

公司研究/季报点评

2019年04月28日

交通运输/机场 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 66.08
合理价格区间(元): 70.60~74.10

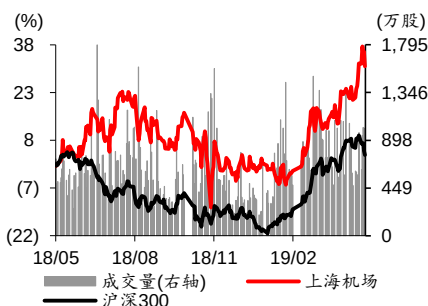
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《上海机场(600009,增持): 非航业绩亮眼, 长期看好逻辑不变》2019.03
- 2《上海机场(600009,增持): 业绩符合预期, 长期看好逻辑不变》2019.02
- 3《上海机场(600009,增持): 产量增速放缓但长期看好逻辑不变》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩超预期, 非航有望维持高增长 上海机场(600009)

业绩好于预期, 估计商业租赁业务亮眼, 上调业绩和目标价

上海机场发布 2019 年一季度报告: 营收和归母净利润各增 21.6%/36.7% 至人民币 27.74/13.91 亿元, 净利润较我们此前预测 (人民币 12.99 亿元) 高 7.1%, 好于预期。我们预计航空和非航收入同比增幅分别约 5%/30%, 公司成本管控得当, 叠加经营杠杆, 毛利率和净利率同比各改善 4.6/5.5 个百分点。1Q 当季, 受益子公司投资会计核算方法变化及相关投资企业效益改善, 投资收益同比增长 39.2%。考虑非航增速可观、资本开支有望继续下调, 我们上调 2019E/20E/21E 净利预测至人民币 56.7/62.2/73.4 亿, 上调目标价区间至 70.60-74.10 元, 维持“增持”。

1Q 产量增速略放缓, 外线占比稳中小降, 航空性收入增速稳定

受民航局时刻紧缩政策影响, 公司 1-3 月份累计产量增速放缓, 起降架次和旅客吞吐量同比各增 2.4%/4.9%, 增速较去年同期各缩窄 0.3/0.6 个百分点; 其中国际及地区起降架次和旅客吞吐量同比增速各为 1.2%/4.4%, 落后国内各 2.6/1.1 个百分点, 占比较去年同期稳中略下降 0.6/0.2 个百分点至 47.1%/51.0%, 但预计国际及地区线客座率同比改善。我们分析公司一季度单机收入相对稳定, 航空性收入增速稳健。考虑 2019 年三季度卫星厅投产将改善准点率, 时刻有望小幅放量, 叠加航班结构有望改善, 单机收入有望提升, 预计今明两年航空性收入增速稳定在 6.5% 左右。

一季度免税业绩表现或超预期, 未来有望维持高增长

因: 1) 旅客吞吐量自然增长且国际客占比稳定, 2018 年一季度, 国际及地区旅客吞吐量同比增速达 4.4%, 占比稳定在 51%, 进一步促进非航免税业务的增长; 2) 免税店品类增加和旅客消费能力升级, 预计商业租赁收入增速可观。考虑: 1) 公司国际航线质量高、国际客消费能力强叠加日上免税促销活动较多, 未来两年免税收入表现或有望超预期; 2) 预计短期市内免税店分流有限, 因为目前仅对外国人开放, 未来合作模式暂未确定; 3) 卫星厅的普通零售招商值得期待, 4) T2 扣点率提高, 我们预计 2019-2020 年商业租赁收入平均增速有望达 45%。

上调目标价区间至 70.60-74.10 元, 维持“增持”评级

2019 年, 我们预计公司商业租赁业务收入增速有望达 60%, 足以覆盖因卫星厅投产、集团收取的租赁费增加等新增成本开支, 我们上调非航业绩预测, 下调资本开支, 最终上调 2019E/20E/21E 净利预测各 8.7%/14.5%/20.6% 至 56.7/62.2/73.4 亿。考虑公司地理位置得天独厚, 未来免税零售等非航业绩值得期待, 我们看好其长期发展空间逻辑不变, 测算新目标价区间 70.60-74.10 元, 基于 24x 2019PE (公司历史 12 年均值为 23.5x PE), 得出目标价 70.60 元; 基于自由现金流折现法, 得出目标价 74.1 元 (Beta 调整为 0.88, 无风险利率调整至 3.4%), 维持“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)	43.74-69.23
总市值 (百万元)	127,333
总资产 (百万元)	32,211
每股净资产 (元)	15.38

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,062	9,313	12,451	14,943	16,616
+/-%	15.98	15.51	33.70	20.01	11.20
归属母公司净利润 (百万元)	3,683	4,231	5,672	6,221	7,343
+/-%	31.29	14.88	34.03	9.69	18.04
EPS (元, 最新摊薄)	1.91	2.20	2.94	3.23	3.81
PE (倍)	34.57	30.09	22.45	20.47	17.34

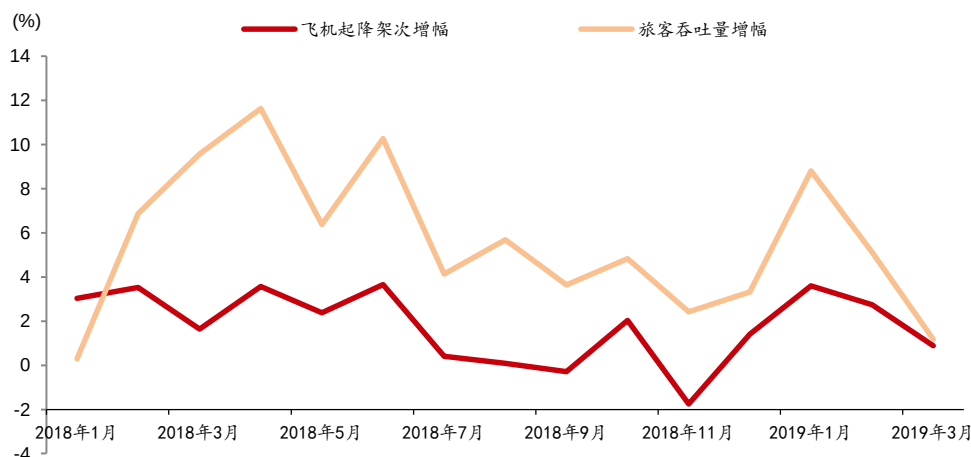
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 机场上市公司 2019 年 1-3 月生产数据对比

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.1-3	同比增速	增幅变化	2019.1-3	同比增速	增幅变化	2019.1-3	同比增速	增幅变化
上海机场	18,826	4.9%	-0.6pp	127	2.4%	-0.3pp	805	-9.1%	-12.2pp
白云机场	18,148	4.8%	-1.7pp	121	2.8%	-0.4pp	430	1.8%	-7.7pp
深圳机场	13,197	7.9%	-2.6pp	92	4.7%	-1.2pp	271	-0.6%	-6.4pp
北京首都	24,918	1.6%	-0.8pp	149	-1.1%	-1.1pp	-	-	-
厦门空港	6,817	6%	1.4pp	48	0.9%	-2.4pp	75	-7.9%	-8.1pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2： 上海机场月起降架次和旅客吞吐量增幅变化 (2018 年 1 月-2019 年 3 月)



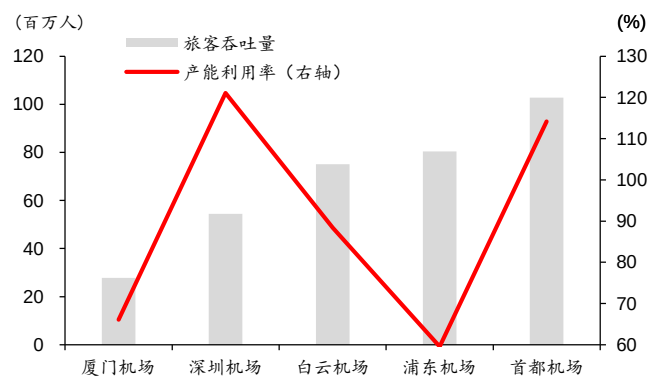
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3： 上海机场 2019 年一季度经营情况变化分析

(人民币 百万元)	2018 年一季度	2019 年一季度	同比变化
一、营业总收入	2,280.75	2,774.40	21.6%
营业收入	2,280.75	2,774.40	21.6%
二、营业总成本	1,157.21	1,254.94	8.4%
营业成本	1,124.77	1,241.84	10.4%
营业税金及附加	7.67	1.48	-80.7%
销售费用	0.18	0.06	-65.7%
管理费用	69.90	50.55	-27.7%
财务费用	-45.31	-38.99	-13.9%
资产减值损失	-	-	
三、其他经营收益			
其他收益	-	-	
投资净收益	216.45	301.25	39.2%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	216.45	301.25	39.2%
资产处置收益	-	-0.11	
四、营业利润	1,339.98	1,820.60	35.9%
加：营业外收入	0.03	0.03	0.6%
减：营业外支出	0.05	0.02	-63.3%
五、利润总额	1,339.97	1,820.62	35.9%
减：所得税	281.26	380.36	35.2%
六、净利润	1,058.71	1,440.25	36.0%
减：少数股东损益	40.79	49.06	20.3%
归属于母公司所有者的净利润	1,017.91	1,391.20	36.7%

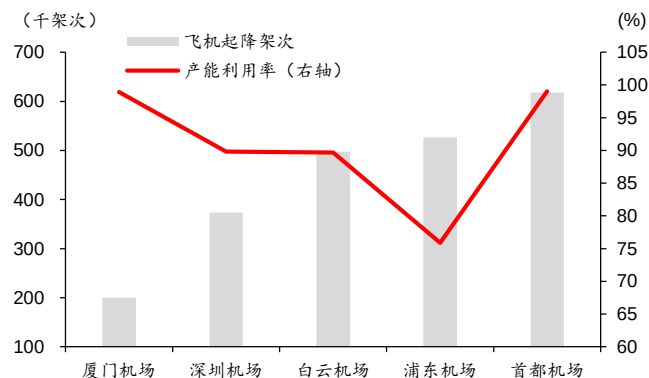
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4: 机场航站楼产能利用率 (2019E)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

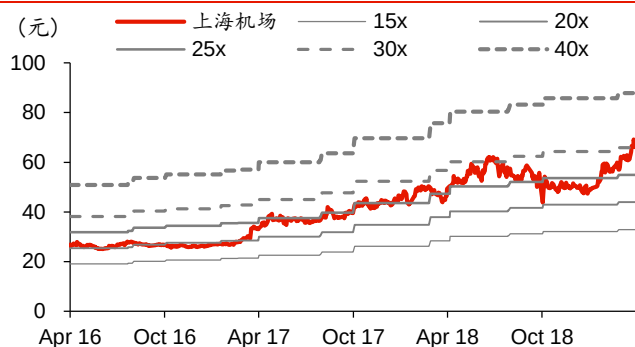
图表5: 机场跑道产能利用率 (2019E)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

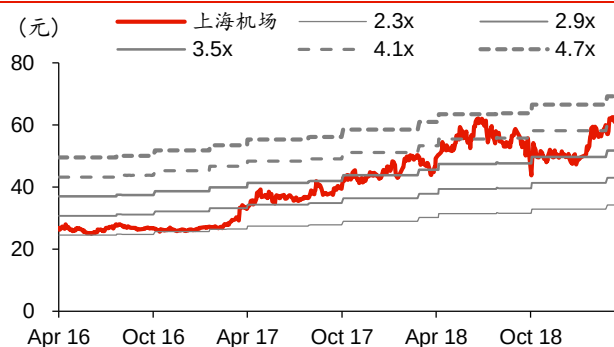
PE/PB - Bands

图表6: 上海机场历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,080	10,637	8,509	14,011	20,284
现金	8,764	8,766	6,113	11,229	17,242
应收账款	1,189	1,314	1,791	2,150	2,390
其他应收账款	74.20	54.46	0.00	0.00	0.00
预付账款	33.53	18.95	0.00	0.00	0.00
存货	18.70	19.96	76.99	92.39	102.74
其他流动资产	0.42	463.49	527.55	540.37	548.98
非流动资产	17,468	20,292	27,751	27,701	27,657
长期投资	2,737	3,245	4,250	5,529	6,868
固定投资	9,059	8,512	22,916	21,581	20,193
无形资产	347.36	347.92	379.74	379.74	379.74
其他非流动资产	5,324	8,188	205.81	210.81	215.81
资产总计	27,547	30,929	36,260	41,712	47,941
流动负债	2,058	2,287	3,003	3,604	4,008
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	286.67	454.05	607.05	728.52	810.09
其他流动负债	1,771	1,833	2,396	2,876	3,198
非流动负债	8.58	7.50	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	8.58	7.50	0.00	0.00	0.00
负债合计	2,067	2,294	3,003	3,604	4,008
少数股东权益	348.56	388.50	611.49	945.98	1,297
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	20,630	23,744	28,143	32,660	38,133
归属母公司股东权益	25,132	28,246	32,646	37,162	42,636
负债和股东权益	27,547	30,929	36,260	41,712	47,941

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	4,114	4,468	5,969	6,801	7,691
净利润	3,857	4,431	5,895	6,555	7,695
折旧摊销	836.75	787.36	995.22	1,490	1,498
财务费用	(121.15)	(193.99)	(164.66)	(191.91)	(315.07)
投资损失	(974.80)	(893.25)	(1,005)	(1,280)	(1,339)
营运资金变动	303.81	139.71	248.43	227.11	152.51
其他经营现金	212.15	196.31	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(1,690)	(3,203)	(7,450)	(160.00)	(115.00)
资本支出	2,291	3,570	7,450	160.00	115.00
长期投资	110.01	538.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	711.43	904.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(3,626)	(1,263)	(1,171)	(1,526)	(1,563)
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	(3,626)	(1,263)	(1,171)	(1,526)	(1,563)
现金净增加额	(1,202)	1.55	(2,652)	5,116	6,013

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062	9,313	12,451	14,943	16,616
营业成本	4,046	4,499	5,713	7,644	7,946
营业税金及附加	21.05	22.18	29.65	35.59	39.57
营业费用	7.17	1.07	1.44	1.72	1.92
管理费用	240.03	243.30	325.77	390.96	434.74
财务费用	(121.15)	(193.99)	(164.66)	(191.91)	(315.07)
资产减值损失	0.58	0.36	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	974.80	893.25	1,005	1,280	1,339
营业利润	4,842	5,634	7,551	8,343	9,848
营业外收入	0.28	0.77	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.28	5.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	4,842	5,630	7,551	8,343	9,848
所得税	984.35	1,199	1,656	1,787	2,153
净利润	3,857	4,431	5,895	6,555	7,695
少数股东损益	173.85	199.95	222.99	334.49	351.21
归属母公司净利润	3,683	4,231	5,672	6,221	7,343
EBITDA	5,543	6,174	8,382	9,641	11,031
EPS (元, 基本)	1.91	2.20	2.94	3.23	3.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.98	15.51	33.70	20.01	11.20
营业利润	30.28	16.38	34.02	10.48	18.04
归属母公司净利润	31.29	14.88	34.03	9.69	18.04
获利能力 (%)					
毛利率	49.82	51.69	54.12	48.85	52.18
净利率	45.69	45.44	45.55	41.63	44.19
ROE	14.66	14.98	17.37	16.74	17.22
ROIC	26.96	25.74	25.26	30.11	37.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.50	7.42	8.28	8.64	8.36
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	4.90	4.65	2.83	3.89	5.06
速动比率	4.86	4.42	2.63	3.71	4.90
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.32	0.37	0.38	0.37
应收账款周转率	6.53	6.95	6.95	6.95	6.95
应付账款周转率	14.11	9.91	9.41	10.49	9.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.91	2.20	2.94	3.23	3.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	2.32	3.10	3.53	3.99
每股净资产(最新摊薄)	13.04	14.66	16.94	19.29	22.13
估值比率					
PE (倍)	34.57	30.09	22.45	20.47	17.34
PB (倍)	5.07	4.51	3.90	3.43	2.99
EV_EBITDA (倍)	21.45	19.27	14.54	12.14	10.10

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：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