

2014年08月18日

上海机场 (600009.SH)

业绩符合预期，业务量增速改善

■上半年营业收入增长 11.2%，净利润增长 15.2%：公司上半年实现营业收入 27.5 亿元，同比增长 11.2%；营业成本 15.4 亿元，同比增长 12.5%；毛利率为 44.6%，同比下降 0.67 个百分点；净利润 10.3 亿元，对应每股收益 0.53 元，同比增长 15.2%，总体业绩符合预期。

■航空油料公司投资收益超预期，运行成本大幅增加拖累毛利率：上半年投资收益为 3.1 亿元，同比增长 24%，航空油料公司贡献投资收益 1.57 亿元，同比增长 45%，是主要驱动因素。运行成本同比上涨 29%，占主营业务成本的 23.7%，是导致毛利率下降的主要因素。

■航空性收入高出业务量增速 5 到 6 个百分点，非航业务占比稳定：公司国际航线占比高，受去年 4 月内航外线收费价格朝外航外线并轨（收费提升 2/3）影响，航空性收入上半年增速为 12.5%，分别高于飞机起降增速、旅客吞吐量增速、货邮吞吐量增速 6.5、4.7、5 个百分点。非航收入上半年增速为 10%，占收入比重为 44.3%。

■第四跑道以租赁形式启用：上海机场以租赁方式在 7 月份启用第四跑道，2014 年租赁费为 7200 万元。第五跑道在 2017 年投入使用，预计仍采用租赁形式，租赁费不高于第四跑道；一号航站楼扩建工程资本支出 14 亿元，预计在 2015 年下半年投入使用；三期扩建工程投资额为 221 亿元，建设期为 2015-2019 年。

■持续受益上海国企改革，迪士尼开园提供新引擎：公司在国企改革推动下将完善资产注入与经营改革，上海迪士尼乐园将于 2015 年开园，进一步拉动上海机场旅客吞吐量与非航业务规模的提升。

■投资建议：增持-A 投资评级，6 个月目标价 16 元。预计公司 2014 年-2016 年 EPS 分别为 1.11 元、1.22 元、1.34 元，当前股价对应市盈率为 12.6 倍，公司业务量将保持稳定增长，受益上海国资改革及迪士尼开园；维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 16 元，相当于 2014 年 14.4 倍的动态市盈率。

■风险提示：航空旺季不及预期，跑道利用率不佳。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,720.4	5,215.1	5,847.0	6,558.4	7,359.5
净利润	1,581.1	1,872.9	2,130.1	2,346.1	2,580.8
每股收益(元)	0.82	0.97	1.11	1.22	1.34
每股净资产(元)	8.19	8.79	9.40	10.07	10.81

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	16.9	14.3	12.6	11.4	10.4
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
净利润率	33.5%	35.9%	36.4%	35.8%	35.1%
净资产收益率	10.7%	11.7%	12.4%	12.7%	12.9%
股息收益率	4.3%	5.4%	3.6%	3.9%	4.3%
ROIC	12.0%	14.7%	17.5%	18.9%	21.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司动态分析

证券研究报告

机场

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价

16.00 元

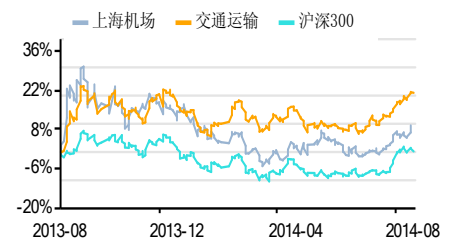
股价 (2014-08-18)

13.89 元

交易数据

总市值 (百万元)	26,900.34
流通市值 (百万元)	15,264.93
总股本 (百万股)	1,926.96
流通股本 (百万股)	1,093.48
12 个月价格区间	12.25/16.82 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.16	-8.87	3.60
绝对收益	7.38	1.23	5.28

汪立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050002
wangli1@essence.com.cn
0755-82558010

相关报告

1 季盈利好于预期，国际优于国内	2014-04-29
业绩符合预期，有望分享政策红利	2014-03-31
盈利增速逐季加快，业务量增速改善	2013-10-30

1. 上半年净利润同比增长 15.2%，二季度同比增长

公司上半年实现营业收入 27.5 亿元,同比增长 11.2%;营业成本 15.4 亿元,同比增长 12.5%;毛利率为 44.6%,同比下降 0.67 个百分点。净利润 10.3 亿元,对应每股收益 0.53 元,同比增长 15.2%,总体业绩符合预期。

投资收益大幅提升与业务量自然增长推动净利润上涨,投资收益增加值占净利润增加值 47%。公司上半年投资收益为 3.1 亿元,同比增长 24%,航空油料公司贡献投资收益 1.57 亿元,同比增长 45%,驱动投资收益大幅上涨。公司上半年营业收入增速为 11.2%,分别高于业务量指标飞机起降增速、旅客吞吐量增速、货邮吞吐量增速 6.5、4.7、5 个百分点,去年 4 月份内航外线收费价格朝外航外线并轨(收费提升 2/3)是主要原因。

表 1: 上半年主要业绩指标一览

项目(单位:万元)	2014H	2013H	同比变化
营业收入	274,864	247,104	11.2%
营业成本	154,308	137,191	12.5%
毛利率	43.9%	44.5%	下降 0.6 个百分点
营业税金及附加	6,009	5,497	9.3%
销售费用	767	731	5.0%
销售费用率	0.3%	0.3%	基本持平
管理费用	9,781	8,702	12.4%
管理费用率	3.6%	3.5%	基本持平
财务费用	-2,385	349	-784.1%
财务费用率	-0.9%	0.1%	下降 1 个百分点
投资收益	31,320	24,921	25.7%
利润总额	137,622	119,908	14.8%
所得税	27,850	23,707	17.5%
实际所得税率	20.2%	19.8%	上升 0.5 个百分点
净利润(母公司)	102,832	89,286	15.2%
净利润率	39.9%	38.9%	上升 1 个百分点
摊薄每股收益	0.53	0.46	15.2%

数据来源: Wind、安信证券研究中心

2 季度公司实现营业收入 13.9 亿元,同比增长 8.2%,增速比 1 季度低 6.3 个百分点,环比增长 8.2%;净利润为 5.2 亿元,同比增长 10.6%,环比 1 季度公司净利润增速下降了 9.7 个百分点,有三个方面原因:(1) 1 季度公司收入同比增速高出 2 季度 6.3 个百分点(2) 2 季度毛利率低于 1 季度 1.32 个百分点(3) 2013 年 1 季度收入规模基数较低。

表 2: 公司分季度业绩一览

分季度业绩	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入(万元)	118,770	128,335	141,481	132,928	136,038	138,826
同比增长	7.8%	9.5%	13.5%	10.7%	14.5%	8.2%
营业成本(万元)	68,357	68,834	71,098	84,044	75,465	78,843
同比增长	-0.6%	-4.3%	-4.6%	8.1%	10.4%	14.5%
毛利率	42.45%	46.36%	49.75%	36.77%	44.53%	43.21%
净利润(万元)	42,377	46,909	57,018	40,981	50,965	51,867
同比增长	15.2%	21.2%	35.4%	1.2%	20.3%	10.6%
净利润率	35.68%	36.55%	40.30%	30.83%	37.46%	37.36%
摊薄每股收益	0.22	0.24	0.30	0.21	0.26	0.27

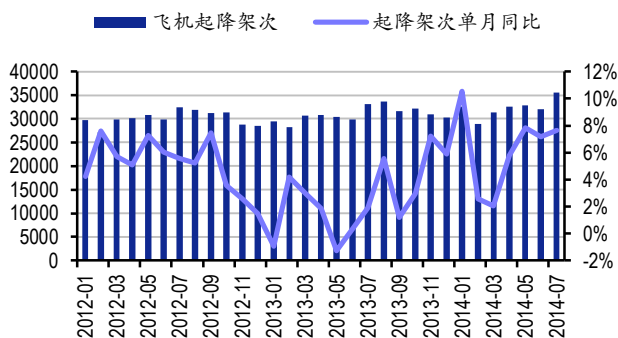
数据来源: Wind、安信证券研究中心

2. 业务量稳步上升，第四跑道投入使用推升业务量增速

机场起降架次增速和货邮吞吐量增速在经历 2013 年的低迷后，在 2014 年上半年稳步回升。飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量上半年增速分别为 6%、7.8%、7.5%，分别比去年同期高出 6.6、6.5、11.2 个百分点，7 月份单月增速分别为 7.7%、7.6%、12.8%，比去年同期高出 5.8、3.9、16.6 个百分点，复苏势头依旧强劲。

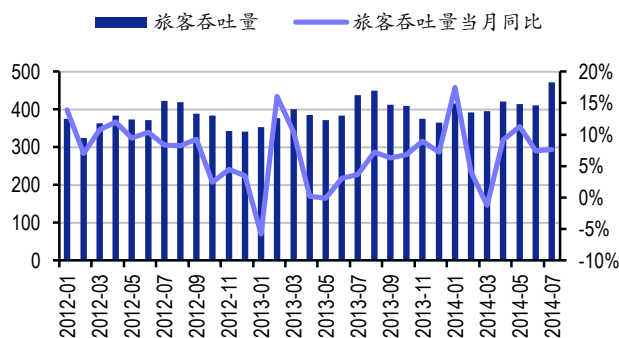
第四跑道从 7 月份开始投入使用，高峰每小时航班从 65 次提升到 74 次，有助于维持目前业务量增速。改造后的 T1 航站楼预计在 2015 年投入使用，保障能力从 2000 万人次增加至 3680 万人次，有助于推动非航业务规模扩张。

图 1：机场起降架次



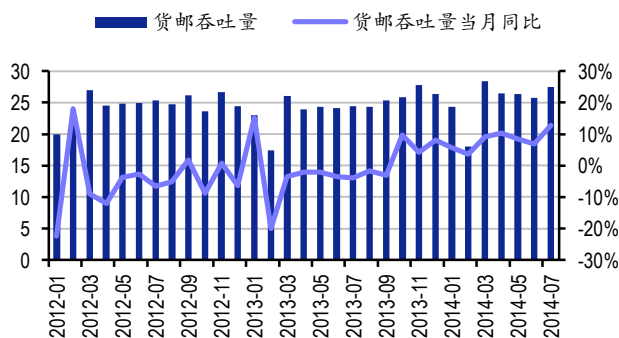
数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：机场旅客吞吐量



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：机场货邮吞吐量

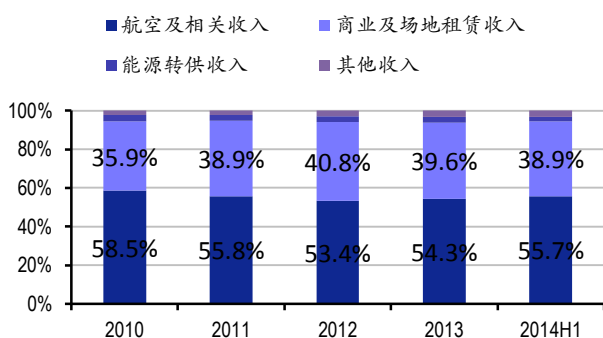


数据来源：Wind、安信证券研究中心

3. 收入结构稳定，运行成本大幅增加拖累毛利率

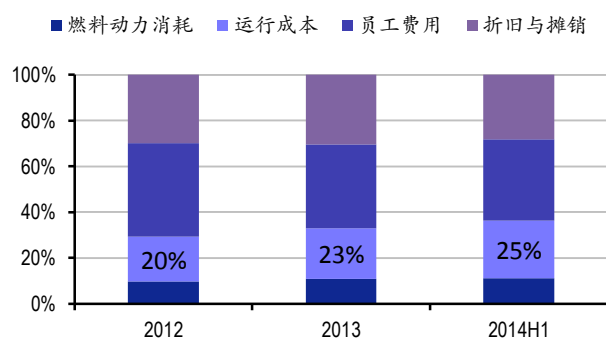
公司上半年营业收入结构保持稳定，非航收入占比为 41.1%，成本结构较为稳定，上半年运行成本同比增速为 29%，占主营业务比重提升至 25%，是拖累毛利率的主要因素。上半年毛利率 44.6%，同比下降 0.67 个百分点。

图 4：营业收入结构



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：营业成本结构



数据来源：Wind、安信证券研究中心

4. 维持公司增持-A 评级，6 个月目标价 16 元

我们维持增持-A 投资评级，6 个月目标价 16 元。我们预计公司将受益于上海国企改革与 2015 年迪士尼乐园开园，大型资本支出对盈利的影响尚远，运载量瓶颈已打开。预计公司 2014 年-2016 年收入增速分别为 12.1%、12.2%、12.2%，净利润增速分别为 13.1%、10.7%、10.0%；维持增持-A 投资评级，6 个月目标价为 16 元，相当于 2014 年 14.4 倍的动态市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,720.4	5,215.1	5,847.0	6,558.4	7,359.5	成长性					
减:营业成本	2,929.9	2,923.3	3,369.7	3,727.1	4,139.8	营业收入增长率	2.4%	10.5%	12.1%	12.2%	12.2%
营业税费	104.8	116.1	130.4	146.3	164.1	营业利润增长率	5.8%	22.1%	12.9%	11.0%	10.7%
销售费用	-	16.4	17.5	19.7	22.1	净利润增长率	5.4%	18.5%	13.7%	10.1%	10.0%
管理费用	184.9	190.0	216.3	242.7	272.3	EBITDA 增长率	1.8%	14.2%	-2.6%	9.5%	9.3%
财务费用	35.4	-5.9	-23.2	-23.2	-23.2	EBIT 增长率	2.8%	19.7%	12.2%	11.1%	10.8%
资产减值损失	-0.5	0.3	1.8	0.2	0.7	NOPLAT 增长率	2.8%	15.0%	13.2%	10.2%	10.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.6%	-5.0%	2.1%	-2.8%	-2.5%
投资和汇兑收益	590.9	535.7	700.0	700.0	700.0	净资产增长率	3.6%	7.4%	7.7%	7.9%	8.0%
营业利润	2,056.9	2,510.6	2,834.4	3,145.6	3,483.6	利润率					
加:营业外净收支	48.9	4.3	-	-	-	毛利率	37.9%	43.9%	42.4%	43.2%	43.7%
利润总额	2,105.9	2,514.9	2,834.4	3,145.6	3,483.6	营业利润率	43.6%	48.1%	48.5%	48.0%	47.3%
减:所得税	387.5	491.9	533.6	611.4	695.9	净利润率	33.5%	35.9%	36.4%	35.8%	35.1%
净利润	1,581.1	1,872.9	2,130.1	2,346.1	2,580.8	EBITDA/营业收入	63.7%	65.9%	57.2%	55.9%	54.5%
						EBIT/营业收入	44.3%	48.0%	48.1%	47.6%	47.0%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	887	747	635	549	470
货币资金	4,795.7	6,675.7	8,195.1	10,087.0	12,085.8	流动营业资本周转天数	6	-6	10	37	43
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	388	460	527	580	623
应收帐款	839.7	793.1	1,066.1	1,119.9	1,239.2	应收帐款周转天数	69	55	56	59	56
应收票据	4.6	-	9.9	5.8	6.3	存货周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	0.8	47.3	62.7	88.3	126.0	总资产周转天数	1,462	1,392	1,330	1,266	1,208
存货	18.7	18.4	21.7	23.7	26.4	投资资本周转天数	1,079	925	812	722	626
其他流动资产	52.3	73.6	158.3	279.3	372.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.7%	11.7%	12.4%	12.7%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	9.7%	10.3%	10.6%	10.9%
长期股权投资	1,779.5	1,796.0	1,796.0	1,796.0	1,796.0	ROIC	12.0%	14.7%	17.5%	18.9%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11,178.9	10,449.8	10,187.0	9,818.3	9,383.2	销售费用率	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	311.9	634.5	381.3	229.4	138.2	管理费用率	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
无形资产	358.9	348.8	325.6	304.0	283.9	财务费用率	0.7%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
其他非流动资产	68.0	81.0	86.6	87.0	87.2	三费/营业收入	4.7%	3.8%	3.6%	3.6%	3.7%
资产总额	19,408.8	20,918.3	22,290.4	23,838.8	25,544.3	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.3%	17.5%	16.7%	16.0%	15.3%
应付帐款	503.7	570.3	605.2	679.1	768.5	负债权益比	20.9%	21.3%	20.0%	19.0%	18.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	6.63	6.48	7.86	9.04	10.09
其他流动负债	317.0	563.0	564.4	563.6	563.7	速动比率	6.60	6.46	7.83	9.01	10.06
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	59.16	-425.29	-121.28	-134.70	-149.29
其他非流动负债	2,494.3	2,496.9	2,507.3	2,522.9	2,533.2	分红指标					
负债总额	3,356.0	3,671.1	3,717.9	3,806.8	3,906.5	DPS(元)	0.60	0.75	0.50	0.55	0.60
少数股东权益	267.5	302.1	455.7	625.0	811.2	分红比率	73.1%	77.0%	45.0%	45.0%	45.0%
股本	1,927.0	1,927.0	1,927.0	1,927.0	1,927.0	股息收益率	4.3%	5.4%	3.6%	3.9%	4.3%
留存收益	13,858.3	15,018.2	16,189.8	17,480.1	18,899.6						
股东权益	16,052.8	17,247.2	18,572.5	20,032.1	21,637.7						

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,718.3	2,023.0	2,130.1	2,346.1	2,580.8	EPS(元)	0.82	0.97	1.11	1.22	1.34
加:折旧和摊销	915.7	932.9	535.8	543.9	548.4	BVPS(元)	8.19	8.79	9.40	10.07	10.81
资产减值准备	-0.5	0.3	1.8	0.2	0.7	PE(X)	16.9	14.3	12.6	11.4	10.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
财务费用	132.4	132.5	-23.2	-23.2	-23.2	P/FCF	11.1	10.5	14.4	9.8	9.2
投资损失	-590.9	-535.7	-700.0	-700.0	-700.0	P/S	5.7	5.1	4.6	4.1	3.6
少数股东损益	137.3	150.1	170.7	188.1	206.9	EV/EBITDA	7.3	6.9	6.6	5.5	4.6
营运资金的变动	19.1	275.1	-341.3	-109.8	-153.9	CAGR(%)	13.8%	11.3%			
经营活动产生现金流量	2,182.4	2,848.8	1,773.9	2,245.4	2,459.8	PEG	1.2	1.3			
投资活动产生现金流量	484.4	-10.2	697.9	697.9	697.9	ROIC/WACC	1.3	1.5	1.8	2.0	2.2
融资活动产生现金流量	-1,286.2	-958.6	-935.4	-1,032.6	-1,138.2	REP	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

汪立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

