

上海机场（600009）

公司研究/点评报告

等待布局时点

—上海机场 2019 年年报点评

点评报告/交通运输

2020 年 03 月 30 日

一、事件概述

公司 2019 年实现营业总收入 109.45 亿元，同比增长 17.52%，归母净利 50.4 亿元，同比增长 19.2%。此前我们预期公司 2019 年归母净利 50.5 亿元。

一、分析与判断

全年收入增长稳健，免税租金仍是驱动公司业绩增长主因

业务量：2019 年浦东机场共保障飞机起降 51.18 万架次/+1.4%；旅客吞吐量 7615.35 万人次/+2.9%；货邮吞吐量 363.42 万吨/-3.5%。其中 Q4 受地缘政治因素影响，公司旅客吞吐量同比增 0.6%，起降架次同比降 0.3%。与过去几年不同的是，2019 年国际+地区旅客航班量（-0.45pct）及旅客吞吐量（-0.2pct）占比出现下滑，但这一现象主要出现在 Q4，仍与香港、台湾的地缘政治因素相关。

收入端：2019 年航空性收入 41 亿元/+3%，与架次和旅客增速持平，主要因 2019 年国际+地区航班量及旅客占比下降。非航空性收入 69 亿元/+28%，其中商业租赁收入 55 亿元/+37%，较上半年放缓，主要受地缘政治因素影响，其中 T2+卫星厅贡献免税租金收入 37.88 亿元。投资收益 11.5 亿元/+29%，主要增量来自德高动量广告和其他投资基金，油料公司收益有所下滑。

成本拆分：口径有所调整，卫星厅投产对成本影响体现

公司 2019 年营业成本共 54 亿元/+18%，其中人工成本 18.8 亿元/+12%，主要因员工人数增长 16%，但人均人工成本降 3%。考虑下半年卫星厅才投入运营，目前人均人工成本下降或主要与部分人工成本对应的人数增长在下半年产生所致。2019 年摊销成本 8.9 亿元/+13%，其中卫星厅于三季度末投运后带来的增量影响约 1.1 亿元，对应主体工程+设备等固定资产转固约 120 亿元。此外，公司 Q4 在建工程较 Q3 增加近 1 亿，预计也与卫星厅相关设备投入有关，后续折旧成本仍有增长空间。公司 2019 年运营维护成本 27.8 亿元/+25%，该成本项合并了过去的运行成本及燃料动力成本，主要与委托管理费、场地及资产租赁费等运营费用同比增加有关。

二、投资建议

考虑海外疫情影响，我们下调 2020 年归母净利 46%至 27 亿，因我们预期：（1）国际航班及客流下滑将对航空性收入造成 30%以上的拖累；（2）机场免税租金在 2-10 月或可能仅有保底租金，较原预测租金收入减少 15 亿；（3）投资收益部分不确定性较高，油料及广告部分收入存较大不确定性，给予 20%调减。看 2021 年，我们预计卫星厅的投运必然带动浦东机场时刻容量的增长，叠加居民出行需求在 2021 年迎来回补，上海机场业绩有望迎来大幅反弹。现预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.39、2.92、3.44 元，对应 PE 为 45、21、18 倍。假设 WACC=6.1%，永续增长率为 1%的条件，公司 DCF 对应估值为 1645 亿元，较当前价格有 38%的上行空间，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

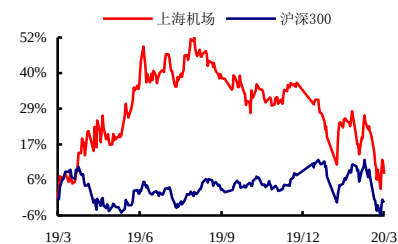
当前价格： 62.09 元

交易数据

2020-3-27

近 12 个月最高/最低(元)	87.5/58.06
总股本(百万股)	1,927
流通股本(百万股)	1,093
流通股比例(%)	56.75
总市值(亿元)	1,196
流通市值(亿元)	679

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

- 1.上海机场(600009):业绩符合预期,期待否极泰来
- 2.上海机场(600009)公司深度研究:否极泰来,长期无虞

三、风险提示：

免税销售不及预期；时刻增长不及预期；商业保底租金下调风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,945	9,517	13,361	15,153
增长率（%）	17.5%	-13.0%	40.4%	13.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,044	2,669	5,627	6,623
增长率（%）	19.2%	-47.1%	110.8%	17.7%
每股收益（元）	2.61	1.39	2.92	3.44
PE（现价）	23.8	44.8	21.3	18.1
PB	3.7	3.5	3.0	2.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,945	10,945	9,517	13,361
营业成本	5,340	5,335	6,862	7,181
营业税金及附加	10	11	10	13
销售费用	0	0	0	0
管理费用	265	274	238	334
研发费用	0	0	0	0
EBIT	5,329	2,408	5,833	7,226
财务费用	(209)	(207)	(199)	(179)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,150	920	1,437	1,380
营业利润	6,688	3,535	7,470	8,784
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	6,681	3,535	7,470	8,784
所得税	1,407	738	1,575	1,845
净利润	5,274	2,797	5,896	6,939
归属于母公司净利润	5,044	2,669	5,627	6,623
EBITDA	6,220	4,153	7,685	8,986
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10360	9962	17881	27001
应收账款及票据	1662	1294	1810	2058
预付款项	1	29	21	18
存货	14	28	28	28
其他流动资产	418	418	418	418
流动资产合计	12468	11741	20170	29537
长期股权投资	3930	3930	3930	3930
固定资产	19769	24269	24269	24269
无形资产	499	516	543	590
非流动资产合计	24703	27350	25570	23898
资产合计	37171	39091	45740	53436
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	575	532	613	651
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4715	3838	4591	5348
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	4722	3845	4598	5355
股本	1927	1927	1927	1927
少数股东权益	445	573	841	1158
股东权益合计	32450	35246	41142	48081
负债和股东权益合计	37171	39091	45740	53436

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	17.5%	-13.0%	40.4%	13.4%
EBIT 增长率	17.2%	-54.8%	142.3%	23.9%
净利润增长率	19.2%	-47.1%	110.8%	17.7%
盈利能力				
毛利率	51.2%	27.9%	46.3%	50.3%
净利润率	46.1%	28.0%	42.1%	43.7%
总资产收益率 ROA	13.6%	6.8%	12.3%	12.4%
净资产收益率 ROE	15.8%	7.7%	14.0%	14.1%
偿债能力				
流动比率	2.6	3.1	4.4	5.5
速动比率	2.6	3.1	4.4	5.5
现金比率	2.2	2.6	3.9	5.0
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	49.6	49.6	49.4	49.6
存货周转天数	1.2	1.5	1.4	1.4
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	2.6	1.4	2.9	3.4
每股净资产	16.6	18.0	20.9	24.4
每股经营现金流	2.5	1.6	3.4	4.1
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.8	44.8	21.3	18.1
PB	3.7	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	17.6	26.4	13.2	10.3
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,261	2,797	5,896	6,939
折旧和摊销	891	1,745	1,852	1,761
营运资金变动	(132)	(543)	244	509
经营活动现金流	4,868	3,079	6,553	7,829
资本开支	2,301	4,392	72	89
投资	41	0	0	0
投资活动现金流	(1,810)	(3,472)	1,366	1,291
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1,481)	(5)	0	0
现金净流量	1,577	(398)	7,919	9,119

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。