

2020年2月25日

张楠
H70294@capital.com.tw
目标价(元)

76

公司基本信息

产业别	交通运输		
A 股价 (2020/2/25)	68.60		
上证指数 (2020/2/25)	3013.05		
股价 12 个月高/低	88.9/55.11		
总发行股数(百万)	1926.96		
A 股数(百万)	1093.48		
A 市值(亿元)	750.12		
主要股东	上海机场(集团)有限公司 (53.25%)		
每股净值(元)	16.61		
股价/账面净值	4.13		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	-6.4	-10.1	17.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

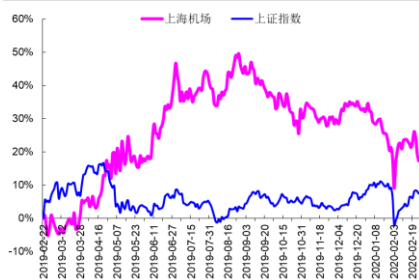
产品组合

航空性收入	37.1%
非航空性收入	62.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.6%
一般法人	54.4%

股价相对大盘走势



上海机场(600009.SH)

BUY 买入

19 年净利润增速 18.9%，疫情短期冲击不改长期投资价值

结论与建议：

事件：公司发布 2019 年业绩快报，全年营收 109.45 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润 50.3 亿元，同比增长 18.9%，毛利率 51.26%，业绩略低于预期。其中 Q4 单季实现营收 27.36 亿元，同比增长 13.4%，归母净利润 10.36 亿元，同比下降 5.06%。自 19 年 9 月卫星厅投产后，成本的增加和收入增长的放缓是 4Q 低于预期的主要原因。

■ **Q4 旅客吞吐量增速放缓。**公司 2019 年起降架次 51.18 万次，同比增长 1.39%，旅客吞吐量 7615 万人，同比增长 2.89%（国际+地区旅客占比 50.6%），其中国内旅客增速 3.3%，国际旅客增速 4.7%，地区旅客下降 7.9%。自 8 月以来香港事件和赴台自由行暂停等因素的持续影响，Q4 旅客吞吐量微增 0.61%（Q1/Q2/Q3 增速为 4.9%、3.4%、2.63%），其中地区旅客同比下滑 24.63%，下滑幅度扩大（Q3：-12.98%），国内旅客增速 0.91%，国际旅客增速 5.84%。

■ **Q4 营收增速放缓，成本端受卫星厅投产有所增加。**公司 2019 年营收 109.45 亿元，同比增 17.5%。其中 Q4 单季营收 27.36 亿元，同比增 13.4%，增速较此前季度有所放缓，主要是受旅客吞吐量增长放缓以及卫星厅投产后，商铺未能开满（如爱马仕等精品百货品牌还在合约储备期）、热门商品、爆款等免税产品品类持续完善中，产能未能得到充分利用，非航收入增长放缓，多因素影响导致 4Q 收入不及预期。成本端方面，Q4 营业成本 16.24 亿元，同比增 39.35%，主要为卫星厅投产后折旧、运维和人工成本有所增加，根据快报数据，Q4 营业成本同比增加 4.58 亿元，我们预计除折旧 1.2 亿元，运行成本增长约 3.38 亿元，略低于预期，体现了公司良好的成本管控能力。

■ **疫情短期冲击业绩承压，长期继续看好成长空间。**此次新冠疫情集中爆发在春节期间，疫情对 1 月经营影响相对可控。进入 2 月疫情扩散至全球，旅客吞吐量持续下滑，一季度业务量或明显下降。但中长期来看，随着疫情的逐步消退，客流预计或将迅速反弹。卫星厅投产后，商业环境的不断优化以及精品品牌的陆续入驻，免税销售客单价或将进一步得到提升，免税业务增速有望在卫星厅的带动下维持较高增速。同时伴随着运营效率的提高和准点率的提升，时刻或将逐步放量，航空主业及非航业务有望形成共振，业绩持续向好。

■ **盈利预测：**公司卫星厅投产后，免税运营面积和品类都将大幅扩张，免税消费潜力有望进一步提升，同时公司具备良好的成本管控能力，具有较好的业绩增长空间和现金流。基于疫情的冲击，我们下调公司 20、21 年盈利预测，预计净利为 45.8 亿元和 60.6 亿元（原预测为 58.7、67.1 亿元），YOY-9%和 32.3%，EPS 为 2.38 元和 3.14 元，当前股价对应 PE 为 29 倍和 22 倍。我们认为短期疫情的冲击和卫星厅投产后成本的增加不改公司长期投资价值，且当前估值具有较强吸引力，维持买入的投资建议。

■ **风险提示：**疫情持续时间较长、免税业务不及预期等

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,683.41	4,231.43	5,030.19	4,576.80	6,055.16
同比增减	%	31.29%	14.88%	18.88%	-9.01%	32.30%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.91	2.20	2.61	2.38	3.14
同比增减	%	31.29%	14.88%	18.88%	-9.01%	32.30%
A 股市盈率(P/E)	X	23.24	23.12	30.17	29.42	22.24
股利 (DPS)	RMB 元	0.58	0.66	0.73	0.80	0.88
股息率 (Yield)	%	1.31%	1.30%	0.92%	1.14%	1.26%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062.38	9,313.11	10,944.67	11,431.72	13,784.46
经营成本	4,045.92	4,499.35	5,334.60	6,372.18	6,727.81
毛利	4,016.46	4,813.76	5,610.07	5,059.53	7,056.66
营业税金及附加	21.05	22.18	10.07	11.43	30.33
销售费用	7.17	1.07	0.08	1.71	2.07
管理费用	240.03	243.30	270.65	342.95	441.10
财务费用	(121.15)	(193.99)	(208.71)	(137.18)	(206.77)
资产减值损失	0.58	0.36	0.00	0.00	0.00
投资收益	974.80	893.25	1,149.89	1,200.00	1,200.00
营业利润	4,841.61	5,634.44	6,674.57	6,040.61	7,989.93
税前利润	4,841.61	5,629.91	6,667.56	6,034.81	7,984.13
所得税	984.35	1,198.53	1,406.71	1,267.31	1,676.67
少数股东权益	173.85	199.95	230.65	190.70	252.30
净利润	3,683.41	4,231.43	5,030.19	4,576.80	6,055.16

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,763.97	8,765.51	10,359.80	11,620.66	14,783.69
应收账款	18.70	19.96	14.34	15.06	15.81
存货	1,188.79	1,314.33	1,662.03	1,745.13	1,832.39
流动资产合计	10,079.61	10,636.69	12,467.83	14,080.85	17,331.89
长期股权投资	2,737.27	3,244.92	3,929.93	4,126.43	4,332.75
固定资产	9,058.77	8,511.57	19,768.21	20,756.62	21,794.45
在建工程	5,310.38	8,155.81	465.65	488.93	513.38
非流动资产合计	347.36	347.92	499.35	524.32	550.53
资产总计	27,547.40	30,928.73	37,171.21	40,352.83	44,872.47
流动负债合计	2,058.05	2,286.72	4,714.94	4,858.29	5,015.19
非流动负债合计	8.58	7.50	6.56	6.89	7.23
负债合计	2,066.63	2,294.22	4,721.50	4,865.18	5,022.42
少数股东权益	348.56	388.50	445.30	467.57	490.94
股东权益合计	25,480.77	28,634.51	32,449.71	35,487.64	39,850.05
负债及股东权益合计	27,547.40	30,928.73	37,171.21	40,352.83	44,872.47

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	4,114.02	4,467.52	4,527.17	4,119.12	5,449.65
投资活动产生的现金流量净额	-1,689.97	-3,202.55	-2,562.04	-2,049.63	-1,639.71
筹资活动产生的现金流量净额	-3,626.30	-1,263.49	-1,010.79	-808.63	-646.91
现金及现金等价物净增加额	-1,202.32	1.55	954.34	1,260.86	3,163.03

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。