

证券研究报告

机场 III



分析师 曾旭  
021-38565575  
zengxu@xyzq.com.cn  
SAC:S1010210030008

强烈推荐 (维持)

联系人: 朱峰  
021-38565939  
zhufeng@xyzq.com.cn

上海机场 (600009)

## 环比改善、淡季不淡 - 12 月生产数据点评

2011 年 1 月 22 日

## 投资要点

## 事件:

- 上海机场公布了 2010 年 12 月生产数据。飞机起降 2.69 万架次, 同比增长 9.12%, 其中国内、国际和地区同比增速分别为 9.32%、9.76%、7.57%。旅客吞吐 298.2 万人次, 同比增长 18.66%, 其中国内、国际和地区同比增速分别为 21.68%、24.65%、-3.73%。货邮吞吐 27.8 万吨, 同比增长 10.93%, 其中国内、国际、地区同比增速分别为 3.8%、11.66%、14.2%。

## 点评:

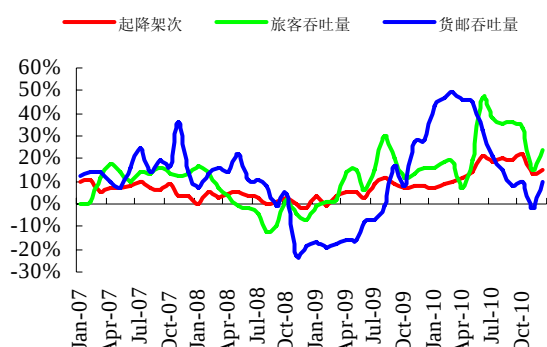
- 上海机场 12 月生产数据增速较 11 月有了明显改善。12 月国内、地区飞机起降同比增速分别比 11 月高出 2.1 和 1.2 个百分点, 国际飞机起降比 11 月略降 0.5 个百分点。12 月旅客吞吐量增长强劲, 国内、国际、地区同比增速较 11 月分别提升 13.4、9.2 和 5.1 个百分点。货邮吞吐量扭转了 11 月同比下滑的势头, 国内、国际、地区同比增速由负转正, 较 11 月分别提升 16.3、13.1 和 13.9 个百分点。
- 资产注入有望渐行渐近。由于完成股改承诺、避免同业竞争、上海国资整合、虹桥机场业绩有望超预期等因素, 我们预计集团资产注入有望渐行渐近。若采用“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。鉴于 2010 年航空公司盈利大幅改善, 以及民航局关于外线收费标准并轨的要求, 我们预计收费标准上调的时间窗口已经显现。假设资产注入股本摊薄后, 预计收费并轨可提升公司 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。迪斯尼预计在 2015 年开园, 估算年均新增客流 141 万人次左右, 占上海两场 2010 年旅客吞吐量的 2%, 将给上海机场带来长期利好。
- 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。维持强烈推荐评级。

表 1、上海机场 11 和 12 月生产数据同比增速比较

| 项目 | 飞机起降架次   |          | 旅客吞吐量    |          | 货邮吞吐量    |          |
|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|    | 12 月同比增速 | 11 月同比增速 | 12 月同比增速 | 11 月同比增速 | 12 月同比增速 | 11 月同比增速 |
| 总计 | 9.1%     | 7.9%     | 18.7%    | 8.2%     | 10.9%    | -2.7%    |
| 国内 | 9.3%     | 7.2%     | 21.7%    | 8.3%     | 3.8%     | -12.5%   |
| 国际 | 9.8%     | 10.3%    | 24.7%    | 15.5%    | 11.7%    | -1.4%    |
| 地区 | 7.6%     | 6.4%     | -3.7%    | -8.8%    | 14.2%    | 0.3%     |

