

上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

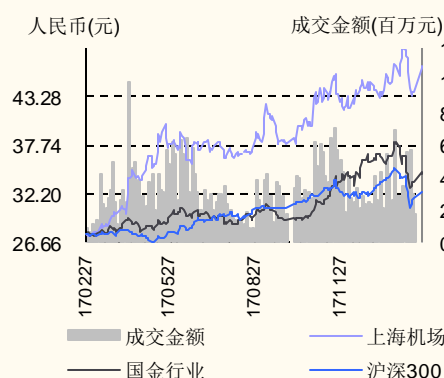
公司点评

市场价格 (人民币): 46.86 元

非航收入快速增长, 投资收益锦上添花

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) | 90,297.27 |
| 年内股价最高最低(元) | 48.78/27.39 |
| 沪深 300 指数 | 4071.09 |
| 上证指数 | 3289.02 |



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 | 1.907 | 2.277 | 2.550 |
| 每股净资产(元) | 10.54 | 11.57 | 12.90 | 14.48 | 16.25 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.66 | 1.33 | 1.81 | 2.26 | 2.55 |
| 市盈率(倍) | 22.47 | 18.21 | 24.10 | 20.18 | 18.02 |
| 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% | 30.99% | 19.40% | 11.99% |
| 净资产收益率(%) | 12.46% | 12.58% | 14.79% | 15.73% | 15.70% |
| 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

业绩快报

- 公司发布业绩快报, 2017 年营业收入 80.6 亿元, 同增 15.9%; 归母净利润 36.8 亿元, 同增 31.3%, 基本每股收益 1.91 元, 超过我们盈利预测 5.6%。

经营分析

- **流量增长受限, 单季收入同比加速:** 2017 年受到准点率处罚, 且四季度民航局新规控制时刻总量, 上海机场时刻增长受限, 全年实现飞机起降 49.7 万架次 (3.5%YoY); 在航空客座率提升和航司以大换小背景下, 公司吞吐量稳步提升旅客吞吐量 7000 万人次 (6.1%YoY)。从 Q4 看, 国内流量增速维持低位, 国际线开始加速, 整体起降同增 4.2% (国内 1.9%/国际 7.6%), 旅客吞吐量同增 8.4% (国内 6.7%/国际 10.8%)。收入和净利润在 Q4 持续高增长, 分别同增 19.2%和 41.4%, 增速均大幅高于流量增速。
- **商业爆发成为业绩高增长主要推动力:** 非航业务是业绩维持高增长主要原因。2017 年公司对航站楼商业零售品牌管理、场地优化调整, 并且伴随居民消费升级, 枢纽机场商业价值提升, 国际线占比高, 旅客消费意愿更强, 促使 2017 年商业租赁收入得以高增长, 同时使得公司盈利能力稳步提升, 2017 年毛利率达到 49.8%, 同增 4.7pct。另外公司免税协议即将到期, 与已招标机场对比, 新协议扣点率提高确定, 按照受益半年计算, 预计将贡献业绩增量约 5 亿元, 2018 年公司非航业务依旧是主要看点。
- **投资收益锦上添花, 资产负债率大幅下降:** 2017 年投资企业航空油料和德高动量业绩出色, 上海机场录得投资收益 9.76 亿元, 同增 33.8%, 是业绩高增长的另一重要原因。另一方面, 公司于 2017 年偿还 25 亿长期借款, 债务水平优化, 资产负债率从 2016 年末 16%下降至 2017 年末 7%, 公司财务风险进一步降低。

投资建议

- 上海机场作为枢纽机场龙头, 国际及地区线占比接近 50%, 旅客更为优质, 商业有望带动业绩长期高增长, 2018 年免税新协议将贡献业绩新增量。预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.91/2.28/2.55 元, 对应 PE 分别为 24/20/18 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; 免税招标低于预期等。

相关报告

1. 《出行需求旺盛, 旅客吞吐量超预期增长-上海机场公司点评》, 2018.1.17
2. 《商业成长逻辑不惧流量低速-上海机场公司点评》, 2017.11.17
3. 《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
4. 《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
5. 《机场龙头纳入 MSCI 指数, 持续推荐-上海机场公司点评》, 2017.6.22

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

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 |
| 主营业务收入 | 5,751 | 6,285 | 6,951 | 8,058 | 9,379 | 10,428 | 货币资金 | 8,960 | 10,414 | 9,966 | 7,714 | 5,611 | 6,917 |
| 增长率 | 9.3% | 10.6% | 15.9% | 16.4% | 11.2% | | 应收款项 | 874 | 901 | 1,039 | 1,333 | 1,552 | 1,725 |
| 主营业务成本 | -3,234 | -3,398 | -3,814 | -4,082 | -4,446 | -4,794 | 存货 | 19 | 20 | 20 | 22 | 24 | 26 |
| %销售收入 | 56.2% | 54.1% | 54.9% | 50.7% | 47.4% | 46.0% | 其他流动资产 | 127 | 300 | 198 | 209 | 210 | 211 |
| 毛利 | 2,517 | 2,888 | 3,137 | 3,976 | 4,933 | 5,633 | 流动资产 | 9,981 | 11,634 | 11,224 | 9,278 | 7,397 | 8,879 |
| %销售收入 | 43.8% | 45.9% | 45.1% | 49.3% | 52.6% | 54.0% | %总资产 | 43.4% | 45.4% | 41.7% | 34.0% | 24.1% | 25.7% |
| 营业税金及附加 | -124 | -133 | -60 | -24 | -28 | -31 | 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 | 15,307 | 20,613 | 22,912 |
| 营业费用 | -15 | -12 | -13 | -16 | -19 | -21 | %总资产 | 46.3% | 44.1% | 48.2% | 56.0% | 67.1% | 66.4% |
| %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 |
| 管理费用 | -252 | -211 | -224 | -258 | -300 | -334 | 非流动资产 | 13,034 | 14,006 | 15,719 | 18,033 | 23,341 | 25,643 |
| %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% | 66.0% | 75.9% | 74.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,126 | 2,531 | 2,841 | 3,678 | 4,586 | 5,248 | 资产总计 | 23,015 | 25,639 | 26,944 | 27,311 | 30,739 | 34,522 |
| %销售收入 | 37.0% | 40.3% | 40.9% | 45.6% | 48.9% | 50.3% | 短期借款 | 0 | 0 | 2,498 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 88 | 185 | 147 | 119 | 112 | 120 | 应付款项 | 797 | 1,337 | 823 | 916 | 1,002 | 1,083 |
| %销售收入 | -1.5% | -2.9% | -2.1% | -1.5% | -1.2% | -1.2% | 其他流动负债 | 895 | 1,102 | 997 | 1,053 | 1,186 | 1,297 |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | -3 | 0 | 0 | 流动负债 | 1,691 | 2,439 | 4,317 | 1,970 | 2,188 | 2,380 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 592 | 608 | 730 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 其他长期负债 | 2,498 | 2,503 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 21.1% | 18.0% | 19.6% | 20.9% | 17.6% | 15.7% | 负债 | 4,190 | 4,942 | 4,319 | 1,970 | 2,188 | 2,380 |
| 营业利润 | 2,806 | 3,325 | 3,717 | 4,794 | 5,697 | 6,367 | 普通股股东权益 | 18,463 | 20,320 | 22,297 | 24,854 | 27,893 | 31,304 |
| 营业利润率 | 48.8% | 52.9% | 53.5% | 59.5% | 60.7% | 61.1% | 少数股东权益 | 363 | 378 | 327 | 487 | 657 | 837 |
| 营业外收支 | 0 | 56 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 23,015 | 25,639 | 26,944 | 27,311 | 30,739 | 34,522 |
| 税前利润 | 2,806 | 3,380 | 3,718 | 4,794 | 5,697 | 6,368 | | | | | | | |
| 利润率 | 48.8% | 53.8% | 53.5% | 59.5% | 60.7% | 61.1% | | | | | | | |
| 所得税 | -556 | -696 | -752 | -959 | -1,139 | -1,274 | | | | | | | |
| 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 | 3,835 | 4,558 | 5,094 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 155 | 153 | 160 | 160 | 170 | 180 | | | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 2,096 | 2,531 | 2,806 | 3,675 | 4,388 | 4,914 | | | | | | | |
| 净利率 | 36.4% | 40.3% | 40.4% | 45.6% | 46.8% | 47.1% | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 2,250 | 2,684 | 2,966 | 3,835 | 4,558 | 5,094 | 每股指标 | | | | | | |
| 非现金支出 | 879 | 785 | 828 | 794 | 800 | 808 | 每股收益 | 1.087 | 1.314 | 1.456 | 1.907 | 2.277 | 2.550 |
| 非经营收益 | -484 | -374 | -597 | -1,001 | -1,000 | -1,000 | 每股净资产 | 9.581 | 10.545 | 11.571 | 12.898 | 14.475 | 16.246 |
| 营运资金变动 | 334 | 109 | -625 | -136 | -3 | 16 | 每股经营现金净流 | 1.546 | 1.663 | 1.334 | 1.812 | 2.260 | 2.552 |
| 经营活动现金净流 | 2,978 | 3,205 | 2,571 | 3,491 | 4,354 | 4,917 | 每股股利 | 0.350 | 0.430 | 0.440 | 0.580 | 0.700 | 0.780 |
| 资本开支 | -450 | -911 | -2,584 | -3,103 | -6,108 | -3,109 | 回报率 | | | | | | |
| 投资 | 0 | -502 | 88 | -1 | 0 | 0 | 净资产收益率 | 11.35% | 12.46% | 12.58% | 14.79% | 15.73% | 15.70% |
| 其他 | 555 | 587 | 634 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 总资产收益率 | 9.11% | 9.87% | 10.41% | 13.46% | 14.28% | 14.23% |
| 投资活动现金净流 | 105 | -826 | -1,861 | -2,104 | -5,108 | -2,109 | 投入资本收益率 | 7.99% | 8.66% | 9.02% | 11.61% | 12.85% | 13.06% |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -2,500 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 10.27% | 9.29% | 10.60% | 15.92% | 16.39% | 11.18% |
| 其他 | -802 | -927 | -1,161 | -1,140 | -1,349 | -1,503 | EBIT增长率 | 7.94% | 19.09% | 12.23% | 29.45% | 24.69% | 14.43% |
| 筹资活动现金净流 | -802 | -927 | -1,161 | -3,639 | -1,349 | -1,503 | 净利润增长率 | 11.89% | 20.80% | 10.83% | 30.99% | 19.40% | 11.99% |
| 现金净流量 | 2,281 | 1,451 | -451 | -2,253 | -2,102 | 1,306 | 总资产增长率 | 10.02% | 11.40% | 5.09% | 1.36% | 12.55% | 12.31% |
| | | | | | | | 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 | 411.3 | 326.4 | 269.0 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -34.35% | -38.25% | -33.01% | -30.44% | -19.65% | -21.52% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -24.1 | -13.7 | -19.4 | -31.0 | -41.0 | -43.6 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 18.20% | 19.27% | 16.03% | 7.21% | 7.12% | 6.89% |

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 | 3 | 7 | 10 | 35 |
| | 0 | 2 | 5 | 8 | 19 |
| | 0 | 1 | 2 | 2 | 4 |
| | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| | 1.00 | 1.67 | 1.94 | 1.82 | 1.55 |

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。

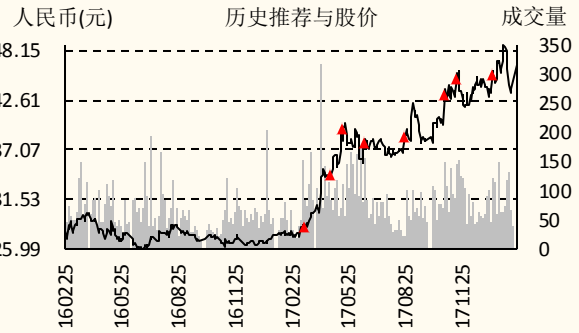
最终评分与平均投资建议对照：

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 | 2017-03-20 | 买入 | 28.46 | 34.00~35.00 |
| 2 | 2017-04-28 | 买入 | 33.84 | N/A |
| 3 | 2017-05-19 | 买入 | 38.16 | 48.00~48.00 |
| 4 | 2017-06-22 | 买入 | 37.69 | N/A |
| 5 | 2017-08-28 | 买入 | 37.22 | N/A |
| 6 | 2017-10-30 | 买入 | 39.89 | N/A |
| 7 | 2017-11-17 | 买入 | 43.50 | N/A |
| 8 | 2018-01-17 | 买入 | 45.96 | 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