

上海机场 (600009)

买入/上调评级

股价: RMB13.6

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.htlthsc.com.cn

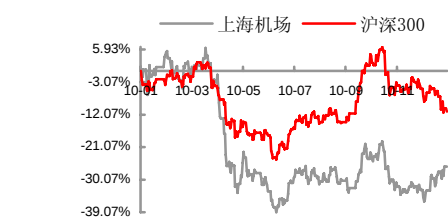
相关研究

1、《站在新一轮盈利上升周期的起点上》，2009.3.5

基础数据

总股本 (百万股)	1,927
流通 A 股 (百万股)	1,927
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	26,207

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩稳定增长, 资产整合可期

- 世博基数效应消失后中国国际航线有望进入新一轮快速增长期: 考虑到目前居民收入所处阶段、人民币持续升值等因素, 我们认为在未来几年由中国出境游旅游人数同比增速在 15% 以上, 因此, 在未来几年内即使外国人出入境中国旅游人数由 2007 年之前几年的 16% 的平均增速下降至 8% 左右的平均增速, 未来数年内中国国际航线旅客整体增速也应该在 11% 以上。
- 从成本冲击端考虑, 上海机场未来数年无需大额固定资产投资: 2008 年 3 月份投产的第二航站楼预留了新建指廊所需空间, 通过指廊的建设即可将第二航站楼的设计吞吐能力提升至 4000 万人/年, 整个浦东机场航站楼的设计吞吐能力提升至 6000 万人/年, 飞行区方面, 远期浦东机场只有 1 条跑道的建设计划, 第四条跑道建成后, 浦东机场的高峰小时起降架次容量将达到 134 架次/小时, 对应的年飞行架次容量为 49.1 万次, 对应的年旅客吞吐能力为 6000 万人/年, 未来数年浦东机场所需投资有限。
- 非航业务具有较大空间: 2008 年第二航站楼投入使用后浦东机场的航站楼面积 (用于开发广告业务)、可供开发的商业面积大幅增加, 随着旅客吞吐量的增长和枢纽机场的建设, 非航业务具有较大发展空间。
- 机场收费政策调整可能带来惊喜: 此前市场一直预期未来可能的内航外线、外航外线收费标准调整路径为外航外线收费标准下调至内航外线收费标准, 根据目前的情况来看, 未来可能的收费标准调整路径为将内航外线收费标准逐步上调至外航外线收费标准, 如果按照后一种调整, 将对上海机场形成利好, 根据简单测算, 如果分两次上调, 并保持外航外线收费标准不变, 则每次上调可增加上海机场 EPS 约为 0.04 元/股至 0.05 元/股。
- 与集团之资产整合渐行渐近: 进入 2011 年以来, 考虑到: 1、浦东机场扩建, 虹桥扩建以及世博会等重要任务已经完成; 2、虹桥机场的分流日益严重, 我们预计上海机场的资产整合工作也将渐行渐近, 并预计对业绩的增厚幅度在 10% 至 15% 之间。
- 盈利预测与投资评级: 预计公司 2010 年至 2012 年每股盈利分别为 0.63 元/股、0.74 元/股、0.86 元/股 (未考虑整合), 上调投资评级至 “买入”。
- 风险因素: 偶然事件导致的航空需求大幅下降。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3338.3	3992.0	4394.0	4764.0
(+/-%)	-0.4	19.6	10.1	8.4
归属母公司净利润(百万元)	706.3	1210.0	1419.0	1629.0
(+/-%)	-17.8	71.3	17.3	14.8
EPS(元)	0.37	0.63	0.74	0.85
P/E(倍)	37.1	21.2	18.1	15.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

