

机场 III



证券研究报告 上海机场（600009）

强烈推荐（上调）

资产注入渐行渐近，成长空间悄然打开

市场数据

报告日期	2011-1-10
收盘价(元)	12.60
总股本(百万股)	1926.96
流通股本(百万股)	1093.48
总市值(百万元)	24279.68
流通市值(百万元)	13777.80
净资产(百万元)	13685.48
总资产(百万元)	17052.64
每股净资产	7.10

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3338	4155	4379	4998
同比增长(%)	-0.4%	24.5%	5.4%	14.1%
净利润(百万元)	706	1262	1360	1709
同比增长(%)	-17.8%	78.7%	7.7%	25.7%
毛利率(%)	31.4%	38.8%	39.8%	44.5%
净利率(%)	21.2%	30.4%	31.0%	34.2%
净资产收益率(%)	5.5%	9.0%	8.9%	10.1%
每股收益(元)	0.37	0.65	0.71	0.89
每股经营现金流(元)	0.61	0.92	0.89	0.99

相关报告

《世博拉动公司收入与利润超预期》2010-10-28

《商业收入和投资收益助推业绩超预期》2010-8-26

《5月份世博拉动效应低于预期》2010-6-23

分析师 曾旭

021-38565575

zengxu@xyzq.com.cn

S1010210030008

联系人 朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

投资要点

- **资产注入有望渐行渐近。**原因在于完成股改承诺、避免同业竞争、上海国资整合、虹桥机场业绩有望超预期。若采用“虹桥机场+浦东货站”方案打包注入，预计增发股本 5.15 亿股，增厚 2010 年 EPS 0.1 元，提升幅度 15.4%。
- **机场收费标准上调的时间窗口显现。**假设资产注入股本摊薄后，预计收费并轨可提升上海机场 EPS 17% 左右，若 2011 和 2012 分两次上调达到接轨，则可分别提升 EPS 0.06 和 0.08 元。
- **迪斯尼将带来长期新增需求。**预计年均新增客流 141 万人次，占上海两场 2010 年旅客吞吐量的 2%。
- **未来成长空间悄然打开。**上海机场将长期受益国际航线快速增长、东航国航博弈布局浦东机场、非航收入高速增长。在上述内外合力的作用下，公司未来成长可期，预计未来 EPS 增速不低于 20%。同时，未来 3 年公司产能无忧、折旧成本趋于稳定、暂无重大资本开支，毛利率将从谷底持续回升。
- **纵向和横向比较，公司估值都处于低位。**不考虑注入和提价，我们预测 2010~2012 年 EPS 为 0.65、0.71、0.89 元，给予 25X PE，目标价 17.75 元。若考虑注入和提价，则 2011 年 EPS 有望达到 0.87 元。给予强烈推荐评级。
- 风险提示：高铁超预期、整合延后导致同业竞争加剧

目 录

资产注入渐行渐近	- 4 -
完成股改承诺、避免同业竞争势在必行	- 4 -
国资整合时间紧、任务重	- 5 -
资产注入的可选标的	- 6 -
虹桥机场盈利能力超预期，为整合创造有利条件	- 7 -
浦东货站是盈利能力极强的优质资产	- 8 -
快件处理中心为集团盈利资产，亦可资产注入	- 8 -
预计资产注入方案与影响测算	- 9 -
内航外线收费并轨时间窗口显现	- 10 -
迪斯尼带来新增航空需求	- 10 -
内外合力，成长可期	- 12 -
国际航线快速增长，改善公司客源结构	- 12 -
东航、国航博弈布局浦东机场，助力公司枢纽建设	- 14 -
非航收入高速增长	- 14 -
成本稳定、产能无忧，毛利率谷底回升	- 15 -
估值处于历史低位，具有明显安全边际	- 16 -
图 1、虹桥 T2 启用后旅客吞吐量大增	- 5 -
图 2、虹桥旅客占两场比例开始回升	- 5 -
图 3、上海国资整合思路	- 5 -
图 4、上海机场历史 PB 估值	- 9 -
图 5、日元升值、日本 GDP 增长与国际航线客流长	- 12 -
图 6、美元升值、美国 GDP 增长与国际航线客流长	- 12 -
图 7、人民币对美元汇率走势	- 13 -
图 8、全民航 2010 年国际客流同比增速高于国内和地区	- 13 -
图 9、浦东机场国内国际地区旅客吞吐量增速	- 13 -
图 10、重大租赁和折旧费用趋于稳定	- 15 -
图 11、毛利率从谷底回升	- 15 -
图 12、浦东机场产能利用率持续爬升	- 15 -
图 13、上海机场历史 PE 估值	- 16 -
表 1、虹桥机场的国际和地区航线对浦东机场造成分流	- 4 -
表 2、世博会后上海国资整合呈加速之势	- 6 -
表 3、上海机场集团机场业务资产	- 7 -
表 4、虹桥机场 2010 盈利测算	- 7 -
表 5、浦东货站生产数据	- 8 -
表 6、浦东货站 2010H 财务和盈利数据	- 8 -
表 7、2009 年深圳机场快件海关监管中心财务数据	- 9 -
表 8、2010 浦东、虹桥和货站资产和利润预测	- 9 -
表 9、资产注入情景假设和敏感性测算	- 9 -
表 10、机场收费标准上调的影响测算	- 10 -
表 11、各迪斯尼项目情况介绍	- 11 -

表 12、上海迪斯尼新增航空客流测算	- 11 -
表 13、东航、国航博弈布局浦东机场	- 14 -
表 14、三大航国际航线在重点机场的集聚程度.....	- 14 -
表 15、上海机场非航业务高速增长改善收入结构.....	- 14 -
表 16、国际上市机场估值比较（2011.1.10）	- 16 -
表 17、上海机场生产与财务数据预测	- 17 -
附表	- 18 -

