

上海机场 (600009.SH)

机场行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 13.12 元
 目标(人民币): 18.70-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,093.48
 总市值(百万元) 25,281.69
 年内股价最高最低(元) 15.30/11.66
 沪深 300 指数 3113.71
 上证指数 2810.48



相关报告

1. 《非航收入继续快速增长》，2011.5.3
2. 《国际航线和非航收入带来高增长》，2011.2.27
3. 《股价与基本面背离,未来迪斯尼将形成利好》，2010.11.8

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

非航收入引领高增长

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.367	0.680	0.851	1.112	1.363
每股净资产(元)	6.66	7.29	7.94	8.80	9.60
每股经营性现金流(元)	0.61	1.17	0.63	1.32	1.55
市盈率(倍)	47.52	18.22	15.51	11.87	9.68
行业优化市盈率(倍)	24.21	18.29	18.48	18.48	18.48
净利润增长率(%)	-17.84%	85.56%	25.10%	30.70%	22.55%
净资产收益率(%)	5.50%	9.33%	10.72%	12.64%	14.19%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **短期流量增速放缓提供买点。**受到日本地震影响和去年世博会高基数的影响, 公司流量增速大幅放缓, 但公司作为国际枢纽并且坐拥发达的经济腹地, 未来流量增速仍将保持快速增长, 因此短期的减速导致股价的下跌将给长期投资者带来良好的买点。
- **非航收入引领业绩高增长。**公司今年在国际专业咨询公司的帮助下进行流程改造, 年底也有望扩大商业租赁面积 30%以上, 我们预计今明两年商业收入将迎来爆发式增长, 从而即使在流量增速缓慢的情况下也将驱动公司业绩实现快速增长。
- **公司产能利用率有很大提升空间, 高经营杠杆带来高业绩弹性。**公司近几年没有特别大的资本开支, 其成本将相对固化, 我们之前一直强调公司收入的增长将带来业绩的更快增长, 从而给公司带来很大的业绩弹性, 近几年业绩的快速增长也印证了我们之前的判断。而浦东机场尚有近 50%的产能提升空间, 虹桥机场的产能利用率也仅为 60%左右, 所以公司未来业绩增长空间巨大, 高经营杠杆带来的业绩弹性将使投资者彻底摆脱公司为纯粹防御性公司的传统观念。
- **未来将面临众多的催化剂。**包括业绩超预期、内行外线收费并轨、可能在资产注入以及迪斯尼的推进等。
- **高铁影响不必悲观。**首先高铁对浦东机场的影响非常小, 而对虹桥机场的影响静态测算相对较大, 但由于之前航班时刻紧张, 航空公司完全可以将高铁分流而减少的航班时刻资源用于其它航线, 从而使影响远低于静态测算的影响。

估值与投资建议

- 不考虑资产注入与收费并轨, 预计 2011、2012 年 EPS 0.85、1.11 元, 如果考虑这些因素, 2012 年业绩有望达到 1.3 元, 对应 2012 年保守 EPS 预测 17-20 倍的市盈率, 其合理价格为 18.70-22.00 元, 我们认为价值存在低估, 公司业绩正进入新一轮的增长期, 是可攻可守的良好投资标的。

风险

- 全球经济的二次探底, 但公司也将提供相对收益。

内容目录

2011 年流量低速增长提供长期买点	4
日本地震及世博高基数导致 2011 年流量增速放缓	4
国际枢纽地位将促使公司流量未来继续高速增长	4
高铁分流影响不必悲观	6
非航收入引领爆发式增长	8
过去几年非航收入已经持续高增长	8
商业收入将引领非航收入继续爆发式增长	9
低产能利用率带来高业绩弹性	11
公司的产能利用率还有很大的提升空间	11
高经营杠杆带来高业绩弹性	12
浦东航油公司带来的投资收益保持稳定增长	14
航油进口关税下调及国内航油的市场化将有利于投资收益的稳定与提升 ...	14
资产注入、内航外线收费并轨及迪斯尼有望成为催化剂	15
国际航线收费并轨临近	15
资产注入有望启动	15
迪斯尼提供长期利好	16
投资建议—业绩高增长，价值被低估，买入良机	17
公司价值被低估	17
盈利预测与估值：业绩进入新一轮增长期	18
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：浦东机场起降架次同比增速	4
图表 2：浦东机场旅客吞吐量同比增速	4
图表 3：美国、日本和中国人均年乘机次数对比	5
图表 4：日本国际旅游支出在 70 年代消费升级和 80 年代汇率升值下快速增长	5
图表 5：上海机场辐射人口与欧美比较（万人）	6
图表 6：2010 各省 GDP 排名	6
图表 7：2010 年公司各项收入的同比增长率	8
图表 8：公司各项收入的比重变化	8
图表 9：商业及非航收入占收入比重逐年提升	9
图表 10：商业收入迎来爆发式增长	9
图表 11：公司商业面积与国内外机场比较	10

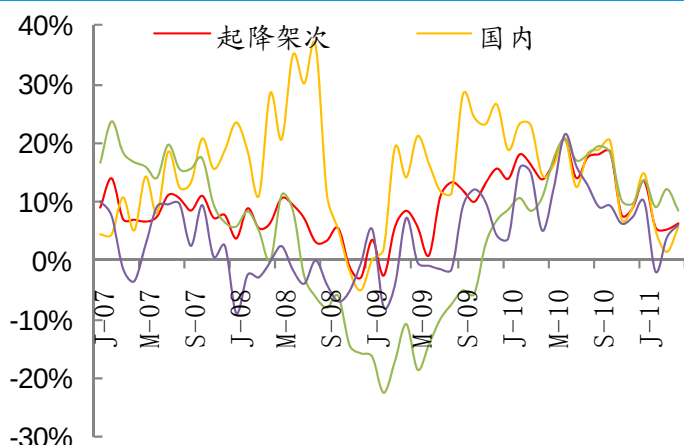
图表 12: 全球主要机场非航收入占比	10
图表 13: 机场的建造周期以及各上市机场所处的阶段	11
图表 14: 国内各主要机场的产能利用率比较.....	12
图表 15: : 公司的主要成本构成	12
图表 16: 2007 年以来季度营业利润率.....	12
图表 17: 销售净利率与产能利用率的回升	13
图表 18: 公司未来销售净利率变化.....	13
图表 19: 上市机场与所在国资本市场指数的市盈率比较.....	17
图表 20: 09 年以来股价基本原地踏步	18

2011 年流量低速增长提供长期买点

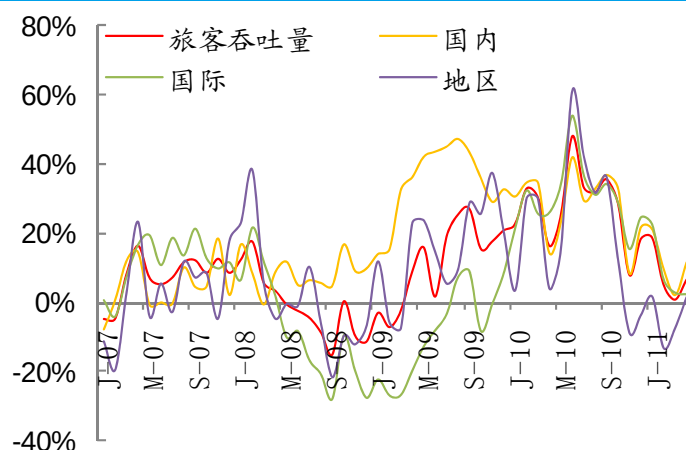
日本地震及世博高基数导致 2011 年流量增速放缓

- 2011 年，国内航线的增速出现明显回落，主要原因是去年世博会的高基数。去年由于上海两场增速高出行业增速达到了 17 个百分点左右，持续时间将高达 6 个月，基本上透支了明年上海国内航线市场的增幅，叠加经济调整本身带来的影响，导致增速回调。
- 国际航线也同样遭遇日本地震及欧美经济减速的影响，导致增速同样出现放缓，5 月增速也降到了各位数水平。
- 我们认为这两个因素都是短期干扰因素，而这种短期干扰因素反而会给长期投资者提供一个非常好的买点。

图表1：浦东机场起降架次同比增速



图表2：浦东机场旅客吞吐量同比增速

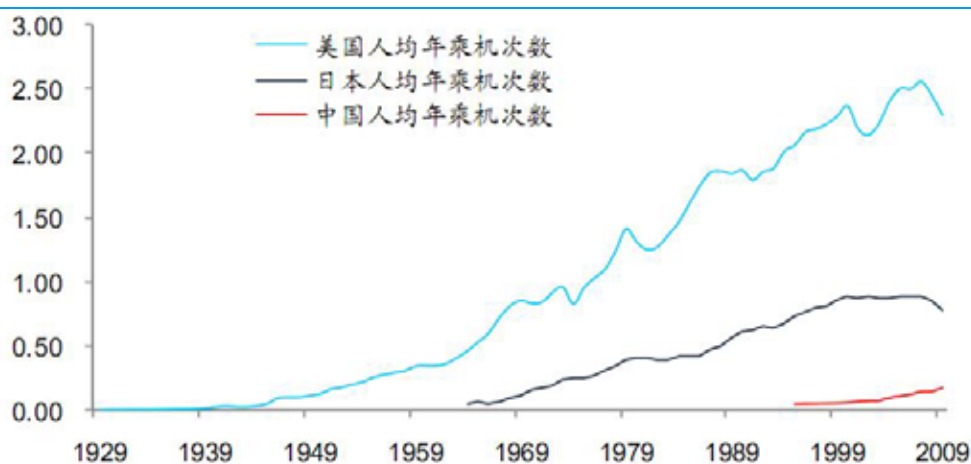


来源：国金证券研究所

国际枢纽地位将促使公司流量未来继续高速增长

- 中国人均乘机次数与美国、日本的巨大差距显示了中国航空业未来增长的空间广阔。
 - 美国在人均乘机次数达到 0.17 次之后，还保持了近 20 年的复合增长率达到 12% 的高增长期，到 1970 年，人均乘机次数增加了 5 倍，而旅客量增加了近 7 倍，之后还有将近 30 年 5%-7% 的中速增长期。
 - 我国人均 GDP 仅 4000 美元左右，从美国、日本和韩国的发展过程看，我国航空消费升级远未结束，在经济回暖的情况下，航空消费仍有望实现继续快速增长。

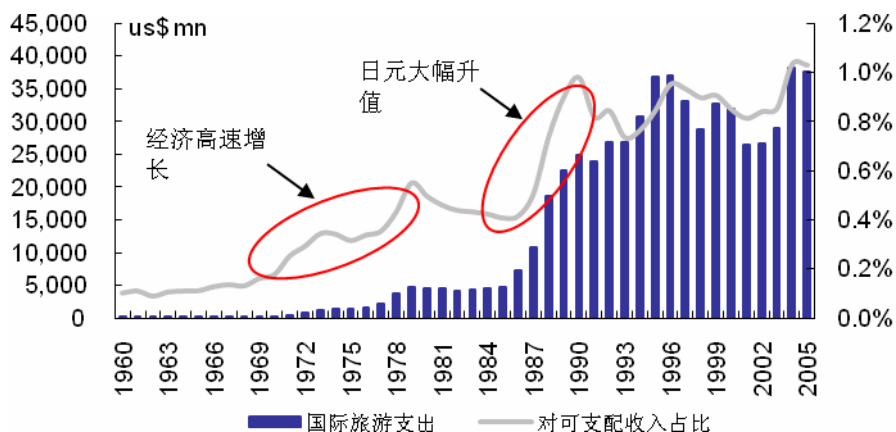
图表3：美国、日本和中国人均年乘机次数对比



来源：国金证券研究所

- 更重要的是，随着我国居民收入的提升，国际航线消费，叠加未来人民币升值、欧美等国家对我国旅游签证的放松的正面刺激，我们认为我国国际旅游将日将普及（尤其是华东地区收入水平已经到了国际旅游爆发式增长的临界点），这将成为未来驱动国际航线高增长的原动力。
- 70年代初日本人均 GDP 达到 3500 美元，在其后 8 年左右的时间中，国际航线复合增长率达到了 28%，比国内航线的复合增长率 18% 还高出 10 个百分点。
- 日本签证政策的变化可能是西方国家对我国签证政策放松的前奏，日本于今年 7 月 1 日起，对中国公民赴日个人游实施签证新政策，符合条件的申请人可申办三年有效、多次往返、每次最多停留 90 天的观光旅游签证。签证政策的放松将继续推进国际航线的需求回升。
- 未来人民币升值有望加速国际旅游和国际航空需求的快速增长。因为人民币升值不仅增加了居民国际旅游的航空票价支付能力，而且使居民的国外旅游和购物变得更加便宜，从而促进国际旅游支出和国际航空需求的快速增长。
- 随着短期日本地震的影响逐步消除（据我们的了解，日本航线的旅客需求恢复状况良好），我们认为公司国际航线的增速将出现逐步回升，而未来仍有望实现较快增长。

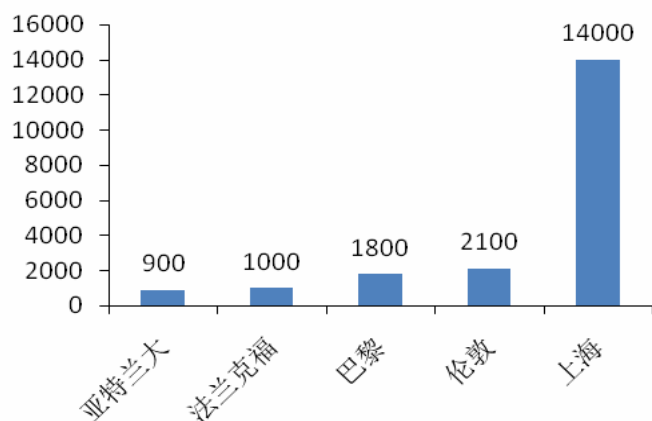
图表4：日本国际旅游支出在 70 年代消费升级和 80 年代汇率升值下快速增长



来源：国金证券研究所

- 浦东机场的国际航空枢纽的定位、强大的经济腹地支持将使公司未来充分享受国际航线的高增长。
- 作为建设国际金融中心的客观要求，上海必将成为重要的国际航空枢纽。纵观目前世界上主要的金融中心，比如纽约、伦敦、东京、香港和新加坡等，它们都是主要的航空中转地。
- 上海两场（浦东+虹桥）坐拥上海本地 2300 万常住人口，再加上腹地江苏和浙江，总数超过 1.4 亿，远高于欧美的一些著名机场，如法兰克福机场，伦敦机场。就腹地经济总量的绝对数量和增长速度而言，上海机场所在的长三角也远高于白云机场所在的珠三角和首都机场所在的渤海湾，从机场所在地区的人均 GDP 来看，也是上海机场最高。

图表5：上海机场辐射人口与欧美比较（万人）



来源：国金证券研究所

图表6：2010 各省 GDP 排名

名次	省份	人口(万人)	GDP(亿元)	gdp增长率	人均GDP(元)
1	上海	1858	14344.73	4.72%	77205
2	北京	1633	11469.28	9.36%	70234
3	天津	1115	7068.56	9.52%	63395
4	浙江	5060	22716.98	5.73%	44895
5	江苏	7625	33478.76	10.45%	43907
6	广东	9449	37775.49	5.83%	39978
7	内蒙古	2405	8967.52	15.55%	37287
8	山东	9367	33621.32	8.20%	35893
9	辽宁	4298	14696.23	9.18%	34193
10	福建	3581	11855.08	9.14%	33106

高铁分流影响不必悲观

- 京沪高铁已经开通，而其他四横四纵的高铁也基本上将在未来两年开通，由于预期虹桥将注入公司，因此我们有必要对高铁对虹桥的影响也进行针对性研究。
- 根据我们初步的跟踪，京沪高铁在 7 月初仅分流京沪航线需求的 10-15%，而上海虹桥到济南和天津则分流 40%、20%，略低于我们原来的预期。
- 根据我们的静态测算，京沪高铁沿线相关航线的旅客吞吐量占上海虹桥的 30%和上海浦东的 4%，考虑到分流比重之后，静态测算年化将使上海虹桥和上海浦东机场分别下降 8%和 1%。
- 整体上高铁对上海浦东机场本身的影响不大，但对上海虹桥机场的静态影响还是比较大，再加上 2012 年开通的其他高铁，对虹桥机场的分流影响将达到 15%左右。
- 但是，我们相信高铁分流的实际影响将远低于静态测算。
- 整体上上海虹桥和浦东的航班时刻还是非常紧张，很多城市想新增到这些机场的时刻都得不到满足，但是在受到高铁影响后，部分航线必然要削减航班，而这些航班时刻的释放完全可以用来开通别的航线。
- 考虑到我国航空运力的较快增长（预计 2012 年新增运力增长将达到 11%左右），我们认为作为枢纽机场的上海两场仍将是未来航空公司运力的重点投放目标。

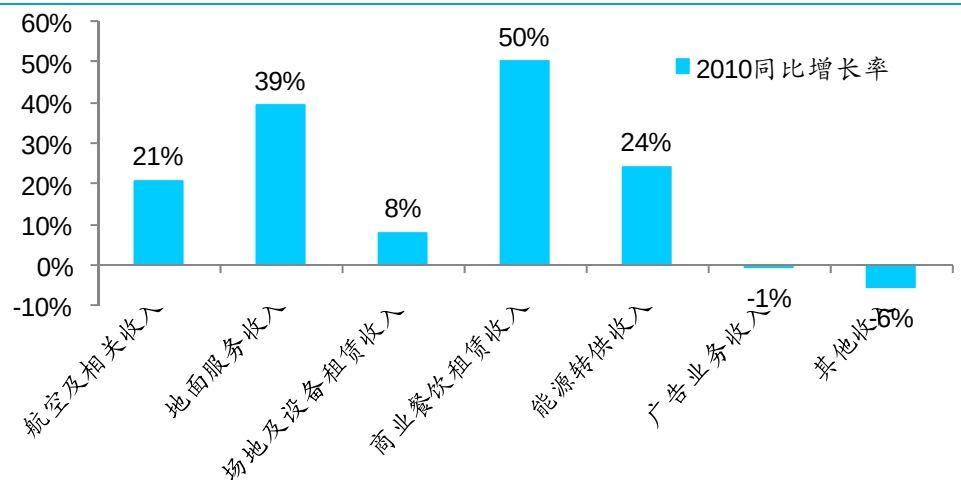
- 因此，我们认为被高铁分流的航班时刻将很快被新增加非高铁影响航线的航班时刻所替代，从而使实际分流影响远低于静态测算的影响。

