

**中国：交通基础设施建设**
**2015年12月8日**
**投资建议：**
**买入 (初次报告)**
**目标价隐含涨/跌幅： 17.6%**
**日期 2015/012/08**

收盘价	<b>RMB29.75</b>
十二个月目标价	<b>RMB35.00</b>
前次目标价	<b>RMBN.A.</b>
上海 A 股指数	<b>3,633.3</b>

**信息更新：**

- ▶ 本中心初次将上海机场纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 35 元，系根据目标 2016 年预估市盈率 25 倍、市净率 3 倍的平均推算而得。
- ▶ 我们预估 2015/16/17 年每股收益可达人民币 1.29/1.43/1.66 元，同比增长 19%/10%/16%。

**本中心观点：**

- ▶ 本中心看好上海机场，系因其为运输产业中，少数兼具稳健基本面以及具吸引力增长题材的优质股之一。

**公司简介：** 上海机场主要为上海浦东国际机场提供各项机场服务。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值	<b>RMB57,211.4 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB702.6 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>1,927.0</b>
流通 A 股股数比例	<b>56.7%</b>
自由流通股数比例	<b>37.3%</b>
大股东：持股比例	上海机场(集团)有限公司 <b>53.3%</b>
净负债比率	<b>(37.3%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB10.48</b>
市净率 (2015F)	<b>2.91 倍</b>

**简明损益表(RMB 百万元)**

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	5,751	6,338	7,231	8,168
营业利润 **	2,126	2,550	2,887	3,396
税后净利润 *	2,097	2,487	2,747	3,198
每股收益(元)	1.09	1.29	1.43	1.66
每股收益同比增长率 (%)	11.9	18.6	10.4	16.4
每股股利(元)	0.35	0.39	0.43	0.50
市盈率 (倍)	28.0	23.6	21.4	18.4
股利收益率 (%)	1.1	1.3	1.4	1.6
净资产收益率 (%)	11.4	12.3	12.4	13.1

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**张咏涵**

+86 2 3518 7977

april.chang@yuanta.com

## 上海机场 (600009 CH)

### 基本面稳健，增长题材具吸引力

**初次纳入研究范围，给予买入评级：** 上海机场是最纯的上海本地股之一，基本面稳健，同时上海自贸区与上海迪士尼乐园相关利好政策的发布有望进一步推升其股价动能。该股亦已显现防御价值。此外，上海机场在圣诞/2016 年 1 季度期间将可见强劲旺季动能，为股价另一利好。本中心目标价为人民币 35 元，系根据 2016 年预估市盈率 25 倍及市净率 3 倍平均推算而得，隐含 18% 的上涨空间。我们建议投资人待市场修正时机布局买入。

**中国强劲观光需求提供支撑力道：** 我们预估中国出境及国内航空旅游需求均可持续向上趋势，2015-17 年复合增长率分别达到 16% 与 11.5%。

#### 两大题材将带动客货运业务增长：

▶ **上海自贸区规划将** 1) 提供进出口税务优惠；2) 缩短通关流程；3) 加速发展高科技产业，均有利于上海机场的货运业务。我们预估 2016/17 年货运增长率将可提升，达到 11.7%/16%。

▶ **上海迪士尼乐园预计在 2016 年春天开幕：** 研究中心估计第一年总访客数达 1,500 万名，其中 270 万名将经由浦东国际机场抵达，上海机场 2016 年预估客运吞吐量将因而增加 5.3%。长期而言，我们预估每年造访迪士尼游客数为 2,800-3,000 万人，使上海机场每年增加约 540 万名旅客。

**产能规划佳，与同业相较提供更多未来增长空间：** 大多数一线机场皆面临了产能瓶颈。我们估计上海机场尖峰小时起降数的平均利用率为 82%，低于白云机场/首都机场的 86%/91%，而在第一航站楼整修完成后，航站楼产能利用率为 78%，低于白云机场/首都机场的 158%/111%。

**利润率有望维持稳健，系因在 2019 年底浦东机场第三期扩建工程完工前，2015-2019 年上半年折旧费用将维持较低的水平。**

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 投资建议 – 初次纳入研究范围，给予买入评级

本中心初次将上海机场纳入研究范围，给予买入评级。本中心 12 个月目标价为人民币 35 元，系根据 2016 年预估每股收益人民币 1.43 元的 25 倍，以及 2016 年预估每股净值人民币 11.5 元的 3 倍平均推算而得。

### 投资理由

研究中心认为，上海机场为运输产业中，少数兼具稳健基本面及富吸引力增长题材的优质股之一。我们认为上海机场中长期股价有以下四大利好：

航空旅游需求攀升、上海自贸区、迪士尼乐园、稳定的折旧费用，是带动上海机场增长前景的关键要素。

- ▶ 受到中国航空旅游需求日益增加支撑，上海机场逐渐成为中国及全球至关重要的国际枢纽。
- ▶ 上海自贸区与上海迪士尼乐园为带动上海机场客货运业务前景的双重动力。两大题材亦有望在未来几年推升股价。
- ▶ 上海机场的流量增长空间大于其他一线机场，原因在于其产能扩张规划佳，产能利用率提升空间较有充裕。
- ▶ 2015-2019 年上半年折旧费用可能将维持较低的水平，因此利润率有望维持在稳健水平。

### 财务展望：

1) **2015 年 4 季度展望：**我们预估旺季效应有望延续至 2015 年 4 季度。据此，我们预估 2015 年 4 季度营收将与前季相对持平，同比增长 10%，亦预估毛利率将达 44.5% 的稳健水平，高于 2015 年 3 季度的 43.2%。我们预估 2015 年 4 季度每股收益达人民币 0.29 元。

2) **2015/16/17 年展望：**我们预估 2015/16/17 年每股收益可达人民币 1.29/1.43/1.66 元，同比增长 19%/10%/16%，主因在于：1) 中国航空旅游需求强劲；2) 上海自贸区持续扩展开发；3) 上海迪士尼乐园将于 2016 年初开幕；4) 折旧费用稳定并降低。重要的是，我们预估上海机场盈利增长在 2017 年将再度加速，动力来自：1) 折旧费用趋稳；2) 第一航站楼整修完成后，产能利用率提升。

2015/16/17 年预估每股收益可达人民币 1.29/1.43/1.66 元，同比增长 19%/10%/16%。

- ▶ **航班起降：**本中心预估 2015/16/17 年航班起降架次(包括起飞、降落)将增长 11.9%/11.3%/10.8%，相对持稳，原因在于该公司尖峰小时起降架次正趋近，甚或有时已超越民航局制定上限。然而，尖峰小时起降架次限制上调有望带来增长空间。
- ▶ **旅客吞吐量：**研究中心预估，由于航班平均旅客数可能持续增长，上海机场旅客吞吐量增长将持续超越起降架次增长。我们预估 2015/16/17 年旅客吞吐量将攀升 17.2%/13.6%/12.4%。如上所述，核定尖峰小时起降架次上调将为旅客吞吐量带来增长空间。
- ▶ **货物吞吐量：**因景气不佳之故，2015 年上海机场货运业务增长率可能放缓至 3.4%。然而，我们预估在上海自贸区扩展的支撑下，2016/17 年货运业务增长有望重拾动能。本中心预估 2015/16/17 年货运量将增长 3.4%/11.7%/16%。

## 投资风险

- ▶ 重大航空意外或其他事件
- ▶ 上海迪士尼乐园工程或开幕大幅延宕
- ▶ 实施重大航空管制

## 股票估值

我们认为上海机场在全球机场网络居枢纽地位，且盈利增长亮眼，市盈率应较同业溢价 8-10%。

本中心 12 个月目标价为人民币 35 元，系根据 2016 年预估每股收益人民币 1.43 元的 25 倍，以及 2016 年预估每股净值人民币 11.5 元的 3 倍平均推算而得。我们采用市盈率估值法以反映其盈利动能，同时采用市净率估值法，以从资产负债表观点提供下跌支撑。

考虑下列因素，我们认为上海机场市盈率享有相较于全球同业平均 23 倍的 8-10% 溢价，应属合理：1) 上海机场在全球机场网络居枢纽地位；2) 我们预估其盈利增长有望自 2017 年开始加速。此外，目标市净率设定为 3 倍，落于沪港通启动后上海机场历史市净率区间 2.5-3.5 倍的中间值。

自 2015 年中 A 股市场修正以来，上海机场股价已反弹，部份反映了利好因素。然而，我们认为该公司 2016 年 1 季度将进入另一波明显的旺季，而与 1) 上海自贸区；2) 上海迪士尼乐园；3) 机场收费结构改革相关的潜在政策有望推升其短期股价动能，系因上海机场表现与中国数项热门题材有高联动性。由于上海机场是最纯的上海本地股之一，基本面稳健，一直以来股价相对具防御性。我们建议投资人待市场修正时机布局买入。

在上海自贸区与迪士尼乐园两大题材支撑下，本中心认为上海机场股价在市场修正时具防御性。

图 1：上海机场- 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 2：上海机场- 12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 3：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价	市值	每股收益			市盈率(倍)			每股收益增长率 (%)		
				(百万美元)	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
上海机场	600009 CH	买入	RMB30.46	9,163	1.09	1.29	1.43	28.0	23.6	21.4	12%	19%	10%
<b>国内同业</b>													
白云机场	600004 CH	持有-超越同业	RMB13.95	2,504	0.95	1.08	0.91	14.7	12.9	15.3	22%	14%	-15%
厦门空港-A*	600897 CH	未评级	RMB22.54	1,048	1.54	1.38	1.54	14.6	16.3	14.6	4%	-10%	12%
深圳机场-A*	000089 CH	未评级	RMB8.18	2,619	0.16	0.22	0.30	N.M.	37.7	27.2	-37%	37%	39%
北京首都机场-H*	694 HK	未评级	HK\$8.58	4,795	0.32	0.38	0.42	22.2	18.7	17.0	3%	18%	10%
威海广泰-A*	002111 CH	未评级	RMB31.84	1,795	0.36	0.40	0.52	N.M.	N.M.	N.M.	20%	11%	30%
<b>平均</b>								<b>17.2</b>	<b>21.4</b>	<b>18.5</b>			
<b>国外同业</b>													
Airports Of Thai*	AOT TB	未评级	THB322	12,822	8.55	11.10	12.68	37.7	29.0	25.4	-25%	30%	14%
Sydney Airport*	SYD AU	未评级	AUD6.2	10,095	0.03	0.11	0.12	N.M.	57.4	52.5	101%	304%	9%
Japan Air Termin*	9706 JT	未评级	¥6000	4,107	37	87	125	N.M.	68.6	47.9	83%	138%	43%
Auckland Airport*	AIA NZ	未评级	NZD5.26	4,176	0.19	0.16	0.17	28.0	32.9	30.6	13%	-15%	8%
Malaysia Airport*	MAHB MK	未评级	MYR5.64	2,220	0.52	0.01	0.07	10.8	N.M.	84.2	79%	-98%	644%
Fraport Ag*	FRA GR	未评级	€58.03	5,795	2.54	3.03	3.35	22.8	19.1	17.3	6%	19%	10%
Sats Ltd*	SATS SP	未评级	SGD3.87	3,062	0.16	0.17	0.20	24.2	22.2	19.4	-3%	9%	15%
<b>平均</b>								<b>28.2</b>	<b>25.8*</b>	<b>23.2*</b>			

资料来源: Bloomberg、元大 \*根据 12 月 7 日收盘价。 \*\*计算平均市盈率时剔除 Sydney Airport、Japan Air Terminal、Malaysia Airport。

图 4：同业估值比较表(续)

公司	代码	评级	股价	市值	净资产收益率			股利收益率(%)			市净率 (%)		
				(百万美元)	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
上海机场	600009 CH	买入	RMB30.46	9,163	11.4%	12.3%	12.4%	1.1%	1.3%	1.4%	3.2	2.9	2.7
<b>国内同业</b>													
白云机场	600004 CH	持有-超越同业	RMB13.95	2,504	12.8%	12.9%	12.3%	2.1%	0.8%	2.0%	1.9	1.7	1.9
厦门空港-A*	600897 CH	未评级	RMB22.54	1,048	17.1%	13.6%	13.6%	2.1%	1.4%	2.0%	2.4	2.2	2.0
深圳机场-A*	000089 CH	未评级	RMB8.18	2,619	3.4%	4.7%	5.5%	0.3%	0.5%	0.7%	1.8	1.6	1.6
北京首都机场-H*	694 HK	未评级	HK\$8.58	4,795	8.3%	9.3%	9.7%	1.8%	2.2%	2.5%	1.8	1.7	1.6
威海广泰-A*	002111 CH	未评级	RMB31.84	1,795	9.2%	10.9%	12.9%	0.3%	0.3%	0.3%	7.8	8.4	7.5
<b>平均</b>					<b>10.4%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>
<b>国外同业</b>													
Airports Of Thai*	AOT TB	未评级	THB322	12,822	13.0%	15.4%	16.0%	1.1%	1.3%	1.6%	4.74	4.27	3.9
Sydney Airport*	SYD AU	未评级	AUD6.2	10,095	3.4%	19.2%	98.6%	3.8%	4.2%	4.6%	9.06	13.84	18.2
Japan Air Termin*	9706 JT	未评级	¥6000	4,107	3.0%	6.8%	8.8%	0.2%	0.3%	0.6%	4.86	4.59	4.2
Auckland Airport*	AIA NZ	未评级	NZD5.26	4,176	7.5%	6.2%	6.8%	2.8%	3.1%	3.3%	2.06	1.70	1.6
Malaysia Airport*	MAHB MK	未评级	MYR5.64	2,220	13.4%	0.6%	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.28	1.16	1.2
Fraport Ag*	FRA GR	未评级	€58.03	5,795	7.5%	8.3%	9.0%	2.3%	2.4%	2.6%	1.66	1.57	1.5
Sats Ltd*	SATS SP	未评级	SGD3.87	3,062	12.8%	13.2%	15.0%	3.4%	3.5%	4.0%	3.06	2.90	2.8
<b>平均</b>					<b>8.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>22.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7**</b>	<b>2.5**</b>

资料来源: Bloomberg、元大 \*根据 12 月 7 日收盘价。 \*\*计算平均市净率时剔除 Sydney Airport。

## 需求畅旺可提供强劲支撑

我们预期中国出境/境内航空旅客人数 2015-17 年复合增长率将达 16/11.5%。

### 中国航空旅游需求稳健，可提供稳固支撑

- ▶ 中国出境旅游欣欣向荣：随着个人平均收入增加，且强势人民币带动购买力提升，中国过去 5 年居民平均出境旅行总次数有强劲增长。我们预期出境旅游热潮将持续，且 2015-17 年旅客人数年复合增长率将达 16%，系因 1) 与发达国家/邻国相较，中国离境旅游人数占总人口比率仍然落后；2) 可支配收入稳定增长，带动二线城市出境旅游需求涌现；及 3) 许多国家放宽签证限制，以吸引中国游客 (参见图 5)。
- ▶ 境内航空旅游维持稳健增长：本中心旅游业分析师认为中国国内旅游需求将持续增长，系因由观光转为休闲旅游的消费升级趋势明显。尽管 2012-14 年间中国高铁建设持续进行，空运在国内旅游仍扮演重要角色，市占率稳定维持在 10%。我们预期 2015-17 年中国境内利用航空运输的旅客人数年复合增长率将达 11.5% (参见图 6)。

图 5：中国离境旅客人数预估 (2015-17 年)



资料来源：元大

图 6：中国国内旅客人数预估 (2015-17 年)



资料来源：元大

上海浦东机场是全球增长最快的机场之一。

### 上海机场为亚洲与全球重要交通核心枢纽

上海机场位于东亚，在全球交通网络的地位日益重要。2015 年至今上海机场的客运量已增长 17.7%，在全球最繁忙机场前三十名中增长速度最快，其客运量全球排名亦由 2014 年的第 19 名跃升至第 11 名 (参见图 9)。若是加计上海虹桥机场，2014 年上海两大机场的客运总量达 8,960 万人，首度超越北京的 8,600 万人。

2014 年上海机场的货运周转量同比增长 8.6% 至 320 万吨，全球排名第三，次于香港国际机场与孟菲斯国际机场。管理层目标为超越上述二机场，成为全球第一的航空货运核心枢纽。

我们预期上海机场 2015-17 年客运量/货运量年复合增长率将达 14%/10%。

展望未来，我们认为上海机场不但会是亚洲重要的核心枢纽机场，在全球航空网络也将同样扮演关键角色。我们预期其客运量将在 2015-17 年达到年复合增长率 14%。在此同时，我们预期其货运业务将在 2016-17 年以年复合增长率 10% 增长 (参见图 7、图 8)。

下文将就上海机场营收/盈利增长动能详加讨论，包括上海自由贸易试验区与上海迪士尼乐园等。

图 7：上海机场客运量预估



资料来源：公司资料、元大预估

图 8：上海机场货运周转量预估



资料来源：公司资料、元大

图 9：2015 年至今全球最繁忙机场 (依客运量)

排名	机场	国别	旅客总量 (百万人次)	排名变化	旅客总量变化 (%)
1	United States Hartsfield–Jackson Atlanta International Airport	美国	22.7	不变	增加 5.1%
2	<b>中国北京首都国际机场</b>	<b>中国</b>	<b>21.7</b>	<b>不变</b>	<b>增加 5.5%</b>
3	United Arab Emirates Dubai International Airport	阿拉伯联合酋长国	19.6	上升 3 名	增加 6.8%
4	日本东京羽田国际机场	日本	18.1	不变	增加 8.4%
5	United States Los Angeles International Airport	美国	16.4	不变	增加 2.8%
6	United Kingdom London Heathrow Airport	英国	16.4	下降 3 名	增加 2.0%
7	<b>中国香港国际机场</b>	<b>中国</b>	<b>16.3</b>	<b>上升 3 名</b>	<b>增加 9.0%</b>
8	United States O'Hare International Airport	美国	16.3	下降 1 名	增加 9.8%
9	United States Dallas/Fort Worth International Airport	美国	14.5	不变	减少 1.2%
10	Thailand Suvarnabhumi Airport	泰国	14.1	上升 12 名	增加 14.8%
11	<b>中国上海浦东国际机场</b>	<b>中国</b>	<b>14.1</b>	<b>上升 8 名</b>	<b>增加 17.7%</b>
12	France Paris-Charles de Gaulle Airport	法国	14.1	下降 4 名	增加 2.2%
13	<b>中国广州白云国际机场</b>	<b>中国</b>	<b>14.1</b>	<b>上升 2 名</b>	<b>增加 3.7%</b>
14	Singapore Singapore Changi Airport	新加坡	13.1	上升 2 名	减少 0.9%
15	Turkey Istanbul Atatürk Airport	土耳其	12.9	下降 2 名	增加 4.4%
16	South Korea Seoul Incheon International Airport	韩国	12.5	上升 7 名	增加 15.6%
17	Germany Frankfurt Airport	德国	12.5	下降 6 名	增加 2.8%
18	Indonesia Soekarno-Hatta International Airport	印度尼西亚	12.3	下降 6 名	减少 9.5%
19	United States Denver International Airport	美国	12.2	下降 1 名	减少 1.4%
20	Malaysia Kuala Lumpur International Airport	马来西亚	12.0	不变	减少 2.9%
21	United States John F. Kennedy International Airport	美国	11.9	下降 4 名	增加 7.4%
22	Netherlands Amsterdam Airport Schiphol	荷兰	11.5	下降 8 名	增加 3.5%
23	United States Phoenix Sky Harbor International Airport	美国	11.0	上升 3 名	增加 4.5%
24	United States Miami International Airport	美国	11.0	上升 5 名	增加 4.6%
25	United States San Francisco International Airport	美国	10.8	下降 4 名	增加 5.1%
26	India Indira Gandhi International Airport	印度	10.7	上升 5 名	增加 13.0%
27	United States Charlotte Douglas International Airport	美国	10.3	下降 3 名	增加 0.1%
28	United States McCarran International Airport	美国	10.3	下降 3 名	增加 1.7%
29	<b>中国成都双流国际机场</b>	<b>中国</b>	<b>10.2</b>	<b>上升 9 名</b>	<b>增加 13.3%</b>
30	Brazil São Paulo-Guarulhos International Airport	巴西	10.0	不变	增加 1.9%

资料来源：国际机场协会

## 上海自由贸易试验区

上海自由贸易试验区成立于 2013 年 9 月 29 日，包含四大自由贸易区，亦即外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区。至 2014 年底，中国政府已将上海自由贸易试验区面积由 28.78 平方公里扩张至 120.72 平方公里，并加入三个新区，亦即陆家嘴金融贸易区、金桥出口加工区，及张江高科技园区 (参见图 11)。

中国政府在自由贸易区的贸易开放措施有利于上海机场货运业务前景。

中国政府将在上海自由贸易试验区内促进贸易视为优先要项，并推出许多开放政策，例如“[外商投资准入特别管理措施\(负面清单\)](#)”、数项减税优惠、金融开放、及简化通关手续等。至 2015 年 8 月为止，上海自由贸易试验区内已注册的新成立公司已达 31,000 家，总注册资本达人民币 13,990 亿元。

另外，在自由贸易区内，进出口所需的海关流程时间较区外节省 41%/37%。未来中国政府有望进一步缩减负面清单，推动更多金融开放先行政策，并促进电子商务与物流发展。

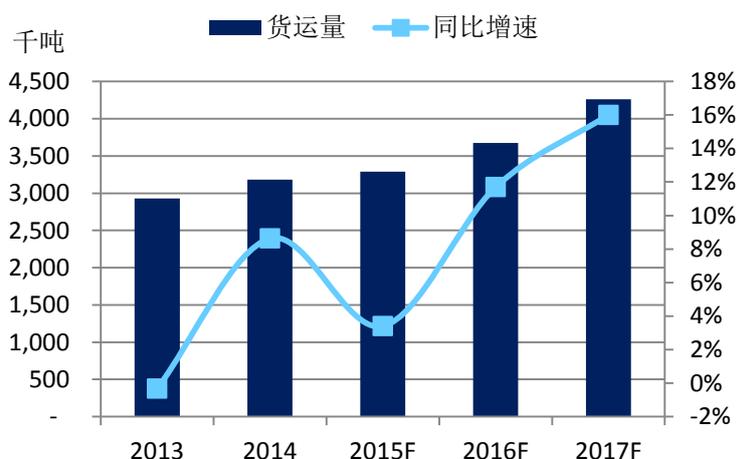
### 在四大自由贸易区中，上海浦东机场综合保税区为唯一的机场

浦东机场综合保税区的目标为发展航空货运物流业务、成为国际物流转运中心、及经营飞机租赁业务。此外，我们亦认为 1) 更多高科技制造商在减税诱因下进入园区；及 2) 设立上海国际艺术品交易中心，均可进一步带动上海航空货运需求。

我们预期上海机场 2016/17 年货运周转量将重拾动能，同比增长率有望分别达 11.7%/16%。

如上文所述，上海机场的货运周转量为中国大陆第一，全球第三。其发展与中 国，甚至是全球经济均紧密相连。尽管 2015 年货运业务增长率因全球经济疲弱而降至约 3.5%，我们仍认为上海自由贸易试验区未来前景看好，有望带动上海机场增长。我们预期上海机场 2016/17 年货运周转量将重拾动能，同比增长率有望分别达 11.7%/16%。

图 10：上海机场货运业务预估



资料来源：公司资料、元大预估

图 11：上海自由贸易试验区



资料来源：百度百科

# 上海迪士尼

上海有望像东京一样，成为商务与观光活动均衡的都市。

我们认为上海正开始变得像东京一样，成为商务与观光活动更加均衡的都市。上海迪士尼乐园预计于 2016 年春天开幕，届时园区面积将是亚洲最大，接近东京迪士尼乐园与东京迪士尼海洋两园区面积总和。上海极地海洋世界亦规划于 2017 年开幕，距上海迪士尼乐园车程约 30 分钟。我们看好此两大主题乐园有望提供多样化的休闲吸引力，同时招徕国内与国际旅客(参见图 15)。

研究中心预估迪士尼有望使上海机场 2016 年旅客人数增加 5.3%，长期有望增加 10%。

## 上海机场可显著受惠于上海迪士尼

如图 12 所示，上海迪士尼预估占地 91 公顷，几乎相当于东京迪士尼乐园与迪士尼海洋两园园区面积总和，更是香港迪士尼的 3 倍大。由东京与香港迪士尼乐园的开发经验看来，我们估计上海迪士尼乐园第一年有望吸引 1,500 万名游客，中长期有望每年吸引 2,800 万-3,000 万名游客。我们保守假设游客中将有 30% (10% 为国内游客，20% 为国外游客) 搭机由上海两座机场抵达。

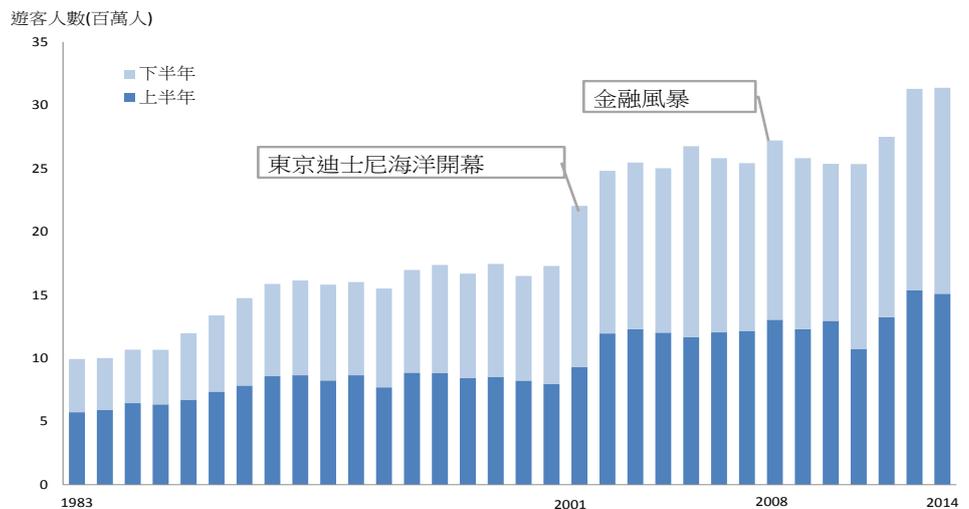
并假设上海机场与上海虹桥机场客流量比例为 6:4，我们预估上海迪士尼第一年可带动上海机场旅客人数增长 5.3%，中长期每年带来 900 万名旅客，约为上海机场 2014 年吞吐量的 10%。

图 12：亚洲迪士尼乐园各园区与上海极地海洋世界比较

比较	东京迪士尼乐园	东京迪士尼海洋	香港迪士尼乐园	上海迪士尼乐园	上海极地海洋世界
开幕时间	1983 年	2001 年	2005 年 9 月	预计为 2016 年春天	预计为 2017 年
园区面积	51 公顷	49 公顷	28 公顷	91 公顷	29.7 公顷
开幕第一年游客数(百万人)	9.33	7.5	5.2	15*	4-5*
每年游客数(百万人)	17~17.5	14	7.5	28-30*	6-8*

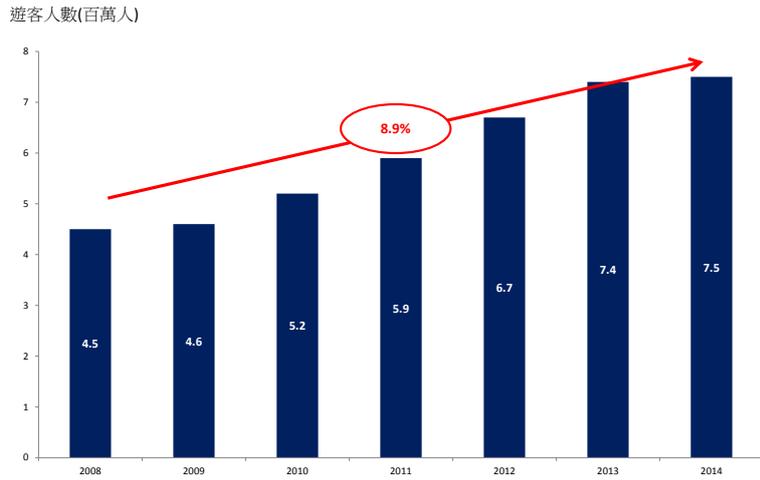
资料来源：Wiki、迪士尼网站、极地海洋世界 \*为本中心预估值

图 13：东京迪士尼乐园开幕以来游客人数



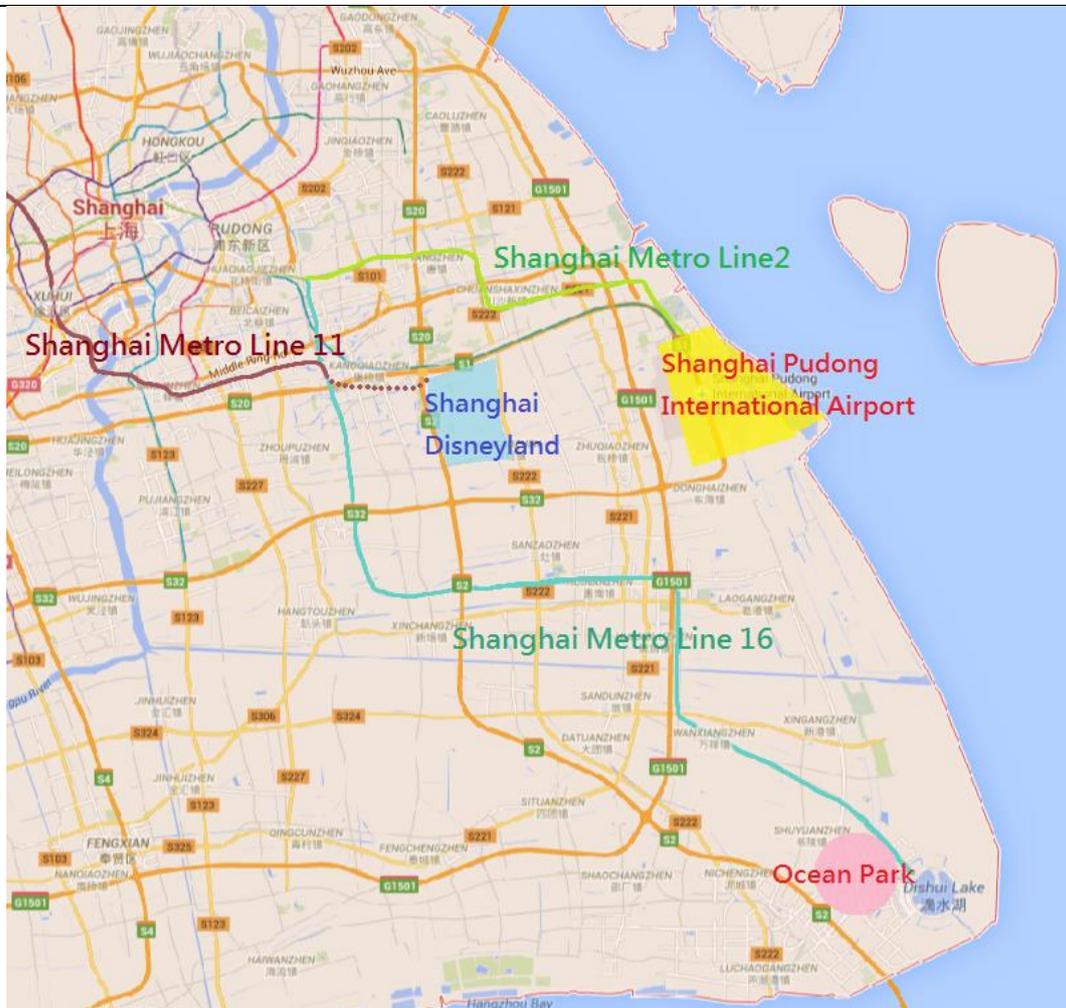
资料来源：东京迪士尼乐园

图 14：香港迪士尼乐园开幕以来游客人数



资料来源：香港迪士尼乐园

图 15：上海迪士尼乐园预定地邻近浦东国际机场



资料来源：上海迪士尼乐园、上海地铁、元大预估

## 产能充裕提供更多增长空间

尽管中国航空旅游需求维持稳健，但大多数的一线机场均面临运量瓶颈。举例而言，2015年前七个月北京首都机场与广州白云机场旅客吞吐量仅同比增长5.3%/3.7%。另一方面，上海机场则有较大的运量弹性，系因比中国其他主要城市更早采取双机场模式。尽管年初至今上海机场旅客吞吐量已同比增长17.7%，我们认为上海机场产能利用率的未来增长空间有望优于其他同业。

上海机场年初至今增长已超越同业。

上海机场的每小时起降产能利用率2015年上半年已增至82%，但仍低于白云机场/首都机场/深圳国际机场的86%/91%/91%。

### 虽有小时起降架次上限，但仍有增长空间

根据中国民用航空局规定，所有机场均有尖峰小时架次上限(起飞/降落)。上限依跑道数/跑道等级及空域资源而定。图16显示上海国际机场有4条跑道，形成两组一起一降的跑道，尖峰小时起降架次上限为74架次。根据研究中心预估，上海机场2015年上半年的平均每小时起降架次达到61，产能利用率仅82%，仍低于白云机场/首都机场/深圳机场的86%/91%/91%。

### 第一航站楼改造工程完成后，航站楼运量有望提升

尽管航站楼即使旅客吞吐量超过预定容量时仍可运作，但吞吐量超载可能导致营运效率下滑，因此造成营收增长低于旅客吞吐量与航班起降架次增长。实际上，上海机场2015年年初至今即面临这种情况，但我们认为2015年年底或2016年年初第一航站楼改造完成后，情况应可改善。

第一航站楼改造工程有望提供足够的航站楼容量，以达更高的旅客吞吐量增长。

根据公司资料，航站楼预定年旅客吞吐量为7,680万人。根据研究中心预估，上海机场的旅客吞吐量2015年可达6,000万人，因此产能利用率约为78%。图16显示上海机场显然有足够的航站楼空间可容纳其旅客运量增长，相较之下，白云机场/首都机场/深圳机场的航站楼利用率已达158%/111%/90%。

图16：中国各大机场运量比较

	上海机场	白云机场	北京首都机场	深圳机场	
代码	600009 CH	600004 CH	00694 HK	000089 SZ	
航站楼	目前运量	3,500万/ 2018年第二航站楼启用后为 8,000万	8,200万	4,500万	
	2015年旅客数**	6,000万	5,540万	4,030万	
	利用率**	78%	158%	111%	90%
机场跑道	使用中	4	3	2	
小时起降数	核定上限	74 (最近一次调整时间为2014年)	65 (最近一次调整时间为2012年)	88 (最近一次调整时间为2011年底)	46 (最近一次调整时间为2014年)
	2015年上半年实际平均	61	56.2	80.5	42
	利用率	82%	86%	91%	91%

资料来源：公司资料、Wind、元大 \*2015年底或2016年年初第一航站楼改造工程完成后。 \*\*元大预估

## 非航空业务展望

### 上海机场的商业租赁营收占比为 30%

上海机场的非航空营收主要来自商业租赁业务、能源转供、广告空间出租。其中能源转供营收占比仅约 3%。此外，上海机场亦成立了合资公司“上海机场广告公司”，持股比例为 51%，是透过与集团合资的广告公司再和第三方合资设立。此合资公司负责上海机场的广告营收，但营收占比仅 1%。因此，我们认为商业租赁为上海机场最重要的非航空业务，营收占比约 30%(参见图 17)。

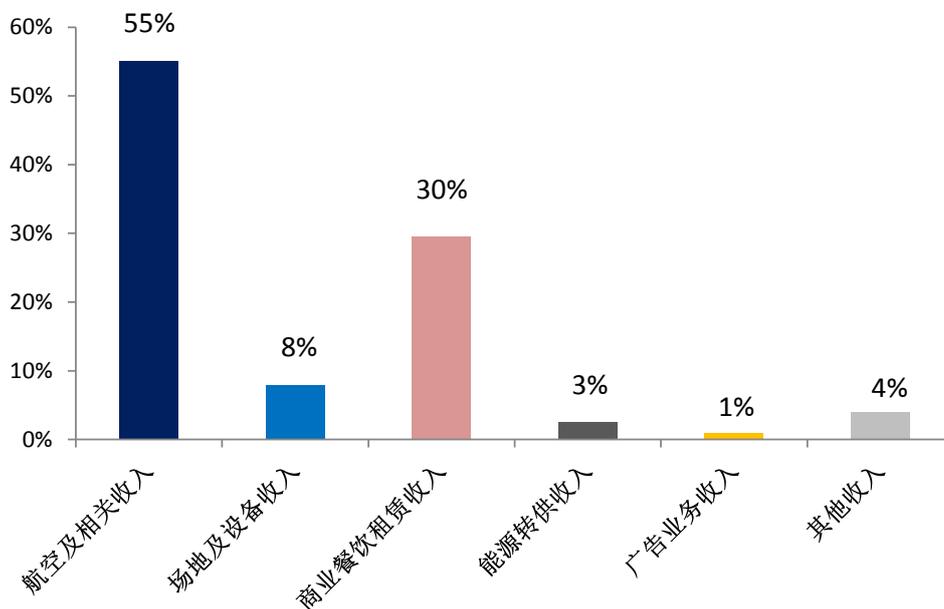
一般而言，商业租赁业务包括餐饮服务空间出租、利益分享，营收与盈利则与 1) 可出租空间；2) 旅客流量；3) 旅客购买力高度相关。

我们预估上海机场的商业租赁营收 2015/16/17 年有望同比增长 12.2%/18.5%/15.7%。

### 静待第一航站楼改造工程完成，提升运量与营收

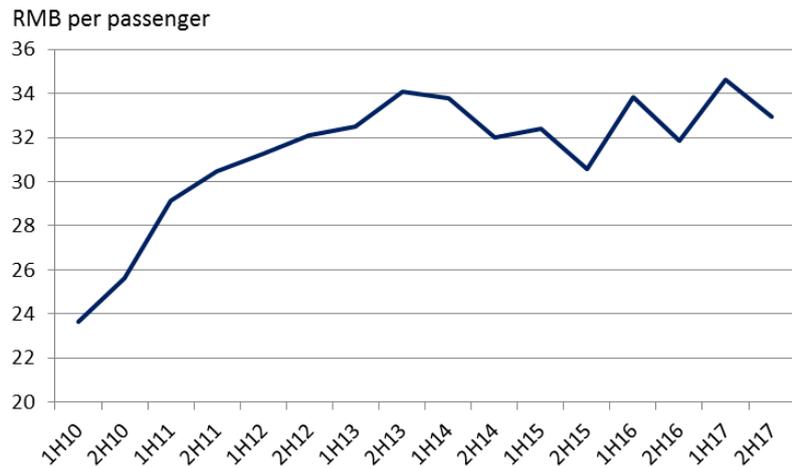
上海机场可出租面积近 3 万平方米，是一线机场中最大，租用率高达 95%以上。此外，公司表示，第一航站楼改造工程完成后，整体商场面积将大幅增加。尽管公司没有透露太多细节，我们倾向认为客流量增长高于商业租赁营收的情况可在购物商场面积扩大后获得缓解。如图 18 所示，我们预估上海机场的每位旅客商业租赁营收最快在 2016 年 1 季度回归增长轨道，届时第一航站楼改造工程应该已经完工。整体而言，我们预估上海机场的商业租赁营收 2015/16/17 年有望同比增长 12.2%/18.5%/15.7%(参见图 16)。

图 17：上海机场营收分布(依类别分)



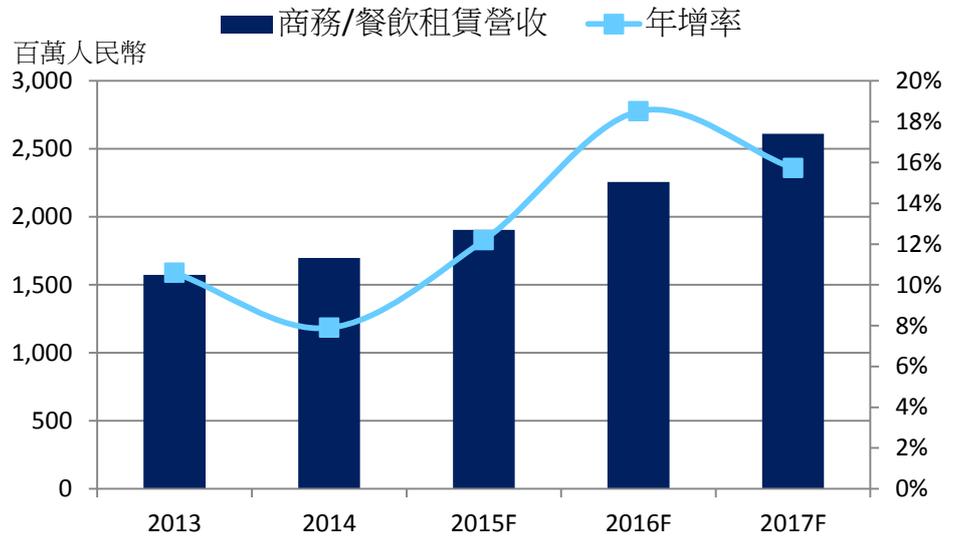
资料来源：公司资料

图 18: 上海机场 2010 年上半年至 2017 年下半年每旅客的商业租赁营收



资料来源: 公司资料、元大

图 19: 商务租赁/餐饮服务出租营收预估



资料来源: 公司资料、元大

## 成本分析

由于机场为资本密集产业，毛利率经常受到折旧费用左右。以上海机场而言，折旧与摊销费用通常占销货成本的 20-30%，波动通常与固定资产开始使用的时间点有关(请参见图 20 的上海机场历史毛利率与折旧费用走势)。一般而言，在固定资产营运初期，产能利用率较低但折旧成本较高，因此在此一阶段，毛利率通常会下滑。相反地，在产能利用率提高、折旧成本稳定后，毛利率也会回升。

### 研究中心针对上海机场折旧成本展望的观点与预估

上海机场 2016 年至 2019 年下半年将持续认列折旧费用，有望使利润率维持稳健水平。

#### ► 中期 -(2016 年至 2019 年上半年): 第一航站楼改造工程完成的负面影响仍在可控制范围内

上海机场 2015 年下半年的折旧成本同比下滑 20%，毛利率因此由去年的 42% 上升至 45%。公司目标在 2015 年年底或 2016 年 1 季度完成第一航站楼的改造工程并开始营运，总投资金额达人民币 12.2 亿元。假设第一航站楼的折旧期间不再延长，并考虑到第一航站楼已使用 16 年，总折旧期间为 35 年，我们预估每年的折旧费用将增加人民币 6,400 万元，相当于每季人民币 1,600 万元。研究中心预估 2016 年折旧成本将因此增加 8.9%，但负面冲击仍可能在可控制范围内，系因我们预估营收有望同比增长 14%。此外，我们预估折旧成本在 2017-2019 年上半年可大致稳定，因为没有大型固定资产在此段时间开始运作。

#### ► 长期(2019 年下半年后): 显著冲击仍遥远

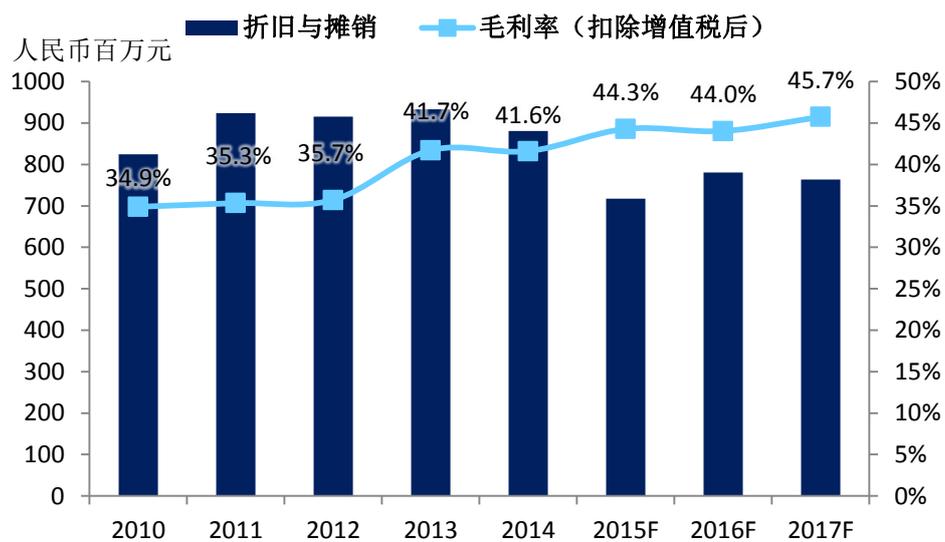
上海机场的第三期扩建工程预定于 2015 年 12 月开始，预计于 2019 年完工，计划总投资金额达人民币 201 亿元。扩建工程将委托给上海机场(集团)有限公司，并由上市公司上海机场购买或承租该资产的使用权。第三期扩建工程包括 S1 与 S2 卫星航站楼，以及交通运输系统。S1 与 S2 卫星航站楼完工后，除了第一与第二航站楼原有的 7,680 万人之外，上海浦东机场的总旅客吞吐量每年可再增加 3,800 万人。

假设航站楼使用年限为 35 年，研究中心预估上海机场 2019 年下半年至 2020 年间每年的折旧成本需额外增加人民币 5.74 亿元，而 2015 年的折旧成本为人民币 7.03 亿元。

不过，这些将大幅冲击毛利率的巨额折旧成本仍很遥远，我们认为上海机场 2015 年至 2019 年上半年期间的毛利率仍可维持在相对稳健水平。

第三期扩建的显著冲击要到 2019 或 2020 年才会发生，与现在距离仍远。

图 20: 上海机场 2010 年至 2017 年折旧与摊销费用 vs. 毛利率



资料来源: 公司资料、元大

## 盈利回顾与展望

### 2015年3季度回顾

受惠于旺季效应，2015年3季度营收环比增长3%、同比增长7%。另一方面，公司尖峰小时起降架次/旅客数各同比增长9.5%/14.6%。营收增长落后公司营运数据的原因在于：1) 国内航班增长快于国际航班；2) 第一航站楼一部份仍在整修。2015年3季度毛利率增长至43.2%，高于2014年3季度的37%，主要是受惠于折旧费用降低。整体而言，2015年3季度每股收益为人民币0.33元，同比增长15%。

### 2015年4季度展望

我们预估旺季效应有望延续至2015年4季度。据此，我们预估2015年4季度营收将与前季相对持平，同比增长10%，亦预估毛利率将达44.5%的稳健水平，高于2015年3季度的43.2%。我们预估2015年4季度每股收益达人民币0.29元。

### 2015/16/17年展望

我们预估2015/16/17年每股收益可达人民币1.29/1.43/1.66元，同比增长19%/10%/16%，主因在于：1) 中国航空旅游需求强劲；2) 上海自贸区持续扩展开发；3) 上海迪士尼乐园将于2016年初开幕；4) 折旧费用稳定并降低。本中心也预估上海机场盈利增长在2017年将再度加速，动力来自：1) 2016年第一航站楼整修，使折旧费用降低；2) 第一航站楼提升产能利用率。

我们预估 2015/16/17 年每股  
收益可达人民币  
1.29/1.43/1.66 元。

- ▶ **航班起降：**本中心预估2015/16/17年航班起降架次(包括起飞、降落)将增长11.9%/11.3%/10.8%，相对持稳，原因在于该公司尖峰小时起降架次正趋近，甚或有时已超越民航局制定上限。然而，尖峰小时起降架次限制上调有望带来增长空间。
- ▶ **旅客吞吐量：**研究中心预估，由于航班平均旅客数可能持续增长，上海机场旅客吞吐量增长将持续超越起降架次增长。我们预估2015/16/17年旅客吞吐量将攀升17.2%/13.6%/12.4%。如上所述，核定尖峰小时起降架次上调将为旅客吞吐量带来增长空间。
- ▶ **货物吞吐量：**因景气不佳之故，2015年上海机场货运业务增长率可能放缓至3.4%。然而，我们预估在上海自贸区扩展的支撑下，2016/17年货运业务增长有望重拾动能。本中心预估2015/16/17年货运量将增长3.4%/11.7%/16%。

### 资产负债表潜在变动

由于上海机场已开始兴建S1与S2卫星航站楼，该公司表示2015-19年总资本支出将超越人民币200亿元，而公司2015年3季度底在手现金为人民币94亿元。研究中心估算上海机场可能需发行公司债/可转债，以及/或进行增资计划，以达到现金平衡。因相关信息仍不明朗，我们未将资产负债表的潜在变动计入2015-17年财务预估模型，但在此提醒投资人此潜在变动。

图 21：上海机场 - 季度及年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	1,522	1,572	1,626	1,618	6,338	1,746	1,806	1,826	1,853	7,231
销货成本	(864)	(845)	(924)	(898)	(3,531)	(997)	(971)	(1,051)	(1,028)	(4,047)
营业毛利	658	727	702	720	2,807	749	835	775	826	3,184
营业费用	(57)	(53)	(60)	(88)	(257)	(65)	(63)	(73)	(96)	(297)
营业利润	601	674	643	632	2,550	684	771	702	729	2,887
营业外利益	235	204	203	135	776	195	221	216	145	777
税前净利润	837	877	845	767	3,326	880	992	917	874	3,664
少数股东权益	(35)	(34)	(38)	(38)	(146)	(38)	(38)	(38)	(38)	(153)
所得税费用	(174)	(179)	(174)	(166)	(693)	(183)	(202)	(189)	(189)	(764)
归属母公司税后净利润	628	664	633	563	2,487	658	752	691	647	2,747
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.33	0.34	0.33	0.29	1.29	0.34	0.39	0.36	0.34	1.43
加权平均股数	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	43.2%	46.2%	43.2%	44.5%	44.3%	42.9%	46.2%	42.4%	44.6%	44.0%
营业利润率	39.5%	42.9%	39.5%	39.1%	40.2%	39.2%	42.7%	38.4%	39.4%	39.9%
税前净利润率	55.0%	55.8%	52.0%	47.4%	52.5%	50.4%	55.0%	50.2%	47.2%	50.7%
有效所得税率	20.8%	20.4%	20.6%	21.7%	20.8%	20.8%	20.4%	20.6%	21.7%	20.8%
<b>季增率(%)</b>										
营业收入	3.0%	3.3%	3.4%	(0.5%)	10.2%	7.9%	3.4%	1.1%	1.5%	14.1%
营业利润	2.0%	12.1%	(4.7%)	(1.6%)	20.0%	8.2%	12.7%	(9.0%)	3.9%	13.2%
税后净利润	21.4%	5.8%	(4.7%)	(11.1%)	18.6%	17.0%	14.2%	(8.1%)	(6.4%)	10.4%
每股稀释盈余	21.4%	5.8%	(4.7%)	(11.1%)	18.6%	17.0%	14.2%	(8.1%)	(6.4%)	10.4%
<b>营收分布(人民币百万元)*</b>										
航空相关	847	890	904	872	3,512	974	1,014	1,003	1,003	3,994
场地及设备租赁	103	109	120	114	447	109	114	126	120	469
商业餐饮租赁	458	481	477	488	1,904	540	577	563	576	2,256
能源转供	36	38	44	42	160	39	41	46	44	171
广告业务	12	13	15	14	55	12	13	15	14	55
其他	65	41	66	87	259	71	45	73	96	285
总计	1,522	1,572	1,626	1,618	6,338	1,746	1,806	1,826	1,853	7,231
<b>营收分布(%)</b>										
航空相关	56%	57%	56%	54%	55%	56%	56%	55%	54%	55%
场地及设备租赁	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	7%	6%	6%
商业餐饮租赁	30%	31%	29%	30%	30%	31%	32%	31%	31%	31%
能源转供	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	2%
广告业务	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
其他	4%	3%	4%	5%	4%	4%	3%	4%	5%	4%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司资料、元大

注：标“A”为元大汇整之历史数据；每股收益(依加权稀释股数)系根据加权平均股数计算。

图 22：上海机场营运数据预估

	2013	2014	2015 估	2016 估	2017 估
起降班次	371,190	402,106	449,799	500,747	554,910
同比增长率	2.6%	8.3%	11.9%	11.3%	10.8%
客运量 (千人)	47,190	51,652	60,528	68,790	77,338
同比增长率	5.1%	9.5%	17.2%	13.6%	12.4%
货运量 (千吨)	2,929	3,181	3,289	3,674	4,262
同比增长率	-0.3%	8.6%	3.4%	11.7%	16.0%

资料来源：公司资料、元大

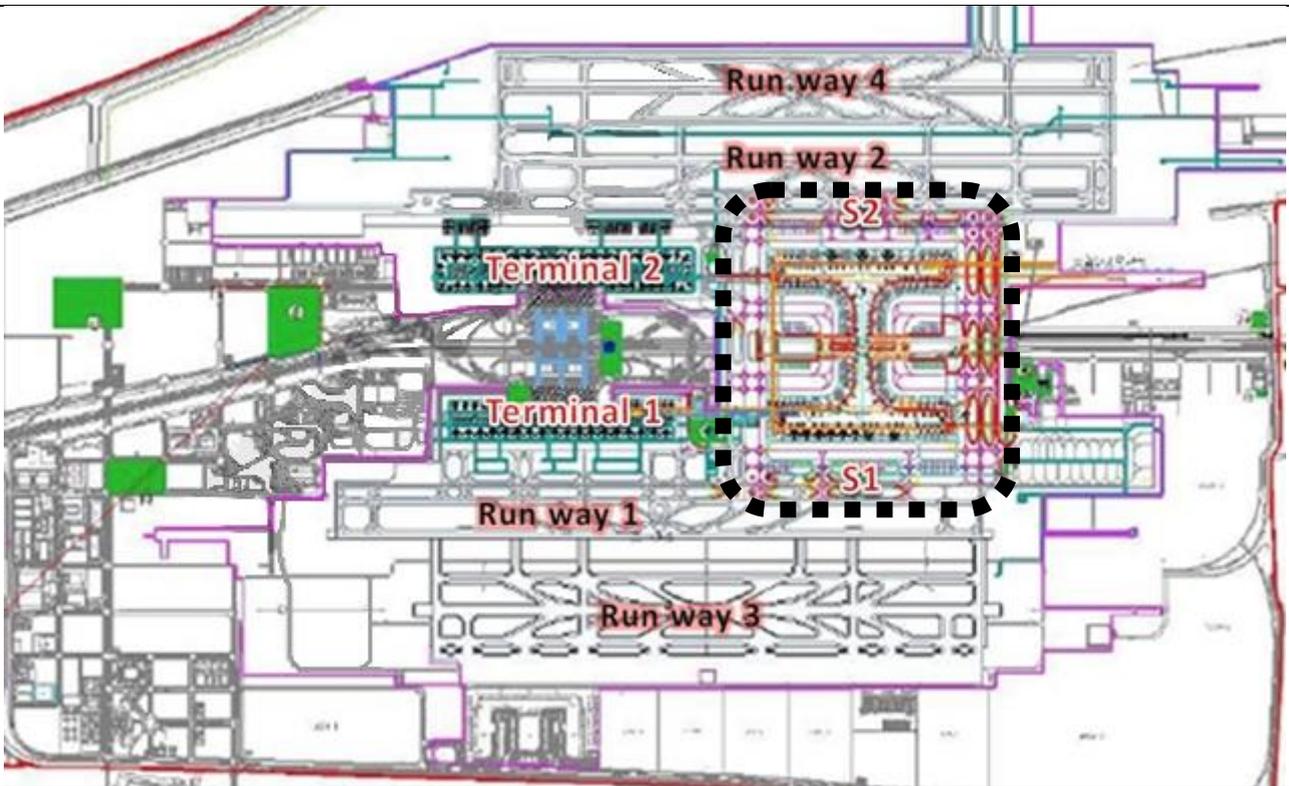
## 公司简介

上海国际机场股份有限公司成立于 1998 年，主要业务为提供浦东国际机场的机场服务(上海虹桥国际机场则是隶属于上海机场（集团）有限公司)。

浦东国际场设计旨在成为亚洲首要航空枢纽，而虹桥国际机场主要提供国内航班服务。2014 年，浦东国际机场成为货运量全球第三大的机场，年客流量亦名列第十九。

2015 年 6 月，上海机场宣布浦东国际机场扩建计划，长期而言可满足年旅客吞吐量 8 千万人次、年货运吞吐量 570 万吨、年飞机起降 65.3 万架次。浦东国际机场目前为中国国际航空、中国东方航空、吉祥航空、上海航空、春秋航空等客运航空公司的枢纽机场，同时与中国货运航空、FedEx Express、DHL Aviation、UPS Airlines、扬子江快运等业者合作货物空运业务。