世博基数效应消失后国际航线有望进入新一轮快速增长期

内在推动力：中国出境游的快速增长

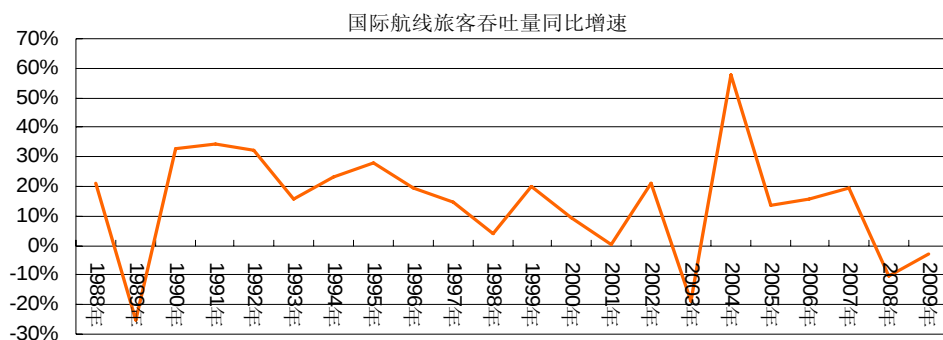
出境旅游人数增速在 15%以上

2008 年以来,伴随着国际间商务活动量的大幅下降,中国国际航线旅客吞吐量在 2008 年至 2009 年分别下降 10.8%、下降 3%,同期外国人入境中国旅游人数分别同比下降 7%、同比下降 10%,而中国人出境旅游人数分别同比增长 12%、同比增长 4%、2010 年中国出境旅游旅客人数同比增速更高达 20%,考虑到基数效应,以及居民收入所处阶段、人民币持续升值的宏观环境,我们认为在未来几年,中国出境游带动的中国航线部分旅客同比增速在 15%以上。

未来中国国际航线旅客吞吐量整体增速应该在 11%以上

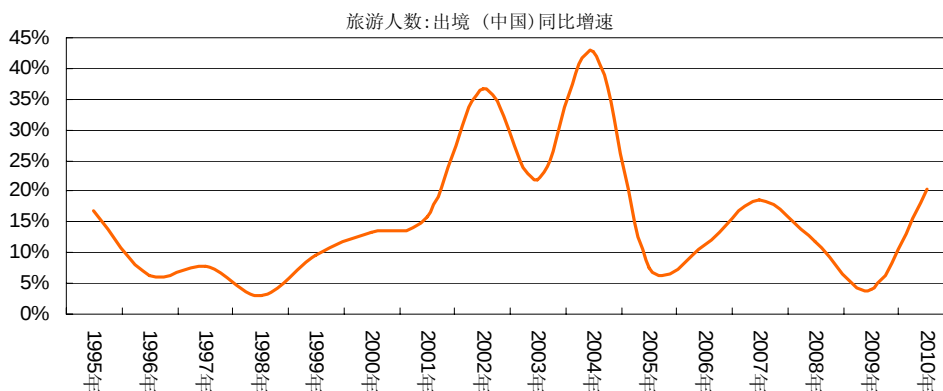
因此,即使在未来几年内,由外国人出入境中国所引致的中国国际航线旅客吞吐量从 2007 年之前几年的 15%至 20%的平均增速下降至 8%至 10%的平均增速,我们认为整体而言,同时考虑到目前由中国人出入境所引致的中国国际航线旅客需求已经占全部中国国际航线旅客需求的 45%左右,未来数年内中国国际航线旅客吞吐量整体增速也应该在 11%以上。

图 1: 中国国际航线旅客发展趋势



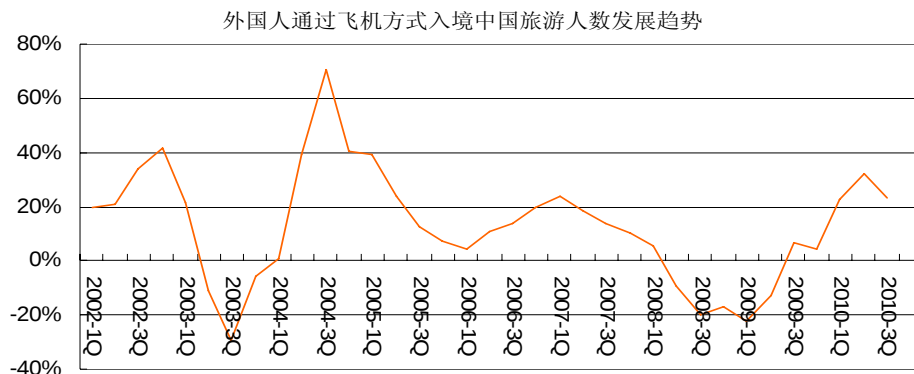
资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

