

上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

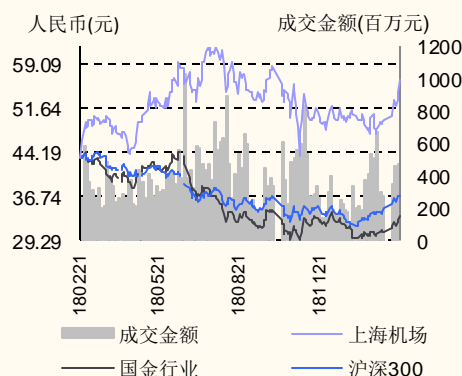
公司点评

市场价格 (人民币): 56.31 元

营收增长提速, 关注卫星厅新增成本

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	16,917.99
总市值 (百万元)	222,356.83
年内股价最高最低 (元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



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	2.197	2.734	2.857
每股净资产 (元)	11.57	13.04	14.54	16.47	18.48
每股经营性现金流 (元)	1.33	2.13	2.16	2.92	3.44
市盈率 (倍)	18.21	23.55	23.11	18.57	17.77
净利润增长率 (%)	10.83%	31.29%	14.91%	24.47%	4.51%
净资产收益率 (%)	12.58%	14.66%	15.11%	16.60%	15.46%
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

- 公司公布 2018 年业绩快报, 2018 年上海机场实现营收 93.0 亿, 同增 15.4%, 归母净利润 42.3 亿, 同增 14.9%; Q4 单季营收 24.0 亿, 同增 16.8%, 归母净利润 10.9 亿, 同增 10.2%, 业绩符合预期。

经营分析

- 流量增速维持低位, 预计营收增长依旧来源于免税:** 2018 冬春航季民航局给予浦东机场计划航班增量仅为 1.4%, 使得公司 2018Q4 单季流量增长维持低位。Q4 单季飞机起降架次 12.7 万次, 同增 0.6%, 环比 Q3 持平, 旅客吞吐量 1813 万人次, 同增 3.6%, 环比 Q3 下降 5.5%, 同时受到宏观经济下滑影响, Q4 单季货邮吞吐量同降 6.8%。流量增速维持低位, 预计拉低公司 Q4 单季航空收入增速。根据《2019 年夏航季航班时刻配置政策》, 将延续控总量调结构的调控政策, 时刻增量预计依然维持低位, 回暖或需等到 2019 年下半年卫星厅和北京新机场投产放量, 贡献新增量。

公司 Q4 单季营收增速大幅高于流量增速, 我们认为主要是免税收入推动。虽然在经历前期超过 30% 的高增长后, 预计增速有所回落, 但商业租赁收入依旧是营收增量主要来源, 预计 2018 年全年非航营收增速高于 20%。

- 单季成本增加明显, 免税新协议将提高盈利能力:** 公司 Q4 单季营业成本同增 26.0%, 毛利率同比下降 3.6pct, 或是因为 Q4 人工成本和运行成本快速提升所致。2019 年免税新协议全面施行, 协议中存在保底销售额条款, 盈利能力将得到保证。
- 投资收益负增长, 卫星厅新增成本拉低 2020 年业绩增速:** 投资收益 2018 年同降 8.0%, 或由于基金投资亏损延续, 自营与联营企业经营预计较为平稳。卫星厅新增的折旧和运营成本将在投产后, 开始影响公司业绩增速。

投资建议

- 业绩经过 2017 年高增长后回到常态, 我们认为上海机场区位与国际旅客优势造就优秀的资产质量, 中期仍然具有成长空间, 投资价值显著。2019 年下半年卫星厅投产后, 经营模式会更加向航空商业城靠拢, 免税业务持续增长。卫星厅新增成本被消化后, 净利润有望达到 80 亿。我们预测公司 2019-2020 年 EPS 为 2.73/2.86 元, 对应 PE 为 19/18 倍, 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。

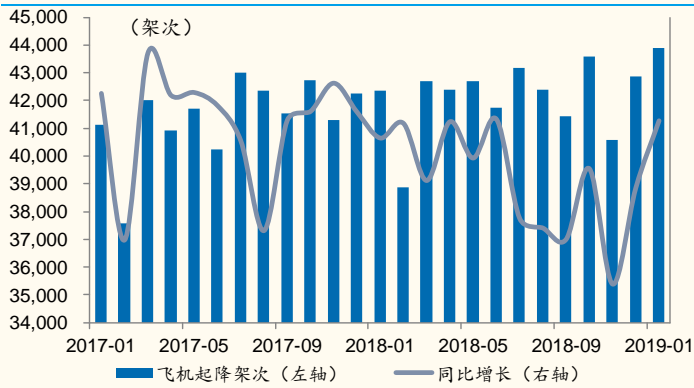
相关报告

- 《免税推动业绩增长依旧坚挺-2018-10-29 公司点评》, 2018.10.29
- 《免税合同签订, 披露细节揭示商业价值-2018-09-08 公...》, 2018.9.8
- 《Q2 业绩增速高位回落, -2018-08-26 公司点评》, 2018.8.26
- 《流量增速放缓, 进入商业贡献业绩增量阶段-2018-08-1...》, 2018.8.17
- 《商业变现能力再上一台阶, 中期价值显著-2018-07-22...》, 2018.7.23

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

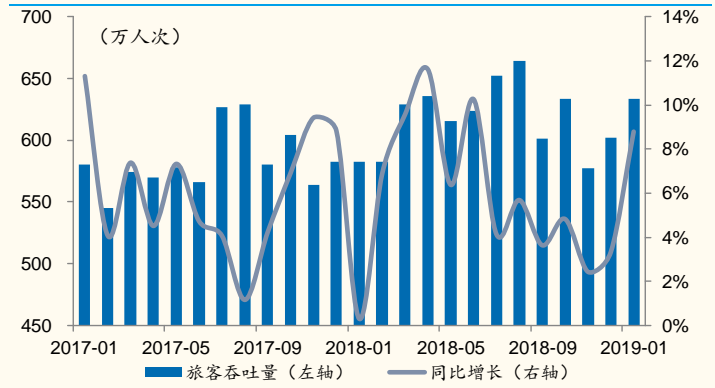
唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

图表 1: 上海机场飞机起降架次及其增速



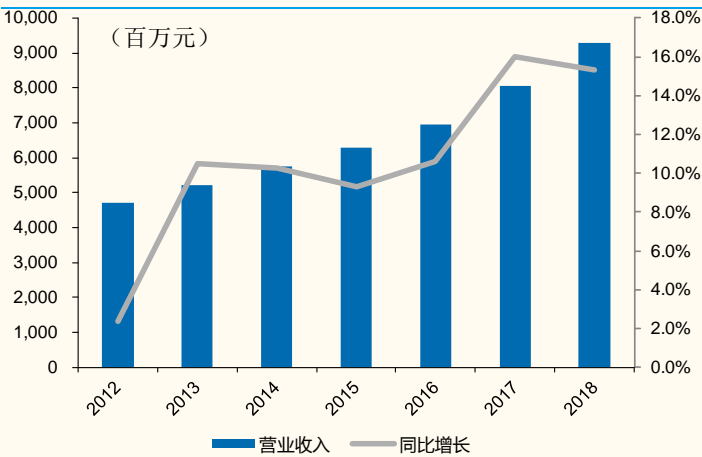
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 上海机场旅客吞吐量及其增速



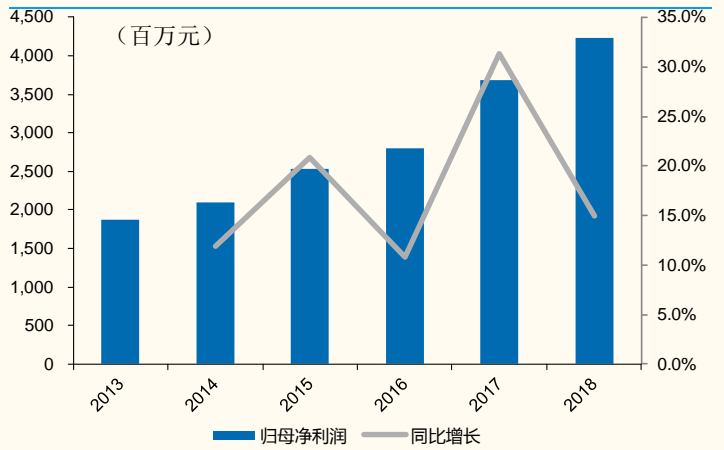
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 上海机场营业收入及其增速



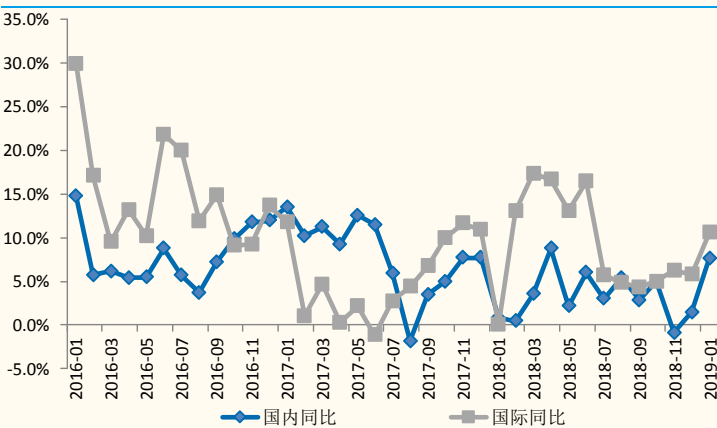
来源: 公司公告, 国金证券研究所

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: 上海机场国内线与国际线增速



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
主营业务收入	6,285	6,951	8,062	9,299	11,830	13,339
增长率		10.6%	16.0%	15.3%	27.2%	12.8%
主营业务成本	-3,398	-3,814	-4,046	-4,511	-5,729	-6,987
%销售收入	54.1%	54.9%	50.2%	48.5%	48.4%	52.4%
毛利	2,888	3,137	4,016	4,788	6,101	6,353
%销售收入	45.9%	45.1%	49.8%	51.5%	51.6%	47.6%
营业税金及附加	-133	-60	-21	-22	-28	-32
%销售收入	2.1%	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
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	-219	-278	-307
%销售收入	3.4%	3.2%	3.0%	2.4%	2.4%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	2,531	2,841	3,748	4,546	5,794	6,013
%销售收入	40.3%	40.9%	46.5%	48.9%	49.0%	45.1%
财务费用	185	147	121	194	192	211
%销售收入	-2.9%	-2.1%	-1.5%	-2.1%	-1.6%	-1.6%
资产减值损失	0	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	608	730	973	896	1,000	1,100
%税前利润	18.0%	19.6%	20.1%	15.9%	14.3%	15.0%
营业利润	3,325	3,717	4,842	5,635	6,985	7,324
营业利润率	52.9%	53.5%	60.1%	60.6%	59.0%	54.9%
营业外收支	56	0	0	-5	0	0
税前利润	3,380	3,718	4,842	5,630	6,985	7,324
利润率	53.8%	53.5%	60.1%	60.5%	59.0%	54.9%
所得税	-696	-752	-984	-1,198	-1,467	-1,538
所得税率	20.6%	20.2%	20.3%	21.3%	21.0%	21.0%
净利润	2,684	2,966	3,857	4,433	5,518	5,786
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	4,233	5,268	5,506
净利率	40.3%	40.4%	45.7%	45.5%	44.5%	41.3%

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	4,433	5,518	5,786
非现金支出	785	828	834	826	1,065	1,560
非经营收益	-374	-597	-883	-892	-1,000	-1,100
营运资金变动	109	-625	303	-205	39	375
经营活动现金净流	3,205	2,571	4,110	4,162	5,623	6,620
资本开支	-911	-2,584	-2,291	-3,117	-5,108	-4,009
投资	-502	88	-110	-501	-200	-100
其他	587	634	711	896	1,000	1,100
投资活动现金净流	-826	-1,861	-1,690	-2,721	-4,308	-3,009
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	-2,500	0	0	0
其他	-927	-1,161	-1,126	-1,375	-1,542	-1,638
筹资活动现金净流	-927	-1,161	-3,626	-1,375	-1,542	-1,638
现金净流量	1,451	-451	-1,206	66	-227	1,973

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	8,830	8,603	10,576
应收账款	901	1,039	1,200	1,472	1,873	2,112
存货	20	20	19	25	31	38
其他流动资产	300	198	97	257	267	157
流动资产	11,634	11,224	10,080	10,584	10,774	12,882
%总资产	45.4%	41.7%	36.6%	34.3%	30.5%	32.3%
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	16,650	20,691	23,138
%总资产	44.1%	48.2%	52.2%	54.0%	58.7%	57.9%
无形资产	343	350	353	356	359	362
非流动资产	14,006	15,719	17,468	20,254	24,497	27,047
%总资产	54.6%	58.3%	63.4%	65.7%	69.5%	67.7%
资产总计	25,639	26,944	27,547	30,838	35,271	39,930
短期借款	0	2,498	0	0	0	0
应付款项	1,337	823	875	1,071	1,204	1,463
其他流动负债	1,102	997	1,183	1,194	1,518	1,769
流动负债	2,439	4,317	2,058	2,265	2,721	3,232
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,503	2	9	9	9	9
负债	4,942	4,319	2,067	2,274	2,730	3,241
普通股股东权益	20,320	22,297	25,132	28,016	31,743	35,610
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	30,838	35,271	39,930

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.314	1.456	1.912	2.197	2.734	2.857
每股净资产	10.545	11.571	13.042	14.539	16.473	18.480
每股经营现金净流	1.663	1.334	2.133	2.160	2.918	3.435
每股股利	0.430	0.440	0.580	0.700	0.800	0.850
回报率						
净资产收益率	12.46%	12.58%	14.66%	15.11%	16.60%	15.46%
总资产收益率	9.87%	10.41%	13.37%	13.73%	14.94%	13.79%
投入资本收益率	8.66%	9.02%	11.72%	12.53%	14.07%	12.95%
增长率						
主营业务收入增长率	9.29%	10.60%	15.98%	15.34%	27.22%	12.76%
EBIT增长率	19.09%	12.23%	31.94%	21.27%	27.45%	3.78%
净利润增长率	20.80%	10.83%	31.29%	14.91%	24.47%	4.51%
总资产增长率	11.40%	5.09%	2.24%	11.95%	14.37%	13.21%
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	40.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	610.7	512.8	410.1	327.3	227.7	597.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.25%	-33.01%	-34.39%	-30.91%	-26.44%	-28.82%
EBIT利息保障倍数	-13.7	-19.4	-30.9	-23.5	-30.2	-28.5
资产负债率	19.27%	16.03%	7.50%	7.37%	7.74%	8.12%

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	2	3	7	31
增持	1	2	2	2	19
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.40	1.22	1.47

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	2017-03-20	买入	28.46	34.00~35.00
2	2017-04-28	买入	33.84	N/A
3	2017-05-19	买入	38.16	48.00~48.00
4	2017-06-22	买入	37.69	N/A
5	2017-08-28	买入	37.22	N/A
6	2017-10-30	买入	39.89	N/A
7	2017-11-17	买入	43.50	N/A
8	2018-01-17	买入	45.96	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