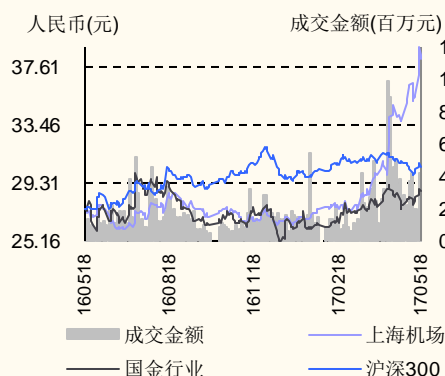


市场价格 (人民币): 38.16 元
 目标价格 (人民币): 48.00-48.00 元

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)	73,532.73
年内股价最高最低(元)	39.04/25.99
沪深 300 指数	3398.11
上证指数	3090.14



内生增长稳定, 免税招标带来业绩新增量

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.314	1.456	1.690	1.887	2.100
每股净资产(元)	10.54	11.57	12.81	14.20	15.75
每股经营性现金流(元)	1.66	1.33	1.74	2.00	2.22
市盈率(倍)	22.47	18.21	22.57	20.22	18.17
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	20.80%	10.83%	16.10%	11.62%	11.28%
净资产收益率(%)	12.46%	12.58%	13.19%	13.29%	13.33%
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

- **业绩增长超预期, 盈利能力维持高位:** 上海机场地理位置优势显著, 长期内生增长稳定。近期由于生产数据不达标受到处罚, 以及国际旅客出行需求减弱, 上海机场客流量增速略有放缓。但是在全球贸易增长的大环境下, 货邮吞吐量增速顺势上扬; 另外 T1 航站楼改造工程竣工, 商业租赁收入开始呈现反弹趋势, 使得业绩依然能够超预期高速增长。与此同时, 由于上海机场国际线旅客占比高, 消费能力强, 叠加近期国内线旅客旅游出行增多, 公司盈利能力维持高位。展望未来, 伴随准点率处罚取消以及三期扩建工程完工后, 上海机场有望迎来新一轮放量, 推动业绩进一步增长。
- **投资收益提供稳定利润来源:** 上海机场投资收益主要来源为德高动量广告公司和航空油料公司, 合计占比达到 95%。2017 年一季度, 公司实现投资收益 2.24 亿元, 占比利润总额比例继续提升达到 21.7%。受益广告空间释放, 德高动量业绩增速重回上升通道; 航空油料可以通过业务侧重点的改变, 较好的防范国际油价波动风险, 对国际油价波动做出正确应对措施, 经营良好, 预计未来将继续稳定增厚投资收益。
- **收费提价叠加免税招标, 迎来业绩新增量:** 2017 年 4 月 1 日起, 我国民用机场收费将实施《民用机场收费标准调整方案》, 上海机场由于国内航线占比较低, 且非航收费早已实现市场化, 此次提价将小幅提升业绩 5.6%。同时, 上海机场商业租赁发展迅猛, 最为接近国际成熟枢纽机场商业城模式, 使其成为免税店经营商必争之地, 预计新一轮免税业务招标将大幅增厚公司业绩。若以新提成率 45% 计算, 上海机场业绩弹性将达到将近 30%。

投资建议

- 公司作为机场龙头, 产能富裕, 内生增长稳定, 虽然建设卫星厅资本开支压力上升, 但盈利能力维持高位; 联营合营公司经营稳健, 投资收益提供稳定利润来源; 预计新一轮免税业务招标, 免税巨头竞争激烈, 公司将坐收渔翁之利。PE 估值相比国际成熟机场较低, DCF 估值 43.91 元, 仍有至少 15% 上涨空间。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.69 元、1.89 元、2.10 元, 对应 PE 分别为 23 倍、20 倍、18 倍, 维持“买入”评级。

风险

- 经济增长下行, 国际航线需求增速不及预期; 连续出现恶劣气候影响飞机正常起降; 地面交通分流上海航空客运业务, 免税店招标时点慢于预期等。

相关报告

1. 《盈利能力持续提升, 免税招标锦上添花-上海机场公司点评》, 2017.4.28
2. 《非航业务支持主营, 投资收益贡献业绩-上海机场公司点评》, 2017.3.20
3. 《业务量优于预期, 盈利持续强劲-上海机场公司点评》, 2017.2.14
4. 《雾霾将消散, 而今起飞从头越-上海机场公司研究》, 2016.12.12
5. 《低估值, 盈利能力强, 攻守平衡-上海机场公司点评》, 2016.11.30

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
 (8621)61038274
 huangfanyang@gjzq.com.cn

内容目录

无惧流量增速微降，营收增长超预期	4
多因素制约，客流量增速略放缓	4
受益国际需求回暖，货邮吞吐量顺势上扬	6
营收加速，毛利率维持高位	6
投资收益成为利润稳定来源	7
内航内线提价终落地，小幅增厚公司业绩	8
目标迈向商业城，免税业务招标令人期待	10
估值	11
DCF 估值	11
PE 估值	12
盈利预测	13
风险提示	13

图表目录

图表 1：长三角经济发达人均 GDP 全国领先	4
图表 2：上海机场飞机起降架次	4
图表 3：上海机场旅客吞吐量	4
图表 4：上海机场起降架次提升空间充裕	5
图表 5：上海机场产能仍较为富裕	5
图表 6：国际线航空需求增速下降	5
图表 7：上海机场旅客吞吐量分地区占比	5
图表 8：主要经济体 PMI2016 年四季度回升	6
图表 9：国际货邮吞吐量增速加快	6
图表 10：上海机场营业收入加速增长	7
图表 11：上海机场毛利增速反弹	7
图表 12：德高动量投资收益增速开始反弹	8
图表 13：航空油料公司投资收益加速上涨	8
图表 14：投资收益占比利润总额稳定	8
图表 15：不同机型收费调整幅度测算	9
图表 16：上市机场收费调整净利润敏感性测算	9
图表 17：商业租赁收入维持高速增长态势	10
图表 18：浦东机场国际及地区线占比全国最高	10
图表 19：上海机场与国际枢纽机场盈利能力对比	10
图表 20：上海机场新免税协议将增厚 2018 年净利润约 30%	11
图表 21：DCF 估值参数	12
图表 22：DCF 估值计算过程	12
图表 23：上海机场与国际枢纽机场 PE 估值相比较低	12

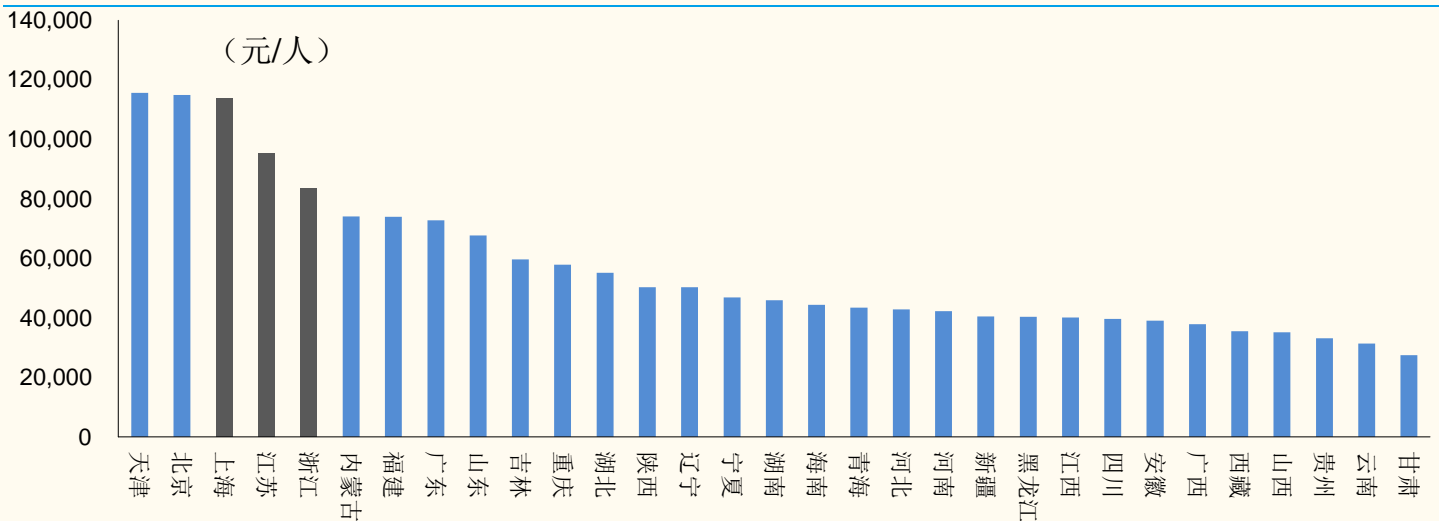
图表 24: 上海机场 PE Band12

无惧流量增速微降，营收增长超预期

多因素制约，客流量增速略放缓

- 上海浦东国际机场坐落于我国经济最发达、最具竞争力的长三角地区，直接腹地上海、江苏、浙江人均 GDP 全国领先，2016 年分别位居全国 3-5 位，商务及旅游需求旺盛，地域性优势明显。同时，上海机场作为国际门户机场，该地区增加的客流将首先流入上海机场，公司将充分享受经济发展带来的出行需求增长，长期内生增长稳定。

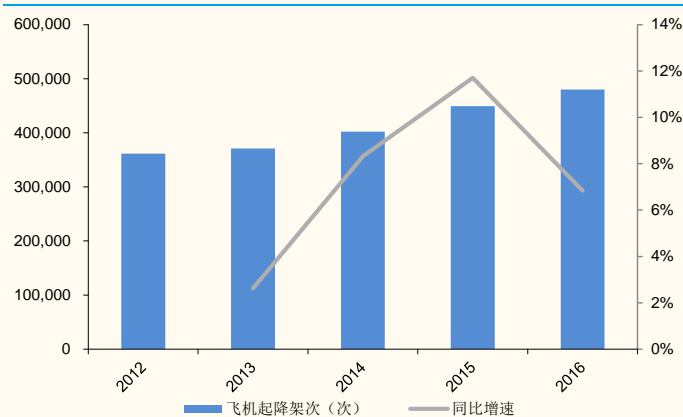
图表 1：长三角经济发达人均 GDP 全国领先



来源：Wind，国金证券研究所

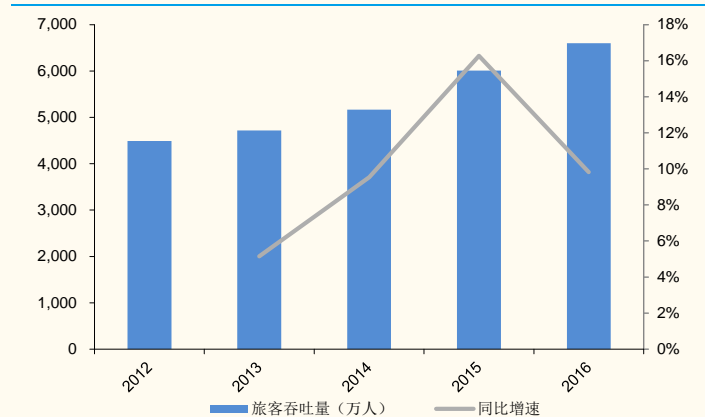
- 浦东机场具有区域垄断性，长期增长无忧，但近期由于多重因素制约，客流量增速略有放缓。2016 年，上海机场完成飞机起降架次 48.0 万次，同比增长 6.8%，旅客吞吐量 6600 万人次，同比增长 9.8%。两项增速较 2015 年均有所减少，分别同比下降 4.9pts 和 6.4pts。进入 2017 年，流量增速放缓迹象仍在持续。2017 年 1~4 月累计，飞机起降架次和旅客吞吐量同比增速分别下降到 3.7% 和 6.8%。

图表 2：上海机场飞机起降架次



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：上海机场旅客吞吐量



来源：公司公告，国金证券研究所

- 除去 2015 年出境游爆发，形成高基数效应外，时刻放量受限或是客流量增速放缓重要原因。2016 年 5 月开始，由于准点率未达到民航总局要求，浦东机场被停止受理客运加班、包机和新增航线航班申请，机场产能放量受到限制。截至目前，只有 2017 年 4 月允许申请。根据民航局最新公告，

浦东机场因 2-3 月份连续两个月数据不达标，自 4 月 25 日起至 7 月 31 日再次被停止受理客运加班、包机和新增航线航班申请。

- 但长期来看，浦东机场作为全国唯一拥有四条跑道的机场，产能仍未饱和，客流量增长仍有较大空间，支持机场放量。目前上海机场高峰小时航班架次为 76 架次/小时，距离设计高峰小时起降容量 90 架次/小时，仍有较大上升空间，2016 年每日每跑道平均起降仅为 328 次，与其他上市机场相比，提升空间充裕。

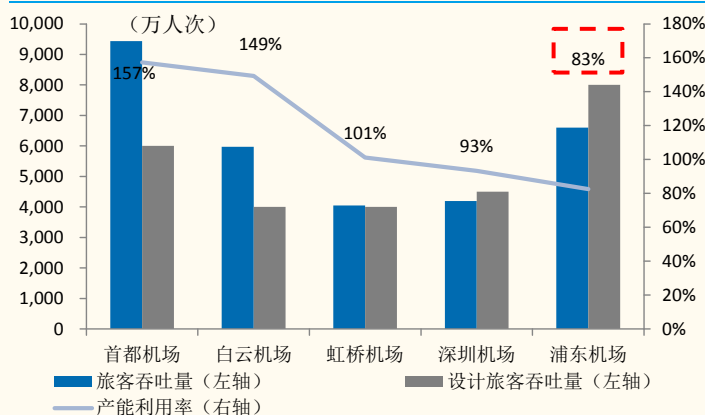
旅客吞吐量方面，随着浦东机场 T1 航站楼改造完成并投入使用，航班中转效率将大幅提升，旅客吞吐能力预计提升 1680 万人次。同时，浦东机场正在进行第三期扩建工程，待 2019 年 S1、S2 卫星厅竣工投入使用，浦东机场预计可满足年旅客吞吐量 8,000 万人次的运行需求。

图表 4：上海机场起降架次提升空间充裕

机场	2016年起降架次(万次)	跑道数量	每日每跑道平均起降架次
首都机场	60.61	3	552
厦门空港	18.35	1	501
深圳机场	31.86	2	435
白云机场	43.52	3	396
浦东机场	47.99	4	328

来源：公司公告，国金证券研究所

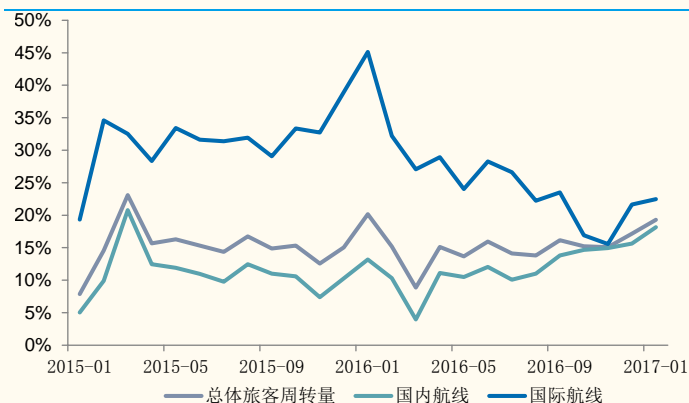
图表 5：上海机场产能仍较为富裕



来源：公司公告，国金证券研究所

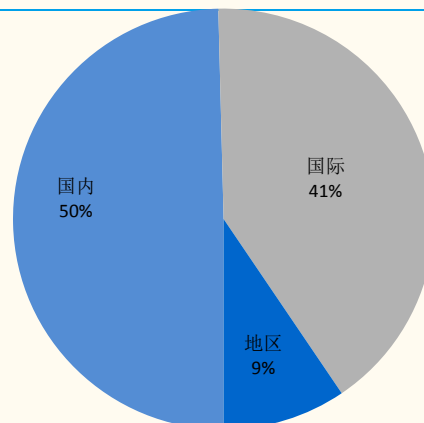
- 其次，2016 年下半年，国际航线需求增速有所下降，而上海机场国际航线占比较高，超过 40%，导致上海机场流量增速略有下滑。细看国内国际航线，上海机场客流增长结构发生变化，客流增速有流回国内的趋势。上海机场国内航线旅客吞吐量增速在时隔一年之后，开始超过国际航线客流增速。2017 年 1-4 月累计，国内和国际航线分别同比增长 11.0%和 4.4%。这也与我国航空需求结构匹配。
- 整体来看，2017 年 4 月后，国内市场商务需求提升，第五跑道也将投产，贡献新产能；叠加欧洲经济复苏，欧洲市场转好确定，上海机场客流量增速预计将企稳。

图表 6：国际线航空需求增速下降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：上海机场旅客吞吐量分地区占比



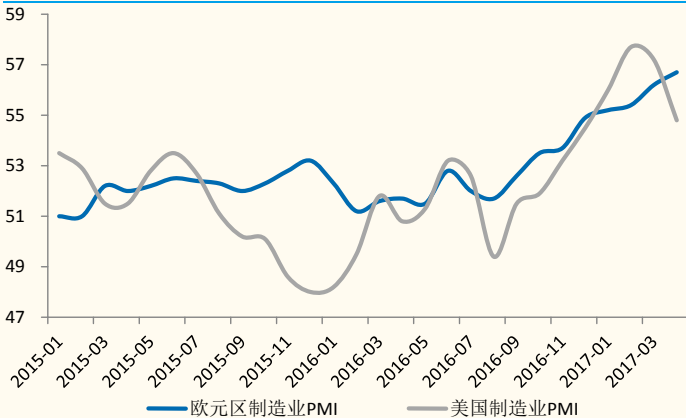
来源：公司公告，国金证券研究所

受益国际需求回暖，货邮吞吐量顺势上扬

- 上海机场客流量增速有所放缓，但货邮吞吐量增速成上升趋势。2016年，上海机场完成货邮吞吐量 344.0 万吨，同比增长 5.0%。其中自 2016 年四季度开始，货邮吞吐量增长明显提速。若除去 2017 年春节错位影响，将 2017 年 1~2 月累计观察，货邮吞吐量同比增速自从 2016 年 10 月，均达到双位数增长，2017 年 1~4 月累计，同比增长 13.1%，增速相比 2016 年同期增加 12.5pts。

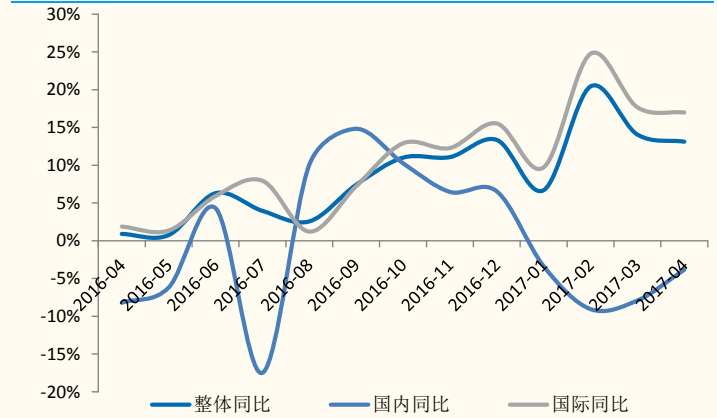
分地区来看，国际线货邮吞吐量是此轮加速的主要推动因素。全球需求增长，主要经济体 PMI 均大幅回升，带动贸易增速提升。航空货运虽然相比海运，运量较小，但具有运输时间大幅缩短的优势，同样受益于全球经济向好。2017 年 1~4 月累计，上海机场国际线完成货邮吞吐量 90.6 万吨，同比增长 16.7%。

图表 8：主要经济体 PMI 2016 年四季度回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：国际货邮吞吐量增速加快



