



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年1月17日

机场

研究部

陶薇

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080205070024
taovivian@cicc.com.cn

上调至“推荐”

上海机场 (600009.CH)

业绩增长稳健，估值优势明显

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,351	3,338	4,004	4,425	4,899
(+/-%)	6.6	(0.4)	20.0	10.5	10.7
主营业务利润	1,166	912	1,387	1,641	1,941
(+/-%)	(31.4)	(21.7)	52.1	18.3	18.2
净利润	860	706	1,290	1,499	1,758
(+/-%)	(49.3)	(17.9)	82.7	16.2	17.3
每股盈利 (元)	0.45	0.37	0.67	0.78	0.91
市盈率 (倍)	29.9	36.4	19.9	17.1	14.6
每股经营现金 (元)	0.8	0.6	0.9	1.0	1.1
股价/经营现金 (倍)	17.2	21.7	14.8	13.8	12.5
市净率 (倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (倍)	15.2	15.3	10.8	9.3	7.8
净资产收益率 (%)	7.0	5.5	9.1	9.7	10.3
投入资本回报率 (%)	6.7	5.6	8.8	9.4	10.1
股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8

股票信息

A股	
当前股价	人民币 13.33
股票代码	600009.CH
日成交量 (百万股)	20.4
52周最高价/最低价	人民币 21.00/11.15
总市值 (人民币百万元)	25,629
发行股数 (百万股)	1,927
其中: 流通股 (百万股)	1,093
主要股东 (持股比例)	上海机场 (集团) 有限公司 (53.3%)

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600009.SH]	+1.39	+3.46	-7.58	+6.30
[上证A股指数]	-0.39	-3.41	-4.91	+0.70
[中金机场指数]	+0.57	+0.91	-10.14	+3.86

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示:

我们将上海机场的投资评级上调至“推荐”。我们看好上海机场未来吞吐量的增长势头，尤其是国际旅客的比重将会稳步提升。免税销售收入将受此拉动，非航业务的增速有望维持在较高水平。目前公司 2011 年的估值水平已经接近历史底部，下行空间有限，我们认为上海机场长期投资价值已经显现，值得投资者积极关注。

评论:

在航空需求趋旺的带动下，2010 年 1 至 11 月上海机场的旅客吞吐量整体增速达到了 27.9%，其中国际旅客吞吐量的增速达到了 30.7%，高于国内市场 3.1 个百分点，反映出外围经济复苏给公司带来的增长动力。国际客流的增长也使非航业务，特别是免税零售业务，的经营情况得到进一步的改善，公司收入结构进一步优化，盈利弹性增加。

往后看，在国际经济不出现二次探底的前提下，我们预计 2011 年国际旅客增速仍将好于国内，而总体增速将维持较高的单位数水平。此外，由于机场利用率水平还有一定提升空间，近年并没有大规模的资本开支计划，这也有利于机场盈利水平的提高。我们预期高铁对于机场的分流要小于对于航空，而长期来看，航空公司为了应对高铁将进行航线网络的调整，国际线的比重必将进一步增加，这也使得主要枢纽机场的航班结构长期有进一步优化的空间。总体来说，我们预期上海机场未来业绩将保证稳健增长，2011 年和 2012 年的业绩增长分别达到 16.2% 和 17.3%。

估值与建议:

上海机场 2011 年和 2012 年的 PE 分别是 17.1x 和 14.6x，处于历史估值的低端。如果内航外线收费标准在 2011 年如期上调，将给予上海机场较好的利润贡献。此外，随着虹桥机场的利用率水平的提升，大股东资产注入的预期在 2011 年将会有所加强，这也将给股价带来一定的促动作用。我们将上海机场的投资评级上调至推荐，并建议投资者积极关注。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010 年回顾

在航空需求旺盛的推动下，上海机场的旅客吞吐量指标保持了较好的增长态势。2010 年 1 至 11 月的营运数据显示，整体客流量同比上升 27.9%。其中，国内市场在世博效应的拉动下增速达到了 27.6%，好于行业平均水平 11.7 个百分点。而国际市场的表现更为出彩，同比增速达到了 30.7%，外围经济的复苏对国际客流出现了较好的拉动。货运方面，国际空运形势的复苏也给机场带来了充足的货运需求。1 到 11 月同比 28.9% 的增速也好于行业平均水平 7.6 个百分点。

图表 1：上海机场 2010 年 1 至 11 月营运数据

上海机场	2010.1-11	2009.1-11	YoY (%)
航班起降架次(单位：千，下同)			
国内	159.6	135.6	17.7
国际	109.2	95.2	14.7
地区	32.6	29.3	11.4
合计	301.4	260.1	15.9
旅客吞吐量			
国内	19,622	15,375	27.6
国际	13,096	10,023	30.7
地区	4,882	3,992	22.3
合计	37,600	29,390	27.9
货邮吞吐量			
国内	352	344	2.4
国际	2,202	1,648	33.6
地区	396	297	33.5
合计	2,950	2,288	28.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

国际客流趋旺，非航业务提速。相比二季度，三季度公司毛利率和净利率环比增速分别提升 5.4 个百分点和 2.7 个百分点，反映出营运收入中利润率水平较高的非航业务增速较快。这主要归功于浦东机场国际旅客吞吐量的表现好于预期，给公司带来充沛的消费客流。特别是国际旅客较强的消费意愿给机场免税零售业务提供了较好的发展机遇，从而拉动非航收入的整体水平向上提升。我们预期下半年非航业务的收入增长在 50% 以上，机场收入结构和利润率均得到较好的提升。

图表 2：三季度利润率提升明显。

	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3
毛利率%	32	33	40
环比		0.9ppt	6.3ppt
净利率%	27	30	35
环比		2.3ppt	5.0ppt

资料来源：公司数据，中金公司研究部

油价上涨，航油公司贡献更多投资收益。由于浦东航油公司的销售是采用先进先出的计价模式，随着国际油价在 2010 年的上涨，航油公司的销售利润较 2009 年有了大幅改善。该项权益投资对公司业绩的贡献也有所增加。

总的来看，在旅客吞吐量维持较好增长，非航业务发展提速的背景下，公司 2010 年的主营业务利润将有 50% 以上的增长空间，再加上浦东航油公司、广告公司的投资收益贡献，预计公司 2010 年全年业绩的增长幅度将达到 82.7%，绝对盈利水平创 2008 年以来的新高。

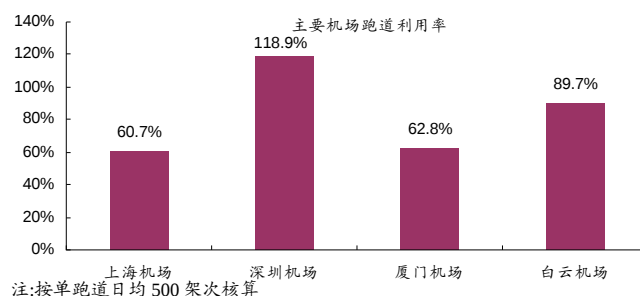
2011 年展望

增速虽回落，国际仍可期。虽然 2011 年的增速将由于比较基数的推高会有所回落。不过对于浦东机场来说，由于国际市场的需求好转，在外围经济不出现二次探底的前提下，我们预计 2011 年浦东机场的国际吞吐量仍有望保持双位数的增长，而整体增速仍将保持在较高的单位数水平。

上海机场作为上海国际交通枢纽建设的受益者，今后国际客流，特别是国际中转国内其他城市的客流量预计将有较好的增长预期。借助于其战略合作伙伴东航在国际市场的开拓力度，特别是在欧美航线上航点和航班班次的增加，国际旅客的增量将给公司的吞吐量带来较好的成长空间，也有利于进一步改善收入结构，增加非航收入，提升盈利能力。

