

上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

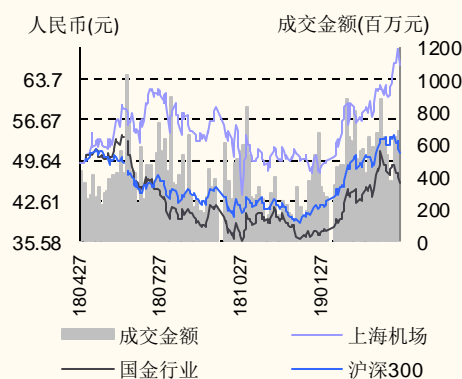
公司点评

市场价格 (人民币): 66.08 元

新免税协议履行, 毛利率显著提升

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)	127,333.41
年内股价最高最低(元)	69.23/43.74
沪深 300 指数	3889.28
上证指数	3086.40



公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.912	2.196	2.750	2.851	3.243
每股净资产(元)	13.04	14.66	16.70	18.65	20.90
每股经营性现金流(元)	2.13	2.32	2.79	3.29	3.62
市盈率(倍)	23.55	23.12	24.03	23.17	20.38
净利润增长率(%)	31.29%	14.88%	25.22%	3.70%	13.72%
净资产收益率(%)	14.66%	14.98%	16.46%	15.29%	15.52%
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 2019Q1 营收 27.7 亿, 同增 21.6%, 归母净利润 13.9 亿, 同增 36.7%, 扣非归母净利润 13.4 亿元, 同增 32.0%, 业绩符合预期。

经营分析

- **流量增速维持低位:** 2018/19 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 2019Q1 流量增长维持低位。2019Q1 公司飞机起降架次 12.7 万次, 同增 2.4%, 旅客吞吐量 1883 万人次, 同增 4.9%, 同时受到宏观经济下滑影响, Q1 货邮吞吐量同降 9.1%。2019 年夏航季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。
- **国际线占比维持高位:** 分区域看, 2018 年国际线高增长后有所放缓, 叠加春运期间航空返乡客流增多, Q1 国内线飞机起降架次和旅客吞吐量分别通知 3.8% 和 5.5%, 国际线 (包含地区) 分别同增 1.2% 和 4.4%。国际线 (包含地区) 旅客吞吐量占比 51.0%, 相比去年同期下降 0.3pct, 但仍明显高于国内其他机场。
- **新免税协议开始履行, 盈利能力显著提升:** 免税新协议 T2 航站楼部分于 2019 年开始履行, 综合扣点率提升至 42.5%, 此部分 2019Q1 营收 10.1 亿, 预计销售额 23.8 亿。免税新协议的履行对于盈利能力有明显提振, 毛利率同比提升 4.6pct, 达到 55.2%, 为历史单季最高, 核心枢纽机场的商业发展逻辑持续体现。另外 Q1 投资收益 3.0 亿, 同比增加 0.85 亿, 或由于华东凯亚转为权益法核算, 以及相关合营联营公司贡献投资收益提高。
- **等待卫星厅投产, 跨越新建产能周期:** 卫星厅预计将于 19 年年底启用, 预算数由 18 年半年报的 210 亿, 减少 34 亿至 167 亿, 投产后折旧压力将明显减小。另一方面, 19 年关联交易披露承租关联人资产场地费用增加 3.5 亿至 10.5 亿。但卫星厅投产有望迎来时刻释放, 出境免税店面积合计 9062 平方米, 将扩大一倍, 有利于持续刺激免税销售, 盈利能力有保证, 有望跨越机场产能新建周期。

投资建议

- 上海机场区位与国际旅客优势造就优秀的资产质量, 非航推动成长逻辑不变, 国际线旅客高占比提供免税销售潜力, 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。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 2019-2021 年 EPS 为 2.75/2.85/3.24 元, 对应 PE 为 24/23/20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新建卫星厅成本增量超预期, 免税销售低于预期, 突发性事件影响。

相关报告

1. 《营收增长提速, 关注卫星厅新增成本-2019-02-21 上海...》, 2019.2.21
2. 《免税推动业绩增长依旧坚挺-2018-10-29 公司点评》, 2018.10.29
3. 《免税合同签订, 披露细节揭示商业价值-2018-09-08 公...》, 2018.9.8
4. 《Q2 业绩增速高位回落, -2018-08-26 公司点评》, 2018.8.26
5. 《流量增速放缓, 进入商业贡献业绩增量阶段-2018-08-1...》, 2018.8.17

