

非航收入大放异彩, 成本端亦刚性扩张

投资要点

- **事件:** 上海机场公布 2018 年报, 公司实现营业收入 93.1 亿元 (+15.5%), 实现归母净利润 42.3 亿元 (+14.9%)。其中第四季度公司实现营收 24.1 亿元 (+17.5%), 归母净利润 10.9 亿元 (+10%)。公司拟每 10 股派发现金红利 6.6 元, 占公司 2018 年归母净利润的 30.1%。
- **收入端非航表现靓丽, 免税持续高增长。** 2018 年浦东机场起降架次 50.5 万架次 (+1.6%)、旅客量 7400.6 万人次 (+5.7%), 其中国际及地区旅客量 3757.4 万人次 (+8.2%, 较 18 年 4.4% 增速大幅提升), 占比提升至 50.8% (同比提升 1.2pp)。2018 年公司航空性收入 39.7 亿元 (+6.6%)、非航收入 53.4 亿元 (+23.2%), 非航占比达到 57.4% (同比提升 3.6pp), 非航中商业餐饮收入 39.9 亿元 (+33.2%), 其他非航收入 13.6 亿元 (+0.9%)。我们测算 2018 年浦东免税店销售额 110 亿元, 免税贡献上市公司商业收入约 36 亿元, 同比增长约 42%。根据民航局发布的正班表, 夏秋新航季浦东时刻增速 0.61%, 虽然较 18 年有恢复性增长, 但总量控制监管政策下量的扩张仍受约束, 业绩的增长主要系免税收入 ARPU 的提升。
- **成本端除运行成本外, 均控制较好。** 2018 年公司总成本 45.7 亿元 (+9.0%)。其中运行成本 19.1 亿元 (+28.6%)、人力成本 16.8 亿元 (7.5%), 除运行及人力成本外, 公司其他营业成本 9.9 亿元 (-14.1%), 主要系摊销费用减少 0.5 亿及利息费用减少 0.9 亿元。成本端两个事项值得一提: 1) 19 年上市公司向集团承租的资产和场地的租金将由 18 年的 7 亿元增加至 10.5 亿元, 运行成本仍有上涨压力。2) S1&S2 卫星厅目前累计投入建设金额为 69.9 亿元, 预算总金额由半年报的 201 亿元下调至年报的 167 亿元, 新增的折旧额或低于预期。
- **盈利预测与评级:** 在居民消费升级的经济发展阶段及免税回流政策导向背景下, 我们看好中免持续做大机场免税销售的意愿和能力。上海机场作为中国民航业核心资产, 其良好的管理品质及 S1&S2 卫星厅投产后对普通商业/免税商业服务能力的增强, 公司盈利能力将继续提升。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 52.4、56.0、62.7 亿元, 对应当前 PE 分别为 22X、21X、18X。我们长期看好上海核心枢纽流量价值中枢的抬升, 公司投资价值仍属稀缺, 给予 2020 年 25X 的目标 PE、对应目标价 72.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 免税销售增速下滑, 时刻放量低于预期, 重大安全事故。

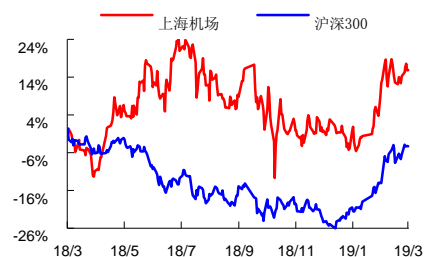
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9313.11	11512.58	12841.33	14064.80
增长率	15.51%	23.62%	11.54%	9.53%
归属母公司净利润(百万元)	4231.43	5235.89	5597.26	6273.74
增长率	14.88%	23.74%	6.90%	12.09%
每股收益 EPS(元)	2.20	2.72	2.90	3.26
净资产收益率 ROE	15.48%	16.07%	14.66%	14.46%
PE	27	22	21	18
PB	4.09	3.45	2.96	2.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.27
流通 A 股(亿股)	10.93
52 周内股价区间(元)	43.74-62.76
总市值(亿元)	1,155.21
总资产(亿元)	309.29
每股净资产(元)	14.66

相关研究

目 录

1 上海机场：超大型国际航空枢纽的建设和运营商	1
1.1 历史沿革与股权结构.....	1
1.2 航线通达的超级枢纽.....	1
1.3 2019 年卫星厅投产、新一轮产能周期开启.....	2
2 机场盈利之王：免税业务持续发力，非航收入增长步入拐点	4
2.1 非航占比达 57%，新免税合同提升业绩中枢.....	4
2.2 运行成本刚性扩张，总体成本控制优秀.....	8
3 盈利预测与估值	9
3.1 盈利预测.....	9
3.2 估值与评级.....	10
4 风险提示	10

图 目 录

图 1：上海机场上市公司股权结构	1
图 2：国内航点覆盖所有省市的主要城市	2
图 3：国际航点主要分布于亚洲和欧洲	2
图 4：中国唯一拥有五个跑道的机场——浦东国际机场	3
图 5：国内枢纽机场航站楼产能利用率	3
图 6：国内枢纽机场跑道产能利用率	3
图 7：上海机场营收及增速	4
图 8：上海机场归母净利润及增速	4
图 9：非航空收入比重持续增加	5
图 10：非航空业务增长进入拐点	5
图 11：上海机场国际航线占比最高	5
图 12：国际+地区旅客吞吐量占比过半	5
图 13：德高动量营收稳定增长，18 年增长明显	7
图 14：德高动量经营稳定，净利率高	7
图 15：航空油料营收水平高，收益贡献大	8
图 16：航空油料，净利率低	8
图 17：上海机场 2018 年成本构成（单位：亿元）	8
图 18：运行成本上升，摊销成本得到有效控制	8

