

公司研究/年报点评

2017年03月19日

交通运输/机场 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 28.46
合理价格区间(元): 32.50~33.21

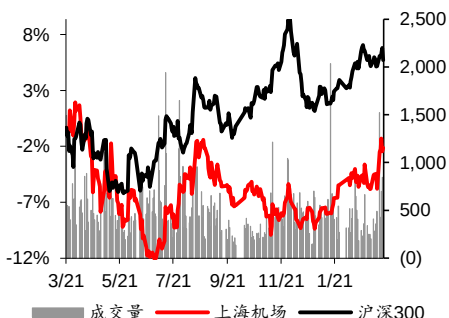
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 021-28972095
联系人 linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《上海机场(600009,买入): 业绩符合预期, 未来增长放缓》2017.02
- 2《上海机场(600009,买入): 产能充裕潜力大, 外线增长添动能》2017.02
- 3《上海机场(600009): 未来业绩增速有望略快于客流量增速》2014.04

股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 聚焦准点率回升 上海机场(600009)

2016 年业绩符合预期, 维持“买入”评级

公司发布 2016 年度报告, 营业收入与归母净利润分别增长 10.60% 和 10.83%。与业绩快报相比, 本次年报无超预期之处。基于关联交易公告了租赁集团的资产和场地租金上升, 我们小幅下调 2017-2018 年净利润 1.38% 和 1.08%, 同比调整目标价区间至 32.50~33.21 元, 维持“买入”评级。

收入增长主要受旅客量驱动, 低油价背景下航司执飞意愿强

公司 2016 年营业收入和归母净利润分别增长 10.60%、10.83% 至 69.51 亿元、28.06 亿元。收入增长主要受旅客量驱动: 1) 旅客增速 9.82%, 高于航班增速 6.84%; 2) 外线旅客量增速 12.00%, 大于内线增速 7.86%。虽然准点率问题影响了 5-12 月新增航班的申请, 但低油价背景下航司执飞意愿强, 航班执行率的上升带动了起降架次较快增长。又因客座率、宽体机比例提高, 旅客增速维持在较高水平。

盈利增速与收入增速同步, 经营杠杆尚未体现

经营杠杆尚未体现, 主要因为成本上升: 1) 改造后的 T1 航站楼于 2016 上半年投产, 折旧费用大幅增长, 公司整体摊销成本 (占总成本 20.89%) 增长 5.51%; 2) 人力成本 (占总成本 37.67%) 因职工薪酬提高而增长 11.13%; 3) 运行成本 (占总成本 32.12%) 因业务量提高而增长 16.75%。

资本开支计划如期进行

公司两项重大资本开支项目如期推进: 1) 飞行区下穿通道与 5 号停机坪改造工程 (计划投资 19 亿元, 预计 2018 年投产), 前者滑行道区域第二阶段已完成施工, 后者进度 30%, 合计项目进度 54%; 2) 卫星厅项目 (计划投资 201 亿元, 预计 2019 年投产), 目前进度 13%。我们测算公司自有资金与经营活动现金流之和, 与工程剩余预算开支大致持平。

短期催化剂: 1Q 淡季准点率有望提升, 航班申请的恢复值得期待

除春运外的 1Q 是航司淡季, 旅客量为全年低点, 公司准点率有望提升。公司 1 月航班放行正常率已达标, 2 月份数据待 CAAC 在 3 月底公布。据非常准的数据, 公司 2 月准点率高于 1 月, 有望连续两个月实现航班放行正常率达标, 航班申请恢复值得期待。

维持“买入”评级, 下调目标价区间至 32.50~33.21 元

我们测算公司 2017-2018 年每股收益 1.62 元和 1.82 元, 当前股价对应 17.52x 2017PE 和 15.64x 2018PE。1) 基于 PE 估值法, 考虑上海机场长期增速较可比公司更快, 我们按 20x 2017PE 估算目标价为 32.50 元; 2) 基于 FCF 折现法, 我们估算目标价为 33.21 元。综上, 我们给予公司目标价区间 32.50~33.21 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 经济增速放缓、重大疫情或自然灾害等不可抗力、准点率持续不达标或影响产能释放。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,927
流通 A 股 (百万股)	1,093
52 周内股价区间 (元)	25.99-30.09
总市值 (百万元)	54,841
总资产 (百万元)	26,944
每股净资产 (元)	11.57