资产注入渐行渐近

完成股改承诺、避免同业竞争势在必行

2003 年 12 月底，上海机场集团为提升上市公司资产质量，与上海机场签订了《资产置换协议》，将原隶属于上市公司的虹桥机场与集团旗下的浦东机场进行置换，并承诺“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，该枢纽集民用航空、高速铁路、城际铁路、高速路、磁浮、地铁、地面公交、出租汽车等多种交通方式于一体。而虹桥机场扩建成为其重要组成部分。对此，上海机场集团在 2006 年初上海机场股改中，追加承诺“上海机场集团未来将通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产。”

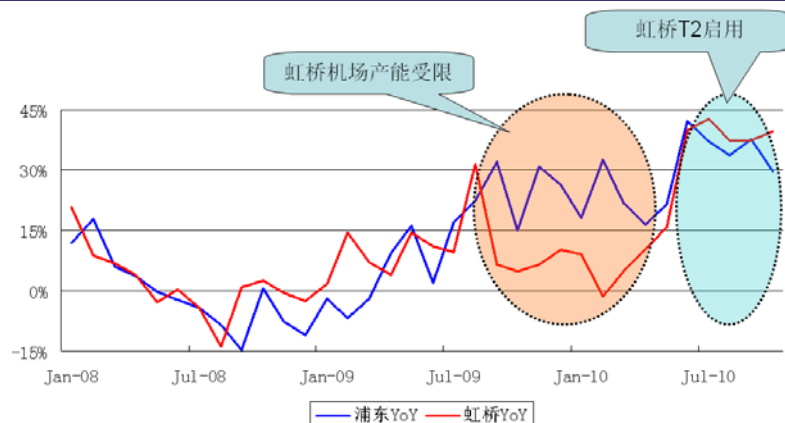
如今，扩建部分也将正式投入使用，资产注入承诺尚无进展，由此，引发市场对两机场竞争的担忧。事实上，虹桥机场目前已开通了飞往日韩、台湾的国际和地区航线，对浦东机场国内和国际业务造成了实质性分流。为完成股改承诺、避免同业竞争，两场整合势在必行。

表 1、虹桥机场的国际和地区航线对浦东机场造成分流

抵达机场（同一城市）	出发机场	每日频次
台北松山	虹桥机场	7
	浦东机场	2
台北桃园	虹桥机场	0
	浦东机场	6
香港机场	虹桥机场	4
	浦东机场	54
首尔仁川	虹桥机场	0
	浦东机场	15
首尔金浦	虹桥机场	6
	浦东机场	0
东京成田	虹桥机场	0
	浦东机场	24
东京羽田	虹桥机场	9
	浦东机场	0

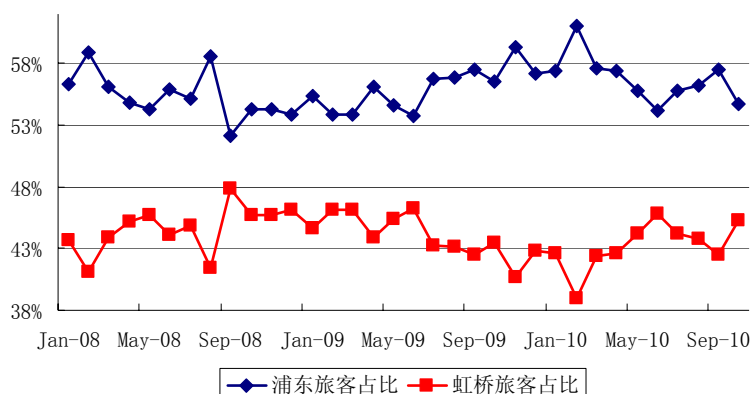
数据来源：CAAC、兴业证券研究所

图 1、虹桥 T2 启用后旅客吞吐量大增



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 2、虹桥旅客占两场比例开始回升

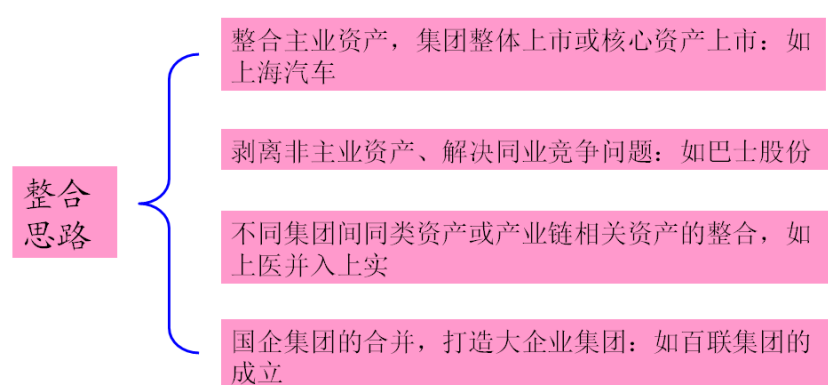


数据来源：Wind、兴业证券研究所

国资整合时间紧、任务重

2008 年 9 月，上海市通过了《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》就持续推动国企改革、提高国有资产证券化率方面制定了一个行动规划，并争取在 3 年内将国有资产证券化率提高至 30%， “十二五” 期间达到 40%。

图 3、上海国资整合思路



数据来源：兴业证券研究所

截至 2010 年底，上海国资证券化率已达到 30%，完成中期目标。以 2009 年上海国资规模 12600 亿计算，未来 5 年还有超过千亿的资产需要证券化。任务是艰巨的，时间是紧迫的。随着世博会筹备和接待任务基本完成，上海国资的整合速度骤然提速。我们预计上海机场的资产整合也将渐行渐近。

