

跨入上行通道，即将破茧成蝶

报告要点

从机场自身的发展周期看，上海机场已进入产能释放、投资回报率不断提升的大周期，这是我们推荐上海机场的基础。此外，资产注入增厚业绩构成公司股价的催化剂，迪斯尼开建确保了未来需求持续增长。我们认为这几项已在公司目前的估值中有所反应。

本报告主要就目前市场对于上海机场存在几个疑虑进行探讨，如虹桥机场对国内分流是否持续？后世博时期吞吐量增速能到多少？日本地震影响有多少？收费并轨如何走，影响业绩有多少？公司距离历史高点还有多少空间？并总结了八大投资要点，具体如下：1）虹桥分流表象主要由历史基数导致，且两场增速差距逐渐收窄；2）腹地经济、辐射半径、枢纽打造和政策扶植共同促进旅客增长，且低成本基地公司减弱经济周期影响，参考自身和首都机场的历史情况，今年增速维持 11%；3）非航业务基数低、空间大，随客流量增长和结构优化增速快；4）高铁引发航线国际化，门户机场受益，公司可用资源较多，收益最大，京沪高铁开通影响微弱；5）内外航收费并轨逐渐临近，若一步并轨能增厚业绩 20%；6）日本地震短空长多，利于浦东打造国际枢纽；7）资产注入预期强烈，业绩增厚可能性大，迪斯尼提供长期利好和新发展模式的探讨；8）折旧激进，先苦后甜，投资收益稳定增长，ROE 距离历史均值还有 50% 的上升空间。

按目前产能利用率，及航站楼在旅客保障方面的高弹性，我们认为公司在未来 3-4 年无大型资本开支。在不考虑内外航收费并轨和资产注入等利好兑现的情况下，我们对公司 2011-2013 年的业绩预测分别为 0.77 元、0.87 元和 1.04 元，对应 PE 为 19.26 倍、17.14 和 14.32，维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4186	4717	5344	6061
增长率（%）	25%	13%	13%	13%
归属母公司所有者净利润（百万元）	1310.7	1492.7	1677.6	2007.4
增长率（%）	86%	14%	12%	20%
每股收益（元）	0.680	0.775	0.871	1.042
净资产收益率（%）	9.3%	9.7%	10.0%	10.9%
每股经营现金流（元）	1.17	1.06	1.13	1.28
现金分红收益率（%）	14.70%	15.00%	15.00%	15.00%

当前股价：14.92

工业行业评级

公司基本数据 2011.4.1

总股本(万股)	192696
流通 A 股/B 股(万股)	109348/0
资产负债率	18.83%
每股净资产（元）	7.37
市盈率（当前）	21.93
市净率（当前）	2.02
12 个月内最高/最低价	19.78/11.15

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

深圳机场	10A	11E	12E
PE	14.34	14.29	13.36
PB	1.75	1.58	1.42
EV/EBITDA	9.44	10.85	11.60
白云机场	10A	11E	12E
PE	17.24	14.12	11.93
PB	1.50	1.46	1.39
EV/EBITDA	6.68	5.85	4.79

相关研究

《2011 年年度投资策略：迈入快速增长期，走出价值毁灭》2010-12-18

《细分行业供求，再看高铁冲击》2010-10-8

《2010 年下半年投资策略：“脆弱”不再，期待新高》2010-6-17

分析师：

吴云英

(8621)68751160

wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120001

联系人：

沈晓峰

(8621)68751772

shenxf@cjsc.com.cn

正文目录

1.虹桥需求压抑引致分流现象，两场增速差距逐渐收窄	5
1.1 表象上，虹桥分流严重	5
1.2 实际上，历史基数不同	6
1.3 两场同比增速差距逐月收窄	7
2.未来增长可期，预计今年增速 11%	7
2.1 多因素驱动未来稳步增长	7
2.2 低成本基地公司减弱经济周期影响	12
2.3 预计今年增速 11%	13
3.非航业务增长是亮点	16
3.1 基数低也意味着空间大	16
3.2 增速快：客量增长和结构优化	17
4.高铁引发航线结构调整，门户机场受益	18
4.1 高铁引发航线结构调整	18
4.2 门户机场将受益，上海机场受益最大	20
4.3 京沪高铁影响小	22
5.收费并轨逐渐临近，预计增厚业绩 20%以上	24
5.1 收费并轨时间窗口逐渐缩窄	24
5.2 收费并轨有望增厚业绩 20%以上	24
6.后世博过于悲观，日本地震利于浦东崛起	25
6.1 世博增量中，高稳定度的国内旅客占 3/4	25
6.2 日本地震短空长多	26
7.资产注入提供想象空间，迪斯尼提供长期利好	27
7.1 资产注入预期愈加强烈	27
7.2 迪斯尼提供长期利好	29
8.折旧先苦后甜，投资收益稳定增长，ROE 还有 50%上升空间	29
8.1 折旧政策激进，2013 年 ROE 将出现飞跃	29
8.2 投资收益稳步提升	30
8.3 ROE 和毛利率已企稳回升，还有 50%上升空间	31
9.盈利预测和风险提示	31

图表目录

图 1: 上海两场旅客吞吐量同比变化	5
图 2: 旅客吞吐量同比增幅（虹桥-浦东）	6
图 3: 旅客吞吐量同比增幅（虹桥 VS 浦东）	6
图 4: 2007-2010 年虹桥机场旅客吞吐量	7
图 5: 2007-2010 年浦东机场旅客吞吐量	7
图 6: GDP 总量（十亿）	9
图 7: 人均 GDP（元）	9
图 8: 城镇人口可支配收入（元）	9
图 9: 工资总额（十亿元）	9
图 10: 旅客吞吐量（北京首都 VS 上海两场，单位千人）	9
图 11: 北京首都机场分小时起降航班量	10
图 12: 上海浦东机场分小时起降航班量	10
图 13: 低成本航空公司稳定性高于行业平均（旅客运输量同比增幅）	12
图 14: 低成本航空在机场的投入占比	12
图 15: 2000-2010 年上海机场旅客吞吐量同比变化（年度）	13
图 16: 2009 年至今上海机场分地区旅客吞吐量同比变化（月度）	14
图 17: 2010 年上海机场各项业务收入占比及同比变化	16
图 18: 非航收入占比	17
图 19: 人均非航收入	17
图 20: 2008-2010 年上海机场非航收入占比	17
图 21: 1984-1990 年日元兑美元汇率及出境人数变化	19
图 22: 1998-2010 年人民币——美元汇率	20
图 23: 1980-2009 年开放为旅游目的地国家的数量	20
图 24: 1995-2010 年出境人数	20
图 25: 1988-2010 年国际航线人均乘机次数	20
图 26: 浦东机场旅客吞吐量同比增幅	25
图 27: 国内主要机场运营数据同比增速	26
图 28: 日本东京距离福岛核电站仅为 250 千米	27
图 29: 全球迪斯尼乐园分布	29
图 30: 国内上市机场成本分拆（2010 年）	30
图 31: 2008-2010 年投资收益（百万）	30
图 32: 2008-2010 年投资收益细分	30
图 33: 2000-2010 年国内上市机场 ROE	31
图 34: 2000-2010 年国内上市机场毛利率	31

表 1: 上海机场通往附近城市的客运专线.....	8
表 2: 腹地 GDP 总量 (十亿人民币)	8
表 3: 腹地人口总量 (百万)	8
表 4: 亚太主要机场航空联盟占比.....	11
表 5: 上海机场旅客吞吐量模拟测算-方法 1.....	14
表 6: 北京首都国际机场旅客吞吐量变化.....	15
表 7: 上海机场旅客吞吐量模拟测算-方法 2.....	15
表 8: 高铁替代率	18
表 9: 国际航班数量对比 (单位: 班/年)	21
表 10: 地面设施利用率对比	21
表 11: 其他方面对比.....	21
表 12: 京沪线高铁、航空、动车费率和时间对比.....	22
表 13: 武广特快和高铁票价对比	22
表 14: 浦东机场各客机收费理论值.....	23
表 15: 京沪航线收入影响	23
表 16: 内航外线收费理论值 (全价) 计算.....	24
表 17: 收费并轨测算	25
表 18: 入境旅客同比变化	26
表 19: 国内上市机场子公司一览	28
表 20: 国内上市机场主要资产折旧率一览.....	30
公司财务报表及指标预测	32

从机场自身的发展周期看，上海机场已进入产能释放、投资回报率不断提升的大周期，这是我们推荐上海机场的基础。此外，资产注入增厚业绩构成公司股价的催化剂，迪斯尼开建确保了未来需求持续增长。但这几项已在公司目前的估值中有所反应。

我们认为，目前市场对于上海机场还存在几个疑虑，如虹桥机场对国内分流是否持续？后世博时期吞吐量增速能到多少？日本地震影响有多少？收费并轨如何走，影响业绩有多少？距离历史高点还有多少空间？

本报告将逐一解答以上疑问，并分析需求增长的驱动因素、高铁联网带来的航线结构变化、日本地震对未来东亚枢纽机场格局变化的影响，以期多角度、多层次地了解行业内外环境变化对公司的影响，从而理清公司发展脉络、指导投资。

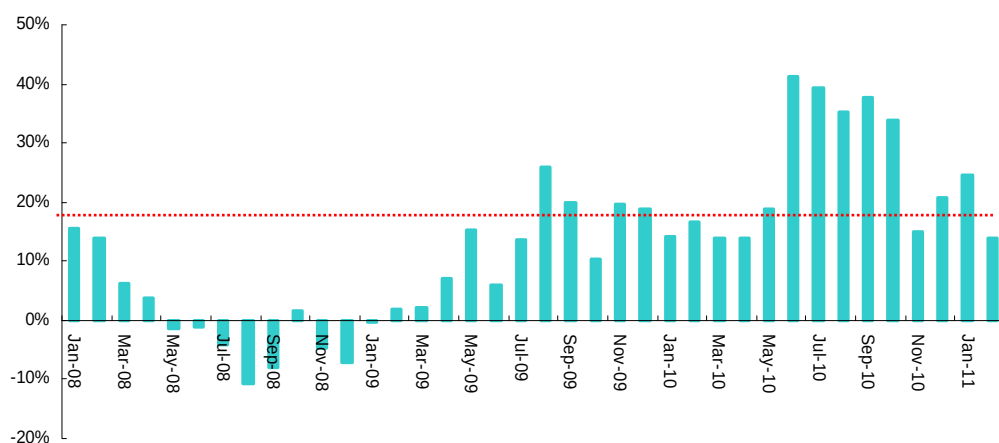
1.虹桥需求压抑引致分流现象，两场增速差距逐渐收窄

1.1 表象上，虹桥分流严重

1.1.1 虹桥扩容+世博启动，两场旅客吞吐量维持 20%以上增长

2010 年 3 月，虹桥机场二跑道和二号楼均投入使用，高峰小时起降提升至 45 个/小时，年旅客吞吐量保证能力提升至 4000 万，而投产前，虹桥机场高峰小时起降为 33 个/小时，日均起降 514 个架次，年旅客吞吐量为 2500 万，产能获得极大释放。加上世博会开始，上海两场旅客吞吐量增幅自 6 月开始进入高增长期，基本维持在 20%以上的同比增速。

图 1：上海两场旅客吞吐量同比变化

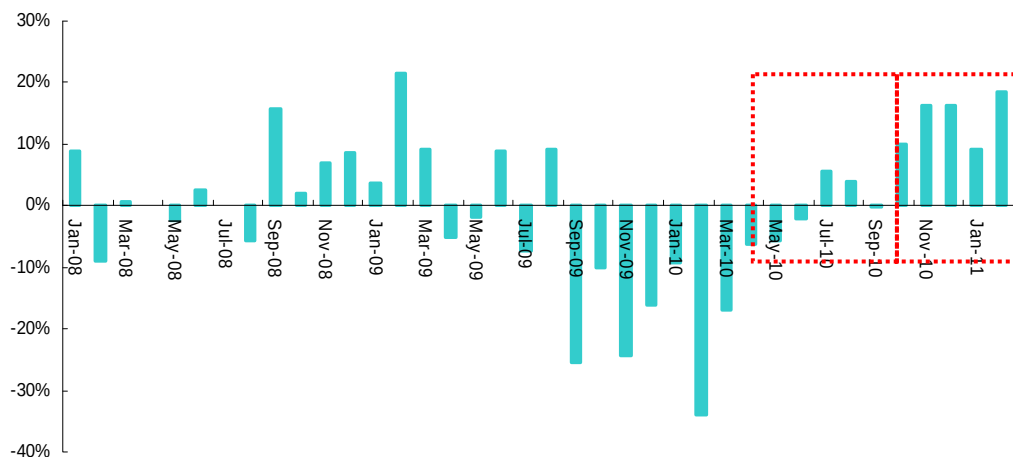


资料来源：Wind，长江证券研究部

1.1.2 世博期间虹桥增速持平浦东，世博后高于浦东

从两个机场各自的旅客吞吐量同比增幅看，4 月虹桥机场的增幅低于浦东机场，我们认为主要在于基地航空公司转场等因素；5-9 月两场增速基本持平，我们认为主要在于国际进入旺季浦东机场受益更多，世博开始，两场吞吐量均出现大幅上涨。进入 10 月，虹桥机场依旧维持较高增速，因此引发市场对虹桥分流问题的关注。

图 2: 旅客吞吐量同比增幅（虹桥-浦东）



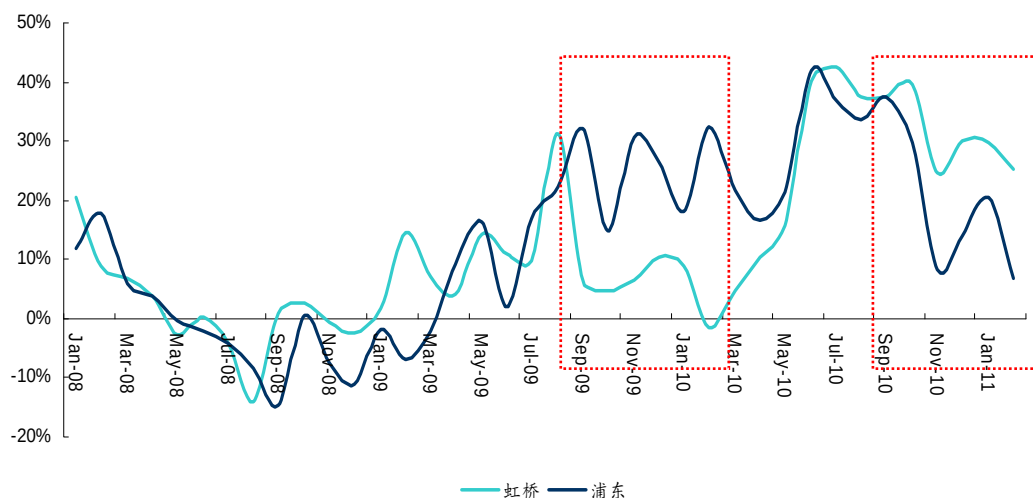
资料来源: Wind, 长江证券研究部

1.2 实际上，历史基数不同

1.2.1 需求压抑导致虹桥低基数

但从旅客吞吐量同比增速两个机场的分拆数据看，2009H2-2010Q1 期间，受制产能，虹桥机场需求被压抑，同比增速大幅低于浦东机场，导致该期间基数较低，因此 2010H2-2011Q1 期间，虹桥机场同比大幅增长包含了恢复性增长因素，我们预计二季度增速将放缓。

图 3: 旅客吞吐量同比增幅（虹桥 VS 浦东）

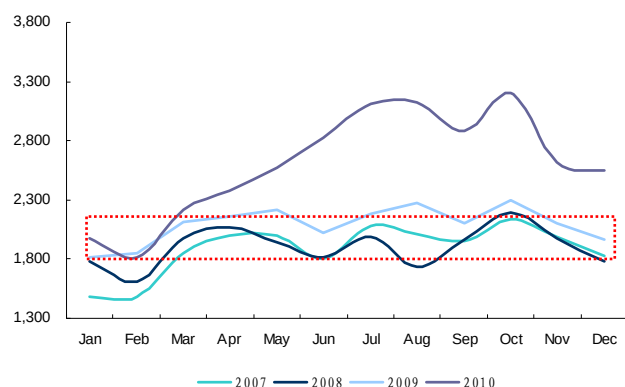


资料来源: Wind, 长江证券研究部

1.2.2 经济复苏导致浦东高基数

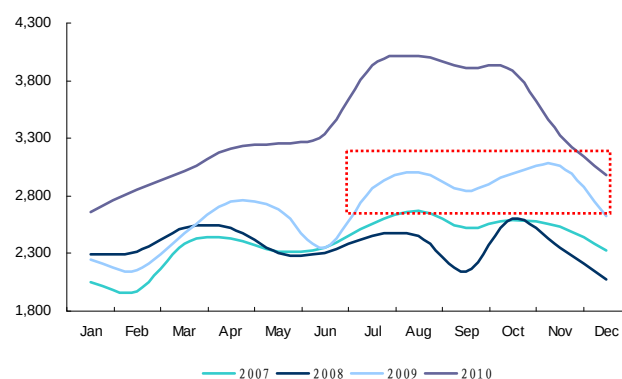
从机场分年度旅客吞吐量变化数据观察，虹桥机场 2007 年-2009 年期间，旅客吞吐量维持非常小额的增长。浦东机场在 2009H2-2010Q1 期间，由于经济复苏、产能无瓶颈，旅客吞吐量增幅出现较快增长，导致历史同期的高基数。

图 4：2007-2010 年虹桥机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：2007-2010 年浦东机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，长江证券研究部

1.3 两场同比增速差距逐月收窄

从图 2 我们已经发现，进入 2011 年，浦东机场与虹桥机场的同比增速正在逐渐接近，目前差距为 10%，我们认为随着各自高、低基数差异的消失，吞吐量增幅将逐渐趋同。

2. 未来增长可期，预计今年增速 11%

机场航空业务增长主要依赖于两种模式：第一，腹地经济支撑，对机场来说，腹地为其提供点对点的客货需求保障；第二，中转枢纽打造，即通过航空公司和机场的共同努力（当然机场所在地的先天条件也必须较为优良），在本地实现客货中转。本部分内容针对以上两种模式来解析需求增长的驱动因素。

2.1 多因素驱动未来稳步增长

我们认为，第一种模式下，主要的驱动因素为机场辐射半径和腹地经济人口；第二种模式下，主要的驱动因素为中转枢纽。此外，政策支持也是需要考虑的重要因素。

2.1.1 驱动因素一：机场辐射半径

我们认为，腹地经济人口情况是非可控因素，但对腹地的辐射能力越强，其潜在客货需求基数就越大，因此不难解释各机场设立城市航站楼、开通附近城市的通勤巴士、鼓励航空公司进行空铁联运。

目前公司开通了杭州、嘉兴、青田、义乌、昆山、苏州、无锡、张家港等地的客运专线。

表 1: 上海机场通往附近城市的客运专线

目的地	发车时间
杭州	8:40 9:30 10:30 12:00 13:00 14:00 15:30 16:30 17:30 18:30 19:00 20:00
嘉兴	11:10 13:10 16:10 18:10
青田	9:00 12:50 18:00
义乌	11:30 17:10
昆山	10:30 11:30 12:30 13:30 14:30
苏州	10:00 10:40 11:10 11:40 12:10 12:40 13:10 13:50
无锡	10:10 11:20 12:20 13:20 14:20
张家港	12:50 14:40 15:40 17:40

资料来源：公司官网，长江证券研究部

2.1.2 驱动因素二：腹地经济人口

从人口基数看，公司所在城市人口就不差于密度较高欧洲，上海 2 个机场可以享有本地 1700 万人口，加上江苏浙江，接近 9000 万。而英国大伦敦区 4 个机场，辐射 2100 万常住人口；法国巴黎 3 个机场，辐射 1800 万人口；德国法兰克福机场 100 公里辐射区有 980 万常住人口，慕尼黑有 630 万。因此随长三角 GDP，尤其是人均 GDP 的不断增加，公司所在区域的消费潜力将不断爆发。

由于白云机场所在区域机场众多且竞争激烈，难以对腹地进行切割和划分，因此本处仅对比北京和上海两个城市的腹地经济人口情况。

1) GDP 总量：本地和腹地均上海高。上海 GDP 占全国总量的 4%，北京占 3%。而上海腹地江苏浙江尤其是苏南和浙北的 GDP 占全国总量应该高于河北和天津。

2) 人口情况：本地和腹地均上海多。上海 1700 万，高于北京 1490 万。腹地人口量也是上海大大高于北京。

3) 人均 GDP：一直上海高，且增速维持稳定。2009 年上海是 78989 元，高于北京的 70452 元。在增速稳定下，优势还将维持。

4) 收入：城镇人口可支配收入上海一直领先。我们认为目前航空需求主体为城镇人口，因此选择本指标对比。

表 2: 腹地 GDP 总量（十亿人民币）

	全国	上海	江苏	浙江	北京	天津
2010 年	39,798.315	1,687.242	4,090.334	2,722.675	1,377.794	910.883
占比	100%	4%	10%	7%	3%	2%

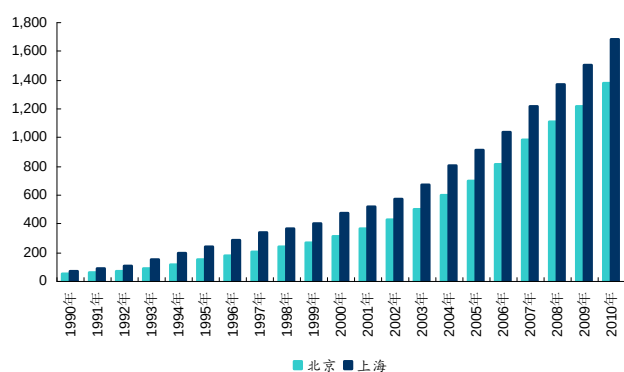
资料来源：CEIC，长江证券研究部

表 3: 腹地人口总量（百万）

	全国	北京	天津	上海	江苏	浙江
2009 年	1,334.740	14.918	9.581	17.020	42.951	29.992
占比	100%	1.12%	0.72%	1.28%	3.22%	2.25%

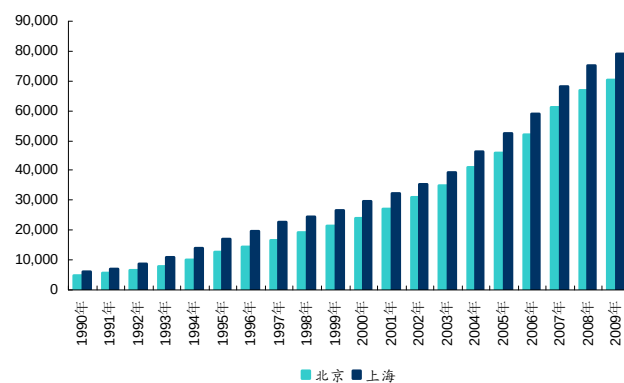
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 6: GDP 总量（十亿）



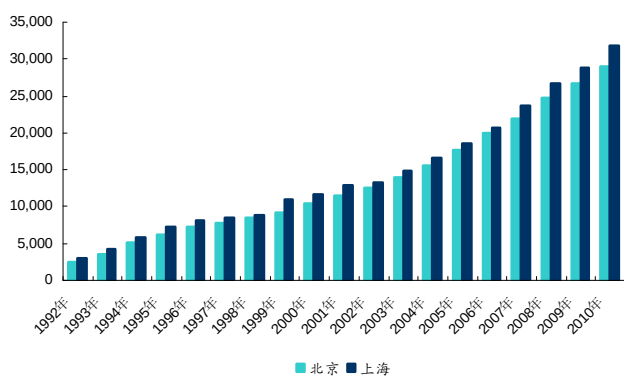
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 7: 人均 GDP（元）



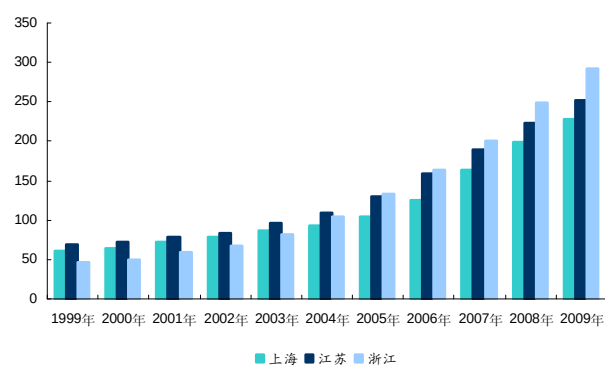
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 8: 城镇人口可支配收入（元）



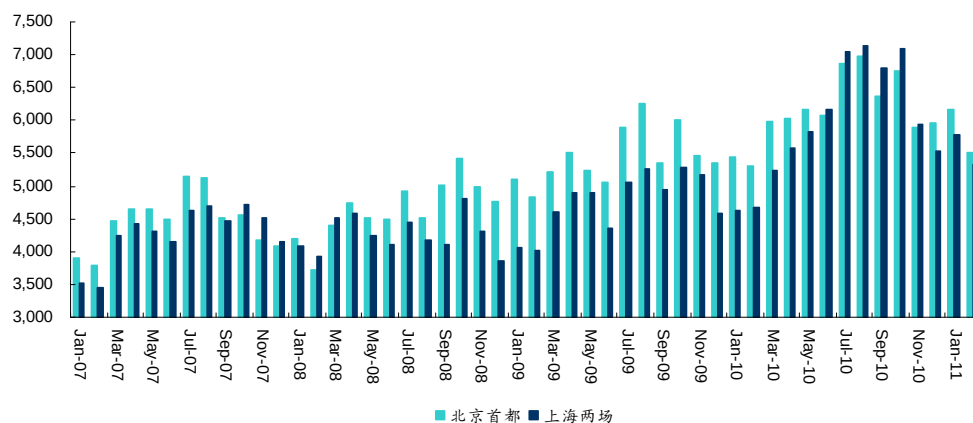
资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 9: 工资总额（十亿元）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 10: 旅客吞吐量（北京首都 VS 上海两场，单位千人）



资料来源：Wind，长江证券研究部

通过以上几个指标对比,我们发现,在经济、人口两个方面均强大优势的上海,对应的旅客吞吐量从未超过北京,当然作为首都的北京有其无可复制的优势,但是当考虑到腹地浙江和江苏的经济和人口时,我们认为上海机场还有巨大的增长潜力。

2.1.3 驱动因素三：中转枢纽打造

前两部分分析的是本地旅客,对机场来说,即点对点旅客 (point-to-point),而大型机场的出现,并不仅仅依靠本地的点对点旅客,还依靠异地的中转旅客。比如,美国亚特兰大哈茨菲尔德-杰克逊国际机场是全球旅客吞吐量最大的机场,2010 年接近 9000 万,美国三角航空占了绝大多数的市场份额,机场 87%都为国内航线,是美国国内最重要的中转枢纽,因此中转旅客对吞吐量作出了非常大的贡献。

此外,埃及开罗机场就是开拓中转旅客的一个很好的例子。2002 年,埃及开罗机场决定改变机场经营重点,将点对点机场改为中转枢纽机场,并要求当地航空公司做出 20%的中转旅客。在 2003-2008 年期间,开罗机场旅客吞吐量从 830 万增加到 1440 万,增长 74%,并一举发展为非洲第二大机场。

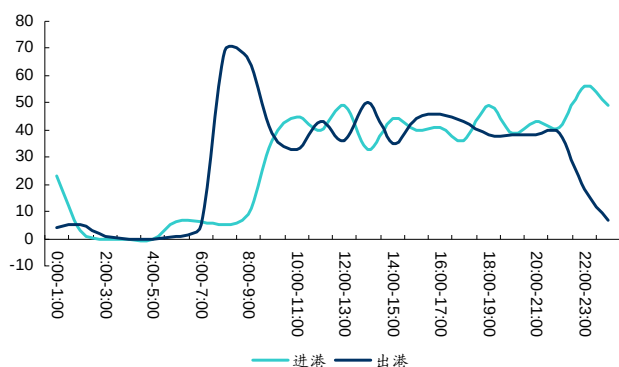
目前,大陆机场中转旅客占比都很低,大概在 10%左右。而香港机场能做到 40%,新加坡樟宜机场在 30%、东京成田和首尔仁川大概在 15-20%左右。

我们认为,中转旅客数量的提升主要依靠航空公司,而其可以通过航空公司或航空联盟来创造中转机会,实现中转旅客数量增加。

1) 航空公司。北京市场由于基地公司国航的欧美长线较多,经过多年的枢纽打造,已经形成了较为稳定的航班波和国内转国际中转运行模式。上海机场由于基地公司东航和上航的长距离国际航线不多,而短距离国际航线中转对旅客来说性价比并没有优势,因此中转业务相对较弱,但随东上合并后,新东航即提出了航班波打造,要打造“四进四出”,这有助于公司提升中转旅客。

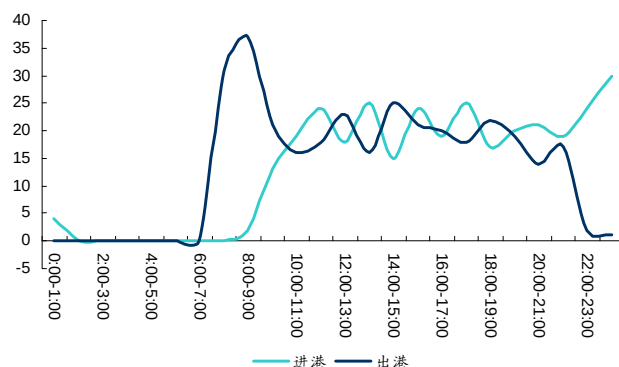
2) 航空联盟。我们发现,航空联盟占比高的机场,中转旅客情况也相对较好。主要由于单个公司在满足旅客需求多样性的同时,较难兼顾效率,而通过联盟,各公司可以贡献出自己的强势航线,通过共享,达到优势互补,并实现中转产品的多样性。

图 11: 北京首都机场分小时起降航班量



资料来源: CEIC, Wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 12: 上海浦东机场分小时起降航班量



资料来源: CEIC, Wind, 公司公告, 长江证券研究部

表 4：亚太主要机场航空联盟占比

	上海虹桥	上海浦东	北京首都	广州白云	东京成田	首尔仁川	新加坡樟宜	香港赤腊角
无联盟	81%	62%	35%	38%	13%	16%	46%	30%
联盟	19%	38%	65%	62%	87%	84%	54%	70%

资料来源：长江证券研究部

2.1.4 驱动因素四：当地政策支持

2009 年 4 月，国务院发布《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》（国发〔2009〕19 号），指出国际金融中心建设的总体目标：到 2020 年，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心；基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高，交易、定价和信息功能齐备的多层次金融市场体系；基本形成以具有国际竞争力和行业影响力的金融机构为主体、各类金融机构共同发展的金融机构体系；基本形成门类齐全、结构合理、流动自由的金融人力资源体系；基本形成符合发展需要和国际惯例的税收、信用和监管等法律法规体系，以及具有国际竞争力的金融发展环境。

2010 年 11 月，上海市发展和改革委员会和上海市发展改革研究院共同编撰和发布《上海国际经济、金融、贸易、航运中心发展报告》，全面反映上海“四个中心”建设，今后将每年发布一次，直至 2020 年上海“四个中心”建成。此次发布的白皮书为 2009 年至 2010 年度，即上海建设“四个中心”首个年度的发展报告。上海市发改委副主任肖林表示，为建成“四个中心”，上海未来发展要牢牢把握四个关键：加快形成全球资源配置能力，要使上海成为交易中心、定价中心和营运控制中心；要加快形成全球性的服务功能，市场产品机构要全面国际化；要加快形成信息化网络化的功能形成平台，成为全球信息中心；加快形成以上海为核心的世界级城市群。

随着上海“四个中心”建设的不断深入，上海产业结构转型与升级的进程也在不断加快，伴随而来的是产业转移和产业升级两个阶段，我们认为这两个阶段对上海机场的客运、货运吞吐量增长均有长远促进：

- 1) 产业向内陆转移期间，将增加上海与国内城市之间商务客需求；
- 2) 产业升级对国外企业提供较大吸引力，将增加上海与国外城市之间商务客需求；
- 3) 四个中心建成后提升上海对国内其他城市及全球的影响力，促进商务客需求稳步增长；
- 4) 产业升级后，高技术含量及高附加值产业的兴起和快速发展，将使得物流，尤其是航空货运需求出现爆发式增长；
- 5) 最后带动当地及腹地城市 GDP 和人均收入上升，消费升级，增加航空出行次数及出国旅游次数。

综上，我们认为公司主动扩大辐射半径和腹地经济的快速增长，拉动点对点出行需求；基地航空公司的枢纽建设和航班波打造，拉动中转旅客需求；明确的发展政策提升城市未来定位和影响力，为客货运长期稳定增长提供保障。

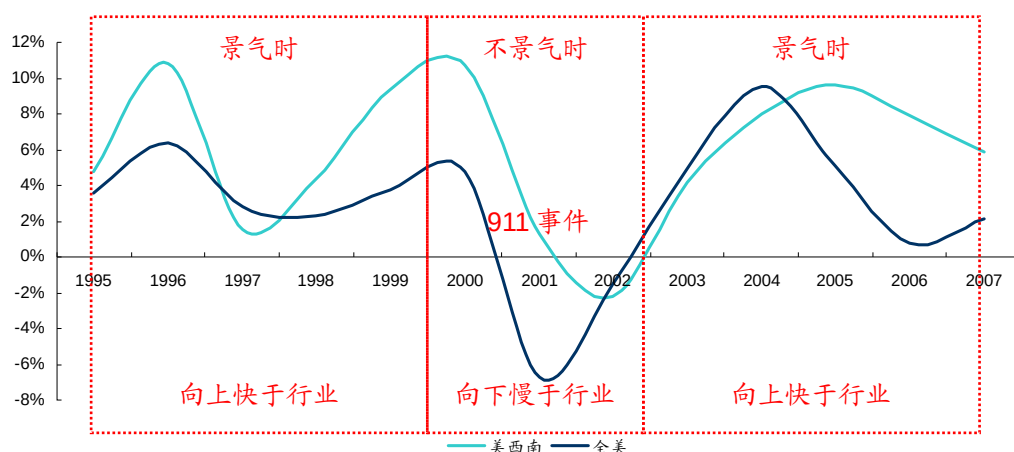
2.2 低成本基地公司减弱经济周期影响

自上世纪 70 年代开始天空开放、管制放松后，美国航空公司出现了两大派系，即枢纽轮辐射型和低成本点对点型，低成本公司以美西南航空（Southwest Airlines）最为成功和著名。

我们从历史数据发现，低成本航空公司生产稳定性高于行业水平。从图可知，行业景气时，美西南航空旅客运输量同比增幅高于行业水平，而行业不景气时，其旅客运输量同比增幅下降程度小于行业水平。我们认为背后逻辑也较易理解：无论行业是否景气，需求依旧存在，决定这部分需求选择哪个公司成行，在于旅客认为的投入产出性价比是否有竞争力，当然低成本公司成为大部分旅客的首选。

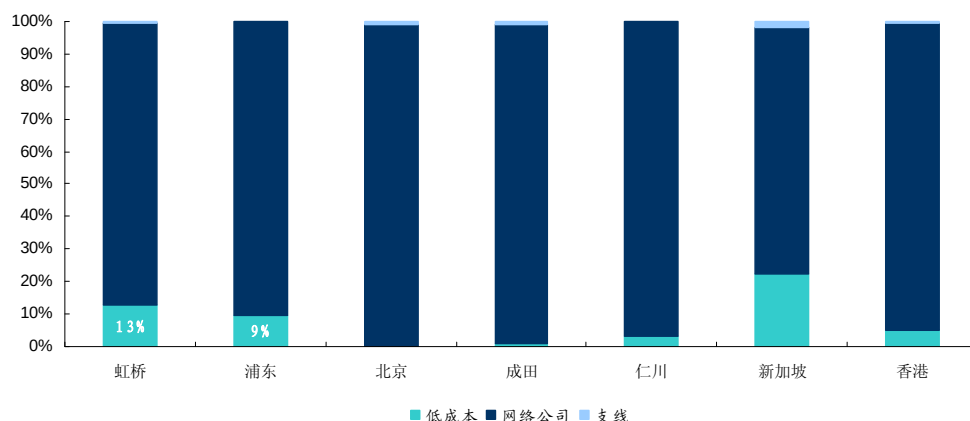
国内仅有春秋航空一家低成本，以上海为基地（约占上海两场 10% 的市场份额），目前运营 20 架飞机，预计到 2015 年达 100 架。春秋航空增长的稳定性，有助于有效熨平上海机场在宏观经济变化中的波动幅度，实现稳定增长。

图 13：低成本公司稳定性高于行业平均（旅客运输量同比增幅）



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 14：低成本航空在机场的投入占比



资料来源：Bloomberg, CEIC, Wind, 公司公告, 长江证券研究部

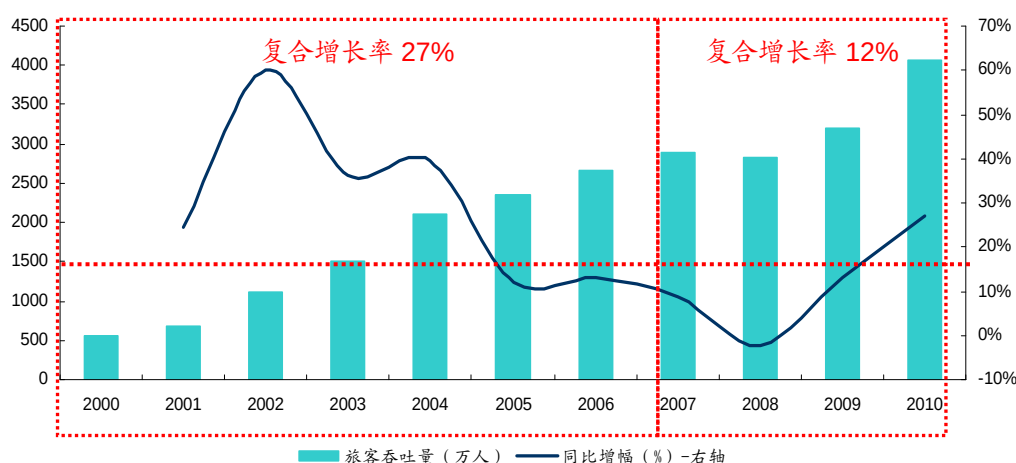
2.3 预计今年增速 11%

通过对上海机场历史增长的分析，及对首都机场处于浦东机场规模时的增长状况分析，我们认为即使在世博会高基数的情况下，今年浦东机场的同比增速仍将维持两位数。

2.3.1 过去 10 年复合增长率为 22%，但远高近低

从过去 10 年变化看，上海机场旅客吞吐量基本维持在 20% 以上，复合增长率为 22%。分解来看，2000-2007 年期间，复合增长率为 27%，2007-2010 年期间，复合增长率为 12%。近几年增幅放缓我们认为更多来自外部不可抗力力的影响，比如 2008 年内外交困（地震、雪灾、藏独、奥运、经济危机）、2009 年国际经济不景气。

图 15：2000-2010 年上海机场旅客吞吐量同比变化（年度）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

2.3.2 同比增幅能否恢复至 20%？2011 年同比增幅到底有多少？

12% 这个低增速是否会从偶然结果转变成未来的必然结果，导致未来上海机场旅客吞吐量就此稳定在 20% 以下呢？

为此，我们从两个角度分析和测算上海机场未来旅客吞吐量增幅：

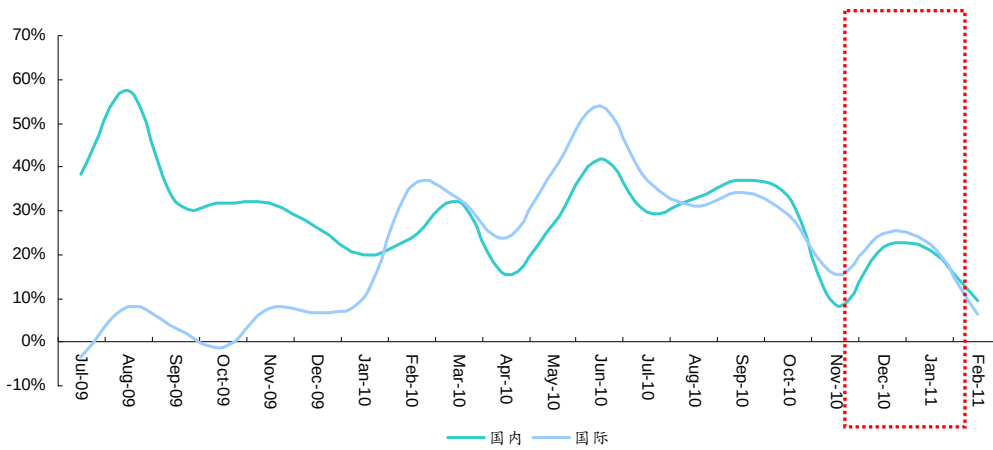
- 1) 上部分已经提及，公司近几年受外界影响较大，因此我们分拆 2009 年至今月度的同比增幅，并剔除受外界影响月份的数据，如春运错期、世博会、09 低基数等，来观察真实增速；
- 2) 同属国内一线机场的北京首都国际机场规模超过上海机场，该机场的历史轨迹和发展增速对判断上海机场未来增长具有借鉴意义。

（说明：由于 2010 年世博会导致上海机场同比增速过高，达 26%。因此在测算时，我们均以 2009 年为基数，同时预测 2010 和 2011 年，再以预测的 2011 年和实际的 2010 年对比）

测算 1: 观察发现月度同比增速稳定为 20% 以上, 以此为标准测算

我们认为, 1) 2009-2010 年国际数据受国际经济影响表现为 09 年低增速和 10 年高增速, 予以剔除; 2) 2009 年国内数据受 08 年低基数影响导致爆发性增长, 2010 年 10 月前国内数据受世博会影响拉动需求, 予以剔除; 3) 2010 年 11 月国内数据受世博会效应导致出行前移, 增幅放缓, 予以剔除; 4) 因此, 唯一可做参考的就是 2010 年 12 月和 2011 年 1 月同比增速, 即不受经济危机、世博会影响, 也不像 2011 年 2 月受春运影响。而这两个月的同比增幅国内为 21.7% 和 21.1%, 国际为 24.6% 和 22.5%。由此, 我们认为上海机场旅客吞吐量同比增幅并没有进入永久性地进入低增速, 依旧稳定在 20% 左右。

图 16: 2009 年至今上海机场分地区旅客吞吐量同比变化 (月度)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

若考虑虹桥分流, 将浦东机场同比增幅下调 2 个百分点至 18%, 则 2011 年同比增速达 11%。

表 5: 上海机场旅客吞吐量模拟测算-方法 1

	2009A	2010A	2010E	2011E
1 月	2,251	2,660	2,657	3,135
2 月	2,160	2,860	2,549	3,007
3 月	2,475	3,011	2,921	3,446
4 月	2,752	3,208	3,247	3,832
5 月	2,678	3,252	3,160	3,729
6 月	2,348	3,336	2,771	3,269
7 月	2,868	3,929	3,384	3,993
8 月	3,000	4,009	3,539	4,177
9 月	2,839	3,907	3,350	3,953
10 月	2,994	3,883	3,532	4,168
11 月	3,066	3,320	3,618	4,269
12 月	2,621	2,983	3,092	3,649
总计	32,050	40,357	37,819	44,627
同比	-	25.92%	-	10.58%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

测算 2：北京机场吞吐量达 300 万/月后，每月同比平均增加 55 万人，以此测算

国内规模超过上海机场的北京首都机场，其过去增速的变化对我们预测上海机场未来增速变化将有很大的借鉴意义。

我们观察北京首都国际机场在旅客吞吐量达到上海机场目前水平的时候，即 300 万/月（2006 年初），未来 5 年的旅客吞吐量同比增幅平均每月为 55 万人，而且不剔除 2007 年三跑道未投产和 2008 年奥运安保的影响，如果剔除这些影响增幅可能高达 60 万人。

表 6：北京首都国际机场旅客吞吐量变化

月份	旅客吞吐量（千人）						旅客吞吐量同比增加（千人）				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
1 月	2,919	3,487	3,895	4,192	5,109	5,441	567	408	297	917	332
2 月	2,642	3,161	3,788	3,730	4,831	5,301	519	627	(58)	1,101	470
3 月	3,172	3,789	4,467	4,400	5,227	5,995	617	678	(67)	827	769
4 月	3,315	4,118	4,658	4,730	5,502	6,030	803	540	72	772	527
5 月	3,311	4,036	4,654	4,520	5,245	6,165	725	618	(134)	725	920
6 月	3,356	3,960	4,503	4,490	5,064	6,084	605	543	(13)	574	1,020
7 月	3,796	4,471	5,155	4,920	5,890	6,865	674	684	(235)	970	975
8 月	3,897	4,710	5,133	4,522	6,260	6,990	813	423	(611)	1,738	730
9 月	3,734	4,425	4,505	5,011	5,357	6,361	691	80	506	347	1,004
10 月	3,843	4,450	4,558	5,425	6,003	6,743	607	108	867	579	740
11 月	3,531	4,088	4,176	5,000	5,476	5,896	557	88	824	476	420
12 月	3,473	3,806	4,093	4,758	5,341	5,955	334	287	665	583	614

资料来源：Wind，长江证券研究部

若考虑虹桥分流影响，我们用低值 55 万/月的增幅测算，2010E 和 2011E 上海机场的旅客吞吐量（剔除世博会影响）增长率分别为 21%和 17%，复合增长率为 18.8%。2011E 较 2010A 的增长率为 12%。

表 7：上海机场旅客吞吐量模拟测算-方法 2

	旅客吞吐量（万人）	同比增加（万人）	同比增幅	复合增长率
2009A	3205	-	-	-
2010A	4036		25.93%	
2010E	3895	660	20.59%	-
2011E	4585	660	12.12%（较 2010E 为 17.08%）	18.82%

资料来源：Wind，长江证券研究部

2.3.3 中性增速为 11%，乐观增速为 14.5%

我们对照 2011 年 1 月和 2 月上海机场实际的旅客吞吐量和测算值后发现，实际值为 626.2 万人，高于方法 1 的 614.2 万人（对应增幅为 10.58%），低于方法 2 的 661.1 万人（对应增幅为 12.12%），因此综合判断，我们认为今年上海机场旅客吞吐量同比增幅为 10.97%。

从旅客吞吐量增加的原理出发，中转旅客将为机场提供额外增量。同处东亚的另外两个枢纽机场，航过仁川和日本成田的中转率达 18%，而仁川 2009 年的中转率由早前的 11-12% 一举提升至 18.5%，这和基地航空公司的发展密不可分。据报道，上海机场中转率为 15%，若通过东上合并 1 年磨合和打造，今年也提升至 18%，则将额外增加 3.66% 的旅客吞吐量，即实现 14.5% 的吞吐量增幅。

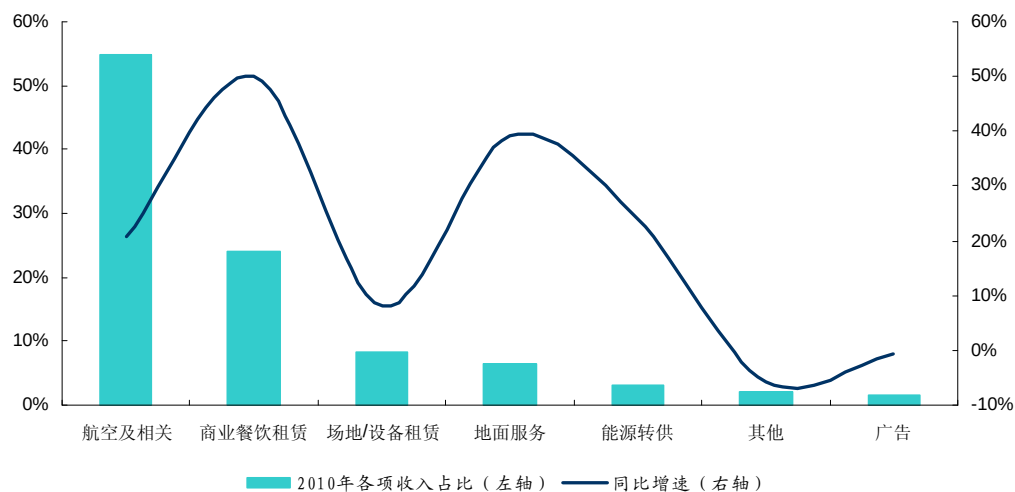
3. 非航业务增长是亮点

3.1 基数低也意味着空间大

从国外机场定位来看，美国、欧洲分别呈现不同的特点：1) 美国基本属于“公益设施”定位，机场归政府所有，投资也来自政府，机场的管理机构多为事业化，各级政府和联邦航空局对机场的建设和经营给予资金补贴。2) 欧洲机场公益性和盈利性并重，通过保本的收费标准吸引航空公司，从而提升客运量，带动非航收入实现盈利。目前国内机场定位并未有明确的官方说法，从是否上市来判断，我们认为上海机场的定位属于“盈利性”机场。

2010 年，上海机场收入结构中，航空及相关业务占比 55%，贡献最大。占比第二的商业餐饮租赁收入（即非航收入的主要组成部分）同比增幅最高，为 50%。

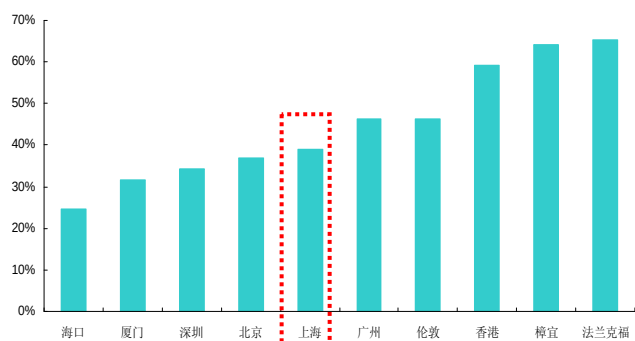
图 17：2010 年上海机场各项业务收入占比及同比变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

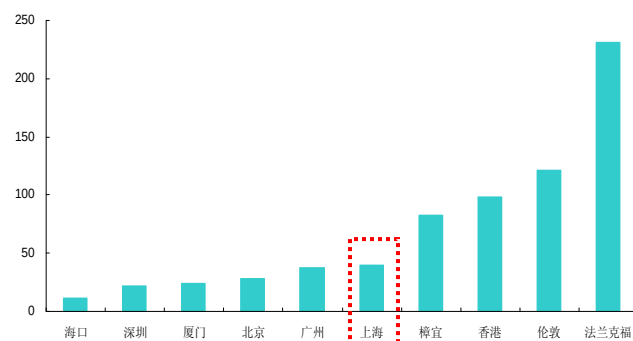
但横比附近的亚太机场，上海机场的非航收入占比偏低，仅为 39%，低于华南的广州白云机场和香港赤腊角机场，更低于机场业的标杆新加坡樟宜机场和德国法兰克福机场。目前上海机场拥有商业面积 3 万平方米，但据现场观察，我们认为商业面积可以进一步扩大，并且随着旅客吞吐量，尤其是中转旅客的持续提升，上海机场非航业务还有很大增长空间。

图 18：非航收入占比



资料来源：公司财报，长江证券研究部

图 19：人均非航收入



资料来源：公司财报，长江证券研究部

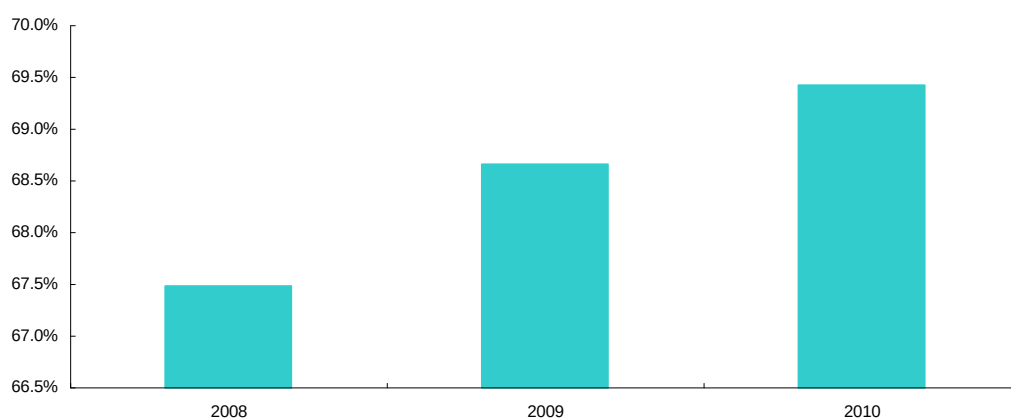
3.2 增速快：客量增长和结构优化

由于公司财报从 2008 年开始公布收入细分，从近 3 年数据看，上海机场的非航收入占比以平均每年 1% 的速度快速提升。我们认为主要有两个原因：

1) 动态收费模式。由于非航业务，主要是商业餐饮广告等，通过到期招标的方式进行，充分体现市场供求状态，一般来说，餐饮的周期在 3-5 年，商业周期在 1-3 年，可以保证基数不断提升。此外，非航业务在国内都普遍采用“保底+提成”的合作模式，通过对不同形态商铺定义不同的与旅客吞吐量的关联系数，收取提成，我们认为随着旅客量的增长，机场获得额外收入。

2) 旅客结构优化。上海机场国际旅客增幅快于国内旅客，国际旅客占比由 09 年 7 月的 33% 到今年 2 月的 36%。一般来说，国际旅客的消费能力消费可能性大于国内旅客。

图 20：2008-2010 年上海机场非航收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

此外，还有其他几个方面也有助于提升公司的非航收入：

1) 调整商业布局。除了上部分提到的外，我们认为商铺的合理布局对非航业务收入影响巨大，因为在机场的不同区域时，旅客购物的可能性大小会相去甚远，如果对现有商铺进行梳理调整，非航业务将有很大提升。

2) 挖掘潜在客户。从国外其他机场得知，只要机场接驳方便、商业发达，将被赋予 shopping mall 的功能，比如韩国首尔的仁川机场和香港的赤腊角机场，成为了市区居民购物休闲的目的地之一。如果机场商业发展到一定程度，潜在的消费者不单单是旅客，还有居民。

3) 授权特许经营。国内机场非航业务的发展主要分为两种模式：第一，由集团或者股份公司成立子公司和合资公司，负责非航业务运营，较多见的为广告业务、机场巴士；第二，股份公司直接不定期招商，较多见的为商业零售。而国外更多的采用特许经营权转让的模式，即将非航业务承包给专业公司，对公司而言，可以提高非航资源的回报率、降低经营风险和经营成本。

综上，我们认为，公司的非航业务基数低空间大，随客流量增长、消费升级、客源结构优化等因素水涨船高外，若公司在商业布局调整、潜在客户挖掘、特许经营授权等方面有所突破，还将叠加一波脉冲式增长，将非航业务推向更高点。

4. 高铁引发航线结构调整，门户机场受益

4.1 高铁引发航线结构调整

4.1.1 高铁冲击航空 8.7%

我们在之前的报告中对英法高铁和国内高铁均做了分析，主要结论为：

- 1) 在长途线路中，高铁无时间优势，价格优势又不明显，替代效应基本不存在；
- 2) 在中、短途线路中，高铁的替代效应体现在时间和价格的性价比上。

据此，将航线与高铁重叠部分，按如下假设，计算未来高铁替代率：

- 1) 航距 400 公里以下，替代率 100%；
- 2) 航距 400-800 公里，替代率 50%；
- 3) 航距 800 公里以上，替代率 25%；
- 4) 航班量年增长率为 10%。

通过模型计算得出：2010-2014 年期间，高铁总的替代率为 8.7%。

表 8：高铁替代率

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	总计
替代率	0.7%	1.1%	6.3%	0.4%	0.2%	8.7%

资料来源：长江证券研究部

4.1.2 走出去是最优选择

从武广高铁的例子分析，我们看到航空公司通过主动减少供给，使得量降价不降，即留下的运力保持较高的盈利能力。那么接下来的问题是，调离的运力若飞向其他地方，将加剧其他航线的竞争，间接影响该航线的价格，因此，高铁是对航空业的影响并非对某个公司，而是一个连锁反应，任何一家公司都无法独善其身，除非调离运力找到其终结去处。因此，我们认为正在爆发的国际需求是解决高铁替代的主要力量，走出去才是最有选择，主要基于以下两点：

第一，国际需求爆发增长。主要来源于：

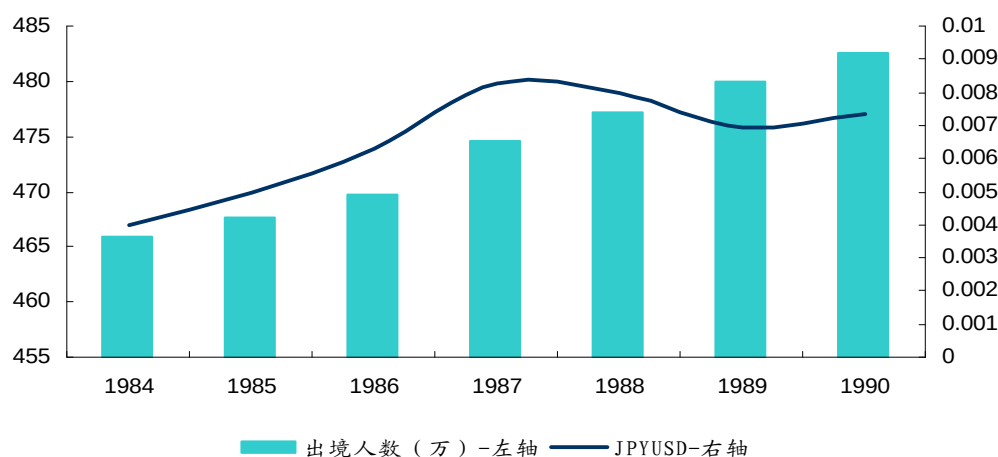
1) 消费升级。消费升级第二阶段就是，处于高度发达的沿海城市居民，将尝试国外旅行或增加国外旅行次数。数据显示，在经济危机前的 2004-2007 年间，国际航线人均乘机比的同比增幅分别为 13%、15%和 19%，但 2008-2009 年出现负增长，下滑至 0.011 次，回落到 2006 年水平。因此，2011-2012 年将进入恢复性增长和自然增长叠加期，国际航线人均乘机次数增幅有望超 20%。

2) 本币升值。我们观察到，日本出境人数随日元本币升值而大幅增长。而消费升级和本币升值带动国际也增长的背后原理非常简单：不管是工资带来的绝对增加还是汇兑带来的相对增加，总之收入增加了，而国际旅行的费用多年未变且呈下降趋势，从尝试或体验角度来看，中国人口的高基数给国际业务的高增长提供了足够的增长动力。

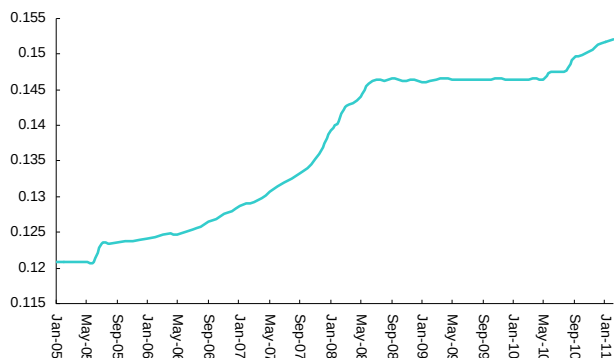
3) 签证放松。自 1983 年开放香港为中国公民组团出境旅游目的地至今，全球大部分国家和地区已经对中国开放，数量已过百。尤其值得关注的是近几年开放的欧洲国家、美国和加拿大，这些国家的开通补充了国际航线客源（原本以外国人和商务出行为主要客源）。据了解，国内公司现在欧美航线开始盈利。一般来说，旅游产品需运作一段时间才日趋成熟，才能达到较高的性价比，这时具有更大的吸引力。

第二，国际航班高弹性。国内航线与国际航线的航程长短不同，一般来说，国内航班为 2 小时左右，国际航班一般在 4 小时以上，因此，8.7%的被高铁替代的国内航班，或许仅需调整为 4.35%甚至更少的国际航班，即可充分吸收剩余运力。

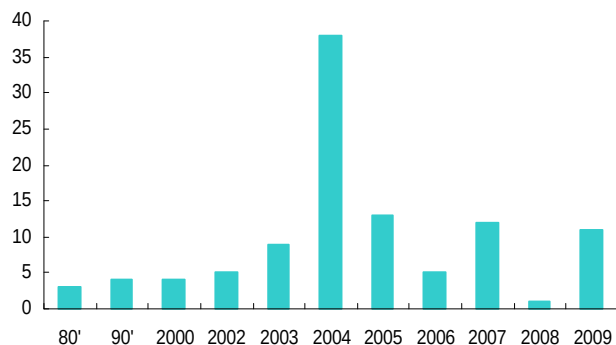
图 21：1984-1990 年日元兑美元汇率及出境人数变化



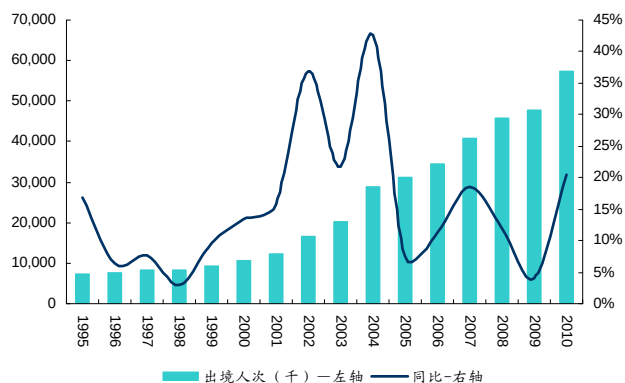
资料来源：国家旅游局，长江证券研究部

图 22：1998-2010 年人民币——美元汇率


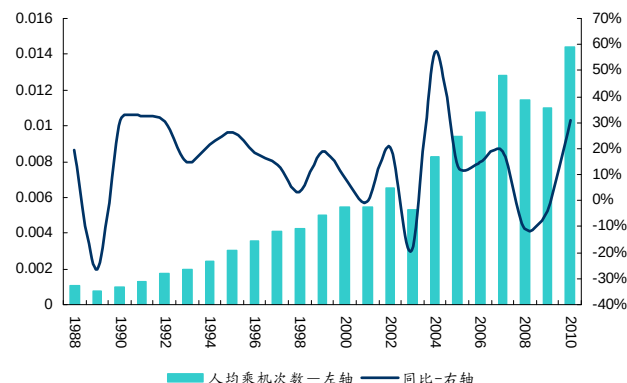
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 23：1980-2009 年开放为旅游目的地国家的数量


资料来源：国家旅游局，长江证券研究部

图 24：1995-2010 年出境人数


资料来源：国家旅游局，长江证券研究部

图 25：1988-2010 年国际航线人均乘机次数


资料来源：CEIC，长江证券研究部

4.2 门户机场将受益，上海机场受益最大

当“走出去”成为航空公司应对高铁的首选后，那么三大门户机场将受益。因为：1）腹地经济发达、人口众多，提供庞大潜在消费群；2）受政府政策支持发展国际航线，软、硬件最先进；3）成为国际通航点历史较长，国际航线有一定规模；4）三大航的主基地，国际主要由三大航执飞且主要投放在基地所在机场。

通过三大机场对比来看，我们认为上海机场将受益最大，具体如下：

1）国际航线比重最高，规模效应最好。上海浦东机场占比 49%，北京首都机场占比 22%，广州白云机场占比 16.4%。无论从国际线比重，还是国际航班的绝对数量，浦东机场在三大门户中排名第一，已具有一定规模效应。

表 9：国际航班数量对比（单位：班/年）

	航班量	国际线占比	国际航班量
上海浦东国际机场	143,958	48.10%	69244
北京首都国际机场	258,791	23.10%	59781
广州白云国际机场	163,242	16.40%	26772

资料来源：公司官网，长江证券研究部

2) **地面设施饱和程度最低**。目前上海浦东机场拥有 3 条跑道 2 个航站楼，北京首都机场有 3 条跑道 3 个航站楼，广州白云机场拥有 2 条跑道 1 个航站楼。我们对比发现，上海浦东机场跑道和航站楼利用率都最低，在不增加固定资产投入的情况下，未来增长空间较大。

表 10：地面设施利用率对比

	跑道利用率	航站楼利用率
上海浦东国际机场	60%	67%
广州白云国际机场	89%	76%
北京首都国际机场	95%	92%

资料来源：公司官网，长江证券研究部（跑道按单日单跑道起降 500 作为极限计算）

3) **地理位置中性**。由于广州地处南方，执行欧美航线时绕航率较高，因此运营成本优势不明显，北京地理位置最优，绕航率最低，上海中性。

4) **竞争态势缓和，区域龙头**。珠三角五大机场竞争激烈，广州白云机场需应对深圳宝安机场国内线的竞争和香港赤腊角机场国际线的竞争；长三角虽然有杭州萧山机场和南京禄口机场也开通一些国际线，但上海浦东机场区域龙头的地位非常稳固；北京首都机场在京津唐地区、华北区甚至包括东北地区，在国际线方面占据绝对优势。

5) **空域还有空间**。据了解，为保障世博期间航班的准点率，上海新开一片空域，而其他两个机场暂无新开空域。此外，珠三角有五大机场（广州、香港、深圳、澳门和珠海），对空域资源的需求更为紧张。

6) **航权偏紧，但仍有潜力**。主要受俄罗斯第一航权（即领空飞越权）的影响，目前北京首都机场和上海浦东机场始发的欧线航权已满，但从上海浦东机场出发可以选择走南线，成本也不会太高，因此仍有潜力。

表 11：其他方面对比

	绕航率	竞争形势	空域	航权
上海浦东国际机场	较低	区域龙头	有空间，世博会会新开空域	欧线已满，但可通过走南线解决，成本也不高
北京首都国际机场	低	绝对优势	中性	欧线已满
广州白云国际机场	高	香港的国际线竞争 深圳的国内线竞争	紧张，珠三角五大机场	未满足

资料来源：长江证券研究部

4.3 京沪高铁影响小

在测算京沪高铁对机场的影响之前，我们需对航空的影响有一个大致预判。

4.3.1 京沪预判：航空略占优，但存在风险

我们按照旅客最关注的两个方面，即价格和效率，对京沪线上的高铁和航空做了简单对比：

1) 耗时对比，航空占优。即使考虑安检、市内接驳，京沪航线总耗时 3.5 小时，而高铁需 5 个小时。京沪线运行较为稳定，延误率并不太高，且目前相关单位正在提升准点率，确保达到 80% 准点。即使考虑延误，再考虑到航空频次小于高铁带来的等待时间，航空总行程也在 4 小时左右，航空占优。

2) 价格对比，高铁优势不显著。目前运行时间为 10 小时的京沪特快硬座/软座费率为 0.34-0.41 元，特快卧铺车为 0.50-0.55 元，据了解，京沪高铁将执行 600-800 票价，我们认为执行 600-800 票价的可能性不大。原因如下：

- 第一，如果参照武广线费率，京沪高铁费率在 0.46-0.73 元之间。
- 第二，如果参照武广线特快卧铺车与高铁票价 100% 的涨幅程度，京沪高铁费率在 1.00-1.11 元之间。
- 第三，据了解京沪高铁每公里的运营成本在 0.45 元-0.50 元之间。

综上，我们认为京沪高铁费率在 0.46-0.61 的可能性不大，持平并略高于特快软卧费率可能性更大，即 0.55 以上，而提前 5 天购买机票的费率在 0.67 元左右，实际价差在 100 元左右，高铁价格优势并不显著。

表 12：京沪线高铁、航空、动车费率和时间对比

出行方式	运行频次	运行时间 (小时)	总耗时 (小时)	价格(元)	距离 (公里)	费率 (元/公里)
航空	30 分钟	2	3.5	全价, 1130+40+50	1318	0.93
				5 天外, 790+40+50		0.67
高铁	高峰期 3 分钟	5	5	600-800	1318	0.46-0.61
动车	8 班	10	10	一等 543 元, 二等 453 元	1318	0.34-0.41
				卧铺上铺 655, 下铺 730		0.5-0.55

资料来源：铁道部，携程网，长江证券研究部

表 13：武广特快和高铁票价对比

	特快	高铁	涨幅
二等/硬卧	257	490	90.66%
一等/软卧	390	780	100.00%

资料来源：铁道部，长江证券研究部

3) 解决增量，分流存量，影响小于武广。据了解，京沪航线的航班量在今年几乎维持不变，且基本用宽体机运营，总供给座位数同比增长极为有限。我们判断未来需求仍将继续增长，

而运力遇到瓶颈。因此，高铁开通将有效解决增量，当然无可避免地将带走部分存量，但总替代率有望小于武广线。

4) 降价是最大风险。铁路乘客反映的高铁价格过贵、“被高铁化”等问题累计到一定程度，或许会触发铁道部下调高铁费率，或引入折扣概念，将对航空造成较大冲击。

综上，我们认为京沪高铁替代率应低于 1000 公里以上的平均替代率（25%），中性为 20%，悲观为 30%。

4.3.2 京沪高铁直接影响不到 1%

我们按照民航局公布的一类 1 级机场收费标准及 80%的客座率、70%的腹舱货邮载运率计算，得出各机型给机场带来的航空性收入（表 12）。目前京沪航空快线日均 43 班，从浦东机场始发的有 8 个航班（国航和东航各 4 班）。

我们以较悲观的高铁替代率 30% 计算，高铁开通后将减少航班 896 个/年，减少航空收入 1377 万元/年，仅占全年航班量的 0.54% 和航空收入的 0.60%。

表 14：浦东机场各客机收费理论值

机型	总收费
A320-200	7452
A330	20479
A321	8511
A300	16331
A340	16031

资料来源：CAAC, Boeing, Airbus, 公司公告, 长江证券研究部

表 15：京沪航线收入影响

序号	起飞时间	公司	机型	机场收入	始发机场	减少 30%的航班
1	07:30	东方航空	A333	20479	浦东	6144
2	09:30	中国国航	A340	16031	浦东	4809
3	09:35	东方航空	A300	16331	浦东	4899
4	11:20	中国国航	A321	8511	浦东	2553
5	14:10	东方航空	A333	20479	浦东	6144
6	16:00	中国国航	A340	16031	浦东	4809
7	20:55	中国国航	A330	20479	浦东	6144
8	21:50	东方航空	A320	7452	浦东	2236
汇总（元/天）						37738
汇总（万元/年）						1377

资料来源：携程网, 长江证券研究部

5.收费并轨逐渐临近，预计增厚业绩 20%以上

5.1 收费并轨时间窗口逐渐缩窄

2007 年 12 月 28 日，民航局和发改委共同发布了《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》（民航发〔2007〕159 号），其中的第三部分对内航外线收费标准做了定义，“在内地出境（入境）机场的航空性业务收费项目的收费标准基准价按照附件 4 中有关收费标准的 60% 执行”。同时，又在第五部分第十一条明确指出，“《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”。

该方案于 2008 年 3 月 1 日开始正式实施，至今已执行 3 年，距离并轨截止日越来越近。若按照文件规定在 2012 年前完成两次并轨，我们预计第一次并轨即将到来，且并轨方向应该是内航向外航标准靠拢。理由是：第一，受益消费升级、本币升值及旅行目的国批量开通，内航外线开始盈利，且未来将不断走好，航空公司方面的反对压力较之前下降；第二，随物价、劳动力成本等上涨，长远看来，机场需要通过提价来合理传导压力，我们认为最终都会提价，所以内航外线提价更为简单。

5.2 收费并轨有望增厚业绩 20%以上

我们按照民航发〔2007〕159 号文标准，对上海机场内航外线收费并轨进行模拟测算。考虑到国际航线机型复杂，但以宽体机为主的特点，为简化测算，在考虑窄体机和宽体机比例后，我们假设国际航线均用 300 个座位，最大起飞权重为 230 吨的机型执行。此外，我们按照平均生产量情况，假设：

- 1) 客机的客座率为 80%，货邮载运率为 70%；
- 2) 全货机载运率为 70%；
- 3) 每月 450 个全货机航班（目前大约有 15 架内航全货机，假设每日 1 个国际航班）。

表 16：内航外线收费理论值（全价）计算

序号	项目	收费	备注
1	起降费	10280	8600+56×（最大起飞权重-200）
2	停场费	0	假设停场在 2 小时以内
3	客桥费	800	双桥，每小时 400 元
4	旅客服务费	16800	70 元/人
5	旅客安检费	2880	12 元/人
6	货邮安检费-腹舱	10212	70 元/吨，腹舱可用货邮载运量需扣除旅客和行李，按国际标准每人 90KG
7	货邮安检费-全货机	11270	70 元/吨
8	理论值-客机	40572	1+2+3+4+5+6
9	理论值-全货机	21550	1+7

资料来源：CAAC，发改委，长江证券研究部

2010 年，公司总起降架次为 332127 个，即 166063 个航班。国外航线约占 48%，其中外航外线 32%，内航外线 16%，即 26570 个航班。再考虑我们之前假设，内航外线中，全货机 450 个/月，即 5400 个，那么客运航班为 21170 个。

若收费并轨至 100%，2010 年公司将额外增加航空收入 3.93 亿，由于该部分额外收入并没有带来任何成本的增加，我们仅需扣除营业税金 3.97%，即为利润总额项目额外增加 3.78 亿，增厚利润总额 22.64%。

