

上海机场（600009）

公司重大事项点评
航空机场·公司研究
2008年10月12日

买入（维持）

分析师

✉ 马晓立

电话：021-68818858

邮件：maxl@citics.com

事项：

2008年10月10日，公司对外公布9月运营数据。对此评论如下：

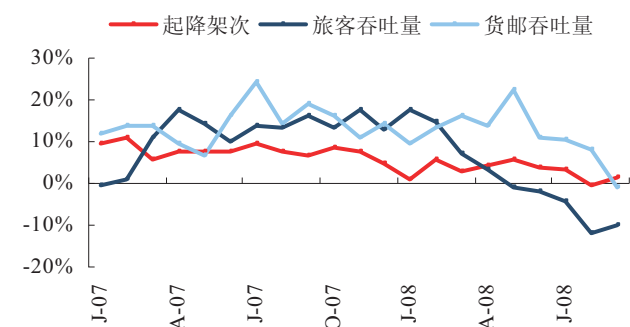
评论：

❖ 上海航空市场9月数据不理想，符合我们前期预测。

由于9月举办残奥会，航空需求仍然受到限制，加之美国金融危机爆发，9月份数据的大幅下跌符合我们前期预测。

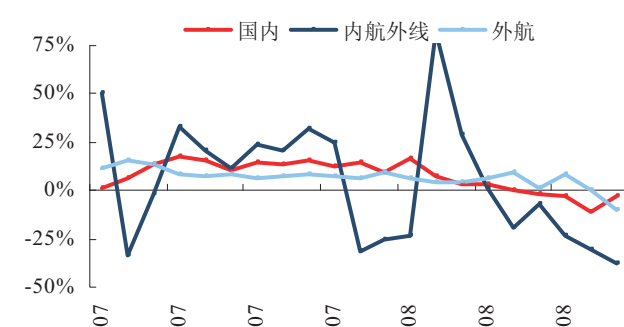
从整个上海市场（虹桥+浦东）来看，9月份，旅客吞吐量同比下滑10%，增速较8月（-12%）略有回升。其国内市场相对较好，旅客量同比下降3%，较8月的-10.7%有大幅回升，但国际市场（包括内航外线和外航）均呈现加速下滑的态势，其中，内航外线暴跌-38%（8月为-30%），外航旅客量下滑达-9.5%，为年内首次负增长。

图1：9月上海两场旅客吞吐量增速大幅下滑



资料来源：公司资料，中信证券研究部。

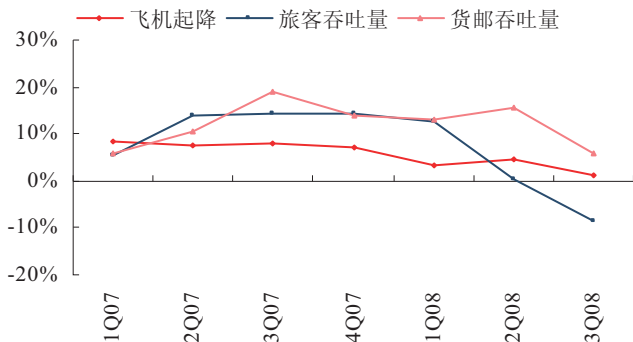
图2：9月上海两场内航外线旅客吞吐量同比大降38.0%



资料来源：公司资料，中信证券研究部。

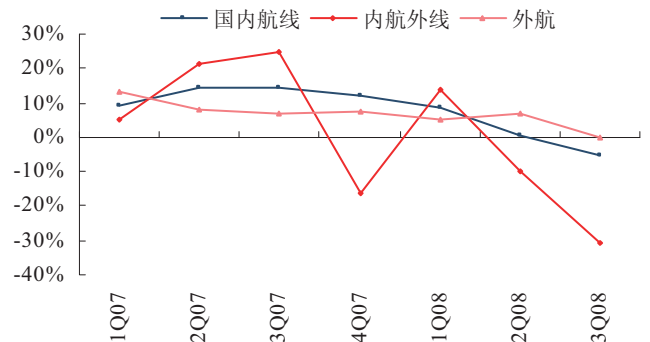
往年的第三季度均是航空业的旺季，各项业务指标均会快速增长，而今年由于受到奥运会和残奥会等因素影响，航空需求大幅受限。上海市场第三季度，旅客吞吐量同比下降8.7%，增速较第二季度（0.2%）大幅下滑。

图 3: 3Q08 上海两场旅客吞吐量负增长



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部。

图 4: 3Q08 上海两场内航外线旅客量迅猛下滑 30.7%



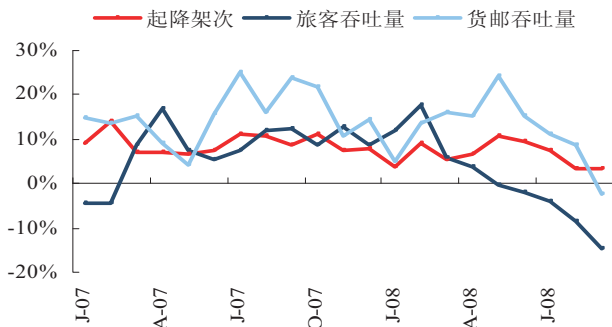
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部。

❖ 国际航线占比较大, 9月浦东机场业务量大幅下滑。

(1) 旅客吞吐量增速以两位数下滑

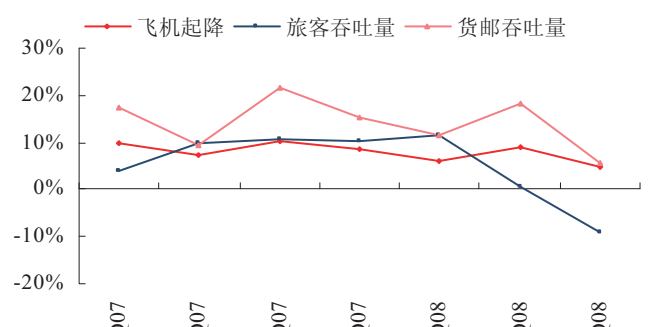
9月份, 浦东机场旅客吞吐量同比大降 14.8%, 下滑幅度较 8 月份 (-8.4%) 进一步加大。其中, 国内航线相对较好, 旅客吞吐量同比增加为 4.8%, 仍呈增长态势; 而国际及地区航线客流量跌幅高达-26.7% (8 月为-17.4%), 连一向较好的外航客流量也下跌 13%, 内航外线的跌幅更是达到 42%。显然, 海外金融危机引发的经济衰退已经显著影响到国际航线, 尤其是欧、美长航线。这一点, 我们在与各大航空公司的交流中也得到了验证。

图 5: 9月浦东机场旅客吞吐量下降 14.8%



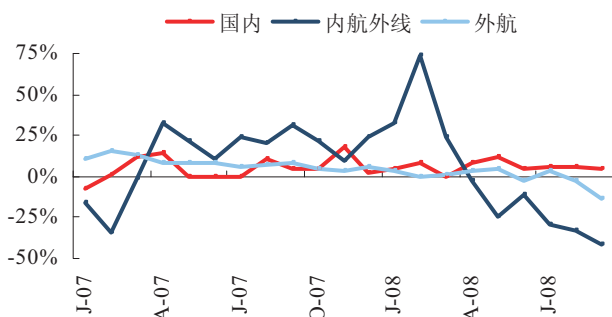
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部。

图 6: 3Q08 浦东机场旅客吞吐量下降 9%



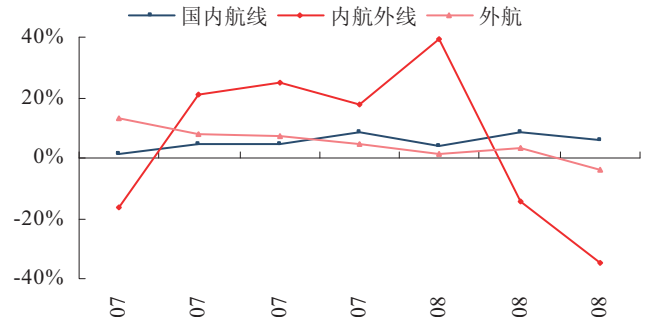
资料来源: 公司资料, 中信证券研究部。

图 7: 9月浦东机场内航外线旅客量下降 41.9%



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部。

图 8: 3Q08 浦东机场内航外线旅客吞吐量猛降 34.7%



资料来源: 公司资料, 中信证券研究部。

第三季度, 旅客吞吐量同比下降 9.1%, 为近年来首次单季负增长。其中, 国内航线同比增长 5.6%,; 而国际航线则大幅下降 18.4%, 内航外线更是迅猛下跌 34.7%, 外航基本持平。

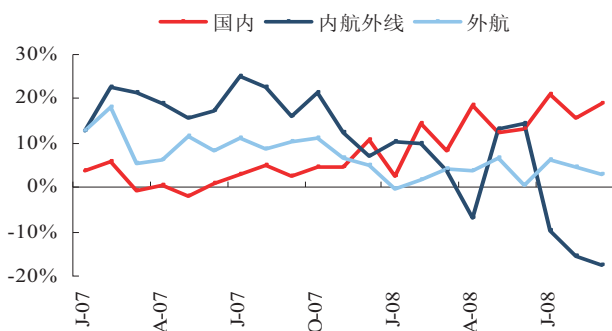
（2）飞机起降架次仍略有增长，结构趋势不佳，国内航线表现靓丽

9 月份，飞机起降同比增长 3.5%，增速较 8 月（3.3%）略有回升。其中，国内航线表现相当靓丽，同比增长 18.9%；国际及地区航线同比下降 7.1%，增速较 8 月（-4.8%）下滑 2.3 个百分点，其中，外航表现较好，增速同比增长 3.1%，仍处在增长阶段，而内航外线则加速下滑，下滑幅度高达 17.5%，为近年来新低。

内航外线起降架次的大幅下滑，主要源于航空公司受奥运管制、国际签证收紧、经济下滑等冲击，大量削减国际航班，如基地公司东航削减了日韩航班及上海-莫斯科、南非等长航线航班（7、8 月份东航国际旅客周转量同比分别下滑 29%、35%）。由于机场对外航-内航外线-国内航线的收费呈递减的趋势，因此国内航班比例上升、国际航班比例下降的趋势对公司而言较为不利。

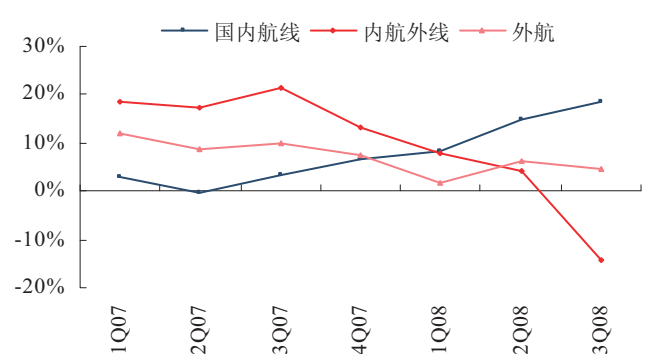
第三季度，飞机起降同比增长 4.7%；其中，国内航线、外航同比分别增长 18.5%、4.6%，而内航外线则下降 14.1%。

图 9：9 月起降：国内航线表现靓丽，内航外线加速下滑



资料来源：公司资料，中信证券研究部。

图 10：3Q08 浦东机场国内航线飞机起降增长 18.5%

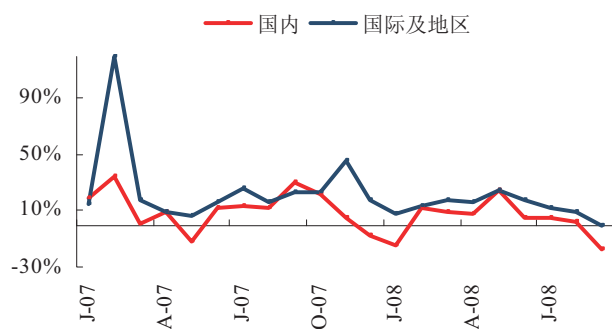


资料来源：公司资料，中信证券研究部。

（3）9 月货邮吞吐量首现负增长

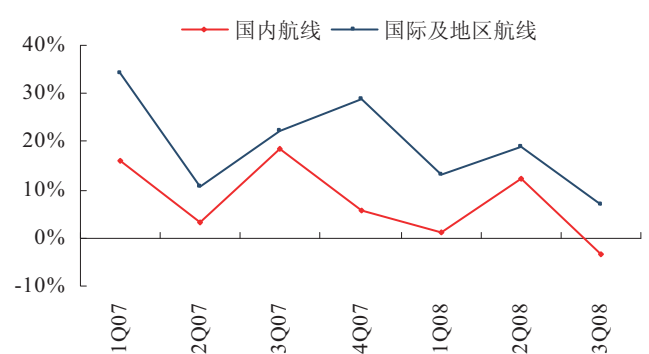
浦东机场为国内最大的航空货运市场，9 月份，货邮吞吐量同比下降 2.3%，这是自 06 年以来首次单月同比下跌。其中，国内航线、国际及地区航线同比分别下降 16.8%、0.2%，增速较 8 月均大幅下滑。

图 11：9 月浦东机场两类航线货邮量均首现负增长



资料来源：公司资料，中信证券研究部。

图 12：3Q08 浦东机场国际及地区航线货运量增速放缓



资料来源：公司资料，中信证券研究部。

❖ 四季度行业业务量有望迎来恢复性增长。

我们在前期报告中多次提到，由于奥运会等因素，三季度将是 08 年航空业的低点，并且各机场为确保奥运期间航空安全而大量投入的人员和安保设备将导致成本大幅提升，我们预测主要机场上市公司三季度业绩将会出现下降，行业四季度将迎来恢复性增长，旅客吞吐量增速将在 0-5% 之间。

❖ 08 年业绩见底，09、10 年将驶入高增长通道。

08 年，机场收费改革、扩建工程投产、所得税改革、奥运会举办等令公司业绩出现大幅下降（预测-37.5%）。09 年，公司业务量有望在 08 年低基数上实现较快增长，2010 年后有上海世博会、迪斯尼等利好因素，我们预测 09、10 年公司 EPS 年均增速超过 30%。近期传闻公司即将获得 18% 的所得税优惠政策（公司中报按 25% 的所得税率计提），我们相信公司能够拿到这项政策优惠，问题只在于时间而已，我们在盈利预测中已假设 08 年所得税率为 18%。

❖ 风险因素：

业务量低于预期；资产重组的不确定性；突发因素。

❖ 维持“买入”评级：

我们估计公司三季报业绩为 0.35 元；我们预期市场热盼的重大资产重组有望于年内推出，并将增厚公司业绩 10-20%。不考虑资产重组，预测 08/09/10 年 EPS 为 0.55/0.74/0.95 元，08-10 年均增速为 30.7%，08/09/10 年 PE 为 27/21/16 倍，给予 09 年 25 倍 PE 估值，再考虑重大资产重组预期，给予 15% 溢价，目标价 22 元，维持“买入”评级。

表 1：上海机场盈利预测表

(百万元)

项目/年度	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	2959	3144	3335	3981	4789
增长率 YoY %	10.4	6.2	6.1	19.4	20.3
净利润（百万元）	1513	1695	1067	1416	1822
增长率 YoY%	8.9	12.0	-37.1	32.8	28.7
每股收益（元）	0.79	0.88	0.55	0.74	0.95
毛利率%	59.2	57.9	43.5	48.4	55.0
净资产收益率%	14.9	14.7	8.5	10.1	11.5
P/E	19	17	27	21	16
P/B	2.9	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	17	17	19	13	10

资料来源：中信量化投资分析系统。注：股价为 2008 年 10 月 10 日收盘价。

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2959	3144	3335	3981	4789
营业成本	1206	1322	1885	2055	2157
毛利率	59.2%	57.9%	43.5%	48.4%	55.0%
营业税金及附加	115	121	150	159	192
营业费用	0	0	0	0	0
营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	134	126	217	159	302
管理费用率	4.5%	4.0%	6.5%	4.0%	6.3%
财务费用	-1	1	118	141	80
财务费用率	0.0%	0.0%	3.5%	3.5%	1.7%
投资收益	246	366	363	341	325
营业利润	1752	1948	1327	1807	2384
营业利润率	59.2%	62.0%	39.8%	45.4%	49.8%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	1751	1946	1327	1807	2384
所得税	225	221	239	361	525
所得税率	12.8%	11.4%	18.0%	20.0%	22.0%
少数股东损益	14	30	22	29	37
归属于母公司股东的净利润	1513	1695	1067	1416	1822
净利率	51.1%	53.9%	32.0%	35.6%	38.1%

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
税前利润	1751	1946	1327	1807	2384
所得税支出	225	221	239	361	525
折旧和摊销	317	334	703	809	810
营运资金变动			118	22	161
其他			-747	-946	-1319
经营现金流	1464	1320	1640	2053	2561
资本支出			-1842	-41	-40
投资收益			363	341	325
长期投资减少			0	0	0
其他			0	0	0
投资现金流	-2495	-2877	-1479	299	285
发行股票			0	0	0
长期借款			0	0	0
财务费用			-118	-141	-80
其他			337	-792	0
融资现金流	857	1513	219	-933	-80
现金及现金等价物净增加额	174	43	380	1419	2766

资料来源: 中信量化投资分析系统

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	331	287	667	2086	4853
存货	15	15	21	23	25
应收账款	611	529	561	670	806
其他流动资产	419	468	498	589	703
流动资产	1376	1299	1748	3369	6386
固定资产	5205	4991	14399	13640	12879
长期股权投资	683	1005	1005	1005	1005
无形资产	414	404	395	386	377
其他长期资产	4409	8345	108	132	156
非流动资产	10711	14744	15907	15163	14418
资产总计	12088	16043	17655	18532	20804
短期借款	1367	455	792	0	0
应付账款	149	201	287	312	328
其他流动负债	398	1299	1400	1598	1995
流动负债	1914	1955	2479	1911	2323
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2478	2478	2478	2478
非流动性负债	0	2478	2478	2478	2478
负债合计	1914	4433	4957	4389	4801
股本	1927	1927	1927	1927	1927
资本公积	2568	2568	2568	2568	2568
股东权益合计	10173	11610	12698	14143	16003
少数股东权益	25	55	77	106	143
负债股东权益总计	12088	16043	17655	18532	20804

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
增长率 (%)					
营业收入	10.4%	6.2%	6.1%	19.4%	20.3%
营业利润	65.3%	111.2%	68.1%	136.1%	132.0%
净利润	8.9%	12.0%	-37.1%	32.8%	28.7%
利润率 (%)					
毛利率	59.2%	57.9%	43.5%	48.4%	55.0%
EBIT Margin	59.2%	62.0%	39.8%	45.4%	49.8%
EBITDA Margin	61.6%	60.7%	53.5%	60.7%	61.6%
净利率	51.1%	53.9%	32.0%	35.6%	38.1%
回报率 (%)					
净资产收益率	14.9%	14.7%	8.5%	10.1%	11.5%
总资产收益率	12.5%	10.6%	6.1%	7.7%	8.8%
其他 (%)					
资产负债率	15.8%	27.6%	28.1%	23.7%	23.1%
所得税率	12.8%	11.4%	18.0%	20.0%	22.0%
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信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。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2008 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 28 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			