表 2、世博会后上海国资整合呈加速之势

上市公司	日期	事件
老凤祥	2009 年 5 月	停牌公告，集团向其注入上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权以及上海工艺美术总公司 100% 的权益。
	2010 年 6 月	资产重组方案获证监会核准，进入实施阶段
上实医药 上海医药 中西药业	2009 年 6 月	上实集团旗下三家 A 股上市公司因策划重大重组事宜同时停牌。
	2009 年 12 月	资产重组方案获证监会核准，进入实施阶段
ST 东航 *ST 上航	2009 年 7 月	公布了重组方案，东航将以 1:1.3 的比例向上航股东发行东航的新股，吸收合并上航。
	2009 年 11 月	合并方案获证监会核准，进入实施阶段
上海建工	2009 年 7 月	拟以 14.52 元/股的价格，向控股股东上海建工集团定向发行约 3.58 亿股，购买集团与建筑施工主业相关的核心业务资产。
	2009 年 10 月	资产重组方案获证监会核准，进入实施阶段
锦江股份	2009 年 8 月	停牌，公布预案，将其拥有锦江之星股权与锦江股份下属的酒店资产进行置换。
	2010 年 5 月	资产重组方案获证监会核准，进入实施阶段
爱建股份	2009 年 7 月	发布公告表示，上海国际集团已经与爱建股份签订合作意向书，前者将以定向增发方式向爱建股份注资，包括两家地产公司股权和 7 亿元现金。
强生控股	2010 年 6 月	停牌公告，久事公司和强生集团拟将巴士出租、巴士租赁以及巴士国旅等相关资产注入强生控股
	2010 年 12 月	资产重组方案获证监会核准，进入实施阶段
强生控股	2010 年 6 月	停牌公告，久事公司和强生集团拟将巴士出租、巴士租赁以及巴士国旅等相关资产注入强生控股
	2010 年 12 月	资产重组方案获证监会核准，进入实施阶段
百联股份 友谊股份	2010 年 7 月	停牌公告，上海友谊股份拟以新增 A 股股份换股吸收合并上海百联股份
上海梅林	2010 年 11 月	停牌公告，公司实际控制人光明食品（集团）有限公司和控股股东上海益民食品一厂（集团）有限公司正在筹划与本公司相关的重大重组
上海家化	2010 年 12 月	停牌公告，大股东家化集团拟对公司进行资产重组，引入其他投资方

数据来源：兴业证券研究所

资产注入的可选标的

上海机场集团旗下的机场业务板块中，除去虹桥和浦东机场本身外，还包含航空货运、贵宾服务、广告服务、地面代理、航油服务、配餐服务等 6 项业务。上海机场集团在股改中承诺“将通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产”，就目前情况来看，集团手中还余虹桥机场、浦东货站和浦东快件中心等主营业务资产，它们必将成为资产注入的可选标的。

表 3、上海机场集团机场业务资产

机场业务	公司	股东
航空货运	上海浦东国际机场货运站有限公司 (PACTL)	上海机场集团 51% 德国汉莎货运航空公司 29% 上海锦海捷亚物流管理有限公司 20%
	上海国际机场股份有限公司货运代理分公司	上海机场股份 100%
	浦东机场快件联合处理中心	上海机场集团
贵宾服务	上海机场贵宾服务有限公司	上海机场股份 30%
广告服务	上海机场德高动量广告有限公司	上海机场广告公司 50% 梅迪派勒广告公司 35% 动量传媒国际有限公司 15%
地面代理	上海国际机场股份有限公司航空服务分公司	上海机场股份 100%
航油服务	上海浦东国际机场航空油料有限责任公司	上海机场股份 40% 中国航油（新加坡）33% 中国石化上海高桥石化公司 27%
配餐服务	上海机场国际航空食品有限公司（虹桥）	上海机场集团 美国飞翔食品集团公司
	上海浦东国际机场佳美航空食品配餐有限公司（浦东）	上海机场集团 20% 瑞士佳美国际集团 80%

数据来源：兴业证券研究所

虹桥机场盈利能力超预期，为整合创造有利条件

虹桥机场 2010.1~11 月旅客吞吐量为 2866 万人次，很接近浦东机场 2009.1~11 月 2920 万人次的生产水平。若调整浦东航油、外航外线高收费、广告、贵宾服务、高铁代管收益，再考虑到两者的航站楼和跑道造价，则两者业绩具有一定的可比性，为我们估算 T2 启用后的虹桥机场盈利能力提高了较好的参照标准。

2004 年虹桥和浦东资产置换时，虹桥一期资产评估值为 20.09 亿，按照每年 8% 的 ROE 复合增长率，则 2010 年价值 32 亿。预计虹桥机场二期扩建工程耗资约 130 亿。两者合计虹桥机场总资产 162 亿，资产负债率 80.2%。

表 4、虹桥机场 2010 盈利测算

	浦东机场（2009）	虹桥机场（2010）预测
旅客吞吐量（万人次）	3,172	3,150
航站楼与跑道造价（亿元）	167	130
平均折旧年限	30	30
总资产（亿元）	169.59	162
净资产（亿元）	129.57	32
资产负债率	23.6%	80.2%
财务费用（亿元）	1.73	5.46
净利润（亿元）	6.63	
调整减少项目		
浦东航油投资收益（亿元）	1.82	
外航外线贡献超额利润（亿元）	2.60	
调整后净利润（亿元）	2.21	0.14

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

根据我们的测算，虹桥机场 2010 年有望实现盈利 0.14 亿，大幅超出市场预期，为资产注入创造了有利条件。

浦东货站是盈利能力极强的优质资产

浦东国际机场货站公司（PACTL）成立于 1999 年，由上海机场集团（51%）、德国汉莎货运航空公司（29%）和上海锦海捷亚物流管理有限公司（20%）投资组建。公司注册资本 1.91 亿，总投资 4.79 亿，拥有 6.8 万平方米的仓库面积，总建筑面积 17.8 万平方米，设计货物处理能力为达 130 万吨/年。

浦东货站在浦东机场的货运业务中占据近半壁江山。受金融危机影响，市场份额有所下降，但 2010 年强势反弹，目前市占率在 42% 左右。

表 5、浦东货站生产数据

吨	浦东机场 货邮吞吐量	YoY	PACTL 货物吞吐量	YoY	PACTL 占比
2001	352,541		108,968		31%
2002	634,886	80%	189,549	74%	30%
2003	1,186,573	87%	420,402	122%	35%
2004	1,639,064	38%	610,285	45%	37%
2005	1,855,480	13%	810,898	33%	44%
2006	2,159,321	16%	977,368	21%	45%
2007	2,494,748	16%	1,084,471	11%	43%
2008	2,598,794	4%	1,031,198	-5%	40%
2009	2,543,392	-2%	911,457	-12%	36%
2010.1-11	2,950,000	29%	1,228,742		42%

