

机场 III



2011 机场投资策略 - 弱市下的防守反击

推荐 (维持)

2010 年 12 月 29 日

重点公司

重点公司	10E	11E	评级
上海机场	0.63	0.72	中性
白云机场	0.47	0.57	推荐
厦门空港	0.92	1.09	推荐
深圳机场	0.42	0.48	中性

相关报告

机场 III:《投资收益减少和成本上升拉低收益水平》
2010-10-29

机场 III:《世博拉动公司收入与利润超预期》2010-10-28

机场 III:《空港保税物流中心纷纷建立》2010-10-27

朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

王爽

S0190210030003

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

投资要点

- 航空运输行业的发展与经济增长密切相关。中国经济强势增长决定了中国民航业的高增长,并带动了机场业务的高增长。除去机场扩建带来的暂时业绩波动外,机场行业的盈利景气状况将长期维持。
- 我们判断机场建设费返还这一政策延续的可能性较大,原因在于首都机场盈利水平欠佳,尚未脱离艰困时期。但不排除降低返还比例的可能性。以 2010 上半年的财务数据为分析基础,若机场建设费取消,则白云机场、首都机场、美兰机场 EPS 下降 56%、140%、41%。若机场建设费返还比例降到 30%,则首都机场利润为 0,三机场 EPS 下降 36%、100%、24%。
- 鉴于 2010 年航空公司的盈利水平大幅改善,再加上 2012 年前分两次实行内航外线收费标准与外航外线并轨的政策预期,我们认为机场收费标准上调的时间窗口初现。由于首都机场处于微利状态,上海机场外线比例最高,故测算下来外线收费标准并轨对两者的影响最大,影响上限为提升 EPS 的 77%和 45%。白云机场可提升 EPS 22%。
- 面对 2011 年货币政策收紧和流动性变紧的局面,股市很可能呈现萎靡不振的行情。在这种情况下,机场由于其业绩的相对稳定而具有防守反击的特性,机场版块股价相对大盘可能产生超额收益。我们建议,在大盘向好时低配机场高配航空,而在大盘走低时高配机场低配航空。
- 我们预测 2010~2102 年上海机场 EPS 为 0.63、0.72、0.89 元,给予中性评级;白云机场 EPS 为 0.47、0.57、0.75 元,给予推荐评级;厦门空港 EPS 为 0.92、1.09、1.18 元,给予推荐评级;深圳机场 EPS 为 0.42、0.48、0.53 元,给予中性评级。

目 录

1、业务模式较为单一，依赖航空运输的流量增长.....	3 -
2、行业高增速 + 拓展非航业务 = 盈利增长前景可期.....	3 -
2.1、航空行业处于长期高速发展期	3 -
2.2、拓展非航业务是大势所趋，空间广阔.....	6 -
3、机场建设费返还政策延续的可能性较大.....	6 -
4、内外航收费并轨时间窗口初现	7 -
5、机场股价在大行情不佳时具有防守反击特性.....	8 -
6、上市机场公司盈利预测和估值	9 -
6.1、上海机场	9 -
6.2、白云机场	10 -
6.3、厦门空港	12 -
6.4、深圳机场	12 -
 图 1、航空运输的驱动因素	4 -
图 2、美国 GDP 与航空增速比较	4 -
图 3、中国 GDP 与航空增速比较	4 -
图 4、2009-2029 年度航空运输行业增速	5 -
图 5、2007 ~ 2010 中国 50 机场旅客吞吐量增速.....	5 -
图 6、2007 ~ 2010 中国 50 机场飞机起降增速.....	5 -
图 7、2007 ~ 2010 中国 50 机场货邮吞吐量增速.....	6 -
图 8、航空/机场相对上证综指走势图	9 -
图 9、世博会对上海机场影响	10 -
图 10、亚运会对白云机场影响	11 -
图 11、深圳机场旅客和飞机起降增速.....	13 -
 表 1、中国上市机场业务分类	3 -
表 2、中国上市机场非航业务收入增速大于航空主业.....	6 -
表 3、机场建设费对上市公司的业绩影响	7 -
表 4、机场收费标准上调的影响测算	8 -
表 5、中国民航业利润分配情况	9 -
表 6、上海机场生产和财务数据预测	10 -
表 7、白云机场生产和财务数据预测	11 -
表 8、厦门空港生产和财务数据预测	12 -
表 9、深圳机场生产和财务数据预测	13 -
表 10、机场行业估值比较	14 -
附表 1、上海机场三大表预测	15 -
附表 2、白云机场三大表预测	16 -
附表 3、厦门空港三大表预测	17 -
附表 4、深圳机场三大表预测	18 -

1、业务模式较为单一，依赖航空运输的流量增长

机场作为当地的大型交通基础设施，具有极强的垄断性，业务模式较为相似。我国机场的收入来源主要来自航空主业收入和非航收入，包括飞机起降及相关收入、商业租赁等特许经营、广告、物流等收入。

表 1、中国上市机场业务分类

白云机场	上海机场	厦门空港	深圳机场	首都机场	美兰机场
(一) 航空服务收入 航班起降服务收入 旅客综合服务收入 安全检查服务收入 航空地面服务收入 机场建设费返还收入 (二) 航空性延伸服务收入 租赁业务 地面运输业务收入 代理业务收入 航空配餐服务收入 住宿餐饮服务收入 广告业务收入 商品销售业务收入 加工修配业务收入 停车场收入 行李寄存打包服务收入 其他延伸服务收入	航空及相关收入 地面服务收入 场地及设备租赁收入 商业餐饮租赁收入 能源转供收入 广告业务收入 其他收入	航空业务收入 租赁及特许权收入 货站及货服业务 地勤业务	航空主业(含候机楼租赁) 航空增值(含广告) 航空物流 航空广告	(一) 航空业务收入 旅客服务费 飞机起降及相关收费 机场费 (二) 非航空业务收入 特许经营收入 含：广告 零售 餐饮 地面服务 特许其他 租金 停车服务收入 其他	(一) 航空性业务 旅客服务费 机场费 飞机起降及相关收费 地面服务收入 (二) 非航空性业务 特许经营收入 货运及包装收入 租金 贵宾室收入 停车场 其他

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

总体来说，国内机场的收入来源还是比较单一，其收入增长的驱动力基本来自于航空客流和货流的增长。而国外先进机场，如 BAA、新加坡樟宜机场、香港机场已经着手开拓机场管理咨询、机场周边商业地产开发、机场规划和建设管理、免税店经营等延伸业务。

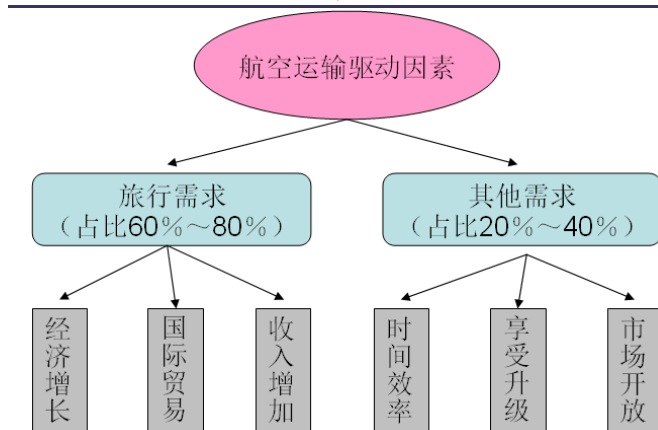
所以分析国内机场公司的收入增长，主要看客货吞吐带来的航空主业增长，以及在此基础上的非航业务发展情况。

2、行业高增速 + 拓展非航业务 = 盈利增长前景可期

2.1、航空行业处于长期高速发展期

航空运输行业的发展与经济增长密切相关，而由经济增长带来的国际贸易和人民生活水平的提高也会极大的促进对航空的需求。

图 1、航空运输的驱动因素



数据来源：波音公司、兴业证券研发中心

从历史统计数据来看，航空对于 GDP 会有一个更高的弹性。40 年来美国航空旅客增速高于 GDP 增速 0.4 个百分点；10 年来中国航空旅客增速高于 GDP 增速 4.6 个百分点。

图 2、美国 GDP 与航空增速比较

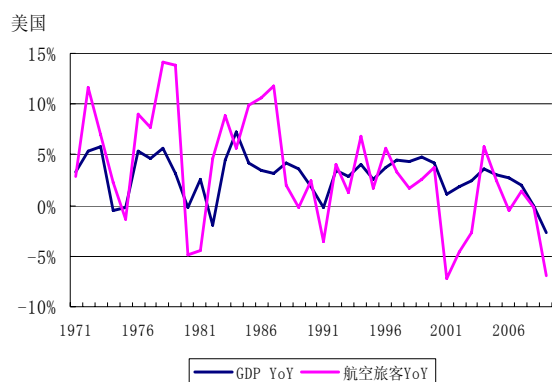
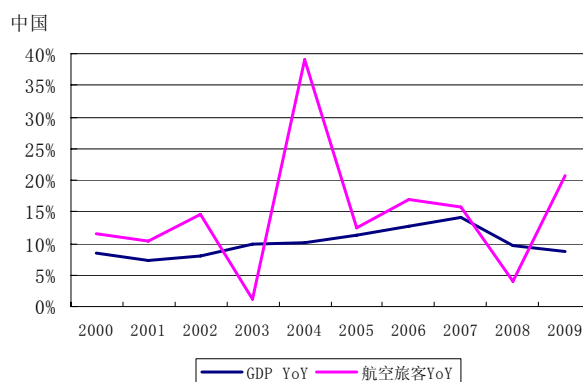


图 3、中国 GDP 与航空增速比较

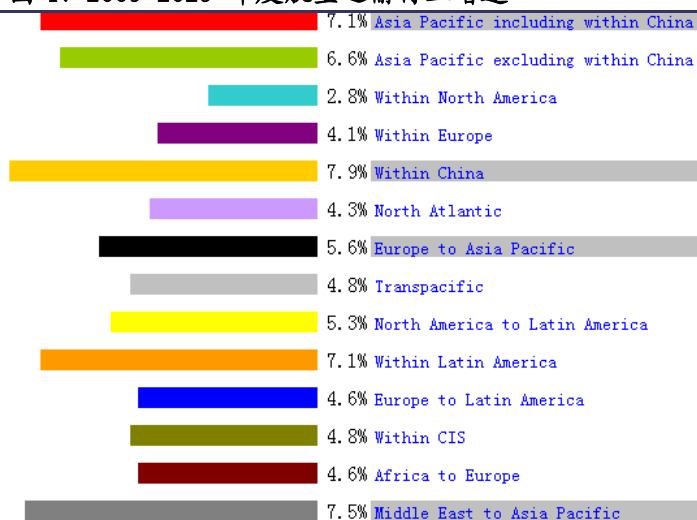


数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

做为世界上最具活力的地区 - 中国，其改革开放 30 年来的经济发展成绩有目共睹，随着中国产业升级、居民收入倍增、消费需求提升、城镇化加速发展等因素的共同左右，中国经济仍将长期处于高速发展阶段。

根据波音公司的预测，未来 20 年，亚太地区尤其是中国，航空业增速远超全球平均水平。行业的高增长是支撑看好中国航空业的一个重要原因。

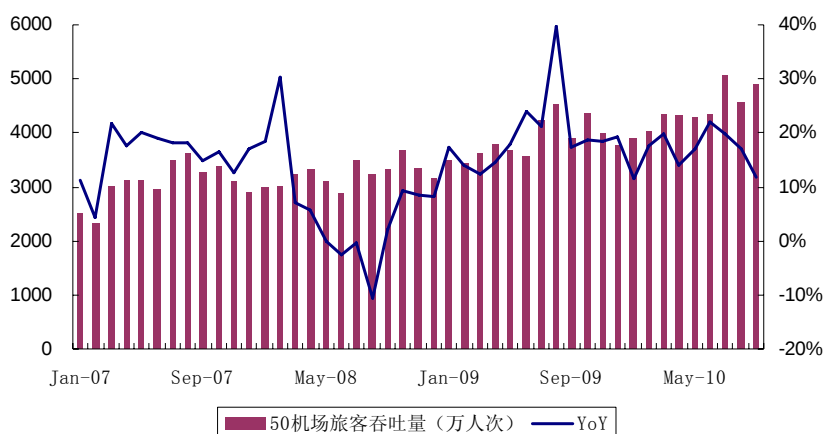
图 4、2009-2029 年度航空运输行业增速



数据来源：波音公司、兴业证券研发中心

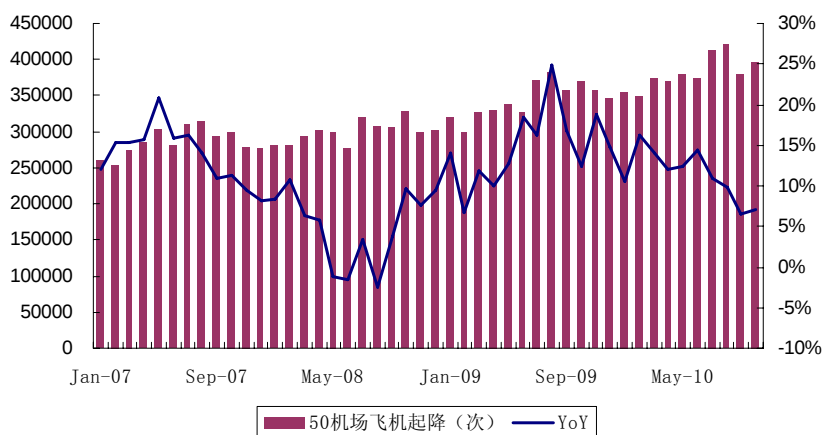
行业的高增长带动了机场业务的高增长。除去机场扩建带来的暂时业绩波动外，机场行业的盈利景气状况将长期维持。

图 5、2007~2010 中国 50 机场旅客吞吐量增速



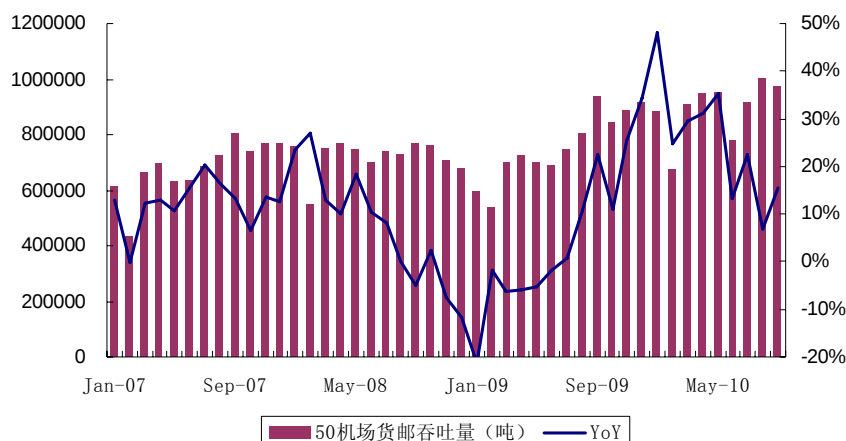
数据来源：Wind、兴业证券研发中心

图 6、2007~2010 中国 50 机场飞机起降增速



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

图 7、2007~2010 中国 50 机场货邮吞吐量增速



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

2.2、拓展非航业务是大势所趋，空间广阔

机场就如同一个商圈，人流在此聚集会对各种需求产生放大效应，从而衍生出庞大的餐饮、商业、广告、物流业态。随着各上市机场客流量的提升、航站楼新建扩建和设施的改善、旅客消费水平的提高、非航定价标准不受政府管制，非航收入的发展空间巨大，其增速将明显超越航空主业收入增速。

表 2、中国上市机场非航业务收入增速大于航空主业

机场	业务	2009		2010H	
		收入（百万元）	YoY	收入（百万元）	YoY
上海机场	航空主业	1,901.31	-1.4%	1,029.63	15.3%
	非航业务	1,437.03	1.1%	891.37	32.0%
白云机场	航空主业	1,911.99	11.9%	993.78	10.4%
	非航业务	1,394.10	4.0%	779.07	20.0%
厦门空港	航空主业	490.67	38.5%	280.30	19.7%
	非航业务	275.39	-14.2%	117.12	11.3%
深圳机场	航空主业	919.75	15.4%	510.66	11.5%
	非航业务	742.97	4.3%	414.37	21.7%
首都机场	航空主业	3,130.32	11.3%	1,691.13	11.9%
	非航业务	1,834.55	1.3%	1,053.85	32.5%
美兰机场	航空主业	301.81	3.1%	173.15	8.5%
	非航业务	98.91	0.6%	89.27	76.8%

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

注：厦门空港在 2008~2009 年进行了业务重组，故业务数据不具有可比性

3、机场建设费返还政策延续的可能性较大

现有的机场建设费返还政策将于 2010.12.31 到期，到期后是否延续尚未有定论。可能情形有三种：照旧、取消、延续但降低返还比例。

正如我们在白云机场深度报告中所述，我们判断机场建设费返还这一政策取消的

可能性较小，原因在于首都机场盈利水平欠佳，尚未脱离艰困时期。但不排除降低返还比例的可能性。

2010 年上半年首都机场收入 27.44 亿，其中机场建设费返还 4.45 亿，净利润 2.01 亿。若剔除返还的建设费，则亏损 1.16 亿。若取消机场建设费返还，首都机场盈利能力难以保证，可能导致香港资本市场难以接受。而若首都机场继续享受这一优惠政策，白云和美兰机场势必也会连带沾光。

以 2010 上半年的财务数据为分析基础，我们测算出，若机场建设费取消，则白云机场、首都机场、美兰机场 EPS 下降 56%、140%、41%。若机场建设费返还比例降到 30%，则首都机场利润为 0，三机场 EPS 下降 36%、100%、24%。

表 3、机场建设费对上市公司的业绩影响

2010H（百万元）	白云机场	首都机场	美兰机场
收入	1,772.86	2,744.99	262.42
机场建设费返还	224.99	445.00	56.68
占收入比	12.7%	16.2%	21.6%
净利润	292.54	201.00	135.81
EPS（元）	0.25	0.05	0.29
剔除建设费返还后的净利润	128.86	-122.74	80.83
取消机场建设费拖累 EPS（元）	-0.14	-0.07	-0.12
2009 返还比例	48%	48%	48%
首都机场利润降到 0 的返还比例	30%	30%	30%
30%返还后净利润	190.24	-	101.45
拖累 EPS（元）	-0.09	-0.05	-0.07

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

事实上香港市场也预期了机场建设费政策得以延续的可能性较大。2010.11.16 首都机场在香港发布公告，大股东有意以 4.4 港元/股的价格溢价认购公司 13.2 亿内资股。但 12 月 20 日 H 股股东否决了该项动议，原因在于预期机场建设费政策明朗后公司股价将有所回升，4.4 港元/股的价格可能让中小股东受损。

4、内外航收费并轨时间窗口初现

自 1986 年民航局公布民用机场收费标准以来，历经数次修改，2007 年 12 月新的《民用机场收费改革实施方案》出台，主要内容如下：

- （1） 全国机场划分为三类，实行不同的收费标准。
- （2） 内航内线、外航外线实行不同的收费基准价。内航外线比照外航外线的 60% 收取，使内航内线和内航外线收费标准趋于接近。
- （3） 《实施方案》实施后至 2012 年，五年内分两次实行内航外线收费标准与外航外线并轨。
- （4） 《实施方案》是一个指导性价格，实际收费标准根据机场和航空公司谈判确定，在指导性价格的基础上可以浮动。该谈判是一个寡头（机场）对寡头（航空公司）的博弈过程。

2008 年，即新收费方案实施的第一年，由于受到全球经济危机的冲击，航空公司巨亏。但从 2009 年开始，随着经济复苏和航空运输业的发展，航空公司盈利大幅改善，其利润总额在民航业的占比从 2009 年的 60.7% 上升到 2010 年 7 月份的 85.2%。机场行业利润占比则从 24.6% 下降到 8%。

鉴于航空公司的盈利水平大幅改善，而机场所赚利润在整个民航业中的占比持续走低，再加上 2012 年前分两次实行内航外线收费标准与外航外线并轨的政策预期，我们认为机场收费标准上调的时间窗口初现。

由于中小机场国际航线很少，所以内航外线收费标准提高对于提升大型干线机场的盈利水平更有意义。但各机场的内航外线和外航外线数据未公布，故我们假设全部为内航外线，估算得出影响上限：

表 4、机场收费标准上调的影响测算

机场	航班占比		2010E 航空主业收入 (不含机场建设费返 还和航站楼租赁)	EIT	股本	外线并轨后 增加半年 EPS	2010H EPS	提升 EPS 比例
	内线	外线	百万元		百万股	元	元	
首都机场	75.4%	24.6%	1,246.13	25%	4,330.89	0.04	0.05	77%
上海机场	53.5%	46.5%	1,029.63	22%	1,926.96	0.13	0.29	45%
白云机场	84.0%	16.0%	768.79	25%	1,150.00	0.05	0.24	22%
深圳机场	96.0%	4.0%	510.66	22%	1,690.24	0.01	0.22	3%
厦门空港	96.4%	3.6%	280.30	25%	297.81	0.02	0.45	4%
美兰机场	98.8%	1.2%	173.15	11%	473.21	0.00	0.28	1%

数据来源：兴业证券研发中心

注：各上市机场的国内、国际和港澳航班比例按照民航局发布的《2010 年夏秋航季计划表》统计得出，与实际执行情况误差不大

由于首都机场处于微利状态，上海机场外线比例最高，故测算下来外线收费标准并轨对两者的影响最大，影响上限为提升 EPS 的 77% 和 45%。白云机场可提升 EPS 22%。

5、机场股价在大行情不佳时具有防守反击特性

根据兴业宏观的看法，明年宏观基本面预测为 GDP 10% 和 CPI 4% 的组合，经济和政府调控呈现“偏热-过热-紧缩加力”的局面。到明年中期利率和准备金率上调 2~4 次。

面对货币政策收紧和流动性变紧的局面，股市很可能呈现萎靡不振的行情。在这种情况下，机场由于其业绩的相对稳定而具有防守反击的特性，值得关注。

表 5、中国民航业利润分配情况

单位：亿元	2008	2009	2010.1-5	2010.7	2010.11
全民航业	-260.0	122.0	111.2	64.8	15.5
航空公司	-318.0	74.0	81.5	55.2	8.8
占比		60.7%	73.3%	85.2%	56.8%
机场	35.0	30.0	21.9	5.2	4.1
占比		24.6%	19.7%	8.0%	26.5%
保障企业	23.0	18.0	7.8	4.4	2.6
占比		14.8%	7.0%	6.8%	16.8%

数据来源：民航局、兴业证券研发中心

图 8、航空/机场相对上证综指走势图



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

根据历史经验数据，机场板块的股价相对与上证综指而言波动较为平稳，与上证综指呈现出“镜像”的特点。在经济衰退或者前景不明时，机场板块股价相对大盘可能产生超额收益。

我们可以利用这个特点，在大盘向好时低配机场高配航空，而在大盘走低时高配机场低配航空。

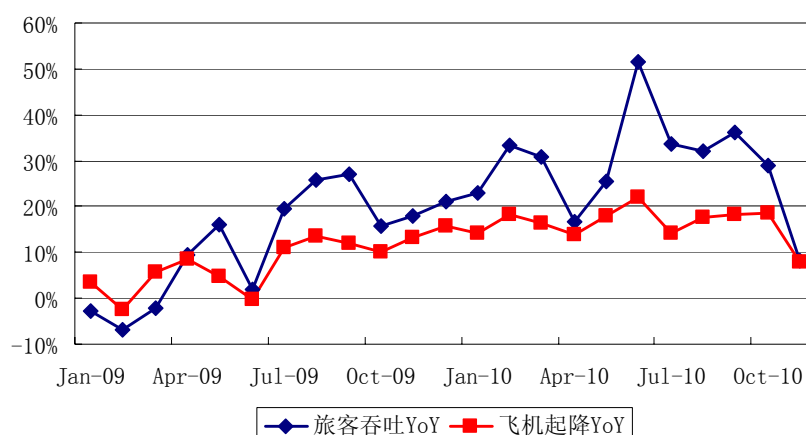
6、上市机场公司盈利预测和估值

6.1、上海机场

上海机场 1~11 月完成旅客吞吐量 3760.02 万人次、飞机起降 30.52 万架次、货邮吞吐量 295 万吨，同比分别增长 28.8%、16.2%、28.6%。

世博会给上海机场带来了充沛的客流，明年预计国内旅客客流增速将出现较大回落，但国际旅客、货邮吞吐量仍将保持较快的增长速度。

图 9、世博会对上海机场影响



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

我们预计 2010~2012 年公司 EPS 为 0.63、0.72、0.89 元，给予中性评级。

表 6、上海机场生产和财务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营数据				
浦东机场旅客吞吐量(万人次)	3,205.06	4,000.00	4,289.10	4,780.23
YoY	13.0%	24.8%	7.2%	11.5%
虹桥机场旅客吞吐量(万人次)	2,531.82	3,200.00	3,100.00	3,200.00
YoY	11.8%	26.4%	-3.1%	3.2%
全上海机场旅客吞吐量(万人次)	5,736.88	7,200.00	7,389.10	7,980.23
YoY	12.5%	26%	3%	8%
浦东机场飞机起降架次	287,185	319,247	339,650	377,109
YoY	8.0%	11.2%	6.4%	11.0%
浦东机场货邮吞吐量(吨)	2,481,500	2,977,800	3,424,470	3,938,141
YoY	-5.6%	20.0%	15.0%	15.0%
财务数据(百万元)				
航空及相关收入	1,901.31	2,191.66	2,331.73	2,588.88
地面服务收入	190.68	255.40	271.72	320.54
场地及设备租赁收入	317.66	367.13	390.60	471.39
商业餐饮租赁收入	667.28	1,040.00	1,158.06	1,338.46
能源转供收入	105.41	130.89	139.26	158.39
广告业务收入	61.24	64.00	72.91	86.04
其他业务收入	94.76	108.00	115.81	133.85
总计营业收入	3,338.34	4,157.08	4,480.08	5,097.55
YoY	-0.3%	24.5%	7.8%	13.8%
公司总投资收益	268.02	410.83	421.83	441.31
YoY	53.7%	53.3%	2.7%	4.6%
公司营业成本	2,291.54	2,585.96	2,683.42	2,839.64
YoY	11.7%	12.8%	3.8%	5.8%

数据来源：兴业证券研发中心

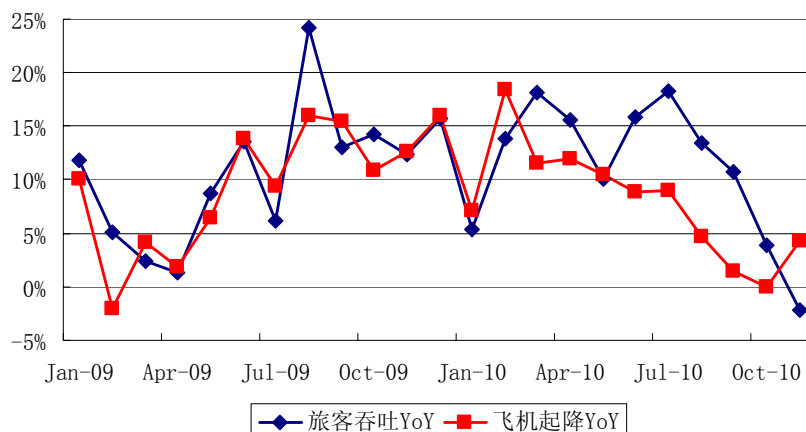
6.2、白云机场

白云机场 1~11 月完成旅客吞吐量 3734.9 万人次、飞机起降 29.97 万架次、货邮

吞吐量 99.3 万吨，同比分别增长 11%、4%、26%。

亚运会于 11 月 12~27 日在广州举行。正如我们所料，亚运会对白云机场客流拉动有限。反而由于安检提升和流量控制，11 月份公司客流增速同比为-2.1%，飞机起降同比增速为 4.2%。另外为了迎接亚运而发生的额外成本支出也需要考虑。

图 10、亚运会对白云机场影响



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

随着公司东西三指廊的启用，跑道和航站楼不存在运能瓶颈，估计 2 年内不会有大型资产投建活动。集团代建的中性货站预计在明年上半年会投入使用，为未来公司货运发展打下扎实的基础。

现有产能利用率的不断提升、大型固定资产折旧费用的相对固定、非航收入的持续增长，决定了公司未来几年将处于 EPS 快速提升的阶段。

我们预计 2010~2012 年公司 EPS 为 0.47、0.57、0.75 元，给予推荐评级。(假设机场建设费按照现行标准延续执行)。

表 7、白云机场生产和财务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营数据				
飞机起降架次	305,198	326,875	356,708	389,290
YoY	9.4%	7.1%	9.1%	9.1%
旅客吞吐量 (万人次)	3,681.02	4,085.93	4,494.53	4,943.98
YoY	10.1%	11.0%	10.0%	10.0%
货邮吞吐量 (吨)	883,514	1,060,217	1,297,705	1,515,720
YoY	34.1%	20.0%	22.4%	16.8%
财务数据 (百万元)				
航空服务收入	1,911.99	2,056.93	2,256.28	2,475.01
YoY	11.9%	7.6%	9.7%	9.7%
航空性延伸服务收入	1,394.10	1,626.25	1,874.25	2,163.09
YoY	4.0%	16.7%	15.2%	15.4%
收入合计	3,306.09	3,683.19	4,130.53	4,638.09
YoY	8.4%	11.4%	12.1%	12.3%

主营成本(万元)	1,899.42	2,313.87	2,492.89	2,724.88
	7.7%	21.8%	7.7%	9.3%

数据来源：兴业证券研发中心

6.3、厦门空港

厦门空港 1~11 月完成旅客吞吐量 1208 万人次、飞机起降 10.5 万架次、货邮吞吐量 22.3 万吨，同比分别增长 16.5%、10%、25.8%。

公司地下停车场和旅客配套服务楼的建设工程正在积极推进，但可能慢于预期。地下停车场刚刚进入进场施工阶段，预计 2012 年底启用。配套服务楼正在重新评估，可能适当缩小建设规模，预计 2012 年底启用。

随着两岸经济的不断融合，厦台直航稳定增长，目前已达到每周 32 个起降班次，约合总飞机起降的 1.3%。

我们预计 2010~2012 年公司 EPS 为 0.92、1.09、1.18 元，给予推荐评级

表 8、厦门空港生产和财务数据预测

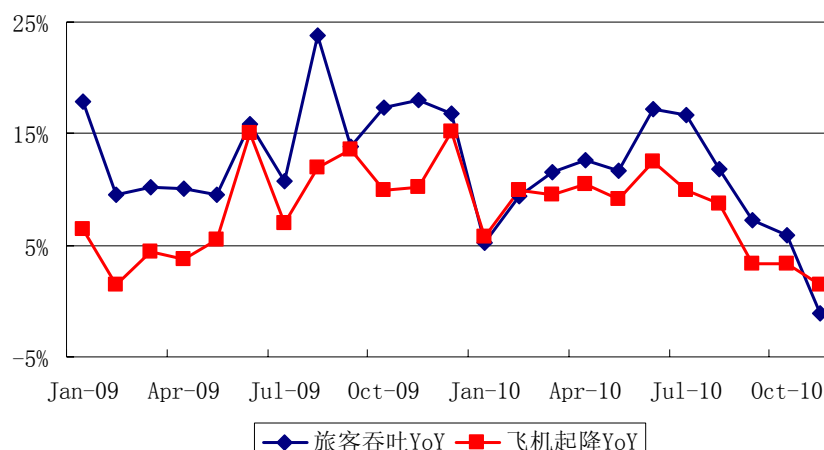
项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营和宏观数据				
机场旅客吞吐量（万人次）	1,133.09	1,320.05	1,504.86	1,685.44
YoY	20.7%	16.5%	14.0%	12.0%
飞机起降架次	104,594	114,787	127,530	140,453
YoY	17.4%	9.7%	11.1%	10.1%
货邮吞吐量(吨)	196,087	245,109	294,131	338,250
YoY	0.7%	25.0%	20.0%	15.0%
财务数据（百万元）				
航空业务收入	490.67	574.93	643.63	714.22
租赁和特许经营	157.67	151.81	181.71	213.69
货站及货服业务	61.66	77.08	92.49	106.36
地勤业务	7.25	8.44	9.84	11.38
广告业务	26.92	-	-	-
机电工程服务	20.11	-	-	-
停车场业务	8.22	8.38	8.55	8.72
其他及抵消	-6.44	-5.00	-4.00	-3.00
总计营业收入	766.06	815.63	932.23	1,051.39
YoY	13.5%	6.5%	14.3%	12.8%
公司营业成本	335.34	358.43	383.10	454.35
YoY	1.6%	6.9%	6.9%	18.6%

数据来源：兴业证券研发中心

6.4、深圳机场

深圳机场 1~11 月完成旅客吞吐量 2444.14 万人次、飞机起降 19.69 万架次、货邮吞吐量 72.99 万吨，同比分别增长 9.7%、7.6%、33.8%。

图 11、深圳机场旅客和飞机起降增速



数据来源: Wind、兴业证券研发中心

二跑道建设顺利, 已进入路面铺装阶段, 预计明年年中启用没有问题。截至三季度, 航站楼工程已投资超过 10 亿, 预计 2012 年底能顺利启用。

公司的产能瓶颈主要体现在“空”和“地”两个方面。“空”中, 由于珠三角机场密集, 尤其是通往北方的空中通道只有一条, 容易发生交通拥堵, 此问题的解决需要军方和民航管理部门共同协调。“地”上, 跑道和新航站楼启用后能解决起降能力和时刻不足的问题, 释放公司潜力。目前公司正积极争取民航局开放更多时刻, 同时给予各航空公司一定优惠, 鼓励把小飞机更换成大飞机, 以增加供给能力。

我们预计 2010~2012 年公司 EPS 为 0.42、0.48、0.53 元, 给予中性评级。

表 9、深圳机场生产和财务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营数据				
飞机起降架次	200, 454	215, 470	234, 999	255, 133
YoY	6.7%	7.5%	9.1%	8.6%
旅客吞吐量(万人次)	2, 448.52	2, 693.37	2, 949.24	3, 214.67
YoY	14.4%	10.0%	9.5%	9.0%
货邮吞吐量(吨)	605, 340	817, 209	1, 052, 565	1, 242, 027
YoY	1.2%	35.0%	28.8%	18.0%
财务数据(百万元)				
航空主业一起降/地面服务	919.75	1, 029.19	1, 134.16	1, 244.03
航空主业一候机楼租赁	168.85	192.58	221.41	253.41
航空增值	186.02	197.96	227.61	260.50
航空物流	219.83	277.85	368.40	447.13
航空广告	135.50	171.03	196.64	225.06
收入合计	1, 662.72	1, 868.61	2, 148.22	2, 430.12
YoY	10.1%	12.4%	15.0%	13.1%

营业成本合计	846.91	907.78	970.36	1,029.90
YoY	10.2%	7.2%	6.9%	6.1%
联营/合营企业投资收益	33.96	50.39	60.77	70.89
YoY	109.4%	48.4%	20.6%	16.6%

数据来源：兴业证券研发中心

表 10、机场行业估值比较

公司	PE			PB			ROE			EV/EBITA		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
国际												
日本空港	49.30	34.62	25.27	0.99	0.97	0.93	2.16	3.15	4.40	N/A	N/A	N/A
泰国机场	33.00	17.69	14.20	0.76	0.74	0.71	2.46	4.27	4.88	7.66	6.78	6.16
法兰克福机场	25.81	22.09	20.72	1.69	1.63	1.57	6.58	7.57	7.54	10.28	10.01	9.30
奥克兰机场	24.94	22.84	20.67	1.50	1.52	1.51	3.89	6.56	7.17	14.01	12.71	11.99
哥本哈根机场	17.25	16.39	15.65	3.60	3.86	3.82	28.96	21.59	23.34	9.76	9.42	9.03
维也纳机场	13.19	13.09	15.71	1.27	1.21	1.19	9.95	9.65	7.32	10.10	10.32	9.93
苏黎世机场	17.62	15.47	13.87	1.39	1.30	1.24	8.09	9.27	9.54	7.84	7.32	6.95
佛罗伦萨机场	41.67	27.44	N/A	N/A	N/A	N/A	9.10	9.70	9.40	11.10	10.29	N/A
平均值	27.85	21.20	18.01	1.60	1.60	1.57	8.90	8.97	9.20	10.11	9.55	8.89
香港												
北京首都机场	33.02	20.82	17.00	1.15	1.12	1.07	3.50	5.33	6.74	11.90	10.23	8.28
美兰机场	17.77	16.77	14.89	1.91	1.72	1.61	11.07	10.59	11.05	10.54	8.74	7.50
平均值	25.40	18.79	15.95	1.53	1.42	1.34	7.29	7.96	8.90	11.22	9.48	7.89
国内												
上海机场	19.69	17.44	14.59	1.66	1.54	1.42	8.59	9.35	10.07	11.59	10.67	8.99
白云机场	16.12	14.17	11.62	1.51	1.41	1.31	9.64	11.11	12.79	8.74	6.87	5.93
深圳机场	13.44	12.64	13.98	1.62	1.41	1.24	12.29	11.80	9.58	7.95	6.17	4.20
厦门机场	15.58	13.87	11.90	2.81	2.35	1.98	20.49	20.01	17.98	10.79	8.68	7.89
平均值	16.21	14.53	13.02	1.90	1.68	1.49	12.75	13.07	12.61	9.77	8.10	6.75

