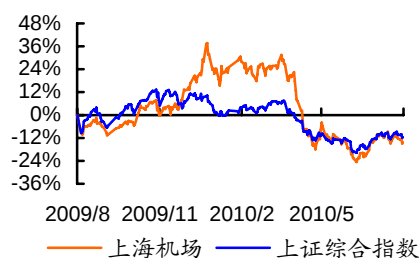
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2603.48
总股本(百万)	1927
流通股本(百万)	1093
流通市值(亿)	140
EPS (TTM)	0.44
每股净资产(元)	6.72
资产负债率	23.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海机场	-1.40	-6.83	-32.87
上证综合指数	0.57	-0.85	-14.69



相关报告

《上海机场-短期风险来自虹桥二期启用后的分流压力——2009 年年报点评》

上海机场

600009

推荐

世博及国际复苏拉动，业绩增长明显

公司公布了 2010 年半年报，实现营业收入 19.21 亿元，同比增长 22.53%；归属母公司净利润 5.5 亿元，实现每股收益 0.29 元，同比增长 112.47%。业绩基本符合市场预期。

投资要点:

- 一、二季度分别为 0.13、0.16 元，上半年业绩高增长的原因：①受益于浦东国际业务持续复苏以及 2010 年世博会带来的上海航空业务量的增长，剔除投资收益归属于母公司净利润同比增长约 71%，环比增长 32%。②公司投资收益 2.23 亿元，比去年同期 0.678 亿增长 229.54%。主要是浦东航油和德高动量广告净利润同比分别增长 424%，98%。
- 航空业务量实现高增长：2010 年上半年，浦东机场共实现飞机起降 158,042 架次，旅客吞吐量 1,901.12 万人次，货邮吞吐量 157.66 万吨，分别比去年同期增长 16.66%、27.94%和 50.21%，高于行业前五大机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速的 13.2%、16.9%、32.9%。我们认为原因主要有两点：①浦东机场国际航线客运及货邮吞吐量占比较高，低基数下今年国际航线客运和货运强劲反弹。②受益上海世博会：估计 5-6 月世博贡献两场旅客吞吐量约 151 万，贡献上半年增速 5.7%。
- 下半年业务增速判断：①上海两场测算：世博会全年贡献上海旅客吞吐量约 510 万，三季度旅客吞吐量增速达到 30-32%，世博后上海两场旅客吞吐量将回落，四季度旅客吞吐量增速为 16-18%。②长期看，虹桥机场东西跑道为 365 米间隔的近距离跑道，两跑道不能独立运行，容量增加的空间有限。但预计世博后，虹桥分流影响显现，浦东机场增速将略有回落。
- 盈利预测：①浦东机场二期在 2008 年 3 月计入费用，扩建成本增加因素在 2009 年已充分反映。随着浦东机场业务增长和产能利用率提高，公司业绩步入长期增长轨道。同时，东上航合并尤其新东航入盟，将有利于浦东机场枢纽建设。②预计 2010-2012 年盈利为 11.8、12.5、14.5 亿元，对应每股收益 0.61、0.65、0.75 元。目前的股价对应 10 年、11 年市盈率分别约为 21 倍、20 倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：国际油价单边下行风险、资产注入进程和方案、世博后航空客流增速回落大于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3338	3877	4014	4415
同比(%)	0%	16%	4%	10%
归属母公司净利润(百万元)	706	1179	1250	1454
同比(%)	-18%	67%	6%	16%
毛利率(%)	31.4%	37.6%	37.3%	39.0%
ROE(%)	5.5%	8.5%	8.3%	8.9%
每股收益(元)	0.37	0.61	0.65	0.75
P/E	34.92	20.93	19.74	16.96
P/B	1.92	1.77	1.64	1.51
EV/EBITDA	14	11	11	10

资料来源: 中投证券研究所

一、主业、投资收益均大幅增长

公司实现营业收入 192,100.92 万元，营业利润 71,022.73 万元，归属于母公司的净利润 55,031.25 万元，分别比去年同期增长 22.53%，109.65%和 112.47%。上半年实现每股收益 0.29 元，一、二季度分别为 0.13、0.16 元。