图 23：上海机场结构图



资料来源：公司资料、元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	6,676	8,960	10,039	11,282	11,062
存货	18	19	19	25	24
应收帐款及票据	778	864	977	1,123	1,249
其他流动资产	136	138	158	179	201
<b>流动资产</b>	<b>7,608</b>	<b>9,981</b>	<b>11,193</b>	<b>12,610</b>	<b>12,536</b>
长期投资	1,796	1,833	2,387	2,996	3,665
固定资产	11,084	10,662	10,633	11,367	13,118
什项资产	430	539	539	539	539
<b>其他资产</b>	<b>13,310</b>	<b>13,034</b>	<b>13,559</b>	<b>14,901</b>	<b>17,322</b>
<b>资产总额</b>	<b>20,918</b>	<b>23,015</b>	<b>24,751</b>	<b>27,511</b>	<b>29,858</b>
应付帐款及票据	152	183	165	190	199
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	1,022	1,508	1,652	1,834	1,970
<b>流动负债</b>	<b>1,174</b>	<b>1,691</b>	<b>1,817</b>	<b>2,024</b>	<b>2,169</b>
长期借款	2,491	2,494	2,363	2,993	2,957
其他负债及准备	5	4	4	4	4
<b>长期负债</b>	<b>2,497</b>	<b>2,498</b>	<b>2,368</b>	<b>2,997</b>	<b>2,961</b>
<b>负债总额</b>	<b>3,671</b>	<b>4,190</b>	<b>4,185</b>	<b>5,022</b>	<b>5,129</b>
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
保留盈余	12,443	13,960	15,701	17,624	19,863
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>额归属母公司之权益</b>	<b>16,945</b>	<b>18,463</b>	<b>20,204</b>	<b>22,127</b>	<b>24,366</b>
<b>少数股权</b>	<b>302</b>	<b>363</b>	<b>363</b>	<b>363</b>	<b>363</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>17,247</b>	<b>18,825</b>	<b>20,566</b>	<b>22,489</b>	<b>24,728</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	2,023	2,250	2,633	2,900	3,352
折旧及摊提	933	881	717	781	763
本期营运资金变动	296	429	(7)	33	(2)
其他营业资产	(253)	(424)	(385)	(440)	(501)
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>2,849</b>	<b>2,981</b>	<b>2,813</b>	<b>3,121</b>	<b>3,459</b>
资本支出	(513)	(445)	(674)	(1,500)	(2,500)
本期长期投资变动	519	555	0	0	0
其他资产变动	(16)	(5)	103	103	103
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(10)</b>	<b>105</b>	<b>(570)</b>	<b>(1,397)</b>	<b>(2,397)</b>
股本变动	(678)	(518)	(746)	(824)	(960)
本期负债变动	3	2	(131)	630	(37)
其他调整数	(283)	(286)	(286)	(286)	(286)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(959)</b>	<b>(802)</b>	<b>(1,163)</b>	<b>(481)</b>	<b>(1,282)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>1,880</b>	<b>2,284</b>	<b>1,079</b>	<b>1,243</b>	<b>(220)</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>2,839</b>	<b>3,086</b>	<b>2,242</b>	<b>1,724</b>	<b>1,062</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>营业收入</b>	<b>5,215</b>	<b>5,751</b>	<b>6,338</b>	<b>7,231</b>	<b>8,168</b>
销货成本	(3,039)	(3,358)	(3,531)	(4,047)	(4,432)
<b>营业毛利</b>	<b>2,176</b>	<b>2,392</b>	<b>2,807</b>	<b>3,184</b>	<b>3,736</b>
营业费用	(206)	(267)	(257)	(297)	(340)
<b>营业利润</b>	<b>1,969</b>	<b>2,126</b>	<b>2,550</b>	<b>2,887</b>	<b>3,396</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(6)	(88)	(168)	(168)	(168)
利息收入净额	(6)	(88)	(168)	(168)	(168)
投资利益(损失)净额	536	592	553	609	670
其他业外收入(支出)净额	16	176	391	336	336
非常项目净额	0	1	0	0	0
税前净利润	2,515	2,807	3,326	3,664	4,234
所得税费用	(492)	(556)	(693)	(764)	(883)
少数股权净利	(150)	(155)	(146)	(153)	(153)
归属母公司之净利	1,873	2,097	2,487	2,747	3,198
税前息前折旧摊销前净利	2,902	3,007	3,267	3,667	4,160
每股收益 (RMB)	0.97	1.09	1.29	1.43	1.66
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.97	1.09	1.29	1.43	1.660

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>同比增长率 (%)</b>					
营业收入	10.5	10.3	10.2	14.1	13.0
营业利润	31.2	7.9	20.0	13.2	17.7
税前息前折旧摊销前净	20.1	3.6	8.7	12.2	13.4
税后净利润	18.5	11.9	18.6	10.4	16.4
每股收益	18.46	11.94	18.65	10.44	16.43
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	41.7	41.6	44.3	44.0	45.7
营业利润率	37.8	37.0	40.2	39.9	41.6
税前息前 折旧摊销前净利率	55.6	52.3	51.5	50.7	50.9
税后净利率	35.9	36.5	39.2	38.0	39.2
资产报酬率	10.0	10.2	11.0	11.1	11.7
净资产收益率	11.1	11.4	12.3	12.4	13.1
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	14.4	13.2	11.5	13.3	12.0
净现金(负债)权益比(%)	38.7	47.6	48.8	50.2	44.7
利息保障倍数 (倍)	428.1	32.8	20.8	22.8	26.2
利息及短期债	428.1	32.8	20.8	22.8	26.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	483.8	33.8	16.7	18.6	20.6
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	483.8	33.8	16.7	18.6	20.6
流动比率 (倍)	6.5	5.9	6.2	6.2	5.8
速动比率 (倍)	6.5	5.9	6.1	6.2	5.8
净负债 (RMB 百万元)	(4,184)	(6,466)	(7,676)	(8,289)	(8,106)
每股净值 (RMB)	8.79	9.58	10.48	11.48	12.64
<b>估值指标 (倍)</b>					
市盈率	31.3	28.0	23.6	21.4	18.4
股价自由现金流量比	20.7	19.0	26.2	34.0	55.3
市净率	3.5	3.2	2.9	2.7	2.4
股价税前息前折旧摊销 前净利比	20.2	19.5	18.0	16.0	14.1
股价营收比	11.3	10.2	9.3	8.1	7.2

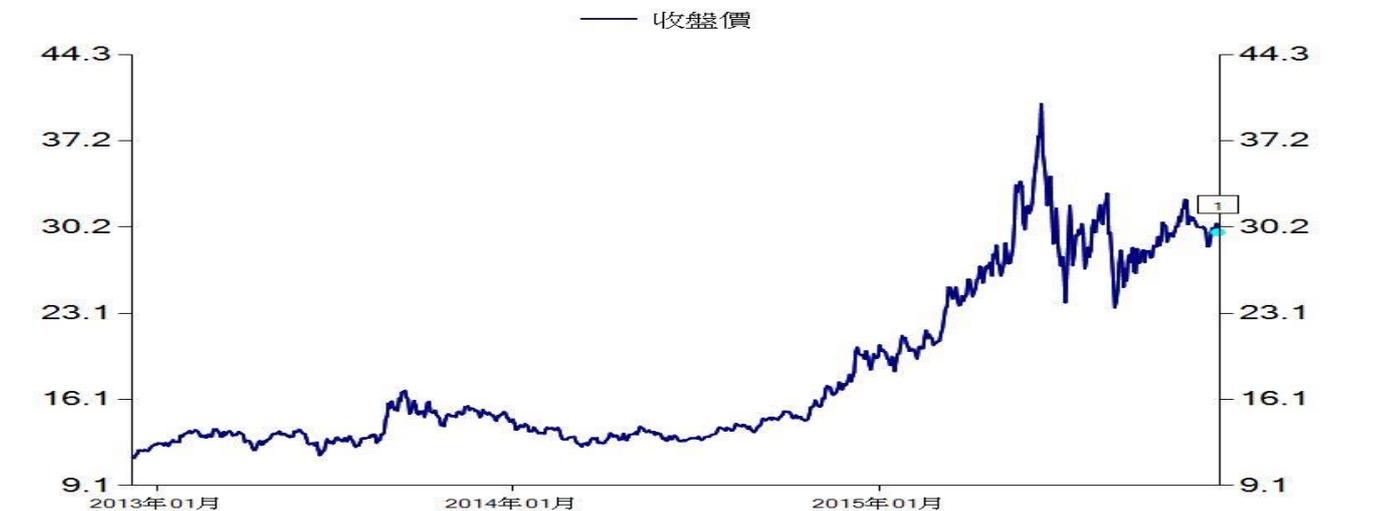
资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 上海机场 (600009 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/12/08	29.75	35.00	35.00	买入	张咏涵

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