

# 上海机场

## 2015年业绩有望持续快速增长

### 2014年经营数据回顾：高峰小时提升推动旅客量加速增长

1-11月份，公司飞机起降、旅客量同比分别增长7.8%、8.8%，明显好于2013年同期的2.3%、5.0%，主要源于高峰小时起降架次7月起上调（65到70，11月升至74）；其中，国内航线飞机起降、旅客量分别同比增长6.8%、6.4%，而11月两指标同比增长更是高达15.5%、20.4%，自7月以来均呈加速增长趋势；1-11月国际航线飞机起降、旅客量分别同比增长9%、11.3%，我们预计在出境游推动下内航外线同比增长更快。我们预计，12月飞机起降将同比增长13-15%、旅客量将同比增长16-18%。

### 2015年航空性业务展望：高峰小时起降有望继续上调

2015H1高峰小时起降同比上调13.8%，我们预计同期旅客量同比+11-13%，全年有望同比+11%，若高峰小时起降再次上调，旅客量有望更快增长；随着西欧、美国等发达国家对中国旅游签证放宽，加之日本市场恢复、韩国/台湾市场非常热门，我们预计全年其内航外线同比+13%，而且有超预期的可能。

### 2015年非航业务展望：商业租赁面积增加有望带动非航收入两位数增长

我们预计T1航站楼扩容改造2014年底或2015年初完工，新增商业面积约5000-6000平米（+16-20%），免税面积有望增加2000平米（+40%），考虑到装修等因素，我们预计，2015年商业租赁收入将同比+12.4%，并将推动2015年非航收入同比+11.1%。

### 估值：维持“买入”评级，目标价23元

我们预测2014-2016年EPS1.06/1.23/1.62元。基于瑞银VCAM工具（WACC 7.9%）通过现金流贴现得出新目标价为23元，对应2015年PB为2.2倍；当前股价对应2015年PB为1.9倍；维持“买入”评级。风险：公司拥有浦东航油40%股权，2014年4季度新加坡航油价格下跌或对公司业绩产生负面影响。

### Equities

中国

运输服务

**12个月评级** 买入

**12个月目标价** Rmb23.00

**股价** Rmb19.97

路透代码: 600009.SS 彭博代码 600009 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb20.53-12.25	
市值	Rmb38.5十亿/US\$6.19十亿	
已发行股本	1,927百万 (ORDA)	
流通股比例	57%	
日均成交量(千股)	23,617	
日均成交额(Rmb百万)	Rmb417.7	
普通股股东权益(12/14E)	Rmb18.4十亿	
市净率(12/14E)	2.1x	
净债务/EBITDA	NM	

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	1.06	1.08
12/15E	1.23	1.23
12/16E	1.62	1.41

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	4,611.21	4,720.41	5,215.13	5,755.73	6,415.01	7,809.87	8,781.47	9,866.56
息税前利润(UBS)	1,467.32	1,500.88	1,969.31	2,135.84	2,494.74	3,396.91	4,004.82	4,740.30
净利润(UBS)	1,500.87	1,580.59	1,873.20	2,048.23	2,379.27	3,119.40	3,673.22	4,332.51
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.78	0.82	0.97	1.06	1.23	1.62	1.91	2.25
每股股息 (Rmb)	0.60	0.37	0.30	0.32	0.37	0.49	0.57	0.67
现金/(净债务)	928.54	2,301.36	4,178.87	6,374.21	9,110.98	12,479.93	16,049.53	20,204.20
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	31.8	31.8	37.8	37.1	38.9	43.5	45.6	48.0
ROIC (EBIT) (%)	11.2	12.3	17.7	20.6	25.8	37.9	48.0	60.6
EV/EBITDA(core)x	10.9	9.9	9.0	12.3	11.0	8.7	4.4	3.8
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	17.1	15.1	14.1	18.8	16.2	12.3	10.5	8.9
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	5.9	5.8	7.2	5.7	6.9	8.5	9.2	10.8
净股息收益率(%)	4.5	3.0	2.2	1.6	1.9	2.4	2.9	3.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2015年01月08日17时27分的股价(Rmb19.97)得出；

# 投资主题

## 上海机场

### 投资理由

资本开支决定机场盈利周期。我们认为，（1）公司产能充裕，时刻资源有进一步释放空间，有望推动航空性收入快速增长；（2）浦东机场为自贸区内唯一航空港，加之上海市希望将其打造成亚太航空枢纽港，我们预计，浦东机场有望在国际中转货运业务方面获得政府支持；（3）2015 年应无重大资本开支；（4）2015 年迪斯尼开园有望提高客流量和收入，我们估算公司 2016 年净利润增速可能因此上升至 30%（2010 年上海世博会期间飞机起降架次/客流量增长了 16%/28%，公司收入上升了 25%）；（5）预计将维持相对较高的分红比率。我们基于瑞银 VCAM 工具进行现金流贴现绝对估值，WACC7.9%，得到目标价 23 元。瑞银 2014-16 年 EPS 预测为 1.06/1.23/1.62 元，市场一致预期为 1.08/1.22/1.42 元。“买入”评级。

### 乐观情景

如果 2015-16 年宏观经济持续转暖，华东区商务客出行有望明显上升，利好公司，则航空性业务收入增速有望各提升至 17%/34%，商业租赁业务收入增速有望各提升至 17.4%/25.1%，则 2015-16 年 EPS 预测可能达到 1.36/1.78 元，每股估值可能达到 26 元。

### 悲观情景

反之，2015-16 年航空性业务收入增速或各降至 7%/20%，商业租赁业务收入增速或各下降至 7.4%/15.1%，则 2015-16 年 EPS 预测可能为 1.11/1.46 元，我们估算每股估值可能跌至 15 元。

### 近期催化剂

1) 2015 年底迪斯尼开园；2) 我们预计，卫星厅 2015 年开建，资本开支或明显超过 100 亿元，关注股份公司承担建设资金的比例。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb23.00

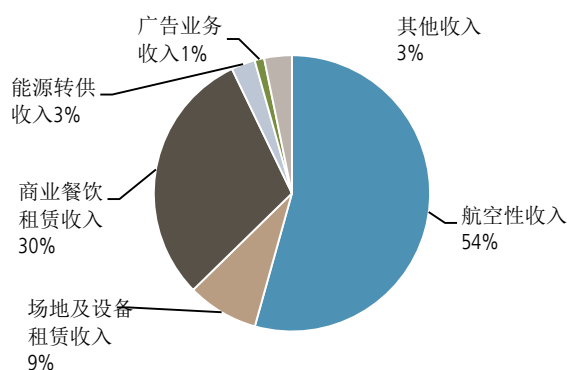
### 公司简介

上海机场运营着 1999 年开业的上海浦东国际机场。上海机场的收入主要来自机场收费（含起降费、停机费、旅客服务收费等），以及零售、租赁、广告、地面代理等非航收入。浦东机场现有三条跑道和两个航站楼，设计年旅客吞吐能力为 6,000 万人次。

### 行业展望

我们认为机场作为航空运输的基础设施辅助业，具有增长相对稳定、现金流充足等特征，具备良好的防御性。公司所在华东地区客货资源充足，年业务量有望保持全国前列。

### 收入按业务分布, 2013 (%)



来源: 公司数据

### 各业务收入及预测

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
合计	4,720	5,215	5,756	6,415	7,810
航空性收入	2,394	2,834	3,124	3,492	4,365
场地及设备租赁收入	353	436	497	562	676
商业餐饮租赁收入	1,422	1,573	1,749	1,963	2,355
能源转供收入	138	146	154	163	172
广告业务收入	52	58	63	68	73
其他收入	361	169	169	169	169

来源: 公司数据, 瑞银证券估算



## 上海机场 (600009.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	4,611.21	4,720.41	5,215.13	5,755.73	10.4	6,415.01	11.5	7,809.87	8,781.47	9,866.56
毛利	1,629.41	1,685.76	2,175.65	2,337.29	7.4	2,687.19	15.0	3,646.83	4,285.82	5,056.03
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,373.71	2,407.28	2,875.70	3,109.68	8.1	3,475.15	11.8	4,391.92	5,030.93	5,796.56
折旧和摊销	(906.40)	(906.40)	(906.40)	(973.85)	7.4	(980.41)	0.7	(995.01)	(1,026.11)	(1,056.26)
息税前利润(UBS)	1,467.32	1,500.88	1,969.31	2,135.84	8.5	2,494.74	16.8	3,396.91	4,004.82	4,740.30
联营及投资收益	568.52	590.94	540.01	603.52	11.8	650.54	7.8	715.13	786.18	864.33
其他非营业利润	(0.76)	48.94	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利息	(90.06)	(35.37)	5.89	(7.33)	-	41.99	-	103.05	172.44	249.68
例外项目(包括商誉)	(1.28)	0.47	0.34	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,943.73	2,105.87	2,515.54	2,732.03	8.6	3,187.28	16.7	4,215.09	4,963.43	5,854.30
税项	(328.56)	(387.55)	(491.88)	(534.36)	-8.6	(623.40)	-16.7	(824.43)	(970.80)	(1,145.05)
税后利润	1,615.17	1,718.32	2,023.66	2,197.67	8.6	2,563.87	16.7	3,390.66	3,992.63	4,709.25
优先股股息及少数股权	(115.58)	(137.26)	(150.12)	(149.44)	0.5	(184.60)	-23.5	(271.25)	(319.41)	(376.74)
非常项目	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利润(本地 GAAP)	1,499.59	1,581.06	1,873.54	2,048.23	9.3	2,379.27	16.2	3,119.40	3,673.22	4,332.51
净利润(UBS)	1,500.87	1,580.59	1,873.20	2,048.23	9.3	2,379.27	16.2	3,119.40	3,673.22	4,332.51
税率(%)	16.9	18.4	19.6	19.6	0.0	19.6	0.0	19.6	19.6	19.6
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.78	0.82	0.97	1.06	9.3	1.23	16.2	1.62	1.91	2.25
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.78	0.82	0.97	1.06	9.3	1.23	16.2	1.62	1.91	2.25
每股收益(UBS, 基本)	0.78	0.82	0.97	1.06	9.3	1.23	16.2	1.62	1.91	2.25
每股股息净值(Rmb)	0.60	0.37	0.30	0.32	6.3	0.37	16.2	0.49	0.57	0.67
每股账面价值	7.97	8.19	8.79	9.56	8.7	10.47	9.6	11.72	13.14	14.82
平均股数(稀释后)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	0.0	1,926.96	0.0	1,926.96	1,926.96	1,926.96
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	3,415.07	4,795.70	6,675.74	8,871.08	32.9	11,607.85	30.9	14,976.80	18,546.40	22,701.07
其他流动资产	1,054.81	916.00	932.36	1,158.78	24.3	1,306.83	12.8	1,588.58	1,798.81	2,034.35
流动资产总额	4,469.88	5,711.70	7,608.09	10,029.86	31.8	12,914.67	28.8	16,565.38	20,345.20	24,735.42
有形固定资产净值	12,090.95	11,178.85	10,449.85	9,810.00	-6.1	8,979.59	-8.5	8,310.58	7,784.48	7,228.22
无形固定资产净值	369.36	358.94	348.80	338.67	-2.9	328.53	-3.0	318.40	308.26	298.13
投资/其他资产	1,989.76	2,159.35	2,511.58	2,522.53	0.4	2,516.39	-0.2	2,530.25	2,544.11	2,549.11
总资产	18,919.95	19,408.84	20,918.33	22,701.05	8.5	24,739.19	9.0	27,724.62	30,982.06	34,810.88
应付账款和其他短期负债	942.75	861.68	1,174.22	1,337.37	13.9	1,426.10	6.6	1,734.65	1,935.28	2,156.81
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
流动负债总额	942.75	861.68	1,174.22	1,337.37	13.9	1,426.10	6.6	1,734.65	1,935.28	2,156.81
长期债务	2,486.53	2,494.33	2,496.87	2,496.87	0.0	2,496.87	0.0	2,496.87	2,496.87	2,496.87
其它长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
总负债(包括优先股)	3,429.28	3,356.02	3,671.09	3,834.23	4.4	3,922.97	2.3	4,231.52	4,432.15	4,653.68
普通股股东权益	15,360.40	15,785.28	16,945.16	18,415.30	8.7	20,180.10	9.6	22,585.73	25,323.12	28,553.67
少数股东权益	130.28	267.54	302.08	451.52	49.5	636.12	40.9	907.37	1,226.78	1,603.52
负债和权益总计	18,919.95	19,408.84	20,918.33	22,701.05	8.5	24,739.19	9.0	27,724.62	30,982.06	34,810.88
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	1,499.59	1,581.06	1,873.54	2,048.23	9.3	2,379.27	16.2	3,119.40	3,673.22	4,332.51
折旧和摊销	906.40	906.40	906.40	973.85	7.4	980.41	0.7	995.01	1,026.11	1,056.26
营运资本变动净值	249.66	57.75	296.18	(63.28)	-	(59.32)	6.3	26.80	(9.59)	(14.01)
其他营业性现金流	(205.62)	(216.87)	(227.31)	(455.95)	-100.6	(517.13)	-13.4	(556.13)	(648.40)	(737.60)
经营性现金流	2,450.03	2,328.33	2,848.81	2,502.85	-12.1	2,783.23	11.2	3,585.09	4,041.33	4,637.16
有形资本支出	(939.84)	(939.84)	(939.84)	(320.94)	65.9	(119.86)	62.7	(315.86)	(489.86)	(489.86)
无形资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净(收购)/处置	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他投资性现金流	929.67	929.67	929.67	598.85	-	645.88	-	710.46	781.51	859.66
投资性现金流	(10.17)	(10.17)	(10.17)	277.91	-	526.01	89.3	394.60	291.65	369.80
已付股息	(192.70)	(1,156.18)	(712.98)	(578.09)	18.9	(614.47)	-6.3	(713.78)	(935.82)	(1,101.97)
股份发行/回购	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他融资性现金流	197.58	(245.62)	(248.16)	(7.33)	97.05	41.99	-	103.05	172.44	249.68
债务及优先股变化	0.00	7.81	2.53	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
融资性现金流	4.88	(1,393.99)	(958.60)	(585.41)	38.9	(572.47)	2.2	(610.73)	(763.38)	(852.29)
现金流量中现金的增加(减少)	2,444.74	924.17	1,880.04	2,195.34	16.8	2,736.77	24.7	3,368.96	3,569.60	4,154.68
外汇/非现金项目	(438.72)	456.46	(.00)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
资产负债表现金增加(减少)	2,006.02	1,380.63	1,880.04	2,195.34	16.8	2,736.77	24.7	3,368.96	3,569.60	4,154.68

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 上海机场 (600009.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	17.1	15.1	14.1	18.8	16.2	12.3	10.5	8.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	17.1	15.1	14.1	18.8	16.2	12.3	10.5	8.9
股价/每股现金收益	10.7	9.6	9.5	12.7	11.5	9.4	8.2	7.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	5.9	5.8	7.2	5.7	6.9	8.5	9.2	10.8
净股息收益率(%)	4.5	3.0	2.2	1.6	1.9	2.4	2.9	3.4
市净率	1.7	1.5	1.6	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
企业价值/营业收入(核心)	5.6	5.1	5.0	6.6	5.9	4.9	2.5	2.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.9	9.9	9.0	12.3	11.0	8.7	4.4	3.8
企业价值/息税前利润(核心)	17.6	15.9	13.2	17.9	15.3	11.3	5.5	4.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.6	15.9	13.2	17.9	15.3	11.3	5.5	4.7
企业价值/运营投入资本	2.0	2.0	2.3	3.7	3.9	4.3	2.7	2.8
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	25,688.11	23,915.56	26,412.06	38,481.39	38,481.39	38,481.39	38,481.39	38,481.39
净债务 (现金)	1,889.67	1,889.67	1,889.67	1,889.67	1,889.67	1,889.67	(14,264.73)	(14,264.73)
少数股东权益	115.58	150.12	150.12	184.60	184.60	271.25	319.41	376.74
养老金拨备/其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>企业价值总额</b>	<b>27,693.35</b>	<b>25,955.34</b>	<b>28,451.85</b>	<b>40,555.66</b>	<b>40,555.66</b>	<b>40,642.31</b>	<b>24,536.07</b>	<b>24,593.40</b>
非核心资产	(1,912.97)	(2,091.36)	(2,430.54)	(2,426.54)	(2,406.54)	(2,406.54)	(2,406.54)	(2,406.54)
<b>核心企业价值</b>	<b>25,780.38</b>	<b>23,863.98</b>	<b>26,021.31</b>	<b>38,129.12</b>	<b>38,149.12</b>	<b>38,235.77</b>	<b>22,129.53</b>	<b>22,186.86</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	10.1	2.4	10.5	10.4	11.5	21.7	12.4	12.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	13.6	1.4	19.5	8.1	11.8	26.4	14.5	15.2
息税前利润(UBS)	11.9	2.3	31.2	8.5	16.8	36.2	17.9	18.4
每股收益(UBS 稀释后)	14.6	5.3	18.5	9.3	16.2	31.1	17.8	17.9
每股股息净值	NM	-38.3	-18.9	6.3	16.2	31.1	17.8	17.9
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	35.3	35.7	41.7	40.6	41.9	46.7	48.8	51.2
息税折旧摊销前利润率	51.5	51.0	55.1	54.0	54.2	56.2	57.3	58.7
息税前利润率	31.8	31.8	37.8	37.1	38.9	43.5	45.6	48.0
净利 (UBS) 率	32.5	33.5	35.9	35.6	37.1	39.9	41.8	43.9
ROIC (EBIT)	11.2	12.3	17.7	20.6	25.8	37.9	48.0	60.6
税后投资资本回报率	8.5	9.2	13.3	15.5	19.4	29.0	36.8	46.7
净股东权益回报率(UBS)	10.2	10.1	11.4	11.6	12.3	14.6	15.3	16.1
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.4)	(1.0)	(1.5)	(2.0)	(2.6)	(2.8)	(3.2)	(3.5)
净债务/总权益 %	(6.0)	(14.3)	(24.2)	(33.8)	(43.8)	(53.1)	(60.5)	(67.0)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(6.4)	(16.7)	(32.0)	(51.0)	(77.8)	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(3.6)	(9.6)	(16.1)	(16.7)	(23.9)	(32.6)	(72.5)	(91.1)
资本支出 / 折旧 %	103.7	103.7	103.7	33.0	12.2	31.7	47.7	46.4
资本支出/营业收入(%)	20.4	19.9	18.0	5.6	1.9	4.0	5.6	5.0
息税前利润/净利息	16.3	42.4	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.3	2.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	77.0	45.1	30.9	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	4,611.21	4,720.41	5,215.13	5,755.73	6,415.01	7,809.87	8,781.47	9,866.56
<b>总计</b>	<b>4,611.21</b>	<b>4,720.41</b>	<b>5,215.13</b>	<b>5,755.73</b>	<b>6,415.01</b>	<b>7,809.87</b>	<b>8,781.47</b>	<b>9,866.56</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	1,467.32	1,500.88	1,969.31	2,135.84	2,494.74	3,396.91	4,004.82	4,740.30
<b>总计</b>	<b>1,467.32</b>	<b>1,500.88</b>	<b>1,969.31</b>	<b>2,135.84</b>	<b>2,494.74</b>	<b>3,396.91</b>	<b>4,004.82</b>	<b>4,740.30</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。