公司上半年业绩大幅增长的主要原因有：

- 1) 剔除投资收益，归属于母公司净利润同比增长约 71%，环比增长 32%。主要是受益于浦东国际业务持续复苏以及 2010 年世博会带来的上海航空业务量的增长。
- 2) 公司投资收益 2.23 亿元，比去年同期 0.678 亿增长 229.54%。主要是浦东航油和德高动量广告净利润同比分别增长 424%，98%。

浦东机场二期在 2008 年 3 月计入费用，扩建成本增加因素在 2009 年已充分反映。从长期来看，随着浦东机场业务的增长，产能利用率提高，公司业绩步入长期增长轨道。

图 1：上海机场季度 EPS

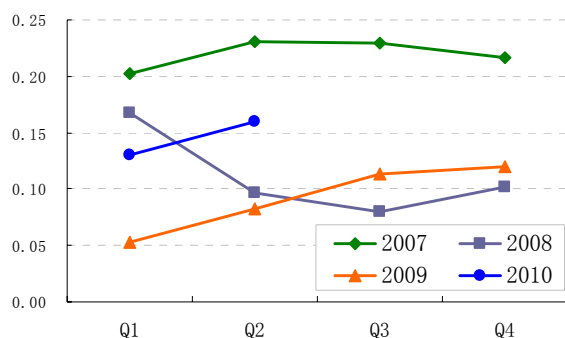
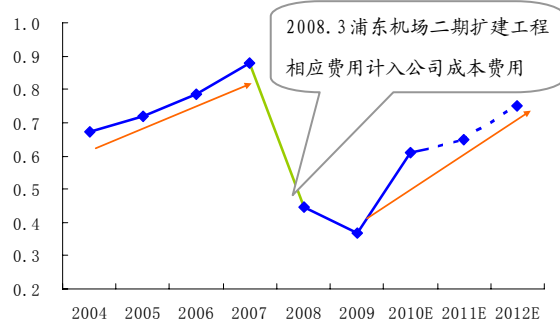


图 2：公司年度 EPS（2010 年以后为中投预测）



资料来源：公司数据、中投证券研究所

表 1：公司营业收入分类及变动情况(元)

项 目	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比增长
航空及相关收入	1,029,631,275	892,672,823	15.34%
地面服务收入	125,151,194	92,966,672	34.62%
场地及设备租赁收入	179,943,568	152,538,125	17.97%
商业餐饮租赁收入	449,194,689	316,233,827	42.05%
能源转供收入	62,997,790	47,548,920	32.49%
广告业务收入	27,037,697	26,543,032	1.86%
其他收入	47,052,970	39,339,073	19.61%
合 计	1,921,009,183	1,567,842,470	22.53%

资料来源：公司数据、中投证券研究所

二、航空业务量高增长的两大原因

2010 年上半年，浦东机场共实现飞机起降 158,042 架次，旅客吞吐量 1,901.12 万人次，货邮吞吐量 157.66 万吨，分别比去年同期增长 16.66%、27.94%和 50.21%，高于行业前五大机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速的 13.2%、16.9%、32.9%。

我们认为航空业务高增速的主要原因有两个：

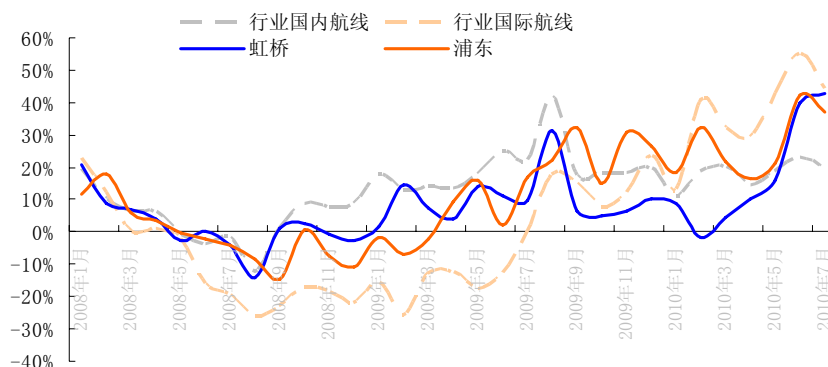
- 1) 浦东机场国际航线客运及货邮吞吐量占比较高，低基数下今年国际航线客运和货运强劲反弹。
- 2) 受益上海世博会：估计 5-6 月世博贡献两场旅客吞吐量约 151 万，贡献上半年增速 5.7%。