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,951	8,062	9,313	11,440	12,907	14,588	货币资金	9,966	8,764	8,766	10,549	12,228	15,246
增长率	16.0%	15.5%	22.8%	12.8%	13.0%		应收款项	1,039	1,200	1,314	1,578	1,779	2,006
主营业务成本	-3,814	-4,046	-4,499	-5,351	-6,819	-7,635	存货	20	19	20	23	30	33
%销售收入	54.9%	50.2%	48.3%	46.8%	52.8%	52.3%	其他流动资产	198	97	537	627	634	638
毛利	3,137	4,016	4,814	6,090	6,088	6,953	流动资产	11,224	10,080	10,637	12,777	14,671	17,923
%销售收入	45.1%	49.8%	51.7%	53.2%	47.2%	47.7%	%总资产	41.7%	36.6%	34.4%	35.3%	36.8%	40.0%
营业税金及附加	-60	-21	-22	-23	-26	-29	长期投资	2,364	2,739	3,247	4,347	5,647	7,047
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	12,990	14,369	16,667	18,687	19,086	19,405
营业费用	-13	-7	-1	-1	-1	-1	%总资产	48.2%	52.2%	53.9%	51.6%	47.9%	43.3%
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	350	353	372	391	409	425
管理费用	-224	-240	-243	-286	-258	-292	非流动资产	15,719	17,468	20,292	23,434	25,151	26,887
%销售收入	3.2%	3.0%	2.6%	2.5%	2.0%	2.0%	%总资产	58.3%	63.4%	65.6%	64.7%	63.2%	60.0%
息税前利润 (EBIT)	2,841	3,748	4,547	5,779	5,802	6,630	资产总计	26,944	27,547	30,929	36,211	39,822	44,810
%销售收入	40.9%	46.5%	48.8%	50.5%	45.0%	45.5%	短期借款	2,498	0	0	878	0	0
财务费用	147	121	194	171	207	284	应付款项	823	875	1,032	1,122	1,416	1,586
%销售收入	-2.1%	-1.5%	-2.1%	-1.5%	-1.6%	-1.9%	其他流动负债	997	1,183	1,255	1,389	1,564	1,766
资产减值损失	0	-1	0	-5	-2	-5	流动负债	4,317	2,058	2,287	3,389	2,980	3,352
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	730	975	893	1,100	1,300	1,400	其他长期负债	2	9	8	0	0	0
%税前利润	19.6%	20.1%	15.9%	15.6%	17.8%	16.8%	负债	4,319	2,067	2,294	3,389	2,980	3,352
营业利润	3,717	4,842	5,634	7,046	7,307	8,310	普通股股东权益	22,297	25,132	28,246	32,184	35,945	40,266
营业利润率	53.5%	60.1%	60.5%	61.6%	56.6%	57.0%	少数股东权益	327	349	389	638	897	1,192
营业外收支	0	0	-5	3	3	3	负债股东权益合计	26,944	27,547	30,929	36,211	39,822	44,810
税前利润	3,718	4,842	5,630	7,049	7,310	8,313							
利润率	53.5%	60.1%	60.5%	61.6%	56.6%	57.0%	比率分析						
所得税	-752	-984	-1,199	-1,501	-1,556	-1,770		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	20.2%	20.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	每股指标						
净利润	2,966	3,857	4,431	5,548	5,754	6,543	每股收益	1.456	1.912	2.196	2.750	2.851	3.243
少数股东损益	160	174	200	250	259	294	每股净资产	11.571	13.042	14.658	16.702	18.654	20.896
归属于母公司的净利润	2,806	3,683	4,231	5,298	5,495	6,249	每股经营现金净流	1.336	2.135	2.318	2.786	3.294	3.618
净利率	40.4%	45.7%	45.4%	46.3%	42.6%	42.8%	每股股利	0.440	0.580	0.660	0.820	0.900	1.000
							回报率						
							净资产收益率	12.58%	14.66%	14.98%	16.46%	15.29%	15.52%
							总资产收益率	10.41%	13.37%	13.68%	14.63%	13.80%	13.94%
							投入资本收益率	9.02%	11.72%	12.50%	13.50%	12.40%	12.59%
							增长率						
							主营业务收入增长率	10.60%	15.98%	15.51%	22.84%	12.82%	13.02%
							EBIT增长率	12.23%	31.94%	21.32%	27.10%	0.39%	14.27%
							净利润增长率	10.83%	31.29%	14.88%	25.22%	3.70%	13.72%
							总资产增长率	5.09%	2.24%	12.27%	17.08%	9.97%	12.53%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	50.4	50.2	49.1	50.0	50.0	50.0
							存货周转天数	1.9	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
							应付账款周转天数	12.9	19.7	30.0	30.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	512.8	410.1	333.6	591.2	507.1	431.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-33.01%	-34.39%	-30.61%	-29.46%	-33.19%	-36.77%
							EBIT利息保障倍数	-19.4	-30.9	-23.4	-33.8	-28.0	-23.3
							资产负债率	16.03%	7.50%	7.42%	9.36%	7.48%	7.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	17	23	37
增持	2	3	8	11	17
中性	0	2	3	4	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.70	1.50	1.50	1.48

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。

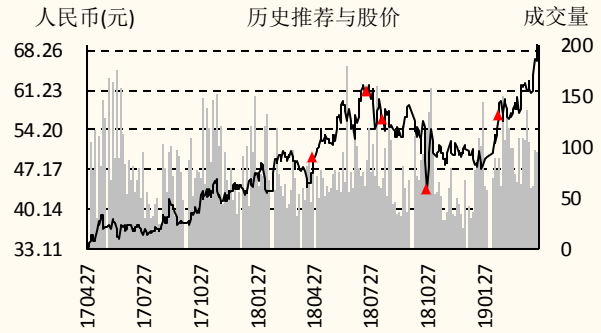
最终评分与平均投资建议对照：

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	2018-03-24	买入	50.78	N/A
2	2018-04-27	买入	47.00	N/A
3	2018-07-23	买入	61.83	76.50~76.50
4	2018-08-17	买入	56.58	76.50~76.50
5	2018-08-26	买入	57.06	76.50~76.50
6	2018-09-08	买入	53.07	76.50~76.50
7	2018-10-29	买入	48.60	65.00~65.00
8	2019-02-21	买入	56.31	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH