

上海机场(600009)/17元

业绩略低于预期,长期价值依旧

郭东谋
 86-755-82960440
 guodm@ccs.com.cn

非周期性消费品 · 机场

价格区间: 16-19元

谨慎推荐 A(下调)

航油投资收益下降以及货运量增长放缓影响了机场的中报表现,而短期的股权分置方案依旧能够带来价值增值;机场的长期投资价值依旧潜力巨大,我们始终维持推荐评级

- **业绩表现略低于市场预期(普遍预期在 0.37-0.38 元/股左右):** 上半年机场实现每股收益 0.34 元,略低于市场预期;其中,同比而言,业务量/收入增长基本符合预期,起降架次/收入同比分别上升了 11.6%和 16.4%,而在费用方面同比上半年主营成本仅仅增加了 5.2%,尽管折旧费用因为二跑道等新资产增长了 10%,而管理费用同比增长了 18%,但管理费用率没有明显上升。
- **货邮增长不尽如人意:** 延续我们对整个上半年航空市场的判断,机场货运的确处于增长放缓现象,全球油价的上升是我们担忧影响整体经济增长进而影响航空货运增长一个可能的因素,尽管目前来看油价对我国航空业整体需求的影响力尚不明显,但航油价格上升无疑对经济活动尤其是高附加值的航空货运产生一定影响。
- **航油收益下降是影响业绩的重要原因:** 境内外航油价格成本上升导致航油销售差价空间减小,故而机场航油公司的毛利率不断下降,我们调整了全年投资收益为 2 亿,下调盈利预测为 0.74 元,长期看,投资收益不影响主业的价值成长。
- **投资建议:** 尽管业绩低于预期,但长期投资潜力依旧巨大,维持推荐评级,从相对估值角度,20-22 倍 PE 是我们认为市场能够接受的估值水平,短期看股价可能因为业绩表现而有所波动,我们暂时下调评级为“谨慎推荐-A”;长期看,机场投资价值依旧良好,DCF 得出保守估值在 19 元以上,另外股权分置能增加价值,策略上坚持逢低介入,长线持有,我们将伺机提升评级。

上证指数: 1185

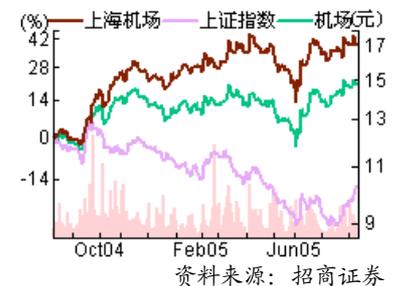
股本数据

A 股总股本(万)	192696
流通 A 股(万)	75696
流通市值(亿)	125

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	4	1
6 个月(%)	4	14
1 年(%)	39	55
52 周波动(元)	11.95-17.7	

股价走势



相关研究

航空业 2005 年下半年投资策略报告
 7/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(百万)	235,202	270,482	319,169	235,202
同比增长率(%)	32.34%	15.00%	18.00%	32.34%
主营利润(万元)	122,661	142,930	176,866	122,661
同比增长率(%)	71.62%	16.52%	23.74%	71.62%
净利润(万元)	129,165	143,378	173,242	129,165
同比增长率(%)	100.63%	11.00%	20.83%	100.63%
主营利润率(%)	55.76%	58.43%	62.19%	55.76%
营业利润率(%)	52.15%	52.84%	55.41%	52.15%
净利润率(%)	54.92%	53.01%	54.28%	54.92%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.67	0.74	0.87	0.67
每股净资产(元)	4.11	4.57	5.00	4.11
净资产收益率(%)	16.32%	16.29%	17.44%	16.32%
每股股息(元)	NA	0.28	0.33	0.32
股息收益率(%)	1.85%	1.66%	1.95%	1.85%
负债率(%)	3.42%	2.74%	28.90%	3.42%
P/E(倍)	25.36	22.85	19.49	25.36
P/B(倍)	4.14	3.72	3.40	4.14
EV/EBITDA(倍)	20.37	16.52	15.77	20.37

一、上海机场 2005 年半年度运营分析

1.1 业绩表现略低于市场预期(普遍在 0.37-0.38 元/股左右)

05 年上每股收益 0.34, 高于去年同期 0.32, 略低于预期 0.37/0.38 每股收益.

1.1.1 同比去年同期

- **业务量增长基本符合预期:** 上半年机场各项业务量增长基本符合预期, 在二季度新跑道投入运营后业务增长呈现加快增长的势头. 总体上, 上半年起降架次, 旅客以及货邮吞吐量分别同比上升了 11.6%, 11.6% 和 5.8%, 其中起降架次以及客运量基本符合市场预期, 而货运量增长较为缓慢, 而参考各航空公司的货运表现, 机场的情况一定程度上反映了全行业尤其是国内货运增长下降的现象, 我们判断高航油的确可能已经对经济活动产生一定的影响; 高油价促使航空公司提高了货运的运价, 但另一方面却压制了需求的增长. 在观察 7 月份的运营数据后, 机场起降架次, 客运吞吐量以及货邮吞吐量分别同比增长了 14.6%, 14% 以及 0%, 我们进一步认为高油价因素对航空货运产生影响,
- **收入增长基本符合预期:** 尽管起降架次只增长了 11.6%, 同比主营收入上升了 16.4%, 很明显国际航班的增加带来了额外的收益; 简单观察单位起降的收入变化, 机场上半年同比增长了 4.3%, 在旅客吞吐量同样上升 11.6% 情况下, 意味着飞机大型化没有明显的变化, 我们基本上可以判断外航业务量比例的确是有所提高的, 因此带动了收益能力的提高.
- **成本费用项目没有明显增长:** 在业务量放大并未同比例带来成本/费用上升, 上半年主营成本仅仅增加了 5.2%, 尽管折旧费用因为二跑道等新资产增长了 10%, 而其他费用中管理费用同比增长了 18%, 但管理费用率没有明显上升.

1.1.2 环比今年一季度

- **业务量上升, 而收入并未同比例增长:** 二季度起降架次环比增长了 16%, 收入上升了 12%, 值得注意的是单位起降架次收入下降了 3.3%, 尽管我们认为机场外航起降比列是在不断上升的; 目前为止, 我们对于单位起降收入下降的原因尚未完全明白, 希望投资者能够关注.
- **货邮量增长不尽如人意:** 延续我们对整个上半年航空市场的判断, 货运的确处于增长放缓的趋势, 全球油价的上升是我们担忧影响整体经济增长进而影响航空货运增长一个可能的因素, 尽管目前来看油价对我国航空业客运需求的影响力尚不明显, 但航油价格上升无疑对经济活动尤其是高附加值的航空货运产生一定影响.

浦东机场业务量						
	20040630	20050630	增长%	1—3	4—6	环比%
起降架次			同比			
总计	85234	95103	11.6%	43986	51117	16.2%
国内	35637	36613	2.7%	15722	20891	32.9%
国际	36303	42823	18.0%	20652	22171	7.4%
地区	12143	14175	16.7%	7085	7090	0.1%
旅客吞吐量						
总计	955.38	1065.9	11.6%	498.12	567.78	14.0%
国内	396.35	375.85	-5.2%	163.55	212.3	29.8%
国际	402.39	514.78	27.9%	254.29	260.49	2.4%
地区	156.64	175.27	11.9%	80.28	94.99	18.3%
货邮吞吐量						
总计	83.69	88.51	5.8%	44.21	44.3	0.2%
国内	16.5	12.21	-26%	5.68	6.53	15.0%
国际	56.99	63.09	10.7%	31.81	31.28	-1.7%
地区	11.2	13.21	17.9%	6.72	6.49	-3.4%

资料来源：公司公告

上海机场财务数据						
	20040630	20050630	同比%	05 一季度	05 二季度	环比%
主营业务收入	109,270	127,139	16.4%	59,851	67,287	12.4%
主营业务成本	46,652	49,098	5.2%	22,042	27,056	22.7%
折旧和摊销	17,667	19,500	10.4%	8,989	10,511	16.9%
主营业务税金及附加	4,498	5,021	11.6%	2,347	2,675	14.0%
主营业务利润	58,120	73,019	25.6%	35,463	37,556	5.9%
管理费用	6,662	7,871	18.2%	3,702	4,169	12.6%
EBITDA	69,125	84,648	22.5%	40,750	43,898	7.7%
EBIT	51,458	65,148	-18.7%	31,761	33,388	5.1%
财务费用	(4,500)	(573)	-87.3%	(255)	(317)	24.4%
营业利润	55,958	65,721	17.4%	32,016	33,705	5.3%
加：投资收益	14,325	10,333	-27.9%	5,535	4,798	-13.3%
利润总额	70,203	76,052	8.3%	37,542	38,510	2.6%
净利润	61,724	66,194	7.2%	32,741	33,453	2.2%
EPS	0.32	0.34	7.2%	0.17	0.17	2.2%
主营业务利润率	53.2%	57.4%	8.0%	59.3%	55.8%	-5.8%
管理费用率	6.1%	6.2%	1.5%	6.2%	6.2%	0.2%
营业利润率	51.2%	51.7%	0.9%	53.5%	50.1%	-6.4%
净利润率	56.5%	52.1%	-7.8%	54.7%	49.7%	-9.1%
单位起降收入	11,919	12,686	4.3%	13,607	13,163	-3.3%

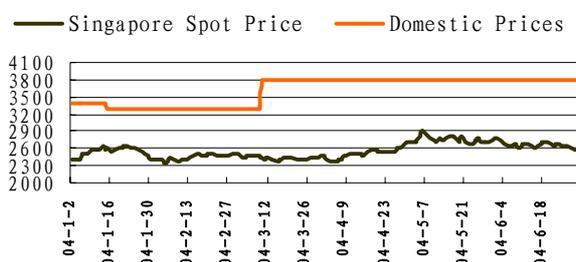
1.2 航油收益下降是影响业绩的重要原因

航油公司收益日趋减少,上半年只有实现了投资收益 1.03 亿,可以看出国际原油价格的上升对上海机场业绩已经产生严重影响,由于国内外航油价差减少,目前机场航油公司从国内段收取的航油差价同样在日渐减少;下半年来看,按照目前的油价走势,航油公司从内航收取的航油差价空间应该会继续减少,这是我们目前认为可能影响上海机场 2005 年业绩的主要原因。

总体来说,在目前的国内航空市场环境下,我们判断机场的航油利润迟早是会被挤压的,其一,航油价格政策的改革将可能导致航油公司整体收益水平的下降,其二,内航在国际航线上的航油进口关税/增值税部分存在转给航空公司的可能,其三,由于民航总局规定机场投资自身航油公司的股份比例不能超过 25%,未来上海机场的航油投资收益不可避免将会下降,因此我们并不对上海机场投资收益的增长抱有过多的希望,主业的价值才是我们应该重点关注的。从长期价值来看,我们认为机场依旧拥有很强的优势,长三角地区的航空业务增长中长期来看依旧是领先全国,为此我们并不对本次半年报业绩的低于预期抱有过于悲观的看法。

2004 年上境内外航油价

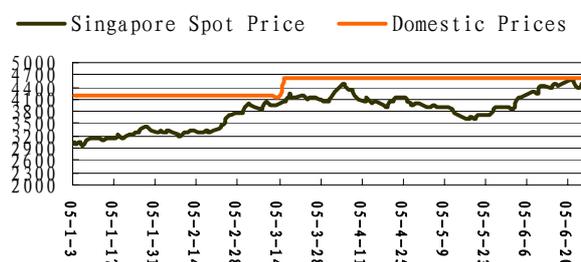
2004 上半年航油价格



资料来源:招商证券

2004 年上境内外航油价格

2005 上半年航油价格



资料来源:招商证券

二、投资建议上依旧长期投资价值

目前影响我们对机场下半年业绩判断比较重要的因素有二,其一为国内航油价格定价走势以及国外航油进口价格趋势,其二是对货运发展的判断;对于第一点我们认为实难定论,而机场航油公司接近 35%左右的外航加油收益一定程度上能够保证在航油公司上的投资收益,总体上我们下调 2005 年航油投资收益为 2 亿,低于 2004 年水平;对于第二点,尽管我们目前没有机场具体的货运收入数据,但依据我们对行业货运季节行发展的判断,总体上我们认为下半年货运发展应该强于上半年,而机场下半年的货运收益将会增加。总体上,我们下调盈利预测为 0.74。

尽管投资者可能会因为机场业绩低于预期而迷茫,但总体上我们认为机场尤其是在目前国内上市公司中上海机场依旧拥有非常强的增长潜力;货运的发展虽然一时放缓,但长期来看,珠

三角的货运增势已经逐渐转移到长三角.我们依旧维持对上海机场的长期推荐投资评级,鉴于短期业绩影响波动,我们下调评级为“谨慎推荐”;同时,尽管 05 年业绩可能低于预期,但是考虑到股权分置能够带来一定的价值增值,或者能够激动股价上扬,因此对于长期投资品种,建议投资者一定要有耐心,操作上依旧是逢低介入,长线持有,股价调整时应该就是买入的时机.

从绝对估值角度看,我们认为机场的价值潜力依旧巨大;用 DCF 折现我们得出机场的投资价值在 19.3 元左右,其中我们认为存在低估的可能性包括有:

- **债务比率较低:**采用 04 年年报数据,机场负债率过低,提高了整体资金成本,降低了估算价值.
- **航油公司的价值低估:**目前长期投资帐面资产仅有 6 亿左右,但每年创造净利润在 2 亿元以上,如果按 DCF 估值航油投资资产价值是肯定存在低估的;我们在业绩假设中将 05 年后航油投资收益稳定在 2 亿左右,没有任何增长.

估值日期:	2005-8-16	
计算加权平均资本成本 (WACC)		
无风险利率		3.60%
真实利率		3.00%
隐含通胀率		0.87%
观察 Beta 值		0.774
资产 Beta 值 (行业平均)		0
Equity Beta		0.77
风险溢价		8.00%
权益成本 Ke		9.79%
债务溢价		1.98%
法定税率		25.00%
债务成本		4.19%
当期债务权益比 D/E		0.08%
当前债务比率 D/DE		0.08%
当前权益比率 D/DE		99.92%
WACC		9.79%
名义长期增长率		0.87%
		% of value
显性/半显性预测价值	1,052,256	28.30%
终值价值	2,493,540	67.07%
企业核心评估价值 AEV	3,545,796	95.37%
加: 非核心资本	172,214	4.63%
加: 其他业务		0.00%
企业非核心评估价值	172,214	4.63%
企业总价值	3,718,010	
减: 借款	428	
减: 少数股东权益	0	
权益评估价值	3,717,582	

权益市值	3,275,829
企业总价值	3,276,257
企业核心市场价值 EV	3,104,043

每股权益价值	19.29
最新股价	17.00
隐含市盈率 (动态)	28.78
市场市盈率 (动态)	25.36

资料来源:招商证券

上航模拟财务报表

资产负债表

会计年度:	2003	2004	2005	2006
货币资金	211,953	107,310	218,820	100,000
短期投资	10,838	2,827	2,827	2,827
应收票据	8,223	8,000	8,114	9,575
应收股利	577	1,036	1,036	1,036
应收帐款	16,042	46,189	40,572	47,875
其他应收款	1,796	1,685	2,705	3,192
预付帐款	168	259	311	335
存货	2,810	2,608	305	324
流动资产合计	249,792	167,773	273,177	163,391
长期投资合计	2,242	61,041	61,041	61,041
固定资产净值	410,372	420,637	522,002	485,397
固定资产净额	410,372	420,637	522,002	485,397
在建工程	1,460	134,182	14,182	537,682
固定资产合计	411,832	554,819	536,184	1,023,079
无形资产	44,982	34,597	33,905	33,213
长期待摊费用	104	261	174	87
无形资产及其他资产合计	45,087	34,858	34,079	33,300
资产总计	708,952	818,491	904,480	1,280,810
短期借款	0	0	500	10,737
应付帐款	18,895	2,868	3,049	3,237
预收帐款	1,035	621	1,016	1,079
应付工资	1,038	1,230	1,298	1,532
应付福利	0	0	3,570	4,213
应交税金	4,771	13,871	5,163	6,186
其他应交款	130	164	164	164
其他应付款	7,062	6,998	8,130	8,633
预提费用	290	653	811	958
流动负债合计	33,420	26,607	23,702	36,739
长期借款	619	428	428	428
长期负债合计	61,068	428	428	250,428
负债合计	94,488	27,035	24,130	287,167
少数股东权益	0	0	0	0
股本	185,633	192,696	192,696	198,578
资本公积金	209,433	256,683	256,683	256,683
留存收益	219,398	342,078	430,972	538,382
股东权益合计	614,464	791,456	880,351	993,643
负债和股东权益总计	708,952	818,491	904,481	1,280,810

利润表

	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	177,728	235,202	270,482	319,169
减: 主营业务成本	77,945	94,495	101,625	107,910
主营业务税金及附加	7,345	9,560	10,819	12,767
主营业务利润	92,439	131,146	158,038	198,492
加: 其他业务利润	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0
管理费用	21,806	14,621	16,229	19,150
财务费用	-841	-6,135	-1,121	2,476
营业利润	71,474	122,661	142,930	176,866
加: 投资收益	2,731	24,604	20,000	20,000
补贴收入	2,214	0	0	0
营业外收入	137	222	0	0
减: 营业外支出	91	201	0	0
利润总额	76,466	147,286	162,930	196,866
减: 所得税	12,087	18,121	19,552	23,624
减: 少数股东损益	0	0	0	0
净利润	64,379	129,165	143,378	173,242

现金流量表

	2003	2004	2005	2006
经营现金流	95,741	130,254	184,574	210,369
投资现金流	(3,900)	(227,763)	(20,000)	(527,000)
筹资现金流	(29,104)	(60,897)	(53,065)	197,811
现金期末余额	0	53,548	218,820	100,000
现金期初余额	0	211,953	107,310	218,820
现金净增加额	0	(158,406)	111,509	(118,820)

资料来源: 招商证券

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。