

机场 III

署名人: 李 凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢 红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

6-12 个月目标价: 17.20 元

当前股价: 14.32 元

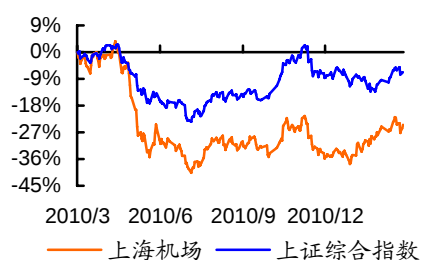
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2878.57
总股本(百万)	1927
流通股本(百万)	1093
流通市值(亿)	157
EPS (TTM)	0.61
每股净资产(元)	7.37
资产负债率	18.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海机场	5.68	12.05	12.76
上证综合指数	7.51	-0.68	10.86



相关报告

《上海机场-2010 年三季报点评-受益世博会, 业绩超预期》2010-10-29

《上海机场-2010 年半年报点评-世博及国际复苏拉动, 业绩增长明显》2010-8-27

《上海机场-短期风险来自虹桥二期启用后的分流压力——2009 年年报点评》

上海机场

600009

推荐

主业业绩、投资收益双高增长促业绩超预期

公司实现营业收入 41.864 亿元, 营业利润 16.677 亿元, 归属于母公司的净利润 13.107 亿元, 分别比去年同期增长 25.4%, 90.88% 和 85.56%。全年实现每股收益 0.68 元, 业绩超预期。公司拟每 10 股派发现金红利 1 元 (含税)。

投资要点:

- **主业业绩、投资收益双双高增长促使业绩超预期:** 虽然我们三季报点评对全年业绩预测 0.66 元在市场上属最为乐观, 但仍略低于公司实际的 0.68 元。①剔除投资收益公司营业利润同比增长约 94%: 主要是受益于世博会、国际客运及货运持续复苏, 浦东机场业务量大幅增长, 带来航空性收入和非航业务收入增长明显。从收入分类看, 占比最大的航空及相关收入、商业餐饮租赁收入同比增速分别为 20.7%、50.2%, 营业总收入增速 25.4%, 明显大于营业成本增速 10.3%, 剔除投资收益 2010 年公司营业利润同比增长约 94%。②投资企业经营业绩同比大幅增加, 投资收益同比增长 84% 达 4.94 亿元。主要是浦东航油和德高动量广告净利润同比分别增长 64.9%、131%, 分别贡献投资收益 2.92、1.94 亿元。
- **受益世博、国际客运和货运的复苏, 航空业务量增速明显高于行业水平:** ①2010 年浦东机场全年共实现飞机起降 332,127 架次, 旅客吞吐量 4,057.86 万人次, 货邮吞吐量 322.80 万吨, 分别比去年同期增长 15.36%、27.12% 和 26.92%, 高于行业前五十大机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速的 10.1%、15.2%、21.6%。②我们认为航空业务高增速的主要原因有两个: 受益上海世博会, 5-10 月上海两场旅客吞吐量增速达 34%, 远大于前五十大机场的增速 17%; 浦东机场国际航线客运及货邮吞吐量占比较高, 受益今年国际航线客运和货运强劲复苏。③预计 2011 年浦东旅客吞吐量增速回落至约 10-12%。
- **预计浦东航油盈利今年持续增长概率较小:** 在国内航油价格与国际油价同步调整、且油价上涨趋势时, 浦东航油净利润较高且稳定。2010 年全年实现净利润约 7.5 亿元, 为近年来最好水平。我们预计在今年油价持续走高但国内通胀压力较大情况下, 国内油价延期调价可能性较大, 2011 年净利润超越去年的概率较小。
- **投资策略:** 随着浦东机场业务的增长, 产能利用率提高, 公司业绩步入长期增长轨道。预测 2011、2012 年公司 EPS 分别为 0.76、0.86 元, 目前公司相对 2011 年估值为 18.8 倍, 建议关注资产注入进程和机场收费调整预期, 维持推荐评级。
- **风险提示:** 资产注入进程和方案、航空业务增速低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4186	4602	5062	5568
同比(%)	25%	10%	10%	10%
归属母公司净利润(百万元)	1311	1468	1655	1873
同比(%)	86%	12%	13%	13%
毛利率(%)	38.9%	40.5%	42.0%	43.5%
ROE(%)	9.3%	9.5%	9.7%	10.0%
每股收益(元)	0.68	0.76	0.86	0.97
P/E	21.05	18.80	16.68	14.73
P/B	1.96	1.78	1.62	1.47
EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