非航收入引领爆发式增长

过去几年非航收入已经持续高增长

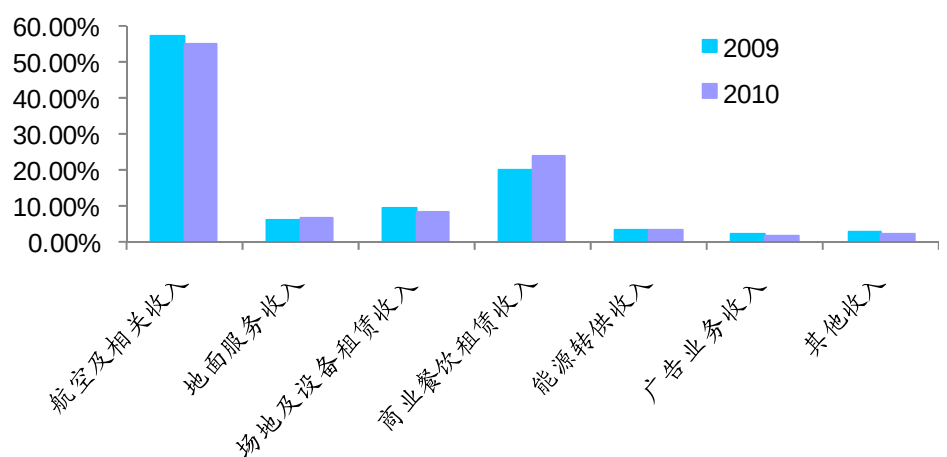
- 机场的非航收入包括：商业餐饮租赁、能源转供、广告业务等增值服务带来的收入。公司在最近几年大力推进特许经营后，非航收入已经经历了快速增长。
- 公司的非航收入主要来自于商业餐饮租赁。目前上海机场商业餐饮租赁业务的模式采用“保底+提成”方式，2010年公司客流量已经达到保底客流量的临界点，开始步入收入分成阶段，之后商业餐饮租赁收入将进入快速增长期。
- 我们可以看到 2010 年非航收入增速远高于航空收入，各项非航收入占比也逐年提高。

图表7：2010 年公司各项收入的同比增长率



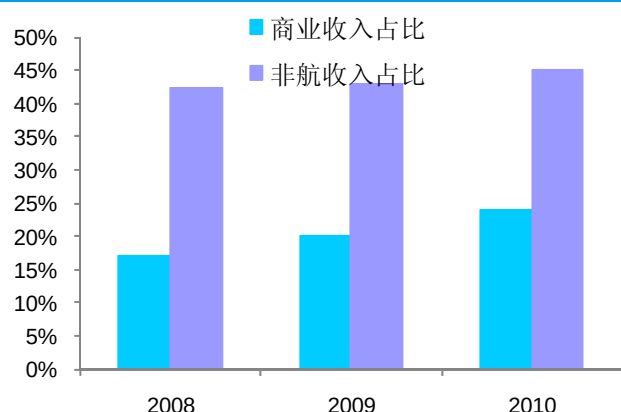
来源：国金证券研究所

图表8：公司各项收入的比重变化



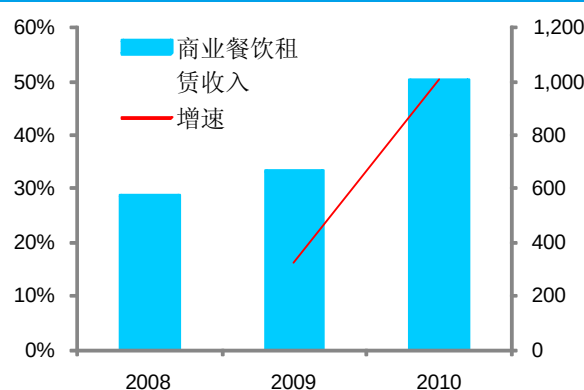
来源：国金证券研究所

图表9：商业及非航收入占收入比重逐年提升



来源：国金证券研究所

图表10：商业收入迎来爆发式增长



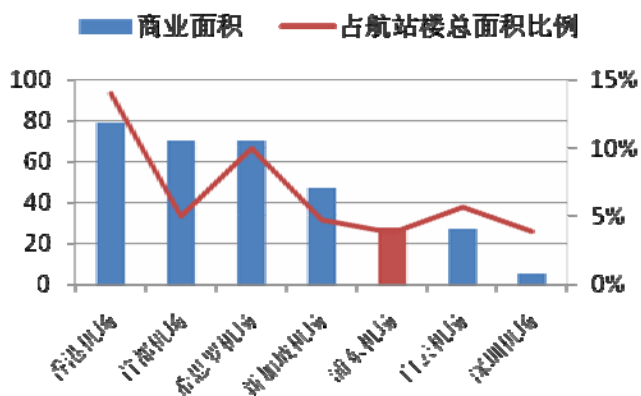
商业收入将引领非航收入继续爆发式增长

- 国际上成熟机场的收入中，非航业务占比均超过 50%。非航收入由于投入成本很少，利润率很高，大力发展非航业务成为提升机场盈利能力的重要途径。并且当旅客吞吐量尤其是国际旅客吞吐量达到一定数量后，旅客大量的增值服务需求势必驱动非航收入快速增长。
- 我们认为公司的商业收入将迎来爆发式增长，首先是商业流程改造将大幅增加单位旅客的商业收入：
 - 公司聘请了一家国外著名的机场商业咨询公司进行商业流程改造，而且在咨询的过程中并行进行商业流程改造。据了解，这家咨询公司也给新加坡樟宜机场、韩国仁川机场等做过商业流程改造，效果显著，个别机场商业收入因此能有 50%以上的增长。
 - 我们认为这种改造将在今年、甚至上半年就将促进公司商业收入高速增长。而明年的效果有望进一步体现。
- 其次是商业面积未来还有很大的增长空间，未来几年商业面积也将实现快速增长。
 - 目前公司两个航站楼拥有的商业面积为 2.8 万平方米左右，公司计划在两个航站楼之间再开辟 8000 到 10000 平方米的商业面积，增长幅度超过 30%，预计到 2012 年可以贡献利润，我们预计这一块将使商业收入增加 15%左右。
 - 而航站楼内的商业面积也有很大的增长空间，在商业流程改造之后，公司也可能进一步增加航站楼内的商业面积。
 - 与国内外其他机场对比，公司商业面积无论总量还是占航站楼总面积的比例都非常低，可见公司商业面积未来仍有巨大的发展空间。
- 第三、离港、尤其是抵港免税店的扩展也是公司商业收入实现高速增长的重要原因之一，而这随着我国国际游旅客的大幅增长，未来也将持续快速增长。
- 我们预计今年商业零售收入增速将超过 20%，有望达到 30%左右，由于公司商业零售主要采取特许经营模式，因此增加的部分基本上都是利润，这也是在今年流量增速很低的情况下，我们仍认为公司业绩有望实现快速增长的主要原因。
- 随着可支配收入的增加，居民航空出行次数将进入快速增长期，为公司带来广阔的非航业务提升空间，并且随着国际经济形势的回暖，公司作为重

要的航空枢纽，将迎来更多的国际旅客，他们的购买能力更强，这也会进一步刺激非航业务的增长。

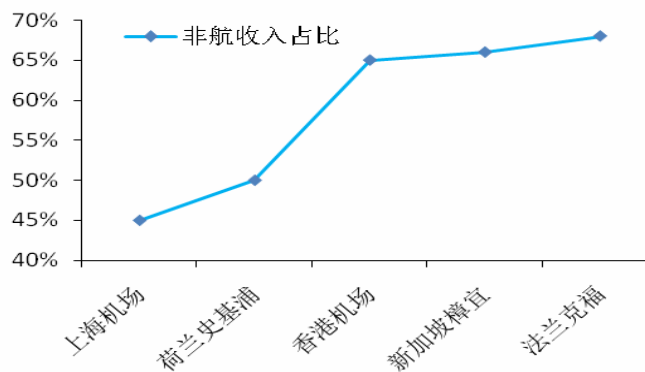
- 国际上成熟机场非航收入占比在 60%左右，且收益率高达 25%，远高于航空收入 5%的收益率。
- 与国际机场比起来，上海机场的非航收入占比仍有巨大的发展空间，因此我们目前的盈利和估值模型在这方面仍显保守，这也为我们的推荐提供了足够的安全边际。

图表11：公司商业面积与国内外机场比较



来源：国金证券研究所

图表12：全球主要机场非航收入占比

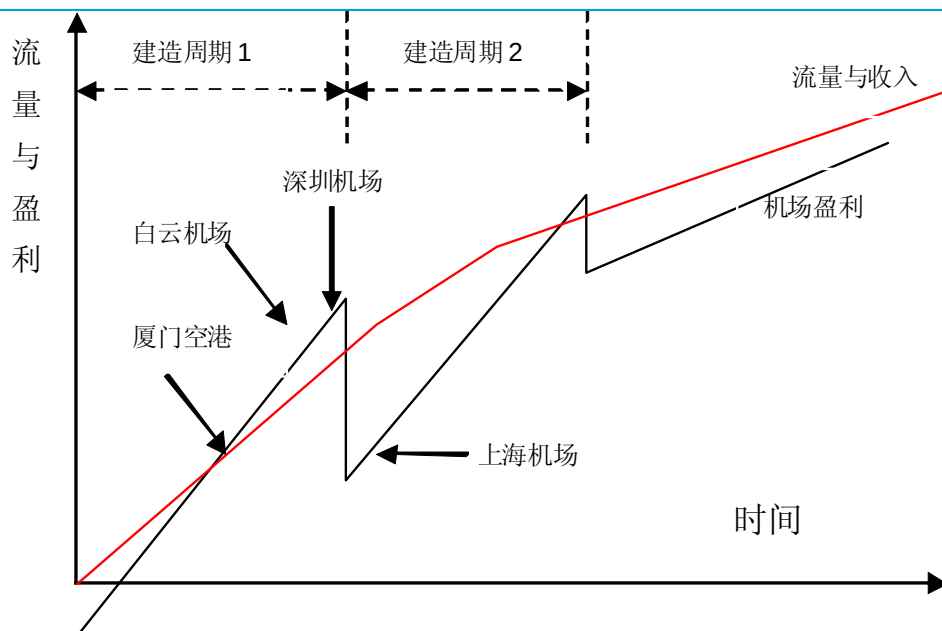


低产能利用率带来高业绩弹性

公司的产能利用率还有很大的提升空间

- 目前我国机场尚处于流量增长阶段，一般会经历“流量增长（盈利同步增长）→容量饱和（利润率达到高峰）→扩建（盈利下降）→流量增长（盈利同步增长）”的盈利循环周期。

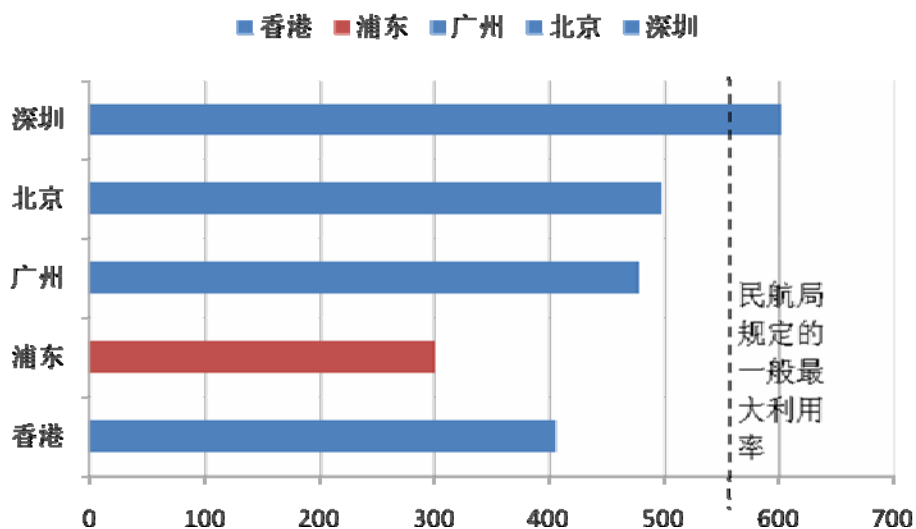
图表13：机场的建造周期以及各上市机场所处的阶段



来源：国金证券研究所

- 如前所述，公司到 2010 年年底的产能利用率也仅为 50%左右，公司较大的容量空间使得其在未来几年将没有扩建需求，盈利将随着流量增长而快速增长
- 如果按照 14%的旅客增速，（实际上我们盈利模型中的假设低于此数），我们预计公司将到 2016 年才能达到饱和，公司未来几年将迎来低资本开支而盈利快速增长的阶段。
- 如果公司达到饱和状态，我们预计公司的旅客吞吐量将达到 8000 万。
- 另外，公司的空域状况也明显优于其他几个枢纽机场，尤其是面临大海的国际航线。空域问题对公司流量增长是束缚将远低于其他机场，这使得公司流量未来能够跟随需求而快速增长。

图表14：国内各主要机场的产能利用率比较

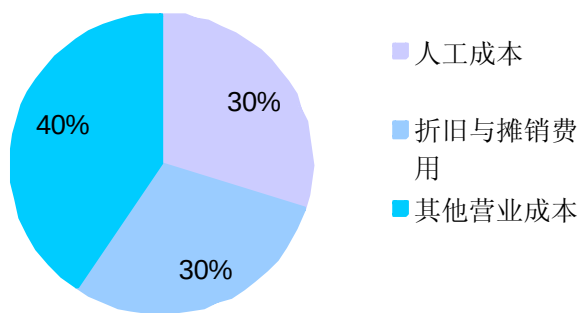


来源：国金证券研究所、公司资料、民航局

高经营杠杆带来高业绩弹性

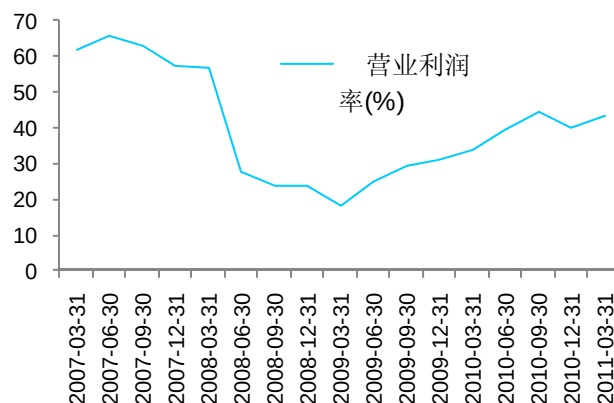
- 机场属于基础设施，固定资产占总资产的比重很高，折旧摊销等固定成本占比很大，导致机场公司的高经营杠杆。
- 公司固定成本占到总成本 40%左右。而公司人工成本预计将占到公司总成本的 30%左右，而公司的员工人数增速预计也将大幅低于流量增速，预计 2011 年在 5%左右，即使考虑单位员工人工成本的增长，整体人工成本的增长率也将低于流量增速。

图表15：公司的主要成本构成



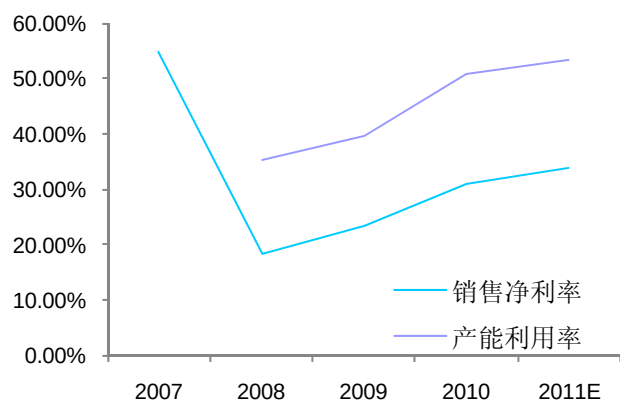
来源：国金证券研究所

图表16：2007 年以来季度营业利润率



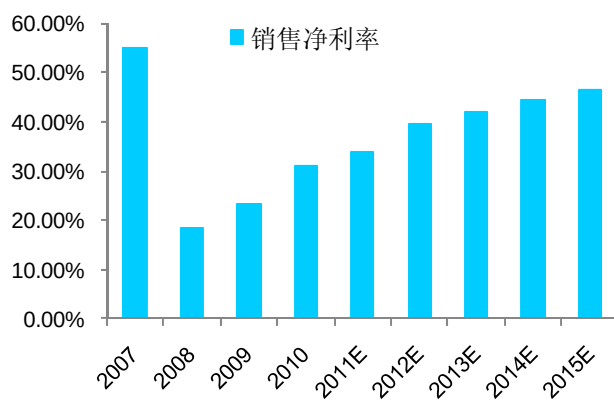
- 高经营杠杆使得公司的收入增长将更大比例的转化为盈利增长，即随着收入提升，公司的销售利润率将同时上升。
- 我们预计 2011 年公司的销售净利率将恢复到 34%。以后的销售净利率将逐年提升。
- 按照我们保守的假设，2015 年将提升至 46%。而 2007 年的销售净利率达到 54%左右，如果我们假设 2015 年销售收入将在 2010 年的基础上翻番，按照 46%的毛利率，其盈利将高达 40 亿元，如果按照恢复到 2007 年的毛利率，则盈利将达到 44 亿元。

图表17： 销售净利率与产能利用率的回升



来源：国金证券研究所

图表18： 公司未来销售净利率变化



浦东航油公司带来的投资收益保持稳定增长

航油进口关税下调及国内航油的市场化将有利于投资收益的稳定与提升

- 浦东航油公司是浦东机场唯一的航油供应商，上海机场持有其 40% 股份。2010 年其贡献的投资收益接近 3 亿元，约占总投资收益 60%。其价格机制为：外航外线加油为市场调节价，收取固定的吨毛利利差；内航外线的航油销售价格跟随国际油价波动，基本由新加坡离岸价+海上安保费+进销差价等构成。内航内线则按照国内航油出厂价+进销差价构成。
- 6 月 24 日，财政部下发通知称，自 2011 年 7 月 1 日起，我国将大幅下调航空煤油的进口关税，自 9% 下调至 0%，航空煤油将以零关税进口。我们认为这将提升油料公司的投资收益。
 - 航油关税下调将在一定程度上缩小进口航空煤油与我国国产航油差价。根据我们的测算，航油关税由 6% 减少到 0%，将使我国进口航油价格下降 7%-8%。
 - 降低航空煤油和其它成品油的关税的意义在于其价格形成机制的市场化，这也意味着国内航空煤油的波动将进一步与国际航油价格波动同步，某种意义上而言，关税下调更多是航空煤油市场化的另一动作，并且鼓励航空煤油公司多进口国外航空煤油。
 - 由于浦东航油公司的航空煤油 90% 来自进口，而其加注给内航内线的航油成本为：新加坡航油价格+运费及港口费+进口关税+增值税，而其价格为国内航空煤油价格，因此关税的降低将直接减少其航油成本，从而有利于提升盈利能力，按照我们的简要测算，航油公司将增加 2 亿元左右的年化利润，即增加上海机场近 1 亿左右的投资收益，对于今年的影响在 4000-5000 万左右。
- 我国国内航油价格在 5 月 24 日起预期上涨 800 元，以及关税降为零都是说明我国国内航油价格将更加市场化，这将减少公司在油价上涨周期中的国内航油价格滞涨给公司带来的损失，我们预计三季度油料公司的投资收益将高于二季度。

资产注入、内航外线收费并轨及迪斯尼有望成为催化剂

国际航线收费并轨临近

- 2007 年 12 月 28 日，民航局和发改委联合发布了《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》，该通知明确指出：
 - 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国际及港澳航班航空性业务收费项目的收费标准基准价的 60% 执行。
 - 该方案实施后至 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。
 - 现在距离 2012 年并轨实施截止日已非常近，我们预计 2011 年内将进行第一次并轨，内航外线收费标准将向外航靠近。
- 一类一级机场首都机场、浦东机场由于国际枢纽机场的地位，将在此次收费并轨改革中受益最大。
 - 相比于国内其他机场，浦东机场的内航外线占比约为 20% 左右，优势明显（深圳机场 1%，白云机场 7%）。
 - 据测算，若并轨收入实施，将增厚公司 EPS10% 左右。

资产注入有望启动

- 母公司上海机场集团的主要资产包括：上市公司股权；虹桥一期和二期；浦东机场国际货运站 51% 股权；两场物业出租、广告公司等增值延伸业务。
- 市场一直预期母公司会将虹桥机场、浦东国际货运站和广告公司等资产注入上市公司，实现整体上市。
- 2004 年浦东机场与虹桥机场资产置换时公司承诺在条件具备的情况下逐步消除并进一步避免两场的同业竞争，具体为：“1、授权公司在任何合适的时间、在履行相关的法律程序后以公允、合理价格优先收购集团公司虹桥机场候机楼和/或飞行区等提供地面保障服务的资产，集团公司的该项授权是不可撤销的；2、授权公司在任何合适的时间、在履行相关的法律程序后以公允、合理价格优先租用集团公司虹桥机场候机楼和/或飞行区提供地面保障服务的相关资产，集团公司的该项授权是不可撤销的。”
- 公司 2010 年年报中披露：“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。”2010 年，国资委开始加强上市公司资产整合步伐，积极推进上市公司重组，这一年中，上海医药、锦江股份等上市公司的资产重组工作已先后完成。我们认为资产注入的条件已逐渐成熟，值得期待。
- 浦东国际货运站盈利能力良好。
 - 公司成立于 1999 年，为中德合资企业，由上海机场（集团）有限公司（占 51% 的股份）、德国汉莎货运航空公司（占 29% 的股份）和上海锦海捷亚物流管理有限公司（占 20% 的股份）投资组建。
 - 公司成功地整合了合资三方的优势，成为世界级货运站之一。航空货运枢纽的建设使货运站有很大发展空间。2010 年货运吞吐量达到 1,340,762 吨，预计今后吞吐量每年增长 12%。
- 2010 年浦东国际货运站实现净利润 5 亿元左右，ROE 达到 40%。虹桥二期采用租赁方式更有利于公司
 - 虹桥一期为 3400 米的跑道和 8.2 万平方米的航站楼，二期为 3300 米的跑道和 36.26 万平方米的航站楼。

- 虹桥二期资本开支巨大，注入后将加大公司折旧费用，但如果将部分负债一并注入，将可能使之前担心的估值问题得以解决。

迪士尼提供长期利好

- 上海迪士尼乐园，将是中国内地第一个、亚洲第三个、世界第六个迪士尼主题公园，也是迪士尼进军中国内地市场的第一站。这座迪士尼乐园位于上海市浦东新区川沙镇黄楼村，首期建设的迪士尼乐园及配套区占地 3.9 平方公里，以 1.16 平方公里的主题乐园和约 0.39 平方公里的中心湖泊为核心。
- 首期建设投资约 245 亿元人民币，乐园主体工程于 2011 年 4 月 8 日正式破土动工，预计 2014 年完成一期工程的建设。
- 迪士尼注入上海将刺激区域经济的发展，持续拉动上海的旅游、地产、交通、零售等产业。
- 园区距离浦东机场仅不到 20 分钟车程，过境游客游园还可以享受 48 小时免签优待。
- 上海迪士尼设施更加先进，且消费成本较东京、香港更小。我们认为建成后上海迪士尼将成为亚洲最具吸引力的迪士尼乐园，这必将给浦东机场带来更多的国际旅客流量。

投资建议—业绩持续高增长，价值被低估，买入良机

公司价值被低估

- 国外机场上市公司有普遍高于其所在国资本市场主要指数的市盈率水平（09 除外，其原因是其他行业的盈利大幅下降，但这也说明机场盈利的稳定性），整体上是其指数市盈率的 2 倍，而上海机场的市盈率甚至低于上证指数的平均市盈率。
- 而上海机场的市盈率如果按照我们明年的盈利预测，仅为 11.3 倍，如果考虑资产注入和内航外线提价，其 PE 仅为 10 倍，作为一个产能利用不到 60%，未来三到五年业绩复合增长率达到 20-30%、而且有 8-9 亿可以算为股东现金流入的折旧与摊销费用的机场，其价值被严重低估。

图表19：上市机场与所在国资本市场指数的市盈率比较

	代码	2007	2008	2009	2010	2011	平均比例 (09年除外)
巴黎机场	ADP.FP	44.97	19.33	18.35	21.10	21.27	
法国CAC40指数	SBF250 Index	14.93	12.23	29.37	18.95	12.41	
比例		3.01	1.58	0.62	1.11	1.71	1.85
法兰克福机场	FRA.GR	22.28	17.84	15.38	23.74	18.89	
德国DAX30指数	CDAX Index	13.88	12.36	78.44	17.00	11.74	
比例		1.61	1.44	0.20	1.40	1.61	1.51
日本东京机场	9706.JP	83.83	42.91	28.11	42.93	71.35	
日经225指数	TPX Index	20.83	15.58	26.06	22.87	16.67	
比例		4.02	2.75	1.08	1.88	4.28	3.23
奥克兰机场	AIA.NZ	21.37	17.16	39.00	73.16	93.54	
新西兰综合指数	NZSE50FG Index	15.92	12.04	51.89	40.22	23.24	
比例		1.34	1.43	0.75	1.82	4.02	2.15
上海机场	600009	42.85	23.06	34.59	40.36	15.43	
上证指数		51.47	27.37	23.30	22.57	21.35	
比例		0.83	0.84	1.48	1.79	0.72	1.05

来源：网络资料、国金证券研究所

- 从股价上来看，虽然每股盈利从 09 年的 0.37 元增加到了 10 年的 0.68 元，增幅超过 80%，然后到 2012 年的 1.10-1.30 元，盈利基本上要增长 3 倍，但股价仅增长 30%，股价的变化严重脱离公司盈利的增长情况，再一次证明了公司的价值被低估。

图表20: 09年以来股价基本原地踏步



来源：国金证券研究所、彭博、万德

盈利预测与估值：业绩进入新一轮增长期

- 巨大的产能释放空间、整体上市、收费并轨、非航收入增长预期、成本相对固化以及迪士尼概念等多因素驱动，公司和业绩表现正在步入新一轮快速增长阶段。现阶段股价严重脱离价值，正是买入良机。
- 且公司业绩的确定性和稳定性高，风险基本市场水平相当，受经济放缓影响也低于平均水平，所以公司也是良好的防御性投资标的。
- 不考虑收费并轨和整体上市，预测公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.85 元和 1.1 元（若考虑并轨和整体上市，预计合计 EPS 增厚 0.2 元）
- 考虑到公司未来几年的复合增长率将达到 20-30%，我们认为可以给予公司 2012 年 17-20 倍 PE，对应 2012 年 1.1 元的保守 EPS，预测公司合理价格为 18.7-22 元。

风险提示

全球经济的二次探底；客流量增长弱于预期；高铁分流影响高于预期；资产注入的不确定性；油价波动影响航油投资收益。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,351	3,338	4,186	4,857	5,686	6,461
增长率		-0.4%	25.4%	16.0%	17.1%	13.6%
主营业务成本	-2,051	-2,292	-2,560	-2,869	-3,092	-3,304
% 销售收入	61.2%	68.6%	61.1%	59.1%	54.4%	51.1%
毛利	1,300	1,047	1,627	1,988	2,593	3,157
% 销售收入	38.8%	31.4%	38.9%	40.9%	45.6%	48.9%
营业税金及附加	-134	-134	-166	-187	-219	-249
% 销售收入	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-124	-128	-149	-160	-176	-190
% 销售收入	3.7%	3.8%	3.6%	3.3%	3.1%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	1,042	784	1,311	1,641	2,199	2,719
% 销售收入	31.1%	23.5%	31.3%	33.8%	38.7%	42.1%
财务费用	-146	-173	-138	-117	-102	-78
% 销售收入	4.3%	5.2%	3.3%	2.4%	1.8%	1.2%
资产减值损失	3	-6	1	-10	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	174	268	494	544	614	694
% 税前利润	16.3%	30.7%	29.6%	26.4%	22.6%	20.8%
营业利润	1,073	874	1,668	2,057	2,710	3,333
营业利润率	32.0%	26.2%	39.8%	42.4%	47.7%	51.6%
营业外收支	-4	-2	1	3	3	3
税前利润	1,069	872	1,669	2,060	2,713	3,336
利润率	31.9%	26.1%	39.9%	42.4%	47.7%	51.6%
所得税	-167	-124	-263	-380	-525	-661
所得税率	15.6%	14.2%	15.7%	18.4%	19.4%	19.8%
净利润	902	748	1,406	1,680	2,187	2,675
少数股东损益	42	42	95	40	44	49
归属于母公司的净利润	860	706	1,311	1,640	2,143	2,626
净利率	25.7%	21.2%	31.3%	33.8%	37.7%	40.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	902	748	1,406	1,680	2,187	2,675
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	694	830	824	1,070	1,094	1,118
非经营收益	-21	-99	-373	-357	-481	-560
营运资金变动	-80	-294	390	-1,181	-254	-238
经营活动现金净流	1,495	1,184	2,248	1,213	2,547	2,994
资本开支	-1,771	-595	-521	-605	-506	-507
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	81	346	82	544	614	694
投资活动现金净流	-1,690	-249	-439	-62	108	187
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	673	-660	-470	0	0	1
其他	-389	-275	-307	-137	-527	-630
筹资活动现金净流	285	-935	-777	-137	-527	-629
现金净流量	90	0	1,032	1,014	2,127	2,552

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	377	377	1,409	2,423	4,550	7,102
应收款项	1,200	1,486	1,144	1,504	1,760	2,000
存货	19	16	18	865	932	996
其他流动资产	7	8	12	289	311	332
流动资产	1,602	1,887	2,583	5,080	7,554	10,431
% 总资产	9.3%	11.1%	14.8%	26.1%	35.3%	44.1%
长期投资	1,114	1,034	1,446	1,447	1,446	1,446
固定资产	14,139	13,614	13,034	12,588	12,008	11,405
% 总资产	81.8%	80.3%	74.5%	64.6%	56.2%	48.2%
无形资产	401	393	385	377	374	371
非流动资产	15,679	15,073	14,919	14,414	13,830	13,224
% 总资产	90.7%	88.9%	85.2%	73.9%	64.7%	55.9%
资产总计	17,281	16,960	17,502	19,494	21,384	23,655
短期借款	1,141	599	0	0	0	0
应付款项	1,147	705	473	932	1,006	1,076
其他流动负债	207	215	339	583	705	1,302
流动负债	2,495	1,519	812	1,515	1,712	2,379
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2,480	2,482	2,484	2,484	2,484	2,484
负债	4,975	4,001	3,296	3,999	4,196	4,864
普通股股东权益	12,222	12,833	14,053	15,302	16,952	18,506
少数股东权益	84	126	152	192	237	286
负债股东权益合计	17,281	16,960	17,502	19,494	21,384	23,655

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.446	0.367	0.680	0.851	1.112	1.363
每股净资产	6.342	6.660	7.293	7.941	8.797	9.604
每股经营现金净流	0.776	0.615	1.166	0.630	1.322	1.554
每股股利	0.050	0.050	0.000	0.203	0.256	0.557
回报率						
净资产收益率	7.03%	5.50%	9.33%	10.72%	12.64%	14.19%
总资产收益率	4.97%	4.16%	7.49%	8.41%	10.02%	11.10%
投入资本收益率	5.52%	4.20%	6.62%	7.44%	9.01%	10.25%
增长率						
主营业务收入增长率	6.57%	-0.37%	25.40%	16.02%	17.07%	13.64%
EBIT增长率	-33.83%	-24.73%	67.20%	25.14%	33.99%	23.65%
净利润增长率	-49.28%	-17.84%	85.56%	25.10%	30.70%	22.55%
总资产增长率	7.72%	-1.86%	3.20%	11.38%	9.70%	10.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.5	119.4	91.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	3.0	2.8	2.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	33.6	21.0	11.7	21.0	21.0	21.0
固定资产周转天数	1,528.8	1,452.6	1,119.5	923.9	739.2	605.1
偿债能力						
净负债/股东权益	26.36%	20.87%	7.57%	0.40%	-12.02%	-24.57%
EBIT利息保障倍数	7.2	4.5	9.5	14.0	21.6	34.7
资产负债率	28.79%	23.59%	18.83%	20.51%	19.62%	20.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	10	36
买入	0	0	0	2	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.13	1.20

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室