

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 74.84  
合理价格区间(元): 77.20~81.60

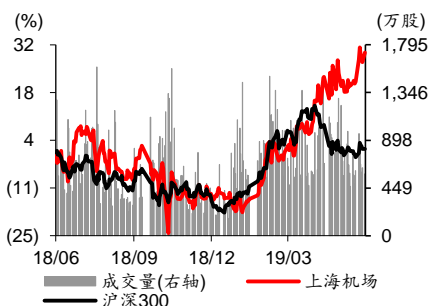
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**陈宇** 021-28972065  
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《上海机场(600009,增持): 业绩超预期, 非航有望维持高增长》2019.04
- 2《上海机场(600009,增持): 非航业绩亮眼, 长期看好逻辑不变》2019.03
- 3《上海机场(600009,增持): 业绩符合预期, 长期看好逻辑不变》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 5月增速回暖, 免税值得期待

### 上海机场(600009)

#### 5月产量增速回暖, 看好免税业绩潜力, 维持“增持”评级

上海机场5月产量增速回暖, 起降架次、旅客吞吐量同比各增2.7%/6.7%, 同比增速较去年同期各扩大0.3个百分点, 较4月各扩大3.1%/6.9个百分点。我们认为: 1) 换季后航班量增长, 日均稳定在1400班以上; 2) “五一”假期变长, 刺激部分旅游需求。考虑公司于4月3日新投入运营500平米T1入境免税面积增厚免税业绩, 我们小幅上调公司2019E/20E/21E EPS至2.97/3.27/3.86元; 我们认为公司免税业绩有望超预期, 未来非航业绩表现值得期待, 维持“增持”评级。

#### 累计增速略放缓但优于行业, 外线占比稳定

公司起降架次和旅客吞吐量1-5月累计同比各增1.9%/4.2%, 增速较去年同期各缩窄0.9/2.7个百分点; 但好于行业, 起降架次放缓幅度仅弱于白云的0.3个百分点, 好于厦门/深圳/首都的1.9/2.6/7.9个百分点, 旅客吞吐量放缓幅度仅弱于厦门的0.4个百分点, 好于白云/深圳/首都的3.0/3.9/6.7个百分点。公司国际及地区起降架次和旅客吞吐量同比增速各为0.5%/4.1%, 落后国内各2.7/0.3个百分点, 占比较去年同期稳中略下降0.2/0.1个百分点至47.3%/50.7%。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, 预计产量增速有望继续回升。

#### 免税有望超预期, 非航业绩未来有望维持高增长

2019年4月3日, 公司新开T1入境免税新店500平米, 有望额外增厚免税收入。综合考虑: 1) 旅客吞吐量自然增长且国际客占比稳定(2019年1-5月, 国际及地区累计旅客吞吐量同比增速达4.1%, 占比稳定在50.7%), 进一步促进非航免税业务的增长; 2) 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, 未来两年免税业绩有望超预期; 3) 市内免税店即将开业, 但暂且仅对外籍人士开放, 预计短期分流有限; 此外, 卫星厅投产后其普通零售招商值得期待, 我们预计2019-2020年商业租赁收入平均增速有望达47%。

#### 上调目标价区间至77.20-81.60元, 维持“增持”评级

考虑公司新增T1入境免税面积, 我们上调2019E/20E/21E净利预测各1.1%/1.3%/1.3%至57.3/63.0/74.4亿。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77.20-81.60元, 基于可比公司26x 2019PE, 得出目标价77.20元; 基于自由现金流折现法, 得出目标价81.60元(维持WACC9.2%不变), 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)	43.74-75.72
总市值(百万元)	144,214
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	12,533	15,049	16,739
+/-%	15.98	15.51	34.57	20.08	11.23
归属母公司净利润(百万元)	3,683	4,231	5,731	6,299	7,435
+/-%	31.29	14.88	35.44	9.91	18.03
EPS(元, 最新摊薄)	1.91	2.20	2.97	3.27	3.86
PE(倍)	39.15	34.08	25.16	22.89	19.40

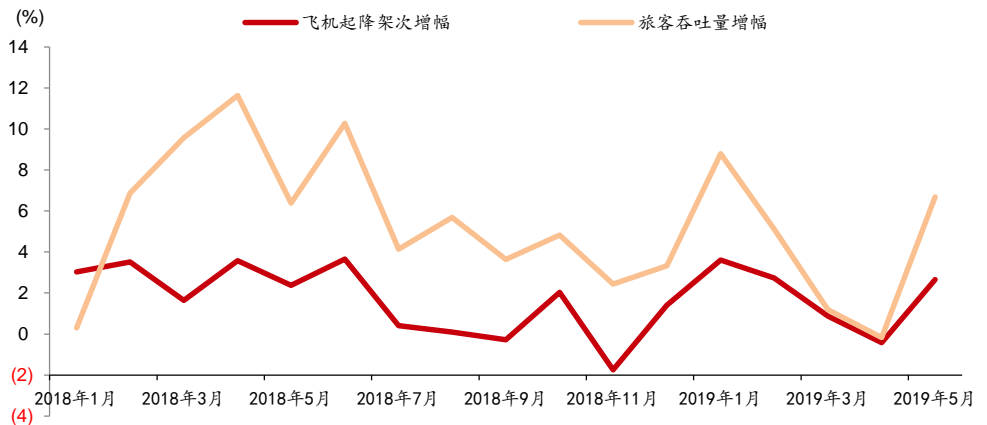
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 机场上市公司2019年1-5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)		
	2019.1-5	同比增速	增幅变化	2019.1-5	同比增速	增幅变化	2019.1-5	同比增速	增幅变化
上海机场	31,738	4.2%	-2.7pp	213	1.9%	-0.9pp	1,404	-8.7%	-11.4pp
白云机场	29,900	4.0%	-3.0pp	201	2.7%	-0.3pp	754	2.2%	-5.4pp
深圳机场	21,702	6.3%	-3.9pp	152	3.2%	-2.6pp	481	0.8%	-5.3pp
北京首都	41,143	-0.6%	-6.7pp	244	-3.6%	-7.9pp	-	-	-
厦门空港	11,363	5.2%	-0.4pp	81	0.9%	-1.9pp	131	-7.6%	-8.7pp

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5月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 机场可比公司估值表 (2019年6月17日的收盘价)

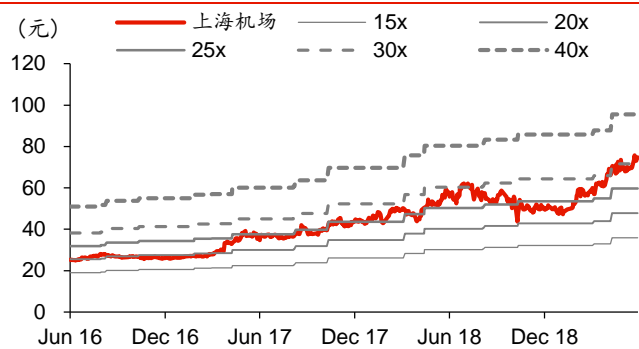
股票名称	代码	评级	市值 (USDmn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)			EV/EBITDA (x)			年均复合增长率 (%)	PEG (x)
				18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E	18	19E	20E		
<b>A股</b>																				
上海机场	600009 CH	增持	20,704	34.1	25.2	22.9	5.1	4.4	3.9	15.0	17.5	16.9	0.9	1.2	1.3	21.9	16.0	13.9	20.7	1.2
白云机场	600004 CH	中性	4,691	28.7	33.6	25.4	2.1	2.0	1.9	7.2	6.0	7.4	1.1	0.9	1.2	11.3	13.5	11.3	16.1	2.1
深圳机场	000089 CH	增持	2,479	25.7	19.1	14.9	1.5	1.4	1.3	5.7	7.2	8.6	1.0	0.5	0.7	8.9	9.1	7.5	22.7	0.8
厦门空港	600897 CH	未覆盖	1,070	16.1	14.4	14.0	2.1	2.0	1.9	12.9	13.9	13.4	4.7	3.5	3.6	7.9	7.2	7.1	na	na
<b>加权平均</b>				31.8	25.6	22.3	4.2	3.7	3.3	12.9	14.6	14.5	1.1	1.2	1.3	18.6	14.7	12.7	19.3	1.3
<b>H股</b>																				
北京机场	694 HK	中性	3,704	8.8	12.3	15.0	1.1	1.0	1.0	12.8	8.6	6.8	4.4	3.2	2.7	5.3	6.9	7.9	5.8	(0.4)
美兰机场	357 HK	未覆盖	327	3.4	5.5	4.4	0.5	0.6	0.6	na	11.4	13.0	6.5	5.7	7.8	na	na	na	5.3	(0.2)
<b>加权平均</b>				8.3	11.8	14.2	1.0	1.0	1.0	11.8	8.8	7.3	4.6	3.4	3.1	4.8	6.3	7.2	5.8	(0.4)
<b>国际</b>																				
巴黎机场	ADP FP	未覆盖	16,903	26.3	25.2	23.1	3.0	2.8	2.7	11.4	11.3	12.5	2.3	2.4	2.6	11.2	11.2	10.6	14.7	3.3
泰国机场	AOT Tb	未覆盖	30,329	37.7	34.9	32.1	6.5	6.1	5.6	17.3	17.3	17.8	1.4	1.6	1.7	24.1	22.7	20.7	28.9	2.9
悉尼机场	SYD AU	未覆盖	11,978	45.7	43.9	40.9	79.7	(66.6)	(22.1)	174.2	(151.7)	(28.8)	4.9	5.0	5.2	21.1	20.3	19.2	22.7	8.1
法兰克福机场	FRA Gr	未覆盖	7,794	16.0	16.4	15.2	1.6	1.5	1.5	10.1	9.4	10.2	2.4	2.7	2.9	10.1	9.6	9.1	11.3	5.1
奥克兰机场	AIA NZ	未覆盖	6,936	38.7	38.6	37.7	2.4	1.9	1.9	6.3	4.9	4.9	2.5	2.6	2.6	25.2	23.0	22.0	22.6	12.9
苏黎世机场	FHZN SW	未覆盖	5,655	20.7	18.8	19.0	2.3	2.5	2.5	11.2	13.4	11.8	3.7	3.9	3.0	10.3	9.6	9.5	10.6	(5.4)
马来西亚机场	MAHB MK	未覆盖	3,156	29.4	24.8	21.6	1.5	1.5	1.5	5.1	6.1	7.5	2.6	2.4	2.8	9.0	8.5	8.1	10.1	1.8
维也纳机场	FLU AV	未覆盖	3,566	21.9	20.6	19.7	2.5	2.4	2.3	11.3	11.6	12.3	2.3	2.8	2.9	10.2	9.7	9.4	11.2	3.5
威尼斯机场	SAVE IM	未覆盖	na	na	na	na	na	na	na	19.6	20.1	na	na	na	na	na	na	na	na	na
<b>加权平均</b>				32.7	30.9	28.7	14.6	(6.0)	0.0	35.3	(9.9)	7.6	2.5	2.6	2.7	18.0	17.0	15.9	20.5	4.1

注: 未覆盖可比公司盈利预测来自彭博一致预期。

资料来源: 彭博、华泰证券研究所

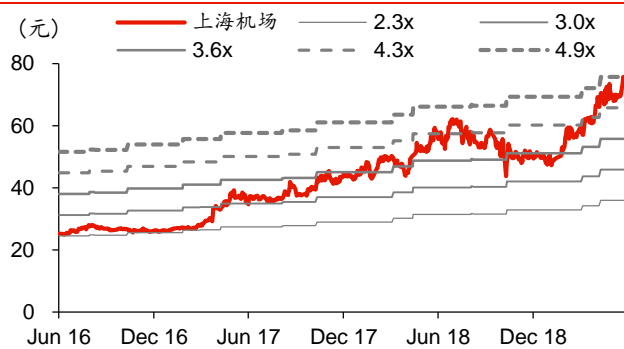
**PE/PB - Bands**

图表4: 上海机场历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 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	8,588	14,157	20,502
现金	8,764	8,766	6,180	11,358	17,441
应收账款	1,189	1,314	1,803	2,165	2,408
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	77.49	93.05	103.50
其他流动资产	0.42	463.49	527.97	540.91	549.61
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	36,340	41,858	48,159
流动负债	2,058	2,287	3,023	3,630	4,037
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	286.67	454.05	611.02	733.69	816.08
其他流动负债	1,771	1,833	2,412	2,896	3,221
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	3,023	3,630	4,037
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	28,203	32,780	38,322
归属母公司股东权益	25,132	28,246	32,705	37,282	42,824
负债和股东权益	27,547	30,929	36,340	41,858	48,159

### 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	6,035	6,880	7,781
净利润	3,857	4,431	5,954	6,634	7,787
折旧摊销	836.75	787.36	995.22	1,490	1,498
财务费用	(121.15)	(193.99)	(165.39)	(194.08)	(318.70)
投资损失	(974.80)	(893.25)	(1,005)	(1,280)	(1,339)
营运资金变动	303.81	139.71	255.86	229.34	154.06
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)	(1,541)	(1,583)
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)	(1,541)	(1,583)
现金净增加额	(1,202)	1.55	(2,586)	5,178	6,083

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062	9,313	12,533	15,049	16,739
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	29.85	35.84	39.87
营业费用	7.17	1.07	1.45	1.74	1.93
管理费用	240.03	243.30	327.90	393.73	437.95
财务费用	(121.15)	(193.99)	(165.39)	(194.08)	(318.70)
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	7,631	8,448	9,971
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	7,631	8,448	9,971
所得税	984.35	1,199	1,677	1,814	2,184
净利润	3,857	4,431	5,954	6,634	7,787
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	5,731	6,299	7,435
EBITDA	5,543	6,174	8,461	9,744	11,150
EPS (元, 基本)	1.91	2.20	2.97	3.27	3.86

### 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	34.57	20.08	11.23
营业利润	30.28	16.38	35.43	10.70	18.03
归属母公司净利润	31.29	14.88	35.44	9.91	18.03
获利能力 (%)					
毛利率	49.82	51.69	54.42	49.21	52.53
净利率	45.69	45.44	45.73	41.86	44.42
ROE	14.66	14.98	17.52	16.90	17.36
ROIC	26.96	25.74	25.52	30.48	38.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.50	7.42	8.32	8.67	8.38
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	4.90	4.65	2.84	3.90	5.08
速动比率	4.86	4.42	2.64	3.73	4.92
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	9.35	10.42	9.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.91	2.20	2.97	3.27	3.86
每股经营现金流(最新摊薄)	2.14	2.32	3.13	3.57	4.04
每股净资产(最新摊薄)	13.04	14.66	16.97	19.35	22.22
估值比率					
PE (倍)	39.15	34.08	25.16	22.89	19.40
PB (倍)	5.74	5.11	4.41	3.87	3.37
EV_EBITDA (倍)	24.50	22.00	16.39	13.73	11.49

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