

上海机场(600009)/机场

业绩增长向商业驱动过渡 免税招标带来价值重估

评级：增持(首次)

市场价格：37.38

目标价格：42.5

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

联系人：扈世民

电话：

Email: husm@r.qlzq.com.cn

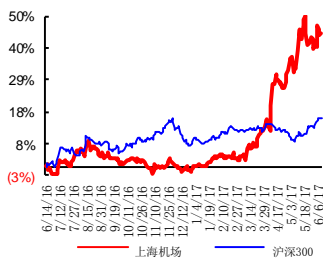
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,285	6,951	7,534	8,993	10,308
增长率 yoy%	9.3	10.6	8.4	19.4	14.6
净利润	2,531	2,806	3,192	4,151	4,987
增长率 yoy%	20.8	10.8	13.8	30.1	20.1
每股收益(元)	1.31	1.46	1.66	2.15	2.59
每股净资产(元)	10.5	11.6	12.6	14.2	15.9
净资产收益率%	12.5	12.6	13.1	15.2	16.2
P/E	28.5	25.7	22.5	17.4	14.4
P/B	3.5	2.8	2.9	2.6	2.3

备注：股价为2017年6月14日收盘价。

基本状况

总股本(百万股)	1,927
流通股本(百万股)	1,093
市价(元)	37.38
市值(百万元)	72,031
流通市值(百万元)	40,856

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 旅客吞吐量增速放缓，非航业务有望成为新增长点。**上海机场依托长三角经济腹地，上海、江苏、浙江人均GDP居全国第3~5位，GDP年均复合增速10.1%推动出境航空需求的增长；出境旅客吞吐量居于国内首位，区位优势和高品质客流成为业绩增长护城河；近年旅客吞吐量增速放缓，我们预计17年增速为9%；旅客中转率提高有利于扩大非航业务收入，我们预计17年旅客中转率有望达12%，中转率提高和免税招标有望扩大非航业务业绩增速。
- 对标国际成熟机场，有望向商业驱动模式转变。**我国机场航空性收入政府定价、非航空性收入市场化定价，选取欧洲经营模式成熟、旅客吞吐量相近法兰克福机场作为对标；对标机场业绩商业驱动，非航收入贡献利润占比九成，不考虑出售外部机场股权的影响，零售地产业务以近20%营收贡献近60%的EBIT；相对于欧洲成熟机场，国内机场非航业务空间较大，免税招标有望带来上海机场经营向商业驱动模式的转变。
- 免税招标带来价值重估，非航业务增长确保收益。**在免税招标改革前，首都机场、浦东机场免税提成20%~25%，改革提高提成比例开启机场价值重估。首都机场招标远超预期，我们预计17年贡献业绩弹性38.9%。从出境旅客吞吐量体量和销售额规模看，上海机场均优于首都机场，我们预计提成比例47%以上，对应18年上海机场免税招标业绩弹性21.1%~25.9%。参照首都机场考虑首年保底租金影响，我们预计18年上海机场免税招标业绩弹性35.1%~40.7%。
- 内航内线收费提价，17年贡献营收增量3.25%。**上海浦东机场国内航班占比50%，远低于首都机场77%、白云机场78%。我们预计此次内航内线提价对17年营业收入影响：飞机起降费提价增收营业收入0.35亿、旅客和货邮安检费增收营业收入2.1亿，整体营业收入弹性3.25%。内航内线收费提价对上海机场营收影响较小，且部分已在市场反应。
- 盈利预测和投资建议：**我们预测公司2017-19年实现营业收入75.3、89.9、103.1亿元，同比增长8.4%、19.4%、14.6%，归属于母公司净利润为31.9、41.5、49.8亿元，同比增长13.8%、30.1%、20.1%，对应的每股收益EPS分别为1.66、2.15、2.59元，给予42.0-42.5元目标价，对应2017年22.5XPE。近两年上海机场旅客吞吐量增速放缓，非航业务有望成为新增长点；上海机场是国内机场出境旅客吞吐量最高、非航业务占比最高的龙头标的，免税招标改革带来机场价值的重估，我们预计2018年免税招标业绩弹性35.1%~40.7%，有望实现机场增长模式向商业驱动的转变，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**免税招标进展和提成不达预期、地缘政治紧张、恐怖袭击。

内容目录

旅客吞吐量增速趋缓 非航业务有望成为新增长点.....	- 4 -
区位优势明显 上海机场出境旅客占比最高	- 4 -
旅客吞吐量增速放缓 非航业务有望带来新亮点.....	- 5 -
对标国际成熟机场 有望向商业驱动模式转变	- 6 -
国内机场非航业务市场定价 选取欧洲成熟机场作为对标	- 6 -
对标机场业绩商业驱动 非航收入贡献利润占九成	- 7 -
免税招标带来价值重估 非航业务增长确保收益	- 10 -
上海机场免税租金被低估 改革打开价值重估空间	- 10 -
首都机场招标远超预期 我们预计 17 年业绩弹性 38.9%.....	- 11 -
对比首都机场先例 我们预计 18 年免税业绩弹性 35.1%~40.7%.....	- 12 -
内航内线收费提价 我们预计 17 年贡献营收弹性 3.25%.....	- 14 -
内航内线提价影响有限 我们预计 17 年起降费营收弹性 0.46%.....	- 14 -
上海机场国内线占比最低 我们预计 17 年安检费营收弹性 2.79%.....	- 15 -
盈利预测和投资建议：目标价： 42.5 元，首次覆盖给予“增持”评级	- 15 -
风险提示.....	- 16 -

图表目录

图表 1：近 10 年来长三角 GDP 年均复合增长率 10.1%.....	- 4 -
图表 2：2016 年长三角 GDP 占比 20.1%，增速高于全国 2pct	- 4 -
图表 3：出境旅客占比 50.4%，居国内机场之首	- 4 -
图表 4：2016 年飞机起降架次增速同比 7.07%.....	- 5 -
图表 5：2016 年旅客吞吐量增速同比 9.9%.....	- 5 -
图表 6：16 年上海机场出境旅客同比增速 15%，居国内首位.....	- 5 -
图表 7：上海机场旅客中转率国内最高，仍有较大空间	- 6 -
图表 8：选取欧洲成熟、旅客吞吐量相近法兰克福机场作为对标机场	- 6 -
图表 9：法兰克福机场近 15 年的旅客吞吐量年均复合增速 1.3%.....	- 8 -
图表 10：近年来航空性业务 EBIT 占比 10%，16 年下降为 7.9%.....	- 8 -
图表 11：2016 年零售地产业务营收占比 19%.....	- 9 -
图表 12：2016 年零售地产业务贡献 EBIT 占比 40%.....	- 9 -
图表 13：16 年对外部机场投资和服务业务 EBIT 占比 49%	- 9 -
图表 14：营收占比近 20%的零售及地产业务贡献近 60%的利润	- 10 -
图表 15：2015 年上海机场非航收入占比 49%.....	- 10 -
图表 16：新增 13 个机场进境免税口岸，8 个已招标完成.....	- 11 -
图表 17：首都机场 T2 标提成比例 47.5%、T3 标提成比例 47%.....	- 11 -

图表 18: 我们预计 17 年首都机场免税租金业绩弹性 38.9%.....	- 12 -
图表 19: 白云机场提成比例 42%、首都机场提成比例 47.5%.....	- 12 -
图表 20: 我们预计 18 年上海机场免税租金业绩弹性 21.1%~25.9%.....	- 13 -
图表 21: 考虑保底租金, 我们预计 18 免税招标业绩弹性 35.1%~40.2%	- 13 -
图表 22: 内航内线提价包括起降费、旅客和货邮安检费	- 14 -
图表 23: 我们预计 17 年起降费带来营业收入弹性 0.46%.....	- 14 -
图表 24: 我们预计 17 年安检费提价营业收入弹性 2.79%.....	- 15 -
图表 25: 可比公司估值情况	- 15 -
图表 26: 财务报表摘要	- 18 -

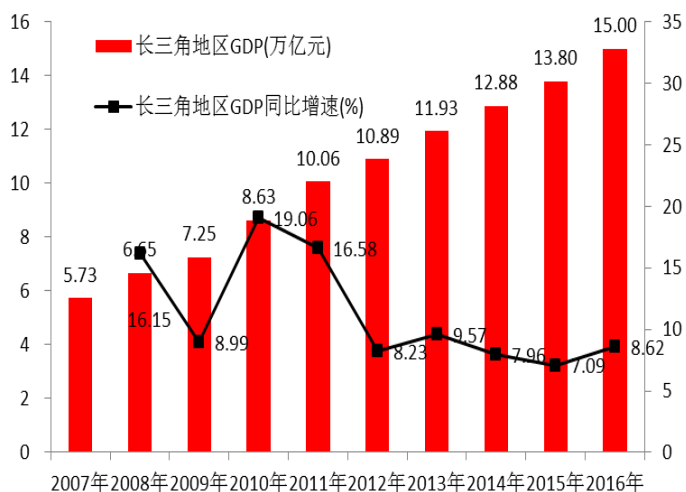
旅客吞吐量增速趋缓 非航业务有望成为新增长点

区位优势明显 上海机场出境旅客占比最高

■ 16年长三角GDP占全国20.1%，年均复合增速10.1%

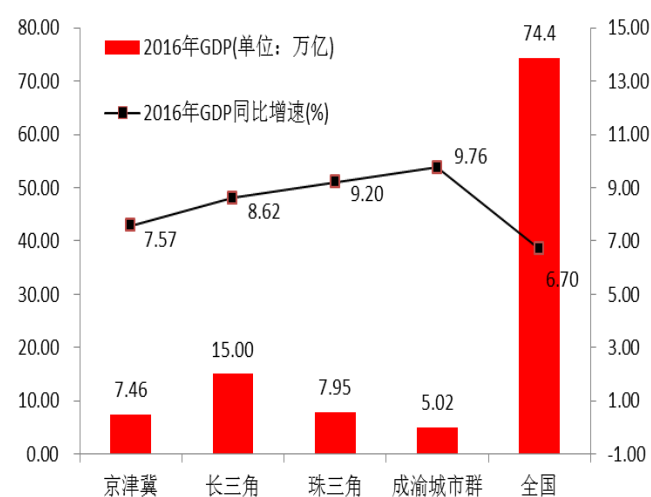
上海机场依托长三角经济腹地，长三角已成为世界第6大城市群，机场300公里腹地内覆盖了长三角地区8个主要工业和科技园区，相关产业航空关联度较高。近10年来长江三角洲GDP年均复合增长率10.1%，2016年长江三角洲GDP达15万亿，占比全国20.1%。上海、江苏、浙江人均GDP居全国第3~5位，经济高速增长和消费升级推动商务出行和出境旅游需求的增长。

图表1：近10年来长三角GDP年均复合增长率10.1%



来源：wind, 中泰证券研究所

图表2：2016年长三角GDP占比20.1%，增速高于全国2pct

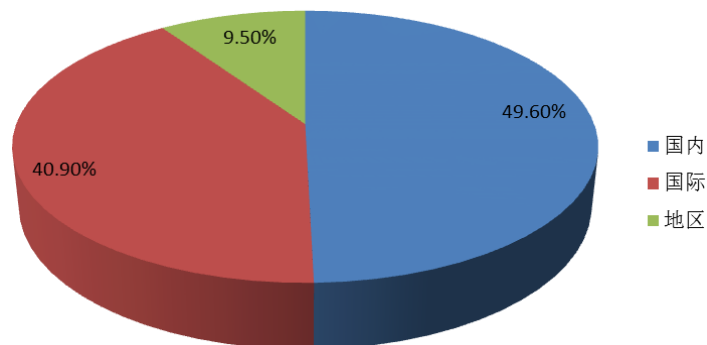


来源：wind, 中泰证券研究所

■ 上海机场出境旅客占比50.4% 居国内机场之首

作为长三角地区唯一的出境枢纽，上海机场的出境旅客吞吐量规模和占比均居于国内首位。2016年上海机场旅客吞吐量6600万人次，仅次于首都机场；但出境旅客3327万人次，占比50.4%，比排在第二位首都机场高34%。

图表3：出境旅客占比50.4%，居国内机场之首

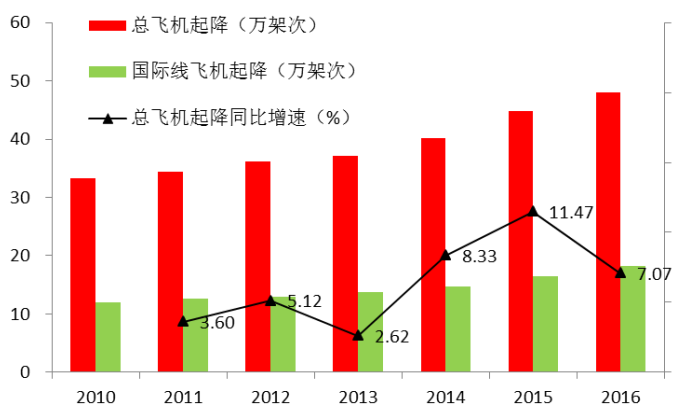


来源：wind, 中泰证券研究所

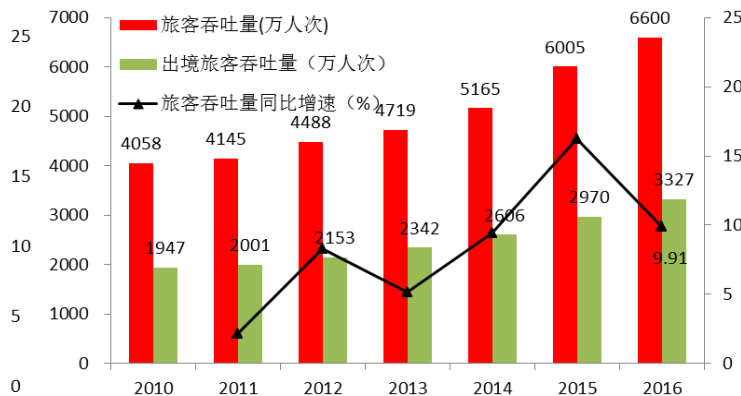
旅客吞吐量增速放缓 非航业务有望带来新亮点

■ 旅客吞吐量增速放缓 我们预计 17 年同比增速 9%

受到机场时刻资源紧张的限制，叠加准点率未达标、安保升级的影响，旅客吞吐量增速开始放缓。2016年上海机场旅客吞吐量增速9.9%，同比减少了6.4pct；飞机起降架次增速7.1%，同比减少了4.4pct。17年上海机场旅客吞吐量和飞机起降架次同比减少6.8%和3.7%。我们预计2019年浦东机场三期扩建工程投入使用前，旅客吞吐量持续放缓，17年同比增速9%。

图表4：2016年飞机起降架次增速同比7.07%


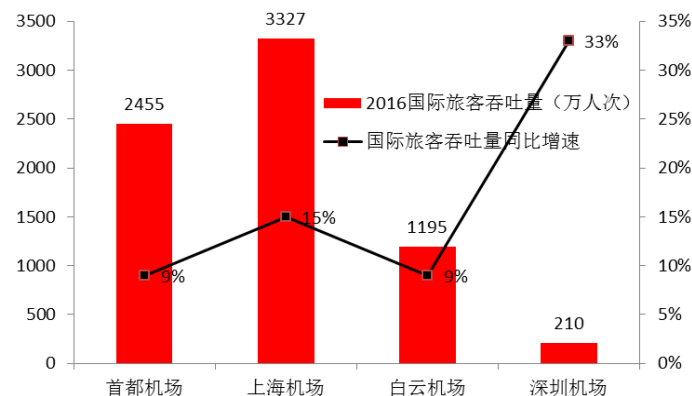
来源：wind, 中泰证券研究所

图表5：2016年旅客吞吐量增速同比9.9%


来源：wind, 中泰证券研究所

■ 旅客中转率国内最高 免税招标有望带来非航业务增长

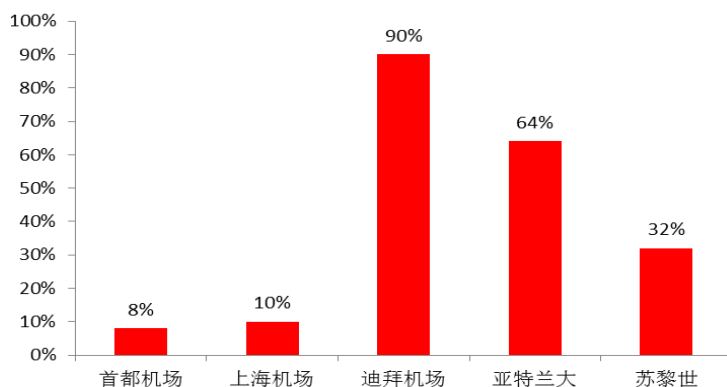
出境旅客在上海机场客流量占比最高，有利于推动业绩增长。主要表现两方面，首先表现为客流量增长和国际业务扩张；另一方面出境旅客的消费能力一般比较强，优质客源在机场停留期间带来非航空性业务的增长。

图表6：16年上海机场出境旅客同比增速15%，居国内首位


来源：wind, 中泰证券研究所

2016年T1航站楼改造工程投入使用，提高了出境航班的中转效率，中转流程更加完善，T1航站楼旅客中转量同比增长26%，比机场旅客吞吐量增幅高出16.1pct。16年上海机场整体旅客中转率10%，比排在第二位的首都机场高2pct，和国际成熟机场旅客周转率仍有较大差距，如美国亚特兰大机场旅客中转率64%、苏黎世机场32%。考虑T1航站楼中转流程优化，我们预计2017年上海机场整体旅客中转率有望达12%。

图表 7: 上海机场旅客中转率国内最高, 仍有较大空间



来源: wind, 中泰证券研究所

2017年国内机场免税招标集中开启, 白云机场、首都机场免税招标保底租金和提成比例均大幅好于市场预期。作为国际旅客吞吐量最大和中转率最高的上海机场, 免税招标有望开启机场价值重估, 具体分析详后续章节。

对标国际成熟机场 有望向商业驱动模式转变

国内机场非航业务市场定价 选取欧洲成熟机场作为对标

■ 选取法兰克福机场作为对标机场

目前机场经营模式包括以美国为代表的公益型和以欧洲为代表的效益型两种: (1)场作为非营利性的公共基础设施提供公益性服务, 如美国、加拿大、日本机场的航空性收入和非航空性收入均由政府定价, 机场建设和经营由政府承担或补贴。(2)机场作为经营性资产考虑经济效益, 如欧洲主要机场、香港机场, 航空性收入政府定价、非航空性收入市场化定价, 更加侧重效益的提升, 重要特点业绩增长由商业驱动实现, 非航空性收入占比较高。

我国机场管理和欧洲类似, 航空性收入政府定价、非航空性收入市场化定价, 随着免税招标改革带来的非航空性收入的增长, 我国机场面临半公益性企业向注重效益转变, 我们选取欧洲成熟、旅客吞吐量相近法兰克福机场作为对标。

图表 8: 选取欧洲成熟、旅客吞吐量相近法兰克福机场作为对标机场

排名	机场名称	所属国家	机场代码	旅客吞吐量(万人次)		同比增速
				2016	2015	
1	亚特兰大国际机场	美国	ATL	10425.81	10149.11	2.7%
2	北京首都国际机场	中国	PEK	9439.35	8993.9	4.9%
3	迪拜国际机场	阿联酋	DXB	8365.43	7801.48	7.2%

4	洛杉矶国际机场	美国	LAX	8092.15	7493.63	8.0%
5	东京羽田国际机场	日本	HND	7985.25	7525.49	6.1%
6	芝加哥奥黑尔国际机场	美国	ORD	7796.06	7694.93	1.3%
7	伦敦希斯罗机场	英国	LHR	7571.11	7498.57	1.0%
8	香港国际机场	中国	HKG	7051.06	6849.6	3.0%
9	上海浦东国际机场	中国	PVG	6600.24	6009.81	9.9%
10	巴黎戴高乐机场	法国	CDG	6593.31	6576.7	25.0%
11	达拉斯国际机场	美国	DFW	6567.07	6551.22	0.2%
12	阿姆斯特丹机场	荷兰	AMS	6362.55	5828.49	9.2%
13	法兰克福机场	德国	FRA	6079.23	6103.2	-0.4%
14	阿塔图尔克国际机场	土耳其	IST	6011.92	6132.27	-2.0%
15	广州白云国际机场	中国	CAN	5973.21	5520.19	8.2%

来源：IATA，中泰证券研究所

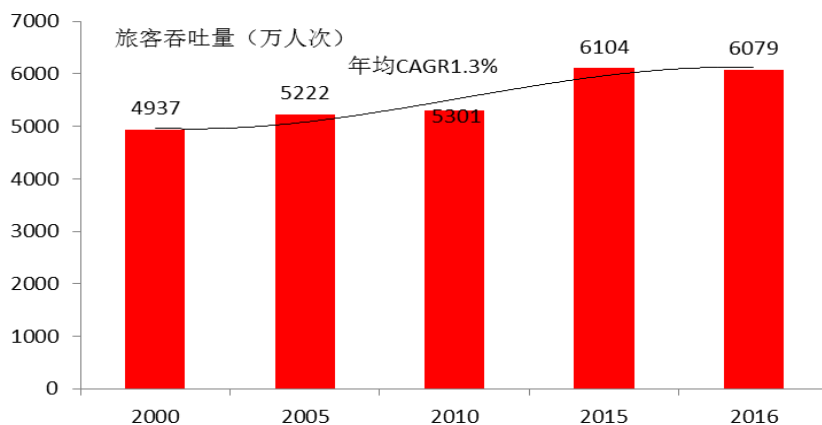
对标机场业绩商业驱动 非航收入贡献利润占九成

■ 近 15 年来旅客吞吐量年均复合增速 1.3%

法兰克福机场是欧洲旅客吞吐量排名第四的国际枢纽，欧洲最大的汉萨航空的两个主基地之一。法兰克福机场经历了近百年历史，机场基础设施、管理理念和经营模式均已成熟，1984-2011完成了机场主要基础设施建设。

2000年以来机场旅客吞吐量增速放缓，年均复合增速1.3%，2016年旅客吞吐量6079万人次，同比下降0.4pct；飞机起降架次46.3万架次，同比下降1.1pct。

图表 9：法兰克福机场近 15 年的旅客吞吐量年均复合增速 1.3%

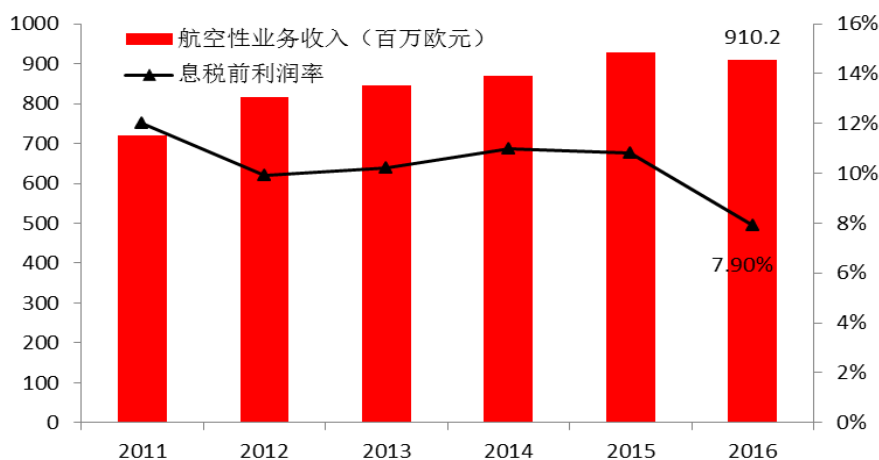


来源：Bloomberg，中泰证券研究所

■ 航空性业务贡献 EBIT 占比 10%

法兰克福机场航空性业务由政府定价，主要德国《航空交通法》规定指导价。航空性业务包括起降费、噪声和排放费、停场费、旅客服务费和安检费，机场作为区域垄断资产获得政府政策支持，机场折旧摊销费用列入航空性业务成本，近年来航空性业务 EBIT 占比近 10%，2016 年航空性业务营业收入 9.1 亿欧元，占比 35%，相应贡献 EBIT 占比 7.9%。

图表 10：近年来航空性业务 EBIT 占比 10%，16 年下降为 7.9%



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

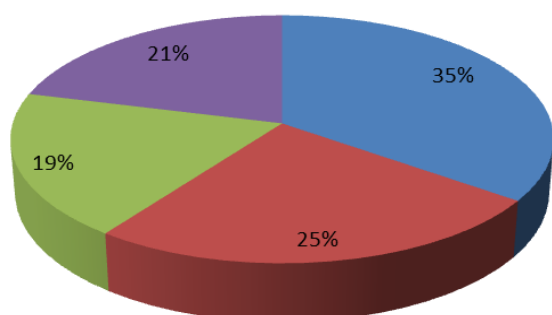
■ 零售地产业务 EBIT 占比 40%

2012-2015 年零售地产业务贡献 EBIT 占比近 60%，2016 年机场集团出售 Thalita 10.5% 股权，相应外部机场投资和服务板块利润同比增加 2.4 倍。不考虑外部机场投资和服务，非航空性业务贡献的利润是机场本部主要业绩来源。2016 年非航业务营业收入 4.9 亿元，占比 19%；相应的 EBIT 为 2.84 亿元，占比 40%。

非航业务主要包括零售和地产，出租航站楼和办公区域收取租金，其中零售区域的租金模式为销售额*提成比例，2016 年零售区域提成比例 40% 以上。

图表11：2016年零售地产业务营收占比19%

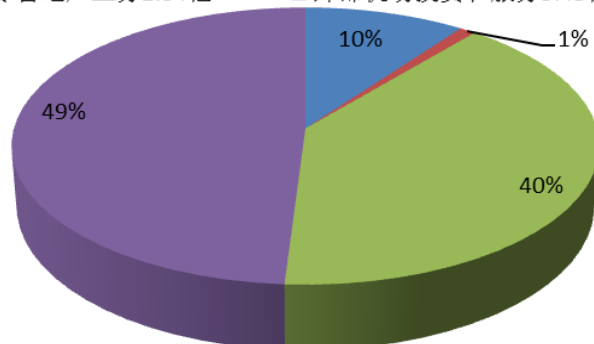
■ 航空性业务 9.1亿 ■ 地面处理业务 6.3亿
■ 零售地产业务 4.9亿 ■ 外部机场投资和服务 5.5亿



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图表12：2016年零售地产业务贡献EBIT占比40%

■ 航空性业务0.7亿 ■ 地面处理业务0.05亿
■ 零售地产业务2.84亿 ■ 外部机场投资和服务3.45亿



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

■ 外部机场投资和服务业务 EBIT 占比为 49%

机场集团在法兰克福本部机场客流量和产能均已达饱和状态，，截至目前投资13家外部机场，其中利马机场、瓦尔纳和布尔加斯机场、西安咸阳机场为公司贡献利润占板块76%。2016年集团机场集团出售Thalita 10.5%股权，外部机场投资和服务板块EBIT占比为49%，较2015年增速提高了12pct。

图表 13： 16 年对外部机场投资和服务业务 EBIT 占比 49%

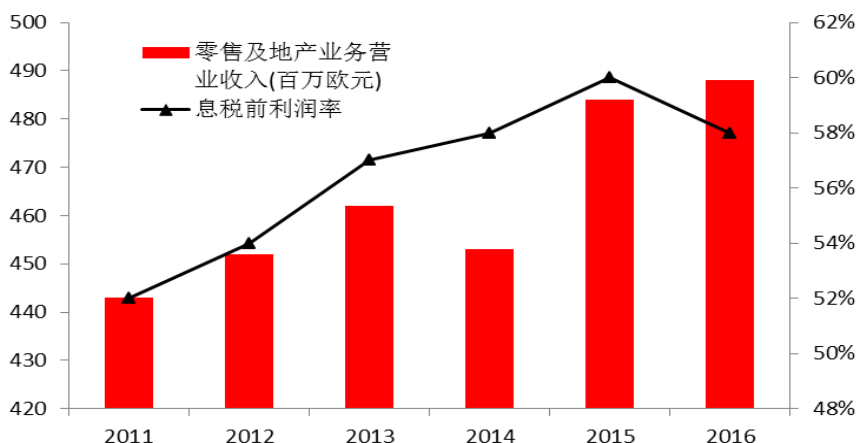
机场	所属国家	股份占比	旅客吞吐量 (万人次)	同比	起降架次 (万架)	同比
法兰克福机场	德国	100%	6078.7	-0.4%	46.3	-1.1%
卢布尔雅那机场	斯洛文尼亚	100%	140.5	-2.3%	3.3	-0.6%
利马机场	秘鲁	70.01%	1884.5	10.1%	17.7	6.3%
布尔加斯机场	保加利亚	60%	287.9	22%	2.1	14.2%
瓦尔纳机场	保加利亚	60%	169.0	20.8%	1.5	23.9%
安塔利亚机场	土耳其	50%	1902.8	-30.9%	12.5	-27.1%
汉诺威机场	德国	30%	540.9	-0.8%	7.6	0.0%
圣彼得堡机场	俄罗斯	25%	1326.5	-1.7%	13.3	-3.8%
西安咸阳机场	中国	24.5%	3699.7	12.2%	29.0	8.8%
德里机场	印度	10%	5563.1	21%	40.7	17.7%

来源：Bloomberg，中泰证券研究所

■ 近两年零售及地产业务营收占比近 20%贡献近 60%利润

不考虑16年出售外部机场股权因素，法兰克福机场营收占比近20%的零售及地产业务贡献近60%的利润，近6年零售及地产业务EBIT占比持续增长，14年~16年息税前利润率为58%~60%。相对于欧洲成熟机场，国内机场非航业务空间较大，免税招标有望带来上海机场经营向商业驱动模式的转变。

图表 14: 营收占比近 20% 的零售及地产业务贡献近 60% 的利润



来源: wind, 中泰证券研究所

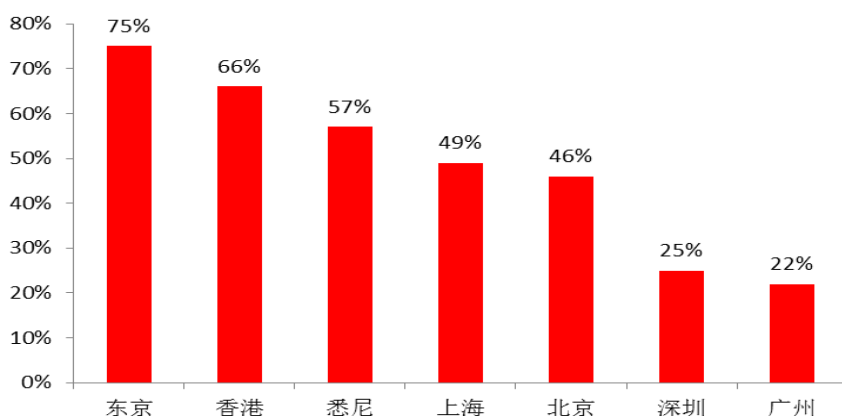
免税招标带来价值重估 非航业务增长确保收益

上海机场免税租金被低估 改革打开价值重估空间

■ 上海机场免税租金收入被低估

21 世纪初我国机场旅客吞吐量基数比较低, 2005 年上海机场旅客吞吐量仅占 2016 年 36%。北京首都机场和上海浦东机场上一轮免税签约提成比例 20%~25%, 租期为 10 年。免税招标改革前, 首都机场和浦东机场免税租金收入未充分共享旅客吞吐量带来的红利, 改革提高提成比例开启机场价值重估。

图表 15: 2015 年上海机场非航收入占比 49%



来源: wind, 中泰证券研究所

■ 新增 13 个机场进境免税口岸, 8 个已招标完成

根据《国务院关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》, 2016 年 2 月国务院增设和恢复了 19 个进境免税口岸, 其中机场口岸 13 个。2017 年机场免税集中招标开启, 截止目前第一轮招标的 3 家机场已经完成, 第二轮机场招标正在进行。随着进境免税政策改革和首都机场、上海机场上一轮免税经营到期, 机场免税改革有望修正之前低

估价值。

图表 16: 新增 13 个机场进境免税口岸, 8 个已招标完成

招标 批次	机场名称	定标时间	中标 公司
第一轮	西安咸阳机场	2017. 1. 16	深免
	昆明长水机场	2017. 2. 1	中免
	重庆江北机场	2017. 2. 12	中出服
	广州白云机场	2017. 3. 10	中免
第二轮	大连周水子 机场	2017. 3. 20	中出服
	青岛流亭机场	2017. 3. 27	中免
	天津滨海机场	2017. 4. 18	珠免
	南京禄口机场	2017. 4	中免
	成都双流机场 乌鲁木齐地窝 堡机场		
第三轮	深圳宝安机场 沈阳仙桃机场 杭州萧山机场		

来源: IATA, 中泰证券研究所

首都机场招标远超预期 我们预计 17 年业绩弹性 38.9%

■ 首都机场 T2 标提成比例 47.5%、T3 标提成比例 47%

2017年4月12日首都机场免税店重磅开标, T2标免税提成比例 47.5%、T3标免税提成比例47%, 远超市场预期。2015年首都机场免税销售额42亿元, 提成比例22%, 免收招标后提成提高1.14倍。以旅客吞吐量增速为免税销税额增速, 我们预计2017年首都机场免税销售额54亿元。

图表 17: 首都机场 T2 标提成比例 47.5%、T3 标提成比例 47%

面积	投标 公司	首年保		投标 得分
		底租赁 费(亿 元)	提成 比例	
T2	中免	8.3	47.5%	60
	珠免	7.5	44%	48.4
	中出服	5.1	46%	38.5
	深免	4.6	41%	26.5
T3	珠免	24.95	47%	60
	日上 中国	22	44%	47.3
	深免	15.7	43%	34.2

来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计首都机场年免税租金贡献业绩弹性 38.9%

按照新的免税招标协议, 首年免税租金选取保底租金和提成较高者,

其中提成是免税销售额*提成比例。按照T2、T3免税面积分摊销售额进行预测，2017Q3开始执行新的免税协议，我们预计17年免税租金增加10.7亿元，贡献业绩弹性为38.9%。

考虑保底租金因素，首年实际提成比例60.7%、64.3%，首都机场首年免税租金溢价30%。

图表 18：我们预计 17 年首都机场免税租金业绩弹性 38.9%

2017 年免税销售额 (亿元)	54.0	
原提成比例	22%	
预计提成比例	47.5%	47%
按原比例提成(亿元)	12	
按新协议比例提成(亿元)	6.1	19.3
保底租金(亿元)	8.3	24.95
实际提成比例	64.3%	60.7%
租金收入增加(亿元)	10.7	
净利润增加(亿元)	8.5	
2017 年预计净利润 (亿元)	21.8	
免税租金利润增量占比	38.9%	

来源：wind, 中泰证券研究所

对比首都机场先例 我们预计 18 年免税业绩弹性 35.1%~40.7%

■ 我们预计上海机场免税招标提成比例 47%以上。

从出境旅客吞吐量和销售额规模来看，上海机场均优于首都机场、白云机场。2016 年上海机场出境旅客3327万，比第二位的首都机场国际旅客量高34%；中转率也为国内机场最高达10%，比第二位的首都机场国际旅客量高2pct。

从区位优势来看，上海机场优于白云机场。作为长三角地区唯一国际枢纽机场，上海机场周边没有直接竞争对手，优于枢纽机场云集的珠三角地区；

参照白云机场和首都机场提成比例，我们预计上海机场免税招标提成比例47%以上。

图表 19：白云机场提成比例 42%、首都机场提成比例 47.5%

机场名称	中标情况	经营年限
白云机场	第一阶段：年保底销售额 3.9 亿，提成比例 39% 第二阶段：年保底销售额 7.1 万，提成比例 39%	9 年
首都机场	T2 标：保底租金 8.3 亿+提成比例 47.5% T3 标：保底租金 25 亿+提成比例 47%	8 年
南京机场	保底租金 0.33 亿+提成比例 33%	8 年
重庆机场	保底租金 0.14 亿+提成比例 27%	8 年

来源: DFE, 中泰证券研究所

■ 我们预计 18 年上海机场免税租金业绩弹性 21.1%~25.9%

上海机场免税店2018Q1到期, 我们预计免税店招标将于2017年底进行。2015年日上(上海)免税店在浦东机场的销售额54亿元, 我们假设以旅客吞吐量增速预测销售额、新的免税协议2018Q2开始执行, 提成比例按照47%、49%和51%进行业绩弹性分析。我们预计2018年上海机场免税销售额72.6亿元, 在3种提成比例条件下对应净利润增量7.7、8.6和9.5亿元, 对应业绩弹性分别为21.1%、23.5%和25.9%。

图表 20: 我们预计 18 年上海机场免税租金业绩弹性 21.1%~25.9%

2018 年免税销售额 (亿元)	72.6		
原提成比例	22%		
预计提成比例	47%	49%	51%
按原比例提成(亿元)	16.0		
按新协议比例提成 (亿元)	25.6	26.7	27.8
租金收入增加(亿元)	9.6	10.7	11.8
净利润增加(亿元)	7.7	8.6	9.5
2018 年预计净利润 (亿元)	36.5		
免税租金利润业绩弹性	21.1%	23.5%	25.9%

来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 考虑首年保底租金, 我们预计 18 年上海机场免税租金业绩弹性 35.1%~40.7%

按照白云机场和首都机场免税招标先例, 首年存在保底租金。按照免税协议, 首都机场首年保底租金推算免税销售额溢价率30%。上海机场按照首年溢价率25%、30%和35%进行预测, 我们预计对应净利润增量12.8、13.8和14.9亿元, 对应业绩弹性分别为35.1%、37.9%和40.7%。

图表 21: 考虑保底租金, 我们预计 18 免税招标业绩弹性 35.1%~40.2%

2018 年免税销售额 (亿元)	72.6		
考虑首年保底租金, 提成比例按照 47%			
溢价率	25%	30%	35%
按新协议比例提成(亿元)	32.0	33.3	34.5
租金收入增加(亿元)	16.0	17.3	18.6
净利润增加(亿元)	12.8	13.8	14.9
免税租金利润业绩弹性	35.1%	37.9%	40.7%

来源: Wind, 中泰证券研究所

内航内线收费提价 我们预计 17 年贡献营收弹性 3.25%

内航内线提价影响有限 我们预计 17 年起降费营收弹性 0.46%

■ 收费变化包括飞机起降费、旅客安检费和货邮安检费

2017年4月，国内机场延续多年内航内线调价落地，此次调整航空性业务收费仍执行政府指导价。新规中旅客服务费保持不变，变化体现在飞机起降费、旅客安检费和货邮安检费。

上海机场作为一类1级国内民用机场，此次收费调整主要影响：(1) 飞机起降费，起飞重量50吨以下收费标准不变、占比最大51-100吨飞机收费标准提升8%~11%，并可在基准价上浮不超过10%；(2) 旅客安检费收费增加3元/人、货邮安检费收费增加18元/吨。

图表 22：内航内线提价包括起降费、旅客和货邮安检费

	50 吨以下	51~100 吨	100~200 吨	200 吨以上	旅客服务费	货邮服务费
一类 1 级	不变	9%	4%~9%	不变	3 元/人	18 元/吨
一类 2 级	不变	8.5%~13%	5.3%~11%	<1%	3 元/人	18 元/吨
二类	不变	10.6%~13%	5.1%~10.5%	<2%	3 元/人	18 元/吨
三类	不变	8%	4%~8%	<3%	3 元/人	18 元/吨

来源：中国民用航空局官网，中泰证券研究所

■ 我们预计 17 年起降费营收弹性 0.46%

选取首都机场作为对标，预测飞机起降费调整对营业收入的影响，占比最大51-100吨的窄体机收费标准按照中间值9%。我们假设2017年上海机场国内线增速5%，我们预计国内线起降费收入增加0.35亿元，相应营业收入弹性0.46%。

起降费除基准费用的调整，规定可以上浮不超过10%，具体由机场和航空公司协商决定。一线核心机场时刻资源紧张、航线优质，所以我们预计上海机场有更强的议价能力。

图表 23：我们预计 17 年起降费带来营业收入弹性 0.46%

	首都机场	上海机场
2106 飞机起降（万架次）	55.6	48
国内航班占比	77%	50%
预计 2016 起降费收入（亿元）	23.4	15.1
2016 国内线起降费收入（亿元）	14.2	5.5
预计 2017 国内线增速	2%	5%
重要假设		
国内线起降费提升	9%	9%
预测结果		
国内线起降费收入增加(亿元)	0.94	0.35
我们预计 2017 年营业收入(亿元)		75.3
国内线起降费收入弹性		0.46%

来源: wind, 中泰证券研究所

上海机场国内线占比最低 我们预计 17 年安检费营收弹性 2.79%
■ 我们预计 17 年安检费营收弹性 2.79%

旅客安检费增加3元/人、货邮安检费增加18元/吨。假设2017年上海机场旅客吞吐量增速9%、货邮吞吐量增速6%，我们预计国内线安检费营收增加2.1亿元，相应营收弹性2.79%。

图表 24: 我们预计 17 年安检费提价营业收入弹性 2.79%

	首都机场	上海机场
2106 旅客吞吐量 (万人次)	9441	6600
2106 货邮吞吐量 (万吨)	194	344
2016 年净利润	18.1	28.2
旅客安检费增加(元/人)	3	3
货邮安检费增加(元/吨)	18	18
重要假设		
2017 旅客吞吐量增速	5%	9%
2017 货邮吞吐量增速	3%	6%
预测结果		
旅客安检费收入增加(亿元)	2.1	1.6
货邮安检费收入增加(亿元)	0.3	0.5
我们预计 2017 年营业收入 (亿元)		75.3
安检费增加收入弹性		2.79%

来源: wind, 中泰证券研究所

■ 我们预计 17 年内航内线提价带来营收弹性 3.25%

2016年上海浦东机场国内航班占比50%，远低于首都机场77%、白云机场78%。我们预计此次内航内线提价17年共增加营业收入2.45亿元，相应营业收入弹性3.25%。

盈利预测和投资建议: 目标价: 42.5 元, 首次覆盖给予“增持”评级
图表 25: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600004.SH	白云机场	17.95	1.24	1.30	1.34	13.1	12.2	18.0
000089.SZ	深圳机场	9.29	0.32	0.41	0.47	28.4	25.1	23.2
600897.SH	厦门空港	25.64	1.55	1.68	1.71	15.5	14.6	14.0
	平均值					19	17.3	18.4

来源: wind, 中泰证券研究所 注: 股价为 2017 年 6 月 14 日收盘价

- **重要假设:** (1) 2017 旅客吞吐量增速 9%、飞机起降架次增速 7%; (2)新的免税协议提成比例 47%; 相关分析详前面章节。
- **旅客吞吐量增速放缓, 非航业务有望成为新增长点。**上海机场依托长三角经济腹地, 上海、江苏、浙江人均 GDP 居全国第 3~5 位,

GDP 年均复合增速 10.1%推动出境航空需求的增长;出境旅客吞吐量居于国内首位, 区位优势和高品质客流成为业绩增长护城河; 近年旅客吞吐量增速放缓, 我们预计 17 年增速为 9%; 旅客中转率提高有利于扩大非航业务收入, 我们预计 17 年旅客中转率有望达 12%, 中转率提高和免税招标有望扩大非航业务业绩增速。

- **对标国际成熟机场, 有望向商业驱动模式转变。**我国机场航空性收入政府定价、非航空性收入市场化定价, 选取欧洲经营模式成熟、旅客吞吐量相近法兰克福机场作为对标; 对标机场业绩商业驱动, 非航收入贡献利润占比九成, 不考虑出售外部机场股权的影响, 零售地产业务以近 20%营收贡献近 60%的 EBIT; 相对于欧洲成熟机场, 国内机场非航业务空间较大, 免税招标有望带来上海机场经营向商业驱动模式的转变。
- **免税招标带来价值重估, 非航业务增长确保收益。**在免税招标改革前, 首都机场、浦东机场免税提成 20%~25%, 改革提高提成比例开启机场价值重估。首都机场招标远超预期, 我们预计 17 年贡献业绩弹性 38.9%。从出境旅客吞吐量体量和销售额规模看, 上海机场均优于首都机场, 我们预计提成比例 47%以上, 对应 18 年上海机场免税招标业绩弹性 21.1%~25.9%。参照首都机场考虑首年保底租金影响, 我们预计 18 年上海机场免税招标业绩弹性 35.1%~40.7%。
- **内航内线收费提价, 17 年贡献营收增量 3.25%。**上海浦东机场国内航班占比 50%, 远低于首都机场 77%、白云机场 78%。我们预计此次内航内线提价对 17 年营业收入影响: 飞机起降费提价增收营业收入 0.35 亿、旅客和货邮安检费增收营业收入 2.1 亿, 整体营业收入弹性 3.25%。内航内线收费提价对上海机场营收影响较小, 且部分已在市场反应。
- **盈利预测和投资建议:**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 75.3、89.9、103.1 亿元, 同比增长 8.4%、19.4%、14.6%, 归属于母公司净利润为 31.9、41.5、49.8 亿元, 同比增长 13.8%、30.1%、20.1%, 对应的每股收益 EPS 分别为 1.66、2.15、2.59 元, 给予 42.0-42.5 元目标价, 对应 2017 年 22.5XPE。近两年上海机场旅客吞吐量增速放缓, 非航业务有望成为新增长点; 上海机场是国内机场出境旅客吞吐量最高、非航业务占比最高的龙头标的, 免税招标改革带来机场价值的重估, 我们预计 2018 年免税招标业绩弹性 35.1%~40.7%, 有望实现机场增长模式向商业驱动的转变, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **免税招标进展和提成不达预期**
公司旅客吞吐量增速放缓, 我们预计 2017 年增速 9%; 现行免税提成比例 22%, 免税改革提成有望提升至 47%以上, 因此免税招标进展和提成成为影响公司 2018 年以后的业绩增长的重要因素。
- **恐怖袭击等突发事件**
受 2015 年 11 月以来欧洲系列暴恐袭击的影响, 出境游特别是欧洲周边旅游影响较大, 2016 年出境游人数同比增速降为 1.7%, 恐怖

袭击等突发事件影响出境旅客的航空需求，进而成为公司业绩的重要风险。

图表 26: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	6,285	6,951	7,534	8,993	10,308	货币资金	10,414	9,966	6,428	3,686	4,066
营业成本	3,398	3,814	3,923	4,143	4,375	存货	20	20	21	22	23
毛利率	45.94%	45.13%	47.92%	53.94%	57.55%	应收账款	890	1,029	1,115	1,331	1,526
营业税金及附加	133	60	64	76	88	其他流动资产	311	208	142	93	102
营业费用	12	13	14	15	15	流动资产	11,634	11,224	7,706	5,132	5,718
营业费用率	0.20%	0.19%	0.18%	0.17%	0.15%	固定资产	10,517	9,766	9,224	8,673	8,117
管理费用	211	224	241	270	309	长期股权投资	2,340	2,362	2,392	2,422	2,447
管理费用率	3.36%	3.22%	3.20%	3.00%	3.00%	无形资产	336	343	335	327	316
财务费用	-185	-147	-135	-76	-58	其他长期资产	813	3,248	9,850	16,451	20,451
财务费用率	-2.95%	-2.11%	-1.80%	-0.84%	-0.56%	非流动资产	14,006	15,719	21,801	27,873	31,332
投资收益	608	730	803	923	1,015	资产总计	25,639	26,944	29,507	33,005	37,049
营业利润	3,325	3,717	4,229	5,488	6,593	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	52.90%	53.48%	56.14%	61.02%	63.96%	应付账款	121	149	137	145	153
营业外收入	58	2	5	5	5	其他流动负债	2,318	4,168	4,396	4,760	5,040
营业外支出	2	2	2	2	2	流动负债	2,439	4,317	4,533	4,905	5,193
利润总额	3,380	3,718	4,232	5,491	6,596	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	696	752	855	1,098	1,319	其他长期负债	2,503	2	2	2	2
所得税率	20.60%	20.23%	20.20%	20.00%	20.00%	非流动性负债	2,503	2	2	2	2
少数股东损益	153	160	186	242	290	负债合计	4,942	4,319	4,536	4,907	5,195
归属于母公司股东的净利润	2,531	2,806	3,192	4,151	4,987	股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
净利率	40.27%	40.36%	42.36%	46.16%	48.38%	资本公积	2,575	2,575	2,575	2,575	2,575
每股收益(元)(摊薄)	1.31	1.46	1.66	2.15	2.59	股东权益合计	20,320	22,297	24,458	27,343	30,809
						少数股东权益	378	327	513	755	1,045
						负债股东权益总计	25,639	26,944	29,507	33,005	37,049
现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
净利润	2,531	2,806	3,192	4,151	4,987	成长性指标					
少数股东损益	153	160	186	242	290	营业收入增长率(%)	9.3	10.6	8.4	19.4	14.6
折旧和摊销	785	828	753	762	767	净利润增长率(%)	20.8	10.8	13.8	30.1	20.1
营运资金变动	211	-626	195	204	83	盈利能力指标					
其他	-476	-597	-938	-999	-1,073	毛利率(%)	45.9	45.1	47.9	53.9	57.6
经营现金流	3,204	2,571	3,388	4,360	5,053	EBIT Margin(%)	40.3	40.9	43.7	49.9	53.6
资本支出	-911	-2,584	-6,805	-6,805	-4,200	EBITDA Margin(%)	52.8	52.8	53.7	58.4	61.0
投资收益	587	634	803	923	1,015	净利率(%)	40.3	40.4	42.4	46.2	48.4
资产变卖	0	88	0	0	0	PEG	1.4	2.4	1.6	0.6	0.7
其他	-502	0	-30	-30	-25	偿债能力指标					
投资现金流	-826	-1,861	-6,032	-5,911	-3,210	资产负债率(%)	19.3	16.0	15.4	14.9	14.0
发行股票	0	0	0	0	0	流动比率	4.8	2.6	1.7	1.1	1.1
负债变化	0	0	0	0	0	估值指标					
股息支出	-928	-1,162	-1,030	-1,266	-1,521	净资产收益率(%)	12.5	12.6	13.1	15.2	16.2
其他	0	0	135	76	58	P/B(倍)	28.5	25.7	22.5	17.4	14.4
融资现金流	-928	-1,162	-895	-1,190	-1,463	P/B(倍)	3.5	2.8	2.9	2.6	2.3
现金净增加额	1,450	-451	-3,539	-2,742	381						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。