图 2: 中国人出境旅游人数发展趋势



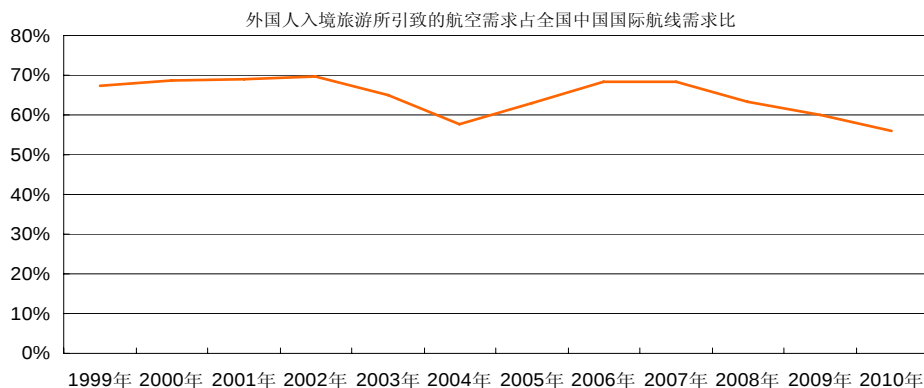
资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

图 3： 外国人入境中国旅游人数发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

图 4： 外国人入境中国旅游人数发展趋势

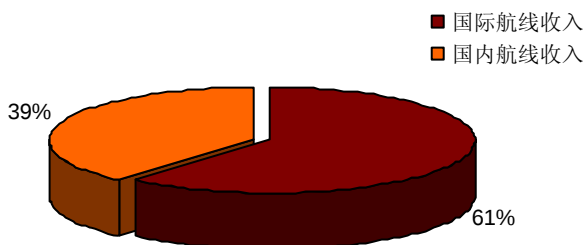


资料来源：华泰联合证券研究所、CEIC

上海机场对于国际航线旅客吞吐量具有极高的弹性

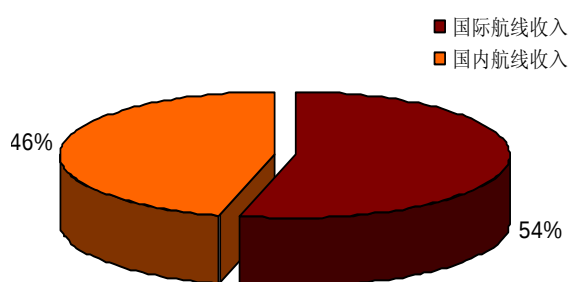
目前上海机场的收入结构中，航空性业务收入中，国际地区航线收入占到全部收入的60%以上，全部收入中，国际地区航线收入占到全部收入的55%左右（考虑到商业租赁收入中的国际地区航线旅客的贡献），因此上海机场对国际航线旅客吞吐量增速具有更高的弹性。

图 5： 上海机场航空业务收入中国际航线收入占比



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 6： 上海机场间接国际航线收入占比



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

成本端：未来数年勿需大额固定资产投资

浦东机场达到客运 6000 万人/年、货运 400 万吨/年所需未来投资有限
航站区

2008 年 3 月份投产的第二航站楼预留了新建指廊所需空间，通过指廊的建设即可将第二航站楼的设计吞吐能力提升至 4000 万人/年，整个浦东机场航站楼的设计吞吐能力提升至 6000 万人/年。

飞行区

飞行区方面，远期浦东机场只有 1 条跑道的建设计划，第四条跑道建成后，浦东机场的高峰小时起降架次容量将达到 134 架次/小时，对应的年飞行架次容量为 49.1 万次，对应的年旅客吞吐能力为 6000 万人/年。