若未来分 2 年实现收费并轨，则每年额外提升业绩 10%。

表 17：收费并轨测算

	航班量	收入增加（万元）
货运航班	5400	4654.80
客运航班	21170	34695.01
总计	26570	39349.81

资料来源：公司公告，长江证券研究部

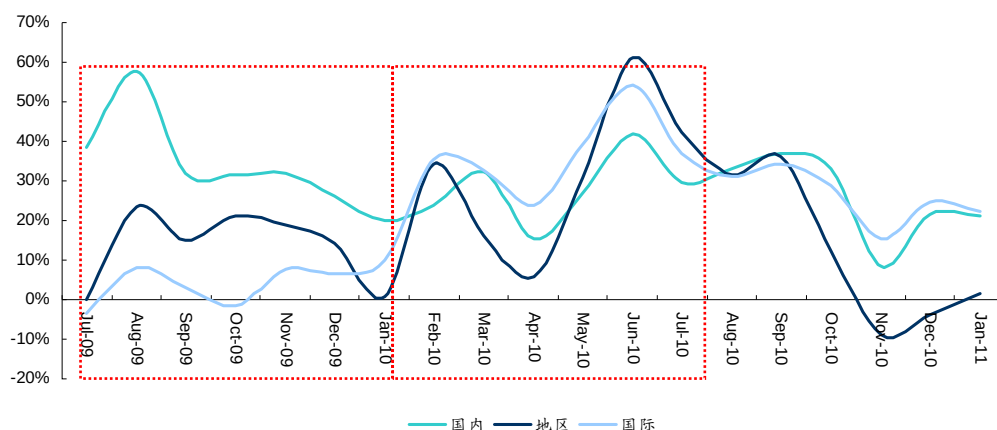
6. 后世博过于悲观，日本地震利于浦东崛起

6.1 世博增量中，高稳定度的国内旅客占 3/4

我们认为，访华旅客每年增幅相对稳定且平均分布，但由于世博会这种大型活动发生，将导致国际游客出行年份的相对集中，即可能导致未来 1-2 年后前往中国旅行的计划提前至 2010 年进行。但对国内旅客而言，第二年再次前往上海旅行的可能性大于国际旅客，出差、探亲等选择飞机为交通工具的比例也在不断提升，影响相对较小。即使从最悲观的角度考虑，国内旅客单位收入较低，对收入的影响也较小。

从世博会期间，浦东机场旅客吞吐量同比增幅看，地区和国际增幅巨大，但并不代表增量中国际旅客占比就高。从更远的时间开始观察，我们发现，今年世博期间的高增速来自于早前的低基数。同样，世博期间国内旅客吞吐量增幅略低也由于历史高基数造成。

图 26：浦东机场旅客吞吐量同比增幅



资料来源：Wind，长江证券研究部

再配合入境旅客变化看，2008 和 2009 由于外部经济不景气和缓慢恢复，国外入境旅游人数增幅有限，2010 年经济回暖，全国入境旅游人数同比增长 22%，上海高出全国水平 16 个百分点，约 82 万人，我们认为这部分由世博带动。2010 年上海机场旅客吞吐量增幅高于行业 10 个百分点，约 391 万人，我们也认为受益于世博会，因此，世博旅客约 25.7%来自国外。

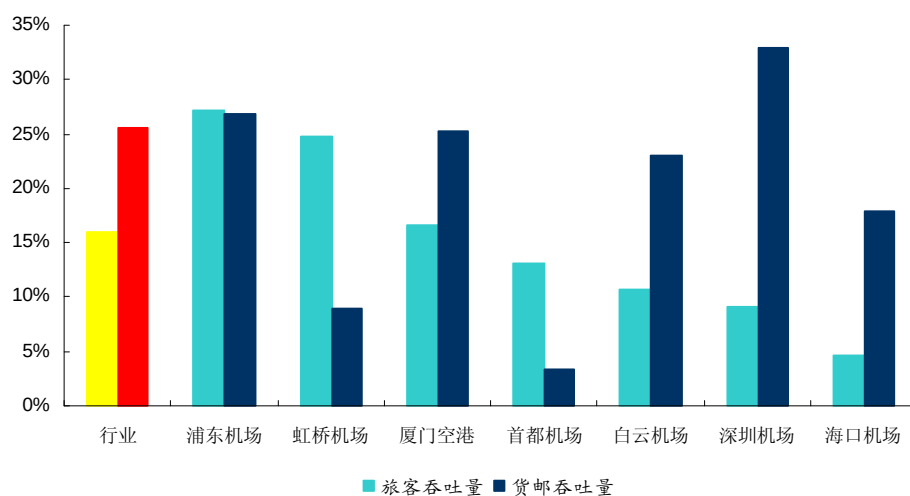
由于 3/4 的额外增量来自国内旅客，而我们也分析了国内旅客具有高稳定性，因此，我们认为后世博时期，旅客吞吐量增幅可以维持在较为稳定的水平。此外，经过世博洗礼，公司的服务保障、流程效率等都获得了长足的进步。

表 18：入境旅客同比变化

	上海入境旅游人数（万）	同比增幅	全国入境旅游人数（万）	同比增幅
2007	520.10		1314.08	
2008	526.47	1%	1203.96	-8%
2009	533.39	1%	1013.27	-16%
2010	733.72	38%	1238.2	22%

资料来源：聚源数据，长江证券研究部

图 27：国内主要机场运营数据同比增速



资料来源：公司财报，Wind，长江证券研究部

6.2 日本地震短空长多

6.2.1 日本地震影响公司总收入约 5%

目前，上海前往日本的客运航班日均约为 38 个，除福岛航线停航外，其余均正常运作。这部分航班占 2010 年总航班量的 8.4%，若考虑自然增长，今年占比将低于 8%。国际线机型较大且单位收入较高，因此，我们估计日本航线约占公司航空性收入的 10%。受地震影响，最悲观预测，外航外线全部停止运营，内航外线改飞国内航线（由于上海时刻宝贵，国内公

司放弃时刻资源可能性很小），根据内航外线按外航外线 60% 的标准收费，我们预计公司将损失约 7% 的航空收入（其中内航外线 0.25%，外航外线 6.25%）。再考虑占比 40% 的非航收入影响较小，预计影响总收入的 5% 左右。

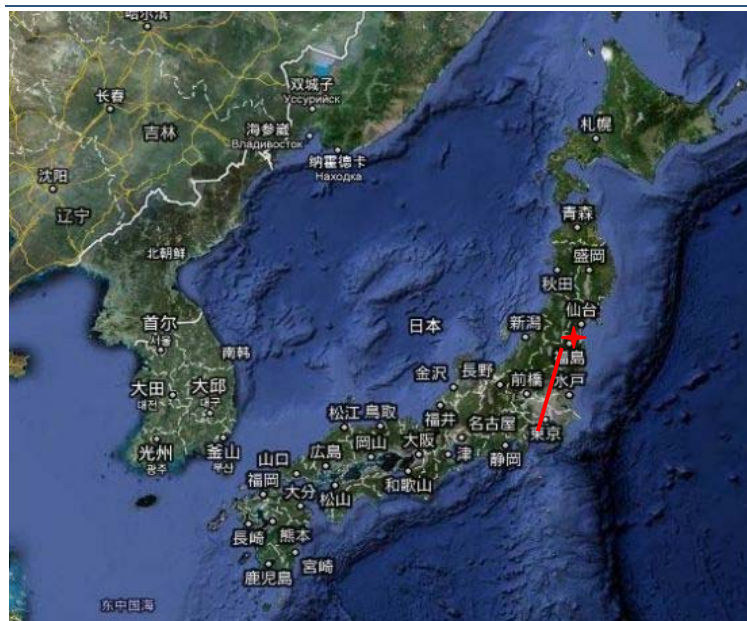
6.2.2 日本地震利于浦东崛起

近日，法国核安全局将日本福岛第一核电站多个核反应堆发生爆炸列为 6 级事故，仅次于 1986 年切尔诺贝利核电站的 7 级。

目前，核污染事件继续升级。厚生劳动省宣布，福岛县盘城市的蘑菇验出放射碘和铯超标，继蔬菜、奶制品和鱼类后停止付运。此外，政府已下令禁止福岛、茨城、栃木和群馬 4 县生产的菠菜、牛奶等食品上市。

东京距离核泄露源头福岛县仅 250 千米左右，对于核辐射的担忧，不但使前往日本的旅客在一定时期内大幅下降，还将严重影响东京这个东北亚中转枢纽的地位。而上海凭借其较低的收费标准、正在全力打造“四进四出”航班波的基地公司、较大的产能利用空间，在东北亚枢纽机场的排位竞争中占据优势。

图 28：日本东京距离福岛核电站仅为 250 千米



资料来源：Google Earth，长江证券研究部

7.资产注入提供想象空间，迪斯尼提供长期利好

7.1 资产注入预期愈加强烈

公司 2010 年报披露，2004 年资产置换时承诺的“维持当时可能存在的竞争态势及为了在条件具备的情况下逐步消除并进一步避免与公司之间的同业竞争”，履行情况为：“上海机场（集团）有限公司在公司股权分置改革时承诺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，并一如既往地注重和保护股东利益，并已开展了先期的研究工作”。自去年开

始，上海国资整合一路推行，因此我们认为，虽然资产注入进度略低于预期，但仍有进展，值得期待。

7.1.1 虹桥二期成本高，经营租赁可能性更大

目前，虹桥机场共有两期：一期为 3400 米的 4E 跑道和 8.2 万平方米的航站楼（其中 A 楼 5 万平方米，B 楼 3.2 万平方米），二期为 3300 米的跑道和 36.26 万平方米的航站楼。据公开资料显示，虹桥二期投资约 150 亿，我们认为虹桥二期的注入将增加公司资产和折旧，或拉低 ROE 和 EPS 水平。参考机场扩建的两种模式，即股份公司自建和集团建造股份租赁，我们认为虹桥二期采用经营租赁的方式更利于提升公司的 ROE 和 EPS。

此外，上海机场（集团）有限公司与香港机场管理局合资成立上海沪港机场管理有限公司（注册资本为 1 亿元，上海机场集团占 51% 股权，香港机场管理局占 49% 股权，自 2010 年起合资 20 年），管理虹桥机场新旧两个航站楼、虹桥综合交通枢纽东交通中心与旅客流程相关区域，以及航站楼商业零售业务。虽然港机管局入主管理可能对虹桥利润提升有帮助，但合资公司的存在导致部分利润流出公司。

7.1.2 账上现金有限，股权融资可能性更大

根据 2003 年资产置换实施公告，虹桥机场资产评估价值为 200876 万元。截止 2010 年期末，公司拥有现金 140905 万元，即使只注入虹桥一期，也需融资，即贷款、或发债、或股权融资。从保证 ROE 和 EPS 提升角度出发，我们认为贷款或发债为优选。但从股东利益考虑，或二期一并注入考虑，我们认为股权融资可能性更大。

7.1.3 货站等资产亦有可能一并注入

在虹桥二期投产转场后，虹桥一期仅剩下春秋航空的部分航班及少量日韩包机航班（包括全日空、日本航空、韩亚航空、大韩航空、长荣航空、东方航空），航班量的大幅下降导致虹桥一期航空及非航收入下降，因此，我们认为，虹桥一期的 ROE 和 EPS 水平未必高过浦东机场，即使仅注入一期，也未必能够实现市场上普遍认为的 15% 增厚。

从国内其他上市机场看，货站、物流一般都是上市公司的子公司，而上海机场的货站、航食、机场快线等均在集团下面，而我们认为这些公司基本的 ROE 和 EPS 都较高，为实现注入有增厚，我们认为还有可能随之一并注入的公司有：上海浦东国际机场货运站有限公司（母公司的控股子公司）、上海空港巴士有限公司（母公司的控股子公司）、上海虹港仓储公司（母公司全资子公司）、上海启航停车场管理有限公司（母公司全资子公司）。

表 19：国内上市机场子公司一览

主要子公司及股权	
白云机场	航食 70%，快线 75%，货站 30%，物流 29%
厦门空港	货站 58%，物流 28%
深圳机场	快线 90%，贵宾服务 90%，货站 50%，物流 100%

资料来源：公司财报，长江证券研究部

7.1.4 虹桥注入后，空铁联运又是一大看点

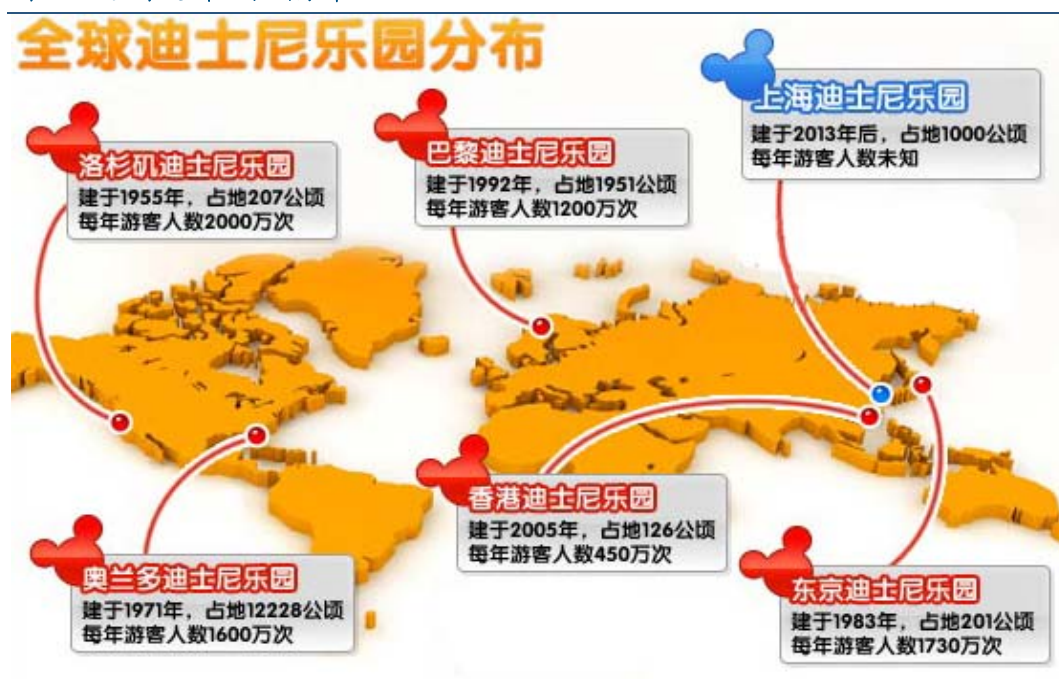
虹桥综合交通枢纽集合了高速铁路、城际和城市轨道交通、公共汽车、出租车及航空港紧密衔接的现代化大型综合交通枢纽，将是国内最有可能实现高铁-航空零转乘的枢纽，两种交通方式或将互相促进，为虹桥航空客运量增长提供额外增量。

7.2 迪斯尼提供长期利好

上海迪斯尼项目已正式动工，选址在浦东新区川沙新镇，距离浦东机场仅十多分钟车程，占地 116 公顷，乐园一期预计于 2013 年建成，2015 年正式开园。

参照东京迪斯尼乐园，且考虑上海较东京更为便宜的出游成本，上海迪斯尼乐园将更受亚太地区迪士尼迷的欢迎，我们认为每年入园人数将超过 2000 万人次。此外，若出入境管理单位和航空公司能够提供类似新加坡虎航（新加坡航空旗下的低成本子公司）的中转服务，将助中转旅客量提升及国际枢纽打造一臂之力。（只要购买新加坡虎航 Combo 产品的旅客，在新加坡中转若超过 6 个小时以上，便可乘坐定期发车开往市区的免费市内接驳巴士，观光和购物。且只需在机场到达厅的访客中心进行登记）

图 29：全球迪斯尼乐园分布



资料来源：百度百科，长江证券研究部

8. 折旧先苦后甜，投资收益稳定增长，ROE 还有 50% 上升空间

8.1 折旧政策激进，2013 年 ROE 将出现飞跃

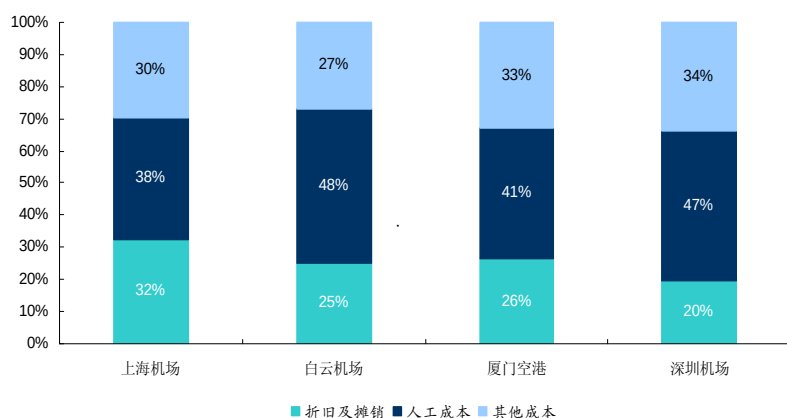
通过对比国内四个上市机场，我们发现，上海机场折旧率最高，短期内会拉低公司业绩，但中长期看，优势即将逐步体现，比如运输设备和机器设备的折旧率都是行业最高的，折旧期仅为 6 年。这意味着，随 2008 年二号航站楼和三号跑道而投入的相关机器、运输设备，在 2012 年即可结束折旧。

折旧成本占据公司总成本的 32%，我们认为自 2013 年起，公司毛利率和 ROE 将出现质的飞跃。

表 20：国内上市机场主要资产折旧率一览

折旧项目	上海机场	深圳机场	白云机场	厦门空港
房屋及建筑物	2.77-12.13%	2.74-4.80%	2.43-12.13%	3.17%
机器设备	9.70%	4.80-9.60%	6.47-9.70%	6.33%-9.50%
运输设备	16.17%	9.60-12.00%	16.17%	9.50%

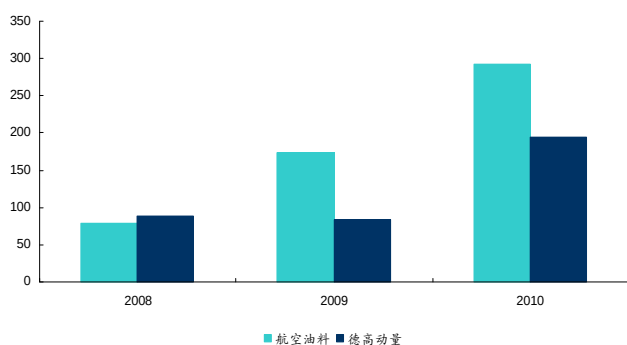
资料来源：公司财报，长江证券研究部

图 30：国内上市机场成本分拆（2010 年）


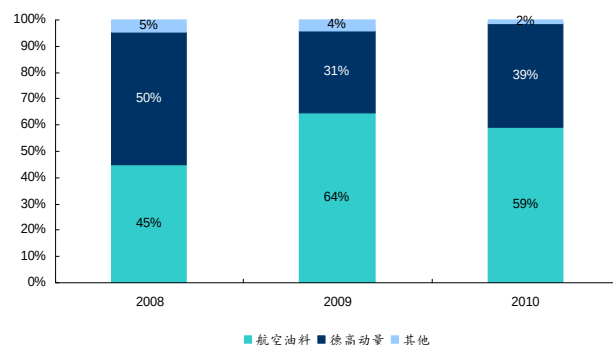
资料来源：公司财报，长江证券研究部（其中人工成本按“本年支付+本年应付-上年应付”计算得出，与实际值可能有出入）

8.2 投资收益稳步提升

投资收益 90%以上来自航空油料和德高动量。由于油料公司大部分航油国际采购，而约 50%的油需按国内价格销售给国内公司，若国际价格高于国内，有亏损风险，该扭亏为盈主要得益于国内外油价联动，价差消除。近几次国内提价幅度小于国际，短期内油料公司存在利润下降风险。德高动量收入与旅客吞吐量增长和物价上涨同向，可以实现稳定增长。

图 31：2008-2010 年投资收益（百万）


资料来源：公司财报，长江证券研究部

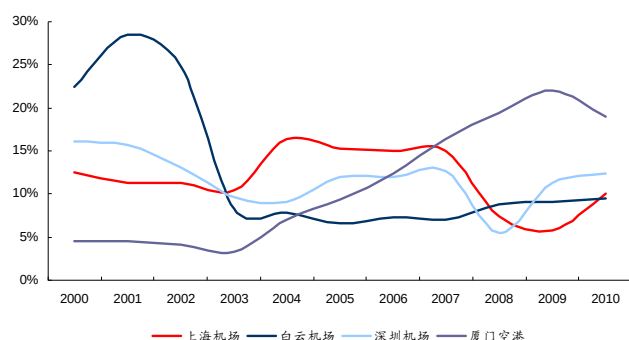
图 32：2008-2010 年投资收益细分


资料来源：公司财报，长江证券研究部

8.3 ROE 和毛利率已企稳回升，还有 50% 上升空间

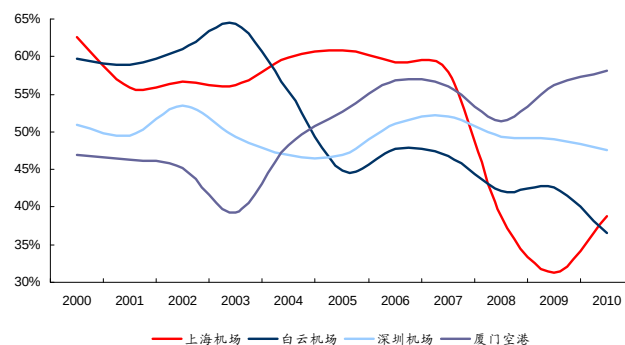
2003 年完成资产置换，由于浦东机场不存在收入分成，叠加非典过后，ROE 和毛利率迅速提升。2008 年内外交困，收入下行，且二期投产，折旧增加，ROE 和毛利率迅速下滑，目前已企稳回升，我们认为毛利率和 ROE 距离历史正常水平还有 50% 的上升空间，此外 2013 年折旧减少将锦上添花。

图 33：2000-2010 年国内上市机场 ROE



资料来源：公司财报，长江证券研究部

图 34：2000-2010 年国内上市机场毛利率



资料来源：公司财报，长江证券研究部

9. 盈利预测和风险提示

按照公司目前的产能利用率，及航站楼在超设计容量运营时所表现出来的高弹性，我们认为公司在未来 3-4 年无大型资本开支。我们对公司 2011-2013 年的业绩预测分别为 0.77 元、0.87 元和 1.04 元，对应 PE 为 19.26 倍、17.14 和 14.32，维持“推荐”评级。

风险提示

日本核泄漏事件升级，国际油价继续快速上涨，航空需求增幅低于预期，疾病、自然灾害等突发事件。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4186	4717	5344	6061	货币资金	1409	3038	4766	6736
营业成本	2560	2734	2937	3162	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1627	1983	2407	2899	应收账款	1063	1197	1357	1539
% 营业收入	38.9%	42.0%	45.0%	47.8%	存货	18	20	21	22
营业税金及附加	166	187	212	241	预付账款	7	7	8	8
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	2583	4438	6423	8671
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	149	165	183	203	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.5%	3.4%	3.4%	长期股权投资	1446	1867	2308	2778
财务费用	138	121	114	107	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.3%	2.6%	2.1%	1.8%	固定资产合计	13034	12289	11543	10799
资产减值损失	-1	2	2	3	无形资产	380	371	363	355
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	494	500	525	551	递延所得税资产	54	0	1	1
营业利润	1668	2008	2420	2896	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	39.8%	42.6%	45.3%	47.8%	资产总计	17502	18970	20643	22610
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	1669	2010	2421	2897	应付款项	78	82	88	95
% 营业收入	39.9%	42.6%	45.3%	47.8%	预收账款	7	7	8	9
所得税费用	263	402	605	724	应付职工薪酬	197	210	225	241
净利润	1406	1608	1816	2173	应交税费	100	138	191	226
归属于母公司所有者					其他流动负债	430	459	492	529
的净利润	1310.7	1492.7	1677.6	2007.4	流动负债合计	812	897	1005	1100
少数股东损益	95	115	139	166	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.68	0.77	0.87	1.04	应付债券	2500	2500	2500	2500
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	-16	-16	-16	-16
经营活动现金流净额	2248	2044	2170	2462	负债合计	3296	3381	3489	3584
取得投资收益	82	0	0	0	归属于母公司	14053	15322	16748	18454
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	152	267	405	571
无形资产投资	0	-3	-3	-3	股东权益	14205	15589	17154	19026
固定资产投资	-521	-67	-73	-81	负债及股东权益	17502	18970	20643	22610
其他	82	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-439	-70	-76	-84		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.680	0.775	0.871	1.042
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.29	7.95	8.69	9.58
银行贷款增加 (减少)	-470	0	0	0	PE	21.93	19.26	17.14	14.32
筹资成本	307	-345	-366	-408	PEG	1.44	1.26	1.12	0.94
其他	-614	0	0	0	PB	2.05	1.88	1.72	1.56
筹资活动现金流净额	-777	-345	-366	-408	EV/EBITDA	11.35	9.55	7.87	6.39
现金净流量	1032	1629	1728	1970	ROE	9.3%	9.7%	10.0%	10.9%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，资深分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

分工	电话	E-mail
伍朝晖 副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露 华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷 华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨 华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪 上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖 深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。