数据来源：兴业证券研究所

根据上市公司锦江投资（600650）的 2010 年中报可知，浦东货站 2010 上半年净利润 2.06 亿，预计全年净利润近 5 亿，ROE 超过 25%，是盈利能力极强的优质资产。

表 6、浦东货站 2010H 财务和盈利数据

亿元	资产	负债	净资产	收入	净利润	ROE
浦东货站	9.49	1.33	8.16	4.15	2.06	25.2%

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

快件处理中心为集团盈利资产，亦可资产注入

上海机场快件联合处理中心位于浦东机场东货运区内，占地面积 8.33 万平方米，总建筑面积 3.49 万平方米，由 5 个快件仓库和一幢综合业务办公楼组成。目前，FedEX、UPS、DHL、TNT 和 20 多家公司已入驻其中，具有绝对垄断地位。

由于浦东货站和快件中心的盈利数据不可得，所以深圳机场股份公司下辖的海关快件监管中心的经营数据可以给我们提供一些参考。

深圳机场快件海关监管中心由深圳机场股份公司和全程物流（深圳）有限公司共同出资，规划占地 6 万平方米，已完成一期工程占地面积为 3.24 万平方米。

表 7、2009 年深圳机场快件海关监管中心财务数据

万元	注册资本	持股比例	资产	负债	收入	净利润	ROE	货邮吞吐量(吨)
国际快件海关监管中心	6000	50%	9712	846	2772	288	3.2%	N/A

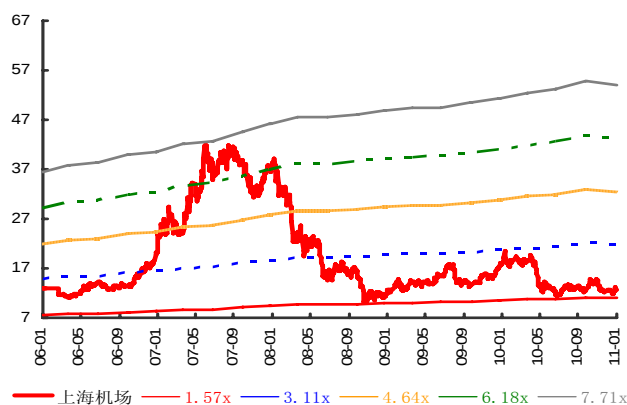
数据来源：公司公告、兴业证券研究所

若单纯以规模和占地面积来比较,深圳机场快件海关监管中心占地 3.24 万平方米,净利润 288 万,浦东机场快件处理中心占地 8.33 万平方米,预计 2010 年净利润近 1000 万。

预计资产注入方案与影响测算

由于快件处理中心体量较小且数据不可得,故忽略掉快件处理中心,我们仅假设“虹桥机场+浦东货站”的打包注入方式,是可行且可以测算的方案。

图 4、上海机场历史 PB 估值



数据来源：Wind、兴业证券研究所

目前,上海机场 PB 估值为 1.8 倍,处于 5 年以来的底部。考虑到浦东货站的盈利能力和虹桥机场的现状,我们分别给予 2.4X 和 1.2X 的 PB 估值,以 2011.1.10 上海机场收盘价 12.6 元计算需发行 5.15 亿新股,摊薄后 2010 年 EPS 为 0.75 元,比预测的 0.65 元增厚 0.1 元,提升 15.4%,重组将带来重大利好。

表 8、2010 浦东、虹桥和货站资产和利润预测

	浦东机场	浦东货站	虹桥机场
净资产(亿元)	140.00	11.00	32.00
净利润(亿元)	7.00	5.00	-

数据来源：兴业证券研究所

表 9、资产注入情景假设和敏感性测算

虹桥机场 PB \ 浦东货站 PB	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6
1.8	0.83	0.80	0.77	0.75	0.72
2.0	0.82	0.79	0.76	0.74	0.72
2.2	0.81	0.78	0.75	0.73	0.71
2.4	0.80	0.77	0.75	0.72	0.70
2.6	0.79	0.76	0.74	0.72	0.70

数据来源：兴业证券研究所

内航外线收费并轨时间窗口显现

2007 年 12 月《民用机场收费改革实施方案》出台，要求五年内分两次实行内航外线收费标准与外航外线并轨。

2008 年，即新收费方案实施的第一年，由于受到全球经济危机的冲击，航空公司巨亏。但从 2009 年开始，随着经济复苏和航空运输业的发展，航空公司盈利大幅改善，其利润总额从 2009 年的 74 亿上升到 2010.1~10 月的 340 亿，同比增长 363%。机场行业利润从 2009 年的 30 亿增至 2010.1~10 月的 50 亿，同比增长 62%。

鉴于航空公司的盈利水平大幅改善，而机场所赚利润在整个民航业中的占比持续走低，再加上 2012 年前分两次实行内航外线收费标准与外航外线并轨的政策预期，我们认为机场收费标准上调的时间窗口显现。

由于各机场的内航外线和外航外线数据未公布，故我们假设各上市机场的内航外线和外航外线对半分，则以 2010 年上半年的数据为参考标准，收费标准并轨带来的影响测算如下。假设上海机场已完成资产注入，股本增加 5.15 亿股，则股本摊薄后预计收费并轨后可提升 EPS 17%。若 2011 和 2012 年通过两次提价来实现收费并轨，则分别提升 EPS 8.5% 左右。

表 10、机场收费标准上调的影响测算

机场	航班占比			2010H 航空业务收入 (不含机场建设费返还 和航站楼租赁)	营 业 税	企 业 所 得 税	股本	外线并轨 后增加半 年 EPS	2010H EPS	占 比
	国内	内航外线	外航外线	百万元			百万股	元	元	
首都机场	75.0%	12.5%	12.5%	1,246.13	3%	25%	4,330.89	0.02	0.05	38%
上海机场	54.0%	23.0%	23.0%	1,029.63	3%	22%	2,441.96	0.05	0.29	17%
白云机场	84.0%	8.0%	8.0%	768.79	3%	25%	1,150.00	0.03	0.24	11%
深圳机场	96.0%	2.0%	2.0%	510.66	3%	22%	1,690.24	0.00	0.22	1%
厦门空港	96.0%	2.0%	2.0%	280.30	3%	25%	297.81	0.01	0.45	2%
美兰机场	99.0%	0.5%	0.5%	173.15	3%	11%	473.21	0.00	0.28	0%

数据来源：CAAC、Wind、兴业证券研究所

注：假设上海机场已完成资产注入，股本增加 5.15 亿

迪斯尼带来新增航空需求

上海迪斯尼乐园规划面积 3.91 平方公里，其中一期约 369 英亩。预计 2011 年 5 月开始大规模施工，2014 年建成启用。

作为全球著名的旅游项目，迪斯尼乐园对游客有着强大的吸引力。香港迪斯尼

2005 年 9 月开园 5 年以来，游客人数突破 2000 万人次，其中 2010 年突破 500 万人次。东京迪斯尼乐园 1983 年 4 月开园，2010 年 8 月累计突破 5 亿人次，其中 2008 年达 2700 万人次。鉴于上海迪斯尼一期的庞大规模和人口基数，我们预计上海迪斯尼乐园年均入园人数在 2000 万人次左右。

表 11、各迪斯尼项目情况介绍

地区	项目	启用时间	占地面积(英亩)	年均游客(万人次)
洛杉矶	迪斯尼乐园	1955	512	未知
	迪斯尼加州冒险乐园	2001		
	神奇王国	1971		
佛罗里达	爱波卡特中心	1982	30500	1600
	迪斯尼一米高梅影城	1989		
	迪斯尼动物王国	1998		
东京	迪斯尼乐园	1983	494	1850
	迪斯尼海洋	2001		
巴黎	迪斯尼乐园	1992	4800	1200
	迪斯尼影城	2002		
香港	迪斯尼乐园	2005	310	500
上海	迪斯尼乐园	2014	369 (一期)	2000

数据来源：兴业证券研究所

根据上海世博会的经验数据，世博会带来新增航空客流约占入园人数的 7%，据此我们估计上海迪斯尼开园后将年均新增航空旅客 141 万人次，约占 2010 年上海航空旅客吞吐量的 2%。

表 12、上海迪斯尼新增航空客流测算

项目(万人次)	世博会	迪斯尼
入园人数	7,308	2,000
2009.1~10 上海航空旅客	4,740	
2010.1~10 上海航空旅客	6,018	
上海 YoY	27.0%	
全国 YoY	16.1%	
世博会带来新增航空客流	515	
新增航空客流占入园人数比例	7.0%	7.0%
迪斯尼新增航空客流测算		141

数据来源：兴业证券研究所

内外合力，成长可期

国际航线快速增长，改善公司客源结构

随着中国经济不断发展、人民生活水平不断提高、以及人民币不断升值，我们预计我国民航未来几年国际航线客流量有可能出现爆发式增长。

从历史经验看，日本在上世纪 80 年代的本币升值及 GDP 增长伴随着其国际航线客流人数的迅速增加。从 1980 年至 1988 年，日元对美元升值幅度达 90.6%，年复合增长 8.7%；人均 GDP 从 207.9 万日元增至 310.7 万日元，增长 49.5%，年复合增长 5.2%；同期日本国际航线客流量从 483.1 万人次增至 944.3 万人次，增长 95.2%，年均复合增长 6.2%，高于 1980 年至 2009 年的国际航线客流量年均复合增速 4.1%。

在上世纪 90 年代，美国人均 GDP 稳定增长，美元升值幅度与国际航线旅客增速变化趋势吻合，美元大幅升值通常伴随着国际航线客流人数的迅猛增长，1992 年美元指数增长 10.6%，同期国际航线旅客增速达 8.4%，高于 1980 年至 2009 年的国际航线客流量年均复合增速 2.1%。

图 5、日元升值、日本 GDP 增长与国际航线客流量

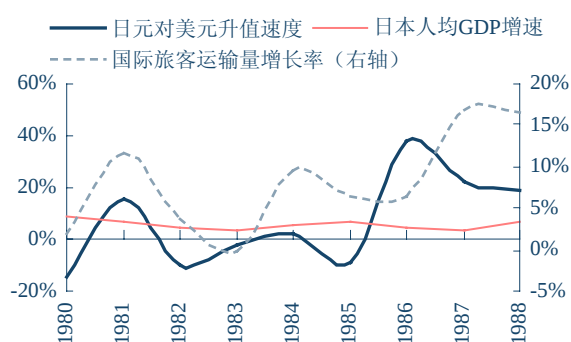
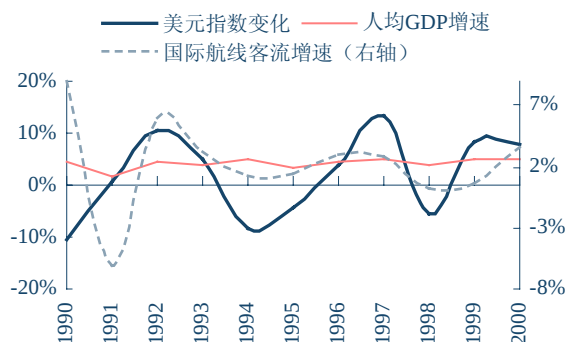


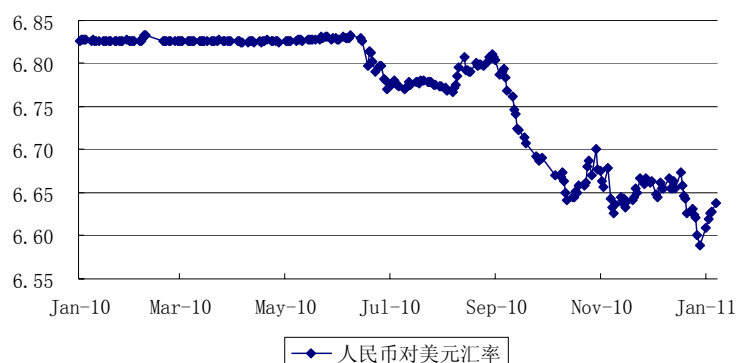
图 6、美元升值、美国 GDP 增长与国际航线客流量



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

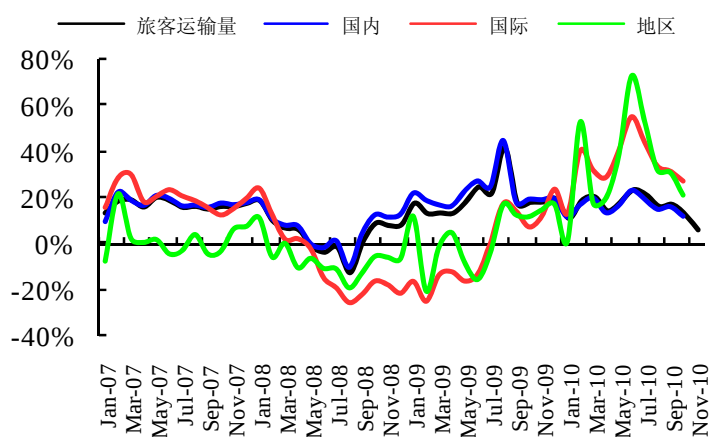
近年来，中国人均 GDP 显著提高，2001 至 2009 年年均复合增速 14.6%。同时，我国目前也处于人民币快速升值的时期，2010 年人民币对美元已升值 3.5%。随着人均 GDP 的进一步增长，中国居民对国际航线的需求会更进一步的释放，同时人民币持续升值也给出境旅游降低了成本，我们预计在未来几年，中国的出境旅游将出现类似于日本 80 年代及美国 90 年代的爆发式增长。

图 7、人民币对美元汇率走势



数据来源：Wind、兴业证券研究所

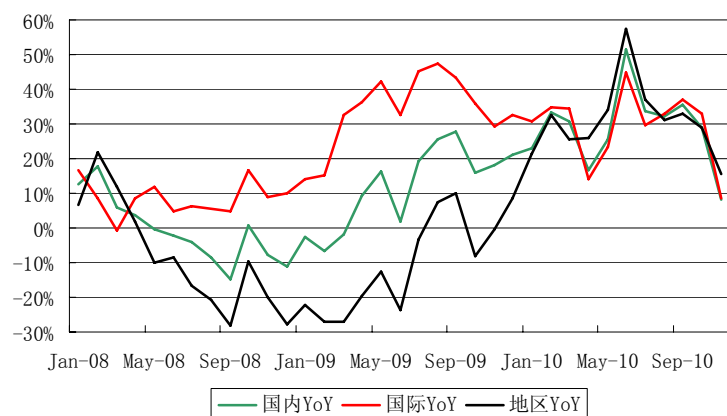
图 8、全民航 2010 年国际客流同比增速高于国内和地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

就浦东机场而言，2010 年国内、国际、地区航线旅客吞吐量平均增速为 29%、29.4%、31.2%。若去除世博会因素，则国际和地区航线增速也将远高于国内航线增速。

图 9、浦东机场国内国际地区旅客吞吐量增速



数据来源：Wind、兴业证券研究所

东航、国航博弈布局浦东机场，助力公司枢纽建设

在虹桥机场产能有限、出入境客流快速增加的背景下，国航、东航都看好浦东机场未来的发展潜力，不断加强自身在浦东机场的布局和运力投放，上海机场有望成为全球客货复合枢纽。尤其是国航，在虹桥机场时刻资源难以获得的情况下，积极争取浦东机场的时刻资源，构建除北京和成都外的另一个重要支点。

表 13、东航、国航博弈布局浦东机场

时间	公司	事件
2010.2.25	国航	国航国泰合资建立国货航，设基地于上海浦东机场
2010.9.29	东航	与上海机场集团签署《战略合作框架协议》，共同推进上海航空枢纽建设。东航将进一步调整和完善浦东机场航线网络布局及衔接性，建成 4 进 4 出高质量航班波。
2010.9.29	上海机场	加紧建设浦东机场第 4、第 5 条跑道及相关配套设施，增加机场起降容量，提高保障能力，优化中转流程，力争实现中转最短衔接时间（MCT）目标。
2010.12.21	东航	东航、中远、长荣、新加坡货航合资成立中货航，并将在浦东自建货站、成立卡车转运中心。

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

表 14、三大航国际航线在重点机场的集聚程度

航空公司	核心机场	航点数	每周班次	航点密度
国航	北京	29	260	8.97
	成都	4	21	5.25
	浦东	11	88	8.00
南航	广州	27	223	8.26
	乌鲁木齐	11	39	3.55
	沈阳	10	35	3.50
	大连	9	41	4.56
	北京	4	25	6.25
东航	浦东	36	336	9.33
	昆明	8	37	4.63
	西安	1	7	7.00

数据来源：CAAC、兴业证券研究所

非航收入高速增长

客流量增加、人民收入水平提高、精细化管理持续推进，使得非航收入保持了高速增长态势，占收入比例从 2007 年的 42.5% 增加到 2010H 的 46.4%，同比增速高达 32%，远超航空业务 15.3% 的增速。收入结构得到改善。

表 15、上海机场非航业务高速增长改善收入结构

百万元	2008			2009			2010H		
	收入	YoY	占比	收入	YoY	占比	收入	YoY	占比
航空业务	1927.34		57.5%	1,901.31	-1.4%	57.0%	1,029.63	15.3%	53.6%
非航业务	1421.72		42.5%	1,437.03	1.1%	43.0%	891.37	32.0%	46.4%

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

成本稳定、产能无忧，毛利率谷底回升

2008年3月二期工程投入使用后，公司折旧费用急剧攀升，毛利率和盈利水平随之大幅下降。截至2010上半年，公司重大租赁和折旧费用增长趋于稳定，毛利率开始从谷底回升。

图 10、重大租赁和折旧费用趋于稳定

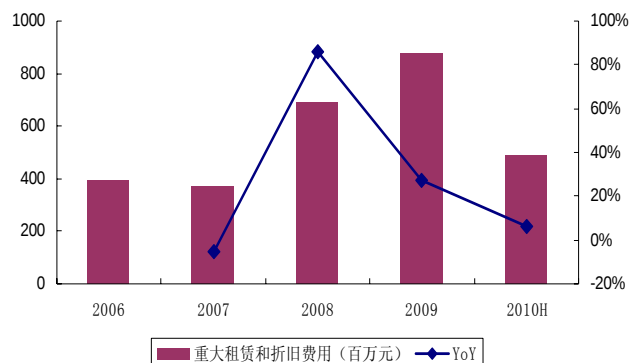
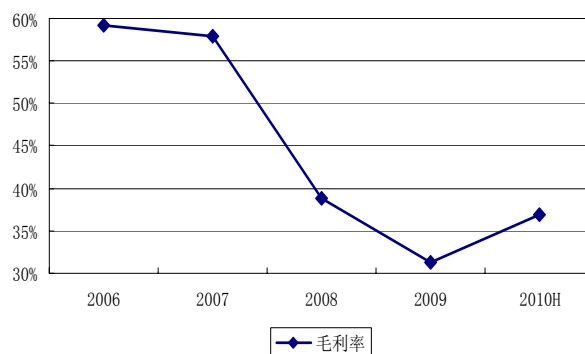


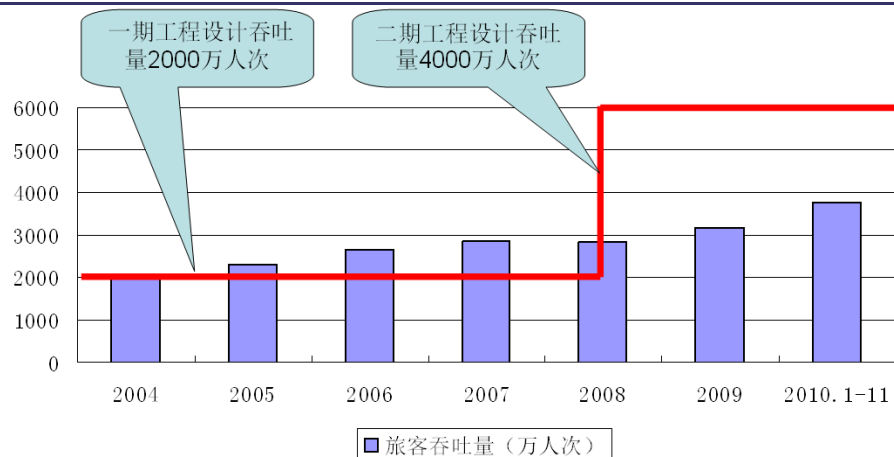
图 11、毛利率从谷底回升



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

随着浦东机场旅客流量的逐年增加，公司产能利用率的爬升必将带动毛利率持续回升。

图 12、浦东机场产能利用率持续爬升

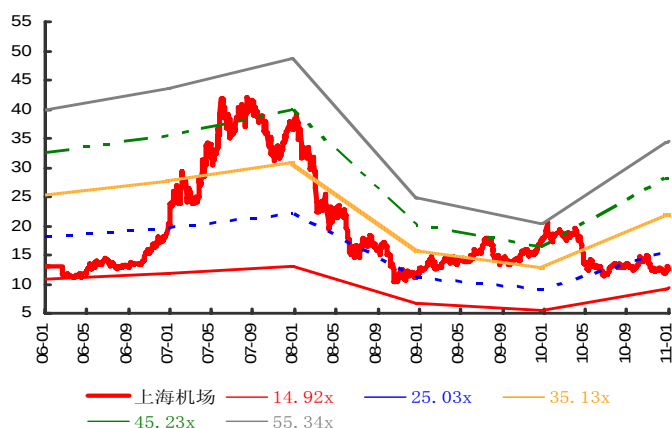


数据来源：兴业证券研究所

估值处于历史低位，具有明显安全边际

不考虑资产注入和内航外线收费并轨，我们预测 2010 年 EPS 为 0.65 元，PE 估值 19.4 倍。从纵向比较，公司估值处于历史低位。

图 13、上海机场历史 PE 估值



数据来源：Wind、兴业证券研究所

从横向比较，上海机场估值与国际水平相比也处于较低水平。同时，市场往往给予枢纽机场更高的估值溢价，例如日本空港、法兰克福机场、奥克兰机场、首都机场等 PE 估值都在 25 倍以上。

表 16、国际上市机场估值比较（2011. 1. 10）

公司	货币	PE			PB			ROE			EPS			EV/EBITA		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
国际																
日本空港	JPY	50.63	36.42	30.30	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	24.85	34.54	41.53	N/A	N/A	N/A
泰国机场	THB	32.04	17.40	13.90	0.73	0.71	0.68	2.44	4.19	4.84	1.19	2.18	2.73	30.01	6.67	6.06
法兰克福机场	EUR	25.81	22.09	20.71	1.69	1.63	1.57	6.58	7.57	7.54	1.85	2.16	2.30	10.28	10.02	9.30
奥克兰机场	NZD	25.81	23.37	21.14	1.51	1.49	1.48	3.89	6.56	7.17	0.09	0.10	0.11	58.73	12.92	12.19
哥本哈根机场	DKK	16.40	15.57	14.87	3.42	3.67	3.63	28.96	21.59	23.34	94.60	99.60	104.30	9.38	9.06	8.69
维也纳机场	EUR	13.28	13.17	15.53	1.31	1.26	1.23	9.99	9.61	7.74	3.86	3.89	3.30	10.26	10.45	9.96
苏黎世机场	CHF	18.01	15.81	14.17	1.42	1.33	1.27	8.09	9.27	9.54	21.68	24.70	27.55	7.98	7.45	7.16
平均值		27.91	20.55	18.66	1.68	1.68	1.64	9.99	9.80	10.03	18.55	23.88	25.97	21.11	9.43	8.89
香港																
北京首都机场	HKD	37.12	23.71	18.83	1.32	1.28	1.22	3.49	5.30	7.03	0.11	0.17	0.21	13.00	11.00	8.99
美兰机场	HKD	18.20	17.18	15.25	1.96	1.76	1.65	11.07	10.59	11.05	0.47	0.50	0.56	10.86	9.90	8.78
平均值		27.66	20.44	17.04	1.64	1.52	1.44	7.28	7.94	9.04	0.29	0.33	0.39	11.93	10.45	8.89
国内																
上海机场	CNY	20.36	18.05	15.48	1.74	1.61	1.48	8.54	9.38	10.15	0.62	0.70	0.81	10.98	9.99	8.51
白云机场	CNY	16.64	14.81	12.75	1.56	1.46	1.36	9.74	10.97	12.22	0.53	0.59	0.69	8.14	6.78	6.06
深圳机场	CNY	13.54	12.89	14.82	1.65	1.44	1.27	12.26	11.65	9.26	0.42	0.44	0.38	6.94	5.69	4.01
厦门机场	CNY	15.38	13.81	12.01	2.78	2.33	1.97	20.42	19.81	17.68	0.97	1.09	1.25	9.85	8.20	7.55
平均值		16.48	14.89	13.77	1.93	1.71	1.52	12.74	12.95	12.33	0.64	0.70	0.78	8.98	7.67	6.53