表 2：2010 年上半年公司及上海两场吞吐量增速

	起降架次	旅客吞吐量	货邮吞吐量
浦东机场	16.0%	25.0%	46.6%
虹桥机场	6.8%	13.3%	16.0%
上海两场	12.3%	19.7%	41.9%
行业前五十机场	13.2%	16.9%	32.9%

资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 3：浦东、虹桥机场与行业旅客吞吐量增速比较



资料来源：CEIC、中投证券研究所

✧ 受益于国际航线客运和货运的强劲反弹

浦东机场国际加上地区航线的起降架次、旅客吞吐量占比约为 47%、48%；货邮吞吐量在行业（前 50 机场）中占比约为 29%，其中，国际及地区航线货邮吞吐量占比约为 88%。

在全球经济复苏下，全行业上半年国际航线旅客运输量同比增速为 33.9%；货邮运输量同比增速为 38.6%，其中，国际航线货邮运输量同比增速为 80.1%。国际航线客运和货运的强劲反弹，拉动航空业务量的高增长。

图 4：上半年浦东机场起降架次构成

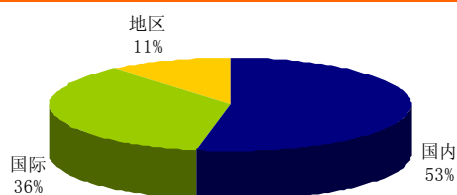
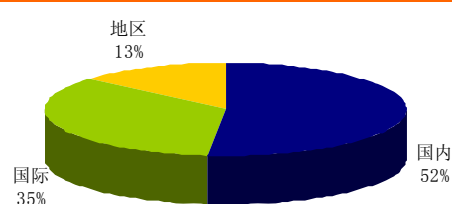


图 5：上半年浦东机场旅客吞吐量构成



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 6：上半年浦东机场货邮吞吐量构成

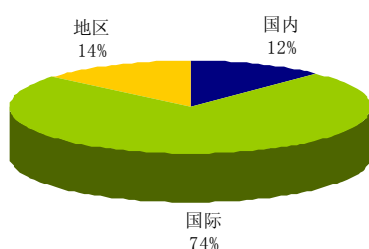
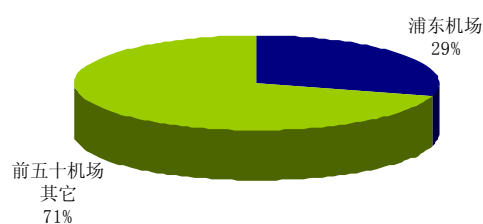


图 7：货邮吞吐量行业比（前 50 大机场）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 8：浦东机场货邮吞吐量

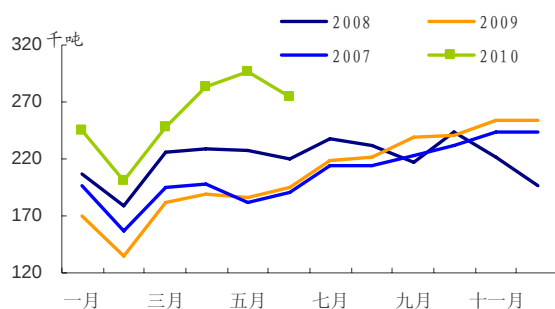
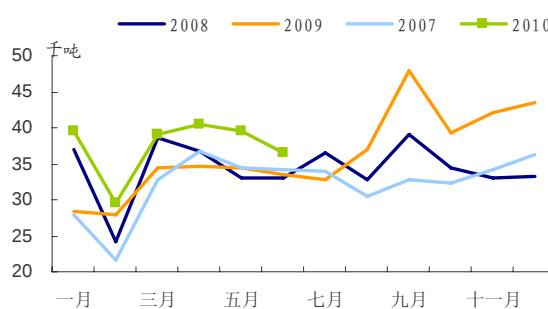


图 9：虹桥机场货邮吞吐量



资料来源：CEIC、中投证券研究所

◇ 估计 5-6 月世博贡献两场旅客吞吐量约 151 万,贡献上半年增速 5.7%

上海世博会时间为 2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日（历时 184 天），截至 8 月 26 日，上海世博会累计参观人数约为 4547 万人次，即日均参观人数约为 39.1 万，以此推算，世博会参会总人数预计可达到 7200 万人次。

