上海机场 (600009.SH)　航空机场

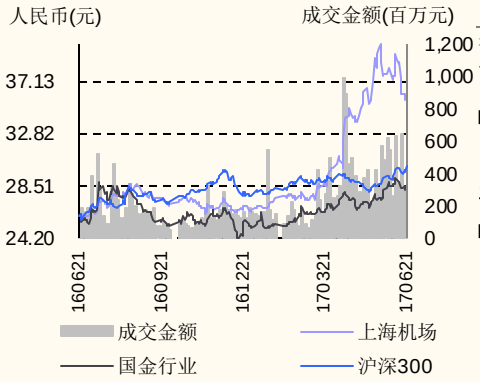
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：37.69 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)	72,627.06
年内股价最高最低(元)	40.15/25.99
沪深 300 指数	3587.96
上证指数	3156.21



相关报告

1.《内生增长稳定，免税招标带来业绩新增量-上海机场公司研究》，2017.5.19

2.《盈利能力持续提升，免税招标锦上添花-上海机场公司点评》，2017.4.28

3.《非航业务支持主营，投资收益贡献业绩-上海机场公司点评》，2017.3.20

4.《业务量优于预期，盈利持续强劲-上海机场公司点评》，2017.2.14

5.《雾霾将消散，而今起飞从头越-上海机场公司研究》，2016.12.12

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

机场龙头纳入 MSCI 指数，持续推荐

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	1.690	1.887	2.100
每股净资产(元)	10.54	11.57	12.81	14.20	15.75
每股经营性现金流(元)	1.66	1.33	1.74	2.00	2.22
市盈率(倍)	22.47	18.21	22.30	19.97	17.95
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%	16.10%	11.62%	11.28%
净资产收益率(%)	12.46%	12.58%	13.19%	13.29%	13.33%
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

事件

- A 股闯关 MSCI 成功，上海机场作为交运机场板块龙头被纳入，行业优质标的有望受到全球关注。

经营分析

- **无惧流量增速回落，长期内生增长稳定：**2017 年 1~5 月，公司面临高位运行压力。由于受到处罚，流量增加受限，飞机起降架次同比增长 3.8%，旅客吞吐量同比增长 6.9%，相较 2016 年同期，增速分别下降 4.0pts 和 3.1pts。但伴随下半年航空旺季到来，国内市场需求提升，市场转好确定，准点率处罚预计在 7 月底取消，上海机场客流量增速将企稳。且受益于长三角地区唯一国际枢纽机场定位，产能充裕，长期流量增长无忧。
- **非航与航空收入齐头并进，目标迈向商业城：**浦东机场国际旅客占比高、客源结构优质。日上免税店经营将于 2018 年 3 月到期，新一轮进出境免税店招标若以提成率 45%计算，上海机场业绩弹性将超过 20%。在近期国内机场新一轮免税招标陆续开启并落地后，枢纽机场免税价值有望得到重视，业绩增长从单一航空性收入，转变为航空收入与非航收入齐头并进的双引擎模式。浦东机场非航开展最为完备，最为具备国际成熟机场商业城潜力，预计将逐渐过渡到通过航空主业实现收支平衡，发展非航收入赚取利润的模式。
- **投资收益稳定，盈利能力领先：**长期以来，投资收益是上海机场业绩重要来源。2016 年，投资收益为 2.2 亿元，占比利润总额 22%。德高动量公司广告空间释放，航空油料公司有能力应对油价波动，预计上海机场投资收益将继续对业绩起到明显增厚作用。公司坐拥区域垄断地位，国际线占比高，民航局对于国际航线收费标准大幅高于国内航线，非航盈利靠拢国际成熟机场，使得盈利能力领先。毛利率从 2012 年 38%增长至 45%，2016 年 ROE 为 13.1%，均在机场板块位列第一，并有赶超国际成熟机场趋势。

投资建议

- 上海机场作为机场龙头，产能富裕，内生增长稳定，盈利能力维持高位；预计新一轮免税业务招标，免税巨头竞争激烈，公司将坐收渔翁之利。PE 估值相比国际成熟机场较低，机场龙头享有估值溢价，DCF 估值 43.91 元，仍有至少 20%上涨空间。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.69 元/1.89 元/2.10 元，对应 PE 分别为 22 倍/20 倍/18 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示

- 经济增长下行；连续出现恶劣气候；免税店招标时点慢于预期等。

敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

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**	**7,837**	**8,761**	**9,758**
增长率		9.3%	10.6%	12.7%	11.8%	11.4%
主营业务成本	-3,234	-3,398	-3,814	-4,214	-4,552	-4,928
%销售收入	56.2%	54.1%	54.9%	53.8%	52.0%	50.5%
毛利	2,517	2,888	3,137	3,623	4,209	4,830
%销售收入	43.8%	45.9%	45.1%	46.2%	48.0%	49.5%
营业税金及附加	-124	-133	-60	-63	-70	-78
%销售收入	2.2%	2.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-15	-12	-13	-16	-18	-20
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-252	-211	-224	-251	-280	-312
%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	3,294	3,841	4,420
%销售收入	37.0%	40.3%	40.9%	42.0%	43.8%	45.3%
财务费用	88	185	147	205	142	88
%销售收入	-1.5%	-2.9%	-2.1%	-2.6%	-1.6%	-0.9%
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%	18.6%	16.7%	15.1%
营业利润	2,806	3,325	3,717	4,297	4,782	5,308
营业利润率	48.8%	52.9%	53.5%	54.8%	54.6%	54.4%
营业外收支	0	56	0	0	0	0
税前利润	2,806	3,380	3,718	4,297	4,783	5,308
利润率	48.8%	53.8%	53.5%	54.8%	54.6%	54.4%
所得税	-556	-696	-752	-859	-957	-1,062
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	3,437	3,826	4,246
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**	**3,257**	**3,636**	**4,046**
净利率	36.4%	40.3%	40.4%	41.6%	41.5%	41.5%

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	3,437	3,826	4,246
非现金支出	879	785	828	794	800	808
非经营收益	-484	-374	-597	-801	-800	-800
营运资金变动	334	109	-625	-75	24	29
经营活动现金净流	2,978	3,205	2,571	3,354	3,849	4,283
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	0	0	0
其他	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060
筹资活动现金净流	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060
现金净流量	**2,281**	**1,451**	**-451**	**-2,839**	**-2,422**	**-2,086**

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	7,127	4,706	2,620
应收款项	874	901	1,039	1,297	1,449	1,614
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	8,656	6,390	4,472
%总资产	43.4%	45.4%	41.7%	29.2%	19.5%	12.4%
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%	61.7%	72.1%	80.1%
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%	70.8%	80.5%	87.6%
资产总计	**23,015**	**25,639**	**26,944**	**29,689**	**32,731**	**36,115**
短期借款	0	0	2,498	2,500	2,500	2,500
应付款项	797	1,337	823	943	1,020	1,106
其他流动负债	895	1,102	997	1,052	1,154	1,265
流动负债	1,691	2,439	4,317	4,495	4,674	4,872
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,498	2,503	2	0	0	0
负债	**4,190**	**4,942**	**4,319**	**4,495**	**4,674**	**4,872**
普通股股东权益	18,463	20,320	22,297	24,687	27,360	30,346
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**	**29,689**	**32,731**	**36,115**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.087	1.314	1.456	1.690	1.887	2.100
每股净资产	9.581	10.545	11.571	12.811	14.198	15.748
每股经营现金净流	1.546	1.663	1.334	1.741	1.998	2.223
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%	13.19%	13.29%	13.33%
总资产收益率	9.11%	9.87%	10.41%	10.97%	11.11%	11.20%
投入资本收益率	7.99%	8.66%	9.02%	9.52%	10.06%	10.48%
增长率						
主营业务收入增长率	10.27%	9.29%	10.60%	12.75%	11.78%	11.38%
EBIT 增长率	7.94%	19.09%	12.23%	15.95%	16.60%	15.08%
净利润增长率	11.89%	20.80%	10.83%	16.10%	11.62%	11.28%
总资产增长率	10.02%	11.40%	5.09%	10.19%	10.25%	10.34%
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	422.9	349.4	287.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.35%	-38.25%	-33.01%	-18.37%	-7.86%	-0.38%
EBIT 利息保障倍数	-24.1	-13.7	-19.4	-16.1	-27.0	-50.3
资产负债率	18.20%	19.27%	16.03%	15.14%	14.28%	13.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	5
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.38**

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。

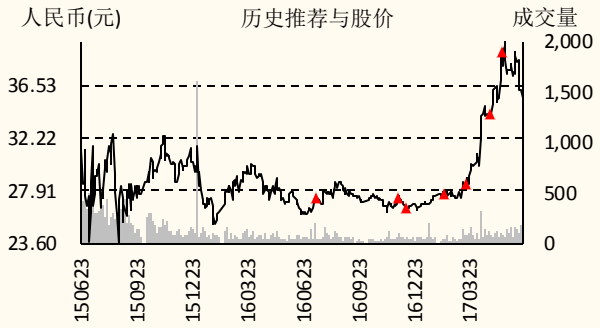
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-07-18	买入	27.25	N/A
2	2016-08-28	买入	28.46	N/A
3	2016-11-30	买入	27.39	N/A
4	2016-12-12	买入	26.58	34.00～35.00
5	2017-02-14	买入	27.57	34.00～35.00
6	2017-03-20	买入	28.46	34.00～35.00
7	2017-04-28	买入	33.84	N/A
8	2017-05-19	买入	38.16	48.00～48.00

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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