

地区航线旅客吞吐量下降，拖累公司营收增速

——上海机场 (600009.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件：公司发布 2019 年第三季度报告。公司 19 年前三季度收入达到 82.07 亿，同比增加 18.95%；归母净利润为 39.94 亿，同比增加 27.19%，扣非归母净利润为 39.49 亿，同比增加 25.74%。第三季度单季度实现收入 27.52 亿，同比增加 14.88%，归母净利润为 12.95 亿，同比增加 15.73%，扣非归母净利润为 12.98 亿，同比增加 16.06%

◆地区航线旅客吞吐量下降，拖累公司营收增速。今年 8 月文化和旅游部暂停了 47 个城市大陆居民赴台个人游试点，另外香港暴力事件自 7 月延续至今，极大抑制了港台航线的旅客需求。浦东机场地区航线飞机起降架次 8 月、9 月分别同比下降 10.79%、8.22%，地区航线旅客吞吐量 8 月、9 月分别同比下降 22.81%、18.69%。地区航线飞机起降架次、旅客吞吐量的下降，不仅对公司的起降费等航空性业务收入带来负面影响，同时也抑制了公司的机场免税业务增长。

◆航班时刻受限，静待产能释放。19 冬春航季浦东机场航班起降架次相对 18 年冬春航季同比减少 0.52%，相对 19 年夏秋航季环比减少 3.66%，其中国内航司国内客运航班起降架次同比增加 1.08%，环比减少 2.83%，国内航司国际客运航班起降架次同比增加 4.78%，环比增加 5.10%，国内航司地区客运航班起降架次同比减少 5.66%，环比减少 3.23%，外航客班起降架次同比减少 7.99%，环比减少 5.63%。考虑到卫星厅今年 9 月才正式启用，产能释放有一定滞后性，预计未来航班时刻会重回增长轨道。

◆卫星厅投产，短期成本承压。公司 19 年 3 季度末固定资产较 19 年 6 月底增加 118 亿，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 号机坪工程于 9 月 16 日正式启用。卫星厅启用后，水电费等运营成本也会有较大涨幅，再考虑折旧增加，公司成本端短期有较大压力。

◆盈利预测和投资建议。虽然短期公司在收入、成本端有一定压力，但长期来看公司在长三角的竞争优势不会改变，免税业务依然处于上升通道，我们维持盈利预测，预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.69、2.82、3.03 元，维持公司“增持”评级。

◆风险提示：宏观经济下行影响航空需求下行。机场小时容量提升缓慢。海外航线旅客吞吐量增长缓慢。机场免税店人均消费额增长缓慢。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,062	9,313	11,835	13,591	14,947
营业收入增长率	15.98%	15.51%	27.08%	14.84%	9.97%
净利润 (百万元)	3,683	4,231	5,193	5,438	5,843
净利润增长率	31.29%	14.88%	22.72%	4.71%	7.46%
EPS (元)	1.91	2.20	2.69	2.82	3.03
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.66%	14.98%	16.14%	15.12%	14.58%
P/E	44	38	31	30	28
P/B	6.4	5.7	5.0	4.5	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日

增持 (维持)

分析师

程新星 (执业证书编号：S0930518120002)

021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

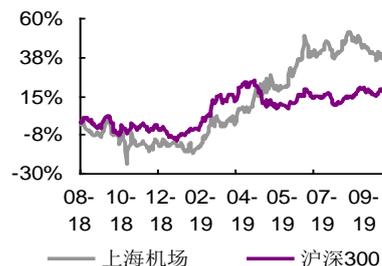
总股本(亿股)：19.27

总市值(亿元)：1617.68

一年最低/最高(元)：43.40/88.90

近 3 月换手率：29.14%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.63	-14.33	29.06
绝对	-8.13	-12.99	52.27

资料来源：Wind

相关研报

19 年冬春航季航班时刻增速放缓，上市航司发力国际航线——19 年冬春航季航班正班计划点评

香港事件负面影响有限，三大航运营数据保持平稳增长——航空运输业 2019 年 9 月经营数据点评

大器晚成，未尝不可——机场行业框架研究深度报告

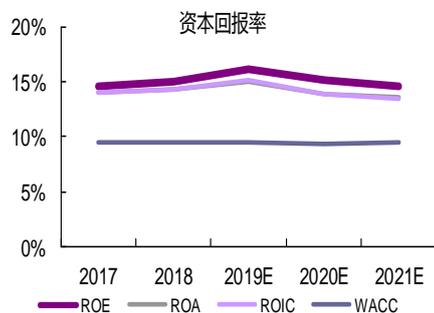
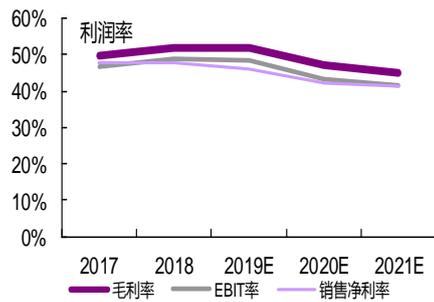
航空板块谨慎乐观，大宗供应链板块明显低估——交通运输行业 2019 年下半年策略报告

2019-10-24

2019-10-16

2019-09-22

2019-06-05



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062	9,313	11,835	13,591	14,947
营业成本	4,046	4,499	5,679	7,206	8,215
折旧和摊销	837	787	2,178	2,791	2,985
营业税费	21	22	59	68	75
销售费用	7	1	6	7	7
管理费用	240	243	355	408	448
财务费用	-121	-194	-200	-62	-192
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	975	893	900	1,200	1,300
营业利润	4,842	5,634	6,834	7,165	7,693
利润总额	4,842	5,630	6,835	7,166	7,694
少数股东损益	174	200	275	295	312
归属母公司净利润	3,683	4,231	5,193	5,438	5,843

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	27,547	30,929	36,535	41,190	45,263
流动资产	10,080	10,637	13,050	14,897	16,305
货币资金	8,764	8,766	10,651	12,232	13,452
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,189	1,314	1,724	1,968	2,174
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	11	7	17	18	19
存货	19	20	32	40	44
可供出售投资	2	2	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,737	3,245	3,695	4,295	4,945
固定资产	9,059	8,512	18,649	17,776	17,421
无形资产	347	348	331	314	298
总负债	2,067	2,294	3,704	4,267	3,905
无息负债	2,067	2,294	2,612	3,018	3,296
有息负债	0	0	1,092	1,249	609
股东权益	25,481	28,635	32,830	36,923	41,358
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
公积金	3,885	3,885	3,885	3,885	3,885
未分配利润	19,320	22,434	26,355	30,152	34,275
少数股东权益	349	389	663	958	1,270

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,114	4,468	6,341	7,401	7,736
净利润	3,683	4,231	5,193	5,438	5,843
折旧摊销	837	787	2,178	2,791	2,985
净营运资金增加	819	1,453	2,480	1,441	1,132
其他	-1,225	-2,004	-3,510	-2,268	-2,223
投资活动产生现金流	-1,690	-3,203	-4,477	-4,400	-4,350
净资本支出	-2,291	-3,569	-5,000	-5,000	-5,000
长期投资变化	2,737	3,245	-450	-600	-650
其他资产变化	-2,136	-2,878	973	1,200	1,300
融资活动现金流	-3,626	-1,263	21	-1,421	-2,167
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,498	0	1,092	157	-640
无息负债变化	245	228	318	406	278
净现金流	-1,202	2	1,886	1,581	1,220

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.98%	15.51%	27.08%	14.84%	9.97%
净利润增长率	31.29%	14.88%	22.72%	4.71%	7.46%
EBITDA 增长率	24.83%	16.36%	48.32%	9.89%	5.66%
EBIT 增长率	31.91%	21.33%	26.10%	2.96%	5.05%
估值指标					
PE	44	38	31	30	28
PB	6	6	5	4	4
EV/EBITDA	35	30	20	18	17
EV/EBIT	42	35	28	27	26
EV/NOPLAT	53	44	35	34	32
EV/Sales	20	17	14	12	11
EV/IC	7	6	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	49.82%	51.69%	52.01%	46.98%	45.04%
EBITDA 率	56.86%	57.28%	66.85%	63.97%	61.46%
EBIT 率	46.48%	48.82%	48.45%	43.43%	41.49%
税前净利润率	60.05%	60.45%	57.75%	52.72%	51.47%
税后净利润率 (归属母公司)	45.69%	45.44%	43.88%	40.01%	39.09%
ROA	14.00%	14.33%	14.97%	13.92%	13.60%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.66%	14.98%	16.14%	15.12%	14.58%
经营性 ROIC	14.06%	14.31%	15.18%	13.94%	13.40%
偿债能力					
流动比率	4.90	4.65	3.53	3.50	4.19
速动比率	4.89	4.64	3.52	3.49	4.17
归属母公司权益/有息债务	-	-	29.46	28.79	65.80
有形资产/有息债务	-	-	33.13	32.71	73.76
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.91	2.20	2.69	2.82	3.03
每股红利	0.58	0.66	0.85	0.89	0.96
每股经营现金流	2.13	2.32	3.29	3.84	4.01
每股自由现金流(FCFF)	0.37	-0.34	-0.37	0.56	0.94
每股净资产	13.04	14.66	16.69	18.66	20.80
每股销售收入	4.18	4.83	6.14	7.05	7.76

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