

上海机场 (600009.sh)

资源禀赋，非航引领，收费并轨催化

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

执业编号: S0260511010014

机场估值具安全边际

从机场的盈利模式来看，由于需要不断再投资，机场的盈利增长并不持续稳定，我国机场的模式比较贴近欧洲。欧洲机场在过去 10 年甚至 20 年的市盈率稳定维系年均 20 倍、市净率 2-3 倍。现阶段我国 A 股机场公司平均 PE13 倍、PB1.5 倍，处于历史底部区域，具备良好的安全边际。

上海机场优势：资源禀赋、产能保障和非航引领

上海机场具资源禀赋：受益腹地经济和人口发展，周边竞争环境较好。

公司现有三条跑道和 T1+T2 航站楼的利用率 70% 左右，产能空间较大，不仅决定了航空性业务和收入的弹性，也规避了中长期大型资本开支的风险。

09 年我国机场确立管理型定位，非航发展成为必然，商业是主力。公司在行业中商业收入占比较高，对盈利的驱动力更强。借力国际枢纽的垄断优势和居民消费力提升，出境游旺将驱动免税店和人均商业收入较快增长。

上海机场特色：境外份额高、投资收益重

行业现已开始执行冬春航季时刻，世博效应逐渐消失，上海机场起降和旅客量重拾较快的增长轨道。航空公司国际化和出境游热推动境外流量较快增长。根据 07 年机场收费改革方案，内外收费标准并轨需在明年年底内实现，若一次性实行内外收费并轨，对上海机场的业绩增厚 10%。

公司的投资收益对净利润贡献 40% 左右，主要来自浦东航油和德高动量广告公司，其中浦东航油对公司净利润的影响达到 20%-30%，受益国际油价上涨。

估值分析

我们预计 2011-13 年上海机场 EPS0.80、0.95、1.13 元。根据 DCF 和 DDM 估值模型，公司的合理估值介于 15.85—17.48 元，估值中枢对应 20.8X11pe、17.5X12pe，维持“买入”。

风险提示 国际流量大幅下滑、油价大幅下跌、营业税改增值税
预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3338.34	4186.41	4641.79	5193.00	5839.50
增长率(%)	-0.37%	25.40%	10.88%	11.87%	12.45%
EBITDA(百万元)	1608.07	2135.93	2343.90	2591.72	2910.59
净利润(百万元)	706.34	1310.71	1549.96	1835.67	2173.21
增长率(%)	-17.84%	85.56%	18.25%	18.43%	18.39%
每股收益(元)	0.37	0.68	0.80	0.95	1.13
市盈率	47.52	18.22	16.30	13.76	11.62
市净率	2.62	1.70	1.65	1.51	1.37
EV/EBITDA	22.56	11.68	10.23	8.60	6.80

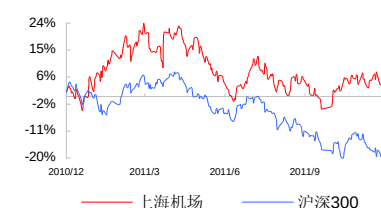
数据来源:上海国际机场股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	12.78 元
合理价值	17.48 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-2.59	-1.31	4.07
沪深 300	-7.43	-8.39	-20.39

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1926/1093

主要股东:

上海机场(集团)有限公司

主要股东持股比例 53.25%

流通 A 股比例 56.75%

财务比率

ROE 9.33%

ROA 7.61%

资产负债率 18.83%

2010 年报数据

目录索引

公司观点	4
一、机场估值具安全边际	5
(一) 机场的盈利模式分析	5
(二) 机场估值具安全边际	5
二、上海机场优势：资源禀赋、产能保障和非航引领	9
(一) 资源禀赋	9
(二) 产能富裕，无大型资本开支	9
(三) 商业占比较高，盈利驱动力强	10
三、上海机场特色：境外份额高、投资收益重	13
(一) 航空公司国际化和出境游热推动境外流量较快增长	13
(二) 收费并轨的最大受益者	14
(三) 投资收益受益油价上涨	14
四、公司估值分析	16
五、风险提示	18

图表索引

图 1：机场行业的盈利模式	5
图 2：巴黎戴高乐机场 2006-2010 年净利润增长率与市盈率	6
图 3：法兰克福机场 2000-2010 年净利润增长率与市盈率	6
图 4：哥本哈根机场 1993-2010 年净利润增长率与市盈率	6
图 5：欧洲主要机场历史 PB	7
图 6：欧洲主要机场历史股息率	7
图 7：东京机场历史 PE 和 PB	7
图 8：韩国仁川机场历史 PE 和 PB	7
图 9：欧洲主要机场历史 ROE	8
图 10：日、韩主要机场历史 ROE	8
图 11：我国机场行业动态 PE	8
图 12：我国机场行业动态 PB	8
图 13：机场行业的航班起降与跑道利用率比较	9
图 14：机场行业的旅客吞吐量与航站楼利用率比较	10
图 15：国内外著名机场非航业务收入占比	10
图 16：国内外著名机场人均非航和商业收入水平	10
图 17：美国著名机场非航收入构成	11
图 18：欧洲著名机场非航收入构成	11
图 19：2010 年上海机场营业收入构成	11
图 20：我国机场公司商业租赁收入占比	12
图 21：上海机场分地区航线起降同比	13
图 22：上海机场分地区航线旅客吞吐量同比	13
图 23：国内三大枢纽机场的境外航班份额	14
图 24：上海机场近四年投资收益对净利润的贡献	15
图 25：我国机场分红比率	17

表 1：上海机场近四年旅客吞吐量、境外份额与航空性收入增长.....	14
表 2：浦东油料公司主要财务数据	15
表 3：德高动量广告公司主要财务数据.....	15
表 4：上海机场未来三年主要业务量指标预计.....	16
表 5：上海机场 DCF 估值分析	16
表 6：上海机场 DDM 估值分析	16

公司观点

2011年1-10月份，受世博高基数影响，上海机场起降和旅客量增长微弱。11月份，公司实现起降和旅客吞吐量分别同比增长4.4%、9.8%，其中国际航线起降和旅客量分别同增1.2%和8.9%。进入冬春航季换季之后，随着世博效应逐渐消失，上海机场起降和旅客量重拾较快的增长轨道。航空公司国际化和出境游热将驱动境外流量较快增长。

上海机场在行业内优势突出，还主要体现在资源禀赋、产能保障和非航业务。公司受益腹地经济和人口发展，以及周边竞争环境较好。公司现有三条跑道和T1+T2航站楼的利用率70%左右，产能空间较大，不仅决定了航空性业务和收入的弹性，也规避了中长期大型资本开支的风险。公司在行业中商业收入占比最高，对盈利的驱动力更强。借力国际枢纽的垄断优势和居民消费力提升，出境游旺将驱动免税店和人均商业收入较快增长。

根据07年机场收费改革方案，内外收费标准并轨需在明年年底内实现，若一次性实行内外收费并轨，上海机场的业绩将增厚10%，是行业内的最大受益者。

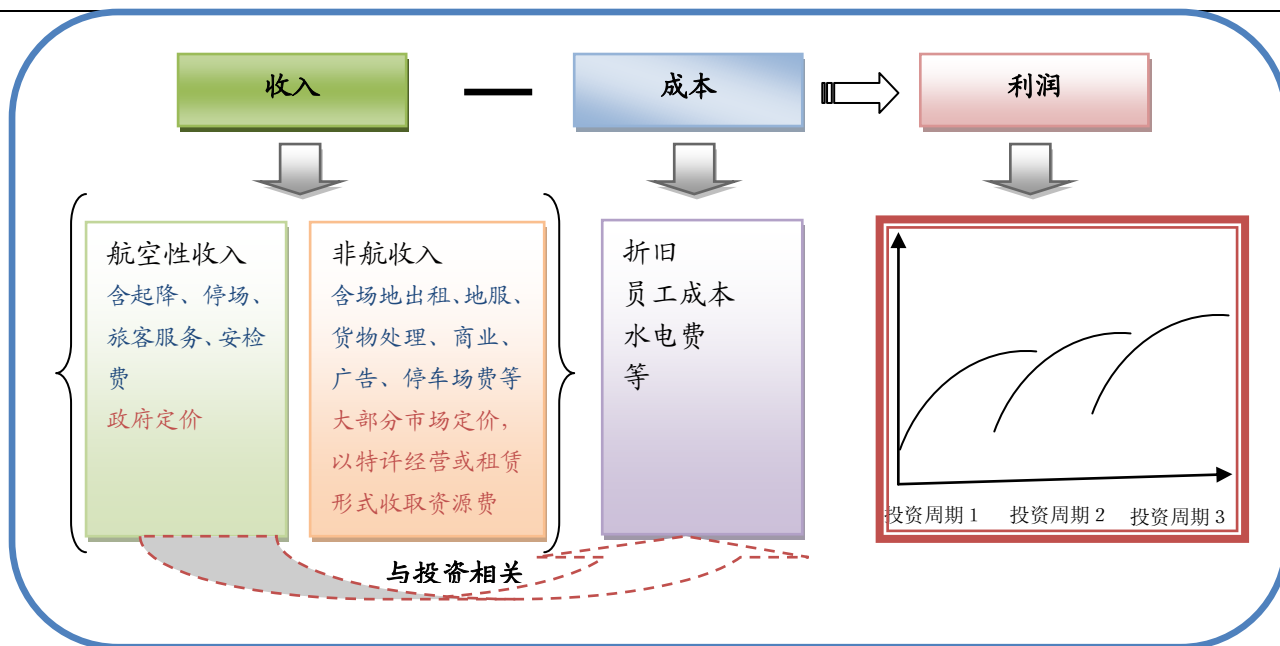
我们预计2011-13年上海机场EPS0.80、0.95、1.13元。根据DCF和DDM估值模型，公司的合理估值介于15.85—17.48元，估值中枢对应20.8X11pe、17.5X12pe。基于相对估值，目前公司和行业的PE和PB水平均处于历史底部，维持“买入”。

一、机场估值具安全边际

（一）机场的盈利模式分析

机场的经营特点主要体现为1、投资大、回收期长；2、具有一定的被动性；3、现金流充裕。机场收入主要来自航空性业务和非航业务。现阶段我国机场航空性收入占比50%以上，是收入的主要来源。航空性业务，受制于固定资产投资，跑道和航站楼的产能决定了机场的航班起降和客货吞吐能力，由于航空性收费标准化，因而也决定了航空性收入的弹性，此外还取决于航空公司的业务需求。当今国内机场在管理型机制下，效益驱动机场公司突破被动性的航空业务拓展非航业务成为必然。非航业务普遍毛利率较高，盈利能力较强，其不断提升、多元化也是国际机场的发展趋势。机场的营业成本主要来自折旧、员工、水电费等，受固定资产投资影响波动较大。

图1：机场行业的盈利模式

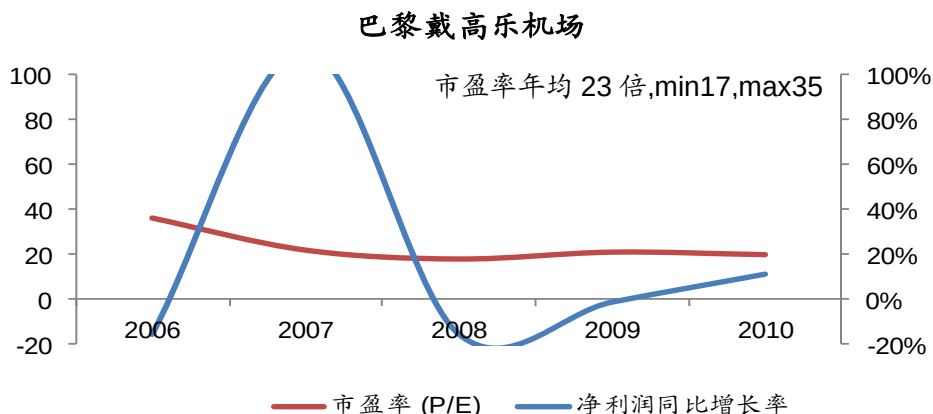


数据来源：广发证券发展研究中心

（二）机场估值具安全边际

由于需要不断再投资，机场的盈利增长水平并不持续稳定。从过去10年甚至20年国际机场的估值水平来看，欧洲机场市盈率基本稳定维系年均20倍左右，市净率2-3倍，日、韩机场以PB估值，年均1倍或更低。欧洲和日、韩机场估值的差异，主要来自盈利模式不同。

图2：巴黎戴高乐机场2006-2010年净利润增长率与市盈率

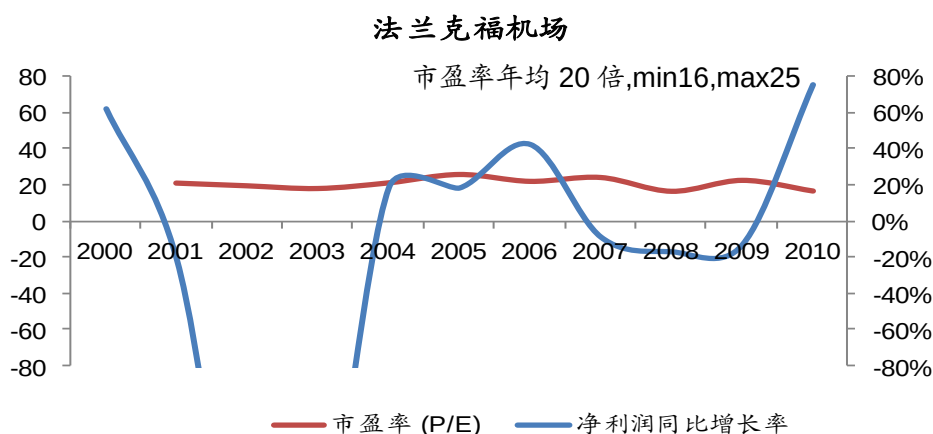


巴黎戴高乐机场简介:

欧洲最大的国际机场之一。旅客流量位列欧洲第二大机场,仅次于伦敦希斯罗机场;起降和货运量位居欧洲机场第一。

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图3：法兰克福机场2000-2010年净利润增长率与市盈率

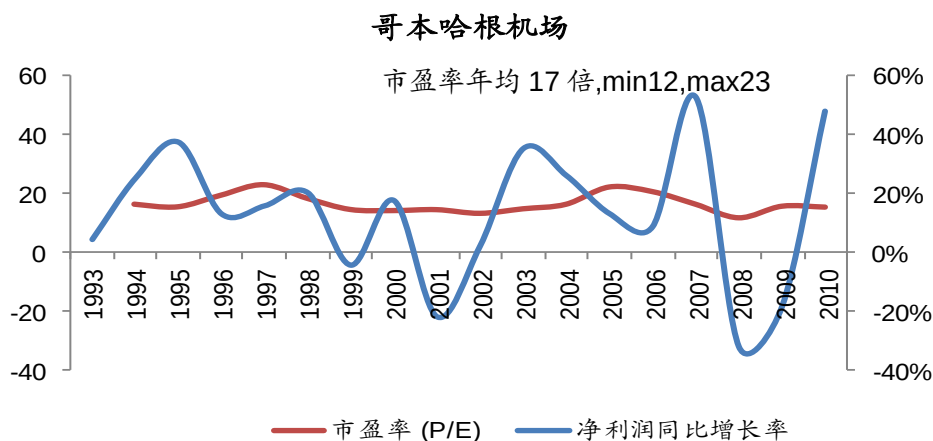


法兰克福机场简介:

它是德国最大的机场和欧洲第二或第三大机场,是全球各国国际航班重要的集散中心。

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图4：哥本哈根机场1993-2010年净利润增长率与市盈率



哥本哈根机场简介:

世界主要的机场,丹麦最大的航空港。它创造了几世界纪录,是全世界第一批民用机场之一,是斯堪迪纳维亚地区最大的机场之一,曾连续被国际航协 IATA 评选为欧洲最佳机场。

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图5：欧洲主要机场历史PB

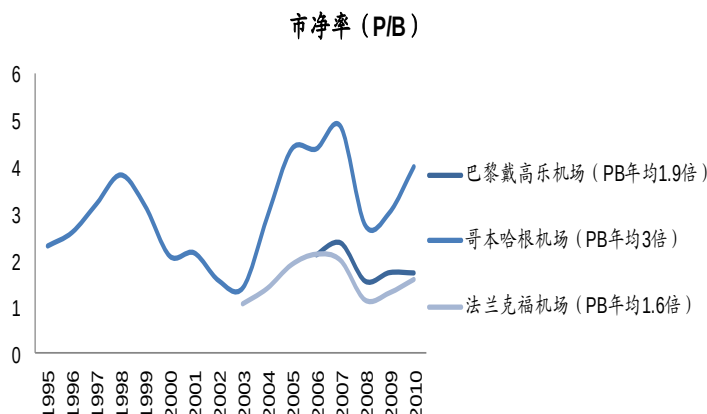
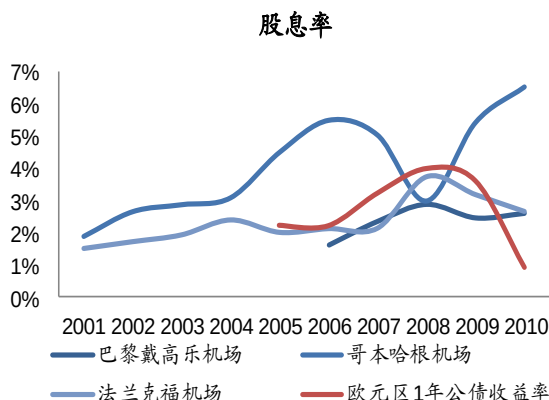


图6：欧洲主要机场历史股息率



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图7：东京机场历史PE和PB

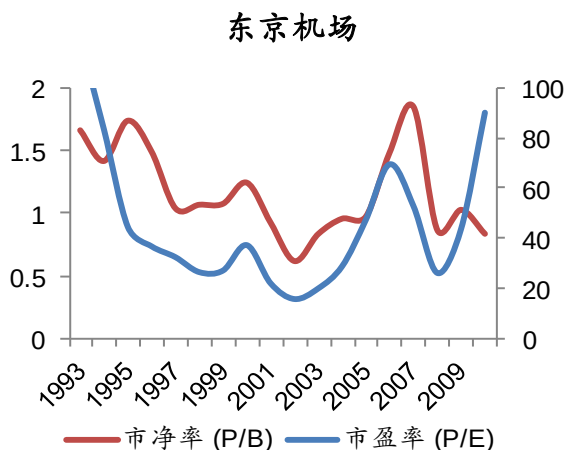
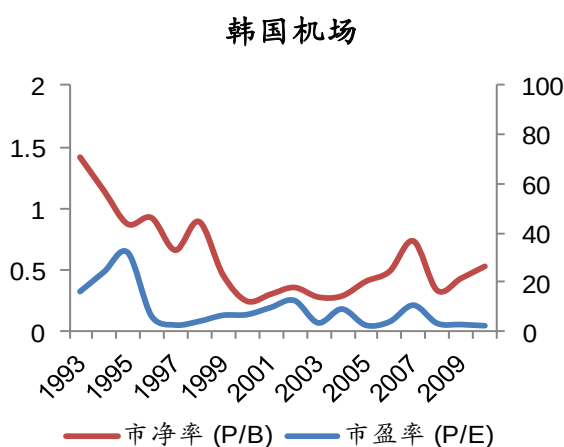


图8：韩国仁川机场历史PE和PB



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

欧洲机场大都由政府划拨土地开发使用权，由政府指定的机场公司负责整个机场区域的开发建设，然后再将可以出租的商业设施招标出租给航空公司或其他商业机构负责经营。机场公司仅负责飞行区、通信导航设施和机场公共基础设施的管理并靠收取租金等筹集资金。机场建设基本上以法人投资的形式为主。

日、韩机场归属美国机场模式。美国机场归政府所有。美国政府把机场定性为公益性基础设施，不以盈利为目的。机场管理机构多为事业化而非公司化机构，其管理目标明确就是发展机场，以最优惠的条件吸引航空公司，为公众提供便利的机场设施。加拿大、巴西等国家机场均与美国相似。

图9：欧洲主要机场历史ROE

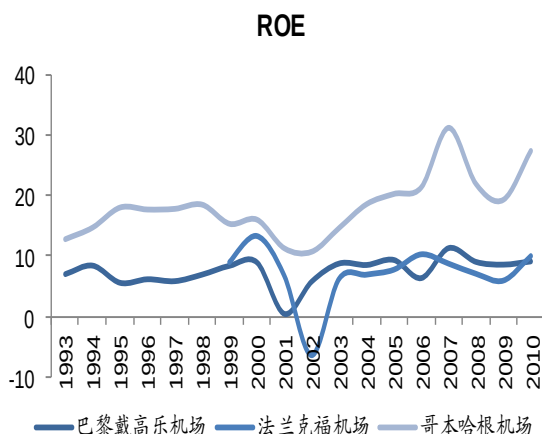
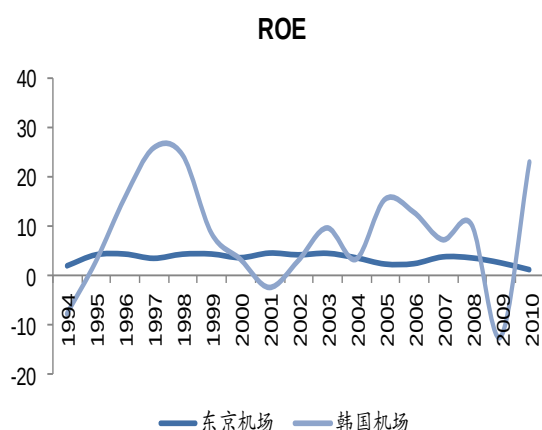


图10：日、韩主要机场历史ROE



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

2009年7月1日我国民用机场管理条例正式实施，国家民航局对深化机场管理体制改提出明确要求，明确机场公共基础设施的定位，探索飞行区生产经营管理和航站区资产经营管理相结合的管理模式，实现机场管理由经营型向管理型转变。

机场航空性业务的特点决定了机场航空业的收益水平不会太高。在管理型模式导向下，机场迫切需要发展非航以突破机场航空业的被动性。同时，机场聚集了高密度的人流和物流，为机场发展非航提供了可依托的自然垄断性资源。

从机场的经营模式来看，我国比较贴近欧洲，商业零售是非航收入的主力。近几年国内各大机场在非航经营和管理模式上都做了重大改进，在免税店经营的基础上发展中高端多种业态、实行“同城同价”、调结构、扩面积。在消费升级的趋势下，我国机场非航比重以及人均零售收入均存在较大的提升空间。

现阶段我国A股机场公司平均PE13倍、PB1.5倍，处于历史底部区域，且明显低于国际可比机场的平均估值水平，具备良好的安全边际。

图11：我国机场行业动态PE

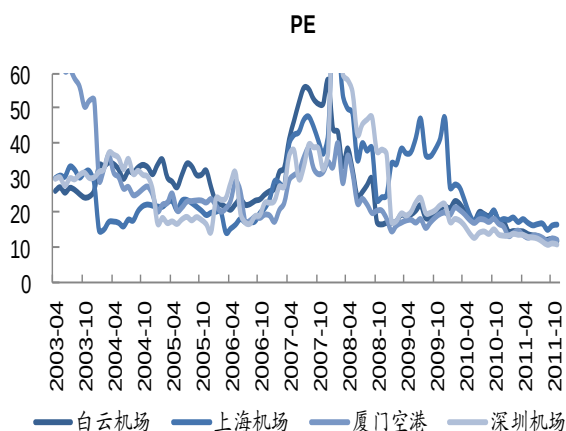
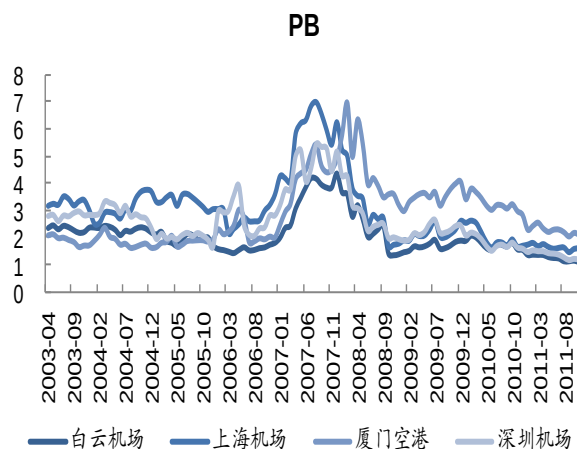


图12：我国机场行业动态PB



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

二、上海机场优势：资源禀赋、产能保障和非航引领

（一）资源禀赋

上海机场在行业内具备资源禀赋：受益腹地经济和人口的发展，周边竞争环境较好，枢纽辐射力较强。

上海地处中国经济发展最快、经济总量规模最大、最具发展潜力的长三角地区，两小时飞行覆盖中国93%的GDP产出地、54%的国土资源和90%的人口以及日、韩大部分地区，具备亚太核心航空枢纽的地理优势。世界两大航空货运巨头UPS和DHL相继落户浦东机场，使浦东机场成为全球首家同时拥有两个国际转运中心的机场，为确立国际航空货运枢纽地位创造了条件。

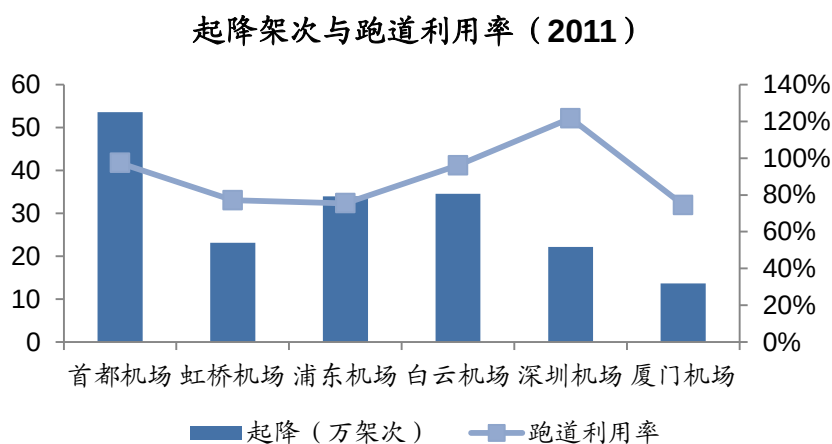
上海拥有独特的一市两场布局，虹桥机场定位为点对点的国内干线枢纽，浦东机场定位为国际网络型枢纽。作为全国三大国际复合型枢纽机场之一，上海机场的周边竞争环境较好。华南地区的机场群竞争较为激烈，北京首都机场空域饱和较为严重，新机场建设已提上日程。

（二）产能富裕，无大型资本开支

浦东机场现有三条跑道和T1+T2两个航站楼，跑道和航站楼的利用率为70%左右，在行业中产能空间较大，地面保障能力较强，不仅决定了航空性业务和收入的弹性，也规避了中长期大型资本开支的风险。

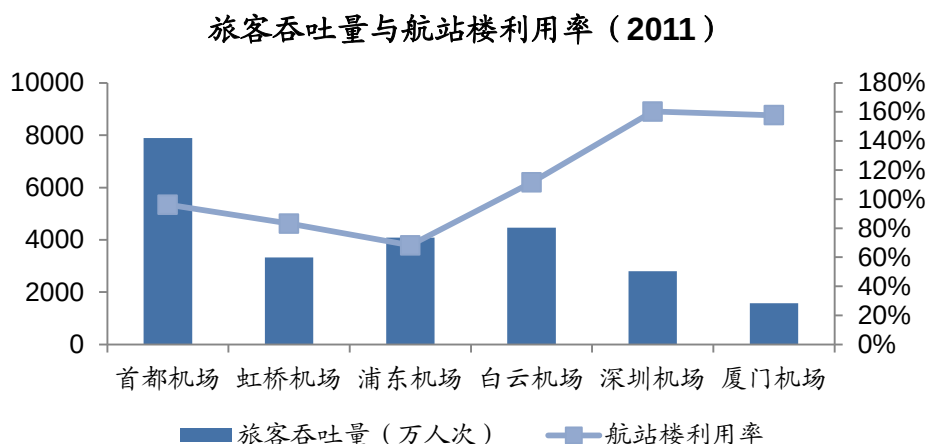
上海机场未来两年的资本开支主要为改造T1航站楼项目，改造目的为协助基地公司打造枢纽港，改善旅客感受。此次改造预算投入10亿元，按折旧和摊销20年测算，预计每年新增折旧和摊销折合EPS0.02元，对业绩影响很小。