数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

若考虑资产注入，则 2011 年 EPS 有望达到 0.81 元，PE 降至 15.6X。再加上内航

外线提价（接轨一半），则 2011 年 EPS 有望达到 0.87 元，PE 降至 14.5X。估值将具有的明显的上升空间和足够的安全边际。

不考虑资产注入和内航外线的收费并轨，我们预测公司 2010~2012 年 EPS 为 0.65、0.71、0.89 元，给予 25X PE，目标价 17.75 元。

表 17、上海机场生产与财务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营和宏观数据				
浦东机场旅客吞吐量(万人次)	3,205.06	4,000.00	4,239.10	4,780.23
YoY	13.0%	24.8%	6.0%	12.8%
虹桥机场旅客吞吐量(万人次)	2,531.82	3,150.00	3,150.00	3,200.00
YoY	11.8%	24.4%	0.0%	1.6%
全上海机场旅客吞吐量(万人次)	5,736.88	7,150.00	7,389.10	7,980.23
YoY	12.5%	25%	3%	8%
浦东机场飞机起降架次	287,185	319,247	335,691	377,109
YoY	8.0%	11.2%	5.2%	12.3%
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%
财务数据(百万元)				
航空及相关收入	1,901.31	2,191.66	2,304.55	2,588.88
地面服务收入	190.68	258.59	271.91	309.23
场地及设备租赁收入	317.66	370.33	389.40	444.99
商业餐饮租赁收入	667.28	1,040.00	1,102.17	1,290.66
能源转供收入	105.41	130.89	137.63	158.39
广告业务收入	61.24	60.00	63.59	76.48
其他业务收入	94.76	104.00	110.22	129.07
总计营业收入	3,338.34	4,155.46	4,379.46	4,997.70
YoY	-0.3%	24.5%	5.4%	14.1%
公司总投资收益	268.02	420.83	429.93	451.25
YoY	53.7%	57.0%	2.2%	5.0%
公司营业成本	2,291.54	2,541.17	2,635.38	2,772.16
YoY	11.7%	10.9%	3.7%	5.2%

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1887	2445	3727	5331
货币资金	377	969	2171	3557
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1051	1310	1380	1575
其他应收款	10	15	16	18
存货	16	17	17	18
非流动资产	15073	15170	15250	15376
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1034	1334	1649	2044
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	17615	18977	20707
流动负债	1519	934	949	966
短期借款	599	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	87	102	105	111
其他	833	832	843	855
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	3416	3431	3448
股本	1927	1927	1927	1927
资本公积	2569	2569	2569	2569
未分配利润	7027	8193	9456	11068
少数股东权益	126	200	284	384
股东权益合计	12959	14198	15546	17259
负债及权益合计	16960	17615	18977	20707

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	706	1262	1360	1709
折旧和摊销	824	804	836	870
资产减值准备	6	5	1	4
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	-5	-65	-119
投资损失	-268	-421	-432	-451
少数股东损益	42	74	84	100
营运资金的变动	716	-45	64	201
经营活动产生现金流量	759	1765	1721	1911
投资活动产生现金流量	866	-482	-487	-548
融资活动产生现金流量	-815	-691	-31	22
现金净变动	810	592	1202	1386
现金的期初余额	377	377	969	2171
现金的期末余额	1187	969	2171	3557

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3338	4155	4379	4998
营业成本	2292	2541	2635	2772
营业税金及附加	134	167	176	201
销售费用	0	0	0	0
管理费用	128	158	162	180
财务费用	173	-5	-65	-119
资产减值损失	6	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	268	421	432	451
营业利润	874	1714	1901	2413
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	872	1713	1900	2412
所得税	124	377	456	603
净利润	748	1336	1444	1809
少数股东损益	42	74	84	100
归属母公司净利润	706	1262	1360	1709
EPS (元)	0.37	0.65	0.71	0.89

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-0.4%	24.5%	5.4%	14.1%
营业利润增长率	-18.6%	96.2%	10.9%	26.9%
净利润增长率	-17.8%	78.7%	7.7%	25.7%
盈利能力(%)				
毛利率	31.4%	38.8%	39.8%	44.5%
净利率	21.2%	30.4%	31.0%	34.2%
ROE	5.5%	9.0%	8.9%	10.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	23.6%	19.4%	18.1%	16.7%
流动比率	1.24	2.62	3.93	5.52
速动比率	1.23	2.59	3.90	5.49
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%	346.7%	320.7%	333.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.65	0.71	0.89
每股经营现金	0.61	0.92	0.89	0.99
每股净资产	6.66	7.26	7.92	8.76
估值比率(倍)				
PE	34.4	19.2	17.9	14.2
PB	1.9	1.7	1.6	1.4

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。