

## 攻守兼备，内生增长确定性强

- **归母净利同增 20.93%，业绩增长符合预期：**上海机场公布 2015 年年报，2015 年实现收入 62.85 亿元，同比增长 9.29%；归属于上市公司股东的净利润 25.31 亿，同比增长 20.80%；每股收益 1.31 元，同比增长 20.18%；每股派息 0.43 元。
- **亚太枢纽机场竞争激烈，上海机场产能富余潜力大：**亚太将成为全球最主要的市场，中国机场相对竞争力稳步提升，浦东机场产能富余，跑道利用率 50%，航站楼利用率 86%，远低于国内航线竞争对手虹桥机场、国际航线竞争对手首都机场和白云机场，最具潜力。
- **出境游火热，助力上海机场业绩提升：**消费升级，出境游态势良好。上海机场国际航线占比高，未来出境游前景广阔，预计未来公司国际航线旅客量同比增速达 17%-20%，另外，考虑到非航收入的增加及成本端的稳定，公司业绩仍有较大上升空间。
- **低成本基地叠加迪斯尼，有望催生需求放量：**迪斯尼开园利好上海机场，我们预计浦东机场年均新增航空旅客 360-540 万人次，增量收入约 2.07-3.43 亿。低成本基地攻守兼备，上海机场低成本航空占比约 7.7%。
- **派息率高，典型的抗跌品种。**派息率最高达 73%，2012 年之后维持在 25% 以上；08 年及 15 年股市暴跌时均跑赢大盘及沪深 300，是典型的抗跌品种。
- **投资建议：**给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 35.00 元。我们预计公司 2016 年-2018 年的 EPS 分别为 1.59、1.85 和 2.12，对应 16-18 年 22x、19x、17x。
- **风险提示：**宏观经济不佳，业务量增长持续低于预期等

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	5,750.9	6,285.4	7,614.7	8,815.1	9,971.1
净利润	2,095.5	2,531.4	3,058.4	3,557.0	4,090.4
每股收益(元)	1.09	1.31	1.59	1.85	2.12
每股净资产(元)	9.58	10.42	11.58	12.78	14.16
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	28.2	23.2	22.0	18.9	16.5
市净率(倍)	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
净利润率	36.4%	40.3%	40.2%	40.4%	41.0%
净资产收益率	11.4%	12.5%	13.7%	14.4%	15.0%
股息收益率	1.1%	1.6%	2.0%	2.3%	2.7%
ROIC	16.8%	20.5%	23.9%	26.9%	34.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

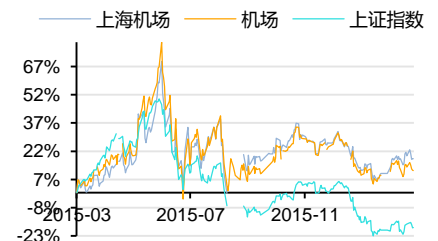
投资评级 **买入-A**  
调高评级

6 个月目标价：**35.00 元**  
股价 (2016-03-11) **27.98 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	53,916.30
流通市值 (百万元)	30,595.47
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	23.60/40.23 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.43	11.66	50.86
绝对收益	7.12	-6.52	35.44

姜明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080002  
jiangming@essence.com.cn

胡光怪

报告联系人

hugy@essence.com.cn

### 相关报告

- 上海机场：消费升级叠加产能释放，助力业绩稳增长 2015-12-21
- 上海机场：业绩符合预期，多重利好有望叠加 2015-03-17
- 上海机场：大型资本支出尚远，迪士尼抬升流量 2014-11-01
- 上海机场：业绩符合预期，业务量增速改善 2014-08-18
- 上海机场：1 季盈利好于预期，国际优于国内 2014-04-28

## 内容目录

<b>1. 归母净利同增 20.93%，业绩增长符合预期</b> .....	<b>4</b>
1.1. 归母净利同增 20.93%，业绩增长符合预期 .....	4
1.2. 时刻释放、产能富余，业务量持续稳健增长.....	4
<b>2. 亚太枢纽机场竞争激烈，上海机场产能富余潜力大</b> .....	<b>4</b>
2.1. 亚太将成为全球最主要的市场.....	4
2.2. 中国机场的相对竞争力稳步提升，浦东机场最具潜力 .....	5
2.3. 尽享产能利用周期上升.....	6
<b>3. 出境游火热，助力上海机场业绩提升</b> .....	<b>7</b>
3.1. 消费升级，出境游态势良好.....	7
3.2. 上海机场国际航线占比高 .....	8
3.3. T1 航站楼改造工程竣工，非航收入有望进一步提升.....	9
3.4. 成本端相对平稳，产能周期处于上升阶段.....	10
3.5. 内生增长强劲，公司业绩仍有较大上升空间 .....	11
<b>4. 低成本基地叠加迪斯尼，有望催生需求放量</b> .....	<b>12</b>
4.1. 低成本攻守兼备.....	12
4.2. 迪斯尼开园催生上海机场需求放量.....	13
<b>5. 派息率高，典型的抗跌品种</b> .....	<b>14</b>
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>15</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图 1：上海机场净利润及同比.....	4
图 2：上海机场航班起降架次.....	4
图 3：上海机场旅客吞吐量 .....	4
图 4：上海机场货邮吞吐量 .....	4
图 5：亚太地区中产阶级增长（亿个） .....	5
图 6：中产阶级个数年均复合增长率.....	5
图 7：亚太枢纽旅客吞吐量及增速（2008-2013） .....	5
图 8：跨太平洋航线主要枢纽变化（2009VS2014） .....	5
图 9：浦东机场起降架次同比最高 .....	6
图 10：浦东机场旅客吞吐量同比最高.....	6
图 11：几大机场产能利用率(2014 年年度数据).....	6
图 12：城镇居民可支配收入（万）及同比.....	7
图 13：旅游行业消费升级示意图 .....	7
图 14：出境旅游人数（千万）及因私出境人数占比.....	7
图 15：国内几大机场国际航线占比.....	8
图 16：上海国际航线旅客吞吐量及同比 .....	8
图 17：国际及港澳航班航空性业务收费项目的收费标准基准 .....	8
图 18：内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准 .....	9
图 19：上海机场收入构成.....	9
图 20：首都机场收入构成.....	9

图 21: 上海机场收入结构细分 (亿) .....	10
图 22: 机场收入结构及驱动因素图 .....	10
图 23: 机场产能周期及盈利框架 .....	11
图 24: 上海机场历史收入、成本及增速 .....	11
图 25: 国际航线景气度指数 (2010 年基期 100) .....	12
图 26: 国际航线运输量指数 (2010 年基期 100) .....	12
图 27: 浦东机场低成本航空占比接近欧美国家平均水平 .....	13
图 28: 浦东机场距迪斯尼路程 .....	14
图 29: 上海机场历史每股派息 (元) 及派息率 .....	14
图 30: 上海机场历史走势 .....	14
表 1: 上海机场产能将进一步释放 .....	6
表 2: 部分上市机场公司财务指标 .....	8
表 3: 上海机场低成本航空占比 .....	12
表 4: 春秋航空及高铁部分城市票价比较 .....	13
表 5: 上海迪斯尼与东京迪斯尼对比 .....	13
表 6: 上海迪斯尼弹性测算 .....	13

## 1. 归母净利同增 20.93%，业绩增长符合预期

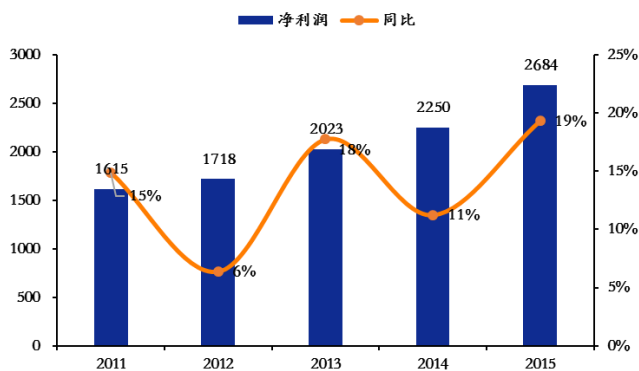
### 1.1. 归母净利同增 20.93%，业绩增长符合预期

上海机场公布 2015 年年报，2015 年实现收入 62.85 亿元，同比增长 9.29%；归属于上市公司股东的净利润 25.31 亿，同比增长 20.80%；每股收益 1.31 元，同比增长 20.18%；每股派息 0.43 元。

### 1.2. 时刻释放、产能富余，业务量持续稳健增长

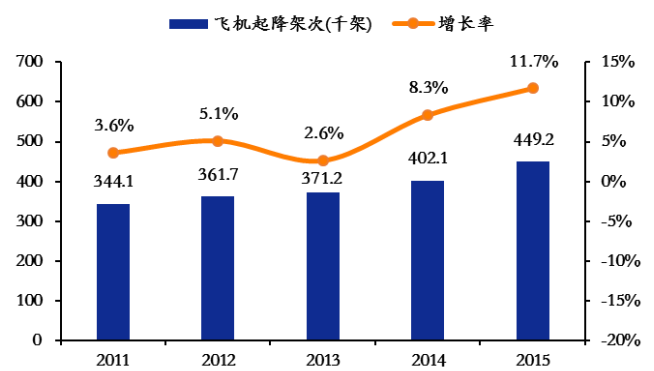
2015 年浦东机场飞机起降 44.92 万次，同比增长 11.70%；实现旅客吞吐量 6009.81 万人次，同比增长 16.27%；货邮吞吐量 327.52 万吨，同比增长 2.94%。其中，第四季度飞机起降 11.43 万次，同比增长 8.69%；实现旅客吞吐量 1474.02 万人次，同比增长 11.21%；货邮吞吐量 87.41 万吨，同比增长 1.05%。国际航线持续高速增长，2015 年上海机场国际航班、国际旅客吞吐量及货邮吞吐量分别增长 12.33%、18.05%、3.01%，第四季度单季增速分别为 13.78%、15.05%、1.60%。由于机场业务量的快速增长，2015 年上海机场营业收入同比增长 9.29%，达到 62.85 亿元。随着未来产能的进一步释放，未来上海机场业务量仍有较大的增长空间。

图 1：上海机场净利润及同比



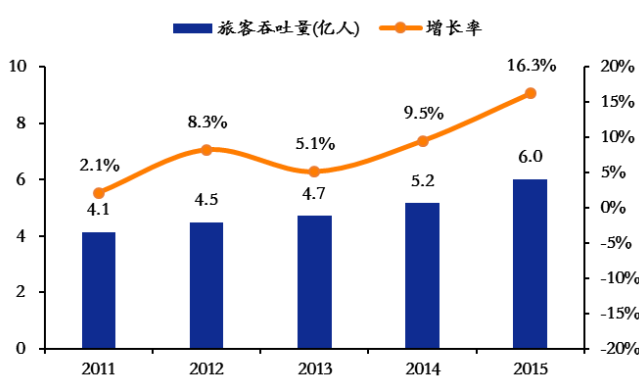
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：上海机场航班起降架次



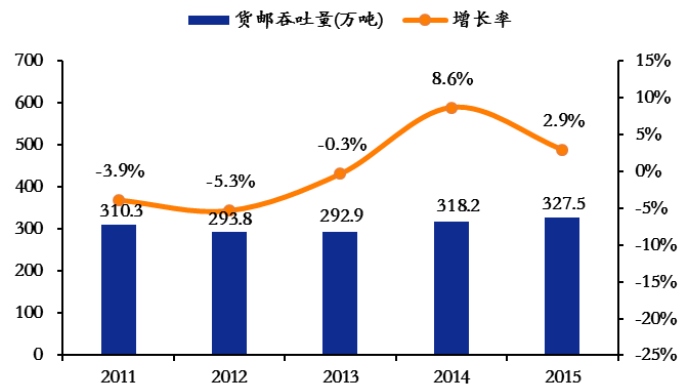
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：上海机场旅客吞吐量



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：上海机场货邮吞吐量



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2. 亚太枢纽机场竞争激烈，上海机场产能富余潜力大

### 2.1. 亚太将成为全球最主要的市场

亚洲中产阶级数目增长迅速。2012 年亚洲中产阶级约 9 亿个，在世界中产阶级范围内占比 38%，预计到 2022 年为 20 亿个，占比 57%，到 2032 年将达到 35 亿个，占比 68%，2012-2022

年年复合增长率 9.1%，2022-2032 年年复合增长率 5.5%，远高于其他地区。随着亚洲中产阶级数目的不断提升，亚太将成为全球最主要的市场，亚太机场在全球机场业中的地位也将面临质的提升。

图 5：亚太地区中产阶级增长（亿个）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：中产阶级个数年均复合增长率



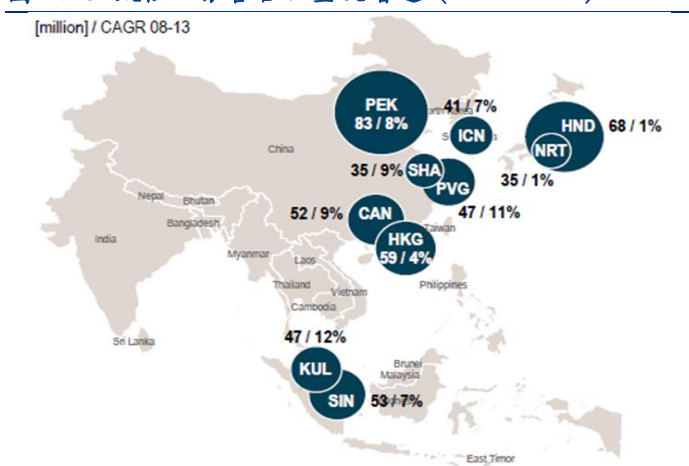
资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2.2. 中国机场的相对竞争力稳步提升，浦东机场最具潜力

从整个民航业来看，中国 2015 年民航业保持较快发展速度，全年完成运输总周转量 850 亿吨公里、旅客运输量 4.4 亿人次、货邮运输量 630 万吨，同比分别增长 13.6%、11.4%和 6%，其中旅客运输量在全球排名第二，竞争力大幅提升。

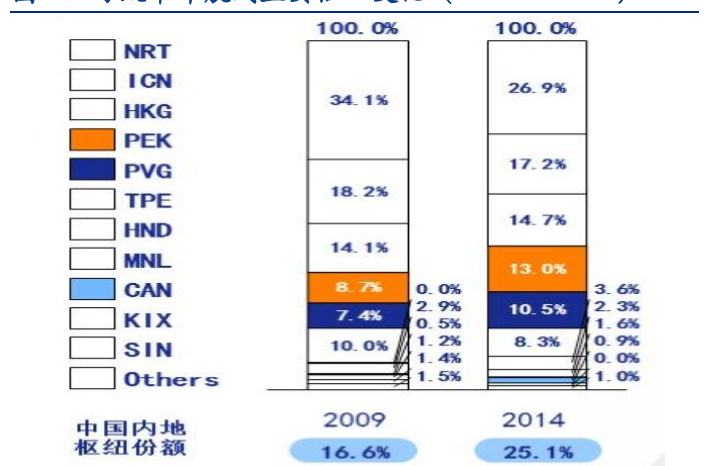
从机场角度来看，2008 年至 2013 年度，亚太主要枢纽吞吐量前四中中国有三家，浦东机场旅客吞吐量增速第二为 11%，仅次于吉隆坡国际机场（12%），白云机场和首都机场增速分别为 9%和 8%，位列第三和第四。在跨太平洋航线中，中国内地枢纽（首都机场、浦东机场、白云机场）所占份额由 2009 年的 16.6%上升至 2014 年的 25.1%，上升 8.5 个百分点；其中，浦东机场由 7.4%上升至 10.5%，上升 3.1 个百分点。此外，在国内三大机场枢纽中，浦东机场起降架次及旅客吞吐量同比均居首位。

图 7：亚太枢纽旅客吞吐量及增速（2008-2013）



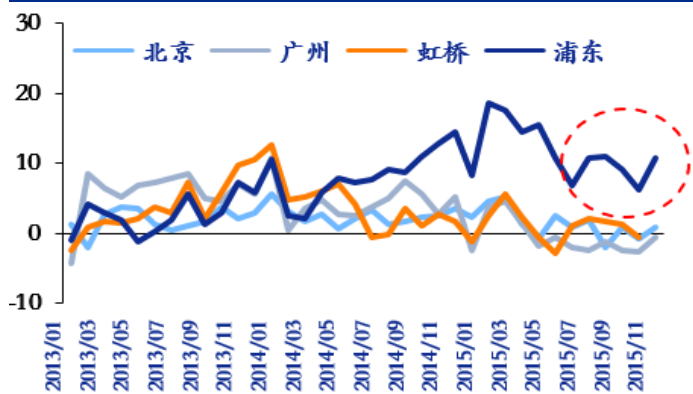
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：跨太平洋航线主要枢纽变化（2009VS2014）



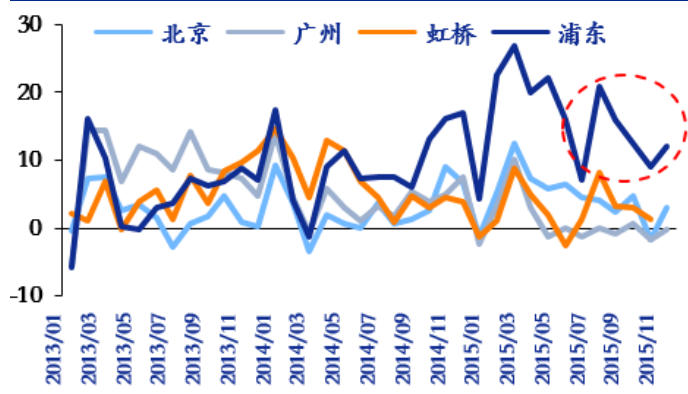
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：浦东机场起降架次同比最高



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：浦东机场旅客吞吐量同比最高



资料来源：wind，安信证券研究中心

### 2.3. 尽享产能利用周期上升

自 2014 年 7 月起，民航局同意将浦东机场高峰小时容量标准从 65 架次提升至 74 架次 (+13.9%)；2015 年 2 月，春运模式开启，上海机场高峰时期每小时起降航班最高达 85 架次；2015 年 3 月，浦东机场第四条跑道投入使用，成为国内首个拥有四条跑道的国际机场。从机场产能利用率来看，浦东机场跑道利用率 50%，航站楼利用率 86%，远低于国内航线的竞争对手虹桥机场、国际航线的竞争对手首都机场和白云机场；2015 年四跑道投入运营后，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，提升幅度约 21.6%，富余的产能将支撑业务高速增长。从生命周期理论看，未来 2 年浦东机场将尽享产能释放所带来的利好。

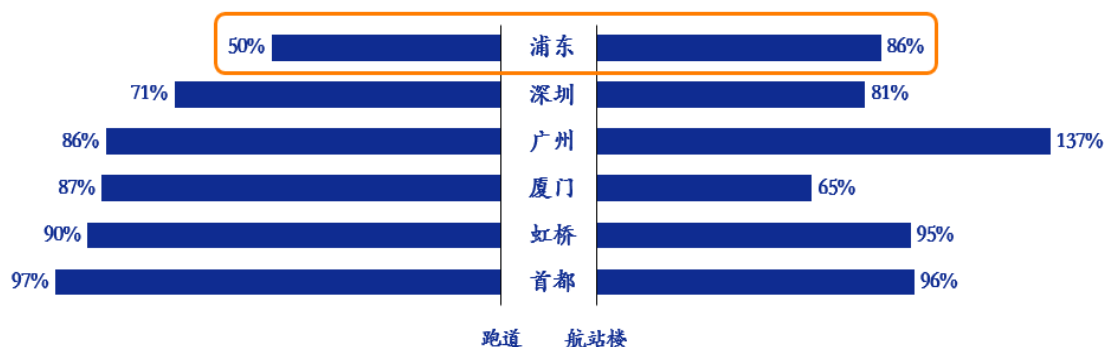
表 1：上海机场产能将进一步释放

时间	事件
2014 年 6 月	民航局同意将浦东机场的高峰小时容量标准从 65 架次调整为 74 架次，考虑到夏季雷雨多发，基于浦东机场航班正常性考虑，2014 年夏秋季浦东机场小时航班时刻安排不超过 70 架次
2015 年 2 月	春运模式开启，空管部门及时调整浦东机场进港航班飞行模式，高峰时期每小时起降航班最高已达 85 架次
2015 年 3 月	浦东机场第 4 跑道投入使用
2015 年 4 月	浦东机场第四跑道投运以来，高峰小时起降架次创下历史新高。4 月 2 号高峰时段浦东机场航班起降达 90 架次，突破了先前 88 架次的高峰小时容量
2016 年上半年	T1 航站楼改造项目自 2012 年底开工，到 2015 年底已竣工，将于 2016 年上半年全面投入使用

浦东机场下一步的扩建工程目标也很明确——2016 年建成浦东机场第五跑道；2019 年全面完成浦东机场卫星厅等三期工程建设；加快改扩建货运区相关设施，增加货运设施和资源供给

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 11：几大机场产能利用率(2014 年年度数据)



资料来源：各公司年报，安信证券研究中心

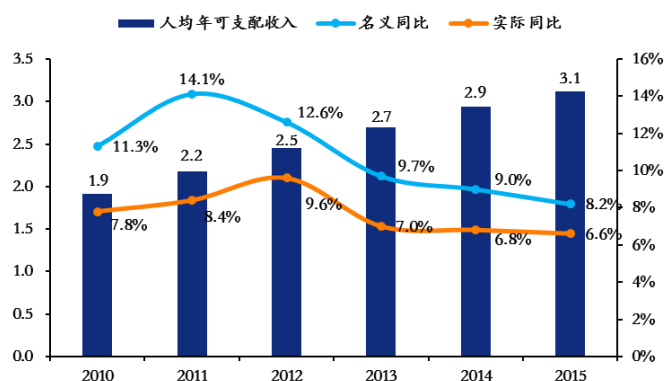
### 3. 出境游火热，助力上海机场业绩提升

随着人均可支配收入的增长，出境游增长进入快车道。上海机场作为中国最重要的空中门户，国际航线占比高，得益于国际航线的高收费，上海机场业绩稳定上升。

#### 3.1. 消费升级，出境游态势良好

我国 2000 年城镇人均可支配收入为 6280 元，2015 年城镇人均可支配收入为 31195 元，同比名义增长 8.2%，实际增长 6.6%。根据国际经验，城镇居民人均可支配收入的增加，会带动旅游业的增长。尽管中国内地自身的经济增长率减缓，但消费升级，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；此外，2014 年以来，美国、日本等国纷纷推出新的签证政策，如延长签证有效期、简化签证手续、提高签证效率等，有望进一步刺激出境游人数。正常来说，人均 GDP1000 美元，大众偏向国内旅游；人均 GDP3000 美元，偏向周边出境旅游；人均 GDP 达到 5000 美元时，大众更倾向于跨洲出境旅游。随着人均可支配收入水平的提高，国人出境游热情高涨，2015 年中国国内居民出境人数为 1.28 亿，同比上升 9%，2010 年至 2015 年出境人数增速超过 17%。

图 12：城镇居民可支配收入（万）及同比



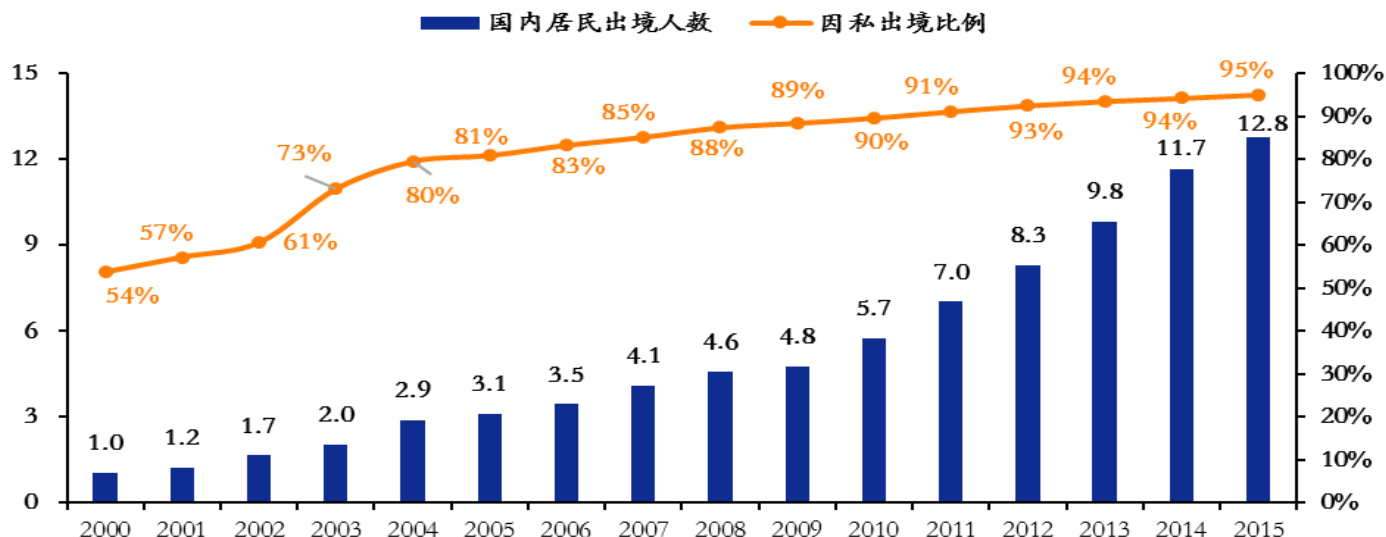
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：旅游行业消费升级示意图



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 14：出境旅游人数（千万）及因私出境人数占比



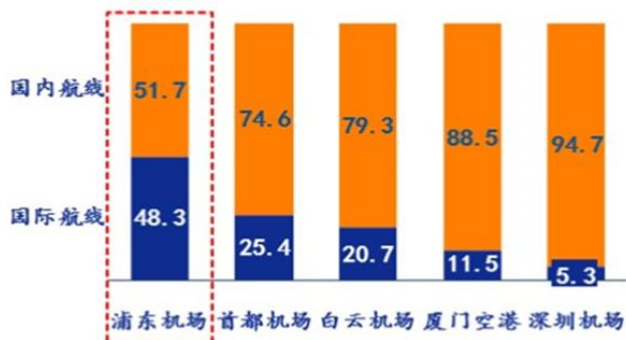
资料来源：wind，安信证券研究中心

### 3.2. 上海机场国际航线占比高

上海机场是中国最重要的空中门户，国际（地区）航线占比高，14年国际航线占比超过排名第二的首都机场23个百分点。2015年上海机场旅客吞吐量中出入境旅客超过50%，国际旅客吞吐量为2568.3万人次，同比增长28.8%。根据机场收费政策，相应航线航空性业务收费标准高于国内航线；叠加业务量高速增长带动了非航空性业务的增长等因素，目前公司盈利能力相对好于A股同类上市机场公司。

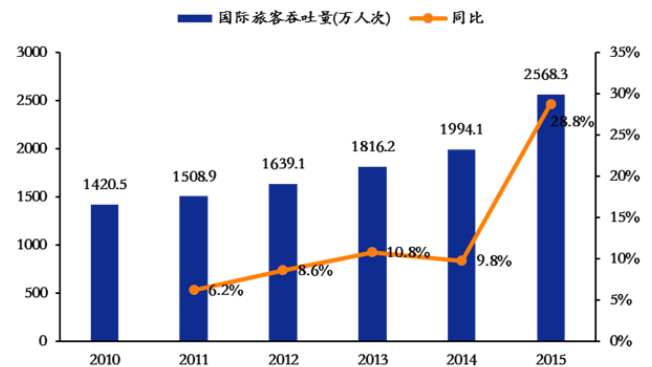
目前浦东机场至美国的航点数达到12个；浦东机场至莫斯科、巴黎、慕尼黑、洛杉矶、多伦多、纽约和夏威夷等多条欧美重要航线都在今年得到了加密，国际航线网络更趋完善。浦东机场已基本涵盖除南美洲以外的主要国际航点和60%左右的国内城市，网络覆盖度基本达到国际大型枢纽机场水平。天合联盟、星空联盟、寰宇一家等各航空联盟持续增加上海地区运力投入，浦东机场航线通达性也已接近世界大型枢纽水平。目前，在浦东机场运营的航空公司最高达到102家，其中国际及地区74家，国内28家；共有通航点222个，其中国际及地区通航点120个，国内通航点102个。

图 15：国内几大机场国际航线占比



资料来源：中国航信，安信证券研究中心

图 16：上海国际航线旅客吞吐量及同比



资料来源：中国航信，安信证券研究中心

表 2：部分上市机场公司财务指标

公司名称	2014年(亿元)		2015年(1-6月)(亿元)	
	营业收入	归母净利润	营业收入	归母净利润
上海机场	57.51	20.96	30.94	12.92
白云机场	55.28	10.88	27.74	6.18
深圳机场	29.73	2.68	14.77	2.16

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17：国际及港澳航班航空性业务收费项目的收费标准基准

项目 标准 机场类别	起降费(元/架次)					T: 飞机最大起飞全重	停场费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	安检费	
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨	201吨以上					旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)
	一类1级										2小时以内免收；超过2小时，每停场24小时按照起降费的15%计收。不足24小时按24小时计收。
一类2级											
二类	2000	2200	2200+40×(T-50)	4200+44×(T-100)	8600+56×(T-200)						
三类											

资料来源：公司官网，安信证券研究中心



图 18：内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准

项目	起降费 (元/架次)					停车场费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	安检费	
	T: 飞机最大起飞全重								旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)
	标准	25 吨以下	26 - 50 吨	51 - 100 吨	101 - 200 吨					
一类 1 级	240	650	1100+22 × (T-50)	2200+25 × (T-100)	5000+32 × (T-200)	2 小时以内免收; 超过 2 小时, 每 24 小时按照起降费的 15% 计收。不足 24 小时按 24 小时计收。	单桥: 1 小时以内 100 元; 超过 1 小时每半小时 50 元。不足半小时按半小时计收。多桥: 按单桥标准的倍数计收。	34	5	35
一类 2 级	250	700	1100+23 × (T-50)	2250+25 × (T-100)	5050+32 × (T-200)			40	6	40
二类	250	700	1150+24 × (T-50)	2350+26 × (T-100)	5100+33 × (T-200)			42	7	41
三类	270	800	1300+24 × (T-50)	2500+26 × (T-100)	5150+33 × (T-200)			42	7	42

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

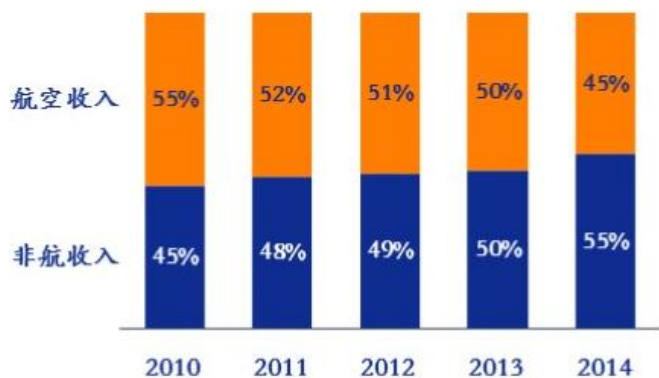
### 3.3. T1 航站楼改造工程竣工，非航收入有望进一步提升

机场的收入结构分为两部分，一部分为航空性业务收费，另一部分为非航空性业务收费。收入驱动因素主要有两个，一个是机场三大业务量指标，另外一个为航空性和非航空性业务价格。其中，航空性业务价格由政府指导价，不作上浮，下浮幅度协商确定；而非航空性业务价格为市场调节价，因此，非航业务是机场收入的一个重要来源，从国际先进的机场看，其非航收入已经占收入的 60% 左右。

上海机场非航收入占比较高，2013、2014 年占比分别为 50% 和 55%，首都机场只有 42% 和 43%，白云机场两年均为 46%。非航收入中的商业餐饮收入占总收入比例稳定，2012 年之后每年约占总收入 30%，是营业收入的一个重要来源。2015 年非航收入为 30.90 亿元，占营业收入 49.2%，同比增长 6.56%，其中商业租赁收入同比增长 7.72%。

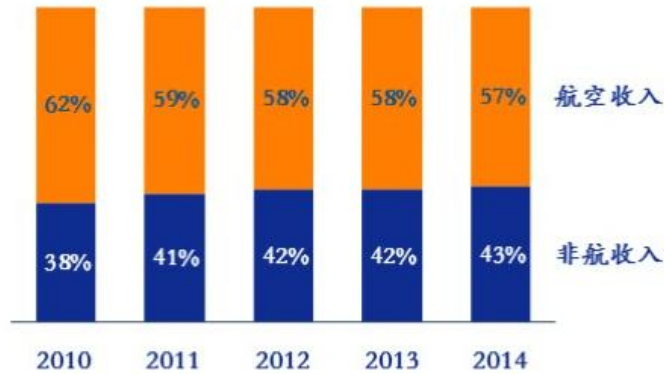
T1 航站楼改造工程于 2012 年底启动，2015 年底竣工，并计划于 2016 年上半年全面投入使用，T1 航站楼的投入使用将有效提高上海机场的非航收入水平。这次改造主要是提升质量，进一步完善 T1 航站楼的中转功能及流程，通过功能布局的调整，进一步提高服务水平和运行效率，改善商务环境，提升商业设施价值。改造后，浦东 T1 的候机面积将由现在的 8 万平方米增加到 13 万平方米，旅客的候机体验将显著改善，除此之外，增加了旅客休息区域、餐饮、商业等服务设施，从而满足消费者不同层次的需求，同时，更大规模的免税店或将在航站楼里出现。各类服务设施的大大完善，将有效促进上海机场的非航业务的发展，提升非航收入，在航空性收入稳定的情况下，非航收入的提升将进一步促进上海机场整体业绩的提升。

图 19：上海机场收入构成



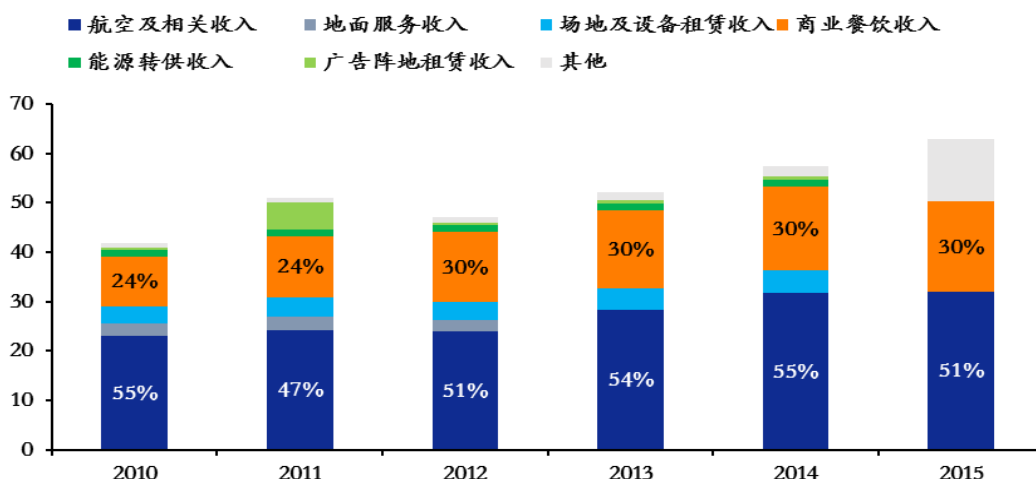
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 20：首都机场收入构成



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

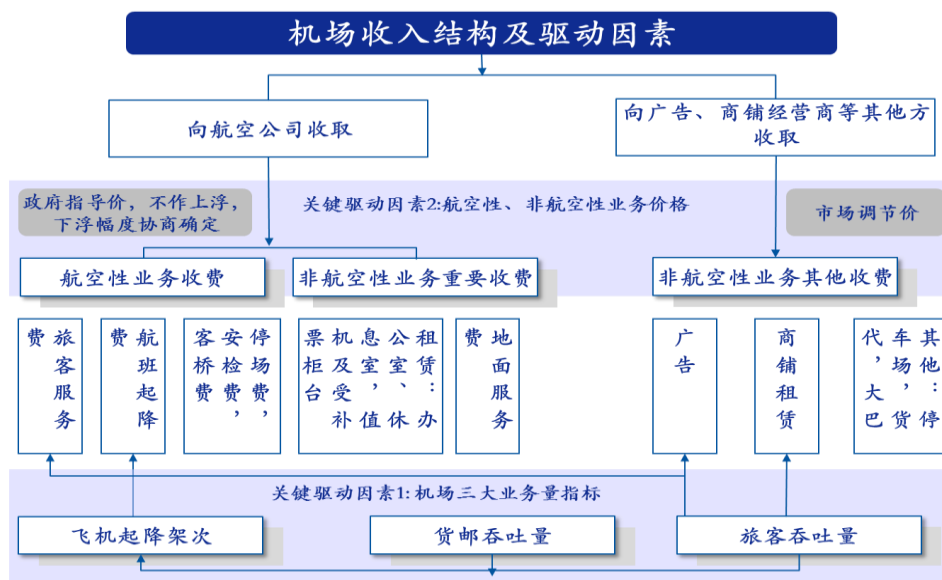
图 21：上海机场收入结构细分（亿）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

注：2012 年之后不再细分地面服务收入，2015 年非航收入分为商业餐饮收入及其他两类

图 22：机场收入结构及驱动因素图



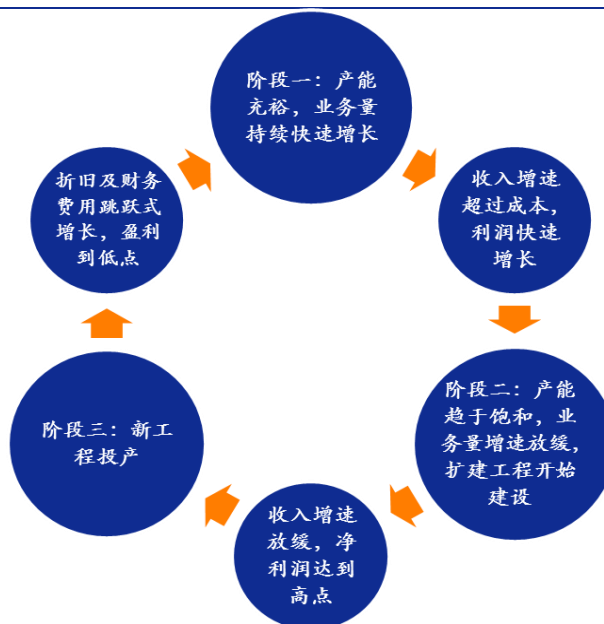
资料来源：中国知网，安信证券研究中心

### 3.4. 成本端相对平稳，产能周期处于上升阶段

2015 年，上海机场营业成本为 33.98 亿元，同比增长 5.06%；财务费用为-1.85 亿元，同比下降 110.10%，财务费用的大幅下降主要是确认利息收入增长所致。整体来看，上海机场成本端相对平稳，2006 年至 2015 年历年成本增速除 2008 年之外都处于 12% 之下，2008 年增速高达 55% 的原因为浦东机场二期 08 年 3 月投入使用，当年在建工程转固定资产 95.44 亿以及借款、债券利息停止资本化计入当期损益，导致折旧费用及财务费用跳跃式增长，盈利到低点。此后伴随产能利用率提升，成本增速平缓，净利率快速攀升。

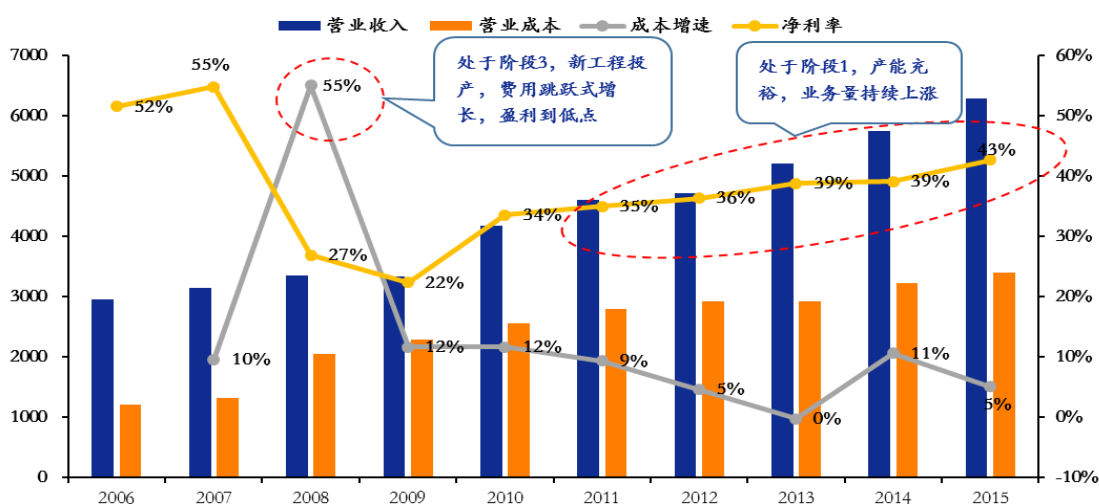
产能周期主要分为三个阶段，阶段一产能充裕，业务量快速增长；阶段二产能趋于饱和，业务量增速放缓，扩建工程开始建设；第三阶段新工程投产。目前，上海机场正处于产能富余的阶段。

图 23：机场产能周期及盈利框架



资料来源：中国知网，安信证券研究中心

图 24：上海机场历史收入、成本及增速

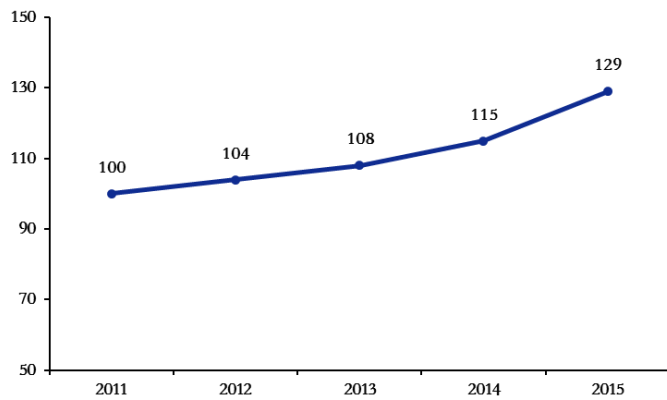


资料来源：wind，安信证券研究中心

### 3.5. 内生增长强劲，公司业绩仍有较大上升空间

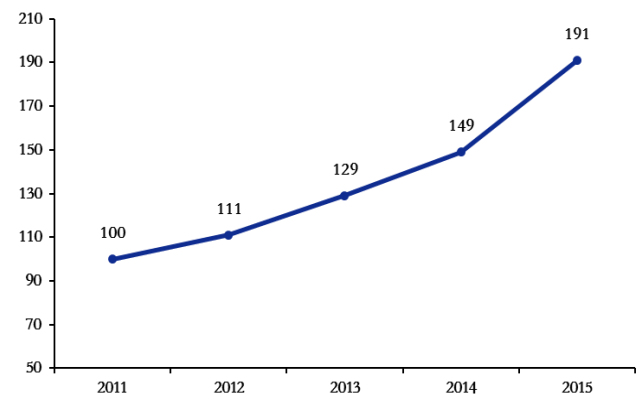
2015 年国际航线景气度指数 129，运输量指数 191，同比分别增长 12.2%和 28.2%。目前中国人均可支配收入持续快速增长、国民出境游热情高涨以及签证政策不断推陈出新，结合上海机场作为中国出境游的枢纽、国际航线占比较高的实际情况，未来中国出境游的持续增长有望继续推动公司国际航线旅客量的增长，同比增速预计达 17%-20%，同时，鉴于非航收入的进一步提升以及成本端的相对平稳，在国内业务保持稳定的前提下，公司业绩仍有较大上升空间。

图 25: 国际航线景气度指数 (2010 年基期 100)



资料来源: 中国航信, 安信证券研究中心

图 26: 国际航线运输量指数 (2010 年基期 100)



资料来源: 中国航信, 安信证券研究中心

## 4. 低成本基地叠加迪斯尼, 有望催生需求放量

### 4.1. 低成本攻守兼备

低成本航空是上海航空市场的重要组成部分, 上海机场低成本航空占比约 7.7%, 接近欧美主要枢纽机场的平均水平。2010 年, 虹桥机场扩建后, 东区 T1 航站楼 A 楼由春秋航空独立使用; 2012 年春秋航空从浦东机场 T1 航站楼搬迁至 T2 航站楼运营, 上海机场继续支持低成本航空有望进一步扩大业务量。

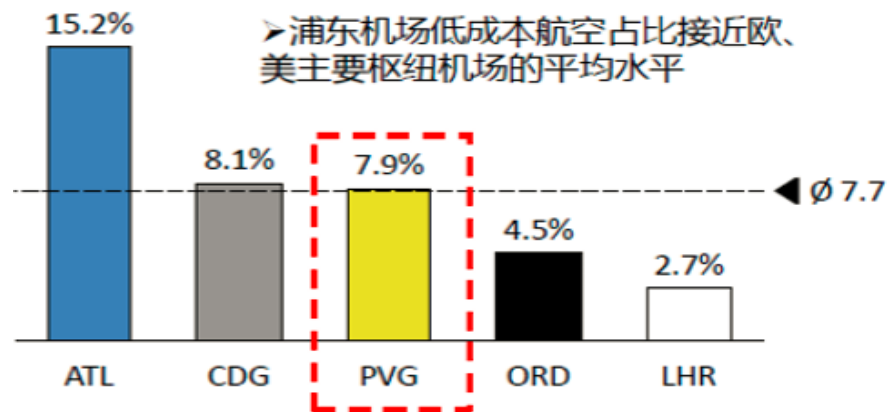
- **低成本航空可满足大众不同层次、差异化的出行需求。**低成本航空的客座率高, 而且客运量只有一部分来自传统航空市场, 绝大部分都来自新增的市场需求, 利用低成本航空对三四线城市及旅游城市的高通达性, 可充分满足不同层次的旅客消费需求。
- **低成本航空抗风险, 可提高机场设施利用率。**当宏观经济增速趋缓, 商务旅客需求不振时, 低成本航空所受冲击较小, 较低成本可抵御市场风险; 同时, 低成本航空的设施要求较低, 容易满足, 可大大提高机场设施利用率。
- **低成本航空是应对高铁竞争的有力工具。**我国高铁网络初步形成, 800 公里以下航线受到冲击较大, 低成本航空凭借成本优势可与高铁直面竞争, 从而在与高铁线路重合的航线上占有一席之地, 例如上海到深圳高铁最便宜的二等座 481 元/张, 而春秋航空上海到深圳的票价仅为 420 元/张 (含机建燃油)。

表 3: 上海机场低成本航空占比

机场	春秋 9C	宿雾 5J	飞龙 Z2
<b>浦东机场</b>			
旅客 (万人次)	342.5	9.3	2.3
占比 (%)	7.6	0.2	0.05
<b>虹桥机场</b>			
旅客 (万人次)	394.1		
占比 (%)	11.6		

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 27：浦东机场低成本航空占比接近欧美国家平均水平



资料来源：罗兰贝格，安信证券研究中心

表 4：春秋航空及高铁部分城市票价比较

票价	春秋航空	高铁（二等座）
上海-北京	310	553
上海-深圳	420	481
上海-厦门	249	330

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

#### 4.2. 迪斯尼开园催生上海机场需求放量

迪斯尼作为全球著名的旅游项目，对国内外游客有着巨大的吸引力。上海迪斯尼处于上海国际旅游度假区核心区域，规划面积 3.91 平方公里，其中一期约 369 英亩，约为东京迪斯尼的两倍、香港迪斯尼的三倍。上海迪斯尼是中国第二、亚洲第三、世界第六个迪斯尼主题乐园，2011 年 5 月开始大规模施工，将于 2016 年 6 月 16 日正式开园。东京迪斯尼开园后，游客人数约为 1050 万，基于上海迪斯尼一期的规模及较大的人口基数，参考东京的经验数据，我们预计上海迪斯尼年均入园人数约为 1200-1800 万人次；据中国航信统计，上海世博会带来新增航空客流约占入园人数的 15%，参考上海世博会数据，且考虑到浦东机场距迪斯尼仅有半小时的车程，我们预计 30% 的旅客选择浦东机场，则浦东机场年均新增航空旅客 360-540 万人次，增量收入约 2.07-3.43 亿，将长期利好上海机场。

表 5：上海迪斯尼与东京迪斯尼对比

	东京	上海
年份	1983	2016
面积	201	391
游客人数（万人）	1050	预计 1200-1800

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

表 6：上海迪斯尼弹性测算

开园人数（万人）	1200	1500	1800
浦东机场人数（万人）	360	450	540
预计业绩（百万）	3180	3228	3276
增量业绩（百万）	207	275	343
<b>迪斯尼弹性</b>	<b>7.32%</b>	<b>9.04%</b>	<b>10.86%</b>

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

图 28：浦东机场距迪斯尼路程

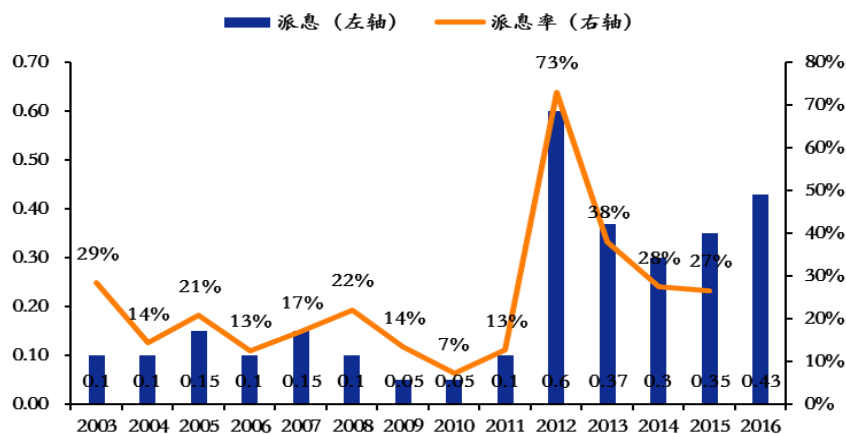


资料来源：百度图库，安信证券研究中心

## 5. 派息率高，典型的抗跌品种

上海机场历年均有派息，2003 年至 2011 年每股派息介于 0.1 及 0.15 元之间，2012 年派息数目最高，每股派息 0.6 元，之后每年派息均保持在每股 0.3 元以上；派息率最低为 2010 年的 7%，2012 年最高为 73%，之后一直维持在 25% 以上。

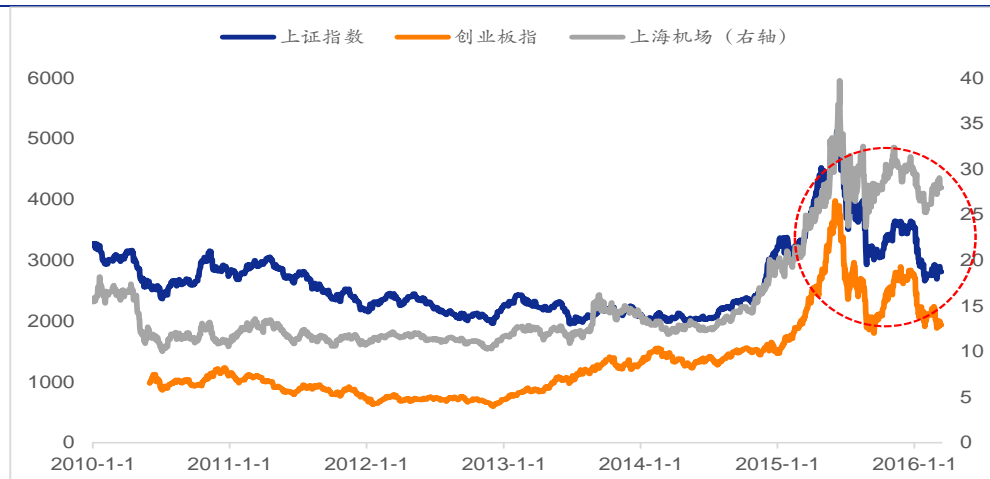
图 29：上海机场历史每股派息（元）及派息率



资料来源：wind，安信证券研究中心

上海机场是典型的抗跌品种，2015 年股市暴跌的时，显著跑赢上证综指和创业板指，2016 年以来，走势也好于上证综指和沪深 300 指数，是机构投资者在熊市里重要的配置品种。

图 30：上海机场历史走势



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 6. 投资建议

目前机场板块整体市盈率(TTM) 19.4x。考虑上海机场明确的内生增长, 以及迪斯尼主题效应, 给予公司“买入-A”投资评级, 6个月目标价 35.00 元。预计公司 2016 年-2018 年的 EPS 分别为 1.59、1.85 和 2.12, 对应 16-18 年 22x、19x、17x。

## 7. 风险提示

宏观经济不佳, 业务量增长持续低于预期等

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,750.9	6,285.4	7,614.7	8,815.1	9,971.1	成长性					
减:营业成本	3,234.1	3,397.7	3,883.5	4,319.4	4,686.4	营业收入增长率	10.3%	9.3%	21.1%	15.8%	13.1%
营业税费	124.3	132.6	167.5	193.9	219.4	营业利润增长率	11.8%	18.5%	20.0%	15.5%	15.8%
销售费用	14.6	12.4	22.8	26.4	29.9	净利润增长率	11.9%	20.8%	20.8%	16.3%	15.0%
管理费用	252.3	211.3	327.4	343.8	388.9	EBITDA 增长率	4.7%	9.1%	16.5%	16.1%	13.6%
财务费用	-88.1	-185.2	-185.2	-83.8	-97.0	EBIT 增长率	8.5%	15.5%	21.2%	18.9%	15.8%
资产减值损失	0.5	0.2	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	8.2%	14.4%	22.1%	18.6%	14.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.3%	4.9%	5.1%	-11.2%	4.8%
投资和汇兑收益	592.4	608.5	592.5	592.5	592.5	净资产增长率	9.1%	9.9%	10.4%	10.8%	11.1%
营业利润	2,805.7	3,324.9	3,990.5	4,607.2	5,335.5	利润率					
加:营业外净收支	0.4	55.6	28.0	41.8	34.9	毛利率	43.8%	45.9%	49.0%	51.0%	53.0%
利润总额	2,806.1	3,380.4	4,018.5	4,649.0	5,370.4	营业利润率	48.8%	52.9%	52.4%	52.3%	53.5%
减:所得税	555.9	696.2	803.7	939.1	1,127.8	净利润率	36.4%	40.3%	40.2%	40.4%	41.0%
净利润	2,095.5	2,531.4	3,058.4	3,557.0	4,090.4	EBITDA/营业收入	62.5%	62.4%	60.1%	60.3%	60.5%
						EBIT/营业收入	47.3%	50.0%	50.0%	51.3%	52.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	633	581	483	395	327
						流动营业资本周转天数	-29	-54	-24	-21	-19
						流动资产周转天数	551	619	592	625	672
						应收帐款周转天数	52	51	53	52	52
						存货周转天数	1	1	1	1	1
						总资产周转天数	1,375	1,393	1,238	1,167	1,135
						投资资本周转天数	787	714	619	517	440
						投资回报率					
						ROE	11.4%	12.5%	13.7%	14.4%	15.0%
						ROA	9.8%	10.5%	12.0%	12.2%	13.1%
						ROIC	16.8%	20.5%	23.9%	26.9%	34.8%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	4.4%	3.4%	4.3%	3.9%	3.9%
						财务费用率	-1.5%	-2.9%	-2.4%	-1.0%	-1.0%
						三费/营业收入	3.1%	0.6%	2.2%	3.2%	3.2%
						偿债能力					
						资产负债率	18.2%	19.3%	14.5%	16.9%	13.3%
						负债权益比	22.3%	23.9%	17.0%	20.3%	15.3%
						流动比率	5.90	4.77	9.73	6.51	11.09
						速动比率	5.89	4.76	9.71	6.50	11.07
						利息保障倍数	-30.83	-16.95	-20.55	-54.00	-54.02
						分红指标					
						DPS(元)			0.56	0.65	0.74
						分红比率	32.2%	0.0%	35.0%	35.0%	35.0%
						股息收益率					

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,250.2	2,684.2	3,058.4	3,557.0	4,090.4	EPS(元)	1.09	1.31	1.59	1.85	2.12
加:折旧和摊销	880.9	787.1	768.1	788.5	796.6	BVPS(元)	9.58	10.54	11.58	12.78	14.16
资产减值准备	0.5	0.2	-	-	-	PE(X)	25.7	21.3	22.0	18.9	16.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
财务费用	132.7	132.7	-185.2	-83.8	-97.0	P/FCF	18.5	27.9	22.4	10.6	15.3
投资损失	-592.4	-608.5	-592.5	-592.5	-592.5	P/S	9.4	8.6	7.1	6.1	5.4
少数股东损益	154.6	152.8	156.5	152.9	152.2	EV/EBITDA	8.8	12.6	9.8	7.8	6.5
营运资金的变动	468.8	319.1	-1,488.8	1,413.8	-1,342.3	CAGR(%)	18.1%	16.5%	16.7%	18.1%	16.5%
经营活动产生现金流量	2,980.9	3,207.4	1,716.5	5,236.0	3,007.5	PEG	1.4	1.3	1.1	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	105.4	-826.3	593.1	-108.0	592.5	ROIC/WACC	1.8	2.3	2.6	3.0	3.8
融资活动产生现金流量	-802.1	-927.5	-898.1	-1,158.3	-1,332.3	REP	1.4	1.7	1.3	1.2	0.8

资料来源: 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

姜明声明, 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。

## ■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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