上海 2006 年开始逐渐进入增速约为 10% 的稳定成长期。2008 年受全球金融危机影响旅客吞吐量下滑，尤其国际客运受冲击明显。考虑 2009 上半年低基数因素，上海市场旅客同比月增速存在基数造成的差异。

我们认为今年 1-4 月并无世博会影响，1-4 月上海两场平均月旅客吞吐量为 503 万人，5、6、7 月相对前四月均值增速分别为 16%、22%、40%，而行业前五十机场为 3%、5%、22%，我们以行业水平作为基数，超出的增速则认为是世博贡献，则 5、6、7 月世博贡献航空吞吐量分别约为 63 万、89 万、

91 万。而 5、6、7 月世博入园人数为 801 万、1310 万、1381 万，航空增量占比约为 7.8%、6.8%、6.8%，比例基本稳定，因此我们认为以上估算比较合理。

我们假设 8、9、10 月均增量仍为 90 万，则世博会将贡献上海两场旅客吞吐量约 510 万。

图 10: 上海两场年增长率

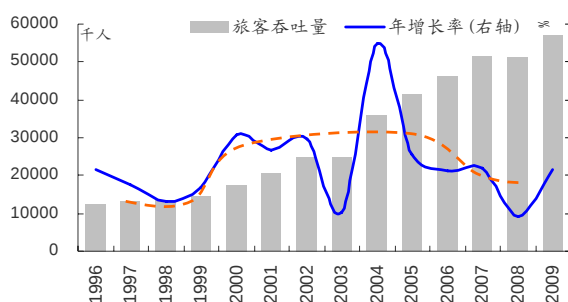
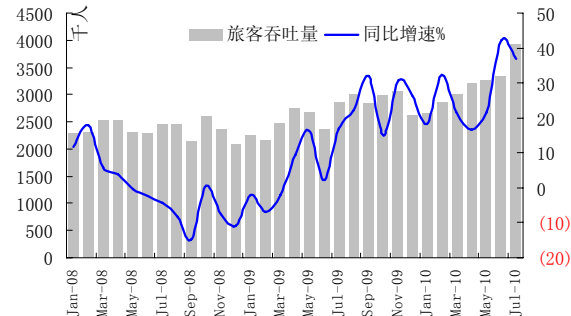


图 11: 浦东机场旅客吞吐量及同比增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 1: 浦东机场旅客吞吐量

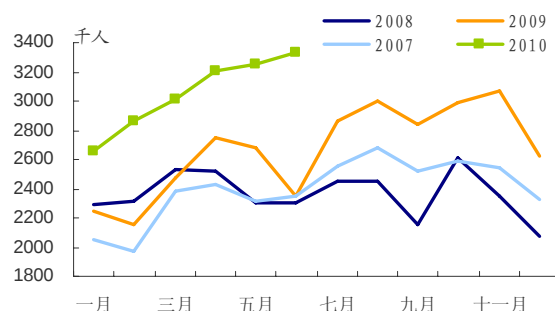
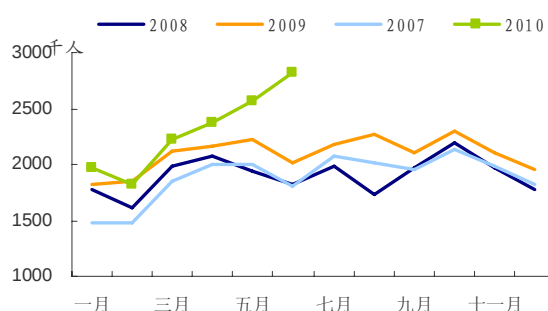


图 2: 虹桥机场旅客吞吐量



资料来源: CEIC、中投证券研究所

三、航空业务判断: 三季度高增长, 四季度略有回落

1. 世博后, 上海航空业务量或将回落

根据上面测算, 我们预计三、四季度世博给上海两场带来旅客增量分别约为 270 万、90 万, 拉动季度增速分别为 17.7%、6%, 考虑基数变化, 我们预计三季度旅客吞吐量增速达到 30-32%, 四季度旅客吞吐量增速为 16-18%。

2. 关注世博后国内虹桥分流影响

在二跑道启用前, 受跑道容量所限, 虹桥机场日起降架次 08 年以来基本在 500 架次左右, 旺季达到 530 架次。而浦东机场保持 10% 左右的增速。

2010 年 3 月 16 日, 虹桥二跑道启用, 由于二跑道新运行, 四五月起降架次虽有增长, 但同比增速仅为 15%。经过两个月的运行, 进入 6 月后, 同比增速达 20%, 7 月旺季达 25%。

但由于世博增量影响，浦东机场增速仍稳定在 10-20%。

关于两场运营，我们主要观点如下：

1. 虹桥机场东西跑道为 365 米间隔的平行跑道，西跑道起飞、东跑道降落，由于距离较近，跑道不能独立运行，容量增加的空间有限，虹桥分流影响的时间长度或低于预期。长期来看，浦东机场仍有较大的成长空间。
2. 预计世博后，虹桥分流影响显现，浦东机场增速略有回落。

图 12：浦东机场日均起降架次及增长率

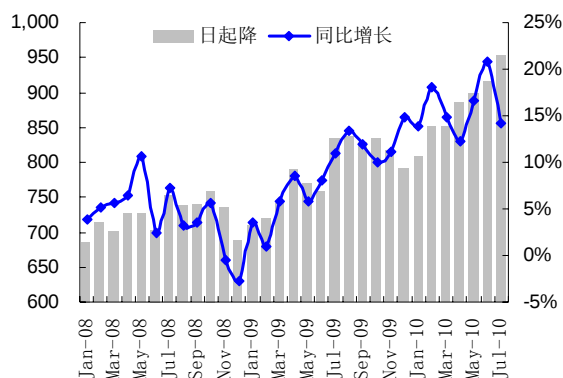
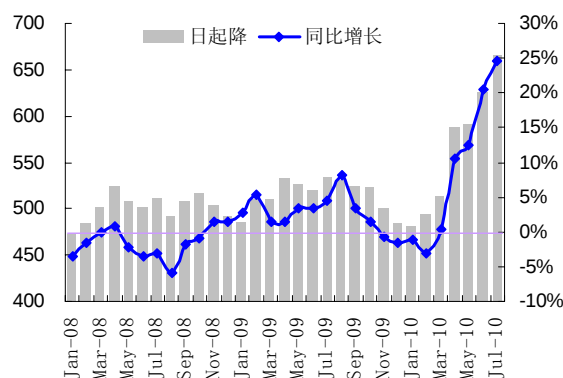


图 13：虹桥机场日均起降架次及增长率



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 14：浦东机场起降架次

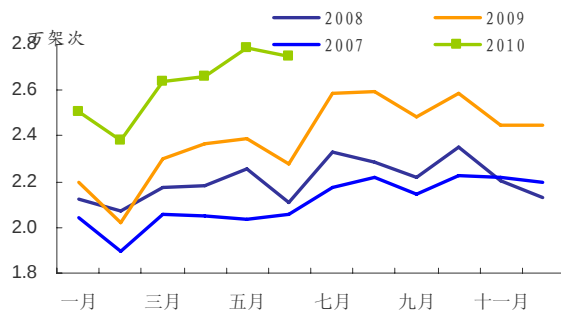
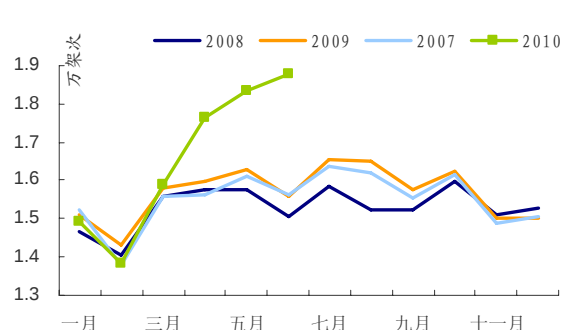


图 15：虹桥机场起降架次



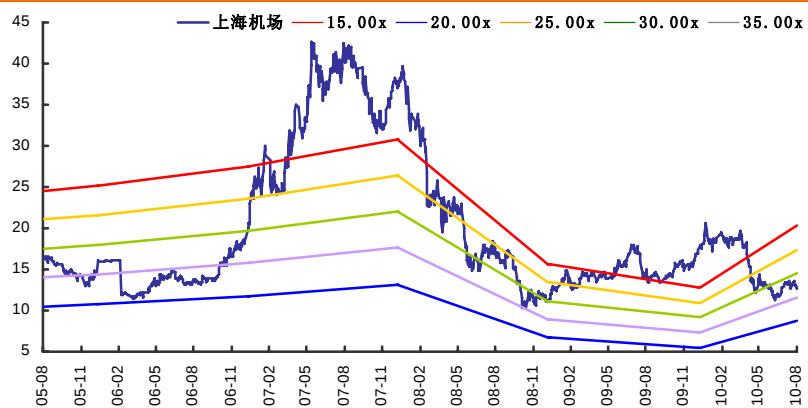
资料来源：CEIC、中投证券研究所

四、盈利预测

浦东机场二期在 2008 年 3 月计入费用，扩建成本增加因素在 2009 年已充分反映。随着浦东机场业务增长和产能利用率提高，公司业绩步入长期增长轨道。同时，东上航合并尤其新东航即将入盟，将有利于浦东机场枢纽建设。

预计 2010-2012 年盈利为 11.8、12.5、14.5 亿元，对应每股收益 0.61、0.65、0.75 元。目前的股价对应 10 年、11 年市盈率分别约为 21 倍、20 倍，给予“推荐”评级。

图 16: 上海机场目前动态 PE



资料来源: WIND, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1887	3255	5241	7452	营业收入	3338	3877	4014	4415
现金	377	1651	3532	5590	营业成本	2292	2419	2516	2694
应收账款	1051	1221	1264	1390	营业税金及附加	134	156	161	177
其它应收款	10	12	12	13	营业费用	0	0	0	0
预付账款	3	3	3	3	管理费用	128	134	144	154
存货	16	17	17	19	财务费用	173	145	101	66
其他	430	352	413	436	资产减值损失	6	6	0	0
非流动资产	15073	14282	13457	12644	公允价值变动收益	0	2	0	0
长期投资	1034	1034	1034	1034	投资净收益	268	452	497	546
固定资产	13285	12829	12034	11240	营业利润	874	1471	1589	1871
无形资产	389	369	350	330	营业外收入	0	0	0	0
其他	365	50	39	40	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	16960	17537	18698	20096	利润总额	872	1469	1586	1868
流动负债	1519	966	944	956	所得税	124	243	285	358
短期借款	599	0	0	0	净利润	748	1225	1301	1510
应付账款	87	92	95	102	少数股东损益	42	47	51	56
其他	833	874	848	854	归属母公司净利润	706	1179	1250	1454
非流动负债	2482	2482	2482	2482	EBITDA	1870	2415	2498	2744
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.61	0.65	0.75
其他	2482	2482	2482	2482	主要财务比率				
负债合计	4001	3448	3426	3438	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	126	172	224	280	成长能力				
股本	1927	1927	1927	1927	营业收入	-0.4%	16.1%	3.5%	10.0%
资本公积	2569	2569	2569	2569	营业利润	-18.6%	68.4%	8.0%	17.7%
留存收益	8337	9419	10551	11880	归属于母公司净利润	-17.8%	66.8%	6.0%	16.3%
归属母公司股东权益	12833	13917	15049	16378	获利能力				
负债和股东权益	16960	17537	18698	20096	毛利率	31.4%	37.6%	37.3%	39.0%
现金流量表					净利率	21.2%	30.4%	31.1%	32.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	5.5%	8.5%	8.3%	8.9%
经营活动现金流	1184	1651	1596	1697	ROIC	6.1%	9.1%	9.7%	11.6%
净利润	748	1225	1301	1510	偿债能力				
折旧摊销	824	798	808	808	资产负债率	23.6%	19.7%	18.3%	17.1%
财务费用	173	145	101	66	净负债比率	14.97	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-268	-452	-497	-546	流动比率	1.24	3.37	5.55	7.80
营运资金变动	-294	-57	-127	-142	速动比率	1.23	3.34	5.53	7.77
其它	2	-9	11	1	营运能力				
投资活动现金流	-249	464	503	553	总资产周转率	0.19	0.22	0.22	0.23
资本支出	596	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	17.37	27.10	26.90	27.29
其他	347	464	503	553	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-935	-841	-219	-191	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.61	0.65	0.75
短期借款	-542	-599	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.86	0.83	0.88
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.66	7.22	7.81	8.50
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	34.92	20.93	19.74	16.96
其他	-394	-242	-219	-191	P/B	1.92	1.77	1.64	1.51
现金净增加额	-0	1274	1880	2059	EV/EBITDA	14	11	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434