

上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

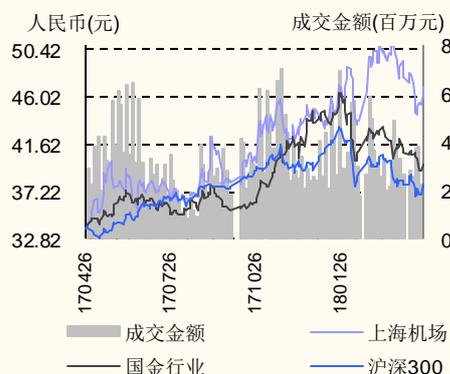
公司点评

市场价格 (人民币): 46.96 元

盈利能力提升, 枢纽机场长期配置价值显著

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)	90,489.97
年内股价最高最低(元)	50.83/33.84
沪深 300 指数	3828.70
上证指数	3117.97



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.456	1.912	2.323	2.611	2.976
每股净资产(元)	11.57	13.04	14.67	16.50	18.62
每股经营性现金流(元)	1.33	2.13	2.26	2.45	3.18
市盈率(倍)	18.21	23.55	20.23	18.00	15.80
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	10.83%	31.29%	21.51%	12.39%	13.98%
净资产收益率(%)	12.58%	14.66%	15.84%	15.83%	15.98%
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

业绩简评

■ 公司 2018Q1 营业收入 22.8 亿元, 同增 20.4%; 归母净利润 10.2 亿元, 同增 28.6%, 基本每股收益 0.53 元。

经营分析

- **流量低增长不妨碍营收提速:** 2018Q1 上海机场处罚继续, 流量增速依然处于低位, 起降架次同增 2.7% (前值 3.4%), 旅客吞吐量同增 5.5% (前值 7.6%), 其中国际线增速成为亮点, 起降架次同增 7.7% (国内-0.8%), 旅客吞吐量同增 9.9% (国内 1.6%)。不过公司营收依然高速增长, 或是由于 1) 2017 年 4 月内航内线提价; 2) 非航商业营收维持高增速。
- **成本控制得当, 盈利能力提升:** 公司 2018Q1 营业成本 11.2 亿元, 同增 8.6%, 增速明显低于营收增速, 主要由于非航商业毛利较高, 并且内航内线提价以及国际线旅客增速提升, 都利好公司盈利能力。2018Q1 公司毛利率 50.7%, 历史单季第三高, 同增 5.3pct, 净利率 28.6%, 同增 5.1pct。
- **航班正常率好转, 期待流量增速回暖:** 115 号文出台以后, 浦东机场航班放行正常率提升明显, 2018Q1 达到 85.2%, 2017Q3 和 2017Q4 分别为 59.5% 和 85.8%。正常率好转预计将取消对浦东的处罚, 并且利好旅客出行需求提升, 从而使得公司流量增速回暖。另外, 卫星厅预计将于 2019 年底建成投产, 届时航站楼产能扩大, 或将获得时刻增长。
- **商业租赁看点依旧:** 商业租赁成为业绩增长主要动力, 伴随居民消费升级, 枢纽机场国际线占比高, 旅客消费意愿更强。卫星厅面积接近 T1/T2 总和, 且无安检和值机区域, 商业面积更大, 有助于大幅增厚商业租赁收入。另外公司免税协议到期, 国旅收购日上上海, 免税新协议签订即将落地。新协议扣点率若提高至 40%, 按照受益半年计算, 预计贡献业绩增量约 5 亿元, 对应 2017 年净利润为 13% (图 4)。

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。并且内生增长稳定, 产能扩张后, 资本开支减少, 现金充足, 安全边际显著, 战略资产适合长期价值配置。预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 2.32/2.61/2.98 元, 对应 PE 分别为 20/18/16 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。

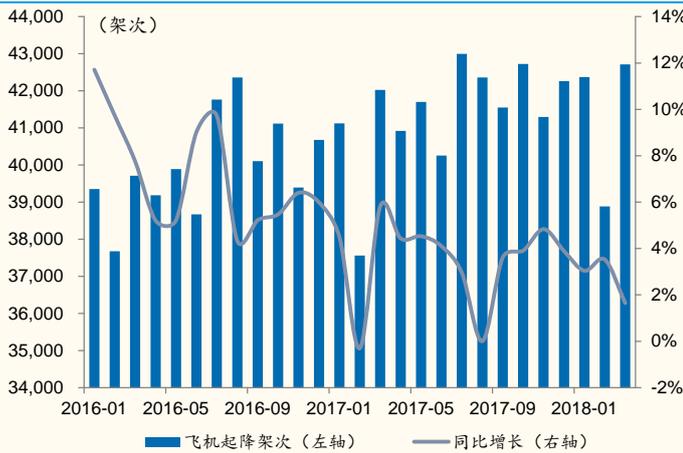
相关报告

1. 《流量回暖需等待, 商业是主要看点-上海机场公司点评》, 2018.3.24
2. 《国旅收购日上上海, 免税新协议有望落地-上海机场公司点评》, 2018.2.26
3. 《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
4. 《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
5. 《商业成长逻辑不惧流量低速-上海机场公司点评》, 2017.11.17

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

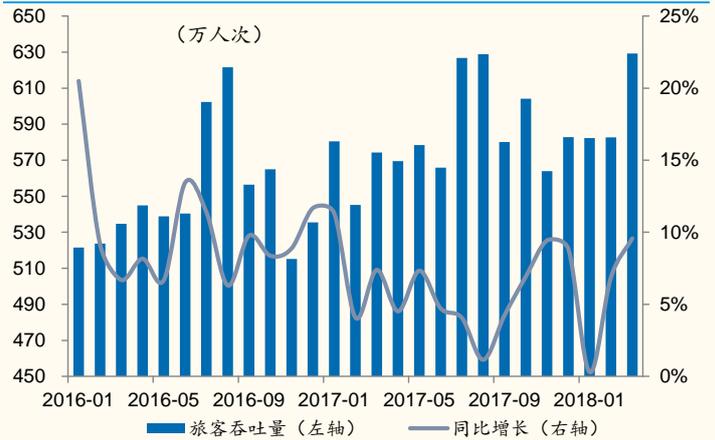
黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

图表 1: 上海机场飞机起降架次及其增速



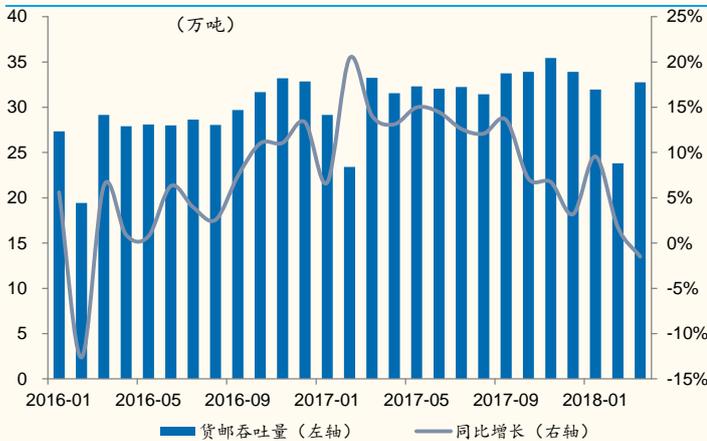
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 上海机场旅客吞吐量及其增速



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及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 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年归母净利润 (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)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	6,285	6,951	8,062	9,452	10,457	12,178
增长率		10.6%	16.0%	17.2%	10.6%	16.5%
主营业务成本	-3,398	-3,814	-4,046	-4,432	-4,819	-5,737
%销售收入	54.1%	54.9%	50.2%	46.9%	46.1%	47.1%
毛利	2,888	3,137	4,016	5,020	5,638	6,441
%销售收入	45.9%	45.1%	49.8%	53.1%	53.9%	52.9%
营业税金及附加	-133	-60	-21	-28	-31	-37
%销售收入	2.1%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-12	-13	-7	-9	-10	-12
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-211	-224	-240	-284	-314	-365
%销售收入	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,531	2,841	3,748	4,699	5,282	6,027
%销售收入	40.3%	40.9%	46.5%	49.7%	50.5%	49.5%
财务费用	185	147	121	124	144	191
%销售收入	-2.9%	-2.1%	-1.5%	-1.3%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	0	0	-1	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	608	730	973	1,000	1,100	1,200
%税前利润	18.0%	19.6%	20.1%	17.2%	16.9%	16.2%
营业利润	3,325	3,717	4,842	5,820	6,526	7,417
营业利润率	52.9%	53.5%	60.1%	61.6%	62.4%	60.9%
营业外收支	56	0	0	0	0	0
税前利润	3,380	3,718	4,842	5,820	6,526	7,417
利润率	53.8%	53.5%	60.1%	61.6%	62.4%	60.9%
所得税	-696	-752	-984	-1,164	-1,305	-1,483
所得税率	20.6%	20.2%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,684	2,966	3,857	4,656	5,221	5,934
少数股东损益	153	160	174	180	190	200
归属于母公司的净利润	2,531	2,806	3,683	4,476	5,031	5,734
净利率	40.3%	40.4%	45.7%	47.4%	48.1%	47.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,684	2,966	3,857	4,656	5,221	5,934
非现金支出	785	828	834	828	836	1,290
非经营收益	-374	-597	-883	-1,001	-1,100	-1,200
营运资金变动	109	-625	303	-121	-237	112
经营活动现金净流	3,205	2,571	4,110	4,363	4,719	6,135
资本开支	-911	-2,584	-2,291	-3,113	-2,108	-1,009
投资	-502	88	-110	-1	0	0
其他	587	634	711	1,000	1,100	1,200
投资活动现金净流	-826	-1,861	-1,690	-2,114	-1,008	191
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	-2,500	-9	0	0
其他	-927	-1,161	-1,126	-1,375	-1,503	-1,638
筹资活动现金净流	-927	-1,161	-3,626	-1,384	-1,503	-1,638
现金净流量	1,451	-451	-1,206	865	2,208	4,688

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	10,414	9,966	8,764	9,629	11,838	16,526
应收款项	901	1,039	1,200	1,305	1,730	2,014
存货	20	20	19	24	26	31
其他流动资产	300	198	97	136	140	147
流动资产	11,634	11,224	10,080	11,095	13,733	18,719
%总资产	45.4%	41.7%	36.6%	36.0%	39.5%	47.4%
长期投资	2,342	2,364	2,739	2,740	2,739	2,739
固定资产	11,310	12,990	14,369	16,651	17,923	17,639
%总资产	44.1%	48.2%	52.2%	54.0%	51.6%	44.7%
无形资产	343	350	353	356	359	362
非流动资产	14,006	15,719	17,468	19,755	21,029	20,748
%总资产	54.6%	58.3%	63.4%	64.0%	60.5%	52.6%
资产总计	25,639	26,944	27,547	30,851	34,762	39,467
短期借款	0	2,498	0	0	0	0
应付款项	1,337	823	875	914	995	1,182
其他流动负债	1,102	997	1,183	1,149	1,262	1,483
流动负债	2,439	4,317	2,058	2,063	2,257	2,666
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,503	2	9	0	0	0
负债	4,942	4,319	2,067	2,063	2,257	2,666
普通股股东权益	20,320	22,297	25,132	28,259	31,787	35,883
少数股东权益	378	327	349	529	719	919
负债股东权益合计	25,639	26,944	27,547	30,851	34,762	39,467

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.314	1.456	1.912	2.323	2.611	2.976
每股净资产	10.545	11.571	13.042	14.665	16.496	18.621
每股经营现金净流	1.663	1.334	2.133	2.264	2.449	3.184
每股股利	0.430	0.440	0.580	0.700	0.780	0.850
回报率						
净资产收益率	12.46%	12.58%	14.66%	15.84%	15.83%	15.98%
总资产收益率	9.87%	10.41%	13.37%	14.51%	14.47%	14.53%
投入资本收益率	8.66%	9.02%	11.72%	13.06%	13.00%	13.10%
增长率						
主营业务收入增长率	9.29%	10.60%	15.98%	17.23%	10.64%	16.45%
EBIT增长率	19.09%	12.23%	31.94%	25.36%	12.42%	14.10%
净利润增长率	20.80%	10.83%	31.29%	21.51%	12.39%	13.98%
总资产增长率	11.40%	5.09%	2.24%	11.99%	12.68%	13.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.9	50.4	50.2	50.0	60.0	60.0
存货周转天数	2.1	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0
应付账款周转天数	16.4	12.9	19.7	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	610.7	512.8	410.1	322.0	265.6	489.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.25%	-33.01%	-34.39%	-33.45%	-36.42%	-44.91%
EBIT利息保障倍数	-13.7	-19.4	-30.9	-38.0	-36.6	-31.6
资产负债率	19.27%	16.03%	7.50%	6.69%	6.49%	6.75%

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
买入	0	5	17	20	36
增持	2	6	7	9	23
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	2
评分	2.00	1.55	1.29	1.37	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	2017-06-22	买入	37.69	N/A
2	2017-08-28	买入	37.22	N/A
3	2017-10-30	买入	39.89	N/A
4	2017-11-17	买入	43.50	N/A
5	2018-01-17	买入	45.96	N/A
6	2018-02-25	买入	46.86	N/A
7	2018-02-26	买入	49.69	N/A
8	2018-03-24	买入	50.78	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