

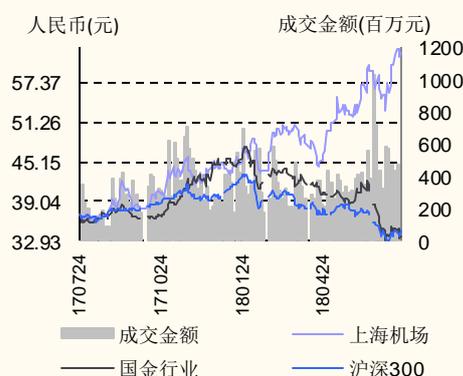
上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 61.83 元
 目标价格 (人民币): 76.50-76.50 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) 119,143.84
 年内股价最高最低 (元) 62.76/35.84
 沪深 300 指数 3492.89
 上证指数 2829.27



相关报告

1. 《盈利能力提升, 枢纽机场长期配置价值显著-上海机场公司点评》, 2018.4.27
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

商业变现能力再上一台阶, 中期价值显著

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	2.270	3.012	3.201
每股净资产 (元)	11.57	13.04	14.61	16.85	19.20
每股经营性现金流 (元)	1.33	2.13	2.10	2.97	3.70
市盈率 (倍)	18.21	23.55	27.24	20.52	19.32
净利润增长率 (%)	10.83%	31.29%	18.76%	32.70%	6.25%
净资产收益率 (%)	12.58%	14.66%	15.54%	17.88%	16.67%
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

投资逻辑

- 上海机场免税新协议落地, 我们测算 2019 年上海机场免税业绩增量为 17.0 亿, 新协议共将提供净利润增量 192.5 亿: 我国主要枢纽机场进入流量变现阶段, 商业租赁收入高速增长。其中又以免税租赁收入为主要来源, 上海机场免税新协议保底销售提成总额为 410 亿, 提成率提高至 42.5%。2022 年前, T1 航站楼尚未包含至新协议中, 保底销售额预计高于实际销售额, 新协议条款略超预期。新合同期内上海机场预计实际提成收入为 526.2 亿, 将大幅增厚公司业绩, 上海机场商业变现能力更上一台阶。
- 起降架次增速短期不会有较大幅度回升, 旅客吞吐量增速稍有回暖, 国际线成为亮点: 5 月上海机场时刻处罚取消, 但由于空域和空管保障资源等因素限制, 客运加班、包机数量较少, 上海机场起降架次增速依然维持低位, 5 月/6 月, 分别同增仅 2.4%/3.7%。同时上海机场航空需求旺盛, 客座率提高, 并且宽体机占比提升 1.5pct, 旅客吞吐量增速与飞机起降架次增速出现剪刀差。另外上海机场定位国际复合枢纽, 积极完善国际航线网络, 依靠国际航线更高的收费标准, 航空业务收入仍将保持稳步增长态势。
- 投资收益是上海机场利润重要来源, 仍会稳定贡献业绩: 德高动量受益经营规模不断扩大, 将逐步打开业绩增长空间, 我们测算卫星厅投产, 德高动量将增厚公司投资收益约 1.7 亿。浦东航空油料受益油价稳步上涨和机场业务量提升, 录得快速的净利润增长和更高的净利率。我们认为由于采购原油与实际销售时的时间差, 油价上涨时, 采取市场调节价的外线航班航油销售差价提高, 是油料公司利润近年快速提高的主要原因, 预计将继续提供稳定的投资收益。

投资建议

- 上海机场 2017 年以来股价表现良好, 上涨幅度已超过 130%, 估值水平不断提升, 目前对应 2018 年 PE 估值已达 27 倍。不过我们认为上海机场中期仍然具有成长空间, 投资价值显著。中期旅客吞吐量将达到 1 亿人次, 同时免税业务持续高速增长, 净利润有望达到 80 亿。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 2.27/3.01/3.20 元, 对应 PE 为 27/21/19。通过 DCF 和 PE 估值, 给予目标价 76.5 元, 对应目前股价超过 20% 空间, 维持“买入”评级。

风险

- 新建卫星厅成本增量超预期, 免税新协议低于预期, 突发性事件影响。

内容目录

起降架次增速维持低位，国际线成为亮点	3
免税新协议增量测算	5
投资收益稳定贡献业绩	7
国际枢纽垄断机场，中期投资价值依然显著	10
盈利预测	11
DCF 估值	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：上海机场飞机起降架次增速维持低位	3
图表 2：旅客吞吐量增速回暖	4
图表 3：旅客吞吐量与飞机起降架次增速差值扩大	4
图表 4：上海机场飞机起降架次国际线增速高于国内线	4
图表 5：上海机场旅客吞吐量国际线增速高于国内线	4
图表 6：日韩泰出境人次回暖明显	5
图表 7：浦东 T2 航站楼免税营收约占日上上海 53%	6
图表 8：新协议合同期内每年实际提成收入计算	6
图表 9：浦东 2019 年航站楼免税增量弹性测算	7
图表 10：8 年免税业务将提供净利润增量共 192.5 亿	7
图表 11：投资收益占比利润总额稳定	8
图表 12：上海机场投资收益各项占比	8
图表 13：上海德高动量股权示意图	8
图表 14：德高动量净利润及其增速	9
图表 15：德高动量净利润率稳步提高	9
图表 16：上海浦东国际机场航空油料公司股权示意图	9
图表 17：油料公司净利润及其增速	10
图表 18：油料公司净利率与国际油价增幅相关性较高	10
图表 19：上海机场与国际枢纽机场 PE 估值相比较低	11
图表 20：上海机场 PE Band	11
图表 21：DCF 估值参数	12
图表 22：DCF 估值计算过程	12

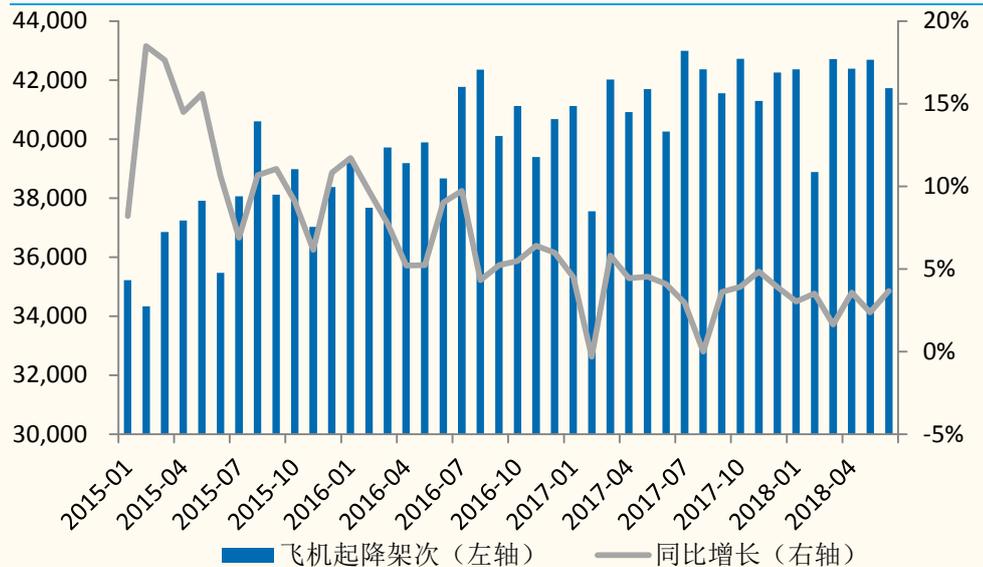
起降架次增速维持低位，国际线成为亮点

- 5月上海机场时刻处罚取消，民航局恢复受理航空公司在浦东机场的客运加班、包机和新增航线航班申请。不过由于空域和空管保障资源等因素限制，客运加班、包机数量较少，上海机场起降架次增速依然维持低位。

2018年5月/6月，上海机场飞机起降架次4.27万/4.17万次，分别同比增加2.4%/3.7%，增速在取消处罚后依旧较低。

预计7月航空旺季民航局将批复部分加班、包机申请，起降架次增速或稍有回暖。但作为时刻总量控制的第一个暑运旺季，预计民航局对于加班批复较为谨慎，计划航班量或已接近航空管制能力上限，上海机场整体起降架次增速短期不会有较大幅度回升。

图表 1：上海机场飞机起降架次增速维持低位



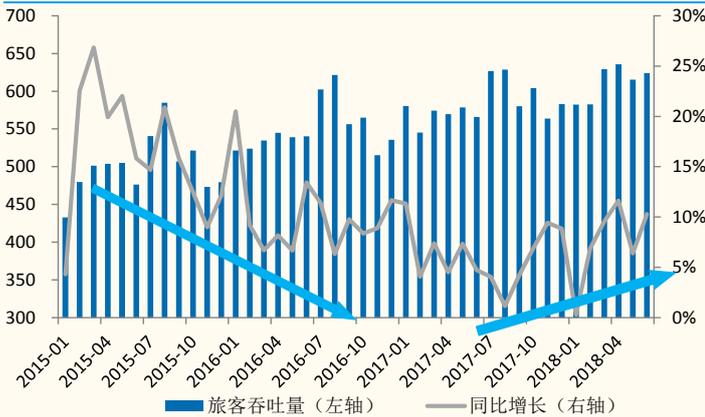
来源：公司公告，国金证券研究所

- 虽然上海机场飞机起降架次增速维持低位，但旅客吞吐量增速稍有回暖。2018年1~6月上海机场累计旅客吞吐量3669万人次，同比增长7.5%，2017年同期增速为6.5%。

并且我们发现旅客吞吐量增速与飞机起降架次增速出现剪刀差，2018年1~6月累计上海机场起降架次25.08万次，同比增长3.0%，与同期累计旅客吞吐量相差4.5pct，而2017年同期差值仅为2.6pct。

我们认为，上海机场旅客吞吐量增速与飞机起降架次增速差值扩大的原因，首先在于航空需求旺盛，客座率提高。比如以上海机场为基地的东方航空，市占率达到40%，2018年年初至今客座率同比提高1.1pct。另外，时刻紧张，航空公司更多将宽体机运力投放至上海机场，宽体机占比提升拉高了旅客吞吐量增速。按照夏秋航季航班计划表，2018年上海机场宽体机航班量占比24.8%，相比2017年同期提升1.5pct。

图表 2：旅客吞吐量增速回暖



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：旅客吞吐量与飞机起降架次增速差值扩大



来源：公司公告，国金证券研究所

- 分地区看，2017 年 H2 开始，上海机场将更多的时刻用于国际航线。2018 年 1~6 月累计上海机场起降架次国内线同增 0.2%，国际线和地区线分别同增 7.1%和 4.2%，国际线和地区线增速明显较高，成为上海机场近期流量增长亮点。

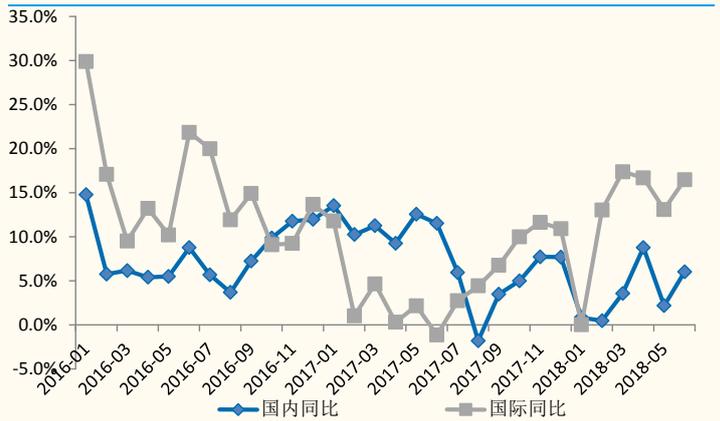
旅客吞吐量同样表现出国际线增速较快的特点。2018 年 1~6 月累计上海机场旅客吞吐量国内线同增 3.7%，国际线和地区线分别同增 12.6%和 6.3%。

图表 4：上海机场飞机起降架次国际线增速高于国内线



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：上海机场旅客吞吐量国际线增速高于国内线



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为上海机场近期国际线增速较快与其国际枢纽的定位与发展战略有关，航空公司与机场积极协调，加密重要欧美航线，完善国际航线网络。

同时，日韩泰等地旅游回暖，出境游航空需求为上海机场国际线高速增长带来支撑。按照夏秋航季航班计划表，上海机场日韩泰航班量约占国际线 40%。2017 年下半年，由于政治等抑制因素消除，日韩泰航线需求反弹明显。2018 年 1~5 月累计日韩泰出境游人次 965 万，同比增长 17.9%，2017 年同期同比下降 11.7%。

在目前时刻紧张的大背景下，加强国际航线的建设，依靠国际航线更高的收费标准，将缓解部分流量低位带来的影响，另外旅客吞吐量相对增速回暖，航空业务收入仍将保持稳步增长态势。

图表 6：日韩泰出境人次回暖明显



来源：公司公告，国金证券研究所

免税新协议增量测算

- 我国主要枢纽机场进入流量变现阶段，候机楼商业成为最主要变现渠道，非航收入尤其是商业租赁收入高速增长。2017 年上海机场商业租赁收入 29.9 亿，同比增长 42.8%。

商业租赁收入中，又以免税店租赁收入为主要来源，预计上海机场免税收入占商业租赁收入已超过 85%。2017 年 3 月，白云机场进境免税店开标，免税提成比例大幅超预期，我国枢纽机场免税业务开始迈上新台阶。2018 年 3 月 31 日，浦东机场 T2 航站楼原免税协议到期，新免税店项目中选通知书已于 7 月 19 日下发，新协议签订后扣点率大幅提高，增厚公司业绩，商业变现能力将更上一台阶。

对于新协议所能带来的业绩增量，市场非常关注。我们希望通过现有公开的协议条款以及一定的假设，给予新协议业绩增量的定量预测。

- 上海机场免税新协议中选通知书已正式发向日上免税行（上海）有限公司。新协议规定，2019 年 1 月 1 日始至 2025 年 12 月 31 日合同期内保底销售提成总额为 410 亿，其中 T2 航站楼 2019 年起采用 42.5%提成率，T1 航站楼 2022 年起采用 42.5%提成率，卫星厅自启用日起采用 42.5%提成率。

为计算新协议增量，需先分拆日上上海在 T1、T2 和虹桥的免税销售额。

根据中国国旅收购日上上海公告，2017 年前三季度日上上海（主营上海浦东 T1/T2 航站楼、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 2017 年全年日上上海免税销售额为约 63.4/0.8=79 亿元。

并且公告中对于未来免税销售额做了预测，2018 年-2021 年日上上海营业收入为 51.32 亿、43.47 亿、52.37 亿、63.20 亿。由于虹桥和浦东 T2 航站楼原协议 2018 年 3 月 31 日到期，之后只包含 T1 航站楼营业收入，所以该预测中 2019 年营业收入略有下降，而 2020 年和 2021 年营业收入均约以 20%的增速增长。按此增速推算，2018-2021 年日上上海包含 T2 和虹桥的营业收入为 95/114/137/164 亿。

我们还需要测算出浦东 T1/T2 航站楼和虹桥的免税营业收入占比。如果我们以 20%的假设倒推 2017 年营业收入，则 2017 年 T1 航站楼免税营业收入为 $43.5 / (1+20\%)^2 = 30.2$ 亿，T2+虹桥 2017 年免税营业收入为 79-

计免税销售额计算为 16.5 亿，可贡献业绩增量 $(16.5-11.3) * 80\% = 4.2$ 亿。
所以 2019 年上海机场免税业绩增量为 17.0 亿。

图表 9：浦东 2019 年航站楼免税增量弹性测算

	T1	T2	合计
2019年预计免税销售额（亿元）	43.5	60.3	103.8
原提成率	26%	26%	26%
预计新协议提成率	38%	43%	-
原机场提成金额（亿元）	11.3	15.7	27.0
预计新协议提成金额（亿元）	16.5	31.7	48.3
提成收入增加（亿元）	5.2	16.1	21.3
税率	20%	20%	20%
净利润增加（亿元）	4.2	12.9	17.0
2017年归母净利润（亿元）	36.8	36.8	36.8
净利润敏感性	11.3%	34.9%	46.2%

来源：公司公告，国金证券研究所（注：T2 预计新协议提成金额按照保底提成额计算）

- 按照公告条款，我们分析上海机场免税增量分为三段。1. 2018 年，T1 议标合同；2. 2019 年-2021 年，T1 议标合同+T2 新合同；3. 2022 年-2025 年，T1+T2 新合同。若与原合同 26%的扣点率相比，8 年免税将提供净利润增量共 192.5 亿。

计算过程：议标合同 T1 提成收入增量为阶段 1 和阶段 2 的 T1 预计销售额乘以扣点率提升 $38\%-26\%=12\%$ ；T2 原提成收入（阶段 2）为 T2 预计销售额（见图 8）*26%；新合同提成收入增量，阶段 2 为 T2 按照保底提成额减 T2 原提成收入计算，不包含 T1，阶段 3 为按照实际销售额乘以 $(42.5\%-26\%)=16.5\%$ 计算，包含 T1+T2；提成收入增量合计，阶段 1 为 T1 议标合同增量，阶段 2 为 T1 议标合同+T2 新合同增量，阶段三为 T1+T2 新合同增量；免税新协议净利润增量为提成收入增量合计乘以税率 80%。

图表 10：8 年免税业务将提供净利润增量共 192.5 亿

（亿元）	阶段1		阶段2				阶段3				合计
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025			
T1预计销售额	30.2	43.5	52.4	63.2	75.8	91.0	109.2	131.0	566.1		
新合同实际提成收入		31.7	38.1	45.7	76.5	91.8	110.2	132.2	526.2		
议标合同T1提成收入增量	3.6	5.2	6.3	7.6					22.7		
T2原提成收入		15.7	18.8	22.6					57.1		
新合同提成收入增量		16.1	19.3	23.1	29.7	35.6	42.8	51.3	217.9		
提成收入增量合计	3.6	21.3	25.6	30.7	29.7	35.6	42.8	51.3	240.6		
免税新协议净利润增量	2.9	17.0	20.5	24.6	23.8	28.5	34.2	41.1	192.5		

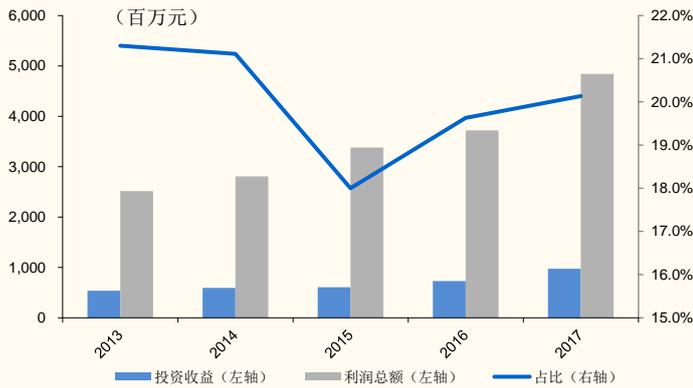
来源：公司公告，国金证券研究所

投资收益稳定贡献业绩

- 长期以来，投资收益是上海机场利润重要来源。2017 年上海机场投资收益 9.75 亿，同比增长 33.6%，占比利润总额 20.1%。

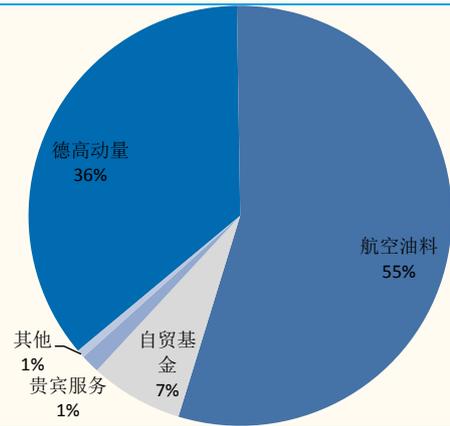
其中上海机场投资收益主要来源为德高动量广告公司和航空油料公司，分别贡献 3.5 亿和 5.4 亿，合计占比达到 91%。

图表 11：投资收益占比较利润总额稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：上海机场投资收益各项占比

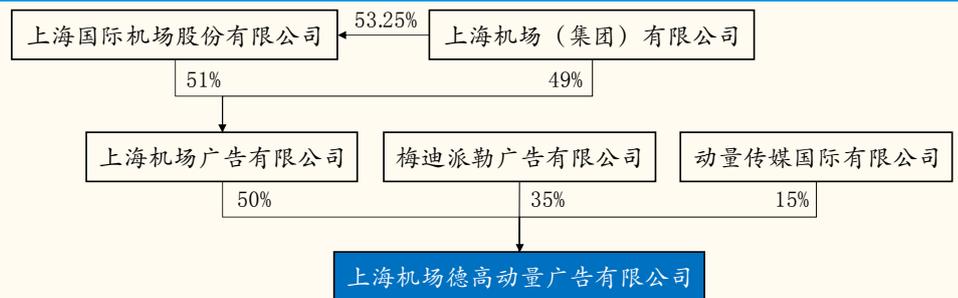


来源：公司公告，国金证券研究所

德高动量广告公司：受益经营规模不断扩大

- 上海机场通过机场广告公司间接持有德高动量 50% 股份。2005 年德高动量与上海机场、集团公司签署了 15 年的独家广告经营管理合约，拥有对上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场所有户内外媒体的独家发展经营权。

图表 13：上海德高动量股权示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 机场广告受众除乘机旅客外还包括接送机人员、机场及各驻场单位工作人员，调研数据显示，广告实际到达人群约为客流量的 1.59 倍。高消费力人群成为机场广告的主要受众，机场广告凭借其优异的媒体品质，为中高端品牌的发展提供强大助力。

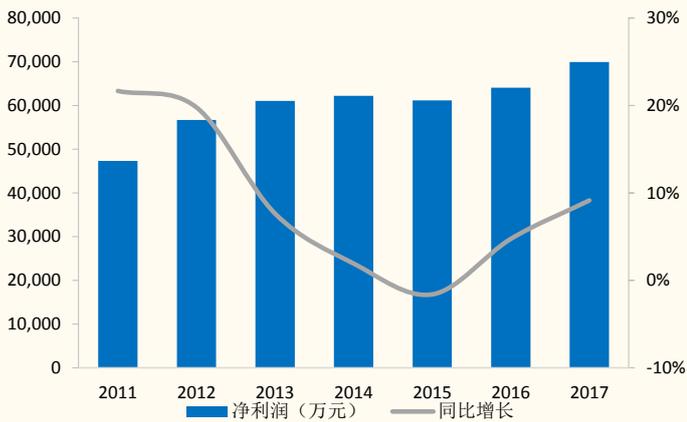
经营模式方面，上海机场广告业务通过引入民营资本，成立合资公司，与媒体合作经营的模式，加入民营资本在全国的广告营销网络，接受先进的管理理念，获得分红。上海机场与广告合资公司的合作模式中，合资公司每年缴纳广告阵地租赁费作为特许经营费用，其余部分按照股权比例分红。

2017 年，德高动量净利润 7.0 亿，同比增长 9.1%，2014-2015 年由于浦东 T1 航站楼改建施工，广告业务开展受限，随着 T1 航站楼改造完成投入使用，上海机场广告空间也得以释放。德高动量凭借上海两场广告业务的独家经营权和中高端定位，净利率稳步提升，2017 年达到 59.8%。

在立足上海两场的基础上，德高动量正将其媒体经营网络拓展至北京首都国际机场、成都双流国际机场、重庆江北国际机场和沈阳桃仙国际机场，随着广告业务布局全国，公司将逐步打开业绩增长空间。

目前，浦东机场和虹桥机场建筑面积合计 128 万平方米，在建卫星厅是浦东机场三期建设的主体工程之一，总建筑面积 62.2 万平方米，预计 2019 年竣工投运后将世界最大单体卫星厅。2017 年德高动量营业收入 11.7 亿，假设广告坪效相同，卫星厅建成后，将增厚营收 $11.7/128*62.2=5.7$ 亿元，按照 2017 年净利率，德高动量净利润将增厚 $5.7*59.8%=3.4$ 亿，则上海机场投资收益将提升 $3.4*50%=1.7$ 亿。

图表 14：德高动量净利润及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：德高动量净利润率稳步提高

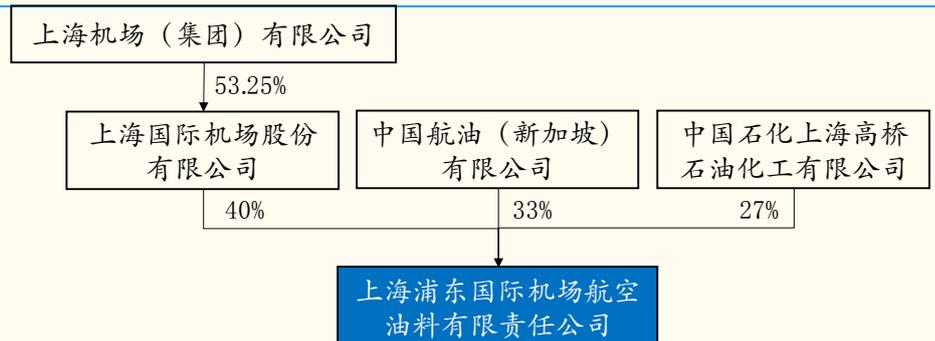


来源：公司公告，国金证券研究所

浦东航空油料公司：受益油价稳步上涨和机场业务量提升

- 上海浦东国际机场航空油料有限责任公司是上海机场重要的参股联营企业，直接持股 40%，主营浦东国际机场供油设施及相关项目，航空油料的购销、储运和加注服务，并提供相关产品的技术服务，是浦东机场唯一的航油供应商。

图表 16：上海浦东国际机场航空油料公司股权示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

我国航油资源分国内生产和进口两部分。由于国内航油资源无法满足市场需求，大部分航油在国际市场采购，生产和分配实行计划管理。海外采购部分由中航油（新加坡）统一申报、委托代理。中石油和中石化在国内油源领域中居垄断地位，两大集团按计划数量和政府指导价销售给中航油，由中航油负责全国机场航油资源的计划编报、统一配送和质量监督。目前油料公司约 80%航油来自进口。

销售价格方面，内航内线航班航空煤油销售价格包含航空煤油出厂价格和进销差价。2011 年 7 月，国家发改委明确航空煤油出厂价格逐步实行市场定价，出厂价格按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则，由供需双方协商确定，具体水平由进口到岸完税价和贴水两部分构成；并自 2015 年 3 月份起不再公布航空煤油进口到岸完税价格，改由中石油、中石化、中海油和中航油集团公司按现行原则办法自行计算、确认。进销差价实行政府指导价为主，由民航总局负责管理。

此外内航外线、内航地区及外航外线均实行市场调节价，由航空公司与供油公司协商确定。外线航班销售差价是构成丰厚利润的主要来源。

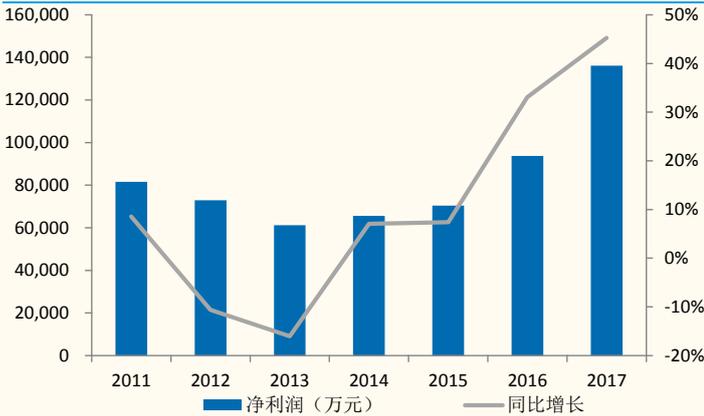
油料公司营收规模与国际油价相关性较高，在国际油价处于高位时，油料公司销售的航空煤油单价更高。2017 年，油料公司营业收入 180 亿，同增 31.7%。

另一方面，我们发现，在国际油价上涨的年份，公司净利润及净利润率较高。2017年，布伦特油价均值同比上涨21%，油料公司实现净利润13.6亿，同增45.3%，净利率达到历史新高的7.6%。

我们认为这是由于采购原油与实际销售时的时间差导致的。由于油价处于上升通道，油料公司采购原油价格要比实际销售价格低，而浦东机场国际线航班占比较高，销售价格实行市场调节价的比例较高，在实际销售国际线航空煤油时，将享受更高的进销差价，所以油料公司会录得快速的净利润增长和更高的净利率。

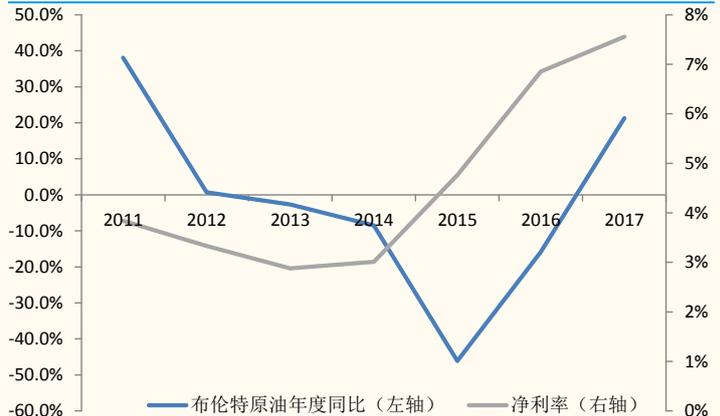
中期伴随浦东机场业务量的提升，航油销售将稳步增长，并且国际油价大幅下跌可能性较小，预计油料公司将继续提供稳定的投资收益。

图表 17：油料公司净利润及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：油料公司净利率与国际油价增幅相关性较高



来源：公司公告，国金证券研究所

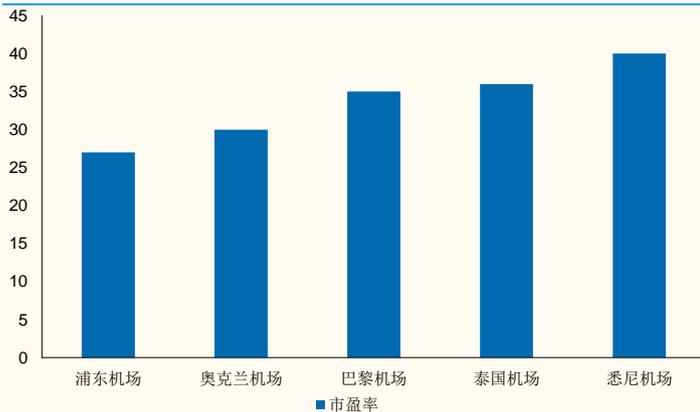
国际枢纽垄断机场，中期投资价值依然显著

- 2017年以来受到商业爆发以及市场风险偏好降低，上海机场凭借健康的现金流和稳定的业绩增长，股价表现良好，上涨幅度已超过130%，估值水平不断提升。目前对应2018年PE估值已达27倍左右，在国内上市机场领先行业，自1998年上市以来，公司PE均值约为25倍，不过与国际成熟机场相比，公司PE估值仍然具有提升空间。

而且我们认为上海机场中期仍然具有成长空间，投资价值显著。上海机场具有独特的资源优势（门户复合枢纽机场、国际线旅客占比高），并且经营模式最接近国际领先枢纽机场，成长性较高，与商业城类型机场接轨。免税新协议使得公司流量变现能力再上一个台阶，在国内机场中具有标杆作用，具有估值溢价，估值水平将逐步靠近国际成熟枢纽机场。

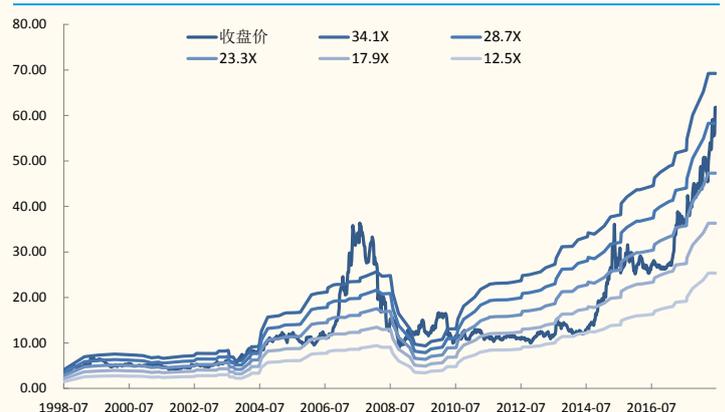
中期来看，上海机场卫星厅建成，第五跑道商用，旅客吞吐量将达到1亿人次，同时免税业务持续高增长，新协议提供营收增量为约35亿，新建卫星厅放量新增成本被消化后，净利润中期有望达到80亿，若保守给予PE估值25倍，市值将达到2000亿，对应目前约1200亿市值，仍有超过65%的空间。

图表 19: 上海机场与国际枢纽机场 PE 估值相比较低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 上海机场 PE Band



来源: Wind, 国金证券研究所

盈利预测

- **飞机起降架次:** 由于上海机场时刻紧张, 预计飞机起降架次增速较缓, 2020 年卫星厅投产后, 或有时刻增加。2018~2020 年飞机起降架次增速为 3%、3%、6%。
- **旅客吞吐量:** 受限于飞机起降架次增速放缓, 预计旅客吞吐量增速同样将维持低位, 不过由于航空公司可以通过改换大机型增加旅客, 并且航空需求旺盛提升航空公司客座率, 航空旅客吞吐量增速快于飞机起降架次增速。2018~2020 年旅客吞吐量增速为 6%、6%、9%。
- 浦东三期扩建工程总投资约 201 亿元, 由于 2020 年卫星厅投产使用, 2018-2019 年员工人数或将增加约 1500 人, 人工成本、折旧摊销和运营成本都会相应大幅提升, 产生一定的盈利压力。
- 受益于免税新协议和人均消费增加, 商业租赁收入将继续高速增长。新协议贡献的营收增量请详见图 10。
- 根据以上假设, 公司 2018-2020 年归母净利润 43.74 亿、58.04 亿、61.68 亿, 同比增长 18.8%、32.7%、6.25%, EPS 分别为 2.27 元、3.01 元、3.20 元, 对应 PE 分别为 27 倍、21 倍、19 倍。

DCF 估值

- 机场行业现金流可预测度较高, 且具有较强的持续经营能力, DCF 估值可以较为准确的预测机场公司的内在价值。根据以上假设, 我们对于上海机场进行了 DCF 估值。

计算过程中, 我们采用 10 年期国债近 1 年收益率平均值 3.70% 作为无风险收益率, 目标债务比例 15%, 计算得出 WACC 为 8.35%, 最终上海机场股票价值为 1388 亿, 当前总股本 19.3 亿股, 计算得出每股价值为 71.85 元, 存在至少 15% 的安全边际。

- 中短期来看, 未来一年公司业绩仍将受益于免税业务的爆发, 若保守给予 2019 年当前 PE 估值 27 倍, 对应股价为 81 元。PE 估值与 DCF 估值平均后, 我们给予上海机场目标价 76.5 元, 对于目前股价 61.83 元, 仍有超过 20% 上涨空间, 维持“买入”评级。

图表 21: DCF 估值参数

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.11	股本总额(百万股)	1,926.96
无风险利率	3.70%	股价	61.83
风险溢价	7.62%	股票市值	119,143.8
资产贴现率Ka	12.19%	债务总额	0.00
加权平均资本成本WACC		债务利率	4.30%
		实际税率	20.00%
D/(E+D)	15.00%	股票Beta	0.72
E/(E+D)	85.00%		
WACC	8.35%	股票贴现率Ke	9.21%

来源: 国金证券研究所

图表 22: DCF 估值计算过程

每股价值	71.85	TV增长率		2.0%								
企业值	138,801.57	WACC		8.35%								
股票价值	138,453.01	债务		0.00								
		投资		2,739.07								
		少数股东权益		348.56								
会计年度截止日: 12/31	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV	合计
FCF	-894.5	759.5	7,247.2	7,396.4	8,025.6	9,065.1	10,300.9	11,691.6	12,577.4	12,547.1	201,605.4	280,321.5
PV(FCF)	-825.6	647.0	5,697.8	5,367.0	5,374.9	5,603.3	5,876.6	6,156.1	6,112.2	5,627.7	90,425.5	136,062.5

来源: 国金证券研究所

风险提示

- **新建卫星厅成本增量超预期。**新建卫星厅投产后, 折旧、人工、运营成本增量有超预期可能, 对业绩造成压力。
- **免税新协议低于预期。**新协议尚未与中选方签订正式合同, 合同签订和合同条款尚存在不确定性。
- **突发性事件影响。**连续出现恶劣气候、大型疾病爆发、旅游目的地游客人数减少等突发性事件, 将显著拉低旅客航空出行需求, 使得公司流量出现断崖式下跌。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	6,285	6,951	8,062	9,144	11,614	13,302	货币资金	10,414	9,966	8,764	7,410	7,669	14,397
增长率		10.6%	16.0%	13.4%	27.0%	14.5%	应收账款	901	1,039	1,200	1,388	1,762	2,019
主营业务成本	-3,398	-3,814	-4,046	-4,321	-4,901	-6,189	存货	20	20	19	24	27	34
%销售收入	54.1%	54.9%	50.2%	47.3%	42.2%	46.5%	其他流动资产	300	198	97	136	140	151
毛利	2,888	3,137	4,016	4,823	6,713	7,114	流动资产	11,634	11,224	10,080	8,957	9,599	16,600
%销售收入	45.9%	45.1%	49.8%	52.7%	57.8%	53.5%	%总资产	45.4%	41.7%	36.6%	29.2%	26.9%	40.5%
营业税金及附加	-133	-60	-21	-27	-35	-40	长期投资	2,342	2,364	2,739	2,740	2,739	2,739
%销售收入	2.1%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	11,310	12,990	14,369	18,651	22,923	21,247
营业费用	-12	-13	-7	-9	-12	-13	%总资产	44.1%	48.2%	52.2%	60.7%	64.3%	51.9%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	343	350	353	356	359	362
管理费用	-211	-224	-240	-274	-348	-399	非流动资产	14,006	15,719	17,468	21,755	26,029	24,356
%销售收入	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	54.6%	58.3%	63.4%	70.8%	73.1%	59.5%
息税前利润 (EBIT)	2,531	2,841	3,748	4,512	6,318	6,661	资产总计	25,639	26,944	27,547	30,712	35,627	40,956
%销售收入	40.3%	40.9%	46.5%	49.3%	54.4%	50.1%	短期借款	0	2,498	0	0	0	0
财务费用	185	147	121	109	101	148	应付款项	1,337	823	875	890	1,017	1,277
%销售收入	-2.9%	-2.1%	-1.5%	-1.2%	-0.9%	-1.1%	其他流动负债	1,102	997	1,183	1,115	1,352	1,612
资产减值损失	0	0	-1	-3	-1	-1	流动负债	2,439	4,317	2,058	2,006	2,369	2,888
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	608	730	973	1,100	1,150	1,250	其他长期负债	2,503	2	9	0	0	0
%税前利润	18.0%	19.6%	20.1%	19.2%	15.2%	15.5%	负债	4,942	4,319	2,067	2,006	2,369	2,888
营业利润	3,325	3,717	4,842	5,718	7,568	8,059	普通股股东权益	20,320	22,297	25,132	28,158	32,460	36,989
营业利润率	52.9%	53.5%	60.1%	62.5%	65.2%	60.6%	少数股东权益	378	327	349	549	799	1,079
营业外收支	56	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	25,639	26,944	27,547	30,712	35,627	40,956
税前利润	3,380	3,718	4,842	5,718	7,569	8,059							
利润率	53.8%	53.5%	60.1%	62.5%	65.2%	60.6%	比率分析						
所得税	-696	-752	-984	-1,144	-1,514	-1,612		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	20.6%	20.2%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	每股指标						
净利润	2,684	2,966	3,857	4,574	6,055	6,448	每股收益	1.314	1.456	1.912	2.270	3.012	3.201
少数股东损益	153	160	174	200	250	280	每股净资产	10.545	11.571	13.042	14.613	16.845	19.196
归属于母公司的净利润	2,531	2,806	3,683	4,374	5,805	6,168	每股经营现金净流	1.663	1.334	2.133	2.098	2.968	3.698
净利率	40.3%	40.4%	45.7%	47.8%	50.0%	46.4%	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%	15.54%	17.88%	16.67%
							总资产收益率	9.87%	10.41%	13.37%	14.24%	16.29%	15.06%
							投入资本收益率	8.66%	9.02%	11.72%	12.57%	15.20%	14.00%
							增长率						
							主营业务收入增长率	9.29%	10.60%	15.98%	13.41%	27.02%	14.54%
							EBIT增长率	19.09%	12.23%	31.94%	20.37%	40.03%	5.44%
							净利润增长率	20.80%	10.83%	31.29%	18.76%	32.70%	6.25%
							总资产增长率	11.40%	5.09%	2.24%	11.49%	16.00%	14.96%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	50.9	50.4	50.2	55.0	55.0	55.0
							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	332.9	239.2	574.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-38.25%	-33.01%	-34.39%	-25.81%	-23.06%	-37.82%
							EBIT利息保障倍数	-13.7	-19.4	-30.9	-41.5	-62.3	-44.9
							资产负债率	19.27%	16.03%	7.50%	6.53%	6.65%	7.05%

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
买入	0	0	0	0	11
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.31

来源：贝格数据

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	2016-08-28	买入	28.46	N/A
2	2016-11-30	买入	27.52	N/A
3	2016-12-12	买入	26.58	34.00~35.00
4	2017-02-14	买入	27.91	34.00~35.00
5	2017-03-20	买入	28.46	34.00~35.00
6	2017-04-28	买入	33.84	N/A
7	2017-05-19	买入	38.16	48.00~48.00
8	2017-06-22	买入	37.69	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