

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)65751772 shenxf@cjsc.com.cn

增幅符合预期，多重利好待兑现

事件描述

（1）上海机场今日公布3月生产数据：1）航空供求差距不再持续扩大，导致客货吞吐量增幅不及起降架次增幅，1季度客量增幅约为8%，符合预期；2）日均起降架次同比环比均上升，增幅约为5%，持平08-09两年，但低于去年。

（2）市场表现：机场具有强防御性：1）机场收入模式不同于航空，即使需求增幅放缓也仅影响其一部分收入；2）上市机场均地处一二线重要商务城市，商旅客和国际客占比高，油价上涨对该类旅客需求影响微弱；3）内外航收费并轨不断逼近，强于大盘；上海机场利好预期最多，涨幅最猛，其余公司均弱于指数。

（3）投资建议：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19.15倍、17.36倍和14.50倍。我们认为：1）国际航线有需求且高杠杆，高铁出现后加速航空公司运力转移，利好大型枢纽机场，公司产能保障空间最大，受益最多；2）非航业务基数低、空间大，随客量增长和结构优化增长快；3）日本地震短空长多，为国际枢纽打造提供机会；4）地面资源利用率最低确保中长期无大型资本开支，折旧政策激进，共同推动ROE不断走高，且对比历史，目前ROE和毛利率均还有50%的提升空间。此外，虹桥资产注入、内外航收费并轨两个事件将增厚公司业绩；目前都未兑现，随项目的推进，将催化公司股价，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，航空供求差距不再持续扩大，导致本月客货吞吐量增幅不及起降架次增幅，1季度客量增幅约为8%，符合预期。

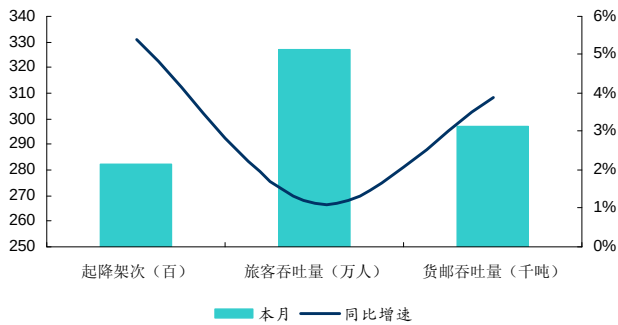
本月，上海机场实现起降架次2.82万个、旅客吞吐量327.19万人次、货邮吞吐量29.68万吨，同比涨幅分别为5.4%、1.12%和3.89%。旅客吞吐量和货邮吞吐量增幅均低于起降架次，我们认为：1）航空供给和需求增幅从过去的需求大于供给，到近2个月的供求同步增长，因此，供求差距没有进一步拉大的情况下，客座率和载运率增幅放缓；2）日本地震导致赴日旅客减少，归国旅客增加，我们估计往返程总体还是略有下降，但日本航线约占10%，因此对总量影响有限。

1-3月，公司累计起降架次和旅客吞吐量同比增幅约为8%，货邮吞吐量略低于去年同期。

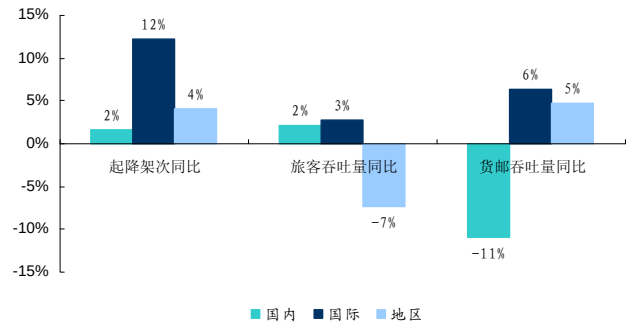
分地区看，国际客货皆好，国内客好货差，地区客差货好。总体看，货好于客。

分年度看，2009年受经济危机影响出现负增长，经过2010年的恢复性增长和自然性增长，由于基数原因导致同比增幅异常的情况已经不再。

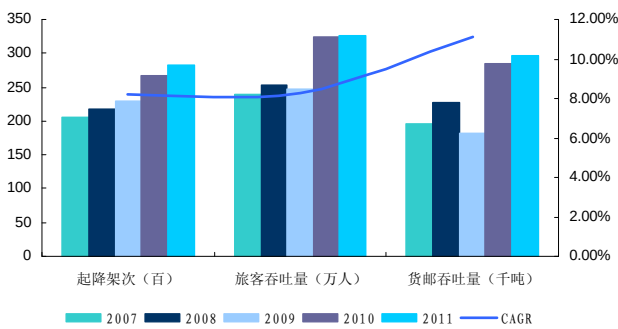
2007-2011复合增长率表现：旅客和货邮吞吐量均高于起降架次。

图 1: 本月上海机场生产指标同比 (总体)


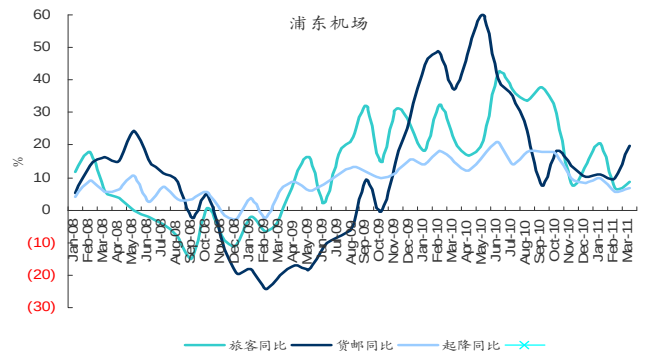
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 本月上海机场生产指标同比 (分地区)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 上海机场 2007-2011 年生产指标变化 (本月)


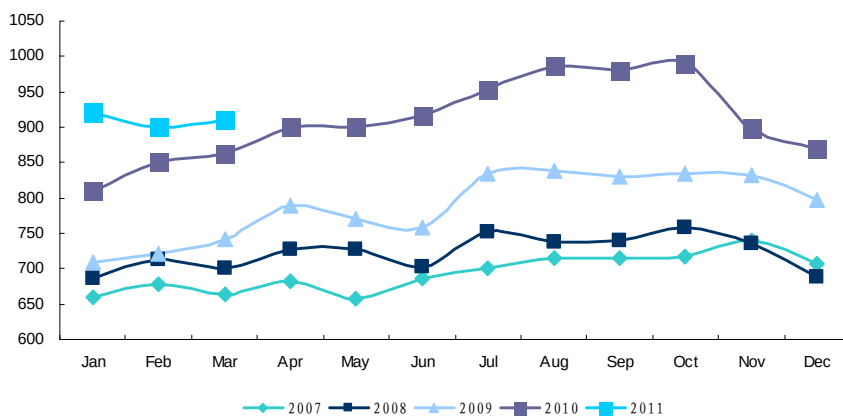
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 上海机场 2008-2011 年主要生产指标同比增速


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 日均起降架次同比环比均上升, 增幅约为 5%, 持平 08-09 两年, 但低于去年。

本月日均起降架次同比和环比分别增加 47 个和 10 个, 同比增幅约为 5%, 持平 08-09 两年, 但低于去年。

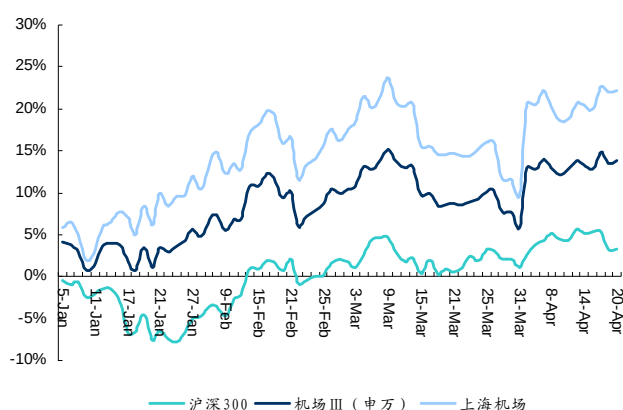
图 5: 上海机场日均起降架次


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三，强防御性，机场强于大盘，公司拉高行业指数。

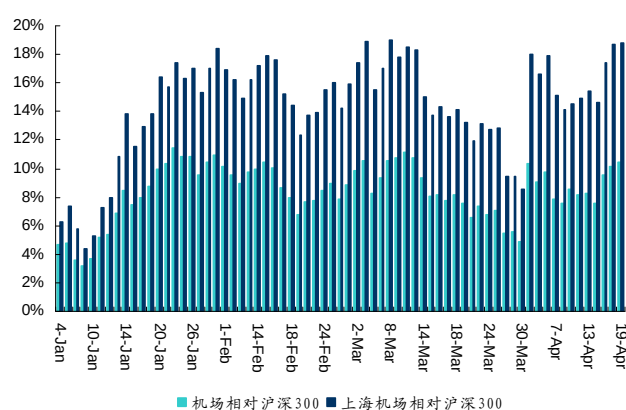
机场具有强防御性：1）机场收入模式不同于航空，即使需求增幅放缓也仅影响其一部分收入；2）上市机场均地处一二线重要商务城市，商旅客和国际客占比高，油价上涨对该类旅客需求影响微弱；3）内外航收费并轨不断逼近。因此，在大盘震荡时颇受青睐，自年初为基数，行业指数大幅跑赢大盘。而公司受资产注入、收费并轨、非航收入增长、国际航线快速增长等多重利好预期，带动指数上行，导致指数内其余公司涨幅均弱于指数。

图 6：沪深 300、机场指数、深圳机场相对期初的表现



资料来源：wind，长江证券研究部（2011 年 1 月 4 日为基数）

图 7：机场指数、上海机场相对沪深 300 的表现



资料来源：wind，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

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 19.15 倍、17.36 倍和 14.50 倍。我们认为：1）国际航线有需求且高杠杆，高铁出现后加速航空公司运力转移，利好大型枢纽机场，公司产能保障空间最大，受益最多；2）非航业务基数低、空间大，随容量增长和结构优化增长快；3）日本地震短空长多，为国际枢纽打造提供机会；4）地面资源利用率最低确保中长期无大型资本开支，折旧政策激进，共同推动 ROE 不断走高，且对比历史，目前 ROE 和毛利率均还有 50%的提升空间。此外，虹桥资产注入、内外航收费并轨两个事件将增厚公司业绩；目前都未兑现，随项目的推进，将催化公司股价，维持“推荐”评级。

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	22.21	19.51	17.36	14.50
筹资成本	307	-345	-366	-408	PEG	1.46	1.28	1.14	0.95
其他	-614	0	0	0	PB	2.07	1.90	1.74	1.58
筹资活动现金流净额	-777	-345	-366	-408	EV/EBITDA	11.49	9.68	7.98	6.48
现金净流量	1032	1629	1728	1970	ROE	9.3%	9.7%	10.0%	10.9%

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

姓名	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。