

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)

受益航空旅客大幅增长, 业绩预增 50% 以上

2011 年 1 月 29 日

投资要点

事件:

公司发布业绩预增公告, 由于得益于浦东国际机场航空运量的大幅增长, 预计公司 2010 年归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 50% 以上, 即 EPS 不低于 0.56 元。

点评:

- **世博会拉动效应明显。**上海世博会参观人数达 7308 万人次, 给公司带来了显著的增量客流。2010 年浦东机场飞机起降 33.2 万架次, 同比增长 15.4%。旅客吞吐量 4059 万人次, 同比增长 28%, 远超全民航 15.9% 的平均增速。货邮吞吐量 324 万吨, 同比增长 27.5%。
- **国际航线井喷增长。**2010 年浦东机场国际旅客吞吐量达到 1420 万人次, 同比增长 30.3%, 甚至超过由世博会拉动而带来的国内旅客 28.6% 的增速。国际航线的高速增长不仅仅体现了国内外经济的持续复苏, 也反映了国内居民收入水平提高后带来的庞大的出境游需求。这一趋势必将长期持续下去。国际航线的不断增长, 能有效改善浦东机场的收入结构, 提升其盈利水平。
- **12 月航空需求淡季不淡, 1 月春运旺季接踵而至。**12 月浦东机场飞机起降 2.69 万架次, 旅客吞吐 298.2 万人次, 货邮吞吐 27.8 万吨, 同比增速较 11 月份显著回升。1 月份春运旺季已经拉开帷幕, 据我们调研的情况显示, 今年春运行情异常火爆。我们预计 1 月 1~21 日全行业航空旅客同比增速达到 18%。旺盛的需求必将带动公司收入持续高增长。
- **资产注入有望渐行渐近。**根据测算虹桥机场盈利水平有望超预期, 再加上避免同业竞争的股改承诺和上海国资提升证券化率的要求, 我们认为集团资产注入有望渐行渐近。
- **机场收费标准上调时间窗口显现。**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。预计收费并轨可提升公司 EPS 17% 左右。
- **未来成长空间打开, 估值具有安全边际, 防守反击特性突出。**上海机场将长期受益国际航线和非航收入高速增长, 未来成长可期, 预计未来 EPS 增速不低于 20%。未来 3 年公司产能无忧、暂无重大资本开支, 即将进入“攒钱”时代。毛利率将从谷底持续回升。不考虑注入和提价, 我们预测 2010~2012 年 EPS 为 0.65、0.72、0.89 元, 给予 25X PE, 目标价 18 元, 具有足够的安全边际。同时在弱市震荡的情况下, 机场行业具有显著的防守反击特性。我们维持上海机场强烈推荐评级。

图 1、12 月上海两场旅客起降同比增速高于货邮

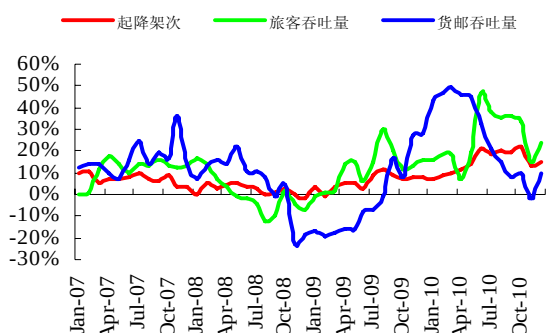
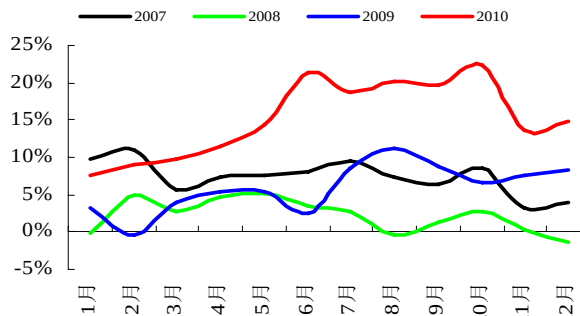


图 2、12 月上海两场起降增同比速高于历史同期



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、12 月上海两场旅客同比增速高于历史同期

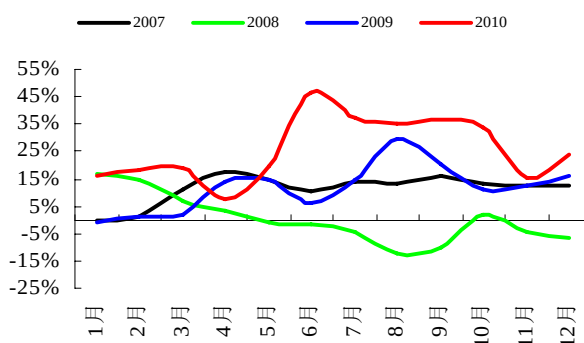
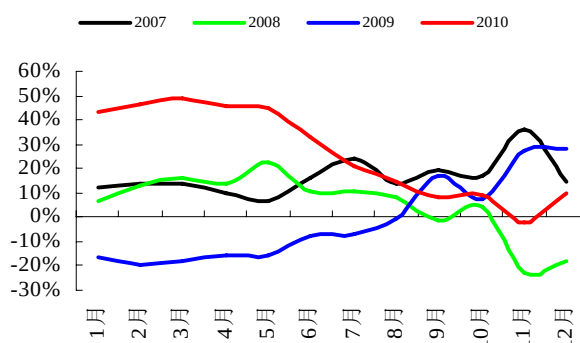


图 4、12 月上海两场货邮同比增速由负转正



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、12 月浦东机场旅客起降同比增速高于货邮

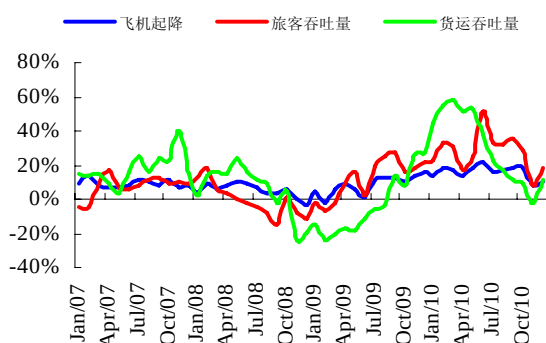
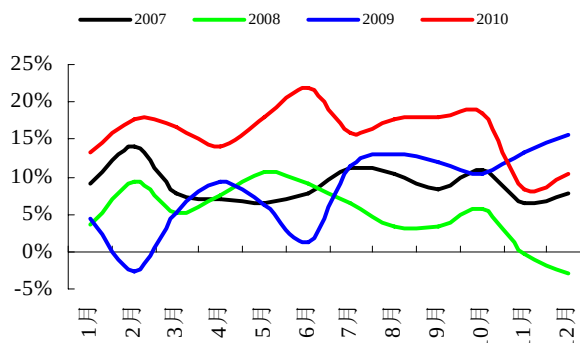


图 6、12 月浦东机场起降同比增速较 11 月回升



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、12 月浦东机场旅客同比增速较 11 月回升

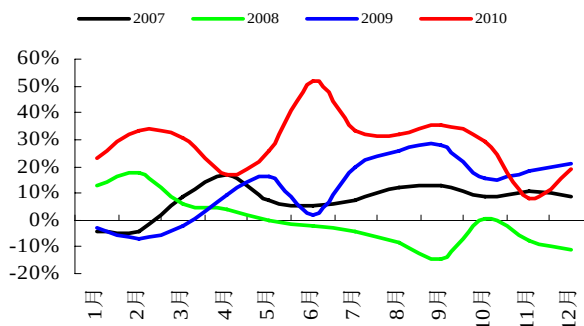
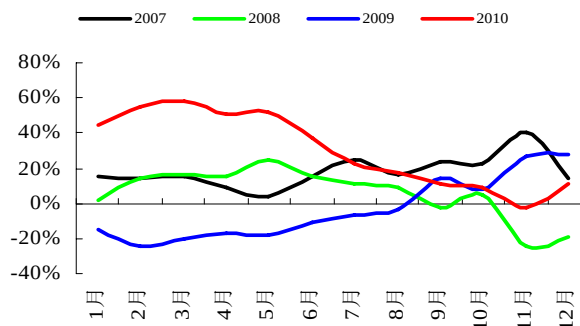


图 8、12 月浦东机场货邮同比增速由负转正



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

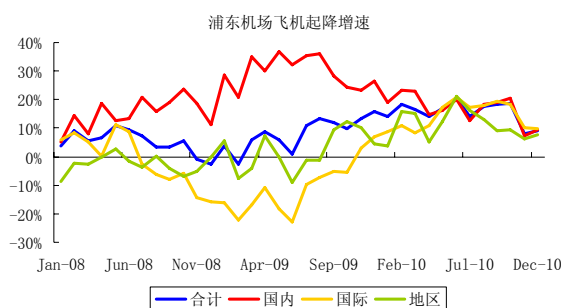
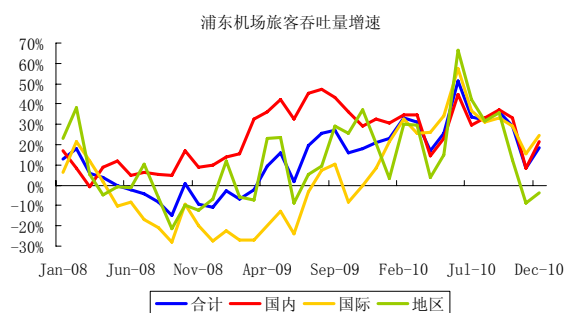


图 10、12 月浦东机场旅客增速国际高于国内地区



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

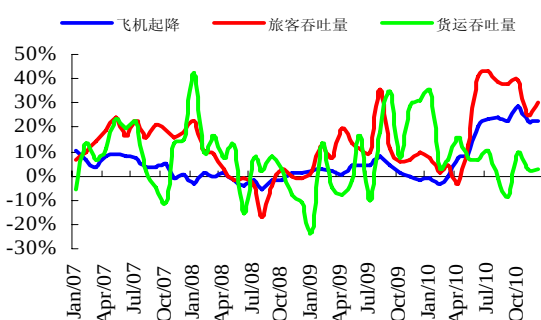
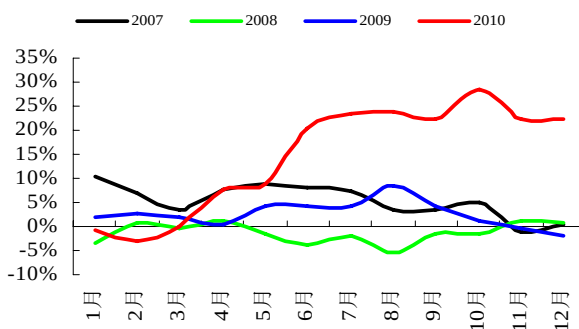


图 12、12 月虹桥机场起降同比增速与 11 月持平



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

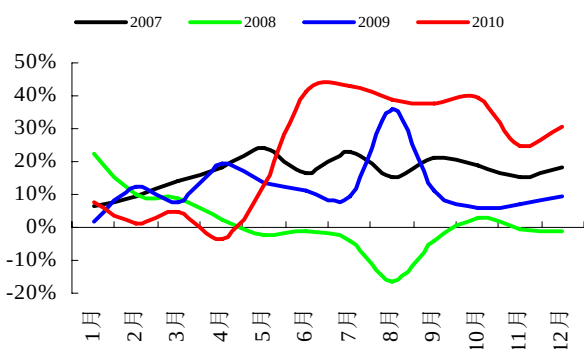
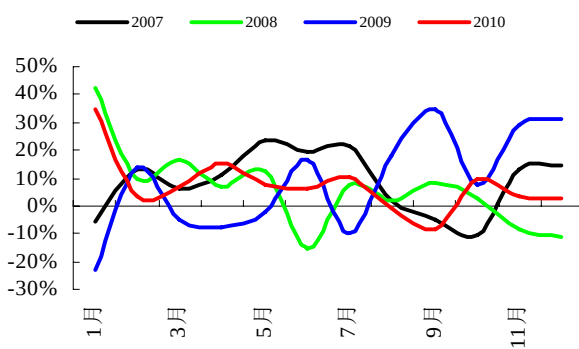


图 14、12 月虹桥货邮同比增速与 11 月持平



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 1、全球机场估值比较（2011 年 1 月 27 日收盘价）

公司名称	货币	收盘价	EPS				PE				PB			
			2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
白云机场	CNY	8.55	0.42	0.47	0.53	0.60	20.36	18.19	16.04	14.25	1.39	1.51	1.51	1.41
上海机场	CNY	13.84	0.45	0.37	0.63	0.71	30.76	37.41	21.86	19.49	1.78	2.04	1.89	1.75
深圳机场	CNY	5.7	0.14	0.34	0.42	0.44	40.14	16.75	13.57	13.10	1.95	1.84	1.64	1.39
厦门空港	CNY	14.67	0.65	0.91	0.97	1.09	22.46	16.17	15.11	13.45	3.17	3.19	2.71	2.26
国内平均							28.43	22.13	16.65	15.07	2.07	2.14	1.93	1.70

北京首都机场	HKD	4.19	0.02	0.07	0.11	0.17	214.00	61.14	40.38	25.33	1.21	1.23	1.20	1.16
美兰机场	HKD	9.21	0.39	0.38	0.47	0.50	24.62	25.26	20.38	19.16	0.67	1.88	1.79	1.61
香港平均							119.31	43.20	30.38	22.24	0.94	1.55	1.50	1.38

日本空港	JPY	1282.00	41.33	39.64	27.28	23.25	31.02	32.34	46.99	55.14	1.85	1.03	1.08	N/A
泰国机场	THB	34.00	5.12	0.50	1.53	2.01	6.64	68.00	22.28	16.93	0.58	0.64	0.65	0.63
法兰克福机场	EUR	51.94	2.07	1.64	1.89	2.18	25.09	31.67	27.48	23.83	1.13	1.92	1.83	1.77
奥克兰机场	NZD	2.24	0.09	0.03	0.08	0.09	24.44	66.24	27.32	24.89	1.26	1.47	1.58	1.52
哥本哈根机场	DKK	1556.00	96.20	78.30	94.58	99.58	16.17	19.87	16.45	15.63	2.75	3.90	3.49	3.74
维也纳机场	EUR	48.87	4.34	3.49	3.89	3.95	11.26	14.00	12.56	12.38	0.86	1.31	1.25	1.20
苏黎世机场	CHF	N/A	N/A	N/A	N/A	24.64	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
巴黎机场	EUR	60.59	2.76	2.73	2.97	3.17	21.95	22.19	20.42	19.13	1.55	1.86	1.78	1.69
外国平均							19.51	36.33	24.79	23.99	1.42	1.73	1.66	1.76

数据来源：Bloomberg、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	2288	3600	5215
货币资金	377	903	2111	3533
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1051	1282	1380	1560
其他应收款	10	15	16	18
存货	16	17	17	19
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	17458	18850	20591
流动负债	1519	784	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	114
其他	833	682	693	705
非流动负债	2482	2484	2484	2484
长期借款	0	0	0	0
其他	2482	2484	2484	2484
负债合计	4001	3268	3285	3303
股本	1927	1927	1927	1927
资本公积	2569	2569	2569	2569
未分配利润	7027	8183	9474	11096
少数股东权益	126	201	286	386
股东权益合计	12959	14189	15565	17288
负债及权益合计	16960	17458	18850	20591

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	706	1252	1388	1719
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	-117
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	13	89	175
经营活动产生现金流量	759	1628	1643	1813
投资活动产生现金流量	866	-411	-402	-412
融资活动产生现金流量	-815	-690	-34	20
现金净变动	810	526	1207	1422
现金的期初余额	377	377	903	2111
现金的期末余额	1187	903	2111	3533

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3338	4068	4377	4948
营业成本	2292	2557	2690	2855
营业税金及附加	134	164	176	199
销售费用	0	0	0	0
管理费用	128	142	152	172
财务费用	173	-4	-62	-117
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
营业利润	874	1701	1937	2425
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	872	1701	1938	2425
所得税	124	374	465	606
净利润	748	1327	1473	1819
少数股东损益	42	75	85	100
归属母公司净利润	706	1252	1388	1719
EPS (元)	0.37	0.65	0.72	0.89

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-0.4%	21.9%	7.6%	13.1%
营业利润增长率	-18.6%	94.7%	13.9%	25.2%
净利润增长率	-17.8%	77.3%	10.8%	23.9%
盈利能力(%)				
毛利率	31.4%	37.2%	38.5%	42.3%
净利率	21.2%	30.8%	31.7%	34.7%
ROE	5.5%	9.0%	9.1%	10.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	23.6%	18.7%	17.4%	16.0%
流动比率	1.24	2.92	4.50	6.37
速动比率	1.23	2.88	4.46	6.33
营运能力(次)				
资产周转率	19.5%	23.6%	24.1%	25.1%
应收帐款周转率	302.0%	343.4%	323.9%	331.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.65	0.72	0.89
每股经营现金	0.61	0.84	0.85	0.94
每股净资产	6.66	7.26	7.93	8.77
估值比率(倍)				
PE	35.4	20.0	18.0	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 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。