

上海机场 (600009)

证券研究报告

2019年03月23日

免税增速约 40%! 拉动业绩续创新高

事件

上海机场披露 2018 年年度报告, 全年实现营业收入 93.13 亿, 同比增长 15.51%, 实现归母净利润 42.31 亿, 同比增长 14.88%, 每股收益 2.20 元。

起降及吞吐量小幅提高, 航空性收入有所提升

2018 年在民航控总量政策导向下, 上海浦东机场起降架次仅微升 1.61%, 但得益于航空公司宽体机投放及旺盛需求下带来的单机载客量提升, 实现旅客吞吐量 7400.63 万人次, 同比增长 5.72%。公司航空主业中架次相关收入同比增长 5.9%, 旅客相关收入同比增长 7.1%, 航空性收入增长 6.58%。

免税高增速带动非航收入快速增长

非航收入方面, 我们测算发生于上海浦东机场的全年免税销售额约在 110 亿左右, 对应租金收入约为 34 亿元, 同比增长约 40%; 其他非航收入 13.6 亿, 同比增长 0.9%。在免税收入的高增速带动下, 公司非航收入同比增速达到 23.2%。

运营成本增速较快, 其余成本项相对稳定, 业绩符合预期

成本方面, 公司折旧成本因前期固定资产折旧完毕有所下降, 人工、燃料消耗等成本均保持稳定, 运行成本则有显著上升, 达到 19.05 亿, 同比增长 28.6%。整体而言, 公司收入成本均略高于市场预期, 业绩则基本符合预期。

卫星厅计划投资有所降低, 租金成本将有所提高

公司公告计划于 2019 年投产的 S1S2 卫星厅计划投资额从 201 亿下降至 167 亿。我们无法拆分具体是卫星厅楼体还是设备投资计划投资额发生改变, 但考虑到 2018 年公司房屋及建筑物折旧率为 4.4%, 机械设备 10 年折旧年限, 通讯、运输设备 6 年折旧年限, 34 亿的计划投资额降低或带来 2-3 亿元的预期成本节约。此外, 公司公告 2019 年向集团租赁场地租金从 6.34 亿提高至 9.47 亿, 这可能是由于卫星厅即将投产导致, 但考虑到公司业绩基数高, 因此成本冲击并不大。

投资建议

我们持续看好枢纽机场的商业模式及居民消费升级浪潮下机场免税的发展前景。中免广撒网大手笔获取枢纽机场免税店经营权, 将带来更大的渠道优势及免税品价格优势, 形成正向循环。上海机场作为地主方, 卫星厅投产后免税面积进一步扩大, 带来更强的广告效应吸引旅客消费, 租金收入将持续攀升。由于 2019 年 T2 航站楼免税提升调整, 卫星厅下半年投产, 我们预计 2019-2021 年公司营业收入同比增长 28.9%、13.8%、8.9%, 相比前次报告, 下调 2019 年盈利预测 1%, 上调 2020 年盈利预测 1.8%, 引入 2021 年盈利预测, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 52.6 亿、59.0 亿、67.4 亿, EPS 分别为 2.73 元、3.06 元、3.50 元。根据 DCF 估值法, 按照折现率 7.5%, 永续增长率 1%, 测算目标市值 1359 亿, 自 55.2 元上调目标价格 27.7%至 70.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 航班及旅客量增长不及预期, 免税增长不及预期, 安全事故

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,062.38	9,313.11	12,006.27	13,664.90	14,883.13
增长率(%)	15.98	15.51	28.92	13.81	8.92
EBITDA(百万元)	5,555.44	6,223.91	8,136.99	9,311.65	10,413.65
净利润(百万元)	3,683.41	4,231.43	5,258.42	5,897.31	6,742.49
增长率(%)	31.29	14.88	24.27	12.15	14.33
EPS(元/股)	1.91	2.20	2.73	3.06	3.50
市盈率(P/E)	31.36	27.30	21.97	19.59	17.13
市净率(P/B)	4.60	4.09	3.62	3.20	2.83
市销率(P/S)	14.33	12.40	9.62	8.45	7.76
EV/EBITDA	14.09	14.36	13.43	11.19	9.44

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/机场
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	59.95 元
目标价格	70.5 元

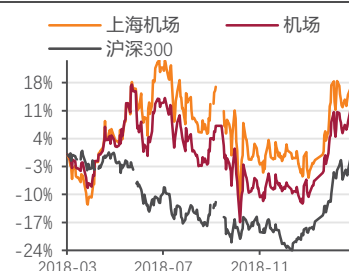
基本数据

A 股总股本(百万股)	1,926.96
流通 A 股股本(百万股)	1,093.48
A 股总市值(百万元)	115,521.16
流通 A 股市值(百万元)	65,553.91
每股净资产(元)	14.66
资产负债率(%)	7.42
一年内最高/最低(元)	64.78/43.74

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110001	
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

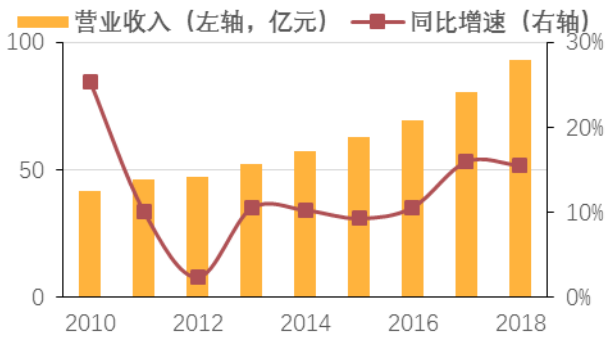
相关报告

- 《上海机场-季报点评:非航收入仍保持较快增长, 业绩符合预期》
2018-10-29
- 《上海机场-半年报点评:商业维持高速增长, 枢纽机场流量价值兑现》
2018-08-26
- 《上海机场-公司点评:浦东机场免税长协落地, 枢纽机场消费属性凸显》
2018-07-23

1. 事件

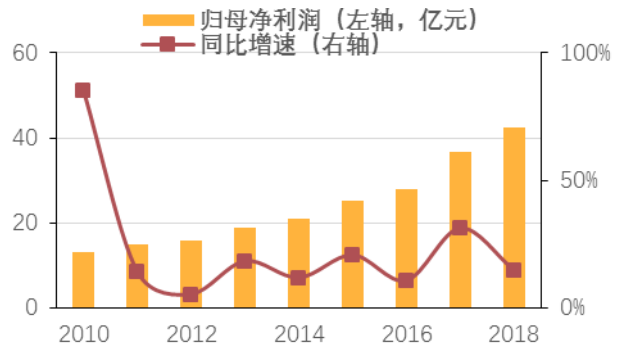
上海机场披露 2018 年年度报告，全年实现营业收入 93.13 亿，同比增长 15.51%，实现归母净利润 42.31 亿，同比增长 14.88%，每股收益 2.20 元。

图 1：上海机场营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：上海机场归母净利润及同比增速



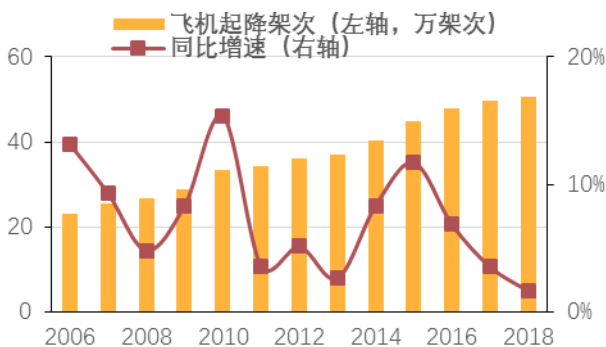
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 起降及吞吐量小幅提高，航空性收入有所提升

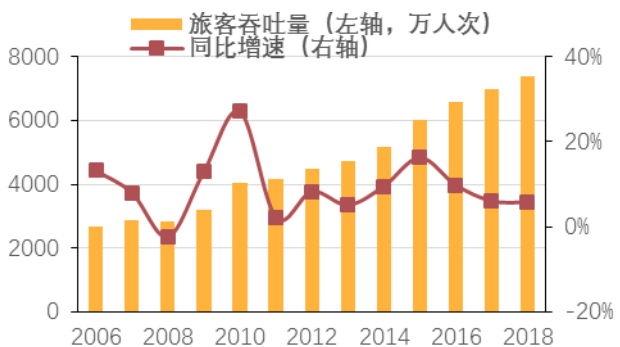
2018 年在民航控总量政策导向下，上海浦东机场起降架次仅微升 1.61%，但得益于航空公司宽体机投放及旺盛需求下带来的单机载客量提升，实现旅客吞吐量 7400.63 万人次，同比增长 5.72%。公司航空主业中架次相关收入同比增长 5.9%，旅客相关收入同比增长 7.1%，航空性收入增长 6.58%。

图 3：上海机场起降架次及同比增速



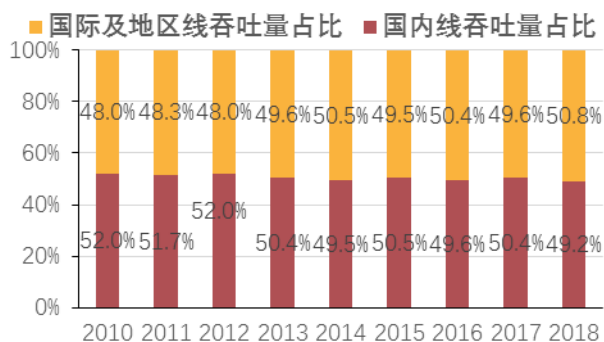
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：上海机场旅客吞吐量及同比增速



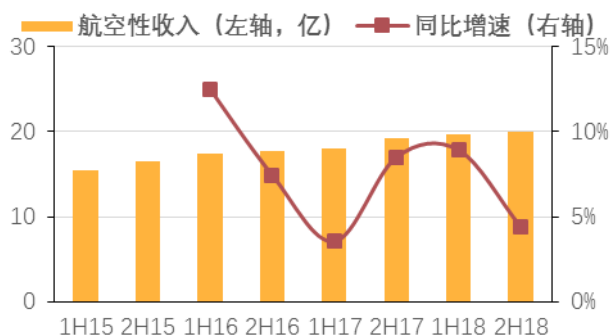
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：上海机场国际及地区线旅客运输量比重走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：上海机场航空性收入及同比增速

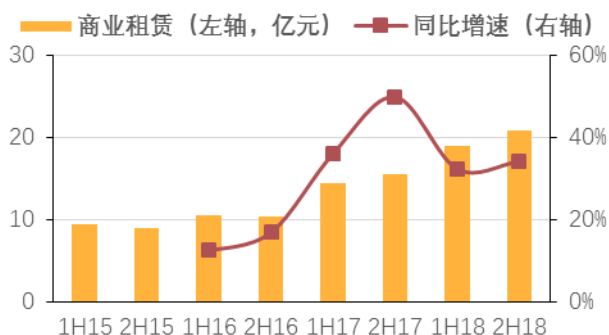


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 免税高增速带动非航收入快速增长

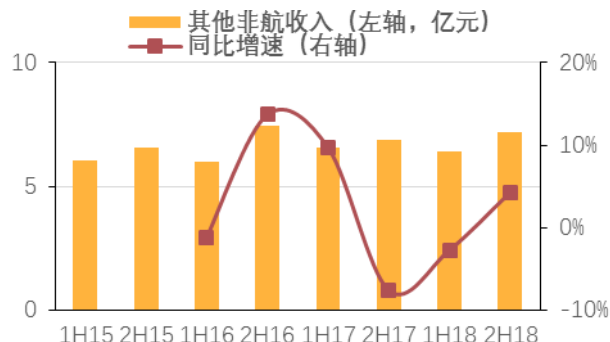
非航收入方面，我们测算发生于上海浦东机场的全年免税销售额约在 110 亿左右，对应租金收入约为 34 亿元，同比增长约 40%；其他非航收入 13.6 亿，同比增长 0.9%。在免税收入的高增速带动下，公司非航收入同比增速达到 23.2%。

图 7：上海机场商业租赁收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：上海机场其他非航收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 运营成本增速较快，其余成本项相对稳定，业绩符合预期

成本方面，公司折旧成本因前期固定资产折旧完毕有所下降，人工、燃料消耗等成本均保持稳定，运行成本则有显著上升，达到 19.05 亿，同比增长 28.6%。整体而言，公司收入成本均略高于市场预期，业绩则基本符合预期。

表 1：上海机场成本构成（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
人工成本	1,125.82	1,242.86	1,124.09	1,239.46	1,343.61	1,493.20	1,560.25	1,677.30
摊销成本	919.18	914.68	930.73	878.36	784.72	827.92	833.40	784.21
运行成本	558.48	598.52	674.82	970.29	1,090.56	1,273.20	1,481.53	1,905.02
燃料动力消耗	310.07	297.55	329.85	341.11	351.28	374.26	357.22	320.88
税金支出	186.32	109.39	120.35	129.60	134.93	62.64	21.05	22.18
财务费用	90.06	35.37	(5.89)	(88.15)	(185.19)	(146.64)	(121.15)	(193.99)
其他	45.31	56.07	66.33	67.00	49.10	79.10	61.30	56.68
合计	3,235.23	3,254.43	3,240.28	3,537.67	3,569.01	3,963.69	4,193.60	4,572.28
YOY	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
人工成本		10.4%	-9.6%	10.3%	8.4%	11.1%	4.5%	7.5%
摊销成本		-0.5%	1.8%	-5.6%	-10.7%	5.5%	0.7%	-5.9%
运行成本		7.2%	12.7%	43.8%	12.4%	16.7%	16.4%	28.6%
燃料动力消耗		-4.0%	10.9%	3.4%	3.0%	6.5%	-4.6%	3.0%
税金支出		-41.3%	10.0%	7.7%	4.1%	-53.6%	-66.4%	15.5%
财务费用		-60.7%	-116.7%	1396.8%	110.1%	-20.8%	-17.4%	60.1%
其他		23.8%	18.3%	1.0%	-26.7%	61.1%	-22.5%	-7.5%
合计		0.6%	-0.4%	9.2%	0.9%	11.1%	5.8%	9.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 卫星厅计划投资有所降低，租金成本将有所提高

公司公告计划于 2019 年投产的 S1S2 卫星厅计划投资额从 201 亿下降至 167 亿。我们无法拆分具体是卫星厅楼体还是设备投资计划投资额发生改变，但考虑到 2018 年公司房屋及建筑物折旧率为 4.4%，机械设备 10 年折旧年限，通讯、运输设备 6 年折旧年限，34 亿的计划投资额降低或带来 2-3 亿元的预期成本节约。此外，公司公告 2019 年向集团租赁场地租金从 6.34 亿提高至 9.47 亿，这可能是由于卫星厅即将投产导致，但考虑到公司业绩基数高，因此成本冲击并不大。

