

上海机场 (600009.SH) 机场行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

市场价格 (人民币): 28.27 元
目标价格 (人民币): 35.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,093.48 |
| 总市值(百万元) | 54,475.12 |
| 年内股价最高最低(元) | 39.76/18.18 |
| 沪深 300 指数 | 3469.07 |
| 上证指数 | 3296.26 |



业绩持续增长, 迪斯尼锦上添花

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.972 | 1.087 | 1.271 | 1.527 | 1.794 |
| 每股净资产(元) | 8.79 | 9.58 | 10.72 | 12.12 | 13.78 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.48 | 1.55 | 2.10 | 1.90 | 2.11 |
| 市盈率(倍) | 29.09 | 26.00 | 22.24 | 18.51 | 15.76 |
| 行业优化市盈率(倍) | 14.08 | 20.03 | 29.35 | 29.35 | 29.35 |
| 净利润增长率(%) | 18.46% | 11.89% | 16.90% | 20.13% | 17.48% |
| 净资产收益率(%) | 11.05% | 11.35% | 11.86% | 12.60% | 13.02% |
| 总股本(百万股) | 1,926.96 | 1,926.96 | 1,926.96 | 1,926.96 | 1,926.96 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国际旅客吞吐量同增 18.9%，长三角出境游同增 47.4%：**2015 年前三季度，国际旅客吞吐量/国际飞机起降同增 18.9%/11.5%。国内航线旅客吞吐量同增 21.5%。国内航班飞机起降费用有政策优惠，上海机场国际航班起降比例高，有更高利润率。地处我国出境旅客量最大城市，前三季度长三角地区出境游同增 47.4%，国际旅客吞吐量占比 39.5%，国际航班需求强劲；
- **高峰小时起降次数提升 21.5%，产能富余支撑业务高增长：**目前公司旅客吞吐量/飞机起降架次产能利用率为 86%/72%，相比国内其他枢纽机场仍有较大利用空间，产能未饱和。今年四跑道投入运行后高峰小时起降数从 74 架次高峰小时容量标准提升至 90 架次，提升幅度超过 20%。投资改建 T1 航站楼也将进一步扩大商业面积，未来高峰起降容量标准仍有较大提升空间；
- **净利润预计同比增长 16.9%，非航业务有进一步提升空间：**2015 年前三季度旅客吞吐总量/飞机起降总次数/货邮吞吐总量同增 17.1%/12.5%/3.6%。公司实现营业收入 47.20 亿元，同增 10.5%；归属上市股东的净利润 19.24 亿元，同增 21.9%，对应每股收益 1.00 元。现金流充裕，足以覆盖在建工程投资。T1 改造完工后，餐饮、商业服务设施全面升级，增加旅客休息区域、餐饮、商业等设施，免税商店数量和面积增加，有望加速非航收入增长；
- **迪斯尼提振，机场客货运锦上添花：**上海迪斯尼的开通时间为 2016 年 6 月份，初始阶段为提升旅客体检，会严格控制人数，初始游客在 800 万人/年。迪斯尼三期工程见完后，客流稳定后，预计达到 5000 万人/年，这将大幅提升公司收入与盈利。

投资建议

- 我们认为出境游和国内游的需求具有可持续性，看好与迪斯尼开园相关的上市公司，建议增持上海机场。

估值

- 公司 2015/2016/2017 年 EPS 预测 1.27/1.53/1.79 元，当前股价对应 PE 为 22/19/16 倍。考虑到公司业绩稳定，迪斯尼对公司客流带来长期提振，给予公司“买入”评级，目标价 38 元。

风险

- 外部经济不确定性（如宏观经济下行）导致旅客需求不达预期；机场飞行区运行管理难度有所增加；出境游增长、迪斯尼拉动不达预期。

相关报告

1. 《收入毛利率双提升，迪斯尼带来新增量-上海机场业绩点评》，2015.8.28

戴亚雄 联系人
(8621)61038200
daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 公司概况：我国首座双国际机场，全球化航空运营枢纽 | 4 |
| 股权结构 | 4 |
| 国内航空需求复苏，出境游增长进入快车道 | 5 |
| 人均可支配收入增长，出境游态势良好 | 5 |
| 长三角出境游复苏，2015 前三季度同比增长 47% | 7 |
| 公司营收稳定增长，净利润大幅提升 | 9 |
| 航空业务稳定增长，旅客吞吐量突破五千万 | 9 |
| 非航业务有望两位数增长 | 11 |
| 净利润大幅提升，航油投资收益助推业绩 | 13 |
| 迪士尼利好概念锦上添花有望 | 13 |
| 上海迪士尼 2016 年 6 月开园，上海机场受益 | 13 |
| 预计新增机场旅客吞吐量 400 万人次 | 15 |
| 估值：维持“买入”评级，目标价格 40.00 元 | 16 |
| 投资风险与机遇 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度） | 4 |
| 图表 2：上海机场中国航空网络中心 | 4 |
| 图表 3：上海机场国际航空网络枢纽 | 5 |
| 图表 4：近 20 年城镇人均可支配收入及预测 | 5 |
| 图表 5：近年出境游人数及人均可支配收入及预测 | 5 |
| 图表 6：民航旅客运输量（亿人次）及预测 | 6 |
| 图表 7：民航旅客吞吐量（亿人次）及预测 | 6 |
| 图表 8：民航飞机起降（万架次）及预测 | 6 |
| 图表 9：民航货邮吞吐量（万吨）及预测 | 7 |
| 图表 10：上海 2010-2014 年出境旅客（万人次）及预测 | 7 |
| 图表 11：上海 2010-2015Q1-Q3 出境旅客（万人次）及预测 | 7 |
| 图表 12：长三角 2010-2015Q1-3 出境游（万人次）及预测 | 8 |
| 图表 13：长三角近五年游客及 2015Q1-Q3 飞机起降架次占比 | 8 |
| 图表 14：2014-2015 出境签证新规定 | 8 |
| 图表 15：机场业务盈利分析框架 | 9 |
| 图表 16：上海机场业务收入变化趋势（亿元）及预测 | 9 |
| 图表 17：2015 年上海机场业务收入构成 | 10 |
| 图表 18：2015 年上海机场业务收入构成 | 10 |
| 图表 19：近五年旅客吞吐量（万人次）及预测 | 10 |
| 图表 20：近五年货邮吞吐量（万吨）及预测 | 11 |
| 图表 21：浦东航油投资收益（亿元）及对公司净利润贡献 | 11 |

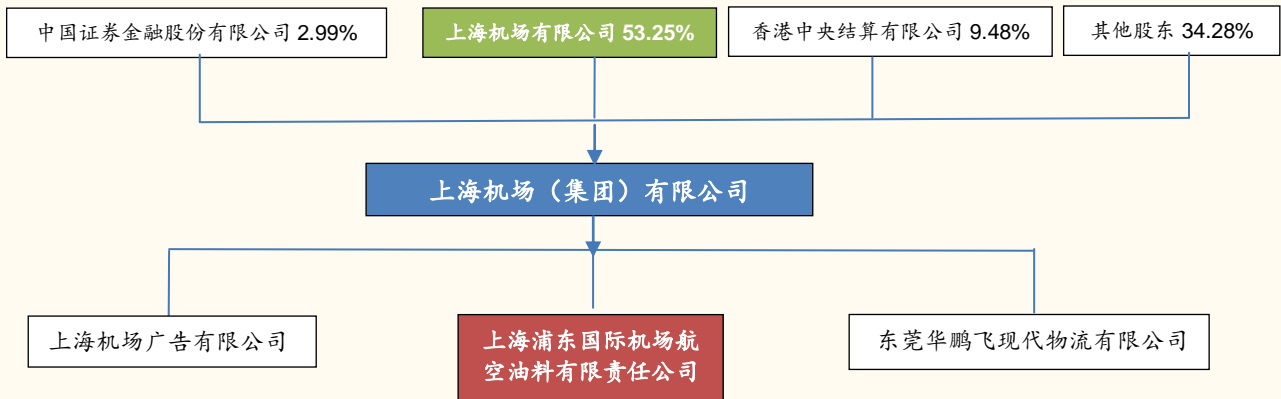
| | |
|--|----|
| 图表 22: 机场盈利循环框架..... | 12 |
| 图表 23: 上海机场营业成本 (亿元) 变化趋势及构成比例 | 12 |
| 图表 24: 上海机场营业成本构成及同比增长 | 12 |
| 图表 25: 近三年营业成本 (亿元) 变化趋势、构成比例及 2015 预测 | 13 |
| 图表 26: 上海迪士尼与东京迪士尼对比 | 14 |
| 图表 27: 参照系——世博会对上海运输业拉动作用 | 14 |
| 图表 28: 参照系——世博会对上三角游客数量拉动 | 14 |
| 图表 29: 参照系——香港迪斯尼对旅游拉动 (百万港元) | 15 |
| 图表 30: 上海迪士尼新增旅客吞吐量估算..... | 15 |
| 图表 31: 估值结果汇总 | 16 |

公司概况：我国首座双国际机场，全球化航空运营枢纽

股权结构

- 公司成立于 1997 年 5 月，1998 年 2 月 18 日于上交所上市，上海机场（集团）有限公司为第一大股东，持股比例为 53.25%，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。截至 2014 年 12 月 31 日，股本总数为 1,926,958,448 股，其中限售 A 股 833,482,051 股，占比 43.25%；流通 A 股为 1,093,476,397 股，占比 56.75%。业务构成

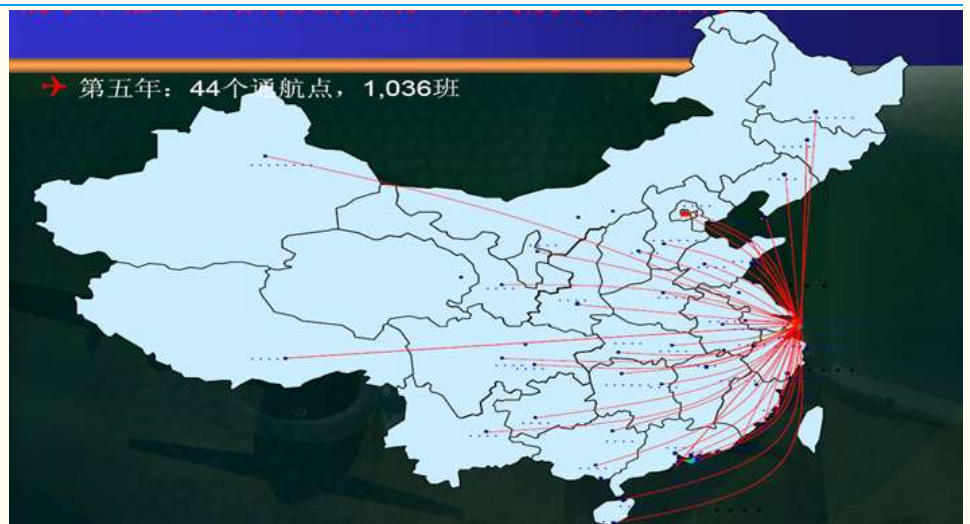
图表 1：公司股权结构示意图（截至 2015 年三季度）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司统一经营管理浦东和虹桥两大国际机场，为国内外航空运输企业及旅客提供航空及非航服务。其中浦东机场作为亚太地区的枢纽门户机场，在客货复合枢纽上占据了龙头地位。公司作为大型上市国际机场，其主营业务氛围航空服务和非航服务。其中航空类服务包括国内航空服务和国际航空服务，非航空类服务包括商业餐饮租赁、场地及设备租赁、能源转供、广告业务等服务。

图表 2：上海机场中国航空网络中心



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3: 上海机场国际航空网络枢纽



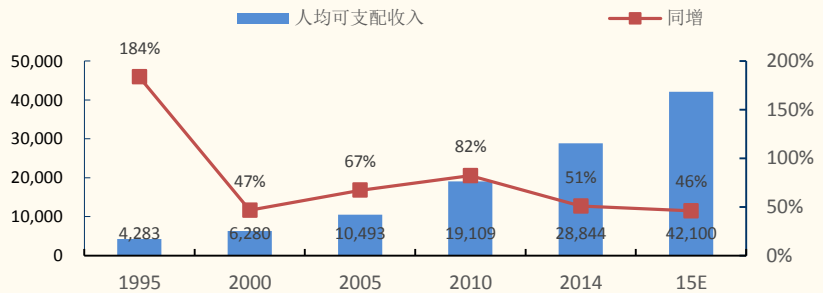
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

国内航空需求复苏, 出境游增长进入快车道

人均可支配收入增长, 出境游态势良好

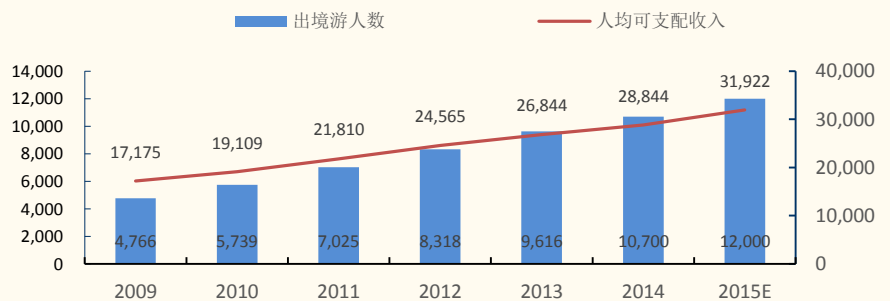
- 我国 2000 年城镇人均可支配收入为 6280 元, 2014 年人均可支配收入为 28844 元, 2015 年前三季度人均可支配收入已达到 16367 元, 同比名义增长 9.2%, 实际增长 7.7%。根据国际经验, 城镇居民人均可支配收入的增加, 会带动出境游态势的增长。

图表 4: 近 20 年城镇人均可支配收入及预测



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: 近年出境游人数及人均可支配收入及预测



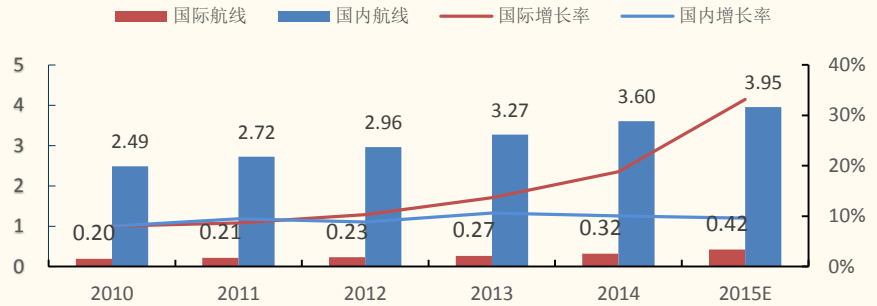
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 尽管中国内地自身的经济增长率减缓, 但中国旅游业在近几年中仍持续在全球范围内扩展, 一方面是由于中国有大量的年轻人口, 能够支撑出境游的发展, 另一方面政府的带薪休假政策和全国性假期改革也在支持旅游业

的发展。在未来，我们可以预期中国的旅游业（尤其是出境游）会继续成为全球性的推动力，而上海机场作为我国出境游的枢纽，其旅客吞吐量预期稳定增长，主营业务收入预计稳定增长。

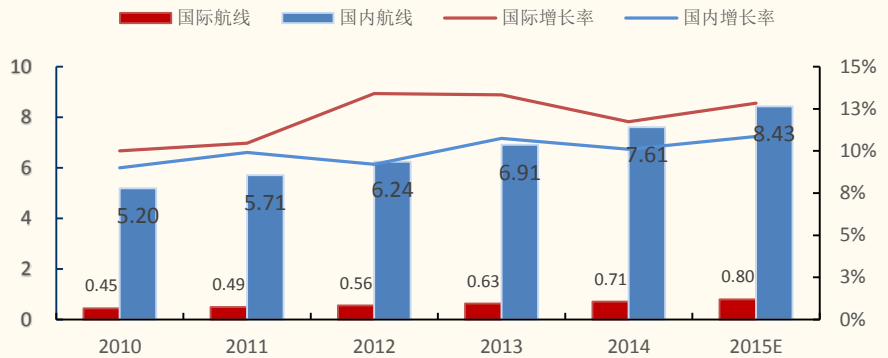
- 民航国际旅客运输量同增 19%，国内旅客运输量同增 10%
- 我国机场行业随航空产业发展而迅速发展，其中旅客输送的主要市场是国内市场，但近年来航空货运的国际航线的占比相比客运明显上升，上海机场更是有约四成占比的国际航空客运业务。公司国际航空业务的高占比，是其业绩稳定的重要因素。其原因国内航空货运运输成本高，一般可由低成本的公路运输替代，而国际运输航空货运速度优势明显。

图表 6：民航旅客运输量（亿人次）及预测



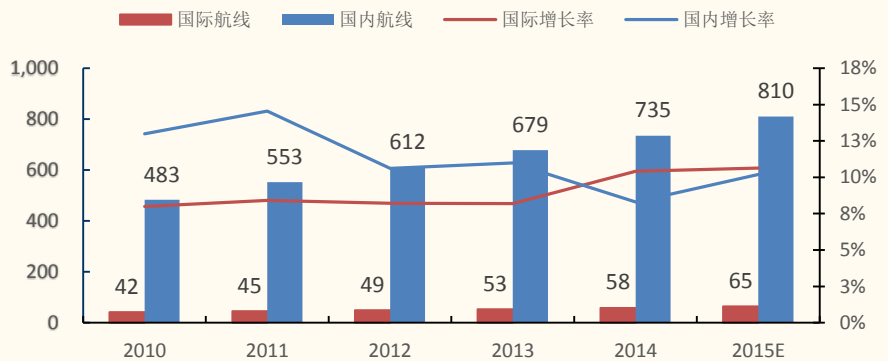
来源：国家统计局行业数据库，国金证券研究所

图表 7：民航旅客吞吐量（亿人次）及预测



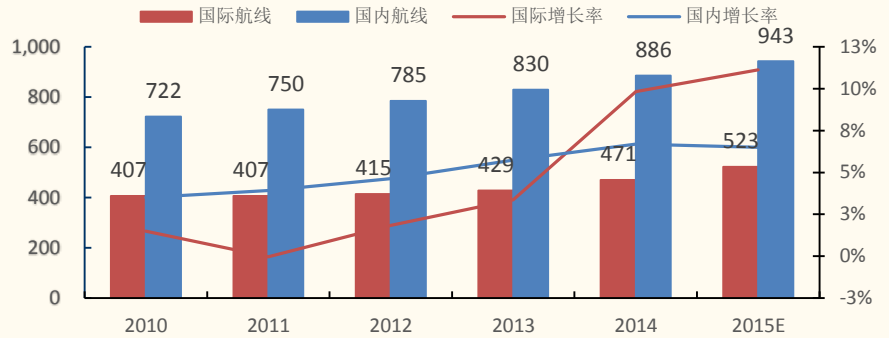
来源：国家统计局行业数据库，国金证券研究所

图表 8：民航飞机起降（万架次）及预测



来源：国家统计局行业数据库，国金证券研究所

图表 9: 民航货邮吞吐量(万吨)及预测



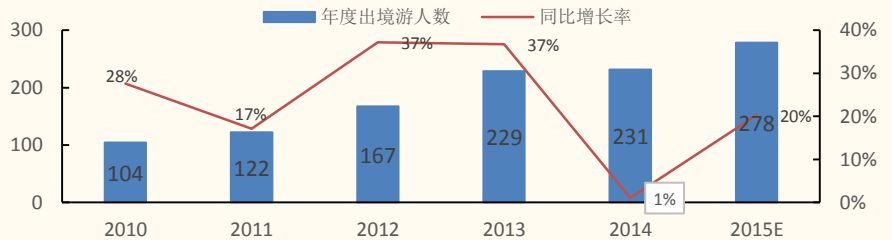
来源: 国家统计局行业数据库, 国金证券研究所

- 近年来我国机场主要生产指标保持平稳增长, 根据已披露民航数据预测, 2015 年旅客吞吐量达到 9.23 亿人次, 预计同增 12%。其中国内航线 8.43 亿人次, 预计同增 11%; 国际航线 0.8 亿人次, 预计同增 11.7%。预计飞机起降 875 万架次, 预计同增 11%, 其中国内航线 810 万架次, 预计同比增长 11%, 国际航线 58.3 万架次, 预计同比增长 111%。
- 在世界经济复苏缓慢, 国内经济下行压力较大的情况下, 民航主要运输指标继续保持平稳较快增长。上海机场作为我国三大国际机场之一, 预期其业绩会平稳增长。

长三角出境游复苏, 2015 前三季度同比增长 47%

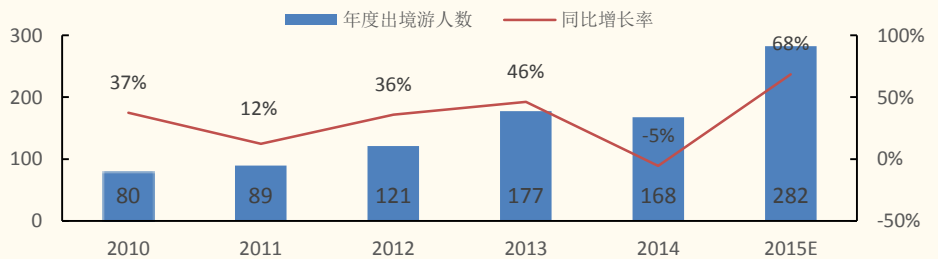
- 长三角机场群位于我国东部沿海地区的沿江产业密集带, 是我国经济最发达、最具活力和竞争力的区域之一, 其直接腹地上海、江苏、浙江。公司的浦东机场和虹桥机场位于长三角最发达、国际业务最繁荣的上海, 其地域性优势不容忽视。

图表 10: 上海 2010-2014 年出境旅客(万人次)及预测



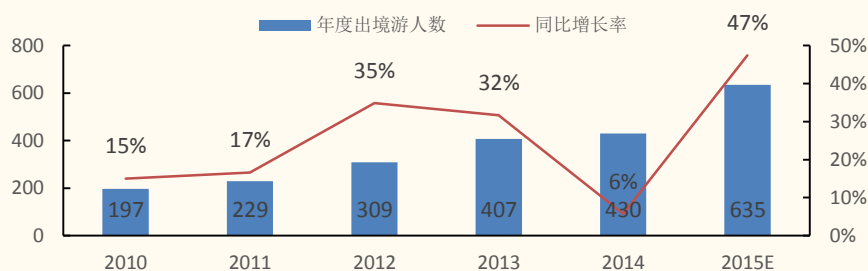
来源: 上海市旅游局统计数据, 国金证券研究所

图表 11: 上海 2010-2015Q1-Q3 出境旅客(万人次)及预测



来源: 上海市旅游局统计数据, 国金证券研究所

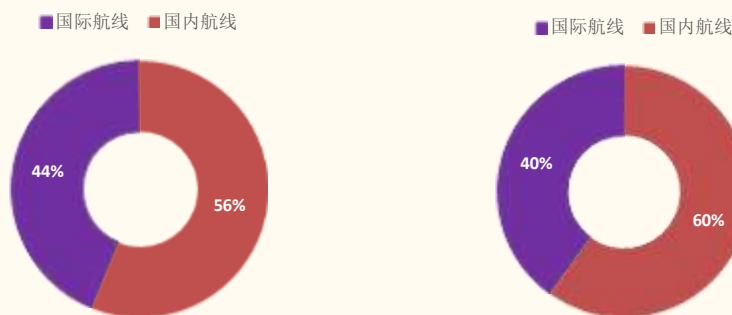
图表 12: 长三角 2010-2015Q1-3 出境游 (万人次) 及预测



来源: 上海市、江苏省、浙江省旅游局信息披露, 国金证券研究所

- 从年度数据来看, 近五年出境旅游人数呈增长态势。从最新披露的 2015 年前三季度数据来看, 2015 年前三季度长江三角区出境旅游人数同比增长 47.4%, 上海地区出境旅游人数同比增长 68.35%, 可见公司国际航空服务方面需求强势。

图表 13: 长三角近五年游客及 2015Q1-Q3 飞机起降架次占比



来源: 国金证券研究所, 国金证券研究所

- 此外, 2014 年以来, 美国、日本等国纷纷推出新规定, 如延长签证有效期、简化签证手续等, 为出境游提供便利, 有望进一步刺激出境旅游人数。

图表 14: 2014-2015 出境签证新规定

| 国家 | 签证新规 |
|-----|--|
| 美国 | 学生签证有效期最长将延长至 5 年, 商业旅游签证将延长到 10 年; 2014 年 11 月 12 日开始实行。 |
| 日本 | 将放宽对中国个人游客的多次入境签证发放条件, 预计应从 2015 年春季实施新签证政策。 |
| 英国 | 在 2015 年至 2017 年间, 英国将向通过旅行社组团到英国旅游的 2.5 万名中国游客退还签证费用。 |
| 澳洲 | 2014 年 2 月为中国商人推出 3 年多次往返签证; 12 月 1 日澳洲网上签证申请试点简化中国公民签证手续。 |
| 新西兰 | 2014 年 11 月中国国家旅游局和新西兰签署协议, 致力于简化我国游客赴新西兰签证手续。 |
| 韩国 | 持有多次入境签证的中国游客, 其配偶和未成年子女可获此类签证; 韩济州岛对中国公民免签。 |
| 法国 | 对短期有效多次入境签证, 提高此类签证的发放比例, 并延长有效期。 |
| 德国 | 将短期签证签发时间缩短为 48 小时。尽可能将长期性工作签证的签发时间缩短至 2 个月内。 |
| 意大利 | 中意两国发表《中意关于加强经济合作的三年行动计划》, 将中国公民赴意签证办理时间缩短到 36 小时。 |
| 巴西 | 两国可为对方商务人员颁发有效期最长为 3 年的多次入境、每次停留不超过 90 日的签证。必要时可予延期。 |
| 芬兰 | 商务签证受理时间调整为 4 个工作日, 其他签证为 7 个工作日。ADS 团体签证的办理时间也将缩短。 |
| 印尼 | 从 2015 年起, 将对来自中国的入境者免签证费。 |
| 摩洛哥 | 有望在 2015 年正式向中国游客开放个人旅游签证申请、增加签证代办机构, 缩短签证审批时间。 |
| 其他 | 2014 年 APEC 会议, 中国与近 90 个国家缔结互免签证协定, 与 39 个国家签订 53 个简化签证手续协定, 有 37 个国家和地区单方面给予中国公民落地签证待遇, 8 个国家和地区单方面允许中国公民免签入境。 |

资料来源: 根据新闻报道整理

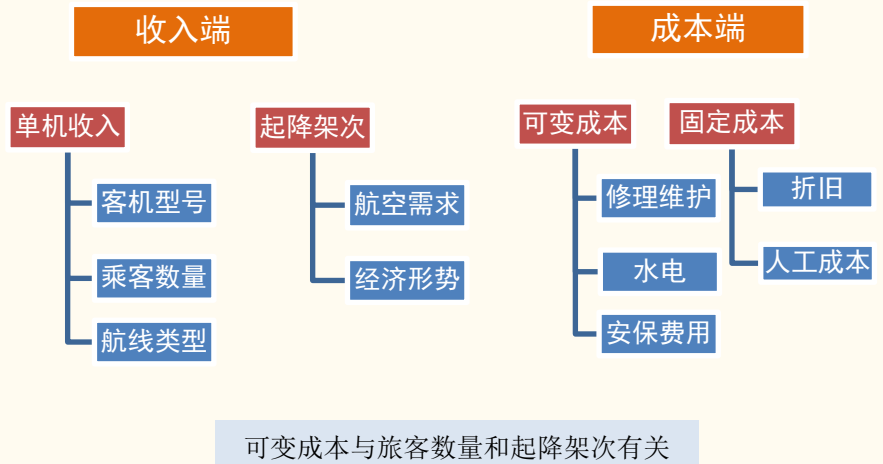
- 在中国人均可支配收入持续快速增长, 国民出境游热情高涨、签证政策不断推陈出新的背景下, 结合公司主营业务的高度国际化, 我们预计, 出境

游的快速增长有望推动公司国际航线旅客量的持续增长，同比增速预计达到 15%-20%，在国内业务稳定增长的前提下，国际业务的快速发展会将公司业绩提升至更高平台。

公司营收稳定增长，净利润大幅提升

航空业务稳定增长，旅客吞吐量突破五千万

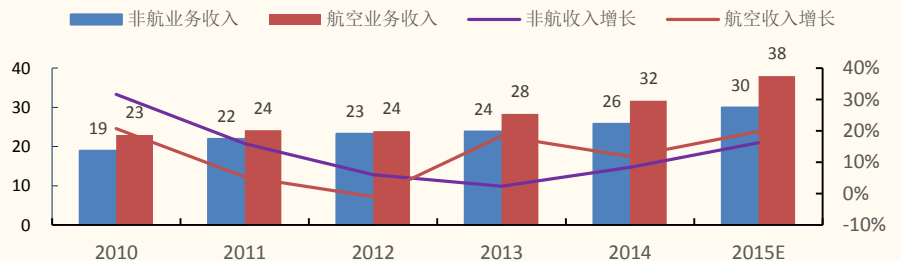
图表 15：机场业务盈利分析框架



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

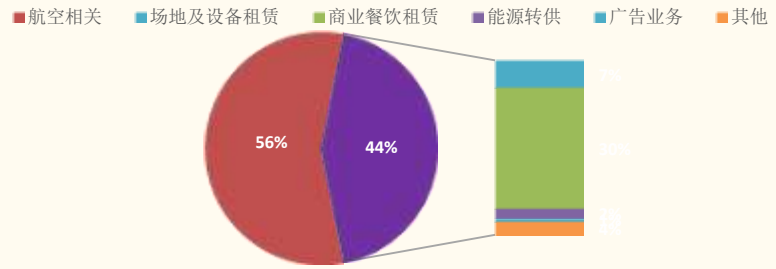
- **公司收入增长：**在旅游业热情高涨的 2015 年，各项业务收入继续高增长，2015 年半年报数据显示，营业收入同增 12.57%，销售费用同减 25.34%，总营业成本同增仅为 6.42%；2014 年公司实现营业收入 57.51 亿元，同比增长 10.27%。其中航空及相关收入 31.70 亿元，同比增长 11.89%；非航业务收入 25.80 亿元，同比增长 8.35%。非航空业务细分中的场地及设备租赁收入/商业餐饮租赁收入/能源转供收入实现同比增长 3.78%/7.89%/0.85%。2017 年预计浦东机场 T1 航站楼改造完成后，非航业务（包括商业、餐饮、离境免税）收入有望实现进一步飞跃。
- 从上海机场业务收入构成来看，航空类业务收入占比最多，而非航空业务也达到了 45%，说明航空类业务和非航空类业务的发展对都是公司业绩提升的重要组成部分。

图表 16：上海机场业务收入变化趋势（亿元）及预测



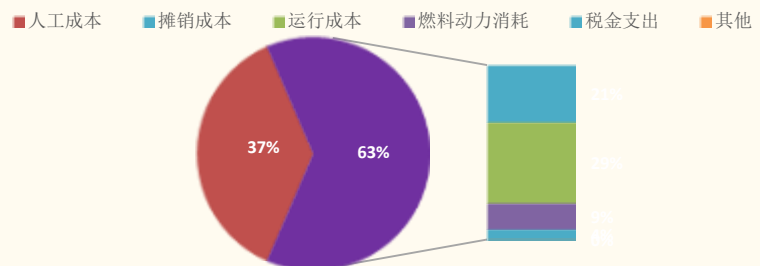
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 17: 2015 年上海机场业务收入构成