图13：机场行业的航班起降与跑道利用率比较



数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

图14：机场行业的旅客吞吐量与航站楼利用率比较



数据来源：民航局、广发证券发展研究中心

（三）商业占比较高，盈利驱动力强

1、欧美机场非航差异

我国机场与国际机场航空性和非航业务的划分基本一致。从国际枢纽机场非航业务的发展水平看，欧美枢纽机场的非航收入占比较高，达50%-70%。

欧洲和美国机场非航业务也具有明显差异。美国机场非航空业务收入最主要的来源是停车费和汽车租赁费，商业零售等特许经营收入较少。而欧洲机场人均零售收入很高，如巴黎机场单位旅客零售收入约为12欧元，法兰克福机场人均零售收入约为5欧元，是全球最大机场之一美国亚特兰大机场的5-10倍。我们认为，欧、美机场非航收入差异的根源在于盈利模式的不同。

图15：国内外著名机场非航业务收入占比

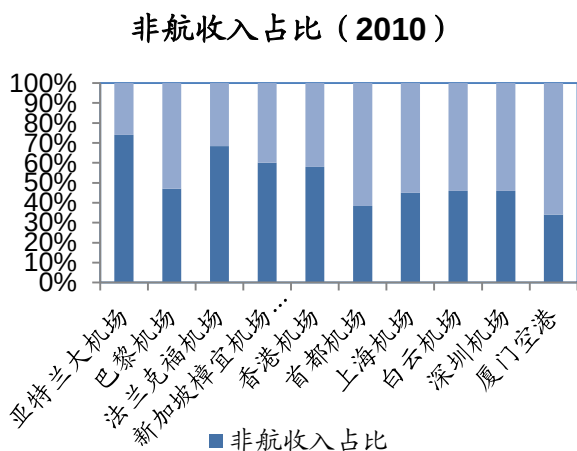
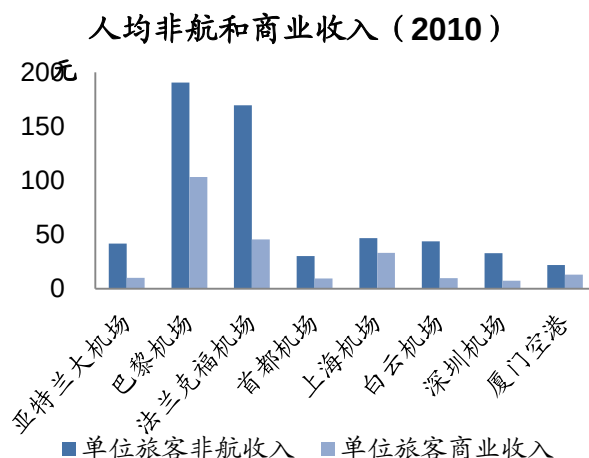


图16：国内外著名机场人均非航和商业收入水平



数据来源：公司财报、ACI、广发证券发展研究中心

图17：美国著名机场非航收入构成

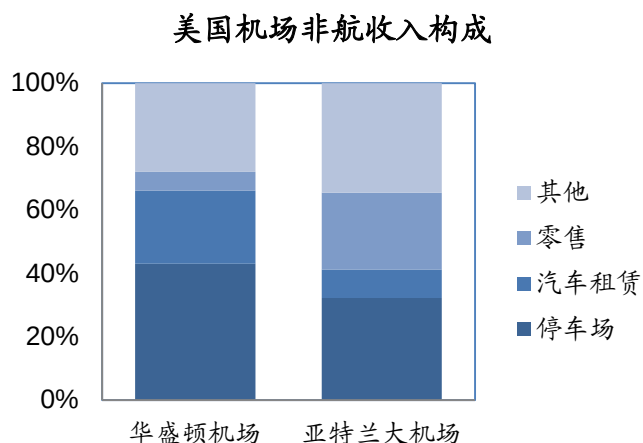
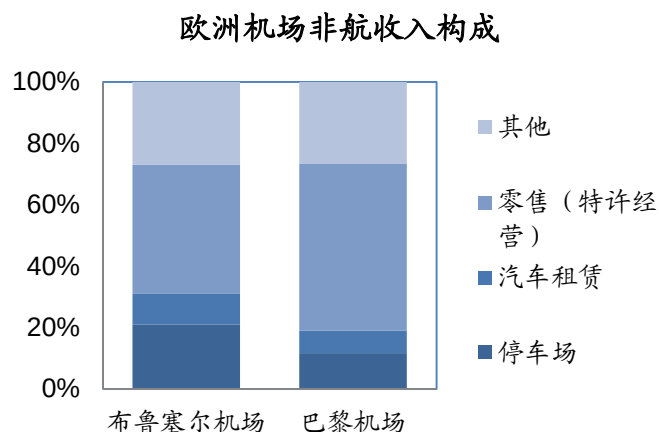


图18：欧洲著名机场非航收入构成



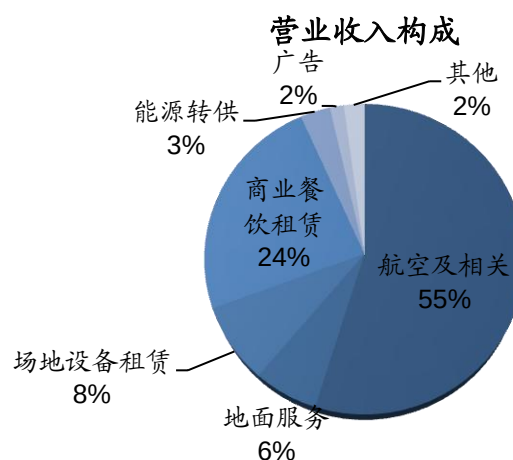
数据来源：ACI、广发证券发展研究中心

2、上海机场商业占比较高，盈利驱动力强

上海机场2010年非航空性收入占营业收入的比重为45%，其中商业餐饮租赁收入占非航收入53%。公司商业盈利模式采取租金、保底+提成相结合的方式。近三年来商业餐饮租赁收入高增长拉动非航空性收入增速超过航空性业务。2009年、2010年、2011年上半年，公司非航收入同比增速分别为1.1%、31.6%、14.8%，其中商业餐饮租赁收入增速分别达16.2%、50.2%、28.3%，明显高于航空收入-1.4%、20.7%、11.7%的增速。

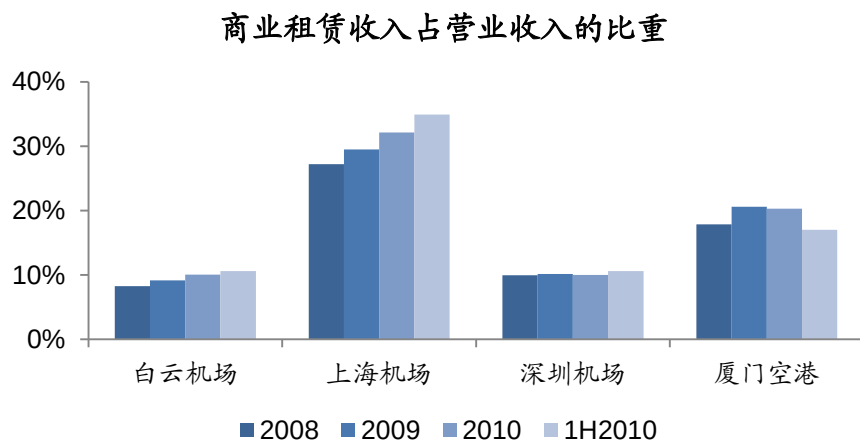
上海机场在我国机场上市公司中商业收入占比最高，商业毛利率较高，因此对整体收入和盈利增长的驱动力较强。且从上海机场的定位出发，借助国际枢纽的垄断优势和居民消费力提升，出境游火热将长期驱动免税店和人均商业收入较快增长。

图19：2010年上海机场营业收入构成



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图20：我国机场公司商业租赁收入占比



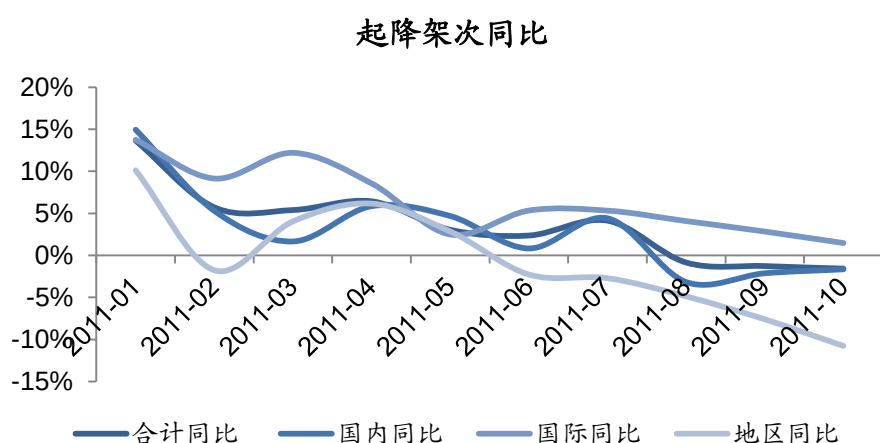
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、上海机场特色：境外份额高、投资收益重

（一）航空公司国际化和出境游热推动境外流量较快增长

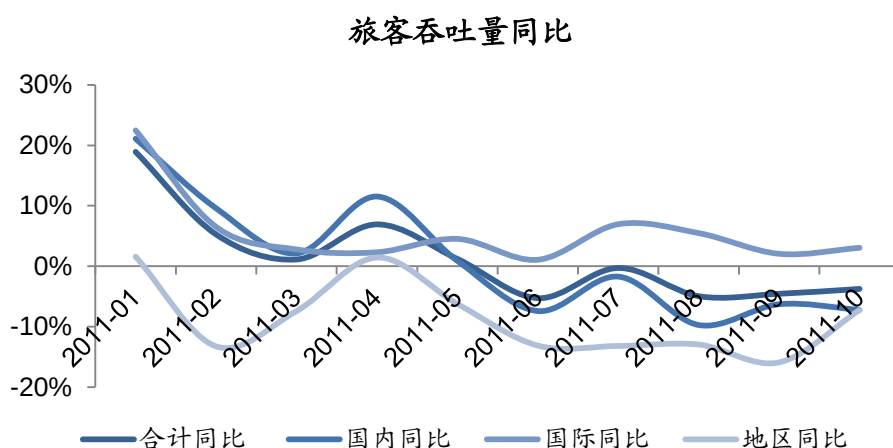
今年前10月，公司实现起降和旅客吞吐量分别同比增长2%、1%。受上海世博会高基数的影响，今年夏秋航季起降和旅客吞吐量增速大幅放缓，其中国际航线略有增长，国内航线同比下滑。行业现已开始执行冬春航季时刻，世博效应逐渐消失，上海机场起降和旅客量重拾较快的增长轨道。

图21：上海机场分地区航线起降同比



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

图22：上海机场分地区航线旅客吞吐量同比



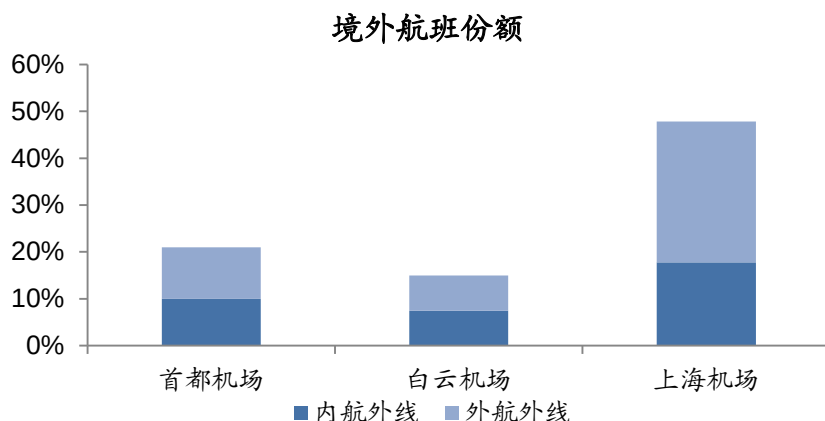
数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

公司现有境外航班和旅客份额为48%，比去年同期略有提升，与08年金融危机之前相比仍有差距。08年金融危机发生后，国内各大航空公司纷纷撤回国际运力，造成09年境外业务份额出现明显下滑，虽然当年航班和旅客量依然保持较快增长，但是航空性

收入反升为降。独特的一市两场布局和定位，造就了公司在行业中尤其是三大枢纽机场中境外份额最高，同时也加大了航空性收入的弹性。

在国内各大航空公司深入执行国际化战略的趋势下，明年国内大型航空公司的国际投入份额将继续提升，相对于全国其他国际型枢纽机场，公司内行外线份额尚有较大的增长空间，且国际网络化运营势必会创造和输送大量的国内中转客源。同时，随着居民消费力的提升，出境游火热也将推动境外流量呈现较快增长。

图23：国内三大枢纽机场的境外航班份额



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

表 1：上海机场近四年旅客吞吐量、境外份额与航空性收入增长

	2008	2009	2010	1H2011
旅客吞吐量（万人）	2,824	3,192	4,058	1,980
同比	-2%	13%	27%	4%
境外旅客份额	54%	48%	47%	48%
航空性收入（百万）	1,927	1,901	2,295	1,151
同比		-1%	21%	12%

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

（二）收费并轨的最大受益者

根据07年机场收费改革方案，内外收费标准并轨需在明年年底内实现，现行内航外线的航空性业务收费标准基准价按照外航收费标准的60%执行。经测算，若一次性实行内外收费并轨，对上海机场的业绩增厚将最为明显，将分别增厚各大机场公司EPS为上海机场10%、厦门空港5%、白云机场3%、深圳机场2%。

（三）投资收益受益油价上涨

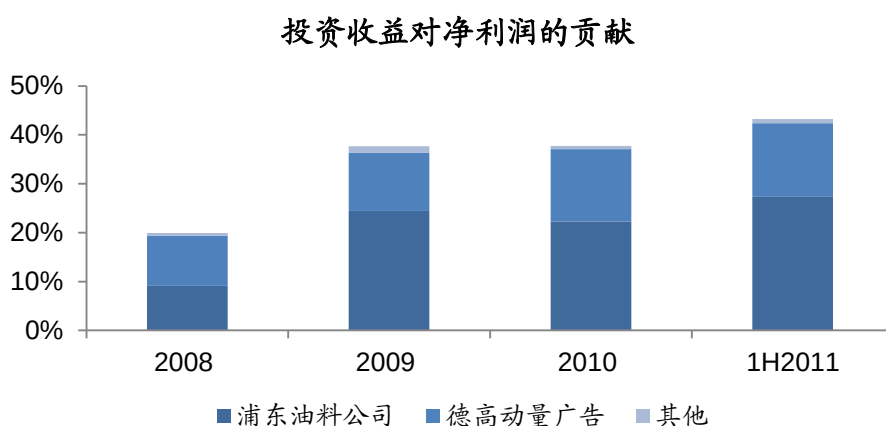
上海机场参股6家公司，每年的投资收益对净利润贡献40%左右，主要来源于浦东航油公司和德高动量广告公司，其中浦东航油对公司净利润的影响达到了20%-30%。

浦东航油公司绝大部分供油来自进口。自今年8月国内航油定价开始与国际接轨，

国内航油采购成本高于国际将成为常态，由于浦东油料公司的进销毛利主要来自给国内航班加油，对其构成利好。由于毛利对油价变化敏感，而国际油价波动具有很大的不确定性，基于浦东油料公司的存货周转率等参数，假设明年平均油价在同比持平、上涨10%、下跌10%的三种情形下，净利润将分别同比增长16%、53%、-50%。

公司与德高动量签订长期合同，德高动量负责上海两场的广告经营。近几年单位旅客的广告收入不断提升，除了09年受金融危机的影响，广告净利润增速普遍较高。由于机场广告的中高端定位，净利率水平高达40%-50%。

图24：上海机场近四年投资收益对净利润的贡献



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表2：浦东油料公司主要财务数据

	2007	2008	2009	2010	2011H
营业收入（万元）	1353677	1932873	1045982	1508011	1031891
收入增长率	-	42.79%	-45.88%	44.17%	46.19%
净利润（万元）	72203	20138	45573	75135	50495
净利润增长率	-	-72.11%	126.31%	64.87%	40.84%
净利率	5.33%	1.04%	4.36%	4.98%	4.89%
对公司净利润贡献	17.04%	9.14%	24.47%	22.27%	27.34%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表3：德高动量广告公司主要财务数据

	2007	2008	2009	2010	1H2011
营业收入（万元）	28512	38755	44240	80286	43970
收入增长率	-	35.93%	14.15%	81.48%	29.70%
单位旅客广告收入（元）	5.53	7.58	7.76	11.17	12.20
净利润（万元）	12698	17553	16807	38896	21712
净利润增长率	-	38.24%	-4.25%	131.43%	35.60%
净利率	44.54%	45.29%	37.99%	48.45%	49.38%
对公司净利润贡献	3.75%	10.20%	11.90%	14.84%	15.02%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

四、公司估值分析

我们预计2011-13年上海机场EPS0.80、0.95、1.13元。根据DCF和DDM估值模型，公司的合理估值介于15.85—17.48元，对应19.7-21.7X11pe、16.7-18.4 X12pe，维持“买入”。

表4：上海机场未来三年主要业务量指标预计

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
旅客吞吐量（万人次）	2,823.57	3,192.10	4,057.86	4,196.76	4,566.07	4,967.62
航空起降（万架次）	26.57	28.79	33.21	34.54	37.30	40.29
货邮吞吐量（万吨）	260.29	254.34	322.80	313.12	344.43	378.87
YOY						
旅客吞吐量	-2.37%	13.05%	27.12%	1.43%	8.80%	8.79%
航空起降	4.83%	8.35%	15.36%	2.00%	8.00%	8.00%
货邮吞吐量	1.70%	-2.29%	26.92%	-3.00%	10.00%	10.00%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表5：上海机场DCF估值分析

每股价值	17.48	TV 增长率	2.0%
隐含 P/E	21.73	WACC	8.36%
企业值（百万）	36,316.19	债务（百万）	2,484.25
		投资（百万）	2,855.32
股票价值（百万）	33,680.05	少数股东权益（百万）	151.89
对 WACC 的测算	无风险利率	3.50%	
	Beta	1.08	
	市场收益率	8%	所得税率 17%
	股权成本	8.36%	债券成本 5.84%
	股权资本权重	99.98%	债务资本权重 0.02%

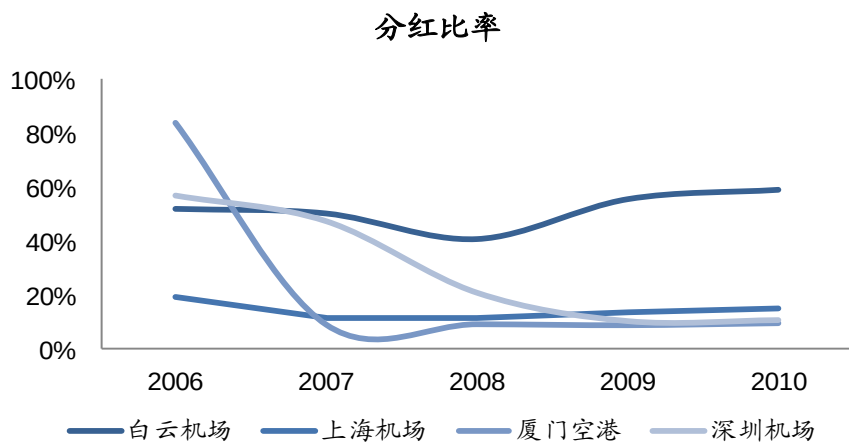
数据来源：广发证券发展研究中心

表6：上海机场DDM估值分析

每股价值	15.85		TV 增长率		2.0%			
隐含 P/E	19.71		Ke		3.50%			
			投资		2,855.32			
对每股股利的预测								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股股利(元)	0.15	0.1	0.05	0.05	0.1	0.16	0.19	0.226
EPS(元)	0.79	0.88	0.45	0.37	0.68	0.8	0.95	1.13
分红比率	19%	11%	11%	14%	15%	20%	20%	20%

数据来源：广发证券发展研究中心

图25：我国机场分红比率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

五、风险提示

公司的航空性业务和非航业务受经济周期波动的影响，油价大幅下跌将给投资收益带来风险。

此外，从2012年1月1日起将在上海市交通运输业等开展征收营业税改增值税试点。国内机场公司现缴营业税，营业税率实行两档3%、5%。明年公司的增值税率将按11%来执行，机场公司的运营成本中折旧和员工成本占比60%-70%不可抵税，由于试点范围暂不包含金融企业，财务费用也不可抵扣。预计营业税改增值税将对公司明年业绩影响偏负。

资产负债表

单位：百万元

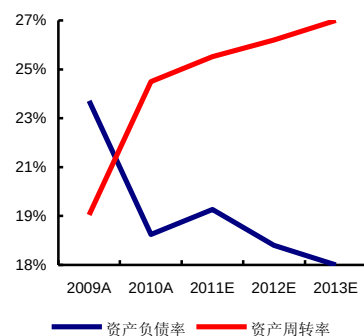
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,887	2,583	5,231	7,131	9,574
货币资金	377	1,409	3,776	5,457	7,950
应收及预付	1,488	1,151	1,434	1,652	1,601
存货	16	18	21	22	24
其他流动资产	5	5	0	0	0
非流动资产	15,073	14,919	14,120	13,850	13,514
长期股权投资	1,034	1,446	1,446	1,446	1,446
固定资产	13,285	12,841	12,246	11,495	10,728
在建工程	329	193	13	513	1,013
无形资产	393	385	365	346	327
其他长期资产	32	54	50	50	0
资产总计	16,960	17,502	19,351	20,981	23,089
流动负债	1,519	812	1,328	1,372	1,598
短期借款	599	0	0	0	0
应付及预收	879	771	1,328	1,372	1,598
其他流动负债	41	41	0	0	0
非流动负债	2,482	2,484	2,484	2,484	2,484
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	2,482	2,484	2,484	2,484	2,484
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	4,001	3,296	3,812	3,856	4,083
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
资本公积	2,569	2,575	2,575	2,575	2,575
留存收益	8,337	9,551	10,791	12,260	13,998
归属母公司股东权益	12,833	14,053	15,293	16,762	18,501
少数股东权益	126	152	245	363	506
负债和股东权益	16,960	17,502	19,351	20,981	23,089

利润表

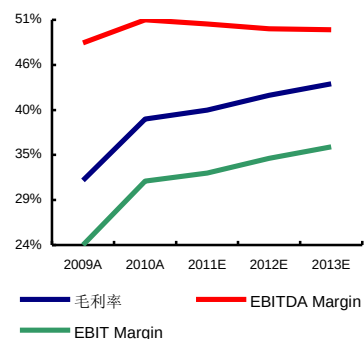
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3338	4186	4642	5193	5839
营业成本	2292	2560	2786	3024	3319
营业税金及附加	134	166	185	208	233
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	128	149	172	192	214
财务费用	173	138	111	101	91
资产减值损失	6	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	268	494	593	685	807
营业利润	874	1668	1980	2353	2790
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	872	1669	1980	2353	2790
所得税	124	263	337	400	474
净利润	748	1406	1643	1953	2316
少数股东损益	42	95	93	118	143
归属母公司净利润	706	1311	1550	1836	2173
EBITDA	1608	2136	2344	2592	2911
EPS (元)	0.37	0.68	0.80	0.95	1.13

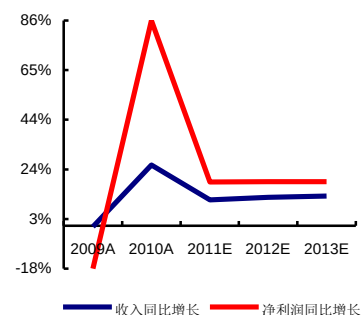
资产负债率趋势



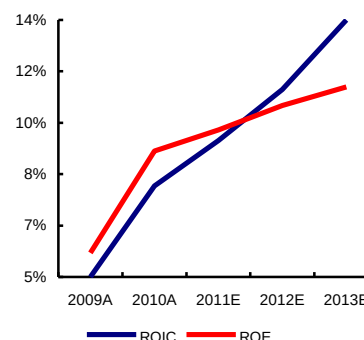
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

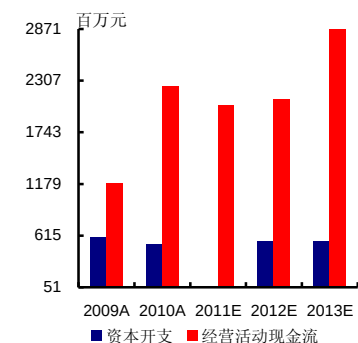
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,184	2,248	1,949	1,983	2,728
净利润	748	1,406	1,643	1,953	2,316
折旧摊销	824	825	846	822	837
营运资金变动	-294	390	-75	-232	208
其它	-93	-374	-465	-561	-633
投资活动现金流	-249	-439	542	133	256
资本支出	-595	-521	-51	-552	-552
投资变动	346	82	593	685	807
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-935	-777	-124	-434	-491
银行借款	2,200	450	0	0	0
债券融资	-2,860	-920	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-275	-307	-124	-434	-491
现金净增加额	0	1,032	2,367	1,682	2,493
期初现金余额	377	377	1,409	3,776	5,457
期末现金余额	377	1,409	3,776	5,457	7,950

主要财务比率

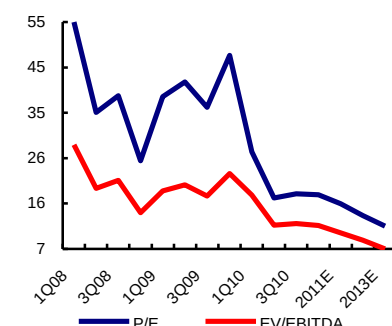
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-0.4%	25.4%	10.9%	11.9%	12.4%
营业利润	-18.6%	90.9%	18.7%	18.8%	18.6%
归属于母公司净利润	-17.8%	85.6%	18.3%	18.4%	18.4%
获利能力					
毛利率	31.4%	38.9%	40.0%	41.8%	43.2%
净利率	22.4%	33.6%	35.4%	37.6%	39.7%
ROE	5.5%	9.3%	10.1%	11.0%	11.7%
ROIC	4.6%	8.0%	9.7%	11.6%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	23.6%	18.8%	19.7%	18.4%	17.7%
净负债比率	20.9%	7.6%	-8.3%	-17.4%	-28.8%
流动比率	1.24	3.18	3.94	5.20	5.99
速动比率	1.23	3.15	3.92	5.18	5.97
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.24	0.25	0.26	0.27
应收账款周转率	3.06	3.98	3.63	3.51	3.70
存货周转率	132.35	149.29	133.45	137.95	139.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.37	0.68	0.80	0.95	1.13
每股经营现金流	0.61	1.17	1.01	1.03	1.42
每股净资产	6.66	7.29	7.94	8.70	9.60
估值比率					
P/E	47.5	18.2	16.3	13.8	11.6
P/B	2.6	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	22.6	11.7	10.2	8.6	6.8

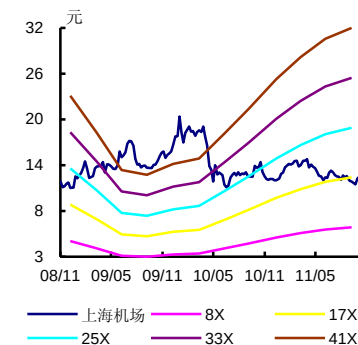
资本支出与经营活动现金流



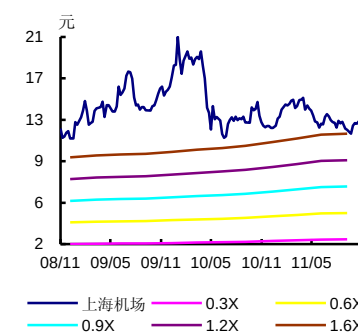
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。