数据来源：Bloomberg、兴业证券研发中心

附表 1、上海机场三大表预测

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1887	2404	3710	5322
货币资金	377	927	2119	3513
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1051	1310	1412	1607
其他应收款	10	15	16	18
存货	16	17	17	18
非流动资产	15073	15170	15250	15376
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1034	1334	1649	2044
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	13285	13009	12745	12469
在建工程	329	414	457	479
油气资产	0	0	0	0
无形资产	389	377	365	353
资产总计	16960	17574	18960	20698
流动负债	1519	936	951	969
短期借款	599	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	87	103	107	114
其他	833	832	843	855
非流动负债	2482	2482	2482	2482
长期借款	0	0	0	0
其他	2482	2482	2482	2482
负债合计	4001	3418	3433	3451
股本	1927	1927	1927	1927
资本公积	2569	2569	2569	2569
未分配利润	7027	8150	9437	11057
少数股东权益	126	200	284	384
股东权益合计	12959	14156	15527	17247
负债及权益合计	16960	17574	18960	20698

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	706	1220	1383	1716
折旧和摊销	824	804	836	870
资产减值准备	6	5	2	4
无形资产摊销	13	14	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	173	-5	-63	-117
投资损失	-268	-411	-419	-439
少数股东损益	42	74	84	100
营运资金的变动	716	-46	99	200
经营活动产生现金流量	759	1734	1724	1935
投资活动产生现金流量	866	-492	-499	-560
融资活动产生现金流量	-815	-692	-33	20
现金净变动	810	550	1191	1394
现金的期初余额	377	377	927	2119
现金的期末余额	1187	927	2119	3513

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3338	4157	4480	5098
营业成本	2292	2586	2683	2840
营业税金及附加	134	168	181	205
销售费用	0	0	0	0
管理费用	128	158	166	184
财务费用	173	-5	-63	-117
资产减值损失	6	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	268	411	419	439
营业利润	874	1660	1932	2423
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	872	1659	1931	2422
所得税	124	365	463	605
净利润	748	1294	1467	1816
少数股东损益	42	74	84	100
归属母公司净利润	706	1220	1383	1716
EPS (元)	0.37	0.63	0.72	0.89

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-0.4%	24.5%	7.8%	13.8%
营业利润增长率	-18.6%	90.0%	16.4%	25.4%
净利润增长率	-17.8%	72.7%	13.4%	24.1%
盈利能力(%)				
毛利率	31.4%	37.8%	40.1%	44.3%
净利率	21.2%	29.3%	30.9%	33.7%
ROE	5.5%	8.7%	9.1%	10.2%

偿债能力(%)

资产负债率	23.6%	19.4%	18.1%	16.7%
流动比率	1.24	2.57	3.90	5.49
速动比率	1.23	2.54	3.87	5.46

营运能力(次)

资产周转率	19.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	302.0%	346.8%	324.2%	332.6%

每股资料(元)

每股收益	0.37	0.63	0.72	0.89
每股经营现金	0.61	0.90	0.89	1.00
每股净资产	6.66	7.24	7.91	8.75

估值比率(倍)

PE	37.8	21.9	19.3	15.6
PB	2.1	1.9	1.8	1.6

附表 2、白云机场三大表预测

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2210	2453	2740	3070
货币资金	1157	1289	1446	1623
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	947	1026	1144	1281
其他应收款	42	58	63	70
存货	26	39	42	46
非流动资产	9022	9499	8983	8452
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	149	149	149	149
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	6723	9232	8734	8230
在建工程	2012	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	29	20	14	7
资产总计	11231	11952	11723	11522
流动负债	4676	5015	4317	3486
短期借款	0	2531	1687	742
应付票据	0	0	0	0
应付账款	56	81	87	95
其他	4620	2403	2542	2649
非流动负债	170	270	270	270
长期借款	170	170	170	170
其他	0	100	100	100
负债合计	4846	5285	4587	3756
股本	1150	1150	1150	1150
资本公积	3186	3186	3186	3186
未分配利润	1483	1676	2037	2526
少数股东权益	193	228	270	325
股东权益合计	6385	6667	7136	7766
负债及权益合计	11231	11952	11723	11522

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	544	546	657	862
折旧和摊销	495	517	612	618
资产减值准备	79	-32	22	20
无形资产摊销	14	14	14	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	70	90	150	80
投资损失	-3	-4	-5	-6
少数股东损益	23	35	42	55
营运资金的变动	-1549	762	-15	38
经营活动产生现金流量	2732	478	1483	1591
投资活动产生现金流量	-1617	-1001	-102	-101
融资活动产生现金流量	-17	655	-1224	-1312
现金净变动	1098	132	157	178
现金的期初余额	561	1157	1289	1446
现金的期末余额	1658	1289	1446	1623

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3306	3683	4131	4638
营业成本	1899	2314	2493	2725
营业税金及附加	127	144	161	181
销售费用	66	66	70	74
管理费用	311	295	322	352
财务费用	70	90	150	80
资产减值损失	79	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	6
营业利润	756	769	929	1222
营业外收入	4	8	6	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	757	774	932	1223
所得税	191	194	233	306
净利润	566	581	699	917
少数股东损益	23	35	42	55
归属母公司净利润	544	546	657	862
EPS (元)	0.47	0.47	0.57	0.75

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.4%	11.4%	12.1%	12.3%
营业利润增长率	6.8%	1.7%	20.8%	31.5%
净利润增长率	12.0%	0.3%	20.5%	31.2%
盈利能力(%)				
毛利率	42.5%	37.2%	39.6%	41.3%
净利率	16.5%	14.8%	15.9%	18.6%
ROE	8.8%	8.5%	9.6%	11.6%

偿债能力(%)

资产负债率	43.1%	44.2%	39.1%	32.6%
流动比率	0.47	0.49	0.63	0.88
速动比率	0.47	0.48	0.62	0.87

营运能力(次)

资产周转率	32.6%	31.8%	34.9%	39.9%
应收帐款周转率	320.8%	341.7%	352.4%	352.6%

每股资料(元)

每股收益	0.47	0.47	0.57	0.75
每股经营现金	1.00	0.42	1.29	1.38
每股净资产	5.38	5.60	5.97	6.47

估值比率(倍)

PE	21.7	21.6	18.0	13.7
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

附表 3、厦门空港三大表预测

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	248	443	581	1021
货币资金	67	274	389	804
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	150	153	174	197
其他应收款	6	8	9	10
存货	1	1	1	1
非流动资产	1417	1489	1688	1622
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1156	1248	1387	1421
在建工程	18	60	190	95
油气资产	0	0	0	0
无形资产	102	94	85	77
资产总计	1665	1931	2269	2643
流动负债	179	172	177	189
短期借款	17	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	47	54	57	68
其他	115	118	119	121
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	181	174	179	191
股本	298	298	298	298
资本公积	268	268	268	268
未分配利润	550	772	1041	1335
少数股东权益	151	175	206	239
股东权益合计	1484	1758	2090	2452
负债及权益合计	1665	1931	2269	2643

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	270	273	326	353
折旧和摊销	88	90	104	117
资产减值准备	4	5	4	2
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-6	-14	-25
投资损失	-32	-3	-3	-3
少数股东损益	24	25	30	33
营运资金的变动	133	-28	23	18
经营活动产生现金流量	222	410	425	459
投资活动产生现金流量	-98	-161	-300	-45
融资活动产生现金流量	-82	-41	-10	1
现金净变动	42	208	115	415
现金的期初余额	128	67	274	389
现金的期末余额	170	274	389	804

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	766	816	932	1051
营业成本	335	358	383	454
营业税金及附加	30	30	35	39
销售费用	2	0	0	0
管理费用	51	55	62	70
财务费用	1	-6	-14	-25
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	32	3	3	3
营业利润	373	382	469	515
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	10	2	2	2
利润总额	367	382	469	515
所得税	73	84	112	129
净利润	294	298	356	386
少数股东损益	24	25	30	33
归属母公司净利润	270	273	326	353
EPS (元)	0.91	0.92	1.09	1.18

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.5%	6.5%	14.3%	12.8%
营业利润增长率	42.8%	2.3%	22.8%	9.9%
净利润增长率	38.9%	1.0%	19.4%	8.3%
盈利能力(%)				
毛利率	56.2%	56.1%	58.9%	56.8%
净利率	35.3%	33.4%	34.9%	33.6%
ROE	20.3%	17.2%	17.3%	15.9%

偿债能力(%)

资产负债率	10.9%	9.0%	7.9%	7.2%
流动比率	1.39	2.58	3.29	5.41
速动比率	1.38	2.57	3.28	5.41

营运能力(次)

资产周转率	46.2%	45.4%	44.4%	42.8%
应收帐款周转率	416.1%	504.0%	533.4%	530.0%

每股资料(元)

每股收益	0.91	0.92	1.09	1.18
每股经营现金	1.22	1.38	1.43	1.54
每股净资产	4.48	5.31	6.33	7.43

估值比率(倍)

PE	19.0	18.8	15.7	14.5
PB	3.8	3.2	2.7	2.3

附表 4、深圳机场三大表预测

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1803	2574	1500	1694
货币资金	1442	2200	1074	1215
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	264	263	303	343
其他应收款	14	15	17	19
存货	2	2	2	2
非流动资产	3988	5866	9719	11970
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	736	750	800	850
投资性房地产	179	180	180	180
固定资产	2518	2535	2723	10636
在建工程	241	2094	5713	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	214	209	204	199
资产总计	5791	8440	11220	13664
流动负债	496	527	1572	1187
短期借款	53	40	1055	780
应付票据	0	0	0	0
应付账款	44	50	53	57
其他	398	437	464	351
非流动负债	102	2060	3060	5060
长期借款	0	0	1000	3000
其他	102	2060	2060	2060
负债合计	598	2587	4632	6247
股本	1690	1690	1690	1690
资本公积	899	899	899	899
未分配利润	2145	2693	3299	3985
少数股东权益	25	39	55	73
股东权益合计	5193	5853	6588	7417
负债及权益合计	5791	8440	11220	13664

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	575	706	803	895
折旧和摊销	200	203	226	554
资产减值准备	28	36	79	-42
无形资产摊销	10	9	9	9
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-26	-52	-8	68
投资损失	-34	-53	-66	-79
少数股东损益	8	14	16	18
营运资金的变动	209	1	21	161
经营活动产生现金流量	527	850	1024	1243
投资活动产生现金流量	-124	-2072	-4088	-2675
融资活动产生现金流量	-34	1979	1938	1573
现金净变动	368	758	-1126	141
现金的期初余额	1230	1442	2200	1074
现金的期末余额	1598	2200	1074	1215

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1663	1869	2148	2430
营业成本	847	908	970	1030
营业税金及附加	68	77	88	100
销售费用	4	4	5	5
管理费用	63	69	77	85
财务费用	-26	-52	-8	68
资产减值损失	25	4	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	34	53	66	79
营业利润	717	912	1077	1217
营业外收入	14	5	5	5
营业外支出	7	-6	4	4
利润总额	724	923	1078	1218
所得税	141	203	259	304
净利润	583	720	819	913
少数股东损益	8	14	16	18
归属母公司净利润	575	706	803	895
EPS (元)	0.34	0.42	0.48	0.53

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.7%	12.4%	15.0%	13.1%
营业利润增长率	5.9%	27.2%	18.1%	13.0%
净利润增长率	134.9%	22.7%	13.8%	11.5%
盈利能力(%)				
毛利率	49.1%	51.4%	54.8%	57.6%
净利率	34.6%	37.8%	37.4%	36.8%
ROE	11.1%	12.1%	12.3%	12.2%

偿债能力(%)

资产负债率	10.3%	30.6%	41.3%	45.7%
流动比率	3.64	4.89	0.95	1.43
速动比率	3.63	4.88	0.95	1.42

营运能力(次)

资产周转率	29.8%	26.3%	21.9%	19.5%
应收帐款周转率	676.3%	664.9%	713.1%	707.7%

每股资料(元)

每股收益	0.34	0.42	0.48	0.53
每股经营现金	0.34	0.50	0.61	0.74
每股净资产	3.06	3.44	3.86	4.34

估值比率(倍)

PE	16.0	13.0	11.4	10.3
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。