表 目 录

表 1：三大机场免税招标情况	6
表 2：上海机场免税业务匡算表	6
表 3：上海机场收入预测表	9
表 4：上海机场成本预测表	9
表 5：可比公司估值表（截至 2019.3.22 收盘价）	10
附表：财务预测与估值	11

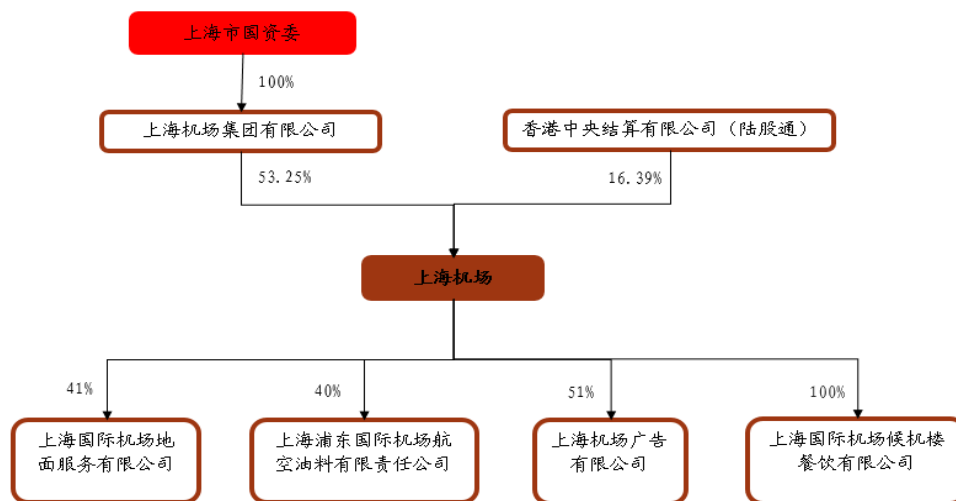
1 上海机场：超大型国际航空枢纽的建设和运营商

1.1 历史沿革与股权结构

超级枢纽，价值成长。上海浦东国际机场是中国三大国际机场之一，与北京首都国际机场、香港国际机场并称中国三大国际航空港，这是由民航“十三五”规划给出的最高的机场定位。回顾上海市一市两场的格局：虹桥机场是上海第一个民用机场、1994 年由民航总局移交上海市人民政府管理；1999 年经过两年建设完成的上海浦东国际机场正式开航，上海成为中国首个拥有两个机场的城市。

股权集中，稳健经营。上海机场控股股东上海机场集团有限公司直属上海市国资委，持有上市公司 53.25% 的股份（截至 2018 年年末）。1998 年 5 月 28 日，上海机场控股（集团）公司更名为上海机场（集团）有限公司，负责统一经营管理上海浦东和虹桥两大国际机场，股票代码沿用虹桥机场的代码 600009.SH。经过 2004 年的资产重组，上市公司绝大部分资产和业务从“上海虹桥机场”转移到“上海浦东机场”，拥有浦东机场的候机楼及一期跑道等资产，业务集中于浦东国际机场的经营管理与地面保障业务。上海机场下设 10 个子公司辅助运营管理机场，主要有上海机场广告公司和上海国际机场候机楼餐饮有限公司，分别控股 51% 和 100%。上海浦东国际机场航空油料有限公司和上海国际机场地面服务有限公司是重要的参股联营企业，分别控股 40% 和 41%。

图 1：上海机场上市公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 航线通达的超级枢纽

航点分布得宜，世界版图持续扩张。2018 年浦东机场共保障飞机起降 50.5 万架次，同比增长 1.61%；旅客吞吐量 7,400.6 万人次，同比增长 5.72%，旅客吞吐量连续三年全球排名第九；货邮吞吐量 376.9 万吨，同比减少 1.46%，货邮吞吐量连续十一年全球排名第三。

截止 2018 年底，浦东机场定期航班通航 48 个国际和地区的 272 个航点。其中，国内航点 138 个（包括港澳台），覆盖所有省份的主要城市；国际航点 134 个。已开通定期航班的航空公司有 106 家，其中，国内航空公司 37 家（含港澳台），国外航空公司 69 家。2018 年新增斯德哥尔摩、亚特兰大 2 条国际远程航线；加密莫斯科、圣彼得堡 2 条国际远程航线航班。

图 2：国内航点覆盖所有省市的主要城市


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：国际航点主要分布于亚洲和欧洲


数据来源：公司公告，西南证券整理

极佳的地理优势：大陆第一空中门户。上海是我国最大的经济中心城市，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，飞往欧洲和北美西海岸的航行时间约为 10 小时，飞往亚洲主要城市的时间在 2 至 5 小时内，航程适中。上海地处中国东部沿海经济发展带与长江经济带的交汇处，直接服务区长三角地区是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的经济板块；间接服务区 2 小时飞行圈资源丰富，包括中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源和 90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和日本、韩国的大部分地区。

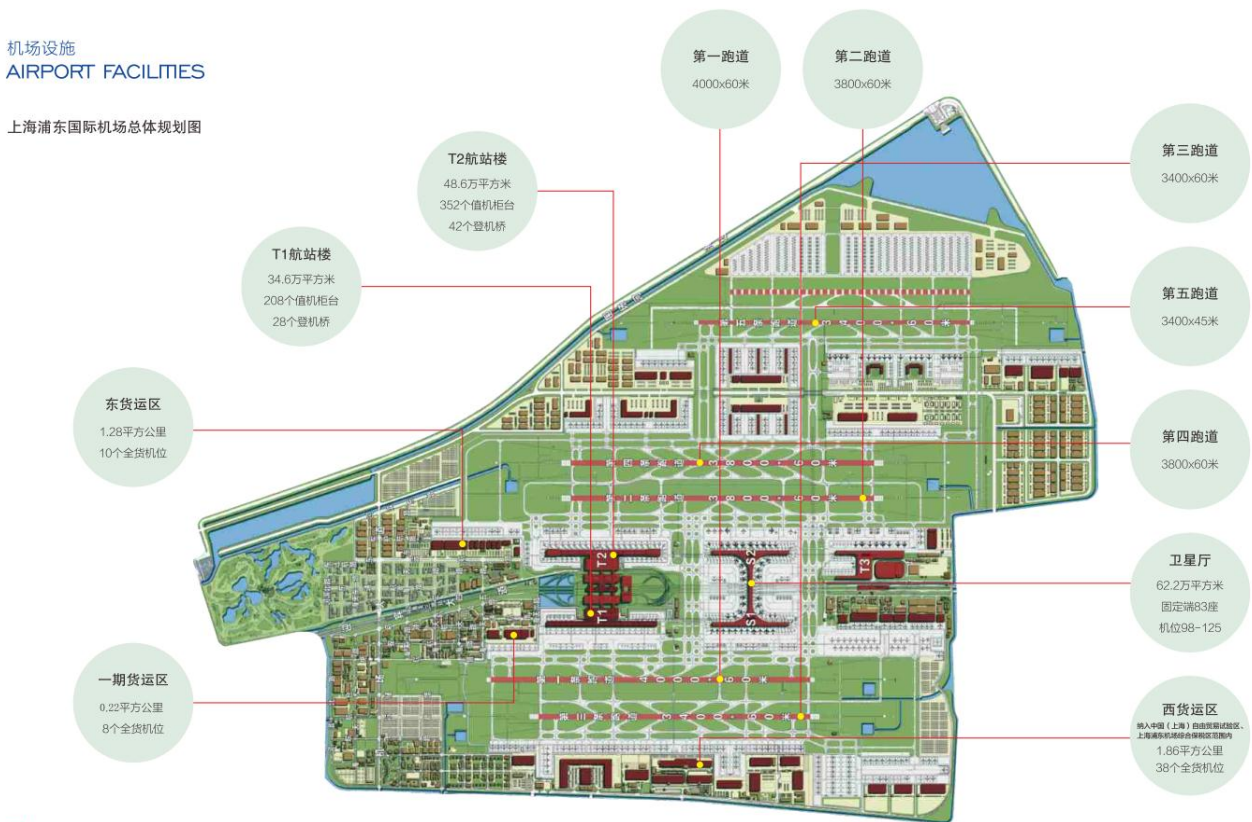
长三角地区已经成为了世界上第 6 大城市群，财富 500 强中有 400 多家企业已经在这里进行了投资，机场半径 300 公里的腹地内覆盖了长三角地区的 8 个主要工业、科技园区，相关产业航空关联度高，主要产业为电子信息、汽车、石化、成套设备、精品钢材和生物医药等。

1.3 2019 年卫星厅投产、新一轮产能周期开启

三期工程建成投运，产能提升 33%。浦东机场 1999 年建成，经过二期工程扩建和 T1 改造，逐渐拥有现在的规模：四条跑道、两座航站楼，其中第四跑道由机场集团建设，公司向集团租用跑道。

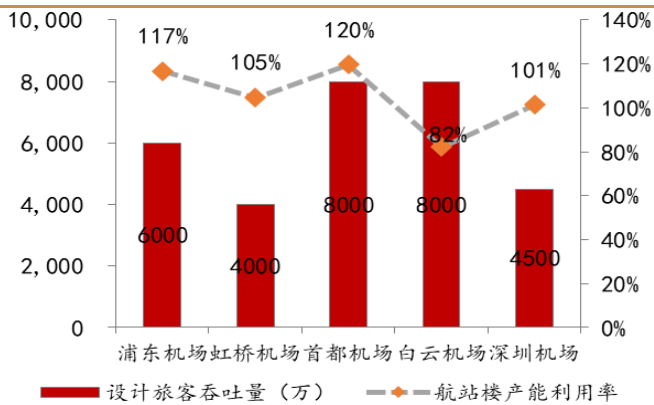
根据公司 2018 年年报信息，预计今年 9 月投产的 S1&S2 卫星厅目前累计投入建设金额为 69.9 亿元，预算总金额由 18 中报的 201 亿元下调至 18 年报的 167 亿元，建成后将为目前世界上最大单体卫星厅，能满足客运量 8000 万人次，增加运能 33%。届时，浦东机场以及虹桥机场的客运设计能力将达到一年 1.2 亿人次。更长期来看，2035 年上海地区的旅客运输需求将达到 2 亿人次以上，目前关于浦东机场六、七跑道及 T3 航站楼建设的四期扩建方案尚未拉开序幕。

图 4：中国唯一拥有五个跑道的机场——浦东国际机场



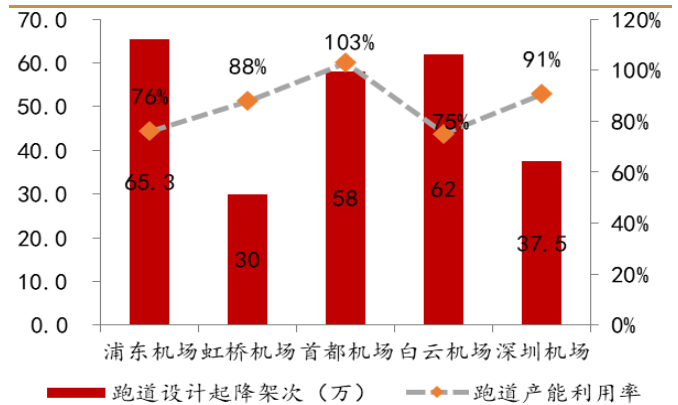
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 5：国内枢纽机场航站楼产能利用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：国内枢纽机场跑道产能利用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

