

## 上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 56.58 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)	109,027.31
年内股价最高最低 (元)	62.76/36.81
沪深 300 指数	3276.73
上证指数	2705.19



## 相关报告

1. 《商业变现能力再上一台阶，中期价值显著-2018-07-22...》，2018.7.23
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

## 流量增速放缓，进入商业贡献业绩增量阶段

## 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	2.269	3.009	3.194
每股净资产 (元)	11.57	13.04	14.61	16.84	19.18
每股经营性现金流 (元)	1.33	2.13	2.10	2.96	3.69
市盈率 (倍)	18.21	23.55	24.94	18.80	17.72
净利润增长率 (%)	10.83%	31.29%	18.69%	32.63%	6.13%
净资产收益率 (%)	12.58%	14.66%	15.53%	17.87%	16.65%
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

- 公司公告 2018 年 7 月经营数据。

## 经营分析

- 旺季流量增速放缓，民航控制总量效果显著：2018 年 7 月，上海机场飞机起降架次总计 4.3 万架次 (0.4%)，国内、国际分别为 2.2 万架次 (-0.9%)、1.7 万架次 (1.9%)；旅客吞吐量总计 652.6 万人次 (4.1%)，国内、国际分别为 316.6 万人次 (3.0%)、278.2 万人次 (5.7%)。

7 月暑运旺季，上海机场流量增速低位继续放缓。虽然时刻处罚取消，但民航控制总量政策延续，空域和空管保障资源等因素限制，客运加班、包机控制严格；并且由于春节错期学生放假较晚与世界杯影响，暑运 7 月中旬启动，晚于往年。以上原因叠加，上海机场流量增速在 7 月下月明显。7 月起降架次增速相比 1-6 月累计增速下滑 2.6pct，旅客吞吐量增速下滑 3.4pct。

我们发现下游的基地航司供给同样在 7 月有明显放缓，东航、春秋、吉祥 7 月 ASK 分别同增仅 5.4%、9.0%、6.5%。民航控制总量政策在浦东机场最为严格，推动正常放行率已连续 9 个月超过 80%。预计上海机场短期内难有时刻放量，需等待 2019 年卫星厅投产，流量增速或将有所提升。

- 商业贡献业绩增量，商业变现能力不断提高：免税新协议我们测算 2019 年业绩增量为 17.0 亿，新协议共将提供净利润增量 192.5 亿。流量低速增长，商业成为主要业绩增量来源，运营模式向国际成熟机场靠拢。上海机场免税新协议保底提成总额为 410 亿，提成率提高至 42.5%，新合同期内上海机场预计实际提成收入为 526.2 亿，上海机场商业变现能力更上一台阶。
- 投资收益是上海机场利润重要来源，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；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。预计两家公司将继续提供稳定的投资收益。

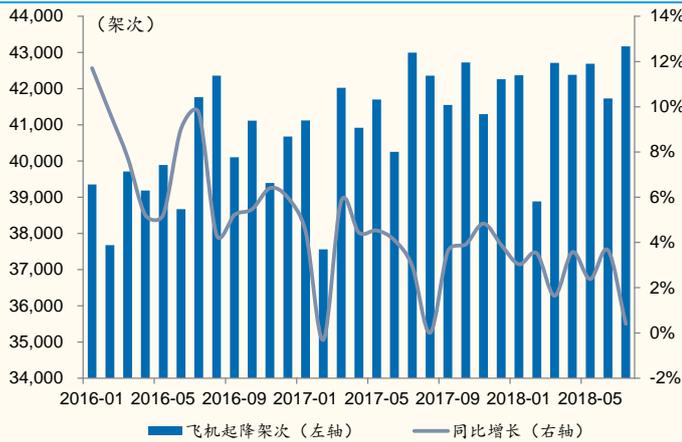
## 投资建议

- 上海机场 2017 年以来股价表现良好，估值水平不断提升。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增长，业绩增量主要由商业贡献，净利润有望达到 80 亿。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 2.27/3.01/3.19 元，对应 PE 为 25/19/18 倍，给予目标价 76.5 元，对应 2019 年 PE25 倍，对应目前股价超过 35% 空间，维持“买入”评级。

## 风险提示

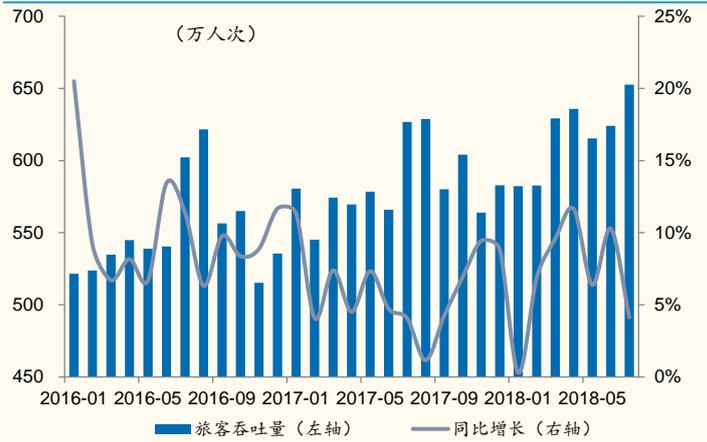
- 新建卫星厅成本增量超预期，免税新协议低于预期，突发性事件影响。

图表 1：上海机场飞机起降架次及其增速



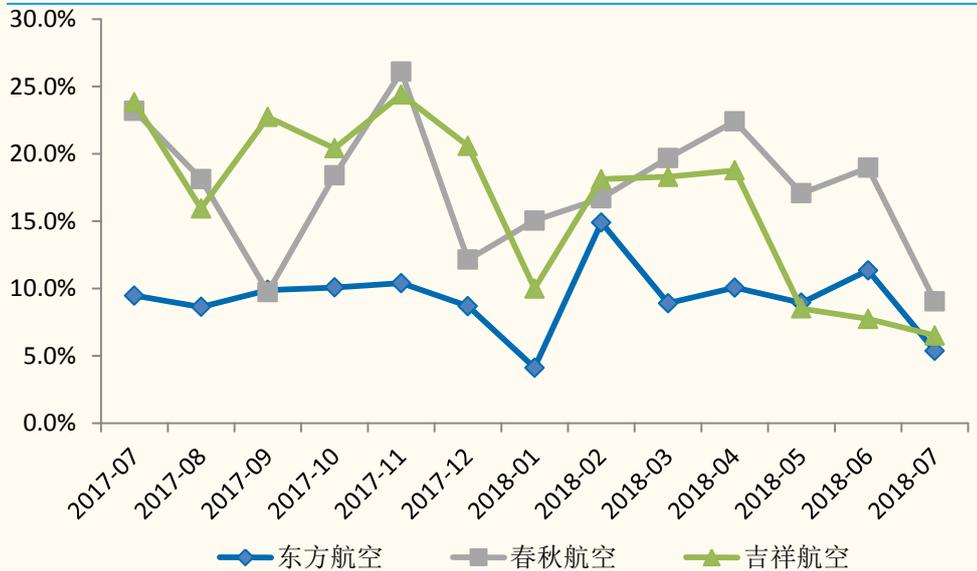
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：上海机场旅客吞吐量及其增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：上海机场基地航司 ASK 增速放缓



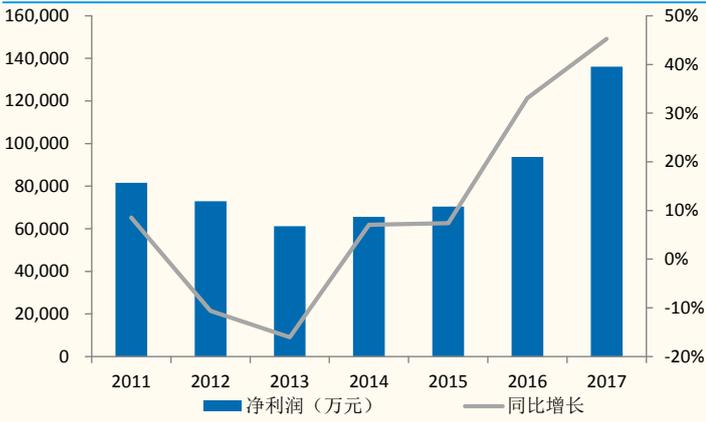
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 4：8 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

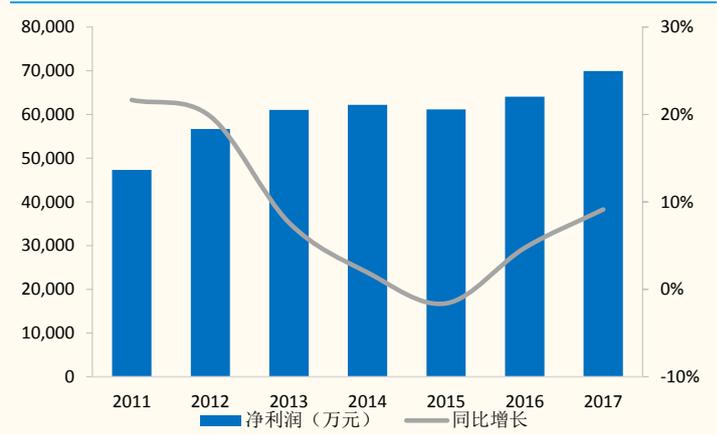
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：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 6：德高动量净利润及其增速



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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,285</b>	<b>6,951</b>	<b>8,062</b>	<b>9,144</b>	<b>11,614</b>	<b>13,302</b>
增长率		10.6%	16.0%	13.4%	27.0%	14.5%
主营业务成本	-3,398	-3,814	-4,046	-4,321	-4,901	-6,189
%销售收入	54.1%	54.9%	50.2%	47.3%	42.2%	46.5%
毛利	2,888	3,137	4,016	4,823	6,713	7,114
%销售收入	45.9%	45.1%	49.8%	52.7%	57.8%	53.5%
营业税金及附加	-133	-60	-21	-27	-35	-40
%销售收入	2.1%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-12	-13	-7	-9	-12	-13
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-211	-224	-240	-274	-348	-399
%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	4,512	6,318	6,661
%销售收入	40.3%	40.9%	46.5%	49.3%	54.4%	50.1%
财务费用	185	147	121	105	93	131
%销售收入	-2.9%	-2.1%	-1.5%	-1.2%	-0.8%	-1.0%
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	1,100	1,150	1,250
%税前利润	18.0%	19.6%	20.1%	19.2%	15.2%	15.5%
营业利润	3,325	3,717	4,842	5,714	7,560	8,042
营业利润率	52.9%	53.5%	60.1%	62.5%	65.1%	60.5%
营业外收支	56	0	0	0	0	0
税前利润	3,380	3,718	4,842	5,715	7,561	8,042
利润率	53.8%	53.5%	60.1%	62.5%	65.1%	60.5%
所得税	-696	-752	-984	-1,143	-1,512	-1,608
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	4,572	6,048	6,434
少数股东损益	153	160	174	200	250	280
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,531</b>	<b>2,806</b>	<b>3,683</b>	<b>4,372</b>	<b>5,798</b>	<b>6,154</b>
净利率	40.3%	40.4%	45.7%	47.8%	49.9%	46.3%

**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	4,572	6,048	6,434
非现金支出	785	828	834	829	836	1,683
非经营收益	-374	-597	-883	-1,101	-1,150	-1,250
营运资金变动	109	-625	303	-259	-20	245
经营活动现金净流	3,205	2,571	4,110	4,041	5,713	7,112
<b>资本开支</b>	<b>-911</b>	<b>-2,584</b>	<b>-2,291</b>	<b>-5,113</b>	<b>-5,108</b>	<b>-1,009</b>
投资	-502	88	-110	-501	-200	-100
其他	587	634	711	1,100	1,150	1,250
投资活动现金净流	-826	-1,861	-1,690	-4,514	-4,158	141
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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
<b>现金净流量</b>	<b>1,451</b>	<b>-451</b>	<b>-1,206</b>	<b>-1,857</b>	<b>52</b>	<b>5,615</b>

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	6,907	6,960	12,575
应收款项	901	1,039	1,200	1,388	1,762	2,019
存货	20	20	19	24	27	34
其他流动资产	300	198	97	136	140	151
流动资产	11,634	11,224	10,080	8,454	8,889	14,778
%总资产	45.4%	41.7%	36.6%	27.5%	25.0%	36.1%
长期投资	2,342	2,364	2,739	3,240	3,439	3,539
固定资产	11,310	12,990	14,369	18,651	22,923	22,247
%总资产	44.1%	48.2%	52.2%	60.7%	64.4%	54.3%
无形资产	343	350	353	356	359	362
非流动资产	14,006	15,719	17,468	22,255	26,729	26,156
%总资产	54.6%	58.3%	63.4%	72.5%	75.0%	63.9%
<b>资产总计</b>	<b>25,639</b>	<b>26,944</b>	<b>27,547</b>	<b>30,709</b>	<b>35,618</b>	<b>40,933</b>
短期借款	0	2,498	0	0	0	0
应付款项	1,337	823	875	890	1,017	1,277
其他流动负债	1,102	997	1,183	1,115	1,352	1,612
流动负债	2,439	4,317	2,058	2,006	2,369	2,888
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,503	2	9	0	0	0
<b>负债</b>	<b>4,942</b>	<b>4,319</b>	<b>2,067</b>	<b>2,006</b>	<b>2,369</b>	<b>2,888</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>20,320</b>	<b>22,297</b>	<b>25,132</b>	<b>28,155</b>	<b>32,450</b>	<b>36,967</b>
少数股东权益	378	327	349	549	799	1,079
<b>负债股东权益合计</b>	<b>25,639</b>	<b>26,944</b>	<b>27,547</b>	<b>30,709</b>	<b>35,618</b>	<b>40,933</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.314	1.456	1.912	2.269	3.009	3.194
每股净资产	10.545	11.571	13.042	14.611	16.840	19.184
每股经营现金净流	1.663	1.334	2.133	2.097	2.965	3.691
每股股利	0.430	0.440	0.580	0.700	0.780	0.850
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.46%	12.58%	14.66%	15.53%	17.87%	16.65%
总资产收益率	9.87%	10.41%	13.37%	14.24%	16.28%	15.03%
投入资本收益率	8.66%	9.02%	11.72%	12.58%	15.20%	14.01%
<b>增长率</b>						
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%	18.69%	32.63%	6.13%
总资产增长率	11.40%	5.09%	2.24%	11.48%	15.98%	14.92%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-38.25%	-33.01%	-34.39%	-24.06%	-20.93%	-33.05%
EBIT利息保障倍数	-13.7	-19.4	-30.9	-42.8	-67.8	-50.7
资产负债率	19.27%	16.03%	7.50%	6.53%	6.65%	7.06%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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