

上海机场 (600009) 2018 年报点评

非航业务持续高增长, 19 年关注成本端变化

2019 年 03 月 26 日

【投资要点】

- ◆ 3 月 22 日, 公司发布 2018 年年度报告, 公司 2018 年实现营业收入 93.13 亿元, 同比增长 15.51%; 实现归母净利润 42.31 亿, 同比增长 14.88%。
- ◆ **起降架次及吞吐量增速平稳, 非航收入占主导地位。**受制于民航控总量政策, 2018 年上海浦东机场起降架次仅增长 1.61%, 但依靠宽体机投放以及客座率上升, 旅客吞吐量表现优于起降架次, 全年旅客吞吐量为 7400.63 万, 同比上升 5.72%。航空相关营收增速 6.58%, 其中与起降架次相关收入增长 5.9%, 与旅客及货物相关收入增长 7.1%。相比之下, 非航收入表现更加亮眼, 并占全年总收入的 53.81%, 占比较 2017 年提升 3.57pct, 其中以免税业务为核心的商业及餐饮收入增速 33.22%, 占总收入的 42.80%。非航业务的提升主要受益于国际旅客购买力增强以及机场扣点率的不断提高。
- ◆ **成本端运行成本增长较多, 其他成本较为稳定。**公司 2018 年营业成本同比增加 11.21%, 毛利率同比增加 1.87pct。营业成本中, 运行成本占比 41.66%, 同比增加 28.58%, 主要受维护维修费用以及委托管理费升高所致, 其中委托管理费受有税商业以及卫星厅业务招标影响, 未来依然有上升的可能。其他营业成本中, 人工成本同比增加 7.5%, 摊销成本因部分固定资产折旧年限到期, 同比下降 5.9%, 燃料消耗等其他成本表现稳定。
- ◆ **免税合同重签为中期业绩带来保障, 2019 关注成本上行压力。**公司 2018 年 9 月 8 日公告与日上上海重新签订免税合同, 7 年合同总金额 410 亿元, 扣点率 42.5%, 预计合同重签将进一步提升公司非航业务的盈利能力。S1S2 卫星厅预计于 2019 年下半年投产, 根据公司 2018 半年报公告, 计划投资额由 201 亿元下调至 167 亿元, 按照公司各项主要固定资产的折旧率, 34 亿元的投资额缩减带来的每年成本节约为 3 亿元左右, 但投产后依然会导致成本上行。此外, 根据公司披露的《2019 年日常关联交易公告》, 2019 年向集团租赁场地租金从 6.34 亿提高至 9.47 亿, 但公司业绩基数较大, 成本上行压力总体可控。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

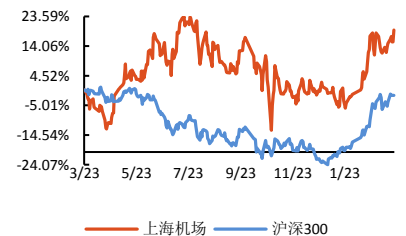
证券分析师: 卢嘉鹏

证书编号: S1160516060001

联系人: 徐晴

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总市值 (百万元) | 115521.16 |
| 流通市值 (百万元) | 65553.91 |
| 52 周最高/最低 (元) | 64.78/43.74 |
| 52 周最高/最低 (PE) | 30.93/21.02 |
| 52 周最高/最低 (PB) | 4.81/3.23 |
| 52 周涨幅 (%) | 19.24 |
| 52 周换手率 (%) | 139.58 |

相关研究

【投资建议】

- ◆ 虽然公司未来面临成本上行压力，但我们依然看好国际枢纽机场的商业价值，旅客结构优化、购买力增强为机场免税提供广阔的发展前景，中免集团在我国免税业的垄断地位为其渠道货源以及免税品类挑选能力提供保障。卫星厅 2019 年下半年投产将进一步扩大免税商业面积，持续为公司带来看点。我们预计公司 2019/2020/2021 年实现收入分别为 120.00/136.64/148.81 亿元，实现归母净利润分别为 53.08/58.74/65.86 亿元，对应 P/E 分别为 22/20/18X，给予“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 9313.11 | 12000.54 | 13663.85 | 14880.73 |
| 增长率（%） | 15.51 | 28.86 | 13.86 | 8.91 |
| EBITDA（百万元） | 6223.28 | 8263.31 | 9717.88 | 10414.77 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 4231.43 | 5308.31 | 5879.92 | 6496.98 |
| 增长率（%） | 14.88 | 25.45 | 10.77 | 10.49 |
| EPS（元/股） | 2.20 | 2.75 | 3.05 | 3.37 |
| 市盈率（P/E） | 27.30 | 21.76 | 19.65 | 17.78 |
| 市净率（P/B） | 4.09 | 3.57 | 3.12 | 2.73 |
| EV/EBITDA | 17.15 | 13.25 | 10.57 | 9.20 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 航空事故；
- ◆ 重大政策变动。

资产负债表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 10636.69 | 8471.26 | 15189.25 | 22480.06 |
| 货币资金 | 8765.51 | 6011.65 | 12843.47 | 19675.00 |
| 应收及预付 | 1387.74 | 1966.85 | 1855.33 | 2308.12 |
| 存货 | 19.96 | 29.28 | 26.95 | 33.46 |
| 其他流动资产 | 463.49 | 463.49 | 463.49 | 463.49 |
| 非流动资产 | 20292.04 | 27421.05 | 25977.44 | 24491.91 |
| 长期股权投资 | 3244.92 | 3805.33 | 4353.51 | 4907.81 |
| 固定资产 | 8511.57 | 22607.06 | 20540.06 | 18473.05 |
| 在建工程 | 8155.81 | 655.81 | 755.81 | 805.81 |
| 无形资产 | 371.53 | 321.02 | 296.24 | 273.42 |
| 其他长期资产 | 8.21 | 31.82 | 31.82 | 31.82 |
| 资产总计 | 30928.73 | 35892.31 | 41166.69 | 46971.97 |
| 流动负债 | 2286.72 | 2926.38 | 3337.21 | 3602.06 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付及预收 | 2286.72 | 2926.38 | 3337.21 | 3602.06 |
| 其他流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债 | 7.50 | 7.50 | 7.50 | 7.50 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 7.50 | 7.50 | 7.50 | 7.50 |
| 负债合计 | 2294.22 | 2933.88 | 3344.71 | 3609.56 |
| 实收资本 | 1926.96 | 1926.96 | 1926.96 | 1926.96 |
| 资本公积 | 2575.50 | 2575.50 | 2575.50 | 2575.50 |
| 留存收益 | 23743.55 | 27857.14 | 32503.81 | 37786.80 |
| 归属母公司股东权益 | 28246.01 | 32359.60 | 37006.26 | 42289.26 |
| 少数股东权益 | 388.50 | 598.84 | 815.72 | 1073.16 |
| 负债和股东权益 | 30928.73 | 35892.31 | 41166.69 | 46971.97 |

利润表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 9313.11 | 12000.54 | 13663.85 | 14880.73 |
| 营业成本 | 4499.35 | 5730.45 | 6544.67 | 7030.56 |
| 税金及附加 | 22.18 | 29.50 | 33.24 | 36.33 |
| 销售费用 | 1.07 | 1.38 | 1.58 | 1.72 |
| 管理费用 | 243.30 | 335.39 | 369.42 | 409.10 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | -193.99 | -175.31 | -120.23 | -256.87 |
| 资产减值损失 | 0.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 893.25 | 934.02 | 913.63 | 923.83 |
| 资产处置收益 | -2.90 | -2.90 | -2.90 | -2.90 |
| 其他收益 | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.25 |
| 营业利润 | 5634.44 | 7013.50 | 7749.17 | 8584.08 |
| 营业外收入 | 0.77 | 0.53 | 0.65 | 0.59 |
| 营业外支出 | 5.30 | 2.79 | 4.05 | 3.42 |
| 利润总额 | 5629.91 | 7011.24 | 7745.77 | 8581.25 |
| 所得税 | 1198.53 | 1492.60 | 1648.97 | 1826.83 |
| 净利润 | 4431.38 | 5518.64 | 6096.80 | 6754.42 |
| 少数股东损益 | 199.95 | 210.34 | 216.88 | 257.44 |
| 归属母公司净利润 | 4231.43 | 5308.31 | 5879.92 | 6496.98 |
| EBITDA | 6223.28 | 8263.31 | 9717.88 | 10414.77 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 经营活动现金流 | 4467.52 | 6065.48 | 7803.58 | 7729.37 |
| 净利润 | 4431.38 | 5518.64 | 6096.80 | 6754.42 |
| 折旧摊销 | 787.36 | 1427.38 | 2092.34 | 2090.39 |
| 营运资金变动 | 138.63 | 51.21 | 524.68 | -194.44 |
| 其它 | -889.84 | -931.76 | -910.24 | -921.00 |
| 投资活动现金流 | -3202.55 | -7624.63 | 261.50 | 316.14 |
| 资本支出 | -3569.47 | -7998.24 | -103.96 | -53.39 |
| 投资变动 | 366.93 | 373.61 | 365.45 | 369.53 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -1263.49 | -1194.71 | -1233.25 | -1213.98 |
| 银行借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -1263.49 | -1194.71 | -1233.25 | -1213.98 |
| 现金净增加额 | 1.48 | -2753.87 | 6831.83 | 6831.53 |
| 期初现金余额 | 8763.97 | 8765.51 | 6011.65 | 12843.47 |
| 期末现金余额 | 8765.51 | 6011.65 | 12843.47 | 19675.00 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 15.51 | 28.86 | 13.86 | 8.91 |
| 营业利润增长 | 16.38 | 24.48 | 10.49 | 10.77 |
| 归属母公司净利润增长 | 14.88 | 25.45 | 10.77 | 10.49 |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 51.69 | 52.25 | 52.10 | 52.75 |
| 净利率 | 45.44 | 44.23 | 43.03 | 43.66 |
| ROE | 14.98 | 16.40 | 15.89 | 15.36 |
| ROIC | 14.85 | 16.24 | 15.55 | 15.07 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 7.42 | 8.17 | 8.12 | 7.68 |
| 净负债比率 | -0.31 | -0.18 | -0.34 | -0.45 |
| 流动比率 | 4.65 | 2.89 | 4.55 | 6.24 |
| 速动比率 | 4.64 | 2.88 | 4.54 | 6.23 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.32 | 0.36 | 0.35 | 0.34 |
| 应收账款周转率 | 7.44 | 7.44 | 7.44 | 7.44 |
| 存货周转率 | 232.77 | 232.77 | 232.77 | 232.77 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.20 | 2.75 | 3.05 | 3.37 |
| 每股经营现金流 | 2.32 | 3.15 | 4.05 | 4.01 |
| 每股净资产 | 14.66 | 16.79 | 19.20 | 21.95 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 27.30 | 21.76 | 19.65 | 17.78 |
| P/B | 4.09 | 3.57 | 3.12 | 2.73 |
| EV/EBITDA | 17.15 | 13.25 | 10.57 | 9.20 |

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。