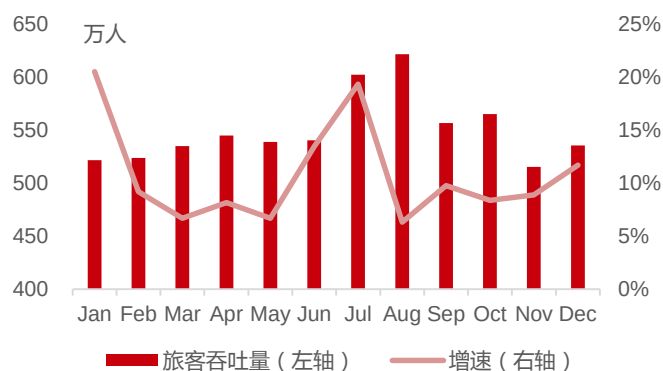
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,285	6,951	7,515	8,193	8,965
+/-%	9.29	10.60	8.10	9.02	9.42
净利润 (百万元)	2,531	2,806	3,131	3,505	3,597
+/-%	20.80	10.83	11.58	11.96	2.62
EPS (元)	1.31	1.46	1.62	1.82	1.87
PE (倍)	21.66	19.55	17.52	15.64	15.25

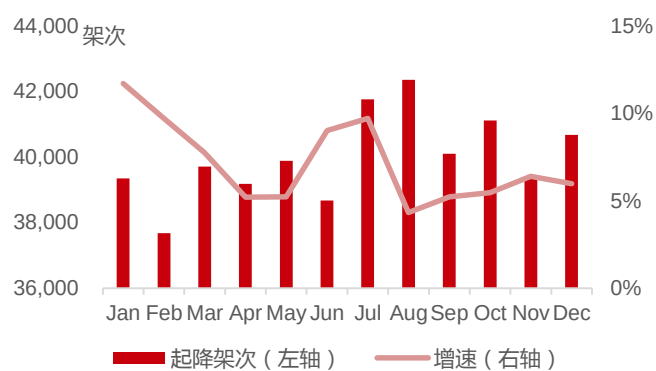
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 上海机场旅客吞吐量 (2016 年)



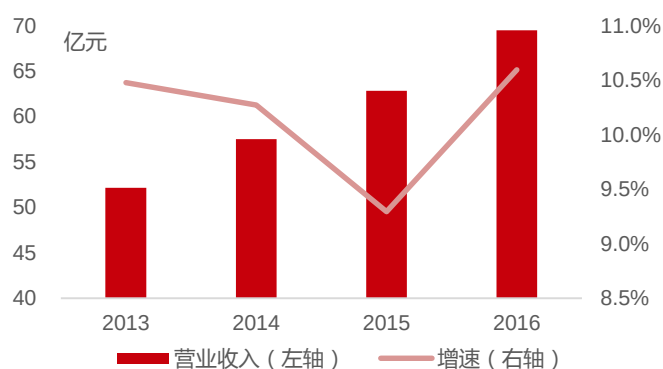
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 上海机场飞机起降架次 (2016 年)



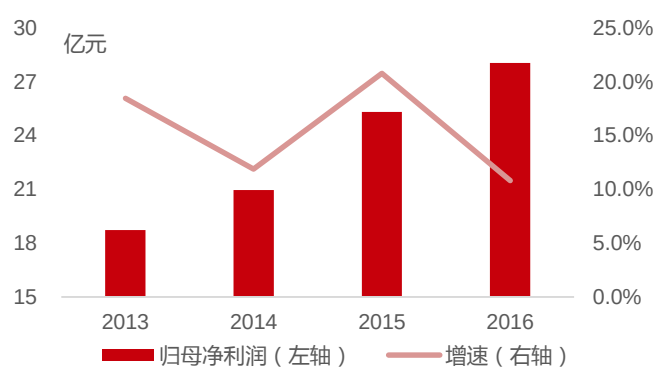
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 上海机场营业收入 (2012 年-2016 年)



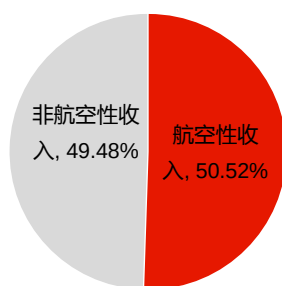
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 上海机场归母净利润 (2012 年-2016 年)



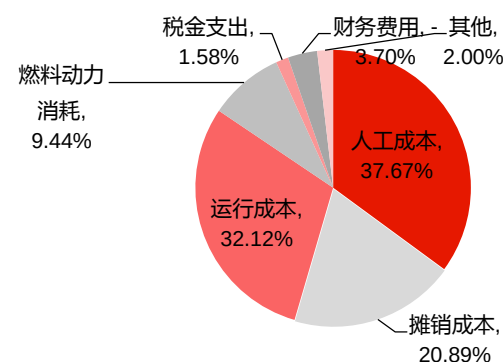
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 上海机场营业收入拆分 (2016 年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 上海机场航空运输业成本拆分 (2016 年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7：绝对估值法假设表

无风险收益率	3.0%	华泰证券预测
Beta 系数	0.89	摘自 Wind, 过去 100 周 Beta
风险溢价	6.0%	华泰证券预测
资本成本	8.3%	
债务成本	4.4%	取自人民银行 5 年期以上贷款利率， 假设公司可以按 9 折拿到贷款
税率	25%	
税后债务成本	3%	
目标债务水平	10%	
加权平均资本成本(WACC)	7.8%	
永续增长率	0.5%	

资料来源：华泰证券研究所

图表8：可比公司表

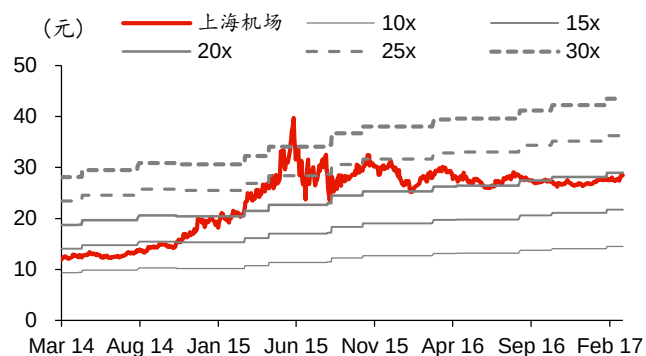
	PE		PB	
	2017E	2018E	2017E	2018E
白云机场	14.9	35.9	1.6	1.6
深圳机场	25.0	21.6	1.6	1.5
厦门空港*	15.8	14.8	1.9	1.6
可比公司均值	18.6	24.1	1.7	1.6

资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：标*股票 2017E 和 2018E 来自 Wind 一致预期，PE 和 PB 按照 2017 年 3 月 17 日收盘价计算

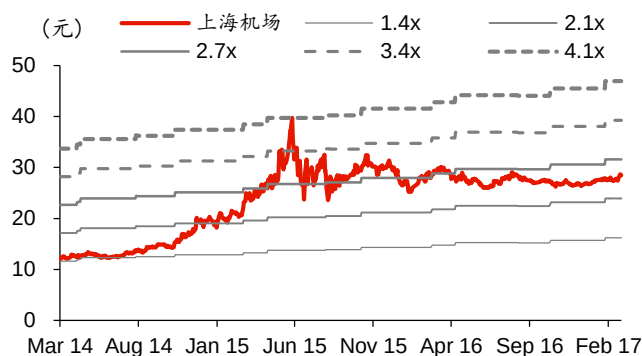
PE/PB - Bands

图表9：上海机场历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：上海机场历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

经济增速放缓、重大疫情或自然灾害等不可抗力、准点率持续不达标或影响产能释放。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,634	11,224	8,249	6,045	2,282
现金	10,414	9,966	6,865	4,537	632.36
应收账款	889.84	1,029	1,129	1,231	1,347
其他应收账款	10.68	9.99	0.00	0.00	0.00
预付账款	9.21	5.13	0.00	0.00	0.00
存货	19.66	20.48	46.46	50.65	55.43
其他流动资产	290.65	193.13	208.42	226.81	247.76
非流动资产	14,006	15,719	18,780	23,919	30,624
长期投资	2,340	2,362	3,168	4,056	5,028
固定投资	10,517	9,766	9,146	10,452	9,835
无形资产	335.82	342.67	366.99	366.99	366.99
其他非流动资产	812.59	3,248	6,099	9,044	15,394
资产总计	25,639	26,944	27,029	29,964	32,906
流动负债	2,439	4,317	1,943	2,119	2,318
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	121.31	149.18	161.27	175.82	192.38
其他流动负债	2,318	4,168	1,782	1,943	2,126
非流动负债	2,503	2.16	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2,503	2.16	0.00	0.00	0.00
负债合计	4,942	4,319	1,943	2,119	2,318
少数股东权益	378.10	327.49	506.17	706.46	911.06
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
资本公积	2,575	2,575	2,575	2,575	2,575
留存公积	15,817	17,794	20,077	22,637	25,174
归属母公司股	20,320	22,297	24,580	27,139	29,677
负债和股东权益	25,639	26,944	27,029	29,964	32,906

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	3,207	2,575	3,176	3,532	3,658
净利润	2,684	2,966	3,310	3,706	3,802
折旧摊销	787.07	831.49	821.30	822.83	842.72
财务费用	(185.19)	(146.64)	(169.09)	(159.63)	(72.37)
投资损失	(608.47)	(729.68)	(806.06)	(887.78)	(971.71)
营运资金变动	110.52	(624.37)	19.78	50.87	57.94
其他经营现金	419.23	278.33	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(826.27)	(1,861)	(3,076)	(5,074)	(6,576)
资本支出	910.96	2,584	(3,076)	(5,074)	(6,576)
长期投资	502.40	(88.44)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	587.09	634.50	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(927.52)	(1,162)	(3,201)	(786.52)	(986.97)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(927.52)	(1,162)	(3,201)	(786.52)	(986.97)
现金净增加额	1,454	(447.27)	(3,101)	(2,328)	(3,904)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,285	6,951	7,515	8,193	8,965
营业成本	3,398	3,814	4,018	4,238	4,873
营业税金及附加	132.62	59.54	64.36	70.17	76.78
营业费用	12.45	13.18	14.25	15.53	17.00
管理费用	211.28	223.66	241.58	263.37	288.19
财务费用	(185.19)	(146.64)	(169.09)	(159.63)	(72.37)
资产减值损失	0.15	(0.19)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	608.47	729.68	806.06	887.78	971.71
营业利润	3,325	3,717	4,151	4,653	4,754
营业外收入	57.78	1.89	0.20	0.20	0.20
营业外支出	2.20	1.69	0.20	0.20	0.20
利润总额	3,380	3,718	4,151	4,653	4,754
所得税	696.22	752.01	841.99	947.75	951.86
净利润	2,684	2,966	3,309	3,706	3,802
少数股东损益	152.78	160.01	178.68	200.29	204.60
归属母公司净利润	2,531	2,806	3,131	3,505	3,597
EBITDA (倍)	3,927	4,402	4,804	5,317	5,524
EPS (元)	1.31	1.46	1.62	1.82	1.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.29	10.60	8.10	9.02	9.42
营业利润	18.51	11.81	11.67	12.09	2.16
归属母公司净利润	20.80	10.83	11.58	11.96	2.62
获利能力 (%)					
毛利率	45.94	45.13	46.53	48.27	45.64
净利率	40.27	40.36	41.66	42.79	40.13
ROE	12.46	12.58	12.74	12.92	12.12
ROIC	24.43	22.49	21.09	18.59	15.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.27	16.03	7.19	7.07	22.24
净负债比率 (%)	0	57.82	0	0	0
流动比率	4.77	2.60	4.24	2.85	0.98
速动比率	4.76	2.59	4.11	2.72	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.29	0.29
应收账款周转率	7.10	7.18	6.66	6.66	6.66
应付账款周转率	22.31	28.20	24.92	24.10	25.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.46	1.62	1.82	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.34	1.65	1.83	1.90
每股净资产(最新摊薄)	10.54	11.57	12.76	14.08	15.40
估值比率					
PE (倍)	21.66	19.55	17.52	15.64	15.25
PB (倍)	2.70	2.46	2.23	2.02	1.85
EV_EBITDA (倍)	11.54	10.30	10.09	9.59	9.98

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com