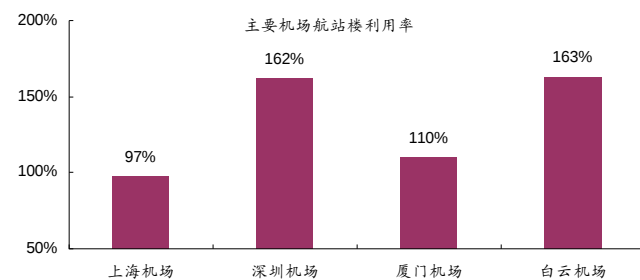
机场利用率尚有提升空间。自 2008 年 3 月浦东机场启用第三条跑道和二号航站楼以来，机场的利用率虽有所提升，但与深圳和白云等饱受设施瓶颈限制的其他机场相比，机场利用率仍有较大的提升空间。我们预期公司未来数年内没有大型资本开支计划，公司的毛利率水平将随着吞吐量的增加而稳步提升，公司业绩将稳健增长。

图表 3：A 股各大机场跑道利用率水平



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：A 股各大航站楼利用率水平



资料来源：公司数据，中金公司研究部

高铁分流不必过分担忧。我们认为高铁对机场的冲击要远小于航空。虽然高铁的开通将不可避免给机场带来需求分流，但是从相对影响来看，上海始发的高铁线路的开通时间总体要晚于北京和广州。此外，在国际客流向好的前提下，上海机场可以利用国际航线班次的增加来有效调整时刻资源，尽可能降低分流影响。

此外，随着上海虹桥交通枢纽的建成和地铁二号线的全线贯通，“空铁联运”模式在上海市场具有一定的可行性，而东航也是三大航中率先提出空铁联运设想的航空公司。如果铁路和机场能在该方面有所合作的话，将对国际中转客流的培养带来一定的裨益。总的来说，高铁对机场的分流影响不会太大。

机场收费的调整和资产注入均有望进一步提升公司业绩。在 2011 年 1 月 11 日举行的全国民航工作会议上，李家祥局长明确表示“民航局计划推进价格收费改革，拟订中、外航空公司国际及港、澳航班收费标准并轨方案，完善机场收费形成机制。”如果 2011 年的内航外线的收费标准上调 33%，年化的盈利贡献在 12.8% 左右。此外，上海国资委目前正在积极推进上海国有资产的整合，随着虹桥机场利用率水平的提升，机场集团公司对资产注入的步伐也会有所加快。如果资产注入能够推进，我们预计每股收益的增厚为 10% 左右。

盈利预测调整

由于航油公司的利润贡献可能好于预期，我们上调了投资收益的预测数据，整体业绩也作了相应小幅上调。调整后，公司的 2010 年、2011 年和 2012 年的净利润分别达到 12.9 亿元，14.9 亿元和 17.6 亿元，合每股收益 0.67 元，0.78 元和 0.91 元，上调幅度分别达到 2.5%、1.2% 和 1.9%。

图表 5：盈利预测调整

		2010E	2011E	2012E
飞机起降架次 (千次)	原预测	332	362	403
	新预测	333	362	395
	(+/-%)	0.4	0.0	-2.1
旅客吞吐量 (千人次)	原预测	41,497	46,477	51,125
	新预测	40,061	43,666	48,906
	(+/-%)	-3.5	-6.0	-4.3
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	4,030	4,423	4,868
	新预测	4,004	4,425	4,899
	(+/-%)	-0.6	0.0	0.6
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	2,404	2,556	2,708
	新预测	2,456	2,606	2,762
	(+/-%)	2.2	1.9	2.0
投资收益 (人民币 百万)	原预测	370	431	480
	新预测	461	487	533
	(+/-%)	24.9	13.1	11.2
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,259	1,481	1,724
	新预测	1,290	1,499	1,758
	(+/-%)	2.5	1.2	1.9
每股盈利 (人民币)	原预测	0.65	0.77	0.89
	新预测	0.67	0.78	0.91
	(+/-%)	2.5	1.2	1.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

上海机场 2011 年和 2012 年的 PE 分别是 17.1x 和 14.6x，处于历史估值的低端。如果内航外线收费标准在 2011 年如期上调，将给予上海机场较好的利润贡献。此外，随着虹桥机场的利用率水平的提升，大股东资产注入的预期在 2011 年将会有所加强，这也将给股价带来一定的促进作用。我们将上海机场的投资评级上调至推荐，并建议投资者积极关注。

图表 6: 历史和预测的财务数据

	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表					
主营业务收入	3,351	3,338	4,004	4,425	4,899
(+/-%)	6.6	(0.4)	20.0	10.5	10.7
主营业务成本	2,051	2,292	2,456	2,606	2,762
(+/-%)	55.1	11.7	7.2	6.1	6.0
主营业务利润	1,166	912	1,387	1,641	1,941
(+/-%)	(31.4)	(21.7)	52.1	18.3	18.2
营业利润	897	612	1,096	1,358	1,674
(+/-%)	(42.9)	(31.8)	79.2	23.9	23.2
利润总额	1,069	872	1,550	1,838	2,200
(+/-%)	(45.1)	(18.5)	77.7	18.6	19.7
净利润	860	706	1,290	1,499	1,758
(+/-%)	(49.3)	(17.9)	82.7	16.2	17.3
现金流量表					
经营活动现金流	1,495	1,184	1,737	1,857	2,049
投资活动现金流	(1,690)	(249)	(363)	(482)	(454)
融资活动现金流	285	(935)	(537)	(657)	(646)
现金及现金等价物净增加额	90	0	837	717	948
资产负债表					
流动资产	1,602	1,887	2,705	3,579	4,704
长期投资和固定资产	15,253	14,648	14,645	14,752	14,843
流动负债	2,495	1,519	1,447	1,355	1,269
长期负债	2,480	2,482	2,182	1,882	1,582
股东权益	12,306	12,959	14,146	15,519	17,122
财务指标					
毛利率	38.8	31.4	38.7	41.1	43.6
营业利润率 (%)	31.9	26.1	38.7	41.5	44.9
净利润率 (%)	25.7	21.2	32.2	33.9	35.9
息税折旧摊销前利润率 (%)	54.7	54.0	62.8	63.6	64.8
营业、管理费用/主营业务收入	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
股本回报率 (%)	7.0	5.5	9.1	9.7	10.3
资产收益率 (%)	5.0	4.2	7.3	8.0	8.8
股息收益率 (%)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
净债务/股东权益 (%)	29.4	23.8	19.0	14.7	11.0
资产负债率 (%)	28.8	23.6	20.4	17.3	14.3
流动比率	0.6	1.2	1.9	2.6	3.7
速动比率	0.2	0.2	0.8	1.4	2.3

