

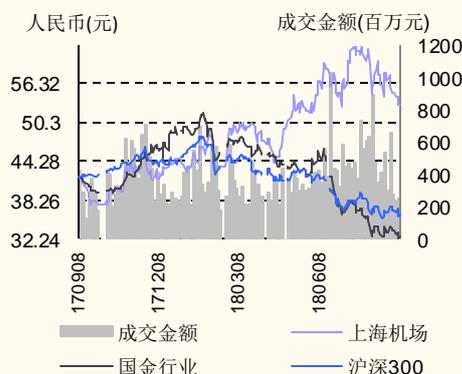
上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 53.07 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) 102,263.68
 年内股价最高最低 (元) 62.14/37.44
 沪深 300 指数 3277.64
 上证指数 2702.30



相关报告

1. 《Q2 业绩增速高位回落, -2018-08-26 公司点评》, 2018.8.26
2. 《流量增速放缓, 进入商业贡献业绩增量阶段》, 2018.8.17
3. 《商业变现能力再上一台阶, 中期价值显著》, 2018.7.23
4. 《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
5. 《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

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

免税合同签订, 披露细节揭示商业价值

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 | 2.260 | 2.847 | 3.023 |
| 每股净资产 (元) | 11.57 | 13.04 | 14.60 | 16.67 | 18.84 |
| 每股经营性现金流 (元) | 1.33 | 2.13 | 2.09 | 2.99 | 3.42 |
| 市盈率 (倍) | 18.21 | 23.55 | 23.48 | 18.64 | 17.56 |
| 净利润增长率 (%) | 10.83% | 31.29% | 18.25% | 25.97% | 6.16% |
| 净资产收益率 (%) | 12.58% | 14.66% | 15.48% | 17.08% | 16.04% |
| 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

- 公司发布公告, 正式与日上免税行 (上海) 有限公司签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》。

分析

- **合同正式签订, 免税增量确定性增强:** 早在 7 月 21 日公司即公告日上上海中选浦东机场免税店项目。此次公告双方正式签订合同, 对于上海机场, 未来 7 年总保底提成高达 410 亿, 确定性进一步增强。公告披露更多细节, 合同将采取按月结算支付方式, 月实收费用采用月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式。另外卫星厅投产后, 免税面积将增加至 1.69 万平米, 推动上海机场向商业城目标发展。
- **短期或按保底提成支付, 未来免税价值进一步体现:** 合同综合销售提成比例为 42.5%, 同时公告公布每年预计保底销售提成。由于 2019-2022 年合同仅包含 T2 和卫星厅免税业务, 而保底销售额较高, 预计合同期前三年公司将按照保底销售提成分别获得 35.3 亿、41.6 亿、45.6 亿, 确定性地拉高公司业绩增长。2022 年, T1 免税业务将并入此次签订合同框架, 虽然公告预计保底销售提成同增 38%, 但我们测算实际免税销售额将超过保底销售额, 合同期内总收入将达到 485 亿, 免税业务弹性将在远期进一步显现。
- **高坪效体现国际旅客高价值:** 我们认为机场国际旅客占比越高, 免税经营商会给予该机场更高的免税商业价值。我们测算了近期一线机场免税新合约保底额对应坪效, 发现上海机场坪效 181.5 万/平米/年, 遥遥领先我国其他上市机场。即使在卫星厅投产、T1 并入合同框架, 免税商业面积跳升后, 坪效仍仅次于广州白云机场进境免税店。由此可见上海机场非航潜在价值, 核心资源变现能力正在逐步被认可, 并将推动业绩增长。

投资建议

- 我们认为上海机场中期投资价值显著, 仍然具有成长空间, 旅客吞吐量将达到 1 亿人次。同时免税业务价值持续体现, 卫星厅投产后, 经营模式向航空商业城靠拢。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 2.26/2.85/3.02 元, 对应 PE 为 23/19/18 倍, 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。

图表 1：未来 7 年免税合同提成收入测算

| （亿元） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 合计 |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 预计免税销售增速 | | 18% | 10% | 38% | 9% | 9% | 9% | - |
| 保底提成额 | 35.3 | 41.6 | 45.6 | 62.9 | 68.6 | 74.6 | 81.5 | 410.0 |
| 保底销售额 | 82.9 | 97.8 | 107.3 | 148.0 | 161.4 | 175.6 | 191.7 | 964.7 |
| 新合同内T1预计销售额 | | | | 69.5 | 75.8 | 82.5 | 90.1 | 317.9 |
| 新合同内T2预计销售额 | 65.7 | 77.4 | 84.9 | 117.1 | 127.7 | 139.0 | 151.8 | 763.6 |
| 新合同内对应销售额 | 65.7 | 77.4 | 84.9 | 186.6 | 203.6 | 221.5 | 241.8 | 1081.6 |
| 实际提成收入 | 35.3 | 41.6 | 45.6 | 79.3 | 86.5 | 94.2 | 102.8 | 485.2 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：上海机场免税店分布

| 所属区域 | 区域性质 | 面积（平方米） | 合同期 |
|-------|---------|----------|-----------------------|
| T1航站楼 | 进境店/提货点 | 821 | 2022年1月1日-2025年12月31日 |
| | 出境店 | 2465.3 | 2022年1月1日-2025年12月31日 |
| T2航站楼 | 进境店/提货点 | 1136 | 2019年1月1日-2025年12月31日 |
| | 出境店 | 3431.07 | 2019年1月1日-2025年12月31日 |
| S1卫星厅 | 出境店 | 4678 | 启用日-2025年12月31日 |
| S2卫星厅 | 出境店 | 4384 | 启用日-2025年12月31日 |
| 总计 | | 16915.37 | |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：上海机场保底坪效明显高于同行

| | 保底销售额 （亿元） | 保底提成额 （亿元） | 扣点率 | 免税店面积 （平米） | 坪效 （万元/平米/年） |
|----------------|---------------|---------------|-------|---------------|-----------------|
| 上海机场T2 | 82.89 | 35.23 | 42.5% | 4567 | 181.5 |
| 上海机场T1+T2+卫星厅* | 147.95 | 62.88 | 42.5% | 16915 | 87.5 |
| 北京T2 | 17.47 | 8.30 | 47.5% | 3603 | 48.5 |
| 北京T3 | 50.57 | 22.00 | 43.5% | 11400 | 44.4 |
| 广州T2出境 | 11.29 | 3.95 | 35% | 3544 | 31.8 |
| 广州T1+T2进境 | 16.83 | 7.07 | 42% | 1100 | 153.0 |

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 | 9,114 | 11,704 | 13,082 |
| 增长率 | | 10.6% | 16.0% | 13.0% | 28.4% | 11.8% |
| 主营业务成本 | -3,398 | -3,814 | -4,046 | -4,321 | -5,389 | -6,390 |
| %销售收入 | 54.1% | 54.9% | 50.2% | 47.4% | 46.0% | 48.8% |
| 毛利 | 2,888 | 3,137 | 4,016 | 4,793 | 6,315 | 6,692 |
| %销售收入 | 45.9% | 45.1% | 49.8% | 52.6% | 54.0% | 51.2% |
| 营业税金及附加 | -133 | -60 | -21 | -27 | -35 | -39 |
| %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 | -273 | -351 | -392 |
| %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 | 4,492 | 5,928 | 6,259 |
| %销售收入 | 40.3% | 40.9% | 46.5% | 49.3% | 50.6% | 47.8% |
| 财务费用 | 185 | 147 | 121 | 105 | 93 | 122 |
| %销售收入 | -2.9% | -2.1% | -1.5% | -1.2% | -0.8% | -0.9% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | -1 | -3 | -1 | 0 |
| 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% | 19.3% | 16.0% | 16.4% |
| 营业利润 | 3,325 | 3,717 | 4,842 | 5,694 | 7,170 | 7,630 |
| 营业利润率 | 52.9% | 53.5% | 60.1% | 62.5% | 61.3% | 58.3% |
| 营业外收支 | 56 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 3,380 | 3,718 | 4,842 | 5,694 | 7,171 | 7,631 |
| 利润率 | 53.8% | 53.5% | 60.1% | 62.5% | 61.3% | 58.3% |
| 所得税 | -696 | -752 | -984 | -1,139 | -1,434 | -1,526 |
| 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 | 4,555 | 5,736 | 6,104 |
| 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 | 4,355 | 5,486 | 5,824 |
| 净利率 | 40.3% | 40.4% | 45.7% | 47.8% | 46.9% | 44.5% |

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 | 4,555 | 5,736 | 6,104 |
| 非现金支出 | 785 | 828 | 834 | 829 | 1,066 | 1,560 |
| 非经营收益 | -374 | -597 | -883 | -1,101 | -1,150 | -1,250 |
| 营运资金变动 | 109 | -625 | 303 | -258 | 112 | 186 |
| 经营活动现金净流 | 3,205 | 2,571 | 4,110 | 4,025 | 5,764 | 6,600 |
| 资本开支 | -911 | -2,584 | -2,291 | -5,113 | -5,108 | -2,009 |
| 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 | -859 |
| 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 | -1,872 | 103 | 4,103 |

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 | 6,892 | 6,996 | 11,098 |
| 应收款项 | 901 | 1,039 | 1,200 | 1,383 | 1,776 | 1,985 |
| 存货 | 20 | 20 | 19 | 24 | 30 | 35 |
| 其他流动资产 | 300 | 198 | 97 | 136 | 144 | 152 |
| 流动资产 | 11,634 | 11,224 | 10,080 | 8,434 | 8,945 | 13,271 |
| %总资产 | 45.4% | 41.7% | 36.6% | 27.5% | 25.2% | 32.9% |
| 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 | 22,692 | 23,139 |
| %总资产 | 44.1% | 48.2% | 52.2% | 60.8% | 64.0% | 57.4% |
| 无形资产 | 343 | 350 | 353 | 356 | 359 | 362 |
| 非流动资产 | 14,006 | 15,719 | 17,468 | 22,255 | 26,498 | 27,048 |
| %总资产 | 54.6% | 58.3% | 63.4% | 72.5% | 74.8% | 67.1% |
| 资产总计 | 25,639 | 26,944 | 27,547 | 30,690 | 35,444 | 40,319 |
| 短期借款 | 0 | 2,498 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,337 | 823 | 875 | 889 | 1,111 | 1,313 |
| 其他流动负债 | 1,102 | 997 | 1,183 | 1,113 | 1,412 | 1,619 |
| 流动负债 | 2,439 | 4,317 | 2,058 | 2,002 | 2,523 | 2,932 |
| 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 | 2,002 | 2,523 | 2,932 |
| 普通股股东权益 | 20,320 | 22,297 | 25,132 | 28,139 | 32,122 | 36,309 |
| 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 | 30,690 | 35,444 | 40,319 |

比率分析

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.314 | 1.456 | 1.912 | 2.260 | 2.847 | 3.023 |
| 每股净资产 | 10.545 | 11.571 | 13.042 | 14.603 | 16.670 | 18.843 |
| 每股经营现金净流 | 1.663 | 1.334 | 2.133 | 2.089 | 2.991 | 3.425 |
| 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% | 15.48% | 17.08% | 16.04% |
| 总资产收益率 | 9.87% | 10.41% | 13.37% | 14.19% | 15.48% | 14.45% |
| 投入资本收益率 | 8.66% | 9.02% | 11.72% | 12.53% | 14.40% | 13.39% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 9.29% | 10.60% | 15.98% | 13.04% | 28.42% | 11.77% |
| EBIT增长率 | 19.09% | 12.23% | 31.94% | 19.84% | 31.97% | 5.59% |
| 净利润增长率 | 20.80% | 10.83% | 31.29% | 18.25% | 25.97% | 6.16% |
| 总资产增长率 | 11.40% | 5.09% | 2.24% | 11.41% | 15.49% | 13.75% |
| 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 | 334.0 | 230.1 | 609.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -38.25% | -33.01% | -34.39% | -24.03% | -21.25% | -29.68% |
| EBIT利息保障倍数 | -13.7 | -19.4 | -30.9 | -42.7 | -63.5 | -51.5 |
| 资产负债率 | 19.27% | 16.03% | 7.50% | 6.52% | 7.12% | 7.27% |

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 | 10 | 21 | 27 | 38 |
| 增持 | 3 | 8 | 9 | 11 | 19 |
| 中性 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 评分 | 1.75 | 1.53 | 1.35 | 1.33 | 1.43 |

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 | 2016-11-30 | 买入 | 27.52 | N/A |
| 2 | 2016-12-12 | 买入 | 26.58 | 34.00~35.00 |
| 3 | 2017-02-14 | 买入 | 27.91 | 34.00~35.00 |
| 4 | 2017-03-20 | 买入 | 28.46 | 34.00~35.00 |
| 5 | 2017-04-28 | 买入 | 33.84 | N/A |
| 6 | 2017-05-19 | 买入 | 38.16 | 48.00~48.00 |
| 7 | 2017-06-22 | 买入 | 37.69 | N/A |
| 8 | 2017-08-28 | 买入 | 37.22 | 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