

2011年8月25日

上海机场

上半年净利润同比增长 31.36%

A
买入

600009.SS - 人民币 12.49

目标价格: 人民币 14.40 (▼15.39)

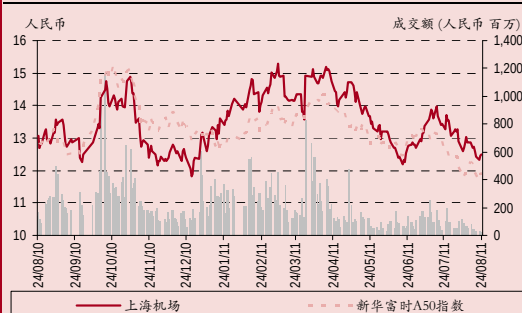
杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	1	(7)	(9)	(5)
相对新华富时				
A50 指数 (%)	10	1	(0)	5

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,927
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	12,756
3个月日均交易额(人民币 百万)	82
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
上海机场集团	53

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2011年上半年,公司实现归属于母公司的净利润7.229亿元,同比增长31.36%,每股收益0.38元人民币。公司实现营业收入21.74亿元,同比增长13.17%;其中航空及相关收入占比为52.92%,同比增长了11.7%;非航空相关收入则同比增长了14.8%。业绩基本符合我们之前的预期。考虑到公司航空运量月度增速出现一定减缓趋势,我们小幅下调了对航空运量的增速预测,将公司2011-12年每股收益小幅调整至0.797元和0.948元。基于18倍2011年市盈率,我们将公司目标价下调至14.40元人民币。维持对公司买入的评级。

中报要点

- 今年上半年,航空业务量三大指标——飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量在去年分别超常增长15.4%、28.3%和26.1%的高基数基础上取得温和增长,实现飞机起降167,510架次、旅客吞吐量1,979.83万人次,分别同比增长5.99%和4.14%,货邮吞吐量153.12万吨,同比下降2.88%。由于国际业务量增幅快于国内,营业收入增速超过了航空业务量增速。
- 投资收益贡献了公司净利润的44%,其中航空油料占比达到61.9%,德高动量占比34%,同比分别增长了42.1%和35.5%。
- 机场内航外线收费政策即将面临评估,公司国际和港澳台地区业务量以飞机起降架次计约占到50%,如收费标准提高则公司业绩弹性在机场中最大。

估值

- 我们按照18倍2011年市盈率将公司目标价由15.39元小幅下调至14.40元人民币,维持对公司买入的评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,338	4,186	4,587	4,954	5,301
变动(%)	0	25	10	8	7
净利润(人民币 百万)	705	1,312	1,536	1,826	2,024
全面摊薄每股收益(人民币)	0.366	0.681	0.797	0.948	1.050
变动(%)	(17.6)	86.2	17.1	18.9	10.8
市场预期每股收益(人民币)			0.771	0.884	1.064
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.808	0.917	0.963
调整幅度(%)	-	-	(1.3)	3.4	9.1
核心每股收益(人民币)	0.366	0.680	0.798	0.948	1.050
变动(%)	(17.8)	85.7	17.3	18.7	10.8
全面摊薄市盈率(倍)	34.2	18.3	15.7	13.2	11.9
核心市盈率(倍)	34.1	18.4	15.6	13.2	11.9
每股现金流量(人民币)	0.61	1.17	0.99	1.11	1.16
价格/每股现金流量(倍)	20.3	10.7	12.6	11.2	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	11.2	9.4	7.6	6.2
每股股息(人民币)	0.050	0.100	0.128	0.151	0.167
股息率(%)	0.4	0.8	1.0	1.2	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩和估值

2011 年上半年，公司实现归属于母公司的净利润 7.229 亿元，同比增长 31.36%，每股收益 0.38 元人民币。公司实现营业收入 21.74 亿元，同比增长 13.17%；其中航空及相关收入占比为 52.92%，同比增长了 11.7%；非航空相关收入则同比增长了 14.8%。期内公司航空业务量在去年高基数基础上实现温和增长，由于国际业务量增幅快于国内，因此营业收入增速超过了航空业务量增速。期内公司业务成本仅同比增长 9.51%，投资收益同比大幅增长 42.89%至 3.19 亿元，营业利润同比增长了 29.92%。

公司业绩基本符合我们之前的预期。考虑到公司航空运量月度增速出现一定减缓趋势，我们小幅下调了对航空运量的增速预测，预计全年飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量将分别同比增长 6%、4%和-4%，将公司 2011-12 年每股收益小幅调整至 0.797 元和 0.948 元。基于 18 倍 2011 年市盈率，我们将公司目标价下调至 14.40 元人民币，维持对公司买入的评级。

图表 2.2011 年半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比增长(%)
营业收入	1,921.01	2,174.01	13.17
营业总成本	(1,434.23)	(1,570.59)	9.51
其中：营业成本	(1,212.38)	(1,349.56)	11.32
营业税金及附加	(78.04)	(85.24)	9.22
销售费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(68.62)	(80.53)	17.36
财务费用	(74.81)	(55.03)	(26.44)
投资收益	223.45	319.29	42.89
营业利润	710.23	922.71	29.92
加：营业外收入	0.57	0.24	(58.57)
减：营业外支出	(0.19)	(2.45)	1211.51
其中：非流动资产处置损失 27	(0.09)	(2.32)	2599.46
利润总额	710.61	920.50	29.54
减：所得税费用	(120.96)	(144.15)	19.18
净利润	589.66	776.34	31.66
少数股东损益	39.34	53.48	35.92
归属于母公司所有者的净利润	550.31	722.87	31.36
基本每股收益(元)	0.286	0.375	31.36
主要比率(%)			
毛利率	32.83	34.00	
营业利润率	36.97	42.44	
净利润率	28.65	33.25	
净资产收益率	4.20	5.01	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.上海机场 2011 年 2 季度业绩摘要

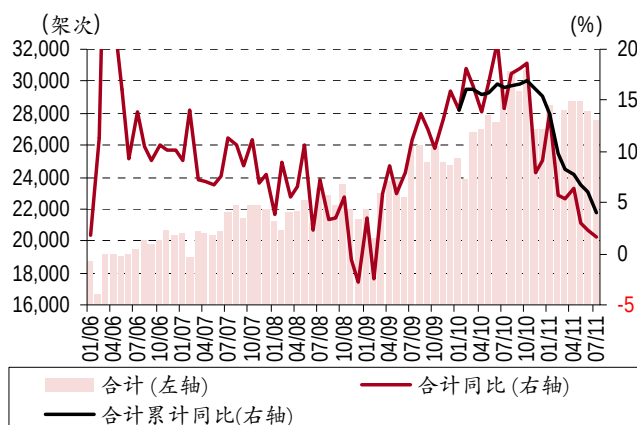
(人民币百万)	2010 年 2 季度	2011 年 2 季度	同比增长(%)
营业收入	1,011.34	1,124.97	11.24
营业总成本	(746.25)	(817.34)	9.53
其中: 营业成本	(633.78)	(698.08)	10.15
营业税金及附加	(41.11)	(43.98)	6.98
销售费用	0.00	0.00	n.a.
管理费用	(34.65)	(49.91)	44.03
财务费用	(36.33)	(25.15)	(30.78)
投资收益	135.42	162.56	20.05
营业利润	400.50	470.20	17.40
加: 营业外收入	0.56	0.00	(99.18)
减: 营业外支出	(0.10)	(2.32)	2,195.57
其中: 非流动资产处置损失 27	0.00	(2.20)	n.a.
利润总额	400.97	467.89	16.69
减: 所得税费用	(72.20)	(73.40)	1.66
净利润	328.76	394.49	19.99
少数股东损益	28.10	30.03	6.86
归属于母公司所有者的净利润	300.66	364.46	21.22
基本每股收益	0.1560	0.1891	21.22
主要比率(%)			
毛利率	33.27	34.04	
营业利润率	39.60	41.80	
净利润率	29.73	32.40	
净资产收益率	2.27	2.49	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

航空业务量在去年高基数上取得温和增长, 国际快于国内, 客运好于货运

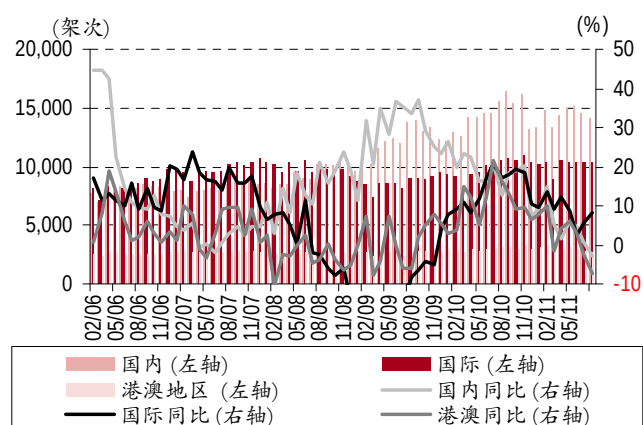
今年上半年, 航空业务量三大指标——飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量在去年分别超常增长 15.4%、28.3%和 26.1%的高基数基础上取得温和增长, 实现飞机起降 167,510 架次、旅客吞吐量 1,979.83 万人次, 分别比去年同期增长 5.99%、4.14%, 货邮吞吐量 153.12 万吨, 比去年同期下降 2.88%。

图表 4.公司飞机起降架次月度数据



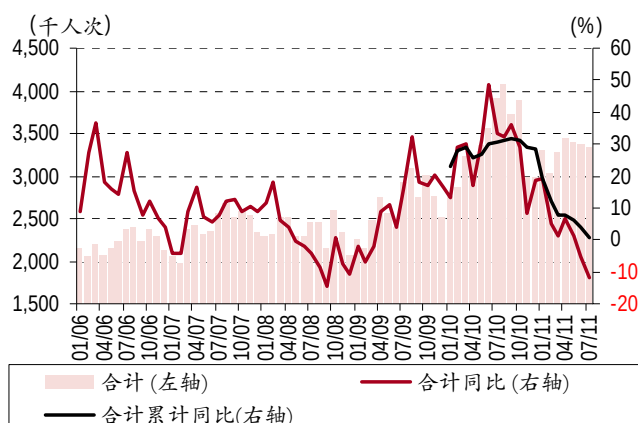
资料来源: 中国民用航空局, 中银国际研究

图表 5.公司飞机起降架次月度数据(分航线)

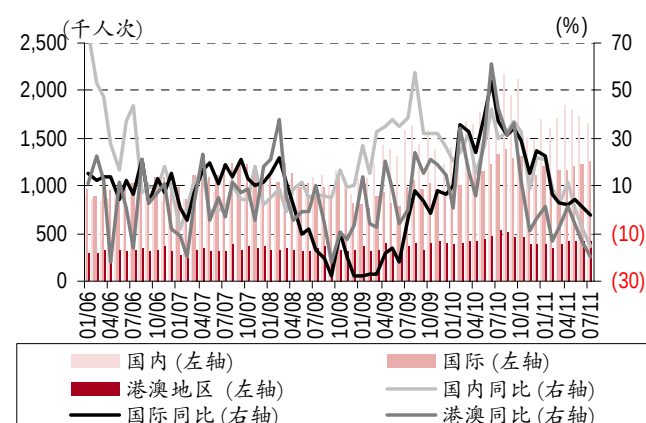


资料来源: 中国民用航空局, 中银国际研究

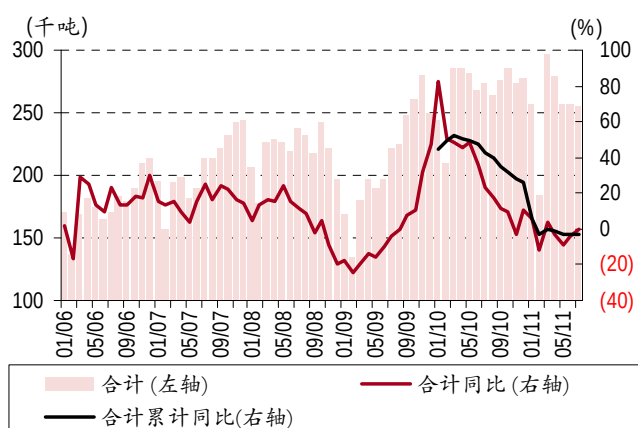
图表 6. 公司旅客吞吐量月度数据



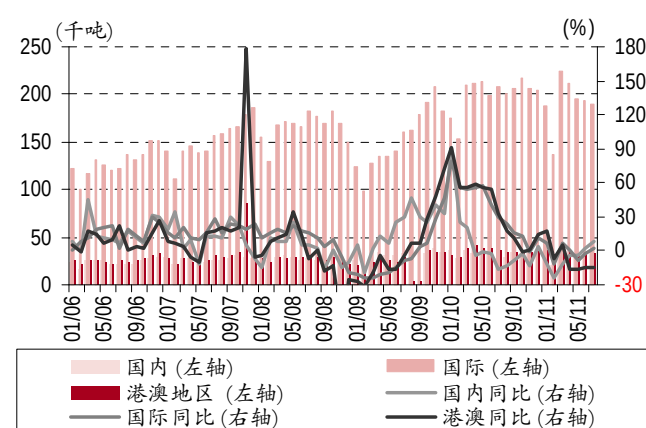
图表 7. 公司旅客吞吐量月度数据 (分航线)



图表 8. 公司货邮吞吐量月度变化



图表 9. 公司货邮吞吐量月度变化 (分航线)



期内公司航空及相关服务收入占比为 52.92%，同比增长了 11.7%；非航收入则同比增长了 14.8%，非航收入占比较 2010 年全年提高了 1.9 个百分点。

图表 10. 公司主营业务收入细分

(人民币, 百万)	2010 上半年	2011 上半年	同比增长 (%)
航空及相关收入	1,029.6	1,150.6	11.7
地面服务收入	125.2	134.0	7.1
场地及设备租赁收入	179.9	181.2	0.7
商业餐饮租赁收入	449.2	576.5	28.3
能源转供收入	63.0	60.9	(3.3)
广告业务收入	27.0	25.7	(4.9)
其他收入	47.1	45.0	(4.3)
合计	1,921.0	2,174.0	13.2

数据来源：公司数据

期内公司投资收益贡献了净利润的 44%，其中航空油料占比达到 61.9%，德高动量占比 34%，同比分别增长了 42.1%和 35.5%。

图表 11.公司 2011 年上半年投资收益细分

	金额(人民币, 百万)	同比增长 (%)	占比(%)
航空油料	197.7	42.1	61.9
北京华创	(0.0)	361.4	(0.0)
城市航站楼	0.0	(37.3)	0.0
贵宾服务	6.3	(19.1)	2.0
德高动量	108.6	35.5	34.0
其他	6.8	增收 1,035 万人民币	2.1
合计	319.3	37.7	100.0

数据来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,338	4,186	4,587	4,954	5,301
销售成本	(2,292)	(2,560)	(2,797)	(2,885)	(3,029)
经营费用	561	509	535	491	467
息税折旧前利润	1,608	2,136	2,325	2,560	2,739
折旧及摊销	(824)	(825)	(870)	(853)	(854)
经营利润(息税前利润)	784	1,311	1,456	1,707	1,886
净利息收入/(费用)	(134)	(112)	(74)	20	97
其他收益/(损失)	220	471	588	623	654
税前利润	870	1,670	1,969	2,350	2,636
所得税	(124)	(263)	(331)	(415)	(496)
少数股东权益	(42)	(95)	(102)	(109)	(117)
净利润	705	1,312	1,536	1,826	2,024
核心净利润	706	1,311	1,538	1,826	2,024
每股收益(人民币)	0.366	0.681	0.797	0.948	1.050
核心每股收益(人民币)	0.366	0.680	0.798	0.948	1.050
每股股息(人民币)	0.050	0.100	0.128	0.151	0.167
收入增长(%)	0	25	10	8	7
息税前利润增长(%)	(25)	67	11	17	10
息税折旧前利润增长(%)	(7)	33	9	10	7
每股收益增长(%)	(18)	86	17	19	11
核心每股收益增长(%)	(18)	86	17	19	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	377	1,409	3,585	6,065	8,697
应收帐款	1,488	1,151	1,468	1,575	1,675
库存	16	18	23	25	27
其他流动资产	5	5	20	20	20
流动资产总计	1,887	2,583	5,096	7,685	10,419
固定资产	13,614	13,034	12,236	11,456	10,674
无形资产	389	380	371	361	352
其他长期资产	1,071	1,505	1,505	1,505	1,505
长期资产总计	15,073	14,919	14,112	13,322	12,532
总资产	16,960	17,502	19,208	21,007	22,950
应付帐款	705	473	645	697	745
短期债务	599	0	4	4	4
其他流动负债	215	339	421	480	524
流动负债总计	1,519	812	1,070	1,180	1,273
长期借款	2,482	2,484	2,484	2,484	2,484
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
储备	10,906	12,127	13,473	15,053	16,786
股东权益	12,833	14,053	15,399	16,980	18,713
少数股东权益	126	152	254	363	480
总负债及权益	16,960	17,502	19,208	21,007	22,950
每股帐面价值(人民币)	6.66	7.29	7.99	8.81	9.71
每股有形资产(人民币)	6.46	7.10	7.80	8.62	9.53
每股净负债/(现金)(人民币)	1.40	0.56	(0.57)	(1.86)	(3.22)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	870	1,670	1,969	2,350	2,636
折旧与摊销	824	825	870	853	854
净利息费用	134	112	74	(20)	(97)
运营资本变动	(296)	393	(83)	0	(9)
税金	(124)	(263)	(331)	(415)	(496)
其他经营现金流	(224)	(490)	(590)	(623)	(654)
经营活动产生的现金流	1,184	2,248	1,909	2,146	2,235
购买固定资产净值	(596)	(521)	(63)	(63)	(63)
投资减少/增加	347	83	593	623	654
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(249)	(439)	530	560	591
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(660)	(470)	4	0	0
支付股息	(275)	(307)	(267)	(226)	(193)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(935)	(777)	(263)	(226)	(193)
现金变动	0	1,032	2,176	2,480	2,632
期初现金	377	377	1,409	3,585	6,065
公司自由现金流	935	1,809	2,439	2,705	2,826
权益自由现金流	275	1,339	2,443	2,705	2,826

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	48.2	51.0	50.7	51.7	51.7
息税前利润率	23.5	31.3	31.7	34.5	35.6
税前利润率	26.1	39.9	42.9	47.4	49.7
净利率	21.1	31.3	33.5	36.9	38.2
流动性(倍)					
流动比率	1.2	3.2	4.8	6.5	8.2
利息覆盖率	5.5	10.1	11.7	13.7	15.2
净权益负债率(%)	20.9	7.6	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.2	3.2	4.7	6.5	8.2
估值(倍)					
市盈率	34.2	18.3	15.7	13.2	11.9
核心业务市盈率	34.1	18.4	15.6	13.2	11.9
目标价对应核心业务市盈率	39.3	21.2	18.0	15.2	13.7
市净率	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
价格/现金流	20.3	10.7	12.6	11.2	10.8
企业价值/息税折旧前利润	16.1	11.2	9.4	7.6	6.2
周转率					
存货周转天数	2.8	2.4	2.7	3.0	3.1
应收帐款周转天数	147.1	115.0	104.2	112.1	111.9
应付帐款周转天数	101.3	51.4	44.5	49.4	49.6
回报率(%)					
股息支付率	13.7	14.7	16.0	15.9	15.9
净资产收益率	5.6	9.8	10.4	11.3	11.3
资产收益率	3.9	6.4	6.6	7.0	7.0
已运用资本收益率	5.0	8.1	8.6	9.8	10.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371