资料来源：兴业证券研究所

图 1、12 月上海两场旅客起降同比增速高于货邮



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 2、12 月上海两场起降增同比速较 11 月回升

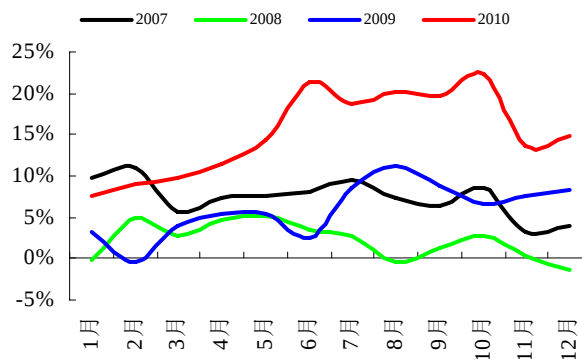
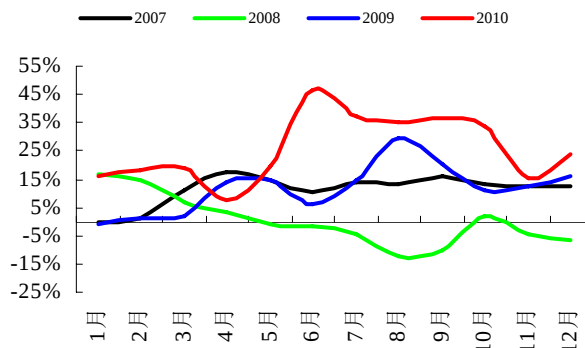


图 3、12 月上海两场旅客同比增速较 11 月回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 4、12 月上海两场货邮同比增速由负转正

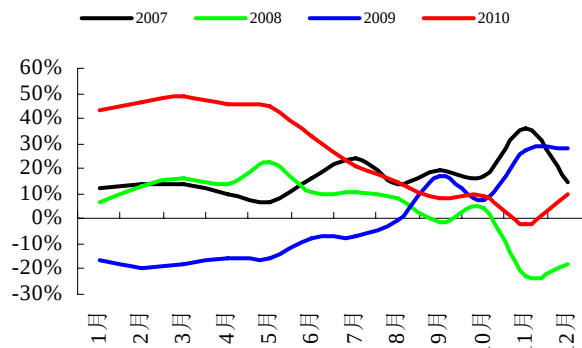
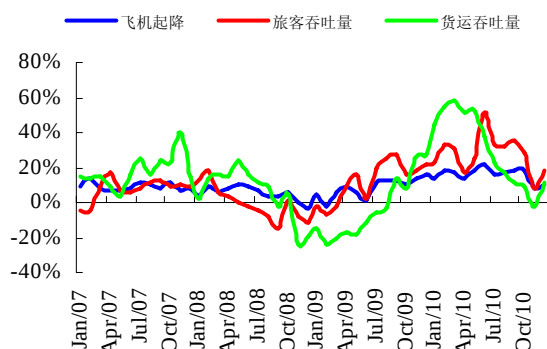


图 5、12 月浦东机场旅客起降同比增速高于货邮



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 6、12 月浦东机场起降同比增速较 11 月回升

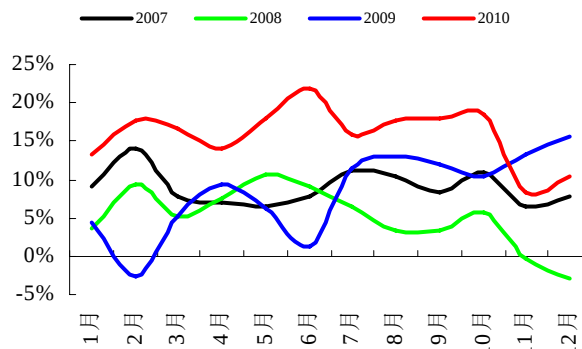


图 7、12 月浦东机场旅客同比增速较 11 月回升

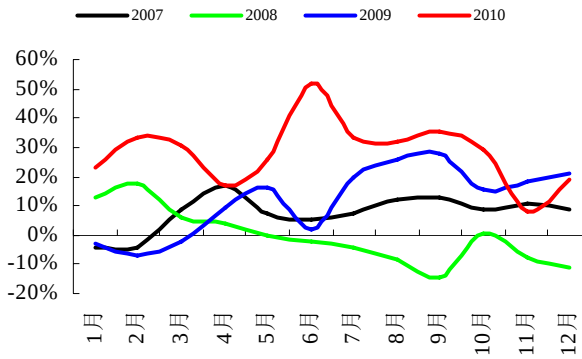
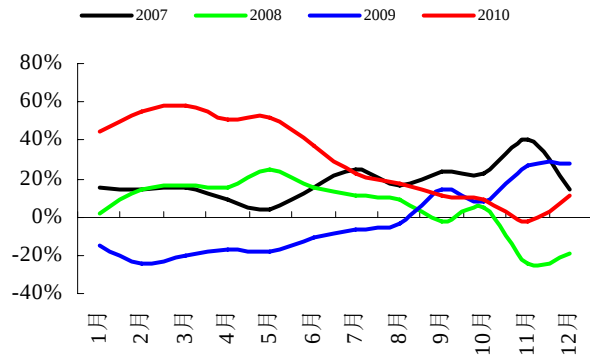


图 8、12 月浦东机场货邮同比增速由负转正



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 9、12 月浦东机场起降增速国际高于国内地区

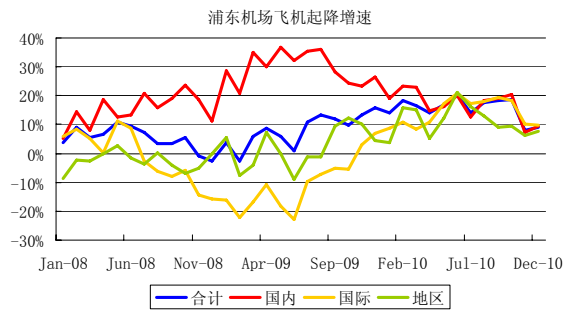
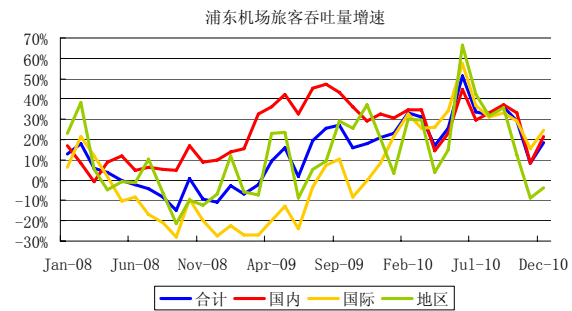


图 10、12 月浦东机场旅客增速国际高于国内地区



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 11、12 月虹桥机场旅客起降同比增速高于货邮

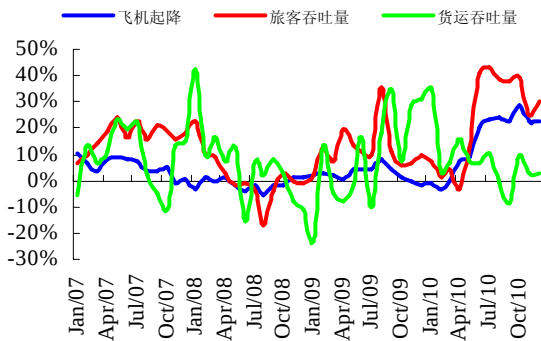
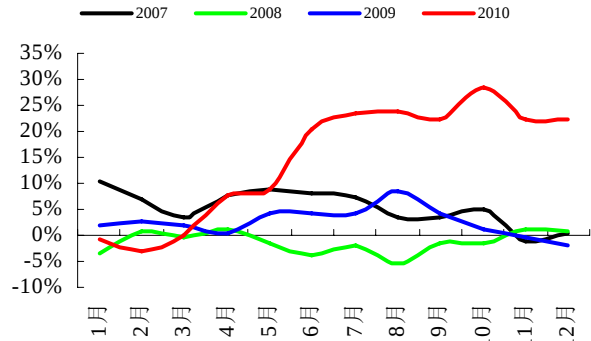


图 12、12 月虹桥机场起降同比增速与 11 月持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 13、12 月虹桥机场旅客同比增速较 11 月回升

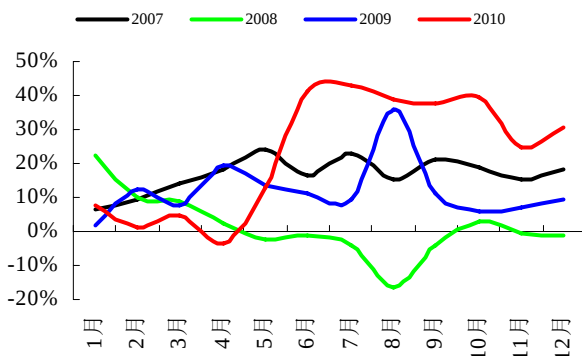
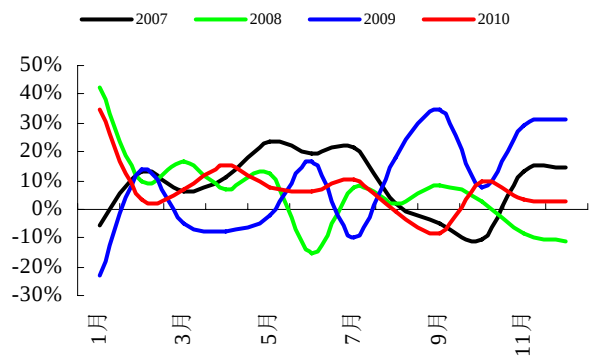


图 14、12 月虹桥货邮同比增速与 11 月持平



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 15、上海机场历史 PE - Bands

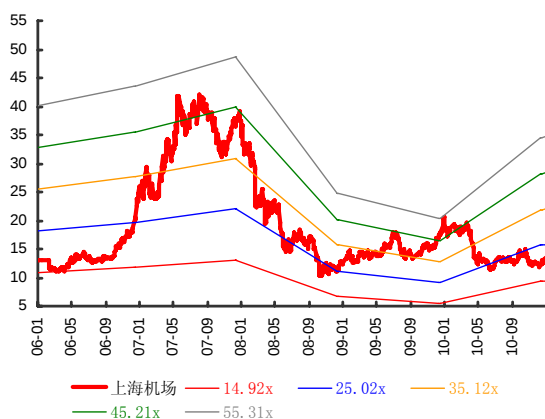
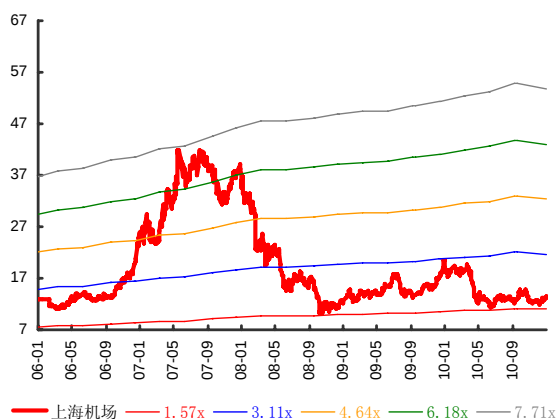


图 16、上海机场历史 PB - Bands



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

表 2、上市机场估值水平国际比较 (2011.1.22)

| 公司         | PE           |              |              | PB          |             |             | ROE          |              |              | EV/EBITA     |             |             |
|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|            | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 2010E       | 2011E       | 2012E       | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 2010E        | 2011E       | 2012E       |
| <b>国际</b>  |              |              |              |             |             |             |              |              |              |              |             |             |
| 日本空港       | 51.80        | 37.26        | 30.99        | N/A         | N/A         | N/A         | N/A          | N/A          | N/A          | N/A          | N/A         | N/A         |
| 泰国机场       | 30.80        | 16.96        | 13.75        | 0.70        | 0.68        | 0.67        | 2.40         | 4.07         | 4.77         | 7.28         | 6.21        | 5.56        |
| 法兰克福机场     | 26.28        | 22.34        | 20.92        | 1.72        | 1.66        | 1.59        | 6.58         | 7.65         | 7.66         | 10.36        | 10.01       | 9.26        |
| 奥克兰机场      | 26.16        | 23.68        | 21.33        | 1.53        | 1.52        | 1.50        | 3.87         | 6.54         | 7.17         | 14.89        | 13.06       | 12.31       |
| 哥本哈根机场     | 16.42        | 15.59        | 14.89        | 3.43        | 3.67        | 3.64        | 28.96        | 21.59        | 23.34        | 9.39         | 9.07        | 8.70        |
| 维也纳机场      | 12.45        | 12.35        | 14.55        | 1.23        | 1.18        | 1.15        | 10.09        | 9.69         | 7.72         | 9.72         | 9.92        | 9.65        |
| 苏黎世机场      | 18.19        | 15.77        | 13.99        | 1.43        | 1.33        | 1.26        | 7.98         | 9.29         | 9.77         | 8.00         | 7.38        | 7.15        |
| 佛罗伦萨机场     | 43.48        | N/A          | N/A          | N/A         | N/A         | N/A         | N/A          | N/A          | N/A          | N/A          | N/A         | N/A         |
| <b>平均值</b> | <b>28.20</b> | <b>20.56</b> | <b>18.63</b> | <b>1.67</b> | <b>1.67</b> | <b>1.63</b> | <b>9.98</b>  | <b>9.81</b>  | <b>10.07</b> | <b>9.94</b>  | <b>9.28</b> | <b>8.77</b> |
| <b>香港</b>  |              |              |              |             |             |             |              |              |              |              |             |             |
| 北京首都机场     | 34.14        | 21.41        | 17.07        | 1.21        | 1.17        | 1.11        | 3.49         | 5.39         | 7.15         | 12.29        | 10.04       | 8.38        |
| 美兰机场       | 17.23        | 16.20        | 14.21        | 1.87        | 1.67        | 1.57        | 11.12        | 10.68        | 11.25        | 10.08        | 9.37        | 8.35        |
| <b>平均值</b> | <b>25.69</b> | <b>18.81</b> | <b>15.64</b> | <b>1.54</b> | <b>1.42</b> | <b>1.34</b> | <b>7.30</b>  | <b>8.03</b>  | <b>9.20</b>  | <b>11.19</b> | <b>9.71</b> | <b>8.37</b> |
| <b>国内</b>  |              |              |              |             |             |             |              |              |              |              |             |             |
| 上海机场       | 21.86        | 19.35        | 16.71        | 1.88        | 1.74        | 1.60        | 8.54         | 9.38         | 10.15        | 10.98        | 9.99        | 8.51        |
| 白云机场       | 15.74        | 13.98        | 12.16        | 1.48        | 1.39        | 1.30        | 9.74         | 10.97        | 12.22        | 8.14         | 6.78        | 6.06        |
| 深圳机场       | 13.21        | 12.57        | 14.45        | 1.61        | 1.41        | 1.24        | 12.26        | 11.65        | 9.26         | 6.94         | 5.69        | 4.01        |
| 厦门机场       | 14.80        | 13.23        | 11.50        | 2.66        | 2.23        | 1.88        | 20.42        | 19.81        | 17.68        | 9.85         | 8.20        | 7.55        |
| <b>平均值</b> | <b>16.40</b> | <b>14.78</b> | <b>13.70</b> | <b>1.91</b> | <b>1.69</b> | <b>1.51</b> | <b>12.74</b> | <b>12.95</b> | <b>12.33</b> | <b>8.98</b>  | <b>7.67</b> | <b>6.53</b> |

资料来源：兴业证券研究所

## 附表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1887  | 2282  | 3584  | 5189  |
| 货币资金           | 377   | 899   | 2099  | 3508  |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1051  | 1281  | 1375  | 1559  |
| 其他应收款          | 10    | 15    | 16    | 18    |
| 存货             | 16    | 17    | 17    | 19    |
| <b>非流动资产</b>   | 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   |
| <b>资产总计</b>    | 16960 | 17452 | 18834 | 20565 |
| <b>流动负债</b>    | 1519  | 785   | 801   | 819   |
| 短期借款           | 599   | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 87    | 102   | 108   | 115   |
| 其他             | 833   | 682   | 693   | 705   |
| <b>非流动负债</b>   | 2482  | 2484  | 2484  | 2484  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 2482  | 2484  | 2484  | 2484  |
| <b>负债合计</b>    | 4001  | 3269  | 3285  | 3303  |
| 股本             | 1927  | 1927  | 1927  | 1927  |
| 资本公积           | 2569  | 2569  | 2569  | 2569  |
| 未分配利润          | 7027  | 8177  | 9458  | 11070 |
| 少数股东权益         | 126   | 201   | 286   | 386   |
| <b>股东权益合计</b>  | 12959 | 14183 | 15549 | 17262 |
| <b>负债及权益合计</b> | 16960 | 17452 | 18834 | 20565 |

## 现金流量表

| 单位：百万元            | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 706  | 1246  | 1377  | 1709  |
| 折旧和摊销             | 824  | 804   | 836   | 870   |
| 资产减值准备            | 6    | 5     | 2     | 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  | -4    | -62   | -116  |
| 投资损失              | -268 | -492  | -517  | -587  |
| 少数股东损益            | 42   | 75    | 85    | 100   |
| 营运资金的变动           | 716  | 11    | 86    | 178   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 759  | 1624  | 1636  | 1801  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | 866  | -411  | -402  | -412  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -815 | -691  | -34   | 20    |
| 现金净变动             | 810  | 522   | 1200  | 1408  |
| 现金的期初余额           | 377  | 377   | 899   | 2099  |
| 现金的期末余额           | 1187 | 899   | 2099  | 3508  |

## 利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3338 | 4063  | 4364  | 4945  |
| 营业成本            | 2292 | 2559  | 2691  | 2865  |
| 营业税金及附加         | 134  | 164   | 176   | 199   |
| 销售费用            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用            | 128  | 141   | 152   | 172   |
| 财务费用            | 173  | -4    | -62   | -116  |
| 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  | 492   | 517   | 587   |
| <b>营业利润</b>     | 874  | 1694  | 1924  | 2411  |
| 营业外收入           | 0    | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 2    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 872  | 1694  | 1924  | 2411  |
| 所得税             | 124  | 373   | 462   | 603   |
| 净利润             | 748  | 1321  | 1462  | 1809  |
| 少数股东损益          | 42   | 75    | 85    | 100   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 706  | 1246  | 1377  | 1709  |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.37 | 0.65  | 0.71  | 0.89  |

## 主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | -0.4%  | 21.7%  | 7.4%   | 13.3%  |
| 营业利润增长率        | -18.6% | 93.8%  | 13.6%  | 25.3%  |
| 净利润增长率         | -17.8% | 76.4%  | 10.5%  | 24.1%  |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率            | 31.4%  | 37.0%  | 38.3%  | 42.1%  |
| 净利率            | 21.2%  | 30.7%  | 31.6%  | 34.6%  |
| ROE            | 5.5%   | 8.9%   | 9.0%   | 10.1%  |
| <b>偿债能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 23.6%  | 18.7%  | 17.4%  | 16.1%  |
| 流动比率           | 1.24   | 2.91   | 4.48   | 6.33   |
| 速动比率           | 1.23   | 2.88   | 4.44   | 6.30   |
| <b>营运能力(次)</b> |        |        |        |        |
| 资产周转率          | 19.5%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 应收帐款周转率        | 302.0% | 343.2% | 323.7% | 332.0% |
| <b>每股资料（元）</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.37   | 0.65   | 0.71   | 0.89   |
| 每股经营现金         | 0.61   | 0.84   | 0.85   | 0.93   |
| 每股净资产          | 6.66   | 7.26   | 7.92   | 8.76   |
| <b>估值比率（倍）</b> |        |        |        |        |
| PE             | 35.4   | 20.1   | 18.2   | 14.6   |
| PB             | 1.9    | 1.8    | 1.6    | 1.5    |

## 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

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com](http://www.xyzq.com) 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。