表 2：上海机场历年场地租金汇总（万元）

出租方名称	租赁资产种类	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
机场集团	场地租赁					58414.07	63768.92	63435.38	94654.89
机场集团	资产租赁					6768.59	6657.63	6657.63	10063.39
机场集团	二期飞行区等场地	15358.73	15358.73	31957.90	39165.74				
机场集团	浦东机场办公场所等	5953.48	5953.48	5953.48	5953.48				
机场集团	场地租赁	293.32	215.74	196.13	214.00	151.11			
机场集团	办公用房	19.13	150.03	150.03	150.03				
机场集团	场地租赁			6.00	8.06				
机场集团	办公用房			17.2704					
机场集团	场地租赁				4079.74				
机场集团	停车场				510.00				
机场集团	资产租赁				326.66				
机场集团	虹桥机场 T2 航站楼								
	业务柜台	18.00							
机场集团	办公用房	0.75							
虹港仓储	办公用房及仓储用房	50.00	50.00	50.00					
虹港酒店	广告阵地	1.60	17.75	18.83					
货运站	办公用房	117.47	58.73						
航空油料	广告阵地	9.25							
货运楼资源									133.49
合计		21822	21804	38350	50408	65334	70427	70093	104852

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

我们持续看好枢纽机场的商业模式及居民消费升级浪潮下机场免税的发展前景。中免广撒网大手笔获取枢纽机场免税店经营权，将带来更大的渠道优势及免税品价格优势，形成正向循环。上海机场作为地主方，卫星厅投产后免税面积进一步扩大，带来更强的广告效应吸引旅客消费，租金收入将持续攀升。由于 2019 年 T2 航站楼免税提升调整，卫星厅下半年投产，我们预计 2019-2021 年公司营业收入同比增长 28.9%、13.8%、8.9%，相比前次报告，下调 2019 年盈利预测 1%，上调 2020 年盈利预测 1.8%，引入 2021 年盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 52.6 亿、59.0 亿、67.4 亿，EPS 分别为 2.73 元、3.06 元、3.50 元。根据 DCF 估值法，按照折现率 7.5%，永续增长率 1%，测算目标市值 1359 亿，自 55.2 元上调目标价格 27.7%至 70.5 元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

航班及旅客量增长不及预期，免税增长不及预期，安全事故

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,763.97	8,765.51	6,854.80	12,169.22	18,429.35
应收账款	1,200.22	1,320.87	1,990.92	1,763.79	2,310.78
预付账款	33.53	18.95	19.20	41.66	23.12
存货	18.70	19.96	34.96	25.87	38.58
其他	63.19	511.40	255.91	276.83	348.05
流动资产合计	10,079.61	10,636.69	9,155.79	14,277.37	21,149.88
长期股权投资	2,737.27	3,244.92	3,456.92	3,678.92	3,910.92
固定资产	9,058.77	8,511.57	22,006.99	20,788.85	19,582.01
在建工程	5,310.38	8,155.81	607.96	742.37	850.08
无形资产	347.36	347.92	325.09	301.41	277.37
其他	14.01	31.82	(181.31)	(408.78)	(645.03)
非流动资产合计	17,467.79	20,292.04	26,215.65	25,102.76	23,975.36
资产总计	27,547.40	30,928.73	35,371.43	39,380.13	45,125.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	871.70	1,028.57	1,648.70	1,205.71	1,904.46
其他	1,186.35	1,258.15	1,153.47	1,197.85	1,207.16
流动负债合计	2,058.05	2,286.72	2,802.17	2,403.56	3,111.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.58	7.50	6.08	7.39	6.99
非流动负债合计	8.58	7.50	6.08	7.39	6.99
负债合计	2,066.63	2,294.22	2,808.25	2,410.95	3,118.60
少数股东权益	348.56	388.50	636.28	914.16	1,231.87
股本	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96
资本公积	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50
留存收益	23,205.25	26,319.05	29,999.95	34,128.06	38,847.80
其他	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)
股东权益合计	25,480.77	28,634.51	32,563.18	36,969.18	42,006.63
负债和股东权益总	27,547.40	30,928.73	35,371.43	39,380.13	45,125.23

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,857.26	4,431.38	5,258.42	5,897.31	6,742.49
折旧摊销	836.75	787.36	1,223.46	1,531.91	1,547.89
财务费用	89.07	(0.07)	(156.20)	(190.24)	(305.99)
投资损失	(974.80)	(893.25)	(982.57)	(1,037.62)	(1,397.15)
营运资金变动	630.04	(251.58)	96.24	(201.52)	97.58
其它	(324.30)	393.68	247.78	277.88	317.71
经营活动现金流	4,114.02	4,467.52	5,687.12	6,277.72	7,002.54
资本支出	2,585.33	3,591.33	7,149.62	423.19	425.13
长期投资	374.96	507.64	212.00	222.00	232.00
其他	(4,650.26)	(7,301.52)	(13,527.25)	(32.07)	315.29
投资活动现金流	(1,689.97)	(3,202.55)	(6,165.63)	613.12	972.42
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	147.40	234.40	185.73	222.30	339.98
其他	(3,773.70)	(1,497.89)	(1,617.94)	(1,798.72)	(2,054.81)
筹资活动现金流	(3,626.30)	(1,263.49)	(1,432.21)	(1,576.41)	(1,714.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,202.24)	1.48	(1,910.72)	5,314.43	6,260.13

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062.38	9,313.11	12,006.27	13,664.90	14,883.13
营业成本	4,045.92	4,499.35	5,721.12	6,546.99	7,035.00
营业税金及附加	21.05	22.18	31.22	35.53	38.70
营业费用	7.17	1.07	1.20	1.37	1.49
管理费用	240.03	243.30	321.77	338.89	339.34
财务费用	(121.15)	(193.99)	(156.20)	(190.24)	(305.99)
资产减值损失	0.58	0.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	974.80	893.25	982.57	1,037.62	1,397.15
其他	(1,947.64)	(1,786.85)	(1,965.14)	(2,075.24)	(2,794.29)
营业利润	4,841.61	5,634.44	7,069.74	7,969.98	9,171.74
营业外收入	0.28	0.77	0.98	0.68	0.81
营业外支出	0.28	5.30	2.42	2.67	3.47
利润总额	4,841.61	5,629.91	7,068.30	7,967.99	9,169.09
所得税	984.35	1,198.53	1,562.09	1,792.80	2,108.89
净利润	3,857.26	4,431.38	5,506.20	6,175.19	7,060.20
少数股东损益	173.85	199.95	247.78	277.88	317.71
归属于母公司净利润	3,683.41	4,231.43	5,258.42	5,897.31	6,742.49
每股收益(元)	1.91	2.20	2.73	3.06	3.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.98%	15.51%	28.92%	13.81%	8.92%
营业利润	30.24%	16.38%	25.47%	12.73%	15.08%
归属于母公司净利润	31.29%	14.88%	24.27%	12.15%	14.33%
获利能力					
毛利率	49.82%	51.69%	52.35%	52.09%	52.73%
净利率	45.69%	45.44%	43.80%	43.16%	45.30%
ROE	14.66%	14.98%	16.47%	16.36%	16.54%
ROIC	24.85%	25.64%	27.15%	23.48%	27.55%
偿债能力					
资产负债率	7.50%	7.42%	7.94%	6.12%	6.91%
净负债率	-31.96%	-23.39%	-19.87%	-10.95%	-23.23%
流动比率	4.90	4.65	3.27	5.94	6.80
速动比率	4.89	4.64	3.25	5.93	6.78
营运能力					
应收账款周转率	7.20	7.39	7.25	7.28	7.31
存货周转率	411.55	481.80	437.23	449.25	461.86
总资产周转率	0.30	0.32	0.36	0.37	0.35
每股指标(元)					
每股收益	1.91	2.20	2.73	3.06	3.50
每股经营现金流	2.13	2.32	2.95	3.26	3.63
每股净资产	13.04	14.66	16.57	18.71	21.16
估值比率					
市盈率	31.36	27.30	21.97	19.59	17.13
市净率	4.60	4.09	3.62	3.20	2.83
EV/EBITDA	14.09	14.36	13.43	11.19	9.44
EV/EBIT	16.58	16.43	15.81	13.40	11.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com