

公司研究/公告点评

2019年02月21日

交通运输/机场 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 56.31
合理价格区间(元): 61.90~68.00

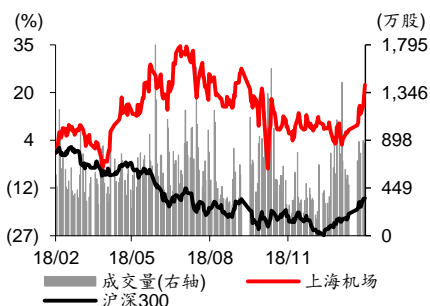
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《上海机场(600009,增持): 产量增速放缓但长期看好逻辑不变》2018.12
- 2《上海机场(600009,增持): 10月产量增速环比改善》2018.11
- 3《上海机场(600009,买入): 业绩符合预期, 择时逢低再买入》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 长期看好逻辑不变

上海机场(600009)

2018年业绩同比增长15%, 符合预期; 看好其长期业绩增长空间, “增持”
上海机场公布2018年业绩快报: 营业收入和主营业务成本同比各增15.3%/11.5%, 毛利率提升1.7个百分点, 归母净利润增长14.9%至人民币42.33亿元, 较我们此前预测值—42.43亿元仅低0.2%, 业绩符合预期。2018年, 公司投资收益减少8.0%但其他收益增加202万元; 公司效率提升, 销售费用同比下降85%。我们根据全年经营情况小幅调整其2018E/19E/20E EPS至2.20/2.69/2.82元, 看好其地理位置得天独厚, 外线占比持续提升, 未来非航业绩表现值得期待, 维持“增持”评级。

起降增速略放缓, 但内线提价利好且结构改善, 预计航空性收入稳健增长
我们分析公司全年航空性收入增长稳健, 主要受益于单机收入改善, 基于: a) 2017年1季度内航内线尚未提价; b) 航线结构持续改善, 外线占比提升(外线起降架次和旅客吞吐量占比同比各提升1.0/1.2个百分点); c) 宽体机占比提升。民航局严格把控时刻总量, 且上海机场准点率表现不佳, 时刻放量更加艰难, 全年起降架次同比仅增1.6%, 增速较2017年缩窄1.9个百分点, 但旅客吞吐量增速仅较2017年小幅下降0.3个百分点至5.7%, 领先起降架次增速4.1个百分点, 主要受益宽体机占比提升、客座率改善等。

非航收入高增长, 且未来有望提速

受益于: 1) 国际客占比提升推动免税收入增长, 2018年国际及地区旅客吞吐量占比达50.8%, 较2017年提升1.2个百分点; 2) 旅客消费能力持续升级; 3) 公司持续对商业零售品牌管理、场地优化和调整, 2018上半年公司总非航收入同比稳健增长21.3%, 我们分析全年同比增速有望提升至22%。上海机场的地理位置优势明显, 作为长三角区域唯一国际枢纽, 未来非航收入增长潜力大。2018年机场免税业务重签符合预期; 今年卫星厅的其他零售招商值得期待, 我们认为未来非航业绩有望提速, 预计2019-2020年平均增速达30%。

调整目标价区间至61.90-68.00元, 维持“增持”评级

尽管我们预计公司卫星厅将于2019年投产或拖累2019-2020年业绩增速; 但考虑公司地理位置得天独厚, 未来非航业绩值得期待, 我们看好其长期发展空间逻辑不变, 测算目标价区间61.90-68.00元, 基于23x 2019PE(历史10年均值为23.3x PE), 得出目标价61.90元; 基于自由现金流折现法, 得出目标价68.0元(Beta调整为0.81); 给予“增持”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、高峰时刻增长不达预期。

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)	43.74-62.76
总市值(百万元)	108,507
总资产(百万元)	29,871
每股净资产(元)	14.09

资料来源: 公司公告

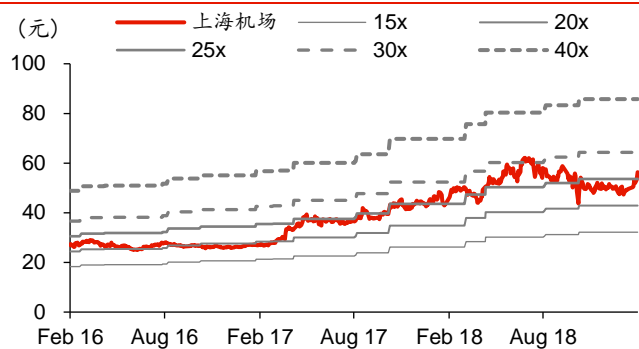
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,951	8,062	9,300	11,618	13,764
+/-%	10.60	15.98	15.35	24.93	18.47
归属母公司净利润(百万元)	2,806	3,683	4,233	5,188	5,434
+/-%	10.83	31.29	14.91	22.58	4.74
EPS(元, 最新摊薄)	1.46	1.91	2.20	2.69	2.82
PE(倍)	38.67	29.46	25.64	20.91	19.97

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

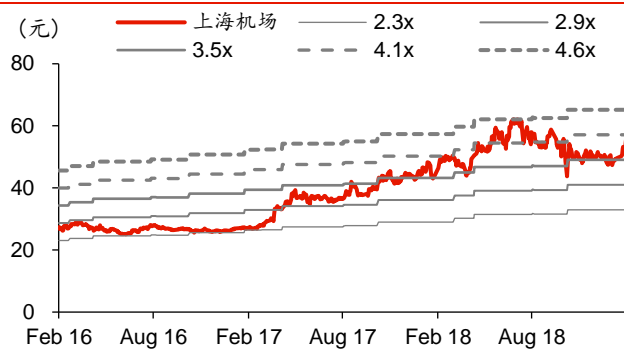
PE/PB - Bands

图表1: 上海机场历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 上海机场历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,224	10,080	10,637	7,376	7,845
现金	9,966	8,764	8,766	5,435	5,546
应收账款	1,029	1,189	1,314	1,778	2,106
其他应收账款	9.99	11.42	54.46	0.00	0.00
预付账款	5.13	33.53	18.95	0.00	0.00
存货	20.48	18.70	19.96	71.83	85.10
其他流动资产	193.13	63.19	463.49	90.88	107.58
非流动资产	15,719	17,468	20,292	28,499	32,687
长期投资	2,362	2,737	3,248	4,548	5,692
固定投资	9,766	9,059	8,508	9,349	25,994
无形资产	342.67	347.36	347.92	361.37	361.37
其他非流动资产	3,248	5,324	8,187	14,240	640.38
资产总计	26,944	27,547	30,928	35,875	40,533
流动负债	4,317	2,058	2,285	2,928	3,469
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	149.18	286.67	491.00	413.10	489.40
其他流动负债	4,168	1,771	1,794	2,515	2,979
非流动负债	2.16	8.58	7.50	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	2.16	8.58	7.50	0.00	0.00
负债合计	4,319	2,067	2,293	2,928	3,469
少数股东权益	327.49	348.56	389.00	795.93	1,053
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	17,794	20,630	23,745	27,649	31,509
归属母公司股东权益	22,297	25,132	28,247	32,151	36,012
负债和股东权益	26,944	27,547	30,928	35,875	40,533

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,575	4,114	4,258	5,696	6,229
净利润	2,966	3,857	4,433	5,436	5,691
折旧摊销	831.49	836.75	831.71	1,104	1,605
财务费用	(146.64)	(121.15)	(193.99)	(144.87)	(123.21)
投资损失	(729.68)	(974.80)	(896.46)	(914.49)	(1,143)
营运资金变动	(624.37)	303.81	83.68	215.16	199.13
其他经营现金	278.33	212.15	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(1,861)	(1,690)	(4,577)	(6,580)	(4,650)
资本支出	2,584	2,291	4,577	6,580	4,650
长期投资	(88.44)	110.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	634.50	711.43	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(1,162)	(3,626)	(968.12)	(1,158)	(1,468)
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	(1,162)	(3,626)	(968.12)	(1,158)	(1,468)
现金净增加额	(447.27)	(1,202)	(1,287)	(2,042)	111.01

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,951	8,062	9,300	11,618	13,764
营业成本	3,814	4,046	4,512	5,402	7,434
营业税金及附加	59.54	21.05	22.18	27.71	32.83
营业费用	13.18	7.17	1.07	1.34	1.59
管理费用	223.66	240.03	220.33	275.26	326.10
财务费用	(146.64)	(121.15)	(193.99)	(144.87)	(123.21)
资产减值损失	(0.19)	0.58	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	729.68	974.80	896.46	914.49	1,143
营业利润	3,716	4,842	5,635	6,972	7,236
营业外收入	1.89	0.28	(4.17)	(4.17)	(4.17)
营业外支出	0.44	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,718	4,842	5,631	6,968	7,232
所得税	752.01	984.35	1,198	1,532	1,541
净利润	2,966	3,857	4,433	5,436	5,691
少数股东损益	160.01	173.85	199.95	247.42	256.80
归属母公司净利润	2,806	3,683	4,233	5,188	5,434
EBITDA	4,375	5,543	6,268	7,927	8,714
EPS (元, 基本)	1.46	1.91	2.20	2.69	2.82

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	10.60	15.98	15.35	24.93	18.47
营业利润	11.77	30.28	16.38	23.73	3.79
归属母公司净利润	10.83	31.29	14.91	22.58	4.74
获利能力 (%)					
毛利率	45.13	49.82	51.48	53.51	45.99
净利率	40.36	45.69	45.51	44.66	39.48
ROE	12.58	14.66	14.98	16.14	15.09
ROIC	22.56	26.96	24.30	23.27	21.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.03	7.50	7.53	8.16	8.56
净负债比率 (%)	57.82	0	0	0	0
流动比率	2.60	4.90	3.85	2.52	2.26
速动比率	2.59	4.89	3.80	2.46	2.21
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.30	0.32	0.35	0.36
应收账款周转率	7.18	7.21	6.53	6.53	6.53
应付账款周转率	28.20	18.57	13.64	13.08	15.19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.91	2.20	2.69	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	2.14	2.21	2.96	3.23
每股净资产(最新摊薄)	11.57	13.04	14.66	16.69	18.69
估值比率					
PE (倍)	38.67	29.46	25.64	20.91	19.97
PB (倍)	4.87	4.32	3.84	3.37	3.01
EV_EBITDA (倍)	23.17	18.06	16.21	13.10	11.94

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、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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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