

2019年10月31日

张楠

fiona.zhang@capital.com.tw

目標價(元)

85

上海机场(600009.SH)

BUY 买入

3Q 利润增速放缓，看好卫星厅投产带来免税业务的进一步提升

公司基本資訊

產業別	交通运输		
A 股价(2019/10/30)	77.68		
上证指数(2019/10/30)	2939.32		
股價 12 個月高/低	88.9/43.46		
總發行股數(百萬)	1926.96		
A 股數(百萬)	1093.48		
A 市值(億元)	849.41		
主要股東	上海机场(集团)有限公司 (53.25%)		
每股淨值(元)	16.07		
股價/賬面淨值	4.83		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-2.8	-4.5	79.0

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-8-29	85.61	买入

產品組合

航空及相关服务	37.10%
非航空性收入	62.90%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	9.6%
一般法人	54.4%

股價相對大盤走勢



結論與建議：

- 事件：**公司发布2019年三季报，1-3Q实现营收82.08亿元，同比增18.95%，归母净利润39.95亿元，同比增27.19%，扣非后净利润39.49亿元，同比增25.74%，综合毛利率54.80%，同比上升3.1pct，净利率48.67%，同比上升3.16pct。分季度看，3Q实现营收27.53亿元，同比增14.88%，归母净利润12.95亿元，同比增15.73%，扣非后净利12.99亿元，同比增16.07%，毛利率下滑0.69pct至51.68%，业绩略低于预期。
- 3Q 业务增速放缓，地区旅客同比下滑较大：**公司前三季度业务量实现飞机起降38.52万次，同比增2%，旅客运输量5791万人次，同比增3.63%，货邮吞吐量263万吨，同比降6.26%。其中，国内、国际、地区旅客吞吐量同比+4.09%、+4.36%、-2.28%，航空业务维持低速增长。分季度看，3Q旅客吞吐量1968万人次，同比增2.63%。其中，国内、国际、地区旅客吞吐量同比+3.74%、+4.59%、-12.98%。
- 3Q 毛利率微降，费用控制良好：**公司1-3Q营业成本增速11.32%，低于营收增速，提升毛利率3.1pct至54.80%；费用率0.64%，同比上升0.12pct。分季度看，3Q毛利下滑0.69pct至51.68%，主要是由于三期扩建主体工程（卫星厅）、飞行区下穿通道及5号机坪改造等9月中旬投产转固影响，3Q固定资产增加118亿元，折旧成本同比增加。费用率同比上升0.12pct至0.64%，整体费用管控良好。
- 卫星厅投产打开业务增长空间：**9月中旬卫星厅正式投产，浦东机场旅客吞吐量将达到8000万人次，卫星厅投产将使靠桥率从50%提升至90%，有效改善机场运力效能。同时，免税经营面积新增9062平方米，达到16915平方米，免税香化商品在卫星厅免税店将实现品类全覆盖，有望增加出入境旅客的进店率，随着旅客消费能力的不断提升，免税收入有望持续发力。
- 盈利预测：**卫星厅投产或将面临成本上行压力，但我们依然看好公司作为国际枢纽机场的商业价值，随着旅客结构持续优化，购买力增强为机场免税业务提供发展前景，卫星厅投产将打开业务增长空间。预计2019-2021年实现净利润54.36亿元、58.70亿元、67.12亿元，yoy分别增长28.46%、8.00%、14.34%，EPS为2.82元、3.05元、3.48元，当前A股价对应PE分别为26倍、24倍、21倍，对此给予买入的投资建议。
- 風險提示：**经济增速放缓、航空需求不及预期、免税收入不及预期。

..... 接續下頁.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019F	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	3,683.41	4,231.43	5,435.69	5,870.47	6,712.26
同比增減	%	31.29%	14.88%	28.46%	8.00%	14.34%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.91	2.20	2.82	3.05	3.48
同比增減	%	31.29%	14.88%	28.46%	8.00%	14.34%
A 股市盈率(P/E)	倍	23.24	23.12	26.03	24.10	21.08
股利 (DPS)	RMB 元	0.58	0.66	0.73	0.80	0.88
股息率 (Yield)	%	1.31%	1.30%	0.99%	1.09%	1.20%

預期報酬(Expected Return；ER)為準，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
營業額	8,062.38	9,313.11	11,867.39	13,446.16	15,135.31
經營成本	4,045.92	4,499.35	5,688.38	6,558.90	7,186.08
毛利	4,016.46	4,813.76	6,179.01	6,887.26	7,949.23
營業稅金及附加	21.05	22.18	26.11	29.58	33.30
銷售費用	7.17	1.07	1.78	2.02	2.27
管理費用	240.03	243.30	356.02	470.62	484.33
財務費用	(121.15)	(193.99)	(178.01)	(161.35)	(227.03)
資產減值損失	0.58	0.36	0.00	0.00	0.00
投資收益	974.80	893.25	1,200.00	1,200.00	1,200.00
營業利潤	4,841.61	5,634.44	7,173.11	7,746.40	8,856.36
稅前利潤	4,841.61	5,629.91	7,167.31	7,740.60	8,850.56
所得稅	984.35	1,198.53	1,505.14	1,625.53	1,858.62
少數股東權益	173.85	199.95	226.49	244.60	279.68
淨利潤	3,683.41	4,231.43	5,435.69	5,870.47	6,712.26

附二：合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
貨幣資金	8,763.97	8,765.51	10,084.80	12,509.96	16,264.38
存貨	18.70	19.96	20.96	22.01	23.11
應收帳款	1,188.79	1,314.33	1,380.05	1,449.05	1,521.50
流動資產合計	10,079.61	10,636.69	12,185.80	14,681.01	18,508.99
長期投資淨額	2,737.27	3,244.92	3,407.17	3,577.52	3,756.40
固定資產合計	9,058.77	8,511.57	8,937.15	9,384.01	9,853.21
在建工程	5,310.38	8,155.81	8,563.60	8,991.78	9,441.37
無形資產及其他資產合計	347.36	347.92	365.32	383.58	402.76
資產總計	27,547.40	30,928.73	33,993.72	37,534.32	42,459.97
流動負債合計	2,058.05	2,286.72	1,314.62	523.23	428.95
長期負債合計	8.58	7.50	7.88	8.27	8.68
負債合計	2,066.63	2,294.22	1,322.49	531.49	437.63
少數股東權益	348.56	388.50	407.93	428.32	449.74
股東權益合計	25,480.77	28,634.51	32,671.23	37,002.83	42,022.34
負債和股東權益總計	27,547.40	30,928.73	33,993.72	37,534.32	42,459.97

附三：合并現金流量表

百萬元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
經營活動產生的現金流量淨額	4,114.02	4,467.52	4,892.12	5,283.42	6,041.04
投資活動產生的現金流量淨額	-1,689.97	-3,202.55	-2,562.04	-2,049.63	-1,639.71
籌資活動產生的現金流量淨額	-3,626.30	-1,263.49	-1,010.79	-808.63	-646.91
現金及現金等價物淨增加額	-1,202.32	1.55	1,319.29	2,425.16	3,754.42

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。