



## Companies

## 机场盈利增长新动力：“跑道”还是“商铺”？

●在需求多样化和机场盈利增长要求的共同趋动下，全球主要机场已经由单纯的“机场”转变为人流物流集聚、商业休闲功能齐备的“航空城”。非航空业务替代航空性业务，成为枢纽机场盈利的主要来源。

●随着中国民航业持续高增长，以流量计，国内主要机场已跻身全球前列。但机场盈利仍倚重于航空性业务带来的外延式增长。未来5-10年，在机场加速市场化改革背景下，在流量快速增长的同时，国内机场非航空业务盈利将经历爆发式增长，机场上市公司将实现“跑道”+“商铺”双轮驱动下的盈利高增长。

□光大证券 邓红梅

未来10-20年中国民航业仍将领先全球增长，但困扰机场投资价值的重要问题始终是：在航空流量快速增长的同时，国内主要机场均面临巨额资本开支，资本开支的周期是否会带来机场盈利的周期性波动？换言之，在更长期的视角下，投资中国机场上市公司的理由和逻辑是什么？

## 全球枢纽机场盈利模式转变

1、非航空收入是全球主要机场最主要的盈利来源

尽管全球各机场收入结构不尽相同，但总体上，机场收入可以分为两大类：一是航空性收入，即与飞机起降和客货过港等基本位移需求相关的收入，如飞机起降费、旅客服务费、安检费等；二是非航空性收入，是机场为满足飞机、旅客和货物在基本位移需求之外的衍生需求而产生的

同样明显（见图）。

其次，非航空业务具有更高的盈利能力，从而成为机场主要的利润来源。在非航空业务经营方面，全球主要机场普遍采用了特许经营模式，将商业、餐饮、广告，以及机场禁区内辅助服务等业务交由具有较强品牌实力的专业机构经营，机场则通过“保底+收入分成”等模式收取特许经营费、专营费等。通过特许经营等模式，一方面受益于专业化和服务品质提高，机场商业机会得以不断拓展，机场也可以通过收入分成机制分享非航空业务的扩张；另一方面，机场最大限度地节省了资源占用，盈利能力反而大幅提高。

2、机场盈利模式转变是需求多样化的必然结果

全球主要机场向“航空城”的转变归根到底是需求多样化的必然结果。

第一，机场集聚了大量的高端商务旅客和消费者，除了单纯的出行需

周转量年复合增长率达到13.8%，远超过同期GDP增长以及其他运输方式增长。根据国际民航组织（I-CAO）的最新统计，2005年中国民航定期航班完成的总周转量为257.765亿吨公里，仅次于美国，跃居世界第2位，中国已成为名副其实的航空大国。

根据波音公司最新发布的《中国市场需求预测（2005年）》：未来20年，中国航空客运市场年增长率将达7.3%，其中中国国内市场增长率将达到8.8%，其次是中美及中国-欧洲市场，增长率分别为8%和6.1%；货运方面，由于GDP增长以及城市化进程加速，中国国内货运市场将超过中欧和中美，增速达到10.6%（见图）。

1、非航业务处于爆发式增长的初期

与全球主要机场相比，目前国内机场盈利仍倚重于航空业务。以首都

候机楼面积均原有候机楼面积明显扩大，机场规划也更加注重对商业价值的利用。

以首都机场为例。其在2005年进行了一系列非航业务调整策略，不再自营零售、餐饮和广告业务，转而实行特许经营。同时作为试点机场之一，首都机场还将部分机场禁区内航空辅助服务和部分航空配餐业务交由专业机构特许经营。尽管首都机场的特许经营很多仍然是交由关联方进行，与国外成熟机场的特许经营相比还存在较大差距，但试行一年多来的效果已相当明显：2006年与2004年相比，航空流量增长24%，税后净利增长60%以上。

4、枢纽机场在商业开发方面具先天优势

机场商业开发的基础，在于机场集聚了大量高端消费群体和高附加值物流。2005年，北京首都、上海浦东、上海虹桥、广州白云和深圳宝安机场这五大机场占据了国内机场旅客吞吐量的43%、货邮吞吐量的64%，其中京沪三大机场占全国客货吞吐量的份额分别达到29%和47%。在中国民航业快速增长的背景下，预计到2010年，包括首都机场和浦东机场在内的国内主要枢纽机场将跻身全球前列，其中首都机场将成为全球前五大客运机场之一，浦东机场货邮吞吐量也将跻身全球前三位。

——国内机场在规划、设计时更多地考虑的是旅客过境（主要是直达旅客）的需要，对机场商业设施和商业开发的考虑不足，且商铺分布过于分散。

——国内机场商业和相关业务大多由机场当局或关联企业经营，专业管理经验相对缺乏，更多是承担孵化就业等非市场化的职能。商铺承租方也多为分散商户，缺乏统一规划和“集聚”效应。

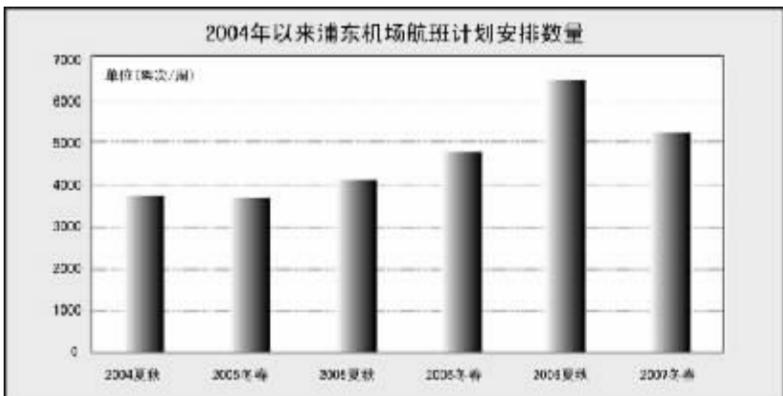
——国内机场经营的主要是餐饮、土特、食品，价格一般较市区内高出一倍甚至数倍，少数所谓“品牌”服饰、用品也多质平价高，并不能吸引旅客的消费欲望，旅客在机场的消费基本是随机的，形成了“价格高—消费少—价格高”的恶性循环。

3、迈出非航业务经营模式转变第一步

随着机场市场经营主体地位的日益确立，机场管理者在机场建设和经营中更加重视机场商业规划和商业开发。2005年起，民航总局允许京、沪、穗、深等机场进行特许经营试点。

而且，2006年末民航总局下发的《机场收费改革》（征求意见稿）的一个重要原则，就是非航业务收费定价权下放。其中重要的非航业务（包括地面代理、柜台出租、航空地面服务）的收费标准，由民航地区管理局会同省级地方政府价格主管部门管理，其他非航业务收费则由地方自主定价。

另外，在主要机场扩建工程中，

白云机场：  
收购母公司资产利在长远

□高华证券 曹秉超 蒋旋

白云机场（600004）公布从母公司收购飞行区资产的计划，需重新评估白云机场的收入模型。尽管该项目可能带来15%的每股盈利摊薄，但是该收购项目仍被视为对白云机场有利。

基于以下两点因素，公司公告的资产收购计划好于预期：（1）收购成本约为20.3亿元人民币，低于之前23.5亿元人民币的预测水平；（2）白云机场选择采取股权融资的方式为项目提供资金，这应该会使公司的财务负担低于预测的水平（通过发行价值28亿元人民币的可转债进行融资）。

因此，将公司2007年和2008年每股盈利预测分别下调至22.7%和23.1%。这两年的每股盈利增长主要来自于：（1）销售收入分别增长3.4%和2.1%；（2）折旧费用分别下降4.4%和5.1%；（3）财务费用分别下降36.3%和41.0%；（4）加权平均股票数量分别扩张7.5%和15%。

但也有必要提醒白云机场存在一定的风险：成本控制恶化；吞吐量增长放缓。

收入，如商业、餐饮、休闲、广告、航空配餐、飞机维修等。

从全球主要机场的发展趋势看，非航空性收入已超越航空性收入，成为机场最重要的盈利来源。表现为：

首先，非航空收入占比不断提高。以香港机场为例。1999/2000财年至2005/2006财年，香港机场旅客吞吐量年均递增5%，而机场收费在总收入中的占比由45.7%下降到2005/2006财年的37.9%，下降了7.8个百分点。与此同时，2005/2006财年由特许经营、商业、地产等带来的非航收入占比已达到62.1%。事实上，从全球其他主要机场看，非航空收入占比提高的趋势

求外，机场旅客也具有在机场内购物、餐饮、商务、休闲等需求。

第二，机场集聚了大量的高附加值货物，为了提高效率、节约物流成本，相关企业具有在机场附近进行货物处理、加工的需求。

第三，由于不同航空公司飞机在机场起降，飞机维修、航空配餐甚至飞机清扫、加水等需求应运而生。

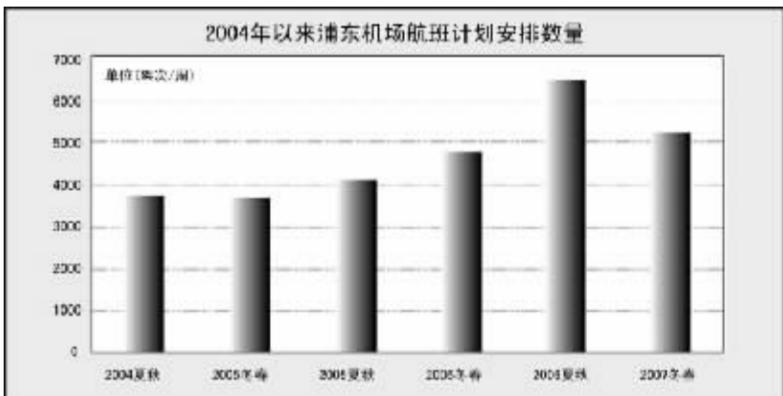
而在满足旅客、货物和飞机日益多样化需求的同时，机场也在不断强化这种需求，使得机场日益成为商业、休闲、商务需求齐备的“航空城”。

## 中国枢纽机场：“跑道”+“商铺”

中国是全球增长最快的航空市场之一。1996-2005年，中国民航总

机场为例，尽管2005年首都机场旅客吞吐量达到4100万人，排在香港机场和新加坡樟宜机场之前，居全球第14位。但航空业务收入的占比仍高达75%，浦东机场、白云机场非航收入的占比也不超过30%。非航占比最高的深圳机场也仅为38%，远低于全球主要枢纽机场的水平。

从首都机场、上海机场（浦东）与全球主要枢纽机场单位旅客带来的收入对比看，国内机场与全球主要枢纽机场收入的巨大差异主要来自于非航空业务。首都机场单位旅客非航收入仅为法兰克福机场的1/10，巴黎机场的1/5，香港机场的1/4。浦东机场与国际同行在非航方面的差距同样巨大。



高依赖于出租合同中有关价格条款的修改。当然，机场与航空公司和商业店铺之间的出租合同的期限有一年期的，也有多年期的，还有的价格条款是以其它形式反映出来的。

如根据与日本沙龙集团签署的合作餐厅合作经营合同的规定，上海机场每年按照合作餐厅营业收入的15%和1%向其收取场地租金及广告费，并可以按照合作餐厅公司分配利润的60%分得红利。这样，上海机场的这部分场地出租收入实际上是与合作餐厅的营业收入相关的。

如果说与商业店铺之间的出租合同的签订可以直接采用招标的方式进行的话，与航空公司之间进行的场地和设备出租业务很可能要考虑更多的因素。总之，该项业务收入的提高需要对出租合同中有关价格条款进行修改。

2、广告业务空间很大

上海机场的广告业务是通过控股51%的上海机场广告有限公司进行经营。2005年，该公司实现净利润280万元。

具体的经营方式是，上海机场广告有限公司将上市公司航站楼内部自有的场地和从上海机场集团租赁

## 上海机场：非航主业发展空间大

□国泰君安证券研究所 冯志刚

上海机场（600009）的主营业务是为航空运输提供地面保障服务，同时围绕航空地服主业、积极利用机场的地缘优势发展商业、物业和设备出租、广告、物流等非航空主业和特许经营。因此，航空需求、通过能力、非航空主业和特许经营等就成为分析公司主营业务的关键因素。

## 航空需求分析

上海市位于中国东部沿海地区和长江流域的交叉点上；其经济腹地范围面积广大，包括山东省、浙江省、福建省和长江流域的所有省市；经济的活跃度强，是中国GDP、外商投资、旅游和会展业最活跃的地区。

人均收入是决定航空需求的另一个主要因素。因为根据民航总局的统计数据，2005年，在航空客运需求中，公务需求的占比已经下降到49%，而旅游和探亲需求的占比已经提高到51%。这部分需求的重要决定因素是收入水平。根据《中国统计年鉴2006》中的数据，2005年，上海市及其经济腹地是中国最富庶的地区之一，尤其是上海市、江苏省、浙江省的人均收入水平更是在全国名列前茅。

由于地理上的阻隔和全球管理、物流的需要，外商投资相应地带来了大量的航空客运和货运需求。2000年以来，随着外商对长江三角洲地区的电子信息产业投资规模的加大，长三角地区正在形成外商投资的新热点。

旅游业和会展业是构成航空需求的主要部分之一。上海市及其经济腹

地拥有很多旅游业发达的省市和风景名胜；同时，也由于其经济发达和向外程度高，会展业也比较发达。

## 通过能力分析

上海浦东国际机场是1999年开始投入试运行的一期工程改造工程完成后，将能满足2008年第二座候机楼投入使用的需求，即具备年飞机起降30万架次、年旅客吞吐量3650万人次的保障能力。

目前，上海浦东国际机场正在实施二期扩建工程，扩建工程的主要内容包括建设第二航站楼48万平方米和第三跑道。2008年初，二期扩建工程完成以后，按照跑道的通过能力计算，上海浦东机场的吞吐能力将达到6000万人次/年。

除了机场本身的吞吐能力之外，航权开放是影响上海浦东国际机场吞吐能力的另一个重要因素。2005年底开放了浦东机场的货运第五航权政策，并很可能在不远的将来开放客运第五航权。在航权开放的情况下，美资、港资、外资和国内航空公司纷纷到上海浦东国际机场开设新的客运或者货运航线。

在航空客、货运需求强劲的情况下，为了承揽快速增长的客源和货源，扩大市场份额，中外航空公司纷纷投入大量的运力开辟上海航线和加密原有航线的航班密度。单纯从航班架次上来讲，从2004年冬春季航班安排到2006年同期，各航空公司在上海浦东国际机场的运力投入年复合增长率为31.8%。

## 主营成本分析

机场的主要成本包括固定资产

折旧、运营成本（水、电等能源成本）和人工成本。

根据公司的报表数据，1999-2005年，上海机场的固定资产综合折旧率水平分别为6.13%、11.74%、9.42%、5.96%、6.05%、6.21%和5.53%。

预计2006、2007年公司的固定资产综合折旧率水平将继续保持基本稳定；而2008年公司固定资产的综合折旧率水平将有所回升。

水电运营成本主要是浦东机场航站楼的消耗，这部分的成本相对比较稳定，不会随旅客吞吐量的增长而增长。

一般情况下，上海机场一线生产人员的数量增幅比较小。在没有新的基础设施投入的情况下，预测上海机场的一线生产人员的同比增幅为3%；而在2008年公司二期扩建工程投入使用的情况下，上海机场的一线生产人员同比增长30%。另外，判断一线生产人员的人均收入年同比增幅为5%比较合理。

## 非航空主业分析

上海机场的非航空主业主要包括航站楼内的场地、设施出租业务和广告业务。

## 1、场地设施出租业务

场地、设施出租业务又可以分为对航空公司场地和设施出租业务（如值机柜台和登机系统的出租）和商场场地、设施出租业务。

候机楼内的商业餐饮设施和其他出租服务设施面积达6万平米。从目前浦东国际机场候机楼内部场地和设施的使用情况看，已经基本上达到了饱和的情况。该项业务收入的提

高依赖于出租合同中有关价格条款的修改。当然，机场与航空公司和商业店铺之间的出租合同的期限有一年期的，也有多年期的，还有的价格条款是以其它形式反映出来的。如根据与日本沙龙集团签署的合作餐厅合作经营合同的规定，上海机场每年按照合作餐厅营业收入的15%和1%向其收取场地租金及广告费，并可以按照合作餐厅公司分配利润的60%分得红利。这样，上海机场的这部分场地出租收入实际上是与合作餐厅的营业收入相关的。如果说与商业店铺之间的出租合同的签订可以直接采用招标的方式进行的话，与航空公司之间进行的场地和设备出租业务很可能要考虑更多的因素。总之，该项业务收入的提高需要对出租合同中有关价格条款进行修改。

2、广告业务空间很大

上海机场的广告业务是通过控股51%的上海机场广告有限公司进行经营。2005年，该公司实现净利润280万元。

具体的经营方式是，上海机场广告有限公司将上市公司航站楼内部分自有的场地和从上海机场集团租赁

的浦东机场候机楼外的和虹桥机场的广告阵地，出租给另外一家中外合资的专业广告公司进行经营。同时，上海机场广告有限公司向该中外合资广告公司收取广告场地出租费用，并向上海机场集团支付广告阵地租赁费用（该项交易构成关联交易）。

上海浦东机场拥有良好并且是垄断的广告阵地资源，目前的问题是这些资源的深度开发利用并不是自己完成的。广告业务收入有很大的提升空间。前提是上海机场转变目前的广告经营方式，由自己直接进行经营；或者将广告阵地资源进行特许经营权招标。

综合上述分析，预计2006、2007年上海浦东机场的起降架次增幅分别为16.52%和13.76%；2008年上半年，浦东机场二期扩建工程投入使用、2008年奥运会和2010年上海世博会的举行，将使得2008和2010年的起降架次增幅分别达到16.22%和16.38%；2006、2007年上海机场的非航空主业收入分别同比增长17.88%和20.4%，2008和2010年上海机场的非航空主业收入分别同比增长31.15%和28.78%，以后公司的非航空主业逐渐向特许经营的方式方向转变。