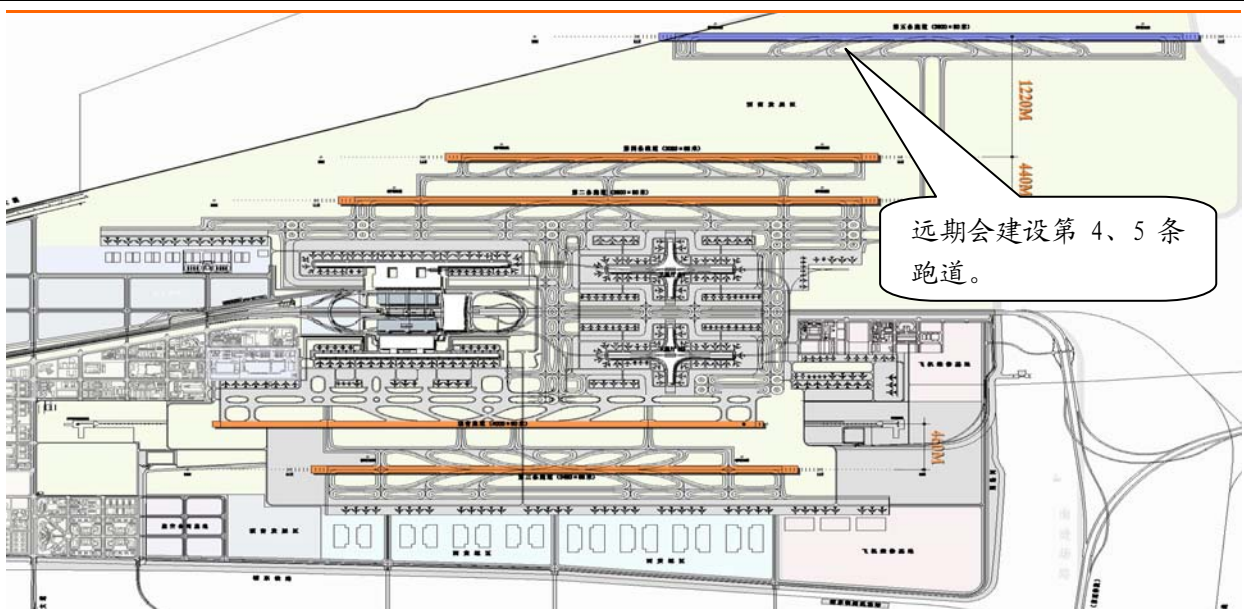
货运区

目前整个浦东机场的货站吞吐能力接近 300 万吨/年，在浦东机场的西货运区扩建中已经完成了货站及办公用房的所有土建部分建设，同时完成了 23 个货机位的建设，为达到浦东机场的货站吞吐能力接近 400 万吨/年，只需完成未来所需的设备的分阶段配置。

站坪机位

在前次完成的浦东机场二期扩建中，完成了 58 个站坪机位的建设，为达到远期浦东机场 6000 万人/年的设计吞吐能力要求，预计未来需要建设的站坪机位约为 80 个。

图 7： 浦东机场规划图



非航业务增长空间巨大

硬件条件完全具备

2008 年第二航站楼投入使用，浦东机场的航站楼面积（用于开发广告业务）、可供开发的商业面积大幅增加（主要用于场地租赁与商业租赁），第二航站楼可供开发的商业面积约为 24000 平方米，贵宾休息室面积约为 4000 平方米，同时第二楼航站楼的连接廊（面积约为 75000 平方米）是具有联系功能的商业服务空间，室内空间设计上体现了商业氛围，未来部分区域可开发成商业区域。

图 8： 外国人入境中国旅游人数发展趋势

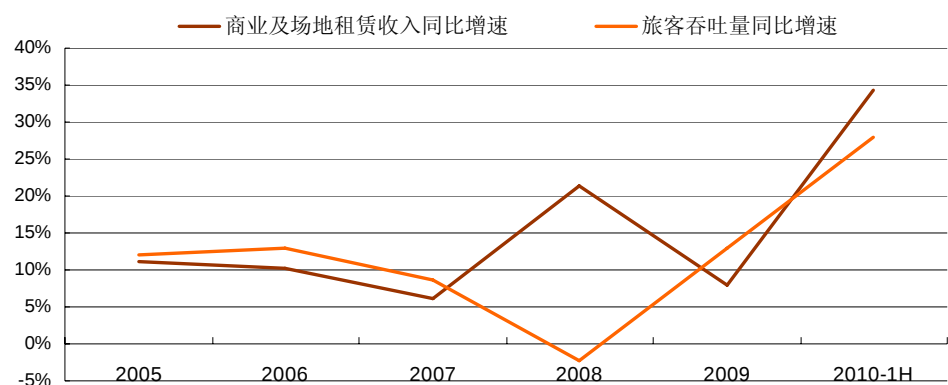


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

旅客量的不断增加带动非航业务增长

对于商业租赁面积开发，目前上海机场逐步采取“保底+分成”的方式进行，分成部分主要基于客流量和租赁方的收入进行，因此我们可以看到上海机场的租赁收入基本上和吞吐量增速比较相关（2008 年租赁收入增速大幅超过旅客吞吐量增速的主要原因在于浦东机场 2 号航站楼的投产使得租赁面积大幅增加。），因此未来随着客流量的增长，租赁收入至少会保持者与旅客吞吐量增速相近的收入增速。

图 9： 上海机场商业租赁业务收入发展趋势以及与旅客吞吐量之间的相关关系



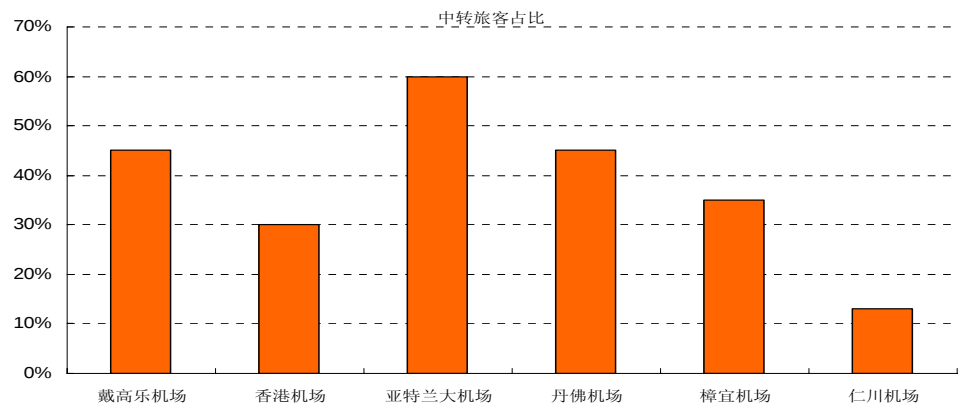
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

枢纽机场的建设使得上海机场商业租赁收入增速可能超过旅客吞吐量增速

我们一直的观点是，机场非航业务的开展，除去公司的业务拓展、管理能力之外，旅客构成中的“国际旅客占比”指标和“中转旅客占比”指标为发展商业、广告等非航业务的重要群众基础，国际、中转旅客占比较高有利于机场的商业活动的展开，而国际旅客占比较高则有利于提升机场的广告价值。

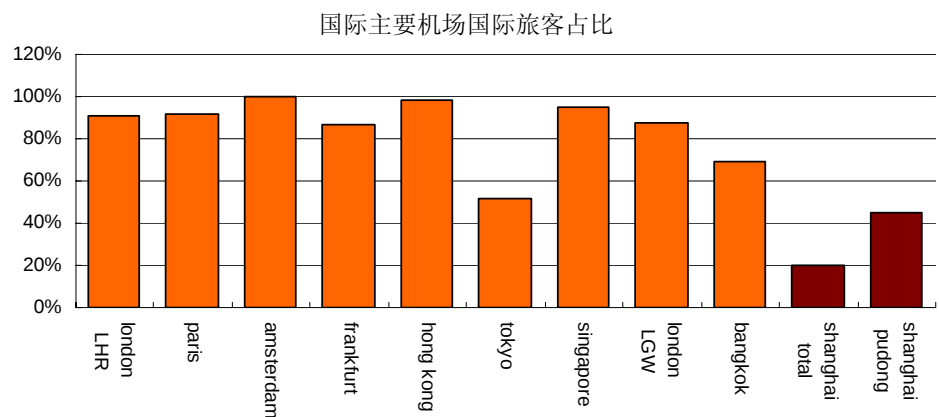
目前上海机场的中转旅客占比、国际旅客占比相对国际主要机场均相对较低，未来随着上海机场的枢纽机场建设，中转旅客占比逐步提升，商业租赁等非航业务收入将具有巨大的发展空间。

图 10： 国际主要机场中转旅客占比



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11： 国际主要机场国际旅客占比



资料来源：华泰联合证券研究所

机场收费调整可能带来惊喜

内航外线收费标准可能上调

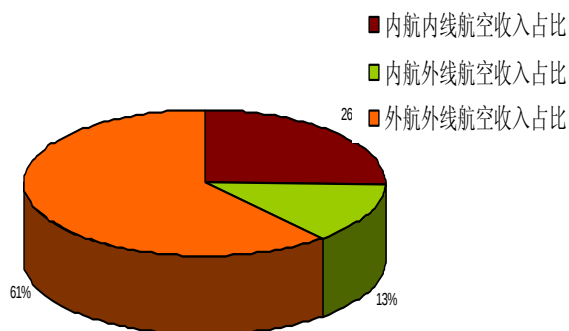
2007 年 12 月 28 日，民航总局、发改委公布了新的机场收费改革实施方案，并于 08 年 3 月 1 日起开始实施，在此收费方案下，国内航空公司国际航班的航空性收费标准为国外航空公司航班的 60%，国际航班的地面服务费实行市场化定价。

方案的第 11 条同时提到：“《实施方案》实施后至 2012 年，五年内分两次实行内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨。具体并轨方案根据民航总体经济运行情况确定。”即未来可能的内航外线、外航外线收费标准变动将不可避免的影响浦东机场的收入利润情况。

此前市场一直预期未来可能的内航外线、外航外线收费标准调整路径为外航外线收费标准下调至内航外线收费标准，根据目前的情况来看，未来可能的内航外线、外航外线收费标准调整路径为将内航外线收费标准逐步上调至外航外线收费标准，如果按照后一种调整方面的话，将对上海机场形成利好。

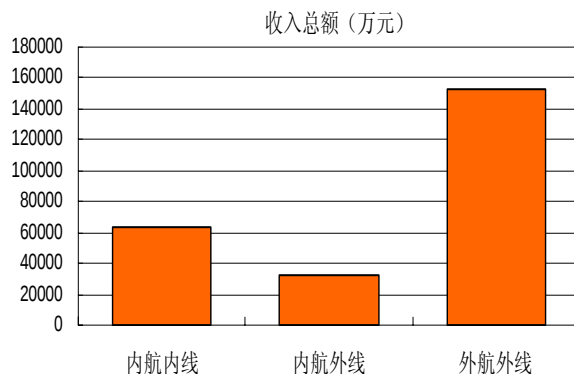
根据目前外航外线、内航外线航空性收入在浦东机场总收入的占比情况，如果在 2010 年、2012 年分两次将外航外线、内航外线航空性收费标准调整至一致的水平（假设第一次上调为外航收费标准之 80%，第二次上调为外航收费标准之 100%。），并保持外航外线收费标准不变，则每次上调可增加上海机场 EPS 约为 0.04 元/股至 0.05 元/股。

图 12： 上海机场内外航收入占比



资料来源：华泰联合证券研究所、公司资料

图 13： 上海机场内外航收入总额



资料来源：华泰联合证券研究所、公司资料

与集团之资产整合渐行渐近

虹桥扩建造成与上市公司的实质性同业竞争、资产整合势在必行

上次虹桥机场置换出上海机场上市公司之时，上海机场承诺“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。”

当时上海机场集团的整体规划也是不再通过大规模扩建的方式增加虹桥机场的吞吐能力，但考虑到虹桥机场饱和之后上海在吸引整个长三角客源竞争力上的下降，上海机场集团重启了大规模扩建虹桥机场的计划，并大力建设虹桥综合交通枢纽，以提升虹桥机场在上海航空枢纽中的地位，在 2010 年 4 月虹桥综合交通枢纽投入运营后，虹桥机场对浦东机场（上海机场上市公司主要资产）的实质性分流与同业竞争不言而喻。

对于上述同业竞争问题，上海机场集团数次表示要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，从 2006 年之股改承诺“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”，至 2006 年开始每年年报中对于业务整合承诺履行情况紧张的公告——“目前，改工作取得了一定的先期进展，但尚未形成完善的具体操作方案和时间表”。因此从理论上判断上海机场的资产整合只是时间问题。

进入 2011 年以来，考虑到：1、浦东机场扩建，虹桥扩建以及世博会等重要任务已经完成；2、虹桥机场的分流日益严重，我们预计上海机场的资产整合工作也将渐行渐近。

考虑虹桥当期盈利能力有限，资产整合定配套集团其它资产

除虹桥机场外，上海机场集团的资产众多，考虑到可整合资产较多以及资产收购评估值的可变性较大，我们认为资产整合方案的方案制定会采用先初定增厚幅度，再考虑整合资产的倒逼方式，预计业绩增厚幅度在 10%至 15%之间。

根据我们的简单测算，虹桥机场在 2010 年的盈利能力约为 0.7 亿，在 2011 年达到近 2 亿元的水平，未来实现 10%至 15%业绩增厚的目标，资产整合必须要同时注入货栈等盈利能力较强资产，目前上海机场集团拥有的不在上市公司的主要资产有：

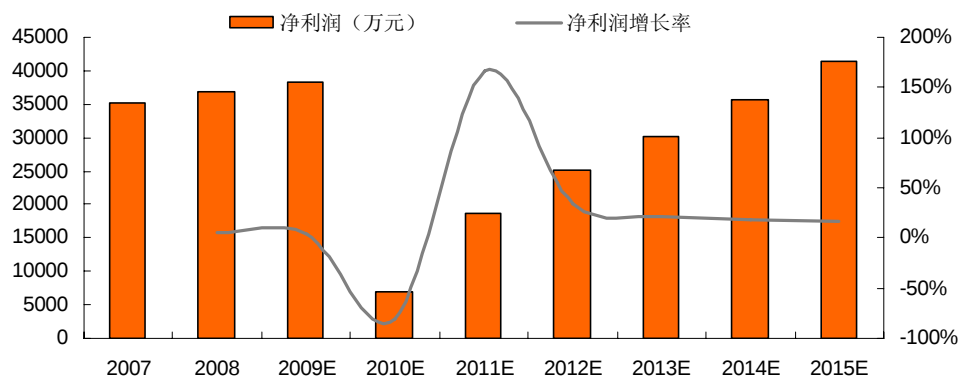
虹桥机场

虹桥机场在 2010 年扩建（虹桥机场扩建主要包括三个部分：一、西区航站区工程；二、西区飞行区工程；三、西区货运区工程）完成后，设计吞吐能力达到客运 3000 万人/年、货运 80 万吨/年（其中新建的西航站区 2000 万人/年；新建的西货运区 60 万吨/年）。

虹桥机场此次扩建工程完成后，通过机型的大型化、客座率的提升、高峰小时架次由 60 向 66 的提升以及远期规划的指廊扩建能够保证其客运吞吐能力提升至 4000 万人/年；货运吞吐能力由 60 万吨/年向 80 万吨/年的提升需要后续的西货运区扩建。

根据我们的简单测算，虹桥机场在 2010 年的盈利能力约为 0.7 亿，在 2011 年达到近 2 亿元的水平，在 2014 年恢复至扩建前的盈利水平。

图 14： 虹桥机场盈利能力简单测算



资料来源：华泰联合证券研究所

广告业务

上海机场的广告业务主要由上海机场广告有限公司经营，上海机场集团持有 49% 股权，上市公司持有 51% 股权；同时上海机场广告有限公司和德高倍贝登有限公司、上海动量广告传媒有限公司合资成立了上海机场动量广告有限公司，上海机场广告有限公司持有 50% 的股权，目前这两家负责虹桥机场、浦东机场的户内户外广告业务。

配餐业务：

上海机场集团参与的上海机场（包括浦东机场、虹桥机场）航空配餐业务的公司为上海浦东国际机场佳美航空食品配餐有限公司和上海机场国际航空食品有限公司，上海机场集团持有上海浦东国际机场佳美航空食品配餐有限公司 20% 股权，瑞士佳美国际集团持有其余 80% 股权，公司主要客户为加拿大航空，阿联酋航空公司，意大利航空公司，英国航空公司，卡塔尔航空，尼泊尔航空，土耳其航空，奥地利航空等外资航空公司，国内客户主要有中国南方航空公司和海南航空公司，目前佳美航空食品配餐有限公司主要为浦东机场航班提供配餐服务；上海机场国际航空食品有限公司（SAIC）由上海机场集团有限公司与美国飞翔食品集团公司合资成立，主要为虹桥机场航班提供配餐服务。

货站业务

目前上市公司基本上不参与上海机场的货栈业务，货栈业务主要有以下几方参与：一、上海浦东国际机场货运站有限公司，股东方为上海机场集团（持股）、德国汉莎货运航空公司（持股）和上海锦海捷亚国际货运有限公司（持股），浦东机场的其他货物处理主要由其他航空公司经营的货栈处理；二、虹桥机场货运站，为虹桥机场服务分公司货运代理科，目前主要代理厦门航空公司、海南航空公司、山东航空公司、春秋航空公司、邮政航空公司、金鹿公务机公司等公司的货物，年货物吞吐量约 10 万吨，三、浦东机场西货运区工程，是上海打造国际货运枢纽的重要项目。该货运区位于新建的第三跑道西侧，占地面积 1.67 平方公里，由公共货站、基地货站和转运中心三部分组成，共有 18 个货机位，2010 年货运处理能力达到 115 万吨，2015 年达到 245 万吨；四、空港保税物流园区，规划中的空港保税物流园区紧挨着浦东机场正在建设的西货运区，一期面积为 3.86 平方公里，长期计划扩展到 16 平方公里，这将是国内首个空港物流保税园区，在相关政策上，空港保税物流园区将借鉴洋山保税港区的经验。目前洋山保税港区将港区、保税区、出口加工区合而为一，可享受保税区、出口