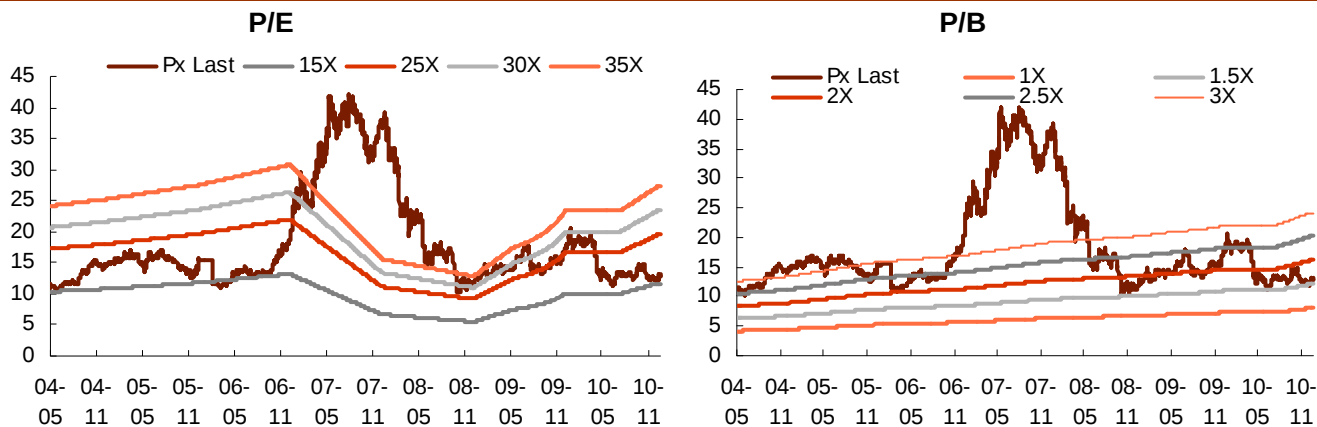
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值

公司名称	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			2011-1-14	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
国际机场公司																
空港设施	8864 jp	JPY	366.00	63.1	n.a.	21.2	n.a.	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
日本空港	9706 jp	JPY	1,301.00	43.9	56.0	34.0	30.5	8.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
泰国机场	AOT Tb	THB	37.25	37.6	18.7	14.4	12.5	7.8	6.6	6.1	6.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
法兰克福机场	FRA Gr	EUR	48.18	29.4	26.1	22.2	20.9	12.4	10.1	9.1	8.2	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
奥克兰机场	AIA Nz	NZD	2.26	94.2	25.1	22.6	20.4	15.5	13.5	12.6	11.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
哥本哈根机场	KBHL Dc	DKK	1,551.00	19.8	16.4	15.6	14.9	10.2	9.1	8.6	8.3	3.9	3.4	3.7	3.6	3.6
维也纳机场	FLU Av	EUR	48.33	13.8	12.5	12.4	14.6	9.9	9.2	8.7	8.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
苏黎世机场	UZAN Sw	CHF	384.25	12.3	17.7	15.6	13.9	8.5	8.0	7.5	7.1	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
佛罗伦萨机场	AFI Im	EUR	11.42	29.3	42.3	n.a.	n.a.	11.1	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				41.4	28.2	20.3	19.0	9.8	9.7	9.0	8.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
中值				33.5	25.1	21.2	17.6	10.0	9.2	8.7	8.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
国内机场公司（港股）																
北京机场	694 hk	HKD	4.43	56.2	28.4	18.4	18.4	16.5	11.7	9.5	9.5	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
美兰机场	357 hk	HKD	9.96	26.2	21.2	20.0	17.8	13.0	10.5	9.5	8.5	2.4	2.3	2.1	1.9	1.9
平均值				41.2	24.8	19.2	18.1	14.7	11.1	9.5	9.0	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
中值				41.2	24.8	19.2	18.1	14.7	11.1	9.5	9.0	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
国内机场公司（A股）																
上海机场	600009 ch	CNY	13.33	36.4	19.9	17.1	14.6	15.3	10.8	9.3	7.8	2.0	1.8	1.7	1.5	1.5
白云机场	600004 ch	CNY	8.69	18.4	17.2	15.8	15.8	8.5	9.0	7.5	7.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
深圳机场	000089 ch	CNY	5.69	16.7	13.7	12.5	12.5	9.4	8.3	6.6	6.6	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
厦门空港	600897 ch	CNY	14.99	16.5	15.8	14.6	14.6	10.2	9.1	8.3	8.3	3.3	2.8	2.4	2.4	2.4
平均值				22.0	16.7	15.0	14.4	10.8	9.3	7.9	7.5	2.2	2.0	1.7	1.7	1.7
中值				17.6	16.5	15.2	14.6	9.8	9.0	7.9	7.7	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 8: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED