

强烈推荐-A (维持)

上海机场 600009.SH

目标估值: N.A 元
当前股价: 28.46 元
2017 年 03 月 19 日

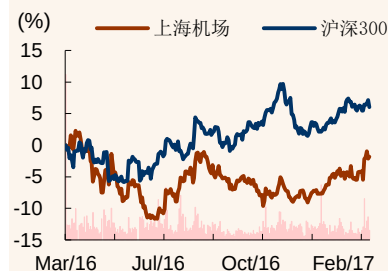
航线、收入结构持续优化, 坚定看好长期价值

基础数据

上证综指	3237
总股本 (万股)	192696
已上市流通股 (万股)	109348
总市值 (亿元)	548
流通市值 (亿元)	311
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	12.6
资产负债率	16.0%
主要股东 上海机场 (集团) 有限	
主要股东持股比例	53.25%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	3	1
相对表现	2	-3	-10



相关报告

- 1、《上海机场 (600009) 一时刻放量受限拖累业务增速, 行业改革或将破冰》2017-03-17
- 2、《上海机场 (600009) 一国内客运增速加快, 国际客运增速回落》2016-12-19
- 3、《上海机场 (600009) 一业务增速持续下降, 时刻仍是关键制约因素》2016-11-17

常涛

010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

研究助理

王哲

wangzhe5@cmschina.com.cn

事件:

公司公告 2016 年业绩: 营业收入 69.51 亿元, 同比增长 10.60%; 归属母公司净利润 28.06 亿元, 同比增长 10.83%, 对应每股盈利 1.46 元, 符合预期。

评论:

1、航线结构持续优化, 收入增速快于业务量增速

2016 年, 公司实现飞机起降 47.99 万架次 (+6.84%), 其中, 国内、国际分别同增 5.91%、10.30%。2016 年 3 月-2017 年 1 月, 浦东机场放行率因连续低于民航局 75% 的标准线, 被停止增加航班, 飞机起降架次增速放缓明显。不过, 受益于出境游持续火热和航空公司加大国际运力投放力度, 公司的航线结构持续优化, 国际航班占比提升 1.17pcts, 达 37.83%, 推动收入增速快于业务量增速。

2016 年, 公司实现旅客吞吐量 6,600.24 万人次 (+9.82%), 其中, 国内、国际分别同增 7.71%、14.72%, 旅客吞吐量增速持续领先于飞机起降增速。

2、商业租赁收入大幅增长, 推动收入结构持续优化

2016 年, 公司实现营业收入 69.51 亿元, 同比增长 10.60% 其中, 航空性收入 35.12 亿元, 同比增长 9.91%, 较去年同期增速回落 2.16 个百分点, 主要受制于架次相关收入同比增长 (+7.75%)、旅客及货邮相关收入同比增长 (11.72%) 双双放缓; 非航空性收入 34.40 亿元, 同比增长 11.31%, 较去年同期增速提升 4.75 个百分点, 主要受益于商业租赁收入的增长 (+14.58%)。非航收入占比提升 0.28 个百分点至 49.48%, 收入结构持续优化。

3、运行成本快速增长, 毛利率小幅下降

2016 年, 公司营业成本 38.14 亿元, 同比增长 12.26%, 营业成本上升主要是由于人工成本和运行成本上升所致, 分别增长 11.13%、16.75%, 人工成本同比增加主要是本期职工薪酬增长所致, 运行成本增加主要由于公司业务量、委托管理费等运营费用以及场地、资产租赁费等增加所致。由于成本增长速度快于营业收入增速 (+10.60%), 公司的毛利率较去年同期下降 0.81 个百分点至 45.13%。

4、投资收益大幅增长, 增厚利润

2016 年, 公司实现投资 7.30 亿元, 同比大幅增长 19.92%, 主要为公司对重要联营企业的投资收益同比增加所致, 其中, 上海浦东国际机场航空油料有限责任公司净利润同比增长 33.1%, 达 9.37 亿元, 投资收益约为 3.66 亿元。

5、投资策略

我们预测公司 17~19 年每股收益分别为 1.60、1.75、1.91 元，对应当前股价 PE 为 17.8X、16.3X 和 14.9X。公司定位于国际枢纽，未来将受益于上海区位优势、国际线占比持续提升、机场收费提价、非航业务快速发展等，叠加民航强国战略、行业供给侧改革深化等政策红利，我们坚定看好公司的长期价值，依然维持“强烈推荐-A”的投资评级。

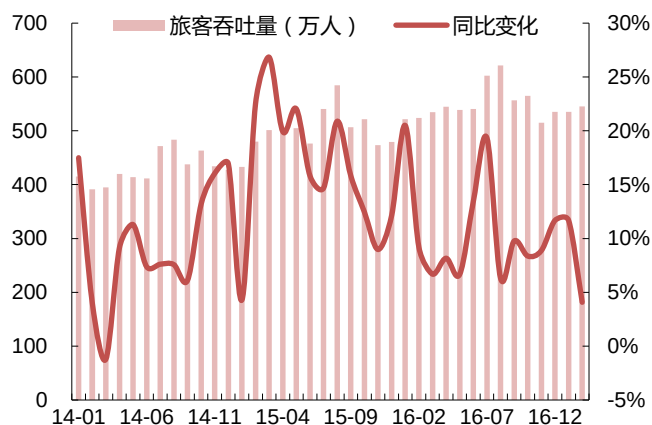
风险提示：宏观经济放缓、民航事故

表 1：上海机场各季度业绩回顾（亿人民币）

	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	15	16	16	16	16	18	18	17
营业毛利	7	8	7	7	7	8	8	8
营业费用	0	0	0	0	0	0	0	0
管理费用	1	1	1	1	1	1	1	1
财务费用	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	d	2	1	2	2	2	2	2
营业利润	8	9	8	8	8	10	9	9
归母净利润	6	7	6	6	6	8	7	7
EPS（元）	0.33	0.34	0.33	0.31	0.33	0.40	0.36	0.36
主要比率								
毛利率	45%	48%	45%	45%	43%	46%	44%	47%
营业费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用率	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
营业利润率	51%	56%	52%	52%	51%	57%	51%	55%
有效税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	26%	25%
净利率	41%	42%	39%	39%	39%	43%	38%	41%
YoY								
收入	12%	13%	7%	6%	8%	12%	13%	10%
归母净利润	23%	28%	15%	17%	2%	15%	10%	16%

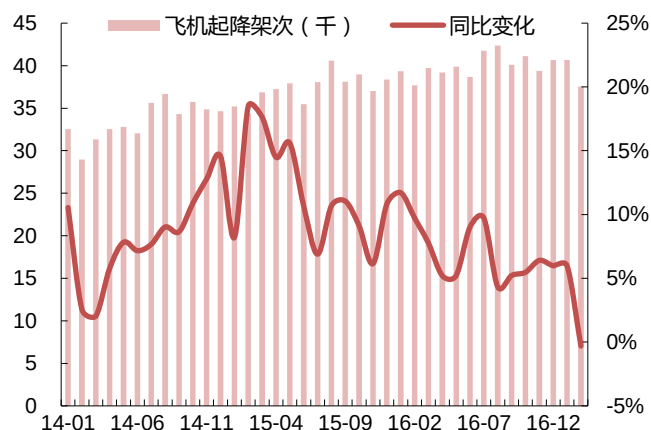
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：上海机场旅客吞吐量



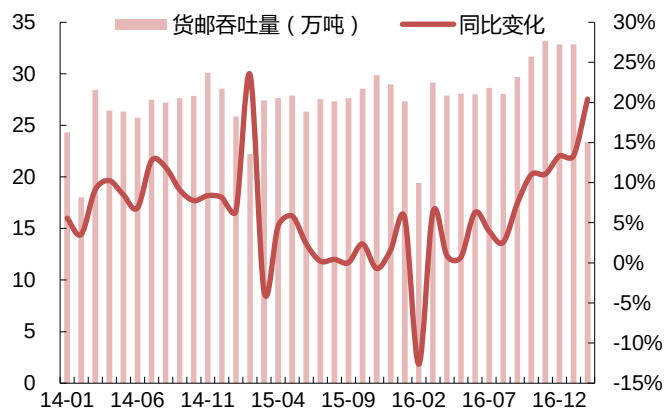
资料来源：Wind

图 2：上海机场飞机起降架次



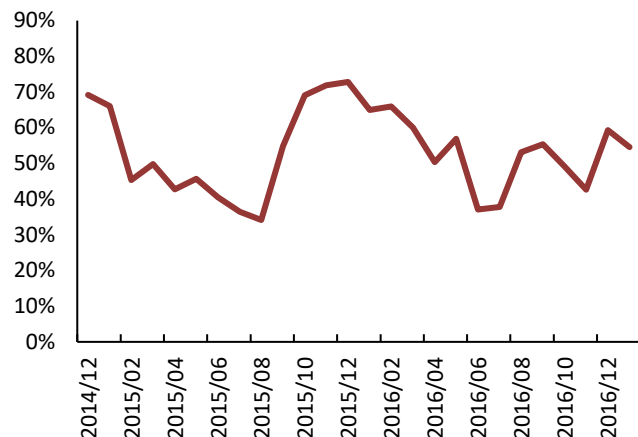
资料来源：Wind

图 3: 上海机场货邮吞吐量



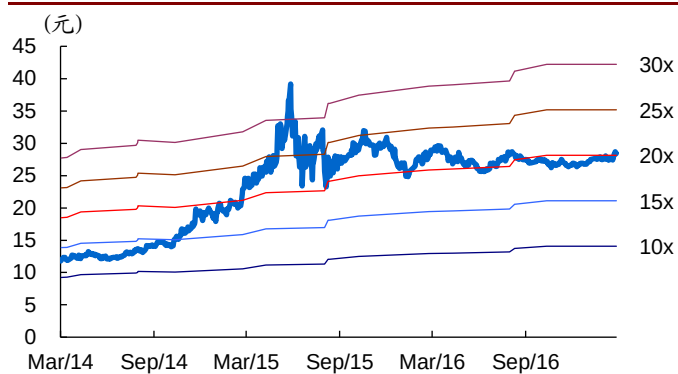
资料来源: Wind

图 4: 上海机场准点率情况



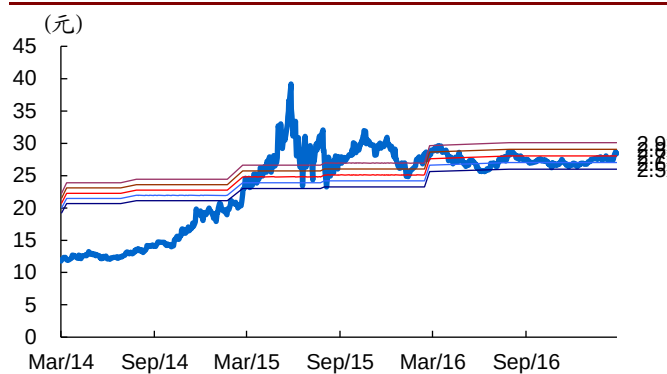
资料来源: 飞常准

图 5: 上海机场历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 上海机场历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11634	11224	6315	3887	4358
现金	10414	9966	4969	2401	2707
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	890	1029	1102	1218	1353
其它应收款	11	10	11	12	13
存货	20	20	16	18	19
其他	300	198	216	239	265
非流动资产	14006	15719	20419	25528	32053
长期股权投资	2340	2362	2362	2362	2362
固定资产	10517	9766	9501	9642	10196
无形资产	336	343	308	278	250
其他	813	3248	8247	13245	19244
资产总计	25639	26944	26733	29415	36411
流动负债	2439	4317	1838	1877	5998
短期借款	0	0	0	19	4117
应付账款	121	149	163	178	196
预收账款	4	5	5	6	6
其他	2314	4164	1670	1674	1679
长期负债	2503	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2503	2	2	2	2
负债合计	4942	4319	1840	1880	6000
股本	1927	1927	1927	1927	1927
资本公积金	2575	2575	2575	2575	2575
留存收益	15817	17794	19888	22337	25003
少数股东权益	378	327	503	695	905
归属于母公司所有者权益	20320	22297	24390	26840	29506
负债及权益合计	25639	26944	26733	29415	36411

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3207	2575	2569	2393	2326
净利润	2531	2806	3076	3372	3677
折旧摊销	787	831	351	(59)	(476)
财务费用	133	133	(162)	(110)	27
投资收益	(608)	(730)	(803)	(883)	(971)
营运资金变动	112	(624)	(69)	(123)	(145)
其它	253	159	175	195	214
投资活动现金流	(826)	(1861)	(5050)	(5050)	(6050)
资本支出	(911)	(2584)	(5050)	(5050)	(6050)
其他投资	85	723	0	0	0
筹资活动现金流	(928)	(1162)	(2516)	89	4031
借款变动	(1048)	1289	(2498)	19	4098
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(674)	(829)	(983)	(923)	(1012)
其他	795	(1622)	964	993	944
现金净增加额	1454	(447)	(4998)	(2568)	307

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6285	6951	7589	8385	9311
营业成本	3398	3814	4163	4564	5002
营业税金及附加	133	60	65	72	80
营业费用	12	13	14	16	18
管理费用	211	224	235	260	289
财务费用	(185)	(147)	(162)	(110)	27
资产减值损失	0	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	608	730	803	883	971
营业利润	3325	3717	4075	4467	4868
营业外收入	58	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	3380	3718	4076	4467	4868
所得税	696	752	824	902	981
净利润	2684	2966	3252	3565	3887
少数股东损益	153	160	175	192	210
归属于母公司净利润	2531	2806	3076	3372	3677
EPS (元)	1.31	1.46	1.60	1.75	1.91

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	9%	11%	9%	10%	11%
营业利润	19%	12%	10%	10%	9%
净利润	21%	11%	10%	10%	9%
获利能力					
毛利率	45.9%	45.1%	45.1%	45.6%	46.3%
净利率	40.3%	40.4%	40.5%	40.2%	39.5%
ROE	12.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.5%
ROIC	11.4%	10.6%	11.8%	11.8%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	16.0%	6.9%	6.4%	16.5%
净负债比率	0.0%	9.3%	0.0%	0.1%	11.3%
流动比率	4.8	2.6	3.4	2.1	0.7
速动比率	4.8	2.6	3.4	2.1	0.7
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	173.9	190.1	228.1	271.7	271.7
应收帐款周转率	7.2	7.2	7.1	7.2	7.2
应付帐款周转率	22.3	28.2	26.7	26.7	26.7
每股资料 (元)					
每股收益	1.31	1.46	1.60	1.75	1.91
每股经营现金	1.66	1.34	1.33	1.24	1.21
每股净资产	10.54	11.57	12.66	13.93	15.31
每股股利	0.43	0.51	0.48	0.53	0.57
估值比率					
PE	21.7	19.5	17.8	16.3	14.9
PB	2.7	2.5	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.7	14.9	15.3	15.2	14.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7 年券商从业经验，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得 2012-2016 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于 DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12 年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得 2012-2016 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

王哲：北京大学信息管理系硕士，中山大学资讯管理学院学士，曾经供职于国航规划发展部，长期从事战略与运营研究、中长期规划编制等工作，2016 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。