

上海机场 (600009)

证券研究报告

2020年02月04日

疫情洗刷后，估值具备较强吸引力

事件

受武汉新型肺炎疫情冲击影响，A股节后开市大跌，上证指数2月3日跌幅达到7.72%。上海机场跌幅7.51%，报收63.80元，市值1229亿。

一季度客流预计受到影响，单季度业绩或显著下滑

春运数据表明，春节节后9天客流1.41亿人次，农历同比下降78.3%，其中民航节后客流677万人次，农历同比下降60.7%。疫情影响居民节后出行，尽管考虑到春节后返工旅客出行需求刚性，但客流受疫情冲击阶段性下滑的事实已不可避免。上海机场收入端包括架次相关收入及旅客相关收入，均与飞机起降架次与旅客吞吐量有关，考虑到航空公司减班应对客流降低及旅客流量下降，相关收入均将随着客流下降等比例降低，单季度业绩或显著下滑。

疫情冲击毕竟有限，参考非典疫情，影响或集中在一个季度

2003非典疫情肆虐时民航首当其冲，客流受影响最严重的2003年5月全民航整体客流同比下滑77.9%，但随着疫情的逐步消退，客流迅速反弹，2003年7月客流便已同比转正。居民出行的需求不减，疫情消退后被压制的出行需求会迅速回流，因此在疫情短期内到达高点随后被逐步控制的假设下，对上市公司的影响或主要集中在2020年一季度。

危中有机，疫情洗刷后估值已逐步具备吸引力

我们测算即便上海机场一季度客流量同比下降40%，则仍可做到盈亏平衡，如二季度疫情消退客流不受影响，则全年业绩或相比前期预期低略超10亿元，落于略超40亿元的区间；2021年全年业绩不受疫情影响，或仍在65亿元以上。即便按照2020-2021年归母净利润40亿、65亿计算，当前股价对应2020-2021年业绩的PE估值为30.7X、18.9X。前期市场承认上海机场为我国核心资产之一，但饱受诟病的是估值已经拔高，难以接受，而疫情洗刷后估值已经逐步具备吸引力，可谓机从危来。

投资建议

从长期看，上海机场的产能仍有提升空间，居民出境热情不减，免税销售仍将持续走高，但由于目前疫情的影响仍相对不确定，因此我们暂不修改盈利预测，而考虑到疫情的影响毕竟是暂时的，2021年盈利向好的趋势不改。鉴于目前上海机场的市值对应2021年预期业绩的PE估值已不足20倍，逐步具备估值上的较强吸引力，维持“买入”评级，继续推荐。

风险提示：宏观经济下滑，疫情扩大化，免税销售不及预期，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	11,369.92	12,730.57	14,464.19
增长率(%)	15.98	15.51	22.09	11.97	13.62
EBITDA(百万元)	5,555.44	6,223.91	7,858.41	8,667.68	10,378.69
净利润(百万元)	3,683.41	4,231.43	5,134.38	5,562.32	6,867.17
增长率(%)	31.29	14.88	21.34	8.33	23.46
EPS(元/股)	1.91	2.20	2.66	2.89	3.56
市盈率(P/E)	33.38	29.05	23.94	22.10	17.90
市净率(P/B)	4.89	4.35	3.86	3.44	3.03
市销率(P/S)	15.25	13.20	10.81	9.66	8.50
EV/EBITDA	14.09	14.36	14.59	12.58	10.22

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	63.8元
目标价格	89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)	122,939.95
流通A股市值(百万元)	69,763.79
每股净资产(元)	16.07
资产负债率(%)	13.81
一年内最高/最低(元)	88.90/49.00

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

- 1 《上海机场-公司深度研究:中国核心国际空港，主业非航持续前行》 2019-11-21
- 2 《上海机场-季报点评:卫星厅投产拉升成本，利润增速放缓符合预期》 2019-10-29
- 3 《上海机场-半年报点评:免税延续高速增长，业绩续创新高》 2019-08-28

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	8,888.63	14,733.98	18,045.53
应收票据及应收账款	1,188.79	1,314.33	1,793.28	967.29	2,169.21
预付账款	33.53	18.95	25.67	35.18	29.71
存货	18.70	19.96	31.48	25.93	36.29
其他	74.61	517.95	554.85	392.36	489.18
流动资产合计	10,079.61	10,636.69	11,293.91	16,154.73	20,769.91
长期股权投资	2,737.27	3,244.92	3,456.92	3,478.92	3,500.92
固定资产	9,058.77	8,511.57	19,619.36	18,369.25	17,177.93
在建工程	5,310.38	8,155.81	426.23	723.85	2,933.13
无形资产	347.36	347.92	325.09	301.87	278.25
其他	14.01	31.82	31.26	22.00	17.53
非流动资产合计	17,467.79	20,292.04	23,858.86	22,895.88	23,907.76
资产总计	27,547.40	30,928.73	35,152.76	39,050.62	44,677.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	286.67	454.05	159.04	637.55	249.67
其他	1,771.38	1,832.68	2,511.50	1,779.90	2,672.16
流动负债合计	2,058.05	2,286.72	2,670.54	2,417.45	2,921.83
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	2,676.62	2,424.84	2,928.82
少数股东权益	348.56	388.50	636.07	892.08	1,208.14
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	29,913.12	33,806.74	38,613.76
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	32,476.14	36,625.78	41,748.86
负债和股东权益总	27,547.40	30,928.73	35,152.76	39,050.62	44,677.68

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,857.26	4,431.38	5,134.38	5,562.32	6,867.17
折旧摊销	836.75	787.36	1,149.61	1,400.72	1,410.65
财务费用	89.07	(0.07)	(195.37)	(261.42)	(362.76)
投资损失	(974.80)	(893.25)	(982.57)	(1,037.62)	(1,397.15)
营运资金变动	547.52	(266.44)	(151.14)	742.00	(795.18)
其它	(241.79)	408.53	247.57	256.01	316.06
经营活动现金流	4,114.02	4,467.52	5,202.48	6,662.01	6,038.80
资本支出	2,585.33	3,591.33	4,718.42	445.69	2,427.40
长期投资	374.96	507.64	212.00	22.00	22.00
其他	(4,650.26)	(7,301.52)	(8,664.85)	122.93	(3,479.25)
投资活动现金流	(1,689.97)	(3,202.55)	(3,734.43)	590.62	(1,029.85)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	135.41	208.25	209.63	275.68	377.02
其他	(3,761.71)	(1,471.74)	(1,554.58)	(1,682.96)	(2,074.41)
筹资活动现金流	(3,626.30)	(1,263.49)	(1,344.94)	(1,407.27)	(1,697.39)
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	123.11	5,845.35	3,311.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062.38	9,313.11	11,369.92	12,730.57	14,464.19
营业成本	4,045.92	4,499.35	5,358.06	6,178.74	6,524.12
营业税金及附加	21.05	22.18	11.37	15.28	20.25
营业费用	7.17	1.07	1.14	1.27	1.45
管理费用	240.03	243.30	272.88	305.53	347.14
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(121.15)	(193.99)	(195.37)	(261.42)	(362.76)
资产减值损失	0.58	0.36	0.25	0.40	0.34
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	6,904.16	7,528.39	9,330.80
营业外收入	0.28	0.77	1.60	0.88	1.09
营业外支出	0.28	5.30	1.40	2.33	3.01
利润总额	4,841.61	5,629.91	6,904.36	7,526.94	9,328.87
所得税	984.35	1,198.53	1,522.41	1,708.62	2,145.64
净利润	3,857.26	4,431.38	5,381.95	5,818.33	7,183.23
少数股东损益	173.85	199.95	247.57	256.01	316.06
归属于母公司净利润	3,683.41	4,231.43	5,134.38	5,562.32	6,867.17
每股收益(元)	1.91	2.20	2.66	2.89	3.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.98%	15.51%	22.09%	11.97%	13.62%
营业利润	30.24%	16.38%	22.54%	9.04%	23.94%
归属于母公司净利润	31.29%	14.88%	21.34%	8.33%	23.46%
获利能力					
毛利率	49.82%	51.69%	52.88%	51.47%	54.89%
净利率	45.69%	45.44%	45.16%	43.69%	47.48%
ROE	14.66%	14.98%	16.13%	15.57%	16.94%
ROIC	24.85%	25.64%	26.36%	23.85%	31.58%
偿债能力					
资产负债率	7.50%	7.42%	7.61%	6.21%	6.56%
净负债率	-34.39%	-30.61%	-27.37%	-40.23%	-43.22%
流动比率	4.90	4.65	4.23	6.68	7.11
速动比率	4.89	4.64	4.22	6.67	7.10
营运能力					
应收账款周转率	7.27	7.44	7.32	9.22	9.22
存货周转率	411.55	481.80	442.12	443.48	464.89
总资产周转率	0.30	0.32	0.34	0.34	0.35
每股指标(元)					
每股收益	1.91	2.20	2.66	2.89	3.56
每股经营现金流	2.13	2.32	2.70	3.46	3.13
每股净资产	13.04	14.66	16.52	18.54	21.04
估值比率					
市盈率	33.38	29.05	23.94	22.10	17.90
市净率	4.89	4.35	3.86	3.44	3.03
EV/EBITDA	14.09	14.36	14.59	12.58	10.22
EV/EBIT	16.58	16.43	17.09	15.01	11.83

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