

上海机场 (600009)

证券研究报告

2017年10月27日

非航拉动利润增速喜人，继续坚定看好枢纽机场价值

事件

上海机场披露三季报，前三季度营业收入 60.09 亿，同比增长 14.90%，实现归母净利润 26.92 亿，同比增长 27.91%，基本每股收益 1.40 元。

资源紧张致航空业务量低增速，非航继续爆发带动收入攀升

枢纽机场时刻饱和，暑运旺季供给瓶颈尤其紧张，雷雨天气等因素导致部分航班取消，因此三季度飞机起降架次 12.69 万，同比微升 2.2%，旅客吞吐量 1835.5 万人次，同比增长 3.1%，货邮吞吐量 33.74 万吨，同比增长 12.8%，航空主业收入应相对平缓。航空主业增速趋缓不改非航收入持续爆发，公司中报显示上半年商业租赁收入大增 36%，三季度该趋势继续延续，非航逻辑持续强化，拉动当季收入增速达到 15.3%，增速环比提高 1.5 个百分点。

成本增速平稳，业绩弹性显现

在同一个产能周期中，由于折旧成本相对固定，机场的成本端增长相对平稳。目前上海机场成本端稳定增长，前三季度增速为 7.42%，低于收入增速 7.48 个百分点，其中三季度增速 7.14%，低于收入增速达 8.09 个百分点，大幅提高毛利水平，前三季度公司毛利率达到 48.23%，同比提高 3.77 个百分点。费用方面，由于 S1S2 卫星厅建设的大量资金投入造成货币资金体量减少，进而降低利息收入，提高财务费用率，公司前三季度三费率合计为 2.03%，同比微升 1.2 个百分点，但远低于毛利率的升幅，业绩弹性显现，其中三季度当季归母净利 10.0 亿元，同比大增 42.7%。

长期空间广阔，继续看好航空主业与非航收入的双重共振

航空主业方面，上海机场目前经营四条跑道和两个航站楼，S1S2 卫星厅也预计于 2019 年启用，硬件保障能力远未饱和，短期虽因空域资源等因素限制造成航空主业增速放缓，但根据时刻表分析，民航新政的实施并不对存量时刻资源造成硬性的削减。我们认为随着我国国力的日趋强盛，军民融合的不断深入，相关问题应逐步得到解决，打开航空主业空间。非航收入方面，上海机场 2018 年的重头戏——免税重新招标如采用市场化竞争的形式展开，则预期对机场的业绩贡献更优，此外，建筑面积超 60 万 m² 的 S1S2 卫星厅建成后，相关的商业招商释放利润同样可能超当前市场预期，我们继续看好上海机场航空主业与非航收入的双重共振，坚定看好枢纽机场的业绩前景。

投资建议

机场非航收入持续超预期，上调盈利预测，预计 2017-2019 年公司归母净利润为 35.3 亿、45.6 亿、55.6 亿，同比增长 25.8%、29.1%、21.9%，EPS1.83 元、2.35 元、2.86 元，维持“买入”评级，上调目标价至 48 元，对应 2017-2019 年 EPS 的估值分别为 26.2 倍、20.4 倍、16.8 倍。

风险提示：时刻资源增长不及预期，免税商业谈判不及预期，安全事故

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	8,090.88	9,735.57	12,380.28
增长率(%)	9.29	10.60	16.39	20.33	27.17
EBITDA(百万元)	3,924.21	4,398.93	5,428.72	6,849.81	8,828.89
净利润(百万元)	2,531.43	2,805.65	3,530.60	4,558.40	5,558.35
增长率(%)	20.80	10.83	25.84	29.11	21.94
EPS(元/股)	1.31	1.46	1.83	2.35	2.86
市盈率(P/E)	30.36	27.40	21.77	16.99	13.93
市净率(P/B)	3.78	3.45	3.12	2.79	2.46
市销率(P/S)	12.23	11.06	9.50	7.96	6.26
EV/EBITDA	12.57	9.99	13.53	11.35	9.00

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 (维持评级)
当前价格	39.89 元
目标价格	48 元
上次目标价	40.62 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)	76,866.37
流通 A 股市值(百万元)	43,618.77
每股净资产(元)	12.01
资产负债率(%)	18.74
一年内最高/最低(元)	42.82/26.10

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-半年报点评:非航逻辑兑现, 枢纽价值长期向好》 2017-08-25
- 2 《上海机场-公司点评:营收超预期, 枢纽价值凸显》 2017-04-28
- 3 《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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,413.56	9,966.29	3,871.55	1,460.34	1,857.04
应收账款	900.52	1,039.25	1,256.75	1,486.03	1,999.21
预付账款	9.21	5.13	28.11	11.75	20.74
存货	19.66	20.48	24.97	22.58	38.54
其他	290.65	193.13	201.68	228.49	207.77
流动资产合计	11,633.60	11,224.29	5,383.06	3,209.19	4,123.31
长期股权投资	2,340.33	2,362.31	2,564.81	2,585.51	2,604.31
固定资产	10,517.08	9,766.25	8,920.15	8,074.04	30,804.46
在建工程	792.85	3,223.81	10,267.01	17,469.44	494.00
无形资产	335.82	342.67	336.92	329.47	324.23
其他	19.74	24.31	79.54	36.82	43.46
非流动资产合计	14,005.82	15,719.36	22,168.43	28,495.28	34,270.45
资产总计	25,639.41	26,943.65	27,551.49	31,704.47	38,393.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	1,052.33	2,881.90
应付账款	1,332.64	818.11	1,351.86	1,115.05	2,003.02
其他	1,106.29	3,499.22	1,008.28	1,037.14	1,023.49
流动负债合计	2,438.93	4,317.33	2,360.14	3,204.52	5,908.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,496.95	0.00	0.00	0.00	0.00
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	2,364.24	3,208.55	5,911.83
少数股东权益	378.10	327.49	525.08	765.00	1,026.91
股本	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,941.59	1,941.59
资本公积	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50
留存收益	18,392.65	20,369.70	22,735.21	25,789.33	29,513.43
其他	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)
股东权益合计	20,697.71	22,624.15	25,187.25	28,495.92	32,481.93
负债和股东权益总	25,639.41	26,943.65	27,551.49	31,704.47	38,393.76

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,684.21	2,965.66	3,530.60	4,558.40	5,558.35
折旧摊销	787.07	831.49	858.86	859.06	1,488.70
财务费用	132.73	133.01	(103.78)	(18.94)	53.80
投资损失	(608.47)	(729.68)	(795.55)	(867.44)	(945.91)
营运资金变动	319.09	(647.19)	243.53	(406.66)	349.06
其它	(107.27)	21.49	197.59	239.92	261.91
经营活动现金流	3,207.37	2,574.78	3,931.25	4,364.32	6,765.92
资本支出	1,933.78	2,540.74	7,250.76	7,228.70	7,257.83
长期投资	508.75	21.98	202.50	20.70	18.80
其他	(3,268.79)	(4,423.29)	(13,910.41)	(13,610.59)	(13,587.95)
投资活动现金流	(826.27)	(1,860.58)	(6,457.15)	(6,361.19)	(6,311.32)
债权融资	2,496.95	2,497.68	0.00	1,052.33	2,881.90
股权融资	199.45	168.55	115.84	49.65	(37.12)
其他	(3,623.92)	(3,827.80)	(3,684.68)	(1,516.33)	(2,902.67)
筹资活动现金流	(927.52)	(1,161.57)	(3,568.84)	(414.35)	(57.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,453.59	(447.36)	(6,094.74)	(2,411.21)	396.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,285.40	6,951.47	8,090.88	9,735.57	12,380.28
营业成本	3,397.71	3,814.14	4,043.91	4,289.03	5,582.40
营业税金及附加	132.62	59.54	20.23	24.34	30.95
营业费用	12.45	13.18	14.56	16.55	19.81
管理费用	211.28	223.66	237.87	282.33	352.84
财务费用	(185.19)	(146.64)	(103.78)	(18.94)	53.80
资产减值损失	0.15	(0.19)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	608.47	729.68	795.55	867.44	945.91
其他	(1,216.94)	(1,459.36)	(1,591.10)	(1,734.88)	(1,891.81)
营业利润	3,324.86	3,717.47	4,673.65	6,009.70	7,286.38
营业外收入	57.78	1.89	7.28	5.57	9.57
营业外支出	2.20	1.69	3.14	2.35	2.39
利润总额	3,380.44	3,717.67	4,677.79	6,012.92	7,293.56
所得税	696.22	752.01	949.59	1,214.61	1,473.30
净利润	2,684.21	2,965.66	3,728.20	4,798.31	5,820.26
少数股东损益	152.78	160.01	197.59	239.92	261.91
归属于母公司净利润	2,531.43	2,805.65	3,530.60	4,558.40	5,558.35
每股收益(元)	1.31	1.46	1.83	2.35	2.86

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.29%	10.60%	16.39%	20.33%	27.17%
营业利润	18.51%	11.81%	25.72%	28.59%	21.24%
归属于母公司净利润	20.80%	10.83%	25.84%	29.11%	21.94%
获利能力					
毛利率	45.94%	45.13%	50.02%	55.94%	54.91%
净利率	40.27%	40.36%	43.64%	46.82%	44.90%
ROE	12.46%	12.58%	14.32%	16.44%	17.67%
ROIC	20.50%	22.32%	24.07%	22.51%	20.88%
偿债能力					
资产负债率	19.27%	16.03%	8.58%	10.12%	15.40%
净负债率	-35.10%	-35.22%	-32.34%	-5.29%	2.14%
流动比率	4.77	2.60	2.28	1.00	0.70
速动比率	4.76	2.60	2.27	0.99	0.69
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	356.06	409.48	405.10
总资产周转率	0.26	0.26	0.30	0.33	0.35
每股指标(元)					
每股收益	1.31	1.46	1.83	2.35	2.86
每股经营现金流	1.66	1.34	2.04	2.26	3.51
每股净资产	10.54	11.57	12.80	14.28	16.20
估值比率					
市盈率	30.36	27.40	21.77	16.99	13.93
市净率	3.78	3.45	3.12	2.79	2.46
EV/EBITDA	12.57	9.99	13.53	11.35	9.00
EV/EBIT	15.71	12.30	16.07	12.98	10.83

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com