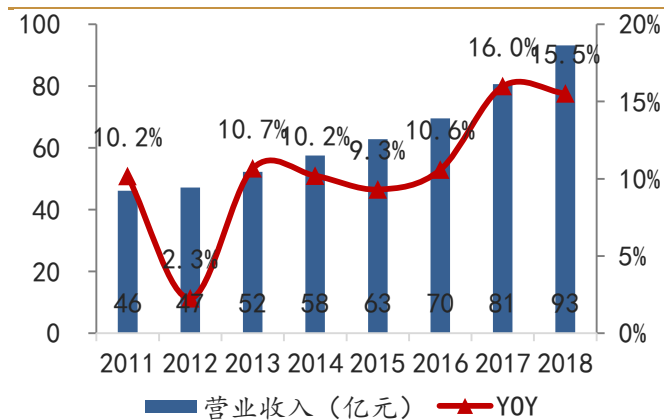
2 机场盈利之王：免税业务持续发力，非航收入增长步入拐点

2.1 非航占比达 57%，新免税合同提升业绩中枢

2.1.1 收入结构：非航空收入比重持续增加，非航空业务增长进入拐点

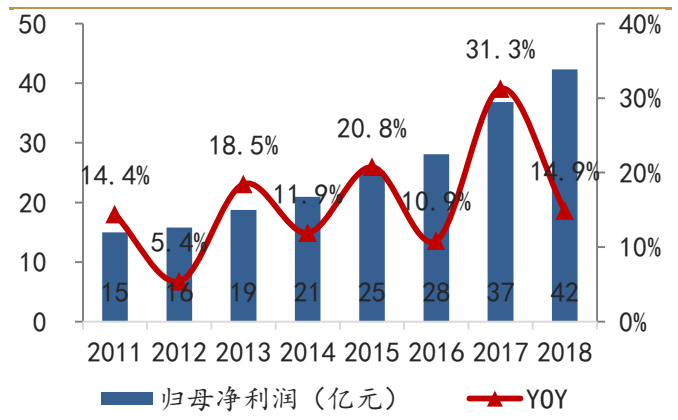
非航表现靓丽，免税持续高增长。2018 年上海机场全年完成起降架次 50.48 万架次（+1.6%）、旅客量 7400.6 万人次（+5.7%），在航空业务量扩张及免税店商业收入高速增长的支持下，公司总营收达到 93.1 亿元（+15.5%），实现归母净利润 42.3 亿元（+14.9%），ROE 达到 15.9%（较 17 年上涨 0.32pp）。

图 7：上海机场营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：上海机场归母净利润及增速

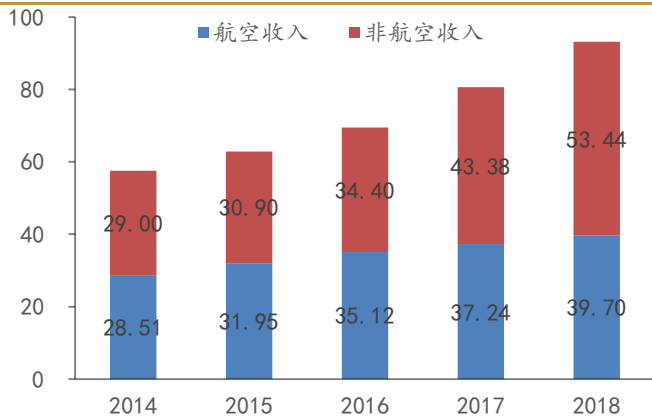


数据来源：公司公告，西南证券整理

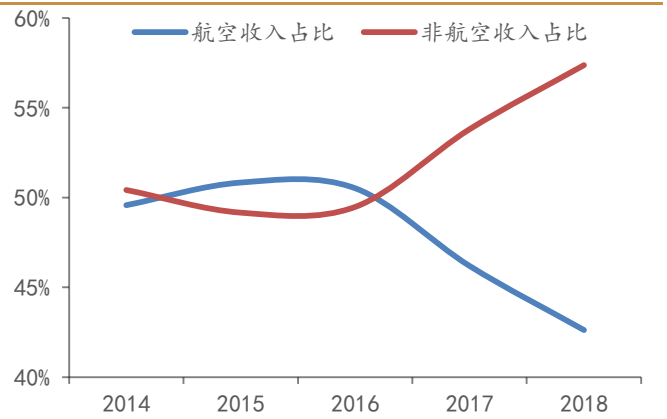
收入拆分来看，受益于起降架次和旅客量的增长、2018 年全年上海机场实现航空性收入 39.7 亿元（+6.6%），其中架次相关收入同比增长 5.9%，旅客相关收入同比增长 7.1%，因为窄体机换宽体机、国际航线占比提升这两大结构性因素的影响，航空性收入的增速略高于飞机架次的增速，向前看、两者增速仍基本匹配。

非航业务方面，公司 2018 年全年实现非航收入 53.4 亿元（+23.2%），非航占总收入的比例达到了 57.4%（同比提升 3.6pp），非航收入中商业餐饮收入 39.9 亿元（+33.2%），其他非航收入 13.6 亿元（+0.9%）。

流量增长方面，根据民航局 2019 年 3 月发布的内航内线正班表，夏秋新航季浦东时刻增速 0.61%，虽然较 18 年有恢复性增长，但总量控制监管政策下量的扩展仍受约束，业绩的增长主要系免税收入 ARPU 的提升。

图 9：非航空收入比重持续增加


数据来源：公司公告，西南证券整理

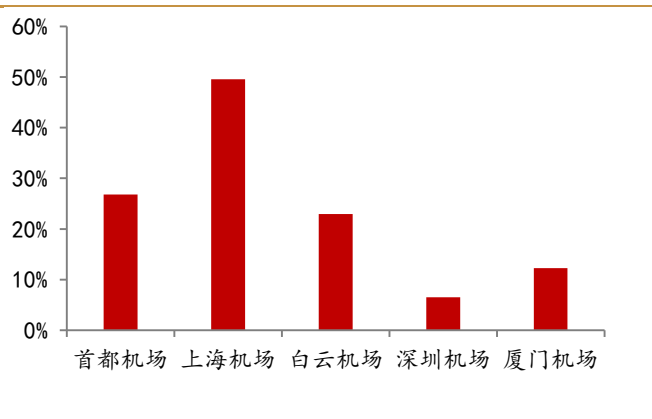
图 10：非航空业务增长进入拐点


数据来源：公司公告，西南证券整理

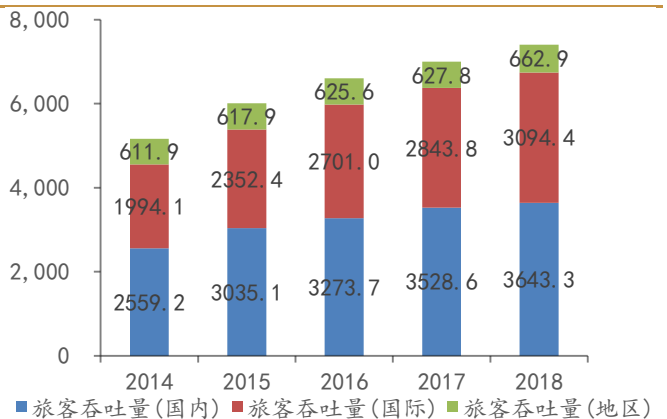
2.1.2 非航业务：免税业务占非航空收入比例逐渐提升

非航收入主要来源于免税业务。机场免税收入=国际线客流量×转化率×客单价×扣点率，免税业务的增长主要依靠国际客流的转化以及免税合同的安排。

国际客流占比过半，流量变现能力的基础最强：浦东机场在国内机场中拥有最高的国际旅客占比，目前浦东机场国际+地区旅客占比已超过 50%。受益于政策定位，浦东机场国际客流价值变现能力的基础在五大机场中最强。2018 年在供给受限的背景下，上海机场国际线旅客吞吐量同比增长 8.2% 达到 3757.4 万人次，占整体旅客吞吐量 50.8%，国际流量占比比较 17 年提升 1.2pp。

图 11：上海机场国际航线占比最高


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：国际+地区旅客吞吐量占比过半


数据来源：公司公告，西南证券整理

免税合同落地，410 亿保底销售额提升上机业绩下限。2018 年 7 月，上海机场公告新签订免税合同，日上上海（中免子公司）将拥有浦东机场 T1、T2 航站楼和卫星厅等进出境区域免税店的经营权，合同期限为 2019 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日止。按照合同规定，2019-2025 年合同期内保底销售提成总额为 410 亿，其 T1 航站楼 2022 年起扣点率为 42.5%，T2 航站楼 2019 年起扣点率为 42.5%，卫星厅自启用日起采用 42.5% 提成率。2019 年将是上海机场免税扣点收入抬升的一年。

表 1：三大机场免税招标情况

		初始保底租金 (亿/年)	初始保底销售额 (亿/年)	提成比例	招标面积 (m ²)
首都机场	T2	8.3	17.47	47.5%	进境：417 出境：3186
	T3	22	50.57	43.5%	进境：1939 出境：9461
白云机场	T1+T2	2.98	7.10	42.0%	T1: 400+T2: 700
		1.40	4.00	35.0%	T2: 3544
浦东机场	T1	合同期限内保底租金 410 亿 (预计 2019-2025 年分别为 35/42/46/63/69/75/81 亿元)	82.35	42.5%	821
	T2				2465
	S1 卫星厅				1136
	S2 卫星厅				3431
					4678
					4384

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们预计 2018 年浦东免税店销售额 110 亿元，免税扣点贡献上市公司商业收入约 36.3 亿元，同比增长约 42%。我们看好在居民消费升级的经济发展阶段及免税回流政策导向背景下、中免持续做大机场免税销售的意愿和能力，浦东免税销售额仍有望保持两位数以上的高速增长。

表 2：上海机场免税业务匡算表

单位：亿元人民币	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
日上上海营收 (不含卫星厅)	87	117	137	158	179	201	219	237	251
yoy	38.2%	34.3%	17.0%	15.0%	13.5%	12.0%	9.0%	8.0%	6.0%
日上-虹桥	7	8	8	8	9	9	9	9	9
日上-浦东 (不含卫星厅)	80	110	129	150	171	192	210	227	241
其中：浦东 T1	16	22	26	52	63	71	77	83	88
yoy	41%	37%	18%	102%	21%	12%	9%	8%	6%
浦东 T2	64	88	104	97	108	121	133	144	153
yoy	41%	37%	18%	-6%	11%	13%	9%	8%	6%
卫星厅 (估计值)				6	7	8	8	9	10
yoy					14%	12%	9%	8%	6%
扣点率									
其中：浦东 T1 扣点率	31%	38%	38%	38%	38%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%
浦东 T2 扣点率	32%	32%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%
卫星厅扣点率				42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%	42.5%
上机免税收入	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
T1	4.9	8.4	9.8	19.9	24.0	30.1	32.8	35.4	37.5
T2	20.6	28.1	44.0	41.4	45.8	51.6	56.5	61.3	65.1
卫星厅	0.0	0.0	0.0	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.0

上机免税收入	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
免税收入合计	25.6	36.3	53.9	63.8	72.7	84.9	92.8	100.5	106.7
yoy		42%	48%	19%	14%	17%	9%	8%	6%
非免税商业收入	4.4	3.4	4.5	5.0	5.4	5.7	6.0	6.3	6.7
yoy			26%	10%	8%	6%	6%	5%	5%
商业租赁收入合计	29.9	39.9	58.4	68.8	78.1	90.6	98.9	106.8	113.3
yoy		43%	34%	46%	18%	13%	16%	9%	8%
免税占商业租赁收入比例	85.4%	91.0%	92.2%	92.8%	93.1%	93.7%	93.9%	94.1%	94.1%

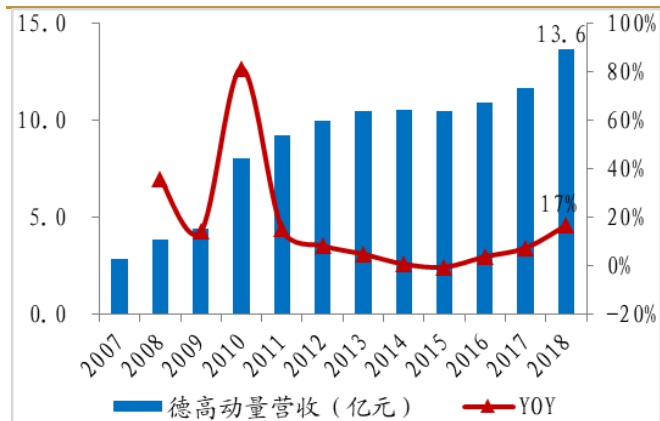
数据来源：上海机场公告，中国国旅公告，西南证券测算

2.1.3 其他收入：投资收益主要来源于德高动量与油料公司

2018 年上海机场投资收益 8.93 亿元，其中对联营、合营企业投资收益 8.91 亿元，同比下降 8.0%，占公司利润总额的比例由 2017 年的 20% 下降至 16%。

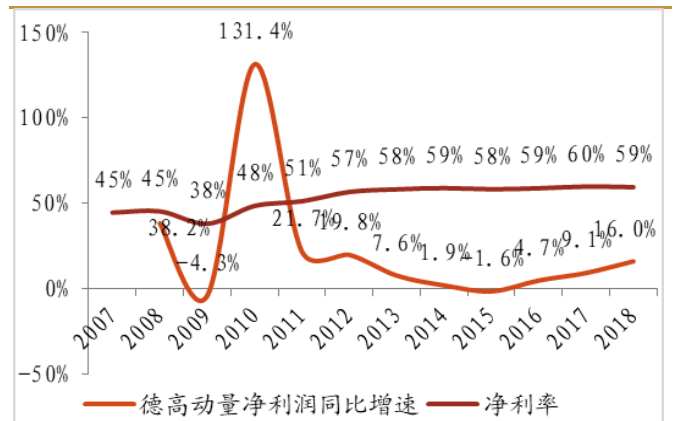
德高动量：经营稳定，净利率高。德高动量是上海机场的合营单位，控股比例 50%，主要运营浦东机场和上海虹桥机场所有户内户外媒体的广告业务。2018 年公司营收 13.64 亿，同比增长 17%，净利润 8.11 亿元，同比增长 16%，贡献上市公司投资收益 4.05 亿元。德高动量近年来经营稳定，营业收入稳定提高，净利率水平一直稳定在 60% 左右。

图 13：德高动量营收稳定增长，18 年增长明显



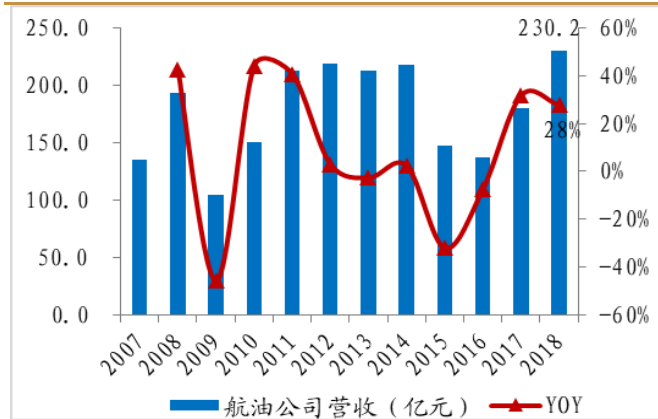
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：德高动量经营稳定，净利率高

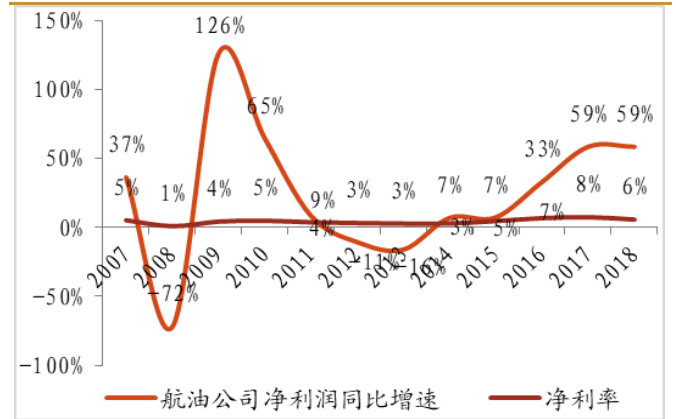


数据来源：公司公告，西南证券整理

航空油料：收益贡献大，净利率低。航空油料是上海机场的联营单位，控股比例 40%，拥有并经营浦东机场的加油设施。2018 年公司营收 230 亿元，同比增长 28%，净利润 13.45 亿元，同比增长 16%，贡献上市公司投资收益 5.38 亿元，占总投资收益的 60%。航空油料公司的营收水平高，近两年的营收增长迅速，但净利润水平在 2018 年下滑了约 2pp。

图 15: 航空油料营收水平高, 收益贡献大


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

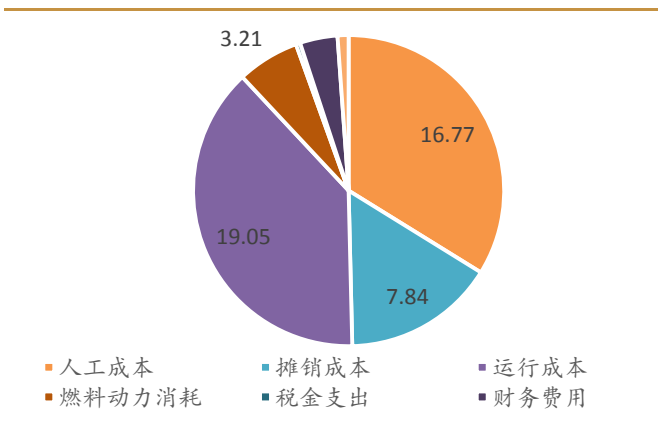
图 16: 航空油料, 净利率低


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

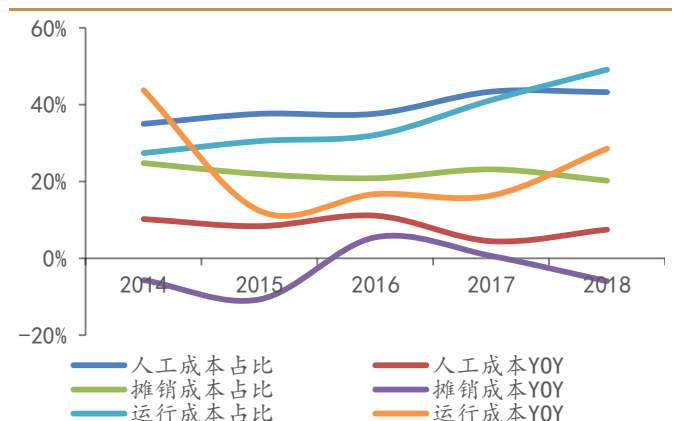
2.2 运行成本刚性扩张, 总体成本控制优秀

除运行成本外, 均控制较好。2018 年, 公司营业成本 45.7 亿元 (+9.0%)。其中, 运行成本 19.1 亿元 (+28.6%), 人力成本 16.8 亿元 (7.5%); 除运行及人力成本外, 公司其他营业成本 9.9 亿元 (-14.1%), 主要系摊销费用的降低及公司债券 17 年到期同比利息费用减少约 0.9 亿元。

值得关注的是, 运行成本中 2018 年上市公司向集团承租的资产和场地 7 亿元 (同比基本持平), 根据《2019 年度日常关联交易公告》, 此项金额将从 18 年的 7 亿元增加至 10.5 亿元, 向前看上机的运行成本仍有上涨压力。

图 17: 上海机场 2018 年成本构成 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 运行成本上升, 摊销成本得到有效控制


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1：2019/2020/2021 年浦东机场飞机起降架次增速分别为 3%、2%、2%；受益于窄体机换宽体机、国际航线占比提升这两个结构性因素的利好，上市公司架次相关收入、旅客及货邮相关收入的增速较基础流量保持 3-5% 的增速差。

假设 2：2019/2020/2021 年浦东免税点销售收入分别为 129/150/171 亿元，同比增速分别为 17.8%/15.7%/14.1%。非免税商业租金收入稳定在 5 亿元左右。

假设 3：2019 年运行成本因租金增长增加约 4.5 亿元，2020/2021 年均保持 8% 增长。折旧方面，S1&S2 卫星厅于 2019 年 9 月投入运行，投产后单季度折旧增加约 2.5 亿元。

表 3：上海机场收入预测表

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
航空主业收入	39.70	42.34	44.32	46.40
YOY	6.6%	6.7%	4.7%	4.7%
架次相关收入	17.48	18.79	19.35	19.93
YOY	5.9%	7.5%	3.0%	3.0%
旅客及货邮相关收入	22.22	23.55	24.97	26.47
YOY	7.1%	6.0%	6%	6%
非航空性收入	53.44	72.78	84.09	94.25
YOY	23.2%	36.2%	15.5%	12.1%
商业租赁收入	39.86	58.38	68.83	78.07
YOY	33.2%	46.5%	17.9%	13.4%
其他非航收入	13.58	14.40	15.27	16.18
YOY	7%	6%	6%	6%
合计	93.13	115.13	128.41	140.65
YOY	15.5%	23.6%	11.5%	9.5%

数据来源：公司公告，西南证券

表 4：上海机场成本预测表

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
人工成本	16.77	18.03	19.11	20.26
YOY	7.5%	7.5%	6.0%	6.0%
摊销成本	7.84	11.62	16.38	16.38
YOY	-5.9%	48.1%	41.0%	0.0%
运行成本	19.05	23.62	25.51	27.55
YOY	28.6%	24.0%	8.0%	8.0%
燃料动力消耗	3.21	3.29	3.25	3.22
YOY	-10.2%	2.5%	-1.1%	-1.1%
税金支出	0.22	0.22	0.22	0.21

单位：亿元	2018	2019E	2020E	2021E
YOY	5.4%	0.0%	-2.1%	-2.1%
财务费用	-1.94	-1.94	-1.94	-1.94
YOY	60.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	0.57	0.57	0.57	0.57
YOY	-8%	0%	0.0%	0.0%
合计	45.72	55.41	63.10	66.25
YOY	9.0%	21.2%	13.9%	5.0%

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 估值与评级

我们看好在居民消费升级的经济发展阶段及免税回流政策导向背景下、中免持续做大机场免税销售的意愿和能力。上海机场作为中国民航业核心资产，其良好的管理品质及 S1&S2 卫星厅投产后对普通商业/免税商业服务能力的增强，盈利能力将持续提升。

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 52.4、56.0、62.7 亿元，对应当前 PE 分别为 22X、21X、18X。我们长期看好上海核心枢纽流量价值中枢的抬升，公司的盈利能力显著高于 A 股其他机场上市公司、当前时点的投资价值仍属稀缺，给予 2020 年 25X 的目标 PE、对应目标价 72.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值表（截至 2019.3.22 收盘价）

代码	名称	当前	EPS (元)				PE			
		价格	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600009.SH	上海机场	60.0	1.91	2.21	2.72	2.90	31.4	27.1	22.0	20.7
600004.SH	白云机场	14.9	0.82	0.55	0.47	0.60	18.2	27.1	31.9	24.8
000089.SZ	深圳机场	9.9	0.32	0.37	0.44	0.50	30.6	26.6	22.5	19.8

数据来源：Wind，西南证券整理。注：白云机场及深圳机场 EPS 数据来自 Wind 一致预期

4 风险提示

免税销售增速下滑。浦东日上免税在 2018 年及 19 年 1-2 月均保持了 30%以上的高增长，高基数下免税销售增速存在下滑的风险。

时刻放量低于预期。时刻总量控制背景下，一线航点时刻增长受到压制，浦东亦存在因准点率不达标而出现时刻负增长的可能性。

重大安全事故。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9313.11	11512.58	12841.33	14064.80	净利润	4431.38	5483.30	5861.75	6570.19
营业成本	4499.35	5390.62	6159.96	6474.70	折旧与摊销	787.36	422.93	866.74	1310.54
营业税金及附加	22.18	40.16	38.18	42.85	财务费用	-193.99	-181.52	-144.35	-166.12
销售费用	1.07	1.33	1.48	1.62	资产减值损失	0.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	243.30	300.76	335.47	367.44	经营营运资本变动	-343.16	-86.50	132.98	-46.41
财务费用	-193.99	-181.52	-144.35	-166.12	其他	-214.43	-978.65	-979.35	-980.55
资产减值损失	0.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4467.52	4659.57	5737.76	6687.65
投资收益	893.25	980.00	980.00	980.00	资本支出	-2318.73	-5200.00	-11200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-883.82	980.00	980.00	980.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3202.55	-4220.00	-10220.00	780.00
营业利润	5634.44	6941.22	7430.59	8324.31	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.53	-3.02	-3.52	-3.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5629.91	6938.20	7427.06	8320.95	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1198.53	1454.90	1565.32	1750.76	支付股利	0.00	0.00	0.00	-1119.45
净利润	4431.38	5483.30	5861.75	6570.19	其他	-1263.49	181.52	144.35	166.12
少数股东损益	199.95	247.41	264.49	296.45	筹资活动现金流净额	-1263.49	181.52	144.35	-953.34
归属母公司股东净利润	4231.43	5235.89	5597.26	6273.74	现金流量净额	1.55	621.09	-4337.88	6514.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8765.51	9386.60	5048.72	11563.04	成长能力				
应收和预付款项	1339.82	1704.57	1891.13	2066.89	销售收入增长率	15.51%	23.62%	11.54%	9.53%
存货	19.96	22.56	25.32	27.27	营业利润增长率	16.38%	23.19%	7.05%	12.03%
其他流动资产	511.40	632.18	705.15	772.33	净利润增长率	14.88%	23.74%	6.90%	12.09%
长期股权投资	3244.92	3244.92	3244.92	3244.92	EBITDA 增长率	12.07%	15.33%	13.51%	16.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16667.38	21479.86	31848.53	30773.40	毛利率	51.69%	53.18%	52.03%	53.97%
无形资产和开发支出	347.92	314.87	281.82	248.76	三费率	0.54%	1.05%	1.50%	1.44%
其他非流动资产	31.82	29.46	27.10	24.74	净利率	47.58%	47.63%	45.65%	46.71%
资产总计	30928.73	36815.02	43072.68	48721.35	ROE	15.48%	16.07%	14.66%	14.46%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.33%	14.89%	13.61%	13.49%
应付和预收款项	1671.78	1952.96	2243.72	2398.63	ROIC	26.50%	26.59%	20.69%	19.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	66.87%	62.39%	63.49%	67.32%
其他负债	622.44	744.25	849.40	892.42	营运能力				
负债合计	2294.22	2697.21	3093.12	3291.05	总资产周转率	0.32	0.34	0.32	0.31
股本	1926.96	1926.96	1926.96	1926.96	固定资产周转率	1.06	1.37	0.73	0.53
资本公积	2575.50	2575.50	2575.50	2575.50	应收账款周转率	7.44	7.74	7.32	7.28
留存收益	23743.55	28979.44	34576.70	39730.99	存货周转率	222.21	245.79	240.49	231.09
归属母公司股东权益	28246.01	33481.90	39079.16	44233.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.91%	—	—	—
少数股东权益	388.50	635.91	900.40	1196.85	资本结构				
股东权益合计	28634.51	34117.81	39979.56	45430.30	资产负债率	7.42%	7.33%	7.18%	6.75%
负债和股东权益合计	30928.73	36815.02	43072.68	48721.35	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.65	4.37	2.49	4.39
					速动比率	4.64	4.36	2.48	4.39
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	17.84%
					每股指标				
					每股收益	2.20	2.72	2.90	3.26
					每股净资产	14.66	17.38	20.28	22.96
					每股经营现金	2.32	2.42	2.98	3.47
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.58
业绩和估值指标									
EBITDA	6227.81	7182.64	8152.97	9468.73					
PE	27.30	22.06	20.64	18.41					
PB	4.09	3.45	2.96	2.61					
PS	12.40	10.03	9.00	8.21					
EV/EBITDA	17.14	14.78	13.55	10.98					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn