

Q4 成本增长略超预期，疫情冲击不改长期价值

投资要点

- **事件：**公司发布2019年业绩快报，全年营业收入109.4亿元，同比增长17.5%，净利润50.3亿元，同比增长18.9%，我们此前预期公司净利润51.4亿元，业绩快报值比我们的预测值低2%，业绩基本符合预期。
 单看四季度，公司实现营收27.4亿元，同比增长13.4%，归母净利润10.4亿元，同比下降5.1%。
- **收入端：多因素拖累Q4增长。**①受香港事件影响，Q4地区线流量下降24.6%，拖累整体客流量增速仅0.6%（作为对比，19H1增速为4.2%）。②卫星厅投产初期部分店铺商业尚未展开，分流的旅客影响相应商业收入的增长。我们预计Q4免税销售额34.2亿元，全年销售额约138亿元，上机确认的免税收入约49.4亿元。
- **成本端：Q4运行成本增长超预期。**上机2019年全年成本54.1亿元（+18.3%），其中Q4成本16.4亿（+37.8%）。同比增加的4.6亿元，考虑9月份卫星厅投产带来的季度折旧增量约1.6亿元，因此运行及人力成本的增量约3亿元，略超我们的预期。2020年系上海机场基建周期经历成本上涨的第一个完整年度，根据公司三季报披露季度固定资产增量118亿、低于三期工程预算值，体现出公司良好的成本管控能力。
- **向前看，疫情冲击20Q1业绩确定性低点。**20年1月上机起降架次4.3万架次（-2.39%），旅客吞吐量599.3万人次（-5.4%）。分结构看，国际航线表现好于国内航线、地区线仍处于失速状态，国内航线旅客吞吐量下降9.6%、国际航线增长4.3%、地区航线下降28%。春运期间行业客运量下降超过8成由于疫情的持续时间尚未可期，我们对全年的流量预期为负增长15-20%，但政策支持及集团租金减免等外部助力仍可期待，对公司收入的影响料将小于流量变化。
- **盈利预测与投资建议。**疫情冲击及卫星厅投产成本增长均属于一次性冲击，并不影响公司长期价值的内核：免税黄金渠道定位及公司良好的管理能力。基于疫情冲击，下调公司2020、2021年盈利预测分别为43.8、60.7亿元（原预测为57.7、64.4亿元），对应当前PE分别为32.0、23.1倍，我们仍看好公司免税面积扩张及精品化策略带来的流量价值中枢抬升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情冲击超预期，免税政策变化，时刻放量低于预期。

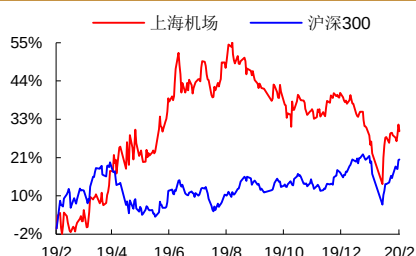
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,313.1	10,945.2	10,827.0	13,444.2
增长率	15.51%	17.53%	-1.08%	24.17%
归属母公司净利润（百万元）	4,231.4	5,030.1	4,375.1	6,070.6
增长率	14.88%	18.87%	-13.02%	38.75%
每股收益EPS（元）	2.20	2.61	2.27	3.15
净资产收益率ROE	15.48%	15.54%	11.91%	14.46%
PE	33.1	27.8	32.0	23.1
PB	5.0	4.2	3.7	3.3

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：chzhil@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)	55.88-87.5
总市值(亿元)	1,400.71
总资产(亿元)	371.71
每股净资产(元)	16.61

相关研究

1. 上海机场（600009）：卫星厅转固提升成本，利润增速换挡符合预期（2019-10-30）
2. 上海机场（600009）：非航收入跃升，业绩符合预期（2019-08-28）
3. 上海机场（600009）：非航收入大放异彩，成本端亦刚性扩张（2019-03-24）

关键假设：

假设 1：上机客流量增速方面，2020 年 2 月同比降幅 80%，3-5 月逐月恢复，6 月同比走平，全年同比下降 20%，2021 年同比增速反弹至 45%。

假设 2：成本方面，卫星厅投产后月度折旧增量 0.58 亿元、运行人力成本增量 1 亿元。

假设 3：免税方面，2019-2021 年日上免税营收分别为 138、150、175 亿元，同比增速分别为 17.3%、8.5%、17.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：上海机场公司收入拆分

单位：亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
航空主业收入	39.70	41.26	33.00	47.86
YOY	6.6%	3.9%	-20.0%	45.0%
架次相关收入	17.48	18.09	14.47	20.99
YOY	5.9%	3.5%	-20.0%	45.0%
旅客及货邮相关收入	22.22	23.16	18.53	26.87
YOY	7.1%	4.3%	-20%	45%
非航空性收入	53.44	68.20	75.27	86.59
YOY	23.2%	27.6%	10.4%	15.0%
商业租赁收入	39.86	55.04	61.31	71.80
YOY	33.2%	38.1%	11.4%	17.1%
其他非航收入	13.58	13.16	13.95	14.79
YOY	7%	6%	6%	6%
合计	93.13	109.45	108.27	134.44
YOY	15.5%	17.5%	-1.1%	24.2%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：上海机场公司成本拆分

单位：亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
人工成本	16.77	18.40	19.50	20.67
YOY	7.5%	9.7%	6.0%	6.0%
摊销成本	7.84	10.31	14.54	14.54
YOY	-5.9%	31.5%	41.0%	0.0%
运行维护成本（原运行成本）	19.05	26.91	29.06	31.39
YOY	28.6%	41.2%	8.0%	8.0%
（原燃料动力消耗）	3.21	0.00	0.00	0.00
YOY	-10.2%	-100.0%	-1.1%	-1.1%
管理成本（税金支出）	0.22	0.20	0.20	0.20
YOY	5.4%	-7.9%	-2.1%	-2.1%
财务费用	-1.94	-1.78	-1.78	-1.78

单位：亿元	2018A	2019E	2020E	2021E
YOY	60.1%	-8.4%	0.0%	0.0%
其他	0.57	0.78	0.78	0.78
YOY	-8%	38%	0.0%	0.0%
合计	45.72	54.82	62.30	65.80
YOY	9.0%	19.9%	13.6%	5.6%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9313.11	10945.25	10826.99	13444.23	净利润	4431.38	5267.76	4581.86	6357.50
营业成本	4499.35	5332.47	6080.50	6429.57	折旧与摊销	787.36	913.54	1357.34	1801.15
营业税金及附加	22.18	38.18	32.19	40.96	财务费用	-193.99	-207.96	-205.71	-255.44
销售费用	1.07	1.26	1.25	1.55	资产减值损失	0.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	243.30	262.69	259.85	322.66	经营营运资本变动	-345.00	-35.75	301.19	-205.25
财务费用	-193.99	-207.96	-205.71	-255.44	其他	-212.60	-1149.46	-1150.27	-1149.94
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	4788.13	4884.41	6548.02
投资收益	893.25	1149.89	1150.00	1150.00	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	1149.89	1150.00	1150.00
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	-4050.11	-10050.00	950.00
营业利润	5634.44	6668.49	5808.92	8054.93	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	6665.47	5805.39	8051.58	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1198.53	1397.71	1223.54	1694.08	支付股利	-1117.64	0.00	0.00	-875.02
净利润	4431.38	5267.76	4581.86	6357.50	其他	-145.85	207.96	205.71	255.44
少数股东损益	199.95	237.68	206.74	286.85	筹资活动现金流净额	-1263.49	207.96	205.71	-619.58
归属母公司股东净利润	4231.43	5030.08	4375.12	6070.64	现金流量净额	1.55	945.98	-4959.87	6878.43
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	8765.51	9711.50	4751.62	11630.06	成长能力				
应收和预付款项	1339.82	1621.73	1599.02	1976.96	销售收入增长率	15.51%	17.53%	-1.08%	24.17%
存货	19.96	23.56	27.45	29.08	营业利润增长率	16.38%	18.35%	-12.89%	38.66%
其他流动资产	511.40	601.03	594.53	738.25	净利润增长率	14.88%	18.87%	-13.02%	38.75%
长期股权投资	3244.92	3244.92	3244.92	3244.92	EBITDA 增长率	12.07%	18.41%	-5.61%	37.93%
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	21013.76	30916.33	29375.10	毛利率	51.69%	51.28%	43.84%	52.18%
无形资产和开发支出	347.92	290.37	232.81	175.26	三费率	0.54%	0.51%	0.51%	0.51%
其他非流动资产	31.82	29.46	27.10	24.74	净利率	47.58%	48.13%	42.32%	47.29%
资产总计	30928.73	36536.31	41393.78	47194.36	ROE	15.48%	15.54%	11.91%	14.46%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.33%	14.42%	11.07%	13.47%
应付和预收款项	1671.78	1897.74	2071.12	2341.52	ROIC	26.50%	25.80%	16.50%	19.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	66.87%	67.37%	64.29%	71.41%
其他负债	622.44	736.30	838.54	886.25	营运能力				
负债合计	2294.22	2634.04	2909.66	3227.77	总资产周转率	0.32	0.32	0.28	0.30
股本	1926.96	1926.96	1926.96	1926.96	固定资产周转率	1.06	1.34	0.64	0.53
资本公积	2575.50	2575.50	2575.50	2575.50	应收账款周转率	7.44	7.56	6.90	7.71
留存收益	23743.55	28773.63	33148.75	38344.37	存货周转率	212.56	223.95	219.99	212.22
归属母公司股东权益	28246.01	33276.08	37651.20	42846.82	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	626.19	832.92	1119.78	资本结构				
股东权益合计	28634.51	33902.27	38484.13	43966.60	资产负债率	7.42%	7.21%	7.03%	6.84%
负债和股东权益合计	30928.73	36536.31	41393.78	47194.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.65	4.55	2.40	4.46
					速动比率	4.64	4.54	2.39	4.45
					股利支付率	26.41%	0.00%	0.00%	14.41%
					每股指标				
					每股收益	2.20	2.61	2.27	3.15
					每股净资产	14.66	17.27	19.54	22.24
					每股经营现金	2.32	2.48	2.53	3.40
					每股股利	0.58	0.00	0.00	0.45
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	6227.81	7374.07	6960.55	9600.64					
PE	33.10	27.85	32.02	23.07					
PB	4.96	4.21	3.72	3.27					
PS	15.04	12.80	12.94	10.42					
EV/EBITDA	21.08	17.68	19.44	13.38					
股息率	0.80%	0.00%	0.00%	0.62%					

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn