

2017年10月30日

王奕超

目标价(元)

48

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价 (2017/10/27)	39.89		
上证指数 (2017/10/27)	3416.81		
股价 12 个月高/低	42.82/25.79		
总发行股数(百万)	1926.96		
A 股数(百万)	1093.48		
A 市值(亿元)	436.19		
主要股东	上海机场(集团)有限公司 (53.25%)		
每股净值(元)	12.53		
股价/账面净值	3.18		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌 (%)	4.7	9.7	48.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/4/28	34.25	买入
2017/3/20	28.54	买入

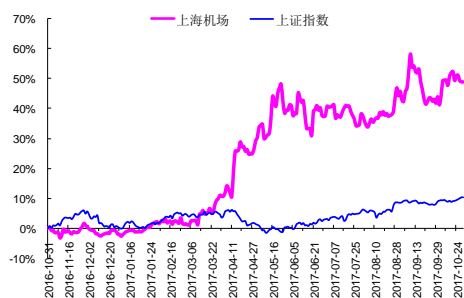
产品组合

航空及相关服务	50.5%
非航空性收入	49.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.6%
一般法人	54.4%

股价相对大盘走势



上海机场(600009.SH)

Buy 买入

非航收入快增，前三季度业绩超预期

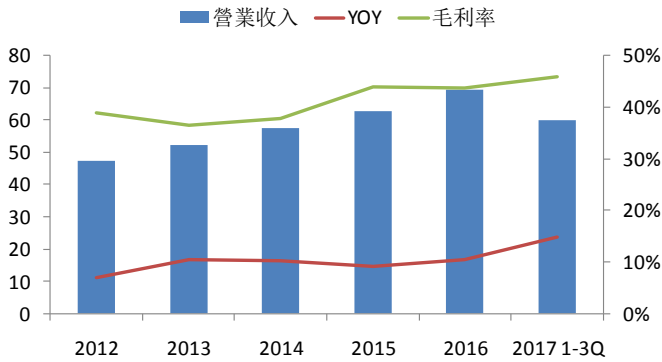
结论与建议：

2017 年前三季度净利润 yoy 增长+27.9%，预计公司 2017 和 2018 年净利润分别 yoy 增长 25.1%，17.2%，当前 A 股股价对应 PE 为 22 倍和 19 倍，维持买入的投资建议。

- 公司业绩：** 公司公布三季报，2017 年前三季度实现营收 60.1 亿元，yoy+14.9% 归母净利润实现 26.9 亿元 yoy+28% 扣非后归母净利润 26.9 亿元，yoy+28%。分季度看，三季度实现营收 21.11 亿元，yoy+15.2%，归母净利润实现 9.96 亿元，yoy+42.7%。公司业绩增长主要原因为：(一)非航空性收入进入快速增长阶段 (二)毛利率提升 4 个百分点 (三)投资收益 yoy+33%
- 民航局价格调价增厚业绩：** 民航局在今年 4 月开始实施的《民用机场收费标准调整方案》效应持续发酵，非航空性收入从政府定价转为市场定价，结合公司对商业零售品牌管理，地场优化，公司非航空性收入 2017 年高速增长，年内营收占比较去年提升 4.3 个百分点，是前三季度营收增长的关键。
- 成本增速低于营收，推动毛利率上升：** 前三季度公司营收因非航空性改革，增速提升 4 个百分点至 14.9%。而成本段变化不大，前三季度增速维持 7%，低于营收增速，导致公司毛利率提升 4 个百分点，推动净利润增长。
- 油价推动投资收益：** 年初至今，航油价格维持阶段性高位，平均价格为 63 美元/桶，同比增长 24%。得益于油价上涨，公司控股 40% 的上海浦东机场航空油料公司盈利提升，推动公司投资收益。前三季度上海机场投资收益同比增长 2 亿元，到达 7.58 亿元，yoy+33.9%，增厚净利润。
- 免税提成有望大幅提升：** 上海机场日上免税店经营权将在 2018 年 3 月份到期，预计在 2017 年年底开始招标。上海机场为国内重点枢纽机场，国际旅客量排名第一，免税业务量价值最高，预计免税招标将迎来激烈竞争。以首都机场为参考，上海机场免税提成不会低于首都机场 T2，T3 的 47% 和 43.5%。我们预计上海机场免税提成比例有望从现在 20% 的水平提升至 45%-50%，免税收入将进入快速增长阶段，进一步助推非航空性收入增长。
- 在建工程将强化盈利能力：** 公司仍面临较严重的运能保和问题。因准点率 3-5 月及 7，8 月未到达民航局要求，上海机场受民航局处罚停止其客运加班，包机，和新增航线申请，导致起降及旅客运输业务量增速大幅放缓，单季度增速较去年同期减少 4.2 和 8.4 个百分点。但上海机场目前在建工程包括：(一)三期扩建工程，建设世界最大卫星厅，预计 2019 年投产，投资金额 201 亿元，完成后能满足客运量 8000 万人次，增加运能 33%。(二)飞行区下穿通道以及 5 号机坪改造项目，预计 2018 年投产，投资金额 19 亿元。两项目完成后能缓解上海机场运能问题，同时也能增加营业面积，提升公司未来非航空性收入。
- 盈利预测：** 预计公司 2017 年和 2018 年分别实现净利润 35.1 亿元 (YoY+25.1%,EPS 为 1.82 元) 和 41.14 亿元 (YoY+17.21%,EPS 为 2.13 元)；当前股价对应 2017 年和 2018 年 P/E 为 22 倍和 19 倍，维持买入的投资建议。

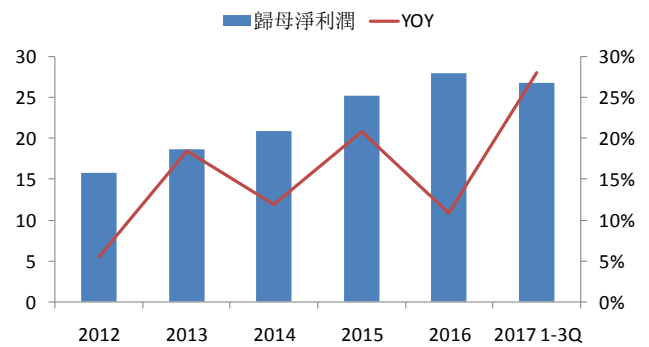
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,872	2,095	2,531	2,805	3,510	4,114
同比增减	%	18.46%	11.89%	20.80%	10.83%	25.10%	17.21%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.97	1.09	1.31	1.46	1.82	2.13
同比增减	%	18.46%	11.89%	20.80%	10.83%	25.10%	17.21%
A 股市盈率(P/E)	倍	41.04	36.68	30.36	27.40	21.90	18.68
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.35	0.43	0.44	0.58	0.70
股息率 (Yield)	%	2.09%	1.78%	1.46%	1.66%	1.46%	1.77%

图 1: 上海机场营业收入 (单位: 亿元)



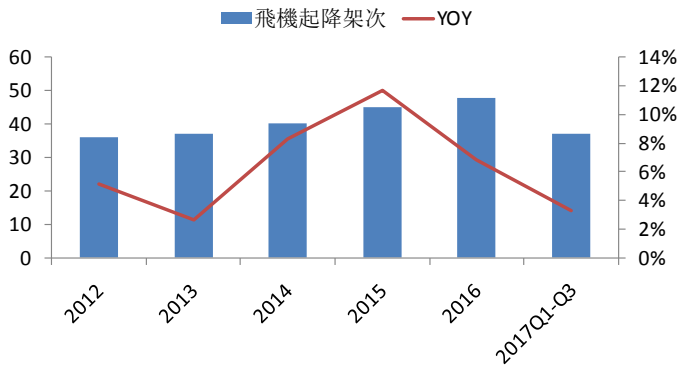
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 2: 上海机场归母毛利润 (单位: 亿元)



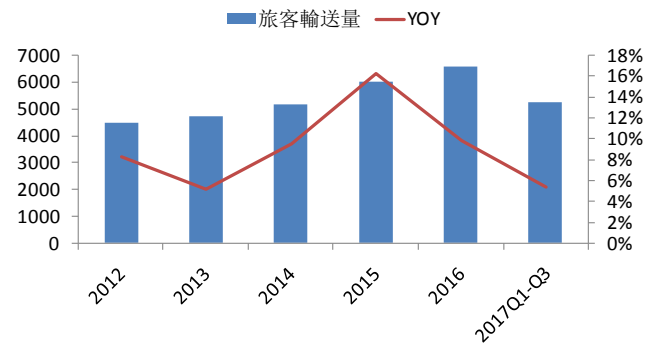
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 3: 上海机场飞机起降架次 (单位: 万架次)



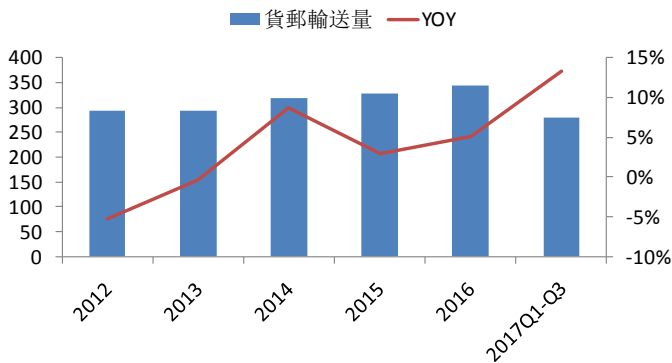
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 4: 上海机场旅客输送量 (单位: 万人次)



数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 5: 上海机场货邮输送量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	5215	5751	6285	6951	8003	9549
经营成本	2923	3234	3398	3814	4200	4886
毛利	2292	2517	2888	3137	3803	4663
营业税金及附加	116	124	133	60	40	48
销售费用	16	15	12	13	15	18
管理费用	190	252	211	224	240	286
财务费用	(6)	(88)	(185)	(147)	(80)	(191)
资产减值损失	0	1	0	(0)	0	0
投资收益	536	592	608	730	1000	850
营业利润	2511	2806	3325	3717	4587	5352
税前利润	2515	2806	3380	3718	4587	5355
所得税	492	556	696	752	917	1071
少数股东权益	150	155	153	160	160	170
净利润	1873	2096	2531	2806	3510	4114

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	6676	8960	10414	9966	10126	10843
存货	18	19	20	20	22	23
应收帐款	778	864	890	1029	1081	1135
流动资产合计	7608	9981	11634	11224	11928	12701
长期投资净额	1796	1832	2340	2362	2480	2604
固定资产合计	10450	9772	10517	9766	10255	10767
在建工程	635	891	793	3224	3385	3554
无形资产及其他资产合计	349	341	336	343	360	378
资产总计	20918	23015	25639	26944	28948	30527
流动负债合计	1174	1691	2439	4317	3935	2757
长期负债合计	2497	2498	2503	2	2	2
负债合计	3671	4190	4942	4319	3937	2759
少数股东权益	302	363	378	327	344	361
股东权益合计	17247	18825	20698	22624	25011	27767
负债和股东权益总计	20918	23015	25639	26944	28948	30527

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	2849	2981	3207	2575	3159	3702
投资活动产生的现金流量净额	(10)	105	(826)	(1861)	(1954)	(2149)
筹资活动产生的现金流量净额	(959)	(802)	(928)	(1162)	(1045)	(836)
现金及现金等价物净增加额	1880	2284	1454	(447)	160	717

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。