来源: 公司半年报, 国金证券研究所

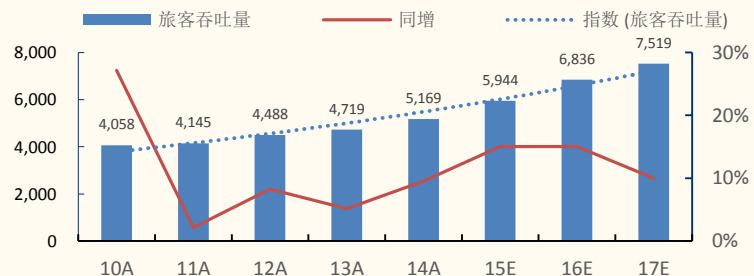
图表 18: 2015 年上海机场业务收入构成



来源: 公司半年报, 国金证券研究所

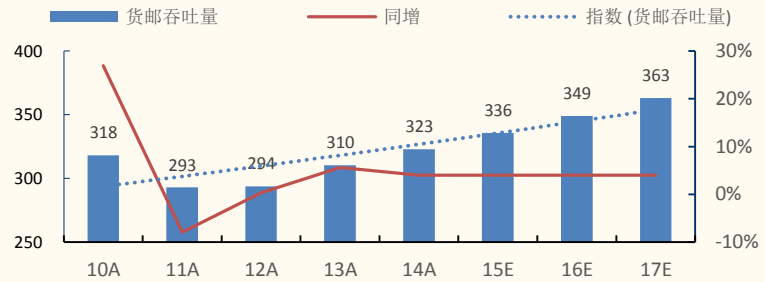
- 公司经营良好: 2014 年浦东机场总体运行平稳, 生产业务量稳步增长, 浦东机场通航 15 年来, 年旅客吞吐量首次突破 5,000 万人次, 是上海民航发展史上又一个重要里程碑。2014 年董事会报告中指出, 公司预计于 2015 年实现飞机起降 43.2 万架次, 旅客吞吐量 5,530 万人次的目标。
- 2012 年和 2013 年受西方经济下行的影响, 货邮吞吐量有所降低, 但 2014 年货邮吞吐量强势反弹, 时隔 3 年重新回到 320 万吨左右。2015 年前三季度国际航线旅客吞吐量同比增加 19%, 货邮吞吐量同比增加 3.6%, 结合我国境内外旅游需求提升等宏观刺激以及 2016 年上海迪士尼开园等事件冲击, 公司有望在未来三年实现旅客吞吐量和货邮吞吐量的稳定增长。

图表 19: 近五年旅客吞吐量 (万人次) 及预测



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 20: 近五年货邮吞吐量 (万吨) 及预测



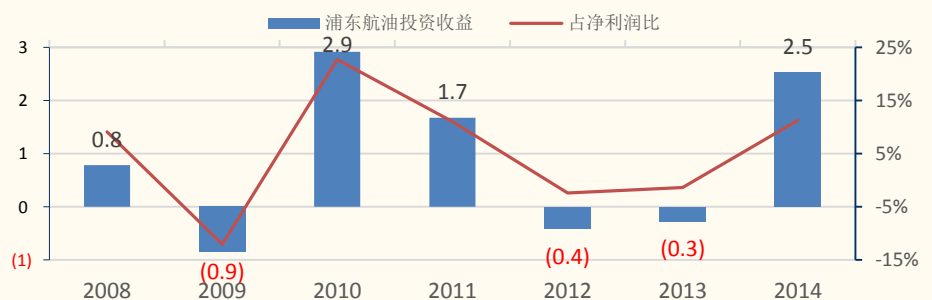
来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 此外, 在机场产能方面, 按照浦东机场设计产能计算, 目前公司旅客吞吐量/飞机起降架次的产能利用率为 86%/72%, 相比于国内其他枢纽机场仍有较大利用空间, 产能尚未饱和。今年四跑道投入运行后高峰小时起降数从原来的 74 架次高峰小时容量标准提升至 90 架次, 提升幅度超过 20%。公司投资改建 T1 航站楼也将进一步扩大公司商业面积, 未来高峰起降容量标准仍有较大提升空间。

非航业务有望两位数增长

- 由于浦东机场 T1 航站及其所在的东片区, 已显露出功能上的欠缺和与周边区域发展规划上的不适应, 于 2014 年 12 月 20 日正式开工进行全面改造, 预计历时 3 年, 2017 年底完工。这次改造主要是提升质量, 将进一步提升 T1 航站楼航空运输服务功能和服务水平, 彻底改善区域商务环境。
- 商业面积增加:** 新增商业面积 5000-6000 平方米 (+16-20%), 免税面积约增加 2000 平方米 (+40%), 预计 2015 年商业租赁收入同比增加 12.4%, 推动非航收入同比增加 11%。浦东 T1 的候机面积将从现在的 8 万平方米增加到 13 万平方米, 大大改善候机环境。根据工程规划, 改造后的浦东 T1 年旅客吞吐能力依然为目前 1000 万人次的水平, 但旅客的候机体验将显著改善。除了候机区域面积增加外, 浦东 T1 更将大大完善各类服务设施。
- 航站楼将有更大“施展空间”, 改造后的航站楼设计了崭新的出发厅, 室内空间高度抬高, 提升旅客空间舒适感; 增加旅客休息区域、餐饮、商业等服务设施, 满足不同层次人士需求。据介绍, 在国际进出港方面, 浦东机场将加大 T1 的商业面积, 若干个更大规模的免税店或将在航站楼里出现。
- 浦东航油投资收益:** 2014 年度上海浦东国际机场航空油料有限责任公司的投资收益对公司净利润的影响接近 11.24%, 该公司注册资本为 3.5 亿元, 经营范围是建设与经营浦东国际机场供油设施及相关项目, 航空油料的购销与储运, 提供相关产品的技术服务 (涉及许可经营的凭许可证经营)。从历史收益来看, 浦东航油的盈利能力仍处于正常水平, 符合预期。但长期来看, 航油业务的超额收益存在一定的政策风险。

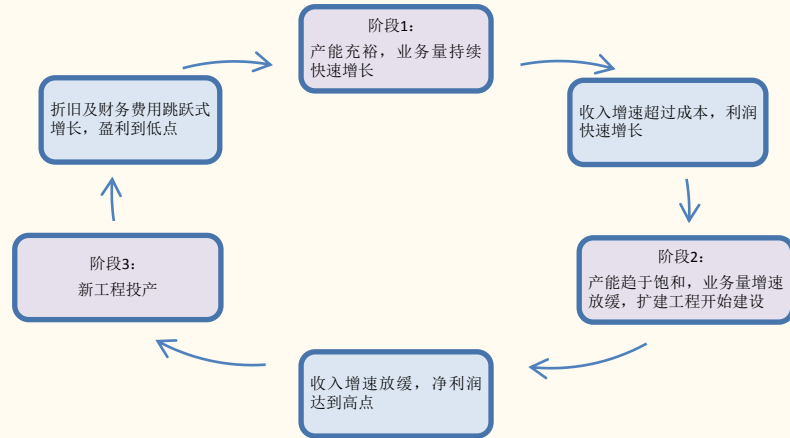
图表 21: 浦东航油投资收益 (亿元) 及对公司净利润贡献



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 2014 年浦东航油收益对公司净利润贡献率较大，但我们应该对航空油料的超额收益风险进行预估。其中，国际航空油料存在业务风险：国际航油价格的大幅快速波动将影响国际航油业务的盈利能力；国内航空油料业务风险：如果国际航油价格上涨，但国内航油出厂价却迟迟未见上调。出厂价的延期调整将导致国内业务亏损并影响炼制积极性，从而影响浦东航油公司的国内业务盈利能力。

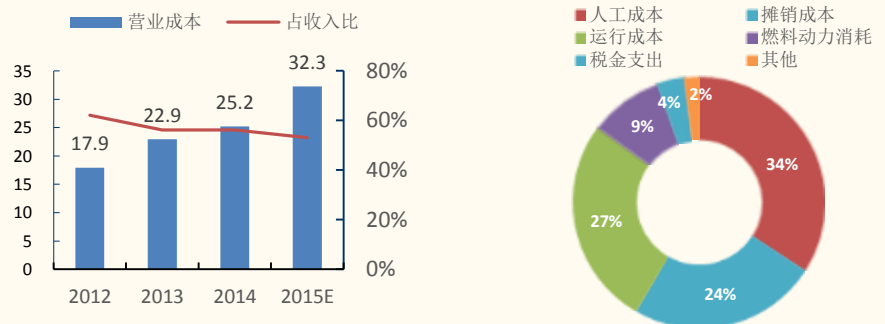
图表 22：机场盈利循环框架



来源：互联网，国金证券研究所

- **营业成本**：从上海机场成本构成来看，成本主要来自四大部分：人工、折旧摊销、运行成本（安保、修理维护等）以及燃料动力消耗（水电）。其中人工成本达到总成本的 1/3 左右，是占比最高的成本组成，主要原因是公司保留了大量的辅助业务，如地面运输、安检、广告业务等，导致人员成本较高。公司的劳务外包在逐渐增多，未来人工成本有降低空间。此外，与公司主营业务高速增长相比，营业成本稳定，公司总体业绩表现良好。

图表 23：上海机场营业成本（亿元）变化趋势及构成比例



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 24：上海机场营业成本构成及同比增长

| 年份 | 2014 | 占比 | 同增 | 2013 | 占比 | 同增 | 2012 | 占比 | 同增 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 人工成本 | 12.39 | 35.0% | 10.3% | 11.24 | 34.7% | -9.6% | 12.43 | 38.2% | 10.4% |
| 摊销成本 | 8.78 | 24.8% | -5.6% | 9.31 | 28.7% | 1.8% | 9.15 | 28.1% | -0.5% |
| 运行成本 | 9.70 | 27.4% | 43.8% | 6.75 | 20.8% | 12.7% | 5.99 | 18.4% | 7.2% |
| 燃料动力消耗 | 3.41 | 9.6% | 3.4% | 3.30 | 10.2% | 10.9% | 2.98 | 9.1% | -4.0% |
| 税金支出 | 1.30 | 3.7% | 7.7% | 1.20 | 3.7% | 10.0% | 1.09 | 3.4% | -41.3% |
| 财务费用 | -0.88 | -2.5% | 1397% | -0.06 | -0.2% | -117% | 0.35 | 1.1% | -60.7% |

| 年份 | 2014 | 占比 | 同增 | 2013 | 占比 | 同增 | 2012 | 占比 | 同增 |
|----|-------|--------|------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 其他 | 0.67 | 1.9% | 1.0% | 0.66 | 2.0% | 18.3% | 0.56 | 1.7% | 23.8% |
| 合计 | 35.38 | 100.0% | 9.2% | 32.40 | 100.0% | -0.4% | 32.54 | 100.0% | 0.6% |

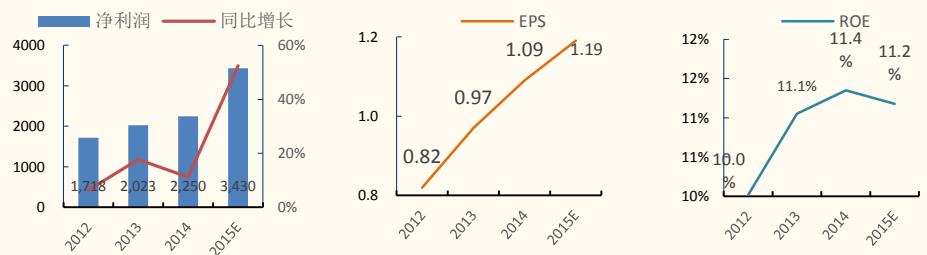
资料来源：公司年报

- 上海机场目前产能充裕，收入增速快于成本，正处于第一阶段。但与此同时，公司已经开始扩建航站楼，这将带来产能的进一步释放，业务量持续快速增长，净利润在未来 5-7 年内呈现增长态势，盈利水平日益升高。餐饮商业租赁（占总营业收入比约 30%）等收入有望得到大幅提高，非航业务将迎来快速发展。

净利润大幅提升，航油投资收益助推业绩

- 我国大型空港数量不多，但却集中了全国大部分旅客与货物吞吐量。作为上市大型国际机场，上海机场与其他中小型机场的区别主要在国际航班业务和非航空类业务。公司的业务盈利主要由收入端（单机收入与起降架次）和成本端（可变成本与固定成本）共同决定。
- Q1-Q3 公司实现营收 47.20 亿元，同比增长 10.45%；净利润 19.24 亿元，同比增长 21.92%，航空客运需求同比稳健增长，全年业绩增幅有望保持 20% 以上。
- 盈利水平：2015 年前三季度实现净利润 19.24 亿元，同比增长 21.92%，对应每股 EPS 为 1.00 元，符合预期。其中第三季度单季度实现净利润 6.33 亿元，同增 15%。公司 ROE 也展现持续提升态势。目前尽管已经转入传统淡季第四季度，但航空客运需求同比仍将保持稳健增长。

图表 25：近三年营业成本（亿元）变化趋势、构成比例及 2015 预测



来源：公司年报，国金证券研究所

- 2014 年虽然投资收益较高，但主营利润增长缓慢，成本端（人工成本和运行成本）负担较重。2015 年主营利润增长态势回暖，且 2014 年度低基数，2015 年公司业绩仍受投资收益推动，但预计主营业务方面的发展是贡献业绩增长的主力军，这将意味着公司业绩的稳定性和可预期性增强。

迪士尼利好概念锦上添花有望

上海迪士尼 2016 年 6 月开园，上海机场受益

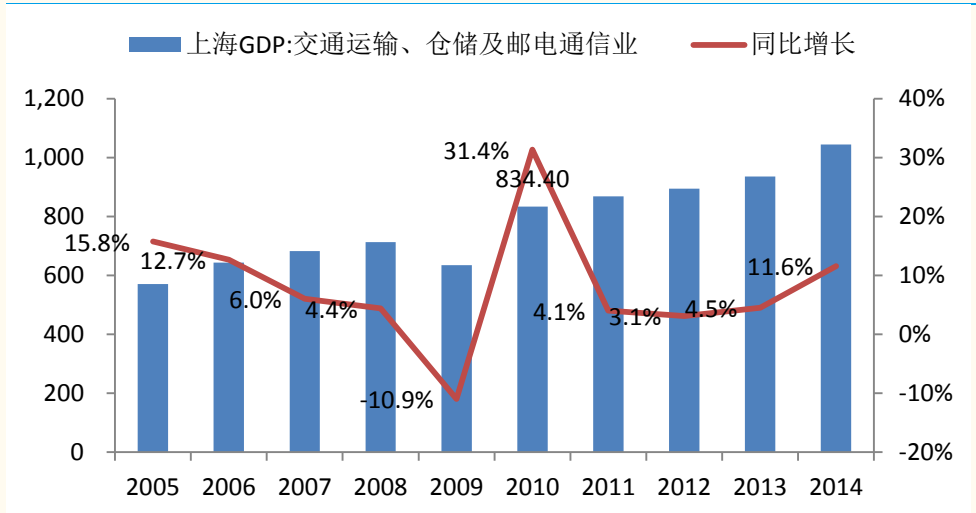
- 上海迪斯尼处于上海国际旅游度假区核心区域，投资规模约 340 亿元，总规划范围面积为 7 平方公里，其中，一期建设的迪斯尼乐园及配套区面积约为加州和东京迪斯尼的 2 倍、香港迪斯尼的 3 倍。一旦建成，上海迪斯尼将成为中国第二、亚洲第三、世界第六个迪斯尼主题公园。参照上海世博会/东京迪斯尼/香港迪斯尼经验，长三角地区交通运输业有望显著受益。

图表 26: 上海迪士尼与东京迪士尼对比

| | 东京 | 上海 |
|--------------|--------|---------|
| 年份 | 1983 | 2017 |
| 面积 (公顷) | 201 | 390 |
| 人均 GDP (万美元) | 1 | 1.5 |
| 人口 (亿) | 东京 1.2 | 长三角 1.8 |
| 游客人数 (万人) | 1040 | 预计 1300 |

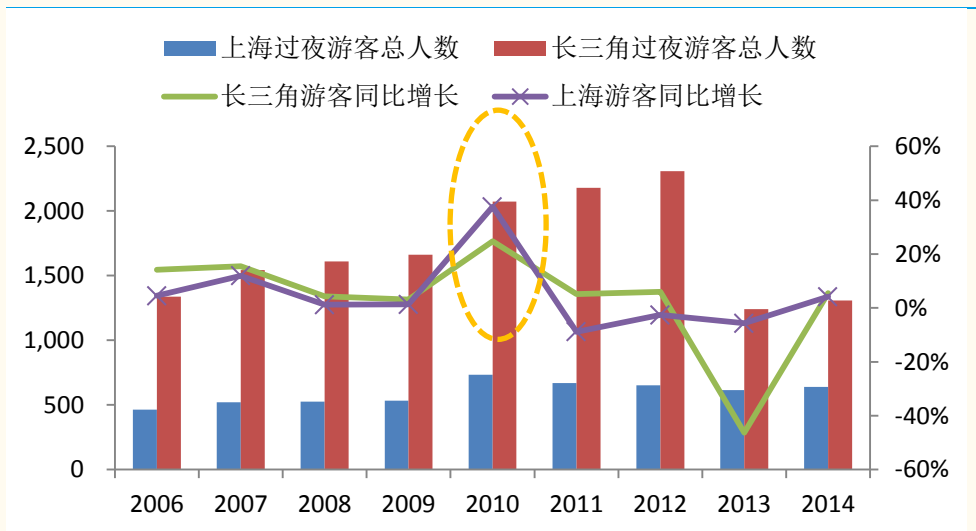
来源: 国金证券研究所

图表 27: 参照系——世博会对上海运输业拉动作用



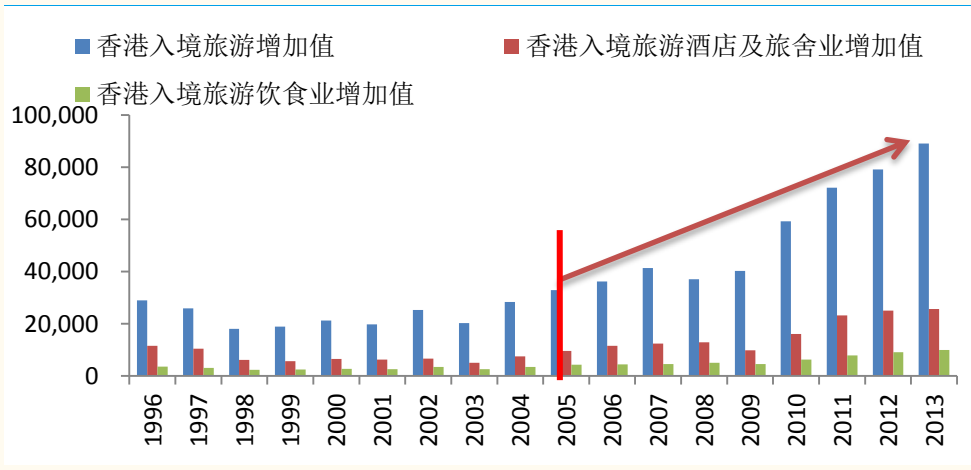
来源: 国金证券研究所

图表 28: 参照系——世博会对上三角游客数量拉动



来源: 国金证券研究所

图表 29: 参照系——香港迪斯尼对旅游拉动 (百万港元)



来源: 国金证券研究所

预计新增机场旅客吞吐量 400 万人次

- **货运:** 浦东机场距离迪斯尼乐园仅 12 公里, 未来不仅可以成为外地或国际旅客的首选抵达点, 而且很可能成为迪斯尼物资的首选运输枢纽。此外, 航空公司上海增加运力投放也将提升起降费收入。此外, 航空货运的国际航线的占比相比客运明显上升。这是因为国内货运动用航空运输成本过高, 大部分情况公路铁路运输可以替代。而国际航线运输时, 海运速度太慢, 空运在国际货运上具有持续竞争优势。
- **客运:** 2014 年上海常住人口为 2425.68 万, 外省来沪游客 13040.91 万人, 国际旅游入境人数 791.3 万人, 根据香港迪士尼游客对应数据, 分情况预计 2016 年上海迪士尼游客量情况。根据估算结果, 上海迪士尼游客接待量在 1,860-2,400 万人次之间。保守估计, 因迪斯尼开园而新增机场旅客吞吐量约 400 万人次, 明年客运贡献旅客服务费收入约 1.5 亿元。

图表 30: 上海迪士尼新增旅客吞吐量估算

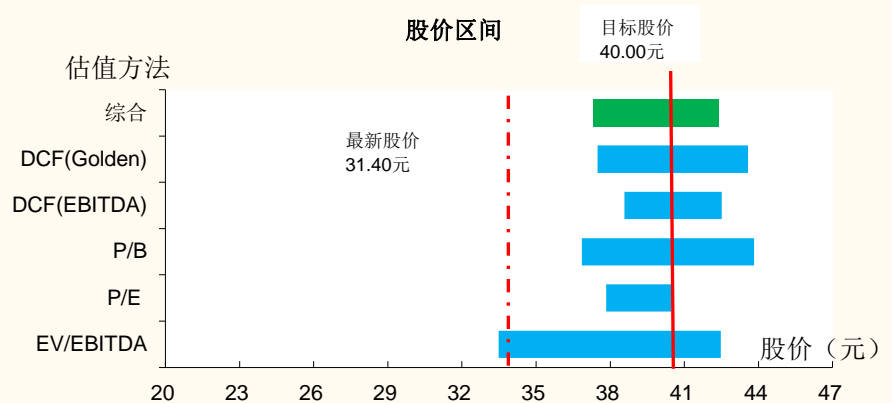
| 指标假设与预测 | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|----------------|----------|----------|----------|
| 上海人口年增长率 | 0.2% | - | 0.4% |
| 外省来沪游客年增长率 | 1.0% | - | 2.0% |
| 来沪迪士尼游客占比 | 3% | 5% | 6% |
| 来沪非商旅游客占比 | 65% | 65% | 65% |
| 来沪商旅游客占比 | 32% | 31% | 29% |
| 国际旅游入境年增长率 | 0.5% | - | 1% |
| 本地游客市场渗透率 | 15% | 15% | 15% |
| 非商旅游客市场渗透率 | 10% | 10% | 10% |
| 商旅游客市场渗透率 | 3% | 3% | 3% |
| 迪士尼游客市场渗透率 | 100% | 100% | 100% |
| 本地游客入园次数 | 1.05 | 1.10 | 1.15 |
| 非商旅游客入园次数 | 1.00 | 1.01 | 1.02 |
| 商旅游客入院次数 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 迪士尼游客入院次数 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 2016 年上海人口 | 2435.39 | 2440.25 | 2445.12 |
| 2016 外省来沪游客 | 13303.03 | 13434.75 | 13567.76 |
| 2016 国际旅游入境人数 | 799.23 | 803.21 | 807.21 |
| 2016 年上海迪士尼游客量 | 1858.67 | 2108.35 | 2362.40 |
| 2016 年新增旅客吞吐量 | 346.13 | 399.93 | 462.37 |

资料来源: 国家统计局、香港迪士尼数据资料, 国金证券研究所

估值：维持“买入”评级，目标价格 38 元

- 上海机场是我国少数几个大型国际机场之一，是交通运输行业龙头企业，享有国企改革红利，自建成以来始终致力于构建世界性的枢纽，构筑人性化的服务体系，业绩领跑交通运输领域。我们认为：(1) 随着 2016 年春迪斯尼开园，2017 年改建后的航站楼投入使用，未来三年公司旅客吞吐量、飞机起降架次等会高速增长，带动公司传统主营业务持续高增长；(2) 公司 T1 航站楼扩容后，新增商业面积有望推动非航收入稳定较高增长；(3) 公司目前产能未得到完全释放，高峰小时容量标准有望大幅提升，这将延长公司业务数据高速增长期限，有望在未来五年内为公司业绩提供更大的增长空间。
- 基于以上假设，经自由现金流折现模型测算得出，公司 2015-2017 年净利润分别为 26.00 亿元、30.93 亿元、36.07 亿元，每股盈利分别为 1.27 元、1.53 元、1.79 元。绝对估值：自由现金流折现法估算内在股价区间为每股 38.58 元~42.51 元；相对估值：PE 倍数法估值区间为每股 37.84~40.47 元，PB 倍数法估值区间为每股 36.85~43.82 元，EV/EBITDA 倍数法估值区间为每股 33.48 元~42.47 元。综合上述方法，目标价格为 38 元，给予“买入”评级。

图表 31：估值结果汇总



来源：国金证券研究所

投资风险与机遇

- **风险：**(1) 外部经济存在不确定性，航空需求不及预期；(2) 高峰时刻放量需要机场提供更高的运行保障，机场飞行区运行管理难度增加；(3) 油价下跌导致投资收益缩水。
- **机遇：**(1) 2015-2016 年宏观经济可能持续转暖，长三角区商务旅客吞吐量有望提升，非航空业务收入增速有望提高；(2) 迪士尼开通是近期催化剂。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 4,720 | 5,215 | 5,751 | 6,859 | 8,294 | 9,784 | 货币资金 | 4,796 | 6,676 | 8,960 | 10,052 | 14,198 | 18,835 |
| 增长率 | | 10.5% | 10.3% | 19.3% | 20.9% | 18.0% | 应收账款 | 844 | 793 | 874 | 977 | 1,182 | 1,394 |
| 主营业务成本 | -2,930 | -2,923 | -3,234 | -3,634 | -4,407 | -5,214 | 存货 | 19 | 18 | 19 | 21 | 25 | 30 |
| %销售收入 | 62.1% | 56.1% | 56.2% | 53.0% | 53.1% | 53.3% | 其他流动资产 | 53 | 121 | 127 | 57 | 68 | 80 |
| 毛利 | 1,791 | 2,292 | 2,517 | 3,226 | 3,888 | 4,570 | 流动资产 | 5,712 | 7,608 | 9,981 | 11,107 | 15,474 | 20,339 |
| %销售收入 | 37.9% | 43.9% | 43.8% | 47.0% | 46.9% | 46.7% | %总资产 | 29.4% | 36.4% | 43.4% | 41.7% | 51.4% | 59.7% |
| 营业税金及附加 | -105 | -116 | -124 | -151 | -182 | -215 | 长期投资 | 1,779 | 1,796 | 1,833 | 1,879 | 1,924 | 1,971 |
| %销售收入 | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 固定资产 | 11,491 | 11,084 | 10,662 | 13,335 | 12,345 | 11,394 |
| 营业费用 | 0 | -16 | -15 | -14 | -17 | -20 | %总资产 | 59.2% | 53.0% | 46.3% | 50.0% | 41.0% | 33.5% |
| %销售收入 | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 无形资产 | 364 | 353 | 345 | 344 | 347 | 350 |
| 管理费用 | -185 | -190 | -252 | -274 | -332 | -391 | 非流动资产 | 13,697 | 13,310 | 13,034 | 15,560 | 14,618 | 13,717 |
| %销售收入 | 3.9% | 3.6% | 4.4% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | %总资产 | 70.6% | 63.6% | 56.6% | 58.3% | 48.6% | 40.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,501 | 1,969 | 2,126 | 2,787 | 3,357 | 3,944 | 资产总计 | 19,409 | 20,918 | 23,015 | 26,667 | 30,092 | 34,057 |
| %销售收入 | 31.8% | 37.8% | 37.0% | 40.6% | 40.5% | 40.3% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -35 | 6 | 88 | 69 | 83 | 98 | 应付款项 | 514 | 580 | 797 | 1,291 | 1,565 | 1,852 |
| %销售收入 | 0.7% | -0.1% | -1.5% | -1.0% | -1.0% | -1.0% | 其他流动负债 | 348 | 594 | 895 | 1,708 | 2,016 | 2,337 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 862 | 1,174 | 1,691 | 2,999 | 3,581 | 4,188 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 591 | 536 | 592 | 608 | 681 | 765 | 其他长期负债 | 2,494 | 2,497 | 2,498 | 2,494 | 2,494 | 2,494 |
| %税前利润 | 28.1% | 21.3% | 21.1% | 17.5% | 16.5% | 15.9% | 负债 | 3,356 | 3,671 | 4,190 | 5,493 | 6,075 | 6,684 |
| 营业利润 | 2,057 | 2,511 | 2,806 | 3,463 | 4,121 | 4,806 | 普通股股东权益 | 15,785 | 16,945 | 18,463 | 20,662 | 23,354 | 26,561 |
| 营业利润率 | 43.6% | 48.1% | 48.8% | 50.5% | 49.7% | 49.1% | 少数股东权益 | 268 | 302 | 363 | 513 | 663 | 813 |
| 营业外收支 | 49 | 4 | 0 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 19,409 | 20,918 | 23,015 | 26,667 | 30,092 | 34,057 |
| 税前利润 | 2,106 | 2,515 | 2,806 | 3,466 | 4,124 | 4,809 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 44.6% | 48.2% | 48.8% | 50.5% | 49.7% | 49.2% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -388 | -492 | -556 | -867 | -1,031 | -1,202 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 18.4% | 19.6% | 19.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股收益 | 0.820 | 0.972 | 1.087 | 1.271 | 1.527 | 1.794 |
| 净利润 | 1,718 | 2,023 | 2,250 | 2,600 | 3,093 | 3,607 | 每股净资产 | 8.192 | 8.794 | 9.581 | 10.722 | 12.120 | 13.784 |
| 少数股东损益 | 137 | 150 | 155 | 150 | 150 | 150 | 每股经营现金净流 | 1.133 | 1.478 | 1.547 | 2.103 | 1.903 | 2.115 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,581 | 1,873 | 2,096 | 2,450 | 2,943 | 3,457 | 每股股利 | 0.370 | 0.300 | 0.350 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 净利率 | 33.5% | 35.9% | 36.4% | 35.7% | 35.5% | 35.3% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 10.02% | 11.05% | 11.35% | 11.86% | 12.60% | 13.02% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 8.15% | 8.95% | 9.11% | 9.19% | 9.78% | 10.15% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 6.60% | 8.03% | 7.99% | 8.83% | 9.50% | 9.90% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 2.37% | 10.48% | 10.27% | 19.27% | 20.92% | 17.96% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 2.29% | 31.21% | 7.94% | 31.10% | 20.46% | 17.48% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 69.81% | 18.46% | 11.89% | 16.90% | 20.13% | 17.48% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 2.58% | 7.78% | 10.02% | 15.87% | 12.84% | 13.18% |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 69.6 | 55.6 | 52.1 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 9.3 | 14.7 | 18.9 | 18.0 | 18.0 | 18.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 864.4 | 731.4 | 620.2 | 449.3 | 314.8 | 220.2 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -14.37% | -24.26% | -34.35% | -35.70% | -48.73% | -59.69% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 42.4 | -334.4 | -24.1 | -40.6 | -40.5 | -40.3 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 17.29% | 17.55% | 18.20% | 20.60% | 20.19% | 19.62% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 净利润 | 1,718 | 2,023 | 2,250 | 2,600 | 3,093 | 3,607 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 915 | 933 | 881 | 935 | 897 | 858 |
| 非经营收益 | -484 | -418 | -484 | -507 | -684 | -768 |
| 营运资金变动 | 33 | 310 | 334 | 1,024 | 362 | 378 |
| 经营活动现金净流 | 2,182 | 2,849 | 2,981 | 4,052 | 3,667 | 4,075 |
| 资本开支 | -108 | -529 | -450 | -3,518 | 94 | 93 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -45 | -46 | -47 |
| 其他 | 592 | 565 | 555 | 608 | 681 | 765 |
| 投资活动现金净流 | 484 | 36 | 105 | -2,955 | 729 | 811 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -4 | 0 | 1 |
| 其他 | -1,286 | -959 | -802 | 0 | -251 | -251 |
| 筹资活动现金净流 | -1,286 | -959 | -802 | -4 | -251 | -250 |
| 现金净流量 | 1,381 | 1,926 | 2,284 | 1,093 | 4,146 | 4,637 |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2015-08-28 | 增持 | 27.23 | 30.00~35.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD