

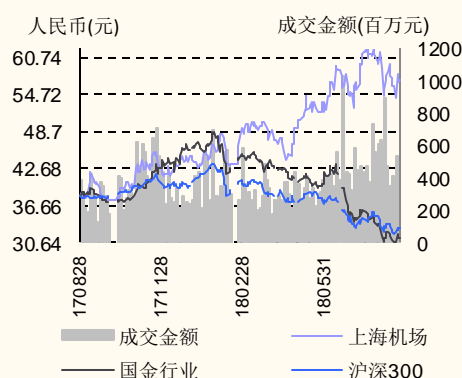
上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 57.06 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) 109,952.25
 年内股价最高最低 (元) 62.14/37.44
 沪深 300 指数 3325.34
 上证指数 2729.43



相关报告

1. 《流量增速放缓, 进入商业贡献业绩增量阶段-《2018-08-1...》, 2018.8.17
2. 《商业变现能力再上一台阶, 中期价值显著-《2018-07-22...》, 2018.7.23
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

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

Q2 业绩增速高位回落, 等待免税新协议执行

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	2.272	3.014	3.199
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	25.11	18.93	17.84
净利润增长率 (%)	10.83%	31.29%	18.87%	32.63%	6.14%
净资产收益率 (%)	12.58%	14.66%	15.55%	17.89%	16.66%
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

- 公司发布 2018 年半年报, 营业收入 45.0 亿元, 同增 15.6%; 归母净利润 20.2 亿元, 同增 19.2%, 基本每股收益 1.05 元。

经营分析

- 航空性收入增速高于流量增速, 商业租赁收入增速高位有所回落: 2018H1 公司航空性收入同增 8.9%, 高于流量增速 (起降架次+3.0%/旅客吞吐量+7.5%), 我们认为主要因为去年 4 月内航内线收费标准提高, 并且收费标准更高的国际线增速较快 (国际线起降架次+7.1%/旅客吞吐量+12.6%)。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。商业租赁收入 2018H1 同增 32.3%, 维持高位, 依然贡献主要营收增量 (商业租赁收入增量占比总营收增量达 76.6%), 但增速相比 2017 年的 42.8%稍有回落。Q2 单季营收同比回落至 11.0%, 或是因为商业租赁收入 Q2 增速下滑更为明显。
- 成本增长平稳, 投资收益下滑拉低业绩增速: 2018H1 营业成本同增 8.6%, 增速相比 2017 年同期小幅提高 1.0pct。毛利率小幅提升 3.1pct 至 51.3%。Q2 单季公司净利润增速回落至 11.0%, 除营收增速下滑外, 投资收益 Q2 单季同降 16.8%成为重要原因, 主要由于“自贸一期基金”投资亏损约 0.3 亿, 自营与联营企业投资收益较为平稳。
- 等待免税新协议实行, 商业收入增速重回快车道: 免税新协议 2019 年实行, 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, 商业仍然是主要业绩增量来源, 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, 商业收入增速将重新高速增长。

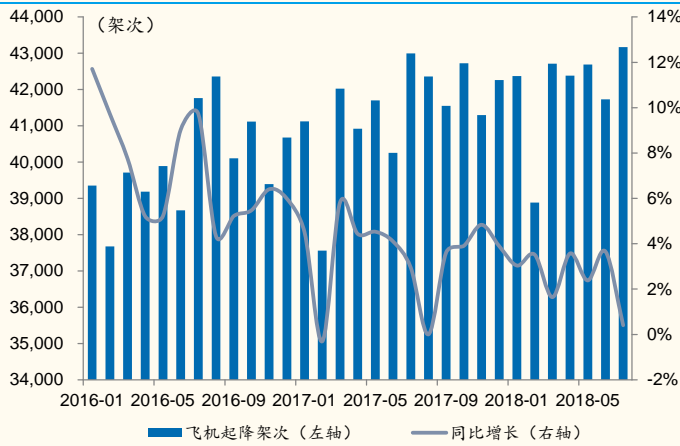
投资建议

- 上海机场 2017 年以来股价表现良好, 估值水平不断提升, 业绩经过一年高速增长后回到常态。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, 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 2.27/3.01/3.20 元, 对应 PE 为 25/19/18 倍, 给予目标价 76.5 元, 对应 2019 年 PE25 倍, 对应目前股价约 35%空间, 维持“买入”评级。

风险提示

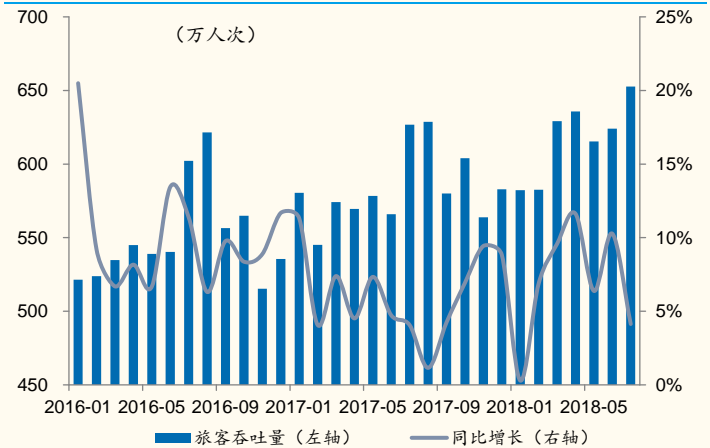
- 新建卫星厅成本增量超预期, 免税新协议低于预期, 突发性事件影响。

图表 1：上海机场飞机起降架次及其增速



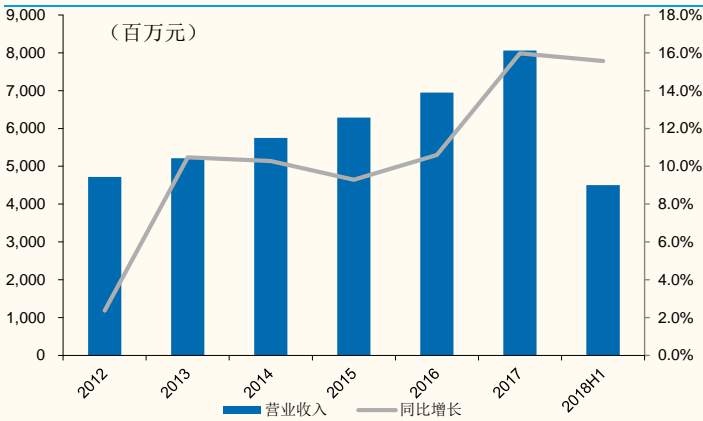
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2：上海机场旅客吞吐量及其增速



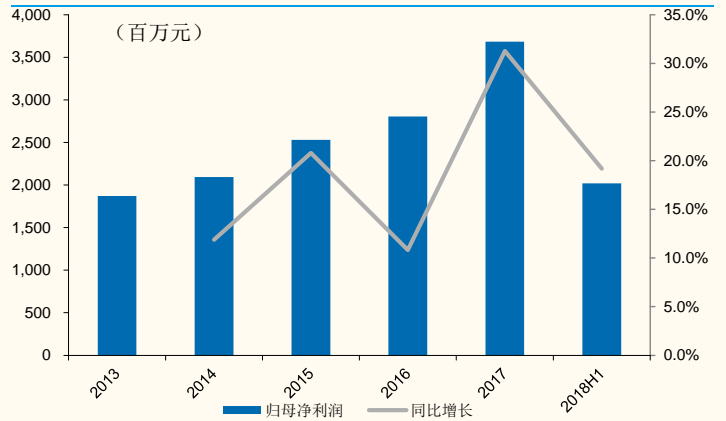
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3：上海机场营业收入及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4：上海机场归母净利润及其增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5：8 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

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	9,144	11,614	13,302
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	-1	-1	-1
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
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	4,520	6,328	6,673
%销售收入	40.3%	40.9%	46.5%	49.4%	54.5%	50.2%
财务费用	185	147	121	105	93	132
%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	5,723	7,571	8,054
营业利润率	52.9%	53.5%	60.1%	62.6%	65.2%	60.5%
营业外收支	56	0	0	0	0	0
税前利润	3,380	3,718	4,842	5,723	7,571	8,055
利润率	53.8%	53.5%	60.1%	62.6%	65.2%	60.6%
所得税	-696	-752	-984	-1,145	-1,514	-1,611
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	4,578	6,057	6,444
少数股东损益	153	160	174	200	250	280
归属于母公司的净利润	2,531	2,806	3,683	4,378	5,807	6,164
净利率	40.3%	40.4%	45.7%	47.9%	50.0%	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	4,578	6,057	6,444
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	-260	-21	245
经营活动现金净流	3,205	2,571	4,110	4,046	5,722	7,121
资本开支	-911	-2,584	-2,291	-5,113	-5,108	-1,009
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
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	-1,851	61	5,624

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	6,913	6,973	12,598
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	8,460	8,903	14,801
%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%	64.3%	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%
资产总计	25,639	26,944	27,547	30,715	35,632	40,957
短期借款	0	2,498	0	0	0	0
应付款项	1,337	823	875	889	1,015	1,275
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	2,005	2,367	2,887
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	2,005	2,367	2,887
普通股股东权益	20,320	22,297	25,132	28,162	32,466	36,991
少数股东权益	378	327	349	549	799	1,079
负债股东权益合计	25,639	26,944	27,547	30,715	35,632	40,957

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.314	1.456	1.912	2.272	3.014	3.199
每股净资产	10.545	11.571	13.042	14.615	16.848	19.197
每股经营现金净流	1.663	1.334	2.133	2.100	2.969	3.696
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%	15.55%	17.89%	16.66%
总资产收益率	9.87%	10.41%	13.37%	14.25%	16.30%	15.05%
投入资本收益率	8.66%	9.02%	11.72%	12.60%	15.22%	14.02%
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%	20.59%	40.00%	5.45%
净利润增长率	20.80%	10.83%	31.29%	18.87%	32.63%	6.14%
总资产增长率	11.40%	5.09%	2.24%	11.50%	16.01%	14.95%
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%	-24.08%	-20.96%	-33.09%
EBIT利息保障倍数	-13.7	-19.4	-30.9	-42.9	-67.8	-50.7
资产负债率	19.27%	16.03%	7.50%	6.53%	6.64%	7.05%

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	1	3	14	18	41
增持	0	2	2	4	13
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.40	1.13	1.18	1.32

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