来源：公司公告，国金证券研究所

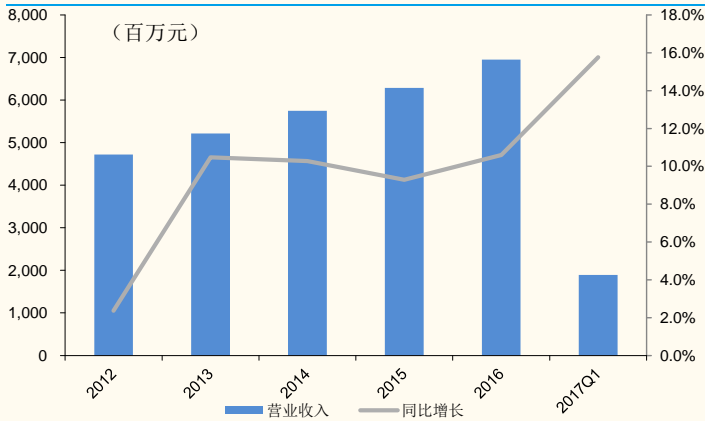
营收加速，毛利率维持高位

- 在 2016 年以及 2017 年上海机场客流量增速有所下滑的情况下，业绩增速依然平稳，甚至在 2017 年一季度加速。2017 年一季度，上海机场实现营业收入 18.95 亿元，同比增长 15.8%，相较 2016 年同期上涨 8.2pts，同时也高于旅客吞吐量增速。

我们认为，营业收入的加速增长，主要是因为 2017 年一季度货邮吞吐量增速明显提高，一定程度上弥补了飞机起降架次和客流量增速下滑导致的收入下降；商业租赁收入方面，T1 航站楼于 2016 年上半年改造工程竣工并投入使用，商业改造设计采取一次规划，分步实施的方案，商业面积逐步扩大，商业租赁收入开始呈现反弹趋势；另外，一季度旅客多为旅游探亲出行，机场消费增多同样将利好商业租赁收入。

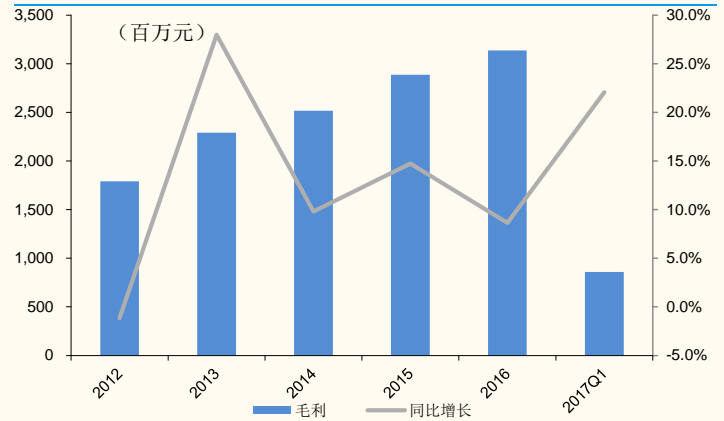
- 营业收入提升的同时，毛利也以较快速度增长。2017 年一季度，上海机场实现毛利 8.60 亿元，同比增长 22.1%，增速相比 2016 年同期增长 20.3pts。公司毛利率同样维持高位，展现出较强的盈利能力，2017 年一季度，上海机场毛利率 45.4%，相较 2016 年同期上涨 0.2pts。
- 展望未来，若准点率处罚在 2017 年下半年取消，上海机场有望迎来新一轮放量，推动营收进一步增长。

图表 10: 上海机场营业收入加速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 上海机场毛利增速反弹



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 不过由于浦东机场正在进行的扩建工程, 资本支出近期存有压力。S1、S2 卫星厅及三期相关配套设施工程, 项目总投资估算为 201 亿元, 所需资金均为公司自筹, 工程预计 2019 年底竣工。截止 2016 年底, 已累计投入金额 24.5 亿元, 预计 2017 至 2019 年每年资本开支将超过 60 亿元。另外, 工程竣工后, 流量的培养需要时间, 新增的折旧成本在短期内, 会对业绩造成较大压力。

投资收益成为利润稳定来源

- 长期以来, 投资收益是上海机场利润重要来源。上海机场投资收益主要来源为德高动量广告公司和航空油料公司, 合计占比达到 95%。
- 上海机场通过机场广告公司间接持有德高动量 50% 股份。德高动量广告公司主营设计、制作、代理、发布国内外各类广告, 主要在虹桥机场和浦东机场开展业务。近年由于虹浦两场广告空间接近饱和, 叠加浦东 T1 航站楼改建施工, 广告业务开展受限, 公司业绩自 2011 年开始逐年下滑。

随着 T1 航站楼改造完成投入使用, 上海机场广告空间也将得以释放, 德高动量投资收益增速也一改 2011 年至 2015 年增速不断放缓的趋势, 开始反弹。另外, 德高动量开始向全国机场扩展业务范围, 在其他城市机场寻找商机, 预计公司业绩在未来将进入上升通道。

2016 年, 德高动量业绩重新录得增长, 上海机场获得投资收益 3.2 亿元, 同比增长 4.7%。

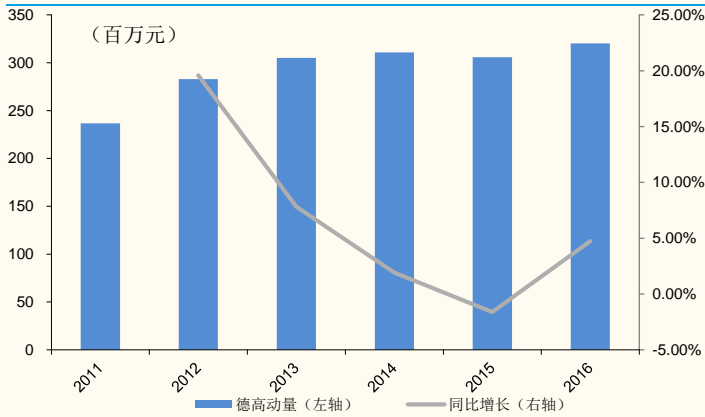
- 上海浦东国际机场航空油料有限责任公司是上海机场重要的参股联营企业, 直接持股 40%, 主营建设与经营浦东国际机场供油设施及相关项目, 航空油料的购销与储运, 并提供相关产品的技术服务。航空油料公司投资收益增速在近年逐步升高。

2014 年, 由于国际油价大跌, 航空公司航空燃油需求大增, 使得公司燃油储运业务量增加, 公司贡献的投资收益重新进入上升通道。2016 年, 燃油价格逐步攀升, 公司可以将之前较低价格购入的燃油, 以较高的价格销售, 使得公司 2016 年业绩大幅增长, 贡献上海机场投资收益 3.7 亿元, 同比增长 52.2%。

由此可见, 公司可以通过业务侧重点的改变, 较好的防范国际油价波动风险, 对国际油价波动做出正确应对措施, 经营良好, 同时提升自身的业绩。展望 2017 年二季度以后, 市场预期国际油价将窄幅震荡, 预计业绩增速将略有回落, 但仍将稳定贡献上海机场投资收益。

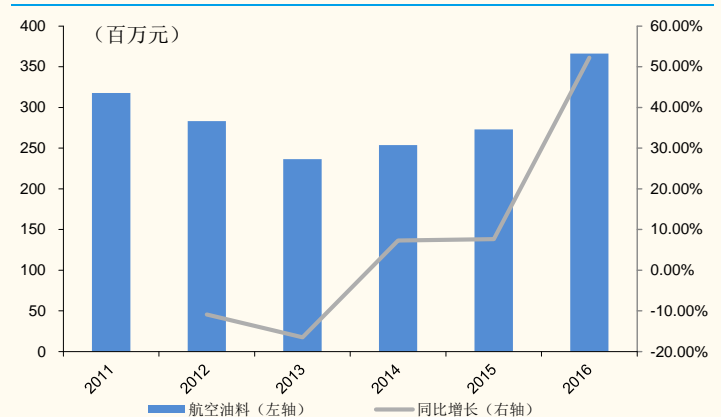
- 2016 年, 上海机场投资收益为 7.30 亿元, 占利润总额 19.6%; 2017 年一季度, 实现投资收益 2.24 亿元, 占比利润总额比例继续提升, 达到 21.7%。预计未来, 由于德高动量和航空油料经营稳健, 对于上海机场的投资收益将继续成为业绩的重要来源。

图表 12: 德高动量投资收益增速开始反弹



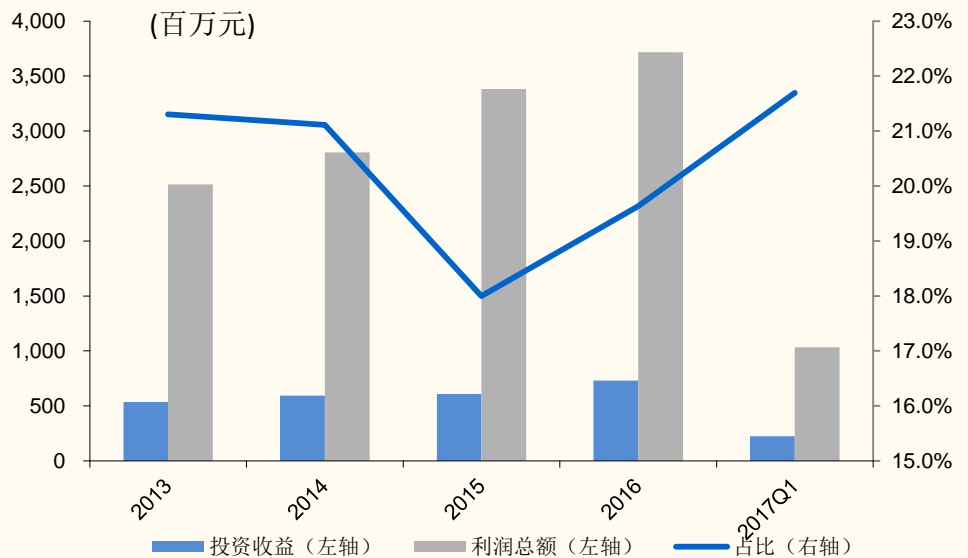
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 航空油料公司投资收益加速上涨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 投资收益占利润总额稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

内航内线提价终落地, 小幅增厚公司业绩

- 2017年4月1日起, 我国民用机场收费将实施《民用机场收费标准调整方案》, 这也标志着市场期待已久的机场内航内线提价终于落地。收费提价增加的是边际收入, 将直接利好我国机场业绩。
- 此次调整方案中, 航空性收费仍实行政府指导价, 其中在与人力相关的安检费, 停车场费和客桥费提价是此次调整的重点, 而旅客服务费维持不变。值得注意的是, 起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过 10%, 具体由机场管理机构与航空公司协商确定。浦东机场由于流量较大, 预计将具有较强的议价能力。

非航空性收入方面, 市场竞争性更强, 逐步放开非航收费, 由市场调节更加符合业务发展方向。此次调整方案中, 将对头等舱、公务舱休息室出租、办公室出租、售补票柜台出租、值机柜台出租以及一类机场的地面服务收费标准实行市场调节价, 非航空性收费大部分实现了完全市场化。浦东机场由于旅客结构更加优质, 预计将获得更大的非航收入弹性。

- 根据调整方案, 浦东机场维持一类 1 级机场地位, 我们测算了 A320 和 A330 在一类 1 级机场, 收费调整的变化情况。我们发现, 窄体机收费上涨

幅度略大于宽体机。因为此次提价主要是为了减轻中小机场生存压力，而窄体机占比中小机场业务量较大，所以窄体机提价幅度较大。

图表 15：不同机型收费调整幅度测算

窄体机 A320		(元)	一类1级	
假设			调整后收费	调整前收费
最大起飞全重	77吨	起降费	1,848	1,694
座位数	180	停场费	370	254
客座率	80%	客桥费	300	150
机场停场时间	3小时	旅客服务费	4,896	4,896
客桥使用个数	1个	安检费	1,152	720
客桥使用时间	1.5小时	合计	8,566	7,714
		涨幅	11.0%	
宽体机 A330		(元)	一类1级	
假设			调整后收费	调整前收费
最大起飞全重	230吨	起降费	5,960	5,960
座位数	295	停场费	1,192	894
客座率	80%	客桥费	300	150
机场停场时间	3小时	旅客服务费	8,024	8,024
客桥使用个数	1个	安检费	1,888	1,180
客桥使用时间	1.5小时	合计	17,364	16,208
		涨幅	7.1%	

来源：中国民用航空局、国金证券研究所

- 但由于浦东机场国内航班仅占比 50%，明显低于我国其他上市机场，所以此次提价，与内航内线占比较大的深圳机场相比，将小幅提升上海机场业绩。根据我们的测算，提价引起的航空性收入增加，将增厚上海机场 2017 年业绩 3.8%，深圳机场业绩将增厚 24.1%。非航收费方面，由于上海机场部分非航收费已经采取市场化定价模式，在与航空公司谈判过程中，提升幅度有限，非航收费对于业绩增厚幅度预计较小。
- 整体来看，对于上海机场，此次内航内线提价，预计将小幅增厚 2017 年业绩约 5.6%。

图表 16：上市机场收费调整净利润敏感性测算

	深圳机场	厦门机场	浦东机场	白云机场
2017提价前预计营收(百万元)	3,362.5	1,543.5	7,697.1	6,606.7
预计2017年飞机起降架次(万)	33.5	17.7	50.4	45.7
国内航班架次占比	95%	85%	50%	80%
国内航班架次(万)	31.8	15.1	25.2	36.5
窄体机起降架次(万)	28.6	13.6	22.7	32.9
宽体机起降架次(万)	3.2	1.5	2.5	3.7
2017年提价前预计净利润(百万元)	698.3	440.2	3,257.4	1,461.9
航空性收入增加(百万元)	224.9	99.8	166.7	-61.4
净利润增加(百万元)	168.6	74.8	125.0	-46.1
净利润敏感性(仅航空性收入)	24.1%	17.0%	3.8%	-3.2%
地服收费增加(百万元)	74.0	47.0	78.0	113.0
总计净利润增加(百万元)	224.1	110.1	183.5	38.7
总计净利润敏感性	32.1%	25.0%	5.6%	2.6%

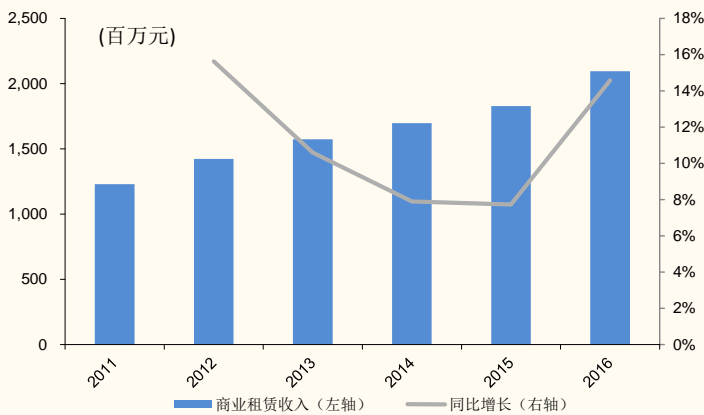
来源：中国民用航空局、公司公告、国金证券研究所

目标迈向商业城，免税业务招标令人期待

- 上海机场非航业务发展较快，非航收入一直是其营业收入重要组成。2016年，上海机场实现非航收入 34.4 亿元，同比增长 11.3%，占比营业收入达到 49.5%。其中，商业租赁收入提升较快，2016 年实现 20.9 亿元，同比增长 14.6%，占比已超过营业收入 30%。
- 2016 年，伴随 T1 航站楼改造工程竣工投入使用，上海机场商业租赁收入增速重回上升通道。在此之前，由于航站楼商业空间饱和，并且 T1 航站楼的改造施工，均对上海机场商业租赁业务增速造成一定负面影响。

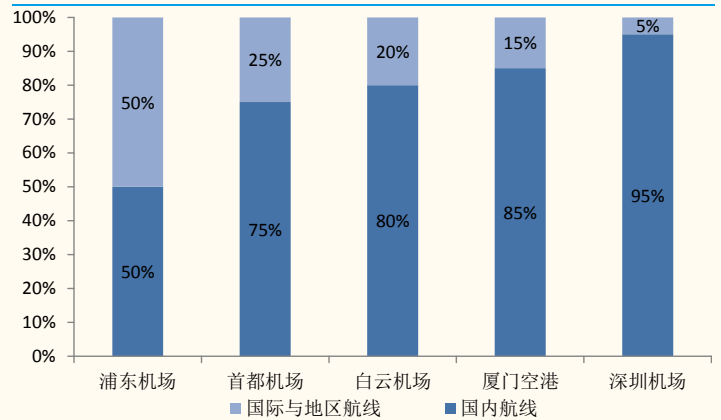
另外，上海机场国际线旅客占比较高，也是商业租赁收入维持高增长的重要原因。机场商业通过委托经营、特许经营等方式，向商家收取租金和利润分成。当机场旅客人均消费增长，机场便可以收取更多分成作为商业租赁收入。依据经验，国际线旅客普遍经济实力较强、机场消费能力和意愿较高，所以足以支撑商业租赁收入的高占比。

图表 17：商业租赁收入维持高速增长态势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：浦东机场国际及地区线占比全国最高

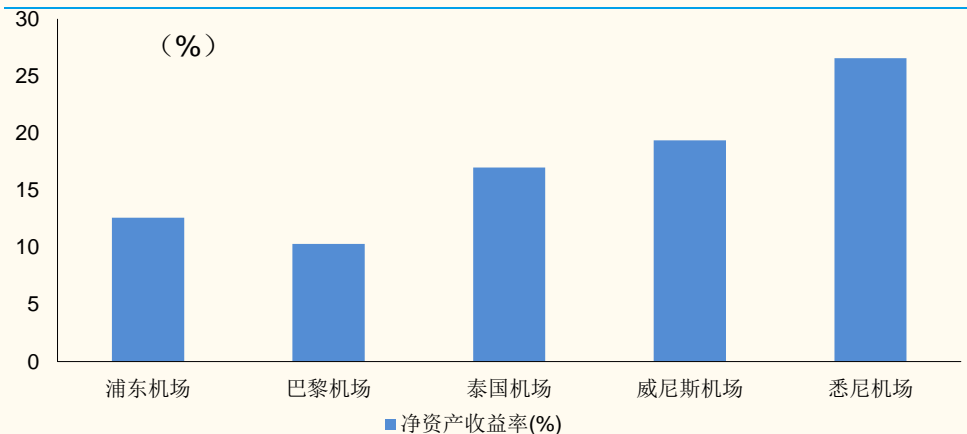


来源：公司公告，国金证券研究所

- 上海机场凭借高质量的商业扩张和高占比的国际线旅客，最具有发展成为航空商业城的潜质。发达国家已建成多家成熟大型枢纽机场，国际旅客占比极高，发展成为航空、商业休闲功能齐全的商业城，非航收入占比超过 65%，形成航空主业实现收支平衡，通过非航收入赚取利润的经营模式。

通过航空商业城经营模式，有利于节约成本，机场盈利能力将显著提高。相比国际枢纽机场，上海机场盈利能力仍存在潜力。在中长期，若成功进行经营模式改革，向商业城模式靠拢，继续增加非航收入比例，将进一步提高其盈利能力。

图表 19：上海机场与国际枢纽机场盈利能力对比



来源：Wind，国金证券研究所

- 近期，白云机场进境免税店和首都机场国际区免税业务接连开标，提成率及首年保底销售额均超预期，将大幅增厚机场利润，使得机场免税业务价值得到重估，打开机场免税价值想象空间。目前国内枢纽机场的租金和 20% 左右的提成率，已经远远低于国际水平。我们认为，免税巨头抢夺门户机场战略要地，将成为机场非航收入新增量。我国大型枢纽机场具有区位优势，并且国际旅客流量大，消费能力较强，新一轮免税招标，势必将成为免税店经营者必争之地。
- 上海机场作为国际旅客量最大的国内机场，日上免税店经营将于 2018 年 3 月到期，预计新一轮进出境免税店招标将于 2017 年底进行。届时，由于国际线占比高，最接近国际领先机场商业城经营模式，上海机场新免税业务招标将会迎来更激烈的竞争，预计将大幅增厚上海机场非航收入。

2016 年，浦东机场日上（上海）免税店销售额预计为约 60 亿元，2018 年预计销售额将达到约 70 亿元。对比白云机场进境免税店和首都机场国际区免税业务招标提成率情况，保守估计上海机场免税业务新协议提成率将为 45% 左右，相较目前 20% 左右的提成率有大幅增加。假设免税新协议将于 2018 年二季度实行，新协议将带来租金边际收入增加，不会增加经营成本，我们按提成率提升至 40%、45%、50% 进行了测算，上海机场 2018 年业绩弹性将分别达到 23.1%、28.9%、34.7%。

图表 20：上海机场新免税协议将增厚 2018 年净利润约 30%

上海机场新免税协议测算			
2018年预计免税销售额（亿元）	70		
原提成率	20%		
预计新协议提成率	40%	45%	50%
原机场提成金额（亿元）	14.0		
预计新协议提成金额（亿元）	28.0	31.5	35.0
提成收入增加（亿元）	10.5	13.1	15.8
税率	20%		
净利润增加（亿元）	8.4	10.5	12.6
2018年预计净利润（亿元）	36.4		
净利润敏感性	23.1%	28.9%	34.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

估值

DCF 估值

- 机场行业现金流可预测度较高，且具有较强的持续经营能力，DCF 估值可以较为准确的预测机场公司的内在价值。

暂不考虑免税招投标的影响，内航内线提价将利好公司航空性收入，另外 2019 年底 S1、S2 卫星厅竣工投产后，预计再次进入放量阶段。

不过由于 S1、S2 卫星厅建设总投资约 201 亿元，2017 至 2019 年公司投入约总计 180 亿元资本支出。而且，卫星厅投产后，若以公司房屋最长折旧年限 35 年计算，届时每年将增加折旧费 5.7 亿元。

- 计算过程中，我们采用 10 年期国债近 1 年收益率平均值 3.04% 作为无风险收益率，计算得出 WACC 为 9.11%，最终上海机场股票价值为 846 亿，当前总股本 19.26 亿股，计算得出每股价值为 43.91 元，5 月 18 日收盘价为 38.16 元，仍有至少 15% 上涨空间。

图表 21: DCF 估值参数

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.12	股本总额(百万股)	1,926.96
无风险利率	3.04%	股价	38.16
风险溢价	7.62%	股票市值	73,532.73
资产贴现率Ka	11.61%	债务总额	2,497.68
加权平均资本成本WACC		债务利率	4.90%
		实际税率	20.00%
D/(E+D)	10.00%	股票Beta	0.87
E/(E+D)	90.00%		
WACC	9.11%	股票贴现率Ke	9.69%

来源: 国金证券研究所

图表 22: DCF 估值计算过程

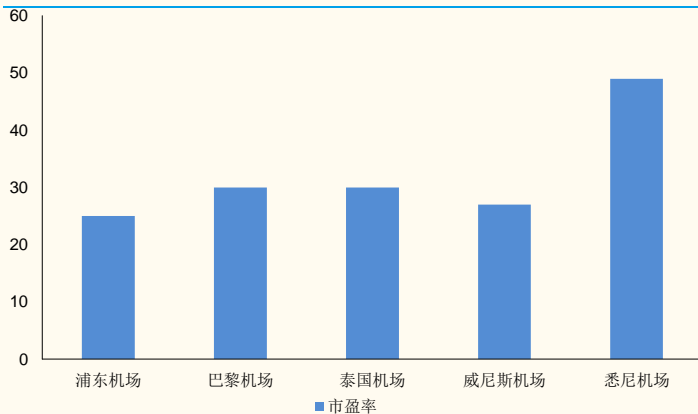
每股价值	43.91	TV增长率	2.0%									
企业值	87,442.48	WACC	9.11%									
股票价值	84,617.31	债务	2,497.68									
		投资	2,364.11									
		少数股东权益	327.49									
会计年度截止日: 12/31												
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV	合计
FCF	-2,747.48	-2,213.98	-1,737.14	4,529.53	4,679.27	5,549.84	6,715.67	7,901.25	9,262.39	10,828.86	155,329.03	198,097.25
PV(FCF)	-2,518.06	-1,859.67	-1,337.30	3,195.80	3,025.76	3,289.04	3,647.62	3,933.21	4,225.78	4,527.91	64,948.27	85,078.37

来源: 国金证券研究所

PE 估值

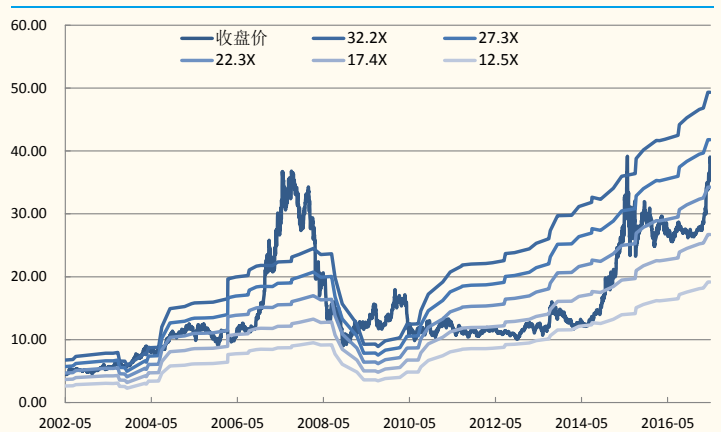
- 上海机场目前 PE 估值在 25 倍左右, 低于深圳机场, 略高于白云、厦门机场。上海机场具有独特的资源优势(门户复合枢纽机场、国际线旅客占比高), 并且经营模式最接近国际领先枢纽机场, 成长性较高, 与商业城类型机场接轨, 预计在中长期享有估值溢价。与国际成熟机场相比, PE 估值差距正在逐渐趋同, 体现出上海机场与国际接轨的趋势, 不过依然存在差距。
- 另外, 上海机场估值位于历史中游水平, 作为机场行业龙头, 免税业务价值得到重估, 在弱市中的稳定性被市场认可, 估值区间逐步攀升, 适合价值配置。

图表 23: 上海机场与国际枢纽机场 PE 估值相比较低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 上海机场 PE Band



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测

- 飞机起降架次：由于上海机场时刻紧张，预计飞机起降架次增速较 2016 年略有放缓。2017~2019 年飞机起降架次增速为 5%、5%、5%。
- 旅客吞吐量：受限于飞机起降架次增速放缓，预计旅客吞吐量增速同样将略有下降，不过由于航空公司可以通过改换大机型增加旅客，旅客吞吐量下降幅度相比飞机起降架次较小。2017~2019 年飞机起降架次增速为 8%、8%、8%。
- 另外，由于内航内线提价，预计与起飞架次和客流量相关航空性收入将有所提升。
- 非航收入：伴随 T1 航站楼改建工程完工，商业面积释放，上海机场非航收入预计加速增长。
- 基于以上假设，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.69 元、1.89 元、2.10 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍、18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 经济增长下行，国际航线需求增速不及预期；连续出现恶劣气候影响飞机正常起降；地面交通分流上海航空客运业务；免税店招标时点慢于预期等。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,751	6,285	6,951	7,837	8,761	9,758	货币资金	8,960	10,414	9,966	7,127	4,706	2,620
增长率		9.3%	10.6%	12.7%	11.8%	11.4%	应收款项	874	901	1,039	1,297	1,449	1,614
主营业务成本	-3,234	-3,398	-3,814	-4,214	-4,552	-4,928	存货	19	20	20	23	25	27
%销售收入	56.2%	54.1%	54.9%	53.8%	52.0%	50.5%	其他流动资产	127	300	198	209	210	211
毛利	2,517	2,888	3,137	3,623	4,209	4,830	流动资产	9,981	11,634	11,224	8,656	6,390	4,472
%销售收入	43.8%	45.9%	45.1%	46.2%	48.0%	49.5%	%总资产	43.4%	45.4%	41.7%	29.2%	19.5%	12.4%
营业税金及附加	-124	-133	-60	-63	-70	-78	长期投资	1,833	2,342	2,364	2,365	2,364	2,364
%销售收入	2.2%	2.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	10,662	11,310	12,990	18,307	23,613	28,912
营业费用	-15	-12	-13	-16	-18	-20	%总资产	46.3%	44.1%	48.2%	61.7%	72.1%	80.1%
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	345	343	350	353	356	359
管理费用	-252	-211	-224	-251	-280	-312	非流动资产	13,034	14,006	15,719	21,033	26,341	31,643
%销售收入	4.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	%总资产	56.6%	54.6%	58.3%	70.8%	80.5%	87.6%
息税前利润 (EBIT)	2,126	2,531	2,841	3,294	3,841	4,420	资产总计	23,015	25,639	26,944	29,689	32,731	36,115
%销售收入	37.0%	40.3%	40.9%	42.0%	43.8%	45.3%	短期借款	0	0	2,498	2,500	2,500	2,500
财务费用	88	185	147	205	142	88	应付款项	797	1,337	823	943	1,020	1,106
%销售收入	-1.5%	-2.9%	-2.1%	-2.6%	-1.6%	-0.9%	其他流动负债	895	1,102	997	1,052	1,154	1,265
资产减值损失	-1	0	0	-3	0	0	流动负债	1,691	2,439	4,317	4,495	4,674	4,872
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	592	608	730	800	800	800	其他长期负债	2,498	2,503	2	0	0	0
%税前利润	21.1%	18.0%	19.6%	18.6%	16.7%	15.1%	负债	4,190	4,942	4,319	4,495	4,674	4,872
营业利润	2,806	3,325	3,717	4,297	4,782	5,308	普通股股东权益	18,463	20,320	22,297	24,687	27,360	30,346
营业利润率	48.8%	52.9%	53.5%	54.8%	54.6%	54.4%	少数股东权益	363	378	327	507	697	897
营业外收支	0	56	0	0	0	0	负债股东权益合计	23,015	25,639	26,944	29,689	32,731	36,115
税前利润	2,806	3,380	3,718	4,297	4,783	5,308	比率分析						
利润率	48.8%	53.8%	53.5%	54.8%	54.6%	54.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-556	-696	-752	-859	-957	-1,062	每股指标						
所得税率	19.8%	20.6%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.087	1.314	1.456	1.690	1.887	2.100
净利润	2,250	2,684	2,966	3,437	3,826	4,246	每股净资产	9.581	10.545	11.571	12.811	14.198	15.748
少数股东损益	155	153	160	180	190	200	每股经营现金净流	1.546	1.663	1.334	1.741	1.998	2.223
归属于母公司的净利润	2,096	2,531	2,806	3,257	3,636	4,046	每股股利	0.350	0.430	0.440	0.450	0.500	0.550
净利率	36.4%	40.3%	40.4%	41.6%	41.5%	41.5%	回报率						
							净资产收益率	11.35%	12.46%	12.58%	13.19%	13.29%	13.33%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.11%	9.87%	10.41%	10.97%	11.11%	11.20%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	7.99%	8.66%	9.02%	9.52%	10.06%	10.48%
净利润	2,250	2,684	2,966	3,437	3,826	4,246	增长率						
非现金支出	879	785	828	794	800	808	主营业务收入增长率	10.27%	9.29%	10.60%	12.75%	11.78%	11.38%
非经营收益	-484	-374	-597	-801	-800	-800	EBIT增长率	7.94%	19.09%	12.23%	15.95%	16.60%	15.08%
营运资金变动	334	109	-625	-75	24	29	净利润增长率	11.89%	20.80%	10.83%	16.10%	11.62%	11.28%
经营活动现金净流	2,978	3,205	2,571	3,354	3,849	4,283	总资产增长率	10.02%	11.40%	5.09%	10.19%	10.25%	10.34%
资本开支	-450	-911	-2,584	-6,103	-6,108	-6,109	资产管理能力						
投资	0	-502	88	-1	0	0	应收账款周转天数	52.1	50.9	50.4	60.0	60.0	60.0
其他	555	587	634	800	800	800	存货周转天数	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
投资活动现金净流	105	-826	-1,861	-5,304	-5,308	-5,309	应付账款周转天数	18.9	16.4	12.9	15.0	15.0	15.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	620.2	610.7	512.8	422.9	349.4	287.5
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060	净负债/股东权益	-34.35%	-38.25%	-33.01%	-18.37%	-7.86%	-0.38%
筹资活动现金净流	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060	EBIT利息保障倍数	-24.1	-13.7	-19.4	-16.1	-27.0	-50.3
现金净流量	2,281	1,451	-451	-2,839	-2,422	-2,086	资产负债率	18.20%	19.27%	16.03%	15.14%	14.28%	13.49%

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	7
增持	0	0	0	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.36

来源：朝阳永续

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。

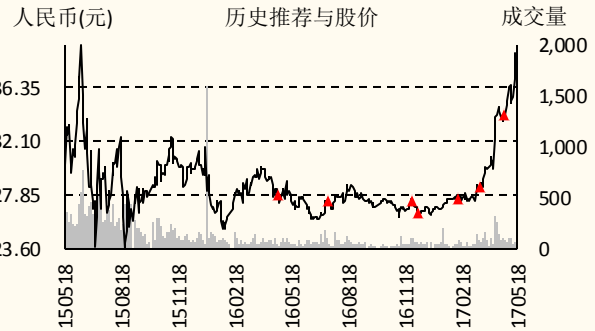
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-28	买入	28.00	N/A
2	2016-07-18	买入	27.25	N/A
3	2016-08-28	买入	28.46	N/A
4	2016-11-30	买入	27.39	N/A
5	2016-12-12	买入	26.58	34.00~35.00
6	2017-02-14	买入	27.57	34.00~35.00
7	2017-03-20	买入	28.46	34.00~35.00
8	2017-04-28	买入	33.84	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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