

# 上海机场 (600009.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

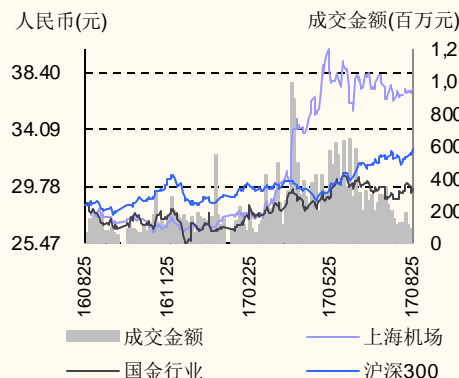
市场价格 (人民币): 37.22 元

## 商业爆发增长，枢纽机场非航价值凸显

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)	71,721.39
年内股价最高最低(元)	40.15/26.20
沪深 300 指数	3795.75
上证指数	3331.52



### 相关报告

- 《机场龙头纳入 MSCI 指数，持续推荐-上海机场公司点评》，2017.6.22
- 《内生增长稳定，免税招标带来业绩新增量-上海机场公司研究》，2017.5.19
- 《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
- 《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
- 《业务量优于预期，盈利持续强劲-上海机场公司点评》，2017.2.14

**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

### 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	1.743	2.029	2.314
每股净资产(元)	10.54	11.57	12.86	14.39	16.16
每股经营性现金流(元)	1.66	1.33	1.73	2.08	2.38
市盈率(倍)	22.47	18.21	21.35	18.34	16.09
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%	19.72%	16.40%	14.05%
净资产收益率(%)	12.46%	12.58%	13.55%	14.10%	14.32%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 公司 2017 年上半年实现营业收入 38.98 亿元，同比增长 14.7%；归属上市公司股东的净利润 16.96 亿元，同比增长 20.6%，基本每股收益 0.88 元。业绩超预期增长。

### 经营分析

- 流量放缓制约航空性收入，商业爆发带动非航收入：**2017 年上半年，上海机场由于生产数据不达标受到处罚，流量增长受到限制，起降架次同比增长 3.9% (国内/国际 4.7%/3.5%YoY)，旅客吞吐量同比增长 6.5% (国内/国际 11.4%/3.1%YoY)，国内旅客增速高说明国内线换大机型趋势明显。流量放缓制约航空性收入，上半年 18.03 亿元 (+3.5YoY)，增速小于流量增速，可能是因为上半年国内航线占比提升，收费标准低，影响航空性收入增长。但是伴随出行旅客机场消费意愿增强，叠加公司对商业零售品牌管理、场地优化和调整，商业租赁收入取得高增长 (+36.0%YoY)，非航收入占比达到 53.7%，弥补航空收入放缓的不利影响。
- 成本控制良好，毛利率提升业绩高增长：**由于商业租赁业务所需人工及运营成本较小，并且部分固定资产折旧年限到期 (折旧-1.5%YoY)，公司上半年营业成本 20.2 亿元 (+7.2%YoY)，小于营收增速，其中人工和运行成本分别同比增长 10.6%和 11.9%，毛利率达到 48.2%，与 2016 年同期相比提高 3.62pts，毛利增加 3.6 亿元。商业租赁占比提升带动的毛利增长，是本期业绩高速增长的主要原因。
- 投资收益持续贡献：**2017 年上半年，上海机场投资收益依旧持续贡献业绩，录得 4.57 亿元，同比增长 11.6%，占比营业利润 20.4%。其中德高动量积极在全国开展业务扩大业务量，油料公司受益国内航空景气和油价同比回升，两家公司分别贡献 1.68 亿元和 2.59 亿元，占比投资收益 93.7%，是公司业绩重要来源。

### 投资建议

- 国内枢纽机场开始向航空性与非航空性收入双引擎驱动模式转变，非航收入进入高速增长阶段。上海机场作为机场龙头，国际线占比高、旅客更为优质，商业有望带动业绩长期高增长。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.74/2.03/2.31 元，对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 经济增长下行；连续出现恶劣气候；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
<b>主营业务收入</b>	<b>5,751</b>	<b>6,285</b>	<b>6,951</b>	<b>7,887</b>	<b>8,989</b>	<b>10,132</b>	货币资金	8,960	10,414	9,966	7,205	5,050	3,364
增长率	9.3%	10.6%	13.5%	14.0%	12.7%		应收款项	874	901	1,039	1,305	1,487	1,676
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,234</b>	<b>-3,398</b>	<b>-3,814</b>	<b>-4,152</b>	<b>-4,520</b>	<b>-4,894</b>	存货	19	20	20	23	25	27
%销售收入	56.2%	54.1%	54.9%	52.6%	50.3%	48.3%	其他流动资产	127	300	198	209	210	211
<b>毛利</b>	<b>2,517</b>	<b>2,888</b>	<b>3,137</b>	<b>3,735</b>	<b>4,469</b>	<b>5,238</b>	流动资产	9,981	11,634	11,224	8,742	6,772	5,277
%销售收入	43.8%	45.9%	45.1%	47.4%	49.7%	51.7%	%总资产	43.4%	45.4%	41.7%	29.4%	20.5%	14.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-124</b>	<b>-133</b>	<b>-60</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	<b>-30</b>	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%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	10,662	11,310	12,990	18,307	23,613	28,912
<b>营业费用</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	%总资产	46.3%	44.1%	48.2%	61.5%	71.3%	78.3%
%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
<b>管理费用</b>	<b>-252</b>	<b>-211</b>	<b>-224</b>	<b>-252</b>	<b>-288</b>	<b>-324</b>	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%	70.6%	79.5%	85.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,126</b>	<b>2,531</b>	<b>2,841</b>	<b>3,443</b>	<b>4,137</b>	<b>4,863</b>	<b>资产总计</b>	<b>23,015</b>	<b>25,639</b>	<b>26,944</b>	<b>29,775</b>	<b>33,114</b>	<b>36,921</b>
%销售收入	37.0%	40.3%	40.9%	43.7%	46.0%	48.0%	短期借款	0	0	2,498	2,500	2,500	2,500
<b>财务费用</b>	<b>88</b>	<b>185</b>	<b>147</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>61</b>	应付款项	797	1,337	823	930	1,015	1,102
%销售收入	-1.5%	-2.9%	-2.1%	-1.0%	-1.0%	-0.6%	其他流动负债	895	1,102	997	1,049	1,166	1,288
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	1,691	2,439	4,317	4,479	4,682	4,890
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期资产	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>592</b>	<b>608</b>	<b>730</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	其他长期负债	2,498	2,503	2	0	0	0
%税前利润	21.1%	18.0%	19.6%	20.3%	17.6%	15.5%	<b>负债</b>	<b>4,190</b>	<b>4,942</b>	<b>4,319</b>	<b>4,479</b>	<b>4,682</b>	<b>4,890</b>
<b>营业利润</b>	<b>2,806</b>	<b>3,325</b>	<b>3,717</b>	<b>4,423</b>	<b>5,124</b>	<b>5,823</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>18,463</b>	<b>20,320</b>	<b>22,297</b>	<b>24,788</b>	<b>27,735</b>	<b>31,134</b>
%利润率	48.8%	52.9%	53.5%	56.1%	57.0%	57.5%	少数股东权益	363	378	327	507	697	897
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>23,015</b>	<b>25,639</b>	<b>26,944</b>	<b>29,775</b>	<b>33,114</b>	<b>36,921</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,806</b>	<b>3,380</b>	<b>3,718</b>	<b>4,424</b>	<b>5,125</b>	<b>5,824</b>							
利润率	48.8%	53.8%	53.5%	56.1%	57.0%	57.5%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-556</b>	<b>-696</b>	<b>-752</b>	<b>-885</b>	<b>-1,025</b>	<b>-1,165</b>		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	19.8%	20.6%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>2,250</b>	<b>2,684</b>	<b>2,966</b>	<b>3,539</b>	<b>4,100</b>	<b>4,659</b>	每股收益	1.087	1.314	1.456	1.743	2.029	2.314
少数股东损益	155	153	160	180	190	200	每股净资产	9.581	10.545	11.571	12.864	14.393	16.157
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,096</b>	<b>2,531</b>	<b>2,806</b>	<b>3,359</b>	<b>3,910</b>	<b>4,459</b>	每股经营现金净流	1.546	1.663	1.334	1.729	2.084	2.378
净利率	36.4%	40.3%	40.4%	42.6%	43.5%	44.0%	每股股利	0.350	0.430	0.440	0.450	0.500	0.550
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.35%	12.46%	12.58%	13.55%	14.10%	14.32%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	9.11%	9.87%	10.41%	11.28%	11.81%	12.08%
净利润	2,250	2,684	2,966	3,539	4,100	4,659	投入资本收益率	7.99%	8.66%	9.02%	9.91%	10.70%	11.27%
非现金支出	879	785	828	794	800	808	<b>增长率</b>						
非经营收益	-484	-374	-597	-901	-900	-900	主营业务收入增长率	10.27%	9.29%	10.60%	13.46%	13.98%	12.71%
营运资金变动	334	109	-625	-99	18	16	EBIT 增长率	7.94%	19.09%	12.23%	21.21%	20.13%	17.57%
经营活动现金净流	2,978	3,205	2,571	3,332	4,017	4,582	净利润增长率	11.89%	20.80%	10.83%	19.72%	16.40%	14.05%
<b>资本开支</b>	<b>-450</b>	<b>-911</b>	<b>-2,584</b>	<b>-6,103</b>	<b>-6,108</b>	<b>-6,109</b>	总资产增长率	10.02%	11.40%	5.09%	10.51%	11.21%	11.50%
投资	0	-502	88	-1	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	555	587	634	900	900	900	应收账款周转天数	52.1	50.9	50.4	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	105	-826	-1,861	-5,204	-5,208	-5,209	存货周转天数	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	18.9	16.4	12.9	15.0	15.0	15.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	620.2	610.7	512.8	420.2	340.6	276.9
其他	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060	净负债/股东权益	-34.35%	-38.25%	-33.01%	-18.60%	-8.97%	-2.70%
<b>现金净流量</b>	<b>2,281</b>	<b>1,451</b>	<b>-451</b>	<b>-2,762</b>	<b>-2,154</b>	<b>-1,687</b>	EBIT 利息保障倍数	-24.1	-13.7	-19.4	-41.8	-46.9	-80.3
							资产负债率	18.20%	19.27%	16.03%	15.04%	14.14%	13.24%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	3	3	3	3	3
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.25	1.60

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	2016-08-28	买入	28.46	N/A
2	2016-11-30	买入	27.39	N/A
3	2016-12-12	买入	26.58	34.00~35.00
4	2017-02-14	买入	27.57	34.00~35.00
5	2017-03-20	买入	28.46	34.00~35.00
6	2017-04-28	买入	33.84	N/A
7	2017-05-19	买入	38.16	48.00~48.00
8	2017-06-22	买入	37.69	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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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