一、业绩同比大幅增长

公司实现营业收入 41.864 亿元，营业利润 16.677 亿元，归属于母公司的净利润 13.107 亿元，分别比去年同期增长 25.4%，90.88%和 85.56%。全年实现每股收益 0.68 元，一、二、三、四季度分别为 0.13、0.16、0.21、0.18 元。

公司业绩大幅增长的主要原因有：

1) 主要是受益于世博会、国际客运及货运持续复苏，浦东机场业务量大大幅增长，带来航空性收入和非航业务收入增长明显。从收入分类看，占比最大的航空及相关收入、商业餐饮租赁收入同比增速分别为 20.7%、50.2%，营业总收入增速 25.4%，明显大于营业成本增速 10.3%，剔除投资收益 2010 年公司营业利润同比增长约 94%。

2) 投资企业经营业绩同比大幅增加，公司投资收益 4.94 亿元，比去年同期 2.68 亿增长 84%。主要是浦东航油和德高动量广告净利润同比分别增长 64.9%，131%，分别贡献投资收益约 2.92、1.94 亿元。

浦东机场二期在 2008 年 3 月计入费用，扩建成本增加因素在 2009 年已充分反映。从长期来看，随着浦东机场业务的增长，产能利用率提高，公司业绩步入长期增长轨道。

图 1: 上海机场季度 EPS

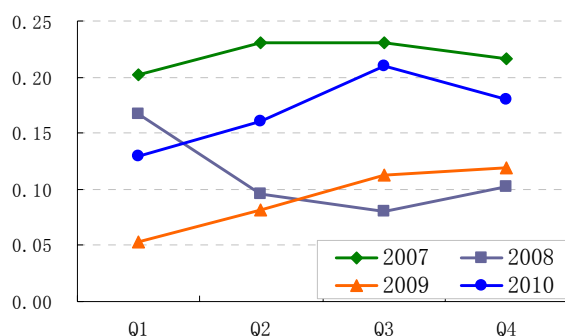
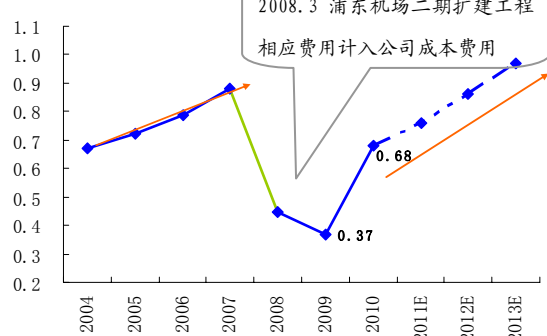


图 2: 上海机场年度 EPS (2011 年及以后为中投预测)



资料来源：公司数据、中投证券研究所

表 1: 公司营业收入分类及变动情况(元)

项 目	2010 年 1-12 月	2009 年 1-12 月	同比增长
航空及相关收入	2,295,021,809	1,901,312,998	20.7%
地面服务收入	265,333,522	190,679,520	39.2%
场地及设备租赁收入	342,970,338	317,657,008	8.0%
商业餐饮租赁收入	1,002,026,950	667,275,012	50.2%
能源转供收入	130,890,153	105,413,976	24.2%
广告业务收入	60,770,945	61,238,338	-0.8%

其他收入	89,394,543	94,760,259	-5.7%
合 计	4,186,408,261	3,338,337,110	25.4%

资料来源： 公司数据、中投证券研究所

二、航空业务量增长明显：受益世博、国际客运和货运的复苏

2010 年浦东机场全年共实现飞机起降 332,127 架次，旅客吞吐量 4,057.86 万人次，货邮吞吐量 322.80 万吨，分别比去年同期增长 15.36%、27.12%和 26.92%，高于行业前五大机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速的 10.1%、15.2%、21.6%。

我们认为航空业务高增速的主要原因有两个：

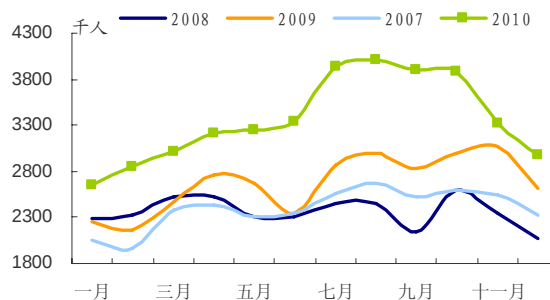
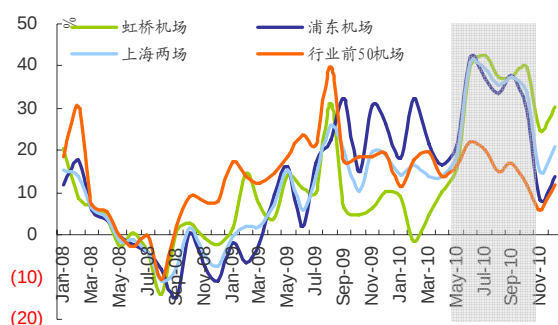
1) 上海市场受益上海世博会：5-10 月上海两场旅客吞吐量增速达 34%，远大于前五机场的增速 17%。

2) 浦东机场国际航线客运及货邮吞吐量占比较高，受益今年国际航线客运和货运强劲复苏。

浦东机场国际加上地区航线的起降架次、旅客吞吐量占比约为 47%、48%；2010 年行业国际航线旅客运输量同比增速为 30.9%，明显大于国内航线的 15.8%。货邮吞吐量在行业（前 50 机场）中占比约为 29%，其中，国际及地区航线货邮吞吐量占比约为 88%。2010 年行业货邮运输量同比增速为 25.1%，其中，国际航线货邮运输量同比增速为 51.1%。国际航线客运和货运的强劲反弹，拉动航空业务量的高增长。

预计 2011 年浦东航空业务增速将回落，旅客吞吐量增速约 10-12%。

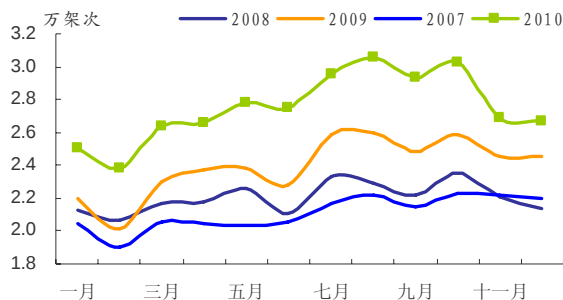
图 3：浦东机场、虹桥机场与行业旅客吞吐量增速比较 图 4：浦东机场旅客吞吐量



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 5：浦东机场起降架次

图 6：浦东机场货邮吞吐量



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 7：2010 年浦东机场起降架次构成

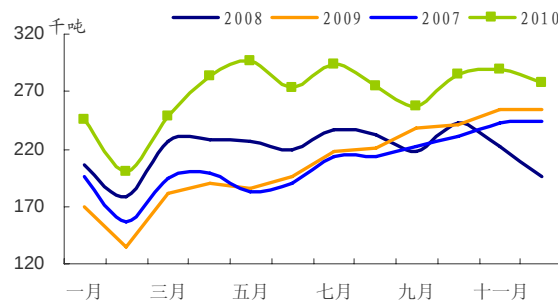
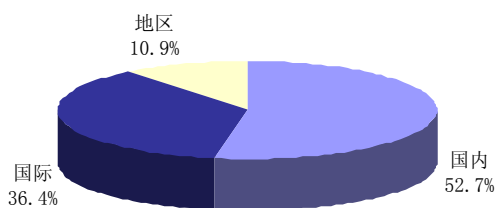


图 8：2010 年浦东机场旅客吞吐量构成



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 9：2010 年浦东机场货邮吞吐量构成

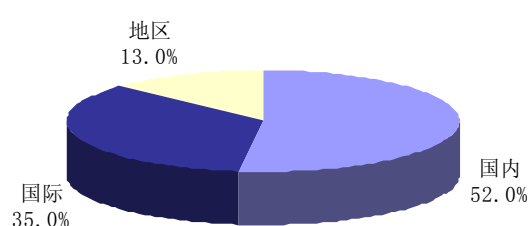
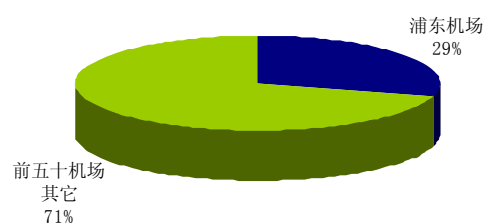
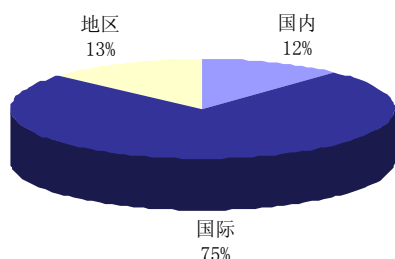


图 10：2010 年货邮吞吐量行业比（前 50 大机场）



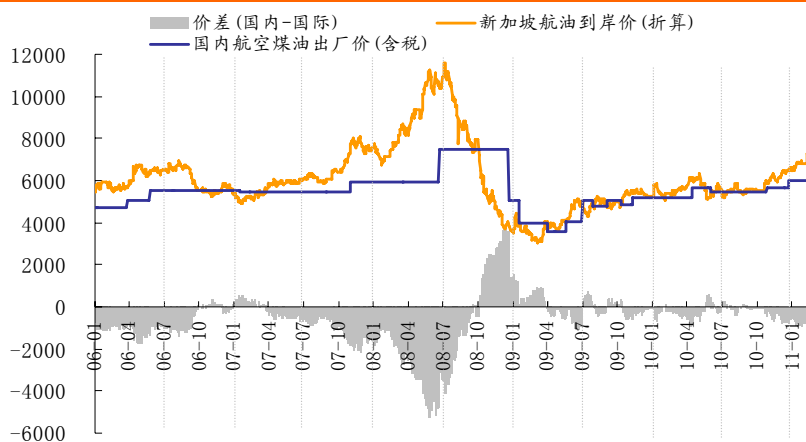
资料来源：WIND、中投证券研究所

三、预计浦东航油盈利今年持续增长概率较小

浦东国际机场航空油料公司，经营范围是建设与经营浦东国际机场供油设施及相关项目，航空油料的购销与储运，提供相关产品的技术服务。

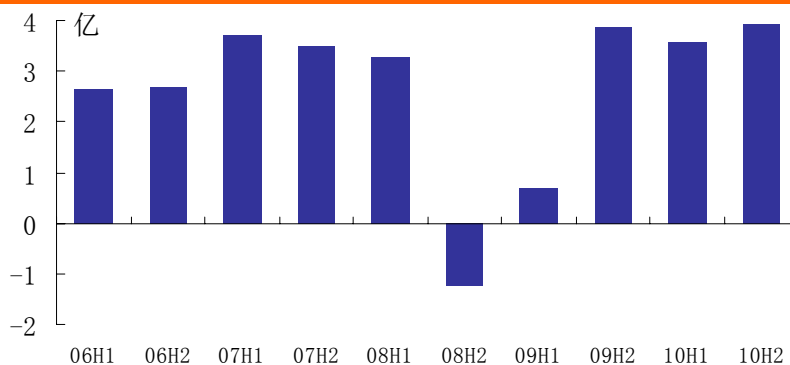
在国内航油价格与国际油价同步调整，且油价上涨时，浦东航油净利润较高且稳定。2009 年二季度以来正处于如此，2010 年全年获得约 7.5 亿净利润，为近年来最好水平。我们预计在今年油价将持续走高但国内通胀压力较大情况下，2011 年净利润超越去年的概率较小。

图 11: 国内外油价走势



资料来源: WIND, 中投证券研究所

图 12: 浦东航油净利润



资料来源: 公司数据, 中投证券研究所

四、估值和投资策略

随着浦东机场业务的增长, 产能利用率提高, 公司业绩步入长期增长轨道。预测 2011、2012 年公司 EPS 分别为 0.76、0.86 元, 目前公司相对 2011、2012 年估值为 18.8、16.7 倍, 建议关注资产注入进程和机场收费调整预期, 维持“推荐”评级。

图 13: 上海机场目前动态 PE



资料来源: WIND, 中投证券研究

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2583	5018	7461	10129	营业收入	4186	4602	5062	5568
现金	1409	3568	5928	8421	营业成本	2560	2739	2936	3146
应收账款	1055	1160	1276	1403	营业税金及附加	166	184	202	222
其它应收款	8	9	9	10	营业费用	0	0	0	0
预付账款	7	7	8	8	管理费用	149	134	144	154
存货	18	20	21	23	财务费用	138	103	62	19
其他	86	254	219	263	资产减值损失	-1	6	0	0
非流动资产	14919	14095	13240	12397	公允价值变动收益	0	2	0	0
长期投资	1446	1446	1446	1446	投资净收益	494	462	472	482
固定资产	12841	12218	11395	10573	营业利润	1668	1901	2190	2510
无形资产	380	359	338	317	营业外收入	2	1	1	1
其他	252	72	60	60	营业外支出	0	2	1	1
资产总计	17502	19112	20701	22526	利润总额	1669	1900	2190	2510
流动负债	812	857	838	849	所得税	263	337	435	531
短期借款	0	0	0	0	净利润	1406	1563	1755	1979
应付账款	78	83	89	95	少数股东损益	95	95	100	105
其他	735	774	749	754	归属母公司净利润	1311	1468	1655	1873
非流动负债	2484	2484	2484	2484	EBITDA	2631	2834	3089	3365
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.76	0.86	0.97
其他	2484	2484	2484	2484					
负债合计	3296	3342	3322	3334	主要财务比率				
少数股东权益	152	247	348	453	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1927	1927	1927	1927	成长能力				
资本公积	2575	2575	2575	2575	营业收入	25.4%	9.9%	10.0%	10.0%
留存收益	9551	11019	12527	14235	营业利润	90.9%	14.0%	15.2%	14.6%
归属母公司股东权益	14053	15523	17031	18739	归属于母公司净利润	85.6%	12.0%	12.7%	13.2%
负债和股东权益	17502	19112	20701	22526	获利能力				
					毛利率	38.9%	40.5%	42.0%	43.5%
					净利率	31.3%	31.9%	32.7%	33.6%
					ROE	9.3%	9.5%	9.7%	10.0%
					ROIC	11.0%	11.8%	13.7%	16.1%
					偿债能力				
					资产负债率	18.8%	17.5%	16.0%	14.8%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.18	5.85	8.90	11.92
					速动比率	3.15	5.82	8.87	11.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.25	0.25	0.26
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	31.14	34.13	34.16	34.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.76	0.86	0.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	0.93	1.08	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	7.29	8.06	8.84	9.72
					估值比率				
					P/E	21.05	18.80	16.68	14.73
					P/B	1.96	1.78	1.62	1.47
					EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434