加工区相关的税收和外汇管理政策，境外货物入港区可保税，国内货物入港区视同出口实行退税。上述货栈业务中，上海浦东国际机场货运站有限公司盈利能力较强，预计在 2010 年约为 6 至 7 亿。

机场建设费返还

按照上海浦东、上海虹桥机场 2010 年合计约 4500 万人国内航线旅客吞吐量、2000 万人国际及港澳台航线旅客吞吐量，乘坐国内航班的每人 50 元人民币机场建设费、乘坐国际和地区航班的每人 90 元人民币机场建设费的收费标准，以及 50% 的返还比例，上海机场集团的 2010 年机场建设费返还收入约为 10.125 亿元。

上海机场贵宾服务有限公司

上海机场贵宾服务有限公司成立于 2001 年 6 月，专业从事进出机场高端旅客的 VIP 服务，目前上市公司持有 30% 股权，上海机场集团持有其它 70% 股权，根据上海机场 2010 年中报披露，上海机场贵宾服务有限公司 2010 年上班年的净利润约为 5600 万元，预计全年至少在 1 亿元以上。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010 年至 2012 年每股盈利分别为 0.63 元/股、0.74 元/股、0.86 元每股，上调投资评级至“买入”。

风险提示

偶然事件导致的航空需求大幅下降。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1887	2420	4504	6815	营业收入	3338	3992	4394	4764
现金	377	1331	3312	5525	营业成本	2292	2385	2460	2540
应收账款	1051	790	870	943	营业税金及附加	134	159	176	190
其他应收款	10	11	12	14	营业费用	0	0	0	0
预付账款	3	5	4	5	管理费用	128	148	165	178
存货	16	20	20	20	财务费用	173	104	114	89
其他流动资产	0	262	286	308	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	15073	15810	15294	14772	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1034	1259	1484	1709	投资净收益	268	450	450	450
固定资产	13285	13854	13255	12585	营业利润	874	1646	1931	2216
无形资产	389	379	369	359	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	318	186	119	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	16960	18230	19798	21588	利润总额	872	1646	1931	2216
流动负债	1519	1653	1773	1901	所得税	124	412	483	554
短期借款	599	0	0	0	净利润	748	1235	1448	1662
应付账款	87	174	156	159	少数股东损益	42	25	29	33
其他流动负债	0	1479	1617	1742	归属母公司净利	706	1210	1419	1629
非流动负债	2482	2480	2480	2480	EBITDA	1047	2458	2787	3053
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.63	0.74	0.85
其他非流动负	0	2480	2480	2480					
负债合计	4001	4133	4253	4381	主要财务比率				
少数股东权益	126	151	179	213	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1927	1927	1927	1927	成长能力				
资本公积	2569	2569	2569	2569	营业收入	-0.4%	19.6%	10.1%	8.4%
留存收益	8337	9450	10869	12498	营业利润	-18.6%	88.4%	17.3%	14.8%
归属母公司股	12833	13946	15365	16994	归属母公司净利	-17.8%	71.3%	17.3%	14.8%
负债和股东权	16960	18230	19798	21588	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	40.3%	44.0%	46.7%
					净利率(%)	21.2%	30.3%	32.3%	34.2%
					ROE(%)	5.5%	8.7%	9.2%	9.6%
					ROIC(%)	6.9%	9.4%	11.6%	13.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.6%	22.7%	21.5%	20.3%
					净负债比率(%)	52.94	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.24	1.46	2.54	3.59
					速动比率	1.23	1.45	2.53	3.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.23	0.23	0.23
					应收账款周转率	3	4	5	5
					应付账款周转率	17.37	18.27	14.89	16.14
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新)	0.37	0.63	0.74	0.85
					每股经营现金流	0.61	1.45	0.97	1.08
					每股净资产(最)	6.72	7.24	7.97	8.82
					估值比率				
					P/E	37.10	21.23	18.10	15.77
					P/B	2.02	1.84	1.67	1.51
					EV/EBITDA	26	11	10	9

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn