

上海机场 (600009)

证券研究报告

2017年04月28日

营收超预期，枢纽价值凸显

事件

上海机场披露 2017 年一季度报告，实现营业收入 18.95 亿，同比增长 15.77%，归母净利 7.91 亿，同比提高 23.46%。

收入增速略超预期，非航收入促进业绩旺盛增长

2017 年一季度公司完成飞机起降架次 12.07 万，同比增速 3.4%，旅客吞吐量 1700 万，同比增速 7.6%，货邮吞吐量 85.82 万吨，同比增速 13%，同时国内、国际细分业务量比重并未出现明显变动，我们认为非航空性收入的旺盛增长促进收入增速超出预期。一季度公司毛利率为 45.35%，同比提高 2.34 个百分点，同时费用管控良好，净利率达 43.76%，同比提高 2.59 个百分点。

机场提价落地，2017-2018 年公司业绩增量为 3.9%、5%

4 月 1 日机场收费改革方案正式实施，上海机场除旅客服务费外的其他航空性项目政策指导价格均有一定程度上调，并同时放开非航空性业务重要收费项目市场化。根据我们测算，如假设内航内线起降费在政策指导价格的基础上进一步上调 5%，地面服务业务收费标准上调 20%，但不考虑航空公司旅客服务费优惠政策取消，则 2017-2018 年业绩将增厚 3.9%、5%。

一线机场商业价值突出，免税品销售带来丰厚回报

枢纽机场具备极高的商业价值，机场免税店经营权成为各大经销商争夺的重心，首都、白云机场免税店招标连超预期证明一线机场客流资源价值已被市场认可。机场往往通过向免税经销商征收保底租金加销售额提成的方式获取特许经营权收益，而随着机场的国际枢纽地位不断巩固，国际线客流持续增长及旅客消费力的不断提高带动免税品热销，机场将迎丰厚回报。

客流价值变现，预计 18 年增量收入超 11 亿，业绩弹性 24%

2018 年上海机场免税店经营权即将到期，相关招标工作即将启动，而 2016 年上海机场旅客国际及港澳台旅客吞吐量 3327 万人，位列我国内地机场榜首，因此销售提成率接近甚至超过首都机场是大概率事件。2016 年上海机场免税店销售额约为 60 亿元，假设 2018 年免税品销售额相比 2016 年有 20% 的增量，不考虑保底租金，保守估计提成率提高至 47%，如二季度开始贡献业绩，则对应 2018 年增量收入为 11.2 亿元，业绩弹性为 24%。

投资建议

随着空域资源优化，公司航空性业务仍有增长空间，同时机场提价将带来小幅业绩弹性，免税店招商则可大幅推升非航收入，考虑到机场提价及免税招商，预计 2017-2018 年收入增速为 11.6%、23.8%，归母净利为 32.8 亿、43.7 亿，增速为 16.9%、33.3%，EPS 为 1.70 元、2.27 元，上调评级至“买入”，上调目标价至 40.62 元，对应 2017-2018 年 PE23.9 倍、17.9 倍。

风险提示：机场业务量增速不及预期，免税店招商不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,285.40	6,951.47	7,756.44	9,604.88	10,814.30
增长率(%)	9.29	10.60	11.58	23.83	12.59
EBITDA(百万元)	3,924.21	4,398.93	4,982.29	6,631.90	7,009.89
净利润(百万元)	2,531.43	2,805.65	3,278.55	4,368.86	4,429.82
增长率(%)	20.80	10.83	16.86	33.26	1.40
EPS(元/股)	1.31	1.46	1.70	2.27	2.30
市盈率(P/E)	25.76	23.24	19.89	14.93	14.72
市净率(P/B)	3.21	2.92	2.66	2.38	2.15
市销率(P/S)	10.37	9.38	8.41	6.79	6.03
EV/EBITDA	12.57	9.99	12.26	9.72	9.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/机场
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	33.84 元
目标价格	40.62 元
上次目标价	33.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,926.96
流通 A 股股本(百万股)	1,093.48
A 股总市值(百万元)	65,208.27
流通 A 股市值(百万元)	37,003.24
每股净资产(元)	11.98
资产负债率(%)	15.21
一年内最高/最低(元)	35.42/25.55

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《上海机场-公司点评:吞吐量增速放缓，期待非航收入成为业绩突破口》
2017-03-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,413.56	9,966.29	4,559.28	1,497.41	1,081.43	营业收入	6,285.40	6,951.47	7,756.44	9,604.88	10,814.30
应收账款	900.52	1,039.25	1,161.84	1,544.12	1,500.28	营业成本	3,397.71	3,814.14	4,101.53	4,371.12	5,437.38
预付账款	9.21	5.13	28.59	11.98	19.68	营业税金及附加	132.62	59.54	38.78	48.02	54.07
存货	19.66	20.48	25.62	22.84	36.69	营业费用	12.45	13.18	15.51	18.25	21.63
其他	290.65	193.13	201.68	228.49	207.77	管理费用	211.28	223.66	246.65	240.12	227.10
流动资产合计	11,633.60	11,224.29	5,977.01	3,304.84	2,845.84	财务费用	(185.19)	(146.64)	(217.88)	(90.85)	(11.86)
长期股权投资	2,340.33	2,362.31	2,564.81	2,585.51	2,604.31	资产减值损失	0.15	(0.19)	0.16	0.04	0.00
固定资产	10,517.08	9,766.25	8,920.15	8,074.04	28,459.11	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	792.85	3,223.81	9,524.04	16,024.25	1,126.44	投资净收益	608.47	729.68	769.63	845.52	905.21
无形资产	335.82	342.67	336.92	329.47	324.23	其他	(1,216.94)	(1,459.36)	(1,539.26)	(1,691.04)	(1,810.42)
其他	19.74	24.31	79.54	36.82	43.46	营业利润	3,324.86	3,717.47	4,341.32	5,863.69	5,991.19
非流动资产合计	14,005.82	15,719.36	21,425.46	27,050.09	32,557.55	营业外收入	57.78	1.89	10.25	11.18	12.11
资产总计	25,639.41	26,943.65	27,402.47	30,354.93	35,403.39	营业外支出	2.20	1.69	3.14	2.35	2.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	1,072.71	利润总额	3,380.44	3,717.67	4,348.43	5,872.53	6,000.91
应付账款	1,332.64	818.11	1,382.78	1,131.35	1,905.72	所得税	696.22	752.01	882.73	1,256.72	1,320.20
其他	1,106.29	3,499.22	1,007.66	1,037.55	1,020.65	净利润	2,684.21	2,965.66	3,465.70	4,615.81	4,680.71
流动负债合计	2,438.93	4,317.33	2,390.44	2,168.90	3,999.08	少数股东损益	152.78	160.01	187.15	246.95	250.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,531.43	2,805.65	3,278.55	4,368.86	4,429.82
应付债券	2,496.95	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.31	1.46	1.70	2.27	2.30
其他	5.82	2.16	4.10	4.03	3.43						
非流动负债合计	2,502.77	2.16	4.10	4.03	3.43						
负债合计	4,941.70	4,319.49	2,394.54	2,172.92	4,002.51	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	378.10	327.49	514.64	761.58	1,012.47	成长能力					
股本	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	营业收入	9.29%	10.60%	11.58%	23.83%	12.59%
资本公积	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50	营业利润	18.51%	11.81%	16.78%	35.07%	2.17%
留存收益	18,392.65	20,369.70	22,566.33	25,493.47	28,461.45	归属于母公司净利润	20.80%	10.83%	16.86%	33.26%	1.40%
其他	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	获利能力					
股东权益合计	20,697.71	22,624.15	25,007.93	28,182.01	31,400.88	毛利率	45.94%	45.13%	47.12%	54.49%	49.72%
负债和股东权益总	25,639.41	26,943.65	27,402.47	30,354.93	35,403.39	净利率	40.27%	40.36%	42.27%	45.49%	40.96%
						ROE	12.46%	12.58%	13.39%	15.93%	14.58%
						ROIC	20.50%	22.32%	21.72%	22.28%	17.50%
						偿债能力					
						资产负债率	19.27%	16.03%	8.74%	7.16%	11.31%
						净负债率	-35.10%	-35.22%	-32.57%	-7.68%	2.15%
						流动比率	4.77	2.60	2.50	1.52	0.71
						速动比率	4.76	2.60	2.49	1.51	0.70
						营运能力					
						应收账款周转率	7.08	7.17	7.05	7.10	7.10
						存货周转率	321.73	346.43	336.55	396.40	363.30
						总资产周转率	0.26	0.26	0.29	0.33	0.33
						每股指标(元)					
						每股收益	1.31	1.46	1.70	2.27	2.30
						每股经营现金流	1.66	1.34	1.92	2.06	2.90
						每股净资产	10.54	11.57	12.71	14.23	15.77
						估值比率					
						市盈率	25.76	23.24	19.89	14.93	14.72
						市净率	3.21	2.92	2.66	2.38	2.15
						EV/EBITDA	12.57	9.99	12.26	9.72	9.44
						EV/EBIT	15.71	12.30	14.81	11.16	11.07

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com