能源与环境研究中心

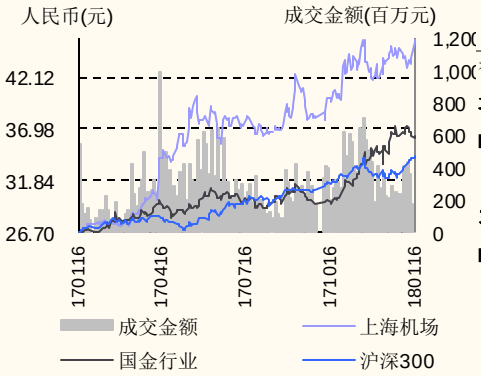
上海机场 (600009.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：45.96 元

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)	88,563.01
年内股价最高最低(元)	45.96/26.76
沪深 300 指数	4258.47
上证指数	3436.59



相关报告

1.《商业成长逻辑不惧流量低速-上海机场公司点评》，2017.11.17
2.《非航强劲投资收益增厚，Q3 业绩超预期增长-上海机场公司点评》，2017.10.30
3.《商业爆发增长，枢纽机场非航价值凸显-上海机场公司点评》，2017.8.28
4.《机场龙头纳入 MSCI 指数，持续推荐-上海机场公司点评》，2017.6.22
5.《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

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

出行需求旺盛，旅客吞吐量超预期增长

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	1.810	2.028	2.292
每股净资产(元)	10.54	11.57	12.93	14.46	16.20
每股经营性现金流(元)	1.66	1.33	2.26	2.56	2.83
市盈率(倍)	22.47	18.21	25.40	22.67	20.05
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%	24.29%	12.04%	13.06%
净资产收益率(%)	12.46%	12.58%	14.00%	14.02%	14.15%
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

运营数据

- 上海机场 12 月飞机起降 4.23 万次，同比增长 3.9%；旅客吞吐量为 582.82 万人次，同比增长 8.8%；货邮吞吐量为 33.91 万吨，同比增长 3.2%。

经营分析

- **起降架次维持低迷，旅客吞吐量增速略超预期：**浦东机场一直受到准点率处罚，全年飞机起降架次较为低迷，同比仅增长 3.5%，同时抑制了旅客吞吐量增速，2017 年同比增长 6.1%。不过进入 17/18 年冬春航季后，旅客吞吐量出现了脱离起降架次的单边加速增长。11 月和 12 月的旅客吞吐量分别同比增长 9.4%和 8.8%，与起降架次的增速差扩大至 4.6pct 和 4.9pct。我们认为，首先浦东机场的旅客出行需求非常旺盛，同时一线机场时刻瓶颈受限严重，航空公司更多的投放宽体机，一线机场宽体机航班占比 17/18 冬春航季已由 7.5%上升至 9.1%；另外地区航线需求回暖，客座率大幅上升，所以旅客吞吐量得以加速增长，缓解时刻受限对于公司航空业务收入的负面影响。
- **不同航线增速分化严重，印证民航局政策思路：**上海机场不同航线业务量增速存在分化，自 17/18 冬春航季以来，上海机场国际航线增长明显高于国内。12 月国内、国际起降架次分别增长 1.9%、7.0%，旅客吞吐量分别同比增长 7.0%、10.9%。我们认为这是因为民航局限制的更多的是高峰小时时刻，而此段时间多为国内航班，国际航班仍可以安排至非繁忙时刻。另外，为提升我国民航业吸引力，加强国际枢纽建设，增加国际航班是目前的优先选择。国际线收费高，旅客消费能力强，将利好机场盈利能力。
- **流量低速不影响商业成长逻辑：**目前流量增速虽低，但可由处于爆发阶段的非航收入弥补。公司对航站楼商业零售品牌管理、场地优化调整，促使 2017 年商业租赁收入高增长，并且今年 3 月免税协议到期，预计公司将进行新一轮免税招标。浦东机场免税新协议扣点率有望提高至 45%左右，预计将增厚公司净利润 20%，非航收入将支撑公司业绩继续稳定增长。

投资建议

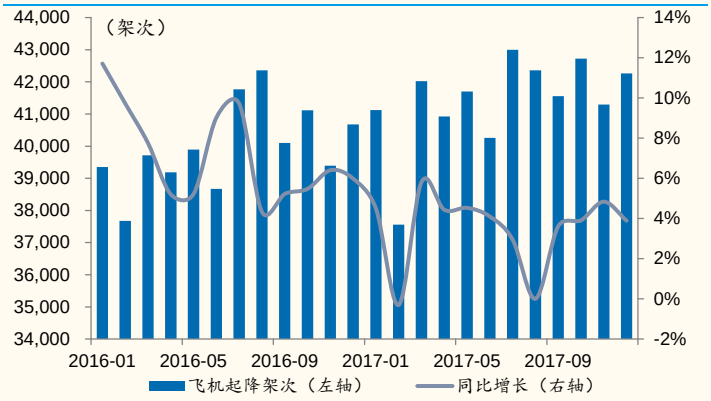
- 上海机场作为机场龙头，国际线占比高、旅客更为优质，商业带动业绩持续超预期增长。由于免税招标尚未开始，暂不考虑新免税协议增量，预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 1.81/2.03/2.29 元，对应 PE 分别为 25/23/20 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示

- 天气恶劣、疾病爆发等因素导致流量明显下滑；免税店招标不达预期，将拉低公司非航业务收入以及市场对枢纽机场的估值。

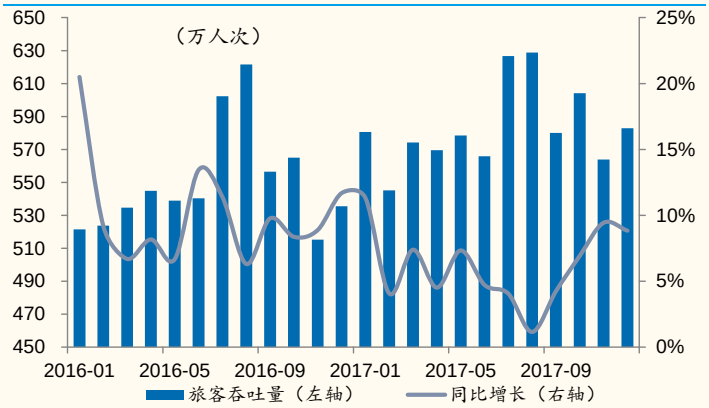
敬请参阅最后一页特别声明

图表 1：上海机场飞机起降架次



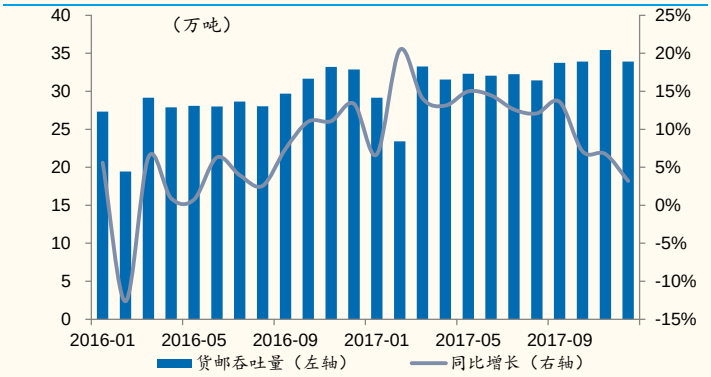
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：上海机场旅客吞吐量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：上海机场货邮吞吐量



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	**5,751**	**6,285**	**6,951**	**7,916**	**8,831**	**9,901**
增长率		9.3%	10.6%	13.9%	11.6%	12.1%
主营业务成本	-3,234	-3,398	-3,814	-4,113	-4,458	-4,825
%销售收入	56.2%	54.1%	54.9%	52.0%	50.5%	48.7%
毛利	2,517	2,888	3,137	3,804	4,373	5,076
%销售收入	43.8%	45.9%	45.1%	48.0%	49.5%	51.3%
营业税金及附加	-124	-133	-60	-24	-26	-30
%销售收入	2.2%	2.1%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-15	-12	-13	-16	-18	-20
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-252	-211	-224	-253	-283	-317
%销售收入	4.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润（EBIT）	2,126	2,531	2,841	3,511	4,046	4,710
%销售收入	37.0%	40.3%	40.9%	44.3%	45.8%	47.6%
财务费用	88	185	147	76	76	62
%销售收入	-1.5%	-2.9%	-2.1%	-1.0%	-0.9%	-0.6%
资产减值损失	-1	0	0	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	592	608	730	1,000	1,000	1,000
%税前利润	21.1%	18.0%	19.6%	21.8%	19.5%	17.3%
营业利润	2,806	3,325	3,717	4,584	5,121	5,772
营业利润率	48.8%	52.9%	53.5%	57.9%	58.0%	58.3%
营业外收支	0	56	0	0	0	0
税前利润	2,806	3,380	3,718	4,584	5,122	5,772
利润率	48.8%	53.8%	53.5%	57.9%	58.0%	58.3%
所得税	-556	-696	-752	-917	-1,024	-1,154
所得税率	19.8%	20.6%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,250	2,684	2,966	3,667	4,097	4,617
少数股东损益	155	153	160	180	190	200
归属于母公司的净利润	**2,096**	**2,531**	**2,806**	**3,487**	**3,907**	**4,417**
净利率	36.4%	40.3%	40.4%	44.1%	44.2%	44.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,250	2,684	2,966	3,667	4,097	4,617
非现金支出	879	785	828	794	800	808
非经营收益	-484	-374	-597	-1,001	-1,000	-1,000
营运资金变动	334	109	-625	886	1,027	1,020
经营活动现金净流	2,978	3,205	2,571	4,345	4,924	5,445
资本开支	**-450**	**-911**	**-2,584**	**-6,103**	**-6,108**	**-6,109**
投资	0	-502	88	-1	0	0
其他	555	587	634	1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	105	-826	-1,861	-5,104	-5,108	-5,109
股权募资	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
债权募资	0	0	0	-2,500	0	0
其他	-802	-927	-1,161	-889	-963	-1,060
筹资活动现金净流	-802	-927	-1,161	-3,389	-963	-1,060
现金净流量	**2,281**	**1,451**	**-451**	**-4,148**	**-1,147**	**-724**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,960	10,414	9,966	5,818	4,671	3,947
应收款项	874	901	1,039	1,310	1,461	1,638
存货	19	20	20	23	24	26
其他流动资产	127	300	198	209	210	211
流动资产	9,981	11,634	11,224	7,360	6,366	5,822
%总资产	43.4%	45.4%	41.7%	25.9%	19.5%	15.5%
长期投资	1,833	2,342	2,364	2,365	2,364	2,364
固定资产	10,662	11,310	12,990	18,307	23,613	28,912
%总资产	46.3%	44.1%	48.2%	64.5%	72.2%	77.2%
无形资产	345	343	350	353	356	359
非流动资产	13,034	14,006	15,719	21,033	26,341	31,643
%总资产	56.6%	54.6%	58.3%	74.1%	80.5%	84.5%
资产总计	**23,015**	**25,639**	**26,944**	**28,393**	**32,708**	**37,465**
短期借款	0	0	2,498	0	0	0
应付款项	797	1,337	823	922	1,001	1,086
其他流动负债	895	1,102	997	2,047	3,149	4,264
流动负债	1,691	2,439	4,317	2,968	4,150	5,349
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,498	2,503	2	0	0	0
负债	**4,190**	**4,942**	**4,319**	**2,968**	**4,150**	**5,349**
普通股股东权益	18,463	20,320	22,297	24,917	27,861	31,218
少数股东权益	363	378	327	507	697	897
负债股东权益合计	**23,015**	**25,639**	**26,944**	**28,393**	**32,708**	**37,465**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.087	1.314	1.456	1.810	2.028	2.292
每股净资产	9.581	10.545	11.571	12.931	14.458	16.201
每股经营现金净流	1.546	1.663	1.334	2.255	2.555	2.826
每股股利	0.350	0.430	0.440	0.450	0.500	0.550
回报率						
净资产收益率	11.35%	12.46%	12.58%	14.00%	14.02%	14.15%
总资产收益率	9.11%	9.87%	10.41%	12.28%	11.95%	11.79%
投入资本收益率	7.99%	8.66%	9.02%	11.05%	11.33%	11.73%
增长率						
主营业务收入增长率	10.27%	9.29%	10.60%	13.88%	11.56%	12.11%
EBIT 增长率	7.94%	19.09%	12.23%	23.58%	15.25%	16.40%
净利润增长率	11.89%	20.80%	10.83%	24.29%	12.04%	13.06%
总资产增长率	10.02%	11.40%	5.09%	5.38%	15.20%	14.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.1	50.9	50.4	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
应付账款周转天数	18.9	16.4	12.9	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	620.2	610.7	512.8	418.7	346.7	283.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.35%	-38.25%	-33.01%	-22.88%	-16.36%	-12.29%
EBIT 利息保障倍数	-24.1	-13.7	-19.4	-46.3	-53.6	-75.9
资产负债率	18.20%	19.27%	16.03%	10.45%	12.69%	14.28%

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
	2	5	10	19	35
	0	2	4	12	15
	1	1	1	2	3
	1	2	2	2	2
	2.25	**2.00**	**1.71**	**1.63**	**1.49**

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	2017-02-14	买入	27.57	34.00～35.00
2	2017-03-20	买入	28.46	34.00～35.00
3	2017-04-28	买入	33.84	N/A
4	2017-05-19	买入	38.16	48.00～48.00
5	2017-06-22	买入	37.69	N/A
6	2017-08-28	买入	37.22	N/A
7	2017-10-30	买入	39.89	N/A
8	2017-11-17	买入	43.50	N/A

来源：国金证券研究所

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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH