

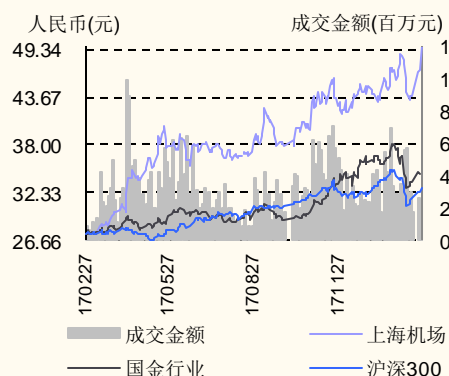
上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 49.69 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) | 95,750.57 |
| 年内股价最高最低(元) | 49.69/27.39 |
| 沪深 300 指数 | 4118.42 |
| 上证指数 | 3329.57 |



相关报告

1. 《非航收入快速增长, 投资收益锦上添花-上海机场公司点评》, 2018.2.25
2. 《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
3. 《商业成长逻辑不惧流量低速-上海机场公司点评》, 2017.11.17
4. 《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
5. 《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

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoiliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

国旅收购日上上海, 免税新协议有望落地

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 | 26.05 | 21.82 | 19.48 |
| 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

事件

- 2月26日, 中国国旅发布公告, 全资子公司中免公司以 15.05 亿元收购日上免税行(上海) 51% 股权。

经营分析

- **国旅收购日上上海, 或将加速上海机场签订免税新协议:** 中免公司收购日上上海后, 将获得我国三大一线城市(北京、上海、广州)的四家枢纽机场(北京首都、上海浦东、上海虹桥、广州白云)免税店经营权。此次收购将有助于中免公司借助日上上海的市场和品牌优势, 发挥规模效应。对于上海机场, 在免税行业良好的发展前景下, 收购完成有助于其充分发挥枢纽以及国际旅客占比高的优势, 提高免税和非航收入水平。另外, 上海机场原免税经营权将在 3 月底到期, 收购落地或将加速免税新协议的签订, 预计扣点率的大幅提高将为上海机场提供新的业绩增量。
- **免税业务快速增长, 新协议增厚业绩:** 2017 年前三季度日上上海(主营上海浦东、虹桥机场免税店)实现营业收入 63.4 亿元, 考虑到 Q4 淡季免税营收约占全年 20%, 预计全年营收可达约 79 亿元, 2018 年营收预计可达 90 亿元。浦东机场 2017 年国际旅客吞吐量达到 3794 万人次, 而虹桥机场国际旅客吞吐量约仅为浦东的 5%, 预计浦东免税店 2018 年营业收入约为 85 亿元。按 2018 年免税新协议受益半年计算, 与已招标机场对比, 若扣点率提升至 40%, 将增厚净利润约 4.8 亿元, 对应 2017 年净利润弹性为 13%。
- **流量增长受限, 商业成为主要推动力:** 上海机场 2017 年受到准点率处罚, 且四季度民航局新规控制时刻总量, 时刻增长受限, 全年实现飞机起降 49.7 万架次 (3.5%YoY)。商业租赁成为业绩增长主要动力, 2017 年公司进行了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, 公司国际线占比高, 旅客消费意愿更强, 叠加免税新协议, 2018 年非航业务依旧是主要看点。

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 26/22/19 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。

图表 1：上海机场免税新协议扣点率敏感性测算

| 上海机场新免税协议测算 | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|
| 2018年预计免税销售额（亿元） | 85 | | |
| 原提成率 | 26% | | |
| 预计新协议提成率 | 35% | 40% | 45% |
| 原机场提成金额（亿元） | 22.1 | | |
| 预计新协议提成金额（亿元） | 29.8 | 34.0 | 38.3 |
| 提成收入增加（亿元） | 3.8 | 6.0 | 8.1 |
| 税率 | 20% | | |
| 净利润增加（亿元） | 3.06 | 4.76 | 6.46 |
| 2017年原计净利润（亿元） | 36.8 | | |
| 净利润敏感性 | 8.3% | 12.9% | 17.5% |

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 | 8,058 | 9,379 | 10,428 |
| 增长率 | | 9.3% | 10.6% | 15.9% | 16.4% | 11.2% |
| 主营业务成本 | -3,234 | -3,398 | -3,814 | -4,082 | -4,446 | -4,794 |
| %销售收入 | 56.2% | 54.1% | 54.9% | 50.7% | 47.4% | 46.0% |
| 毛利 | 2,517 | 2,888 | 3,137 | 3,976 | 4,933 | 5,633 |
| %销售收入 | 43.8% | 45.9% | 45.1% | 49.3% | 52.6% | 54.0% |
| 营业税金及附加 | -124 | -133 | -60 | -24 | -28 | -31 |
| %销售收入 | 2.2% | 2.1% | 0.9% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业费用 | -15 | -12 | -13 | -16 | -19 | -21 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 管理费用 | -252 | -211 | -224 | -258 | -300 | -334 |
| %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 | 3,678 | 4,586 | 5,248 |
| %销售收入 | 37.0% | 40.3% | 40.9% | 45.6% | 48.9% | 50.3% |
| 财务费用 | 88 | 185 | 147 | 119 | 112 | 120 |
| %销售收入 | -1.5% | -2.9% | -2.1% | -1.5% | -1.2% | -1.2% |
| 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% | 20.9% | 17.6% | 15.7% |
| 营业利润 | 2,806 | 3,325 | 3,717 | 4,794 | 5,697 | 6,367 |
| 营业利润率 | 48.8% | 52.9% | 53.5% | 59.5% | 60.7% | 61.1% |
| 营业外收支 | 0 | 56 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 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)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 2,250 | 2,684 | 2,966 | 3,835 | 4,558 | 5,094 |
| 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 | -136 | -3 | 16 |
| 经营活动现金净流 | 2,978 | 3,205 | 2,571 | 3,491 | 4,354 | 4,917 |
| 资本开支 | -450 | -911 | -2,584 | -3,103 | -6,108 | -3,109 |
| 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 | -2,104 | -5,108 | -2,109 |
| 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 | -1,140 | -1,349 | -1,503 |
| 筹资活动现金净流 | -802 | -927 | -1,161 | -3,639 | -1,349 | -1,503 |
| 现金净流量 | 2,281 | 1,451 | -451 | -2,253 | -2,102 | 1,306 |

来源：公司年报、国金证券研究所

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 | 7,714 | 5,611 | 6,917 |
| 应收账款 | 874 | 901 | 1,039 | 1,333 | 1,552 | 1,725 |
| 存货 | 19 | 20 | 20 | 22 | 24 | 26 |
| 其他流动资产 | 127 | 300 | 198 | 209 | 210 | 211 |
| 流动资产 | 9,981 | 11,634 | 11,224 | 9,278 | 7,397 | 8,879 |
| %总资产 | 43.4% | 45.4% | 41.7% | 34.0% | 24.1% | 25.7% |
| 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 | 15,307 | 20,613 | 22,912 |
| %总资产 | 46.3% | 44.1% | 48.2% | 56.0% | 67.1% | 66.4% |
| 无形资产 | 345 | 343 | 350 | 353 | 356 | 359 |
| 非流动资产 | 13,034 | 14,006 | 15,719 | 18,033 | 23,341 | 25,643 |
| %总资产 | 56.6% | 54.6% | 58.3% | 66.0% | 75.9% | 74.3% |
| 资产总计 | 23,015 | 25,639 | 26,944 | 27,311 | 30,739 | 34,522 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 2,498 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 797 | 1,337 | 823 | 916 | 1,002 | 1,083 |
| 其他流动负债 | 895 | 1,102 | 997 | 1,053 | 1,186 | 1,297 |
| 流动负债 | 1,691 | 2,439 | 4,317 | 1,970 | 2,188 | 2,380 |
| 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 | 1,970 | 2,188 | 2,380 |
| 普通股股东权益 | 18,463 | 20,320 | 22,297 | 24,854 | 27,893 | 31,304 |
| 少数股东权益 | 363 | 378 | 327 | 487 | 657 | 837 |
| 负债股东权益合计 | 23,015 | 25,639 | 26,944 | 27,311 | 30,739 | 34,522 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.087 | 1.314 | 1.456 | 1.907 | 2.277 | 2.550 |
| 每股净资产 | 9.581 | 10.545 | 11.571 | 12.898 | 14.475 | 16.246 |
| 每股经营现金净流 | 1.546 | 1.663 | 1.334 | 1.812 | 2.260 | 2.552 |
| 每股股利 | 0.350 | 0.430 | 0.440 | 0.580 | 0.700 | 0.780 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 11.35% | 12.46% | 12.58% | 14.79% | 15.73% | 15.70% |
| 总资产收益率 | 9.11% | 9.87% | 10.41% | 13.46% | 14.28% | 14.23% |
| 投入资本收益率 | 7.99% | 8.66% | 9.02% | 11.61% | 12.85% | 13.06% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 10.27% | 9.29% | 10.60% | 15.92% | 16.39% | 11.18% |
| EBIT增长率 | 7.94% | 19.09% | 12.23% | 29.45% | 24.69% | 14.43% |
| 净利润增长率 | 11.89% | 20.80% | 10.83% | 30.99% | 19.40% | 11.99% |
| 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% |

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 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 7 | 8 | 11 | 15 | 40 |
| | 1 | 3 | 6 | 9 | 20 |
| | 0 | 1 | 2 | 2 | 4 |
| | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| | 1.13 | 1.42 | 1.76 | 1.68 | 1.52 |

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。

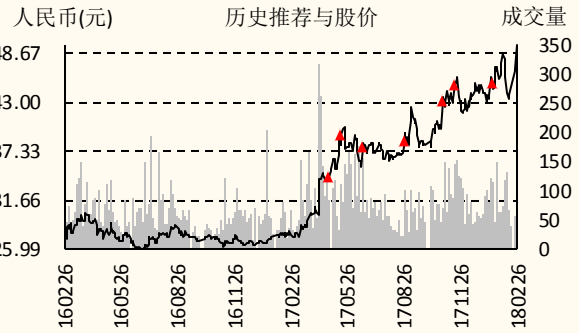
最终评分与平均投资建议对照：

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 | 2017-04-28 | 买入 | 33.84 | N/A |
| 2 | 2017-05-19 | 买入 | 38.16 | 48.00~48.00 |
| 3 | 2017-06-22 | 买入 | 37.69 | N/A |
| 4 | 2017-08-28 | 买入 | 37.22 | N/A |
| 5 | 2017-10-30 | 买入 | 39.89 | N/A |
| 6 | 2017-11-17 | 买入 | 43.50 | N/A |
| 7 | 2018-01-17 | 买入 | 45.96 | N/A |
| 8 | 2018-02-25 | 买入 | 46.86 | 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