

上海机场 (600009.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

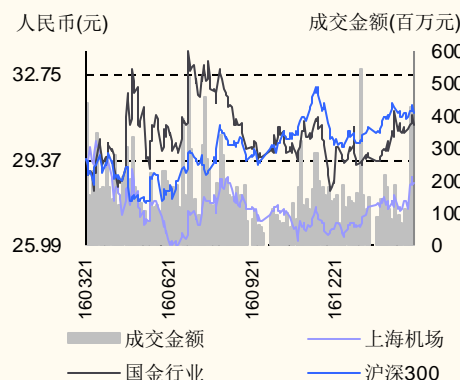
公司点评

市场价格 (人民币): 28.46 元
目标价格 (人民币): 34.00-35.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,093.48
总市值(百万元)	54,841.24
年内股价最高最低(元)	30.09/25.99
沪深 300 指数	3445.81
上证指数	3237.45



相关报告

- 《业务量优于预期，盈利持续强劲-上海机场公司点评》，2017.2.14
- 《雾霾将消散，而今起飞从头越-上海机场公司研究》，2016.12.12
- 《低估值，盈利能力强，攻守平衡-上海机场公司点评》，2016.11.30
- 《国际航线占比持续提升，投资收益明显增长-上海机场中报点评》，2016.8.28
- 《内生增长强劲，低估值高收益适合价值配置-上海机场 6 月份经营数...》，2016.7.18

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

非航业务支持主营，投资收益贡献业绩

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.314	1.456	1.638	1.824	2.059
每股净资产(元)	10.54	11.57	12.76	14.08	15.59
每股经营性现金流(元)	1.66	1.33	1.69	1.93	1.95
市盈率(倍)	22.47	18.21	17.38	15.60	13.82
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	20.80%	10.83%	12.48%	11.38%	12.89%
净资产收益率(%)	12.46%	12.58%	12.84%	12.95%	13.21%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 年公司实现营业收入 69.5 亿元，同比增长 10.60%，归属上市公司股东的净利润 28.1 亿元，同比增长 10.83%，合基本每股收益 1.46 元。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 4.4 元（含税），占比净利润 30.22%。

经营分析

- **生产指标持续增长，主营业绩稳步提升：**2016 年，公司受益于 1) 国际油价持续低位运行，航空公司执飞意愿强劲；2) 民航局时刻资源市场配置改革，浦东机场部分时段高峰小时航班架次已达到 76 架次/小时；3) 居民消费持续升级等因素综合影响，需求整体向好。2016 年浦东机场共实现飞机起降 48.0 万架次，同比增长 6.84%；旅客吞吐量 6,600 万人次，同比增长 9.82%。虽然公司由于生产数据不达标受到处罚，2016 年下半年时刻没有增加，生产指标仍然好于年初预期，主营航空性收入稳步提升，录得收入 35.1 亿元，同比增长 9.91%。
- **国际枢纽地位牢固，商业租赁加速增长：**2016 年，在浦东机场运营的航空公司最多时达到 102 家，新辟 7 个国际通航点，国际及地区通航点 124 个，国内通航点 103 个。机场国际旅客（不含地区）2,701 万人次，同比增长 14.7%，占比 41%，是驱动流量重要因素。由于国际线旅客高增长，消费能力强，以及 T1 航站楼改造完成商业面积增加，商业租赁收入得以高速增长，2016 年录得 20.9 亿元，同比增长 14.6%，相比 2015 年同期增长 6.9 个百分点。
- **各项主要成本提升，拉低毛利率：**人工成本、摊销成本和运行成本占比公司成本超过 90%。2016 年，1) 公司由于职工人数增加，人工成本 14.9 亿元，同比增长 11.1%；2) T1 改造 2015 年底完成，折旧增加，摊销成本 8.28 亿元，同比增长 5.5%；3) 2016 年新增与集团公司关联场地租赁费，运行成本增加 1.8 亿元至 12.7 亿元，同比增长 16.8%。主要成本项的提升，导致公司营业成本同比增加 12.3%达到 38.1 亿元，同时毛利率为 45.1%，相较 2015 年同期下降 0.8 个百分点。
- **投资收益助力净利率：**2016 年，公司实现投资收益 7.3 亿元，同比增长 19.9%，占比营业利润达到 20%，投资收益高增长也促使净利率达到 40.4%，相比 2015 年同期微涨 0.1 个百分点。其中航空油料是投资收益增长主要来源，实现净利润 9.37 亿元，同比增涨 33.1%。投资收益未来预期

向好，其中，德高动量由于 T1 航站楼改造完成投入使用，广告空间得以释放，业务范围扩展；航空油料无惧油价波动，管理层对国际油价波动做出正确应对措施，经营良好，预计持续推动业绩上升。

- **盈利能力强，长期具有估值溢价：**（1）由于国际线占比高，收费标准高于国内航线，且国际旅客消费能力强，上海机场具有较强盈利能力。另外，上海机场 2019 年预计将招标新免税业务协议，预计扣点率等会有大幅提升，利好公司盈利能力。（2）上海机场具有独特的资源优势（枢纽机场、国际线、迪士尼、自贸区），并且非航面积逐步释放，最接近国际领先机场商业城经营模式，预计在中长期享有估值溢价。

投资建议

- 公司产能富裕，业务量稳定增长，国际及地区线吞吐量占比超过 50%，新增商业面积有望推动非航收入稳定较高增长。盈利能力强，2016 年 ROE 达到 13.2%，处于上升通道。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.64 元、1.82 元、2.06 元，对应 PE 分别为 17 倍、16 倍、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济增长下行，国际航线需求增速不及预期；连续出现恶劣气候影响飞机正常起降；地面交通分流上海航空客运业务等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,751	6,285	6,951	7,734	8,646	9,677
增长率		9.3%	10.6%	11.3%	11.8%	11.9%
主营业务成本	-3,234	-3,398	-3,814	-4,211	-4,530	-4,842
%销售收入	56.2%	54.1%	54.9%	54.4%	52.4%	50.0%
毛利	2,517	2,888	3,137	3,523	4,116	4,835
%销售收入	43.8%	45.9%	45.1%	45.6%	47.6%	50.0%
营业税金及附加	-124	-133	-60	-62	-69	-77
%销售收入	2.2%	2.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-15	-12	-13	-15	-17	-19
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-252	-211	-224	-247	-277	-310
%销售收入	4.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	2,126	2,531	2,841	3,198	3,753	4,429
财务费用	88	185	147	174	78	-19
%销售收入	-1.5%	-2.9%	-2.1%	-2.2%	-0.9%	0.2%
资产减值损失	-1	0	0	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	592	608	730	800	800	800
%税前利润	21.1%	18.0%	19.6%	19.2%	17.3%	15.4%
营业利润	2,806	3,325	3,717	4,169	4,631	5,210
营业利润率	48.8%	52.9%	53.5%	53.9%	53.6%	53.8%
营业外收支	0	56	0	0	0	0
税前利润	2,806	3,380	3,718	4,170	4,631	5,210
利润率	48.8%	53.8%	53.5%	53.9%	53.6%	53.8%
所得税	-556	-696	-752	-834	-926	-1,042
所得税率	19.8%	20.6%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,250	2,684	2,966	3,336	3,705	4,168
少数股东损益	155	153	160	180	190	200
归属于母公司的净利润	2,096	2,531	2,806	3,156	3,515	3,968
净利率	36.4%	40.3%	40.4%	40.8%	40.7%	41.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,250	2,684	2,966	3,336	3,705	4,168
非现金支出	879	785	828	794	800	808
非经营收益	-484	-374	-597	-801	-800	-746
营运资金变动	334	109	-625	-67	19	-478
经营活动现金净流	2,978	3,205	2,571	3,261	3,723	3,752
资本开支	-450	-911	-2,584	-6,103	-6,108	-6,109
投资	0	-502	88	-1	0	0
其他	555	587	634	800	800	800
投资活动现金净流	105	-826	-1,861	-5,304	-5,308	-5,309
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-2,500	0	1,673
其他	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,114
筹资活动现金净流	-802	-927	-1,161	-3,389	-963	559
现金净流量	2,281	1,451	-451	-5,432	-2,548	-998

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,960	10,414	9,966	4,534	1,986	988
应收款项	874	901	1,039	1,279	1,430	1,601
存货	19	20	20	23	25	27
其他流动资产	127	300	198	209	210	211
流动资产	9,981	11,634	11,224	6,046	3,651	2,826
%总资产	43.4%	45.4%	41.7%	22.3%	12.2%	8.2%
长期投资	1,833	2,342	2,364	2,365	2,364	2,364
固定资产	10,662	11,310	12,990	18,307	23,613	28,912
%总资产	46.3%	44.1%	48.2%	67.6%	78.7%	83.9%
无形资产	345	343	350	353	356	359
非流动资产	13,034	14,006	15,719	21,033	26,341	31,643
%总资产	56.6%	54.6%	58.3%	77.7%	87.8%	91.8%
资产总计	23,015	25,639	26,944	27,079	29,993	34,469
短期借款	0	0	2,498	0	0	1,672
应付款项	797	1,337	823	941	1,015	1,088
其他流动负债	895	1,102	997	1,045	1,144	766
流动负债	1,691	2,439	4,317	1,986	2,158	3,526
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2,498	2,503	2	0	0	0
负债	4,190	4,942	4,319	1,986	2,158	3,527
普通股股东权益	18,463	20,320	22,297	24,585	27,137	30,045
少数股东权益	363	378	327	507	697	897
负债股东权益合计	23,015	25,639	26,944	27,079	29,993	34,469

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.087	1.314	1.456	1.638	1.824	2.059
每股净资产	9.581	10.545	11.571	12.759	14.083	15.592
每股经营现金净流	1.546	1.663	1.334	1.692	1.932	1.947
每股股利	0.350	0.430	0.440	0.450	0.500	0.550
回报率						
净资产收益率	11.35%	12.46%	12.58%	12.84%	12.95%	13.21%
总资产收益率	9.11%	9.87%	10.41%	11.65%	11.72%	11.51%
投入资本收益率	7.99%	8.66%	9.02%	10.20%	10.79%	10.86%
增长率						
主营业务收入增长率	10.27%	9.29%	10.60%	11.25%	11.80%	11.92%
EBIT增长率	7.94%	19.09%	12.23%	12.57%	17.36%	18.01%
净利润增长率	11.89%	20.80%	10.83%	12.48%	11.38%	12.89%
总资产增长率	10.02%	11.40%	5.09%	0.50%	10.76%	14.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.1	50.9	50.4	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
应付账款周转天数	18.9	16.4	12.9	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	620.2	610.7	512.8	428.6	354.1	289.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.35%	-38.25%	-33.01%	-18.07%	-7.14%	2.21%
EBIT利息保障倍数	-24.1	-13.7	-19.4	-18.4	-48.0	237.0
资产负债率	18.20%	19.27%	16.03%	7.33%	7.20%	10.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	5	13
增持	0	2	3	4	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.38	1.44	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

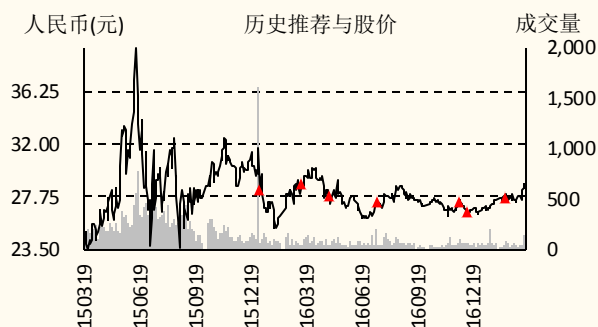
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-04	买入	28.27	35.00~40.00
2	2016-03-14	买入	27.98	35.00~37.00
3	2016-04-28	买入	28.00	N/A
4	2016-07-18	买入	27.25	N/A
5	2016-08-28	买入	28.46	N/A
6	2016-11-30	买入	27.39	N/A
7	2016-12-12	买入	26.58	34.00~35.00
8	2017-02-14	买入	27.57	34.00~35.00

来源：国金证券研究所


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD