

上海机场 (600009): 疫情影响超预期, 下调20年盈利预测

2020年03月29日

推荐/维持

上海机场 公司报告

报告摘要:

事件: 公司发布年报, 实现营收 109.45 亿元 (+17.52%), 扣非后归母净利润 50.33 亿元 (+18.85%), 与业绩快报一致。我们于 2 月 23 日发布过公司业绩快报点评, 对之前已经涉及过的内容, 本报告不做过多赘述。

商业餐饮收入增速放缓, 投资收益大幅增长。 商业餐饮收入 54.63 亿元, 同比增长 37.1%, 其中上半年 27.73 亿元, 下半年 26.90 亿元, 环比微降。我们认为主要与下半年免税商品营销策略以及香港客流量大幅下滑有关。粗略估计 2019 全年上海机场免税销售额约 130 亿元, 其中 T2 与卫星厅合计约 90 亿, T1 约 40 亿。投资收益方面, 德高动量与航空油料公司本年分别贡献投资收益 4.66 亿元 (+15%) 与 4.96 亿元 (+17%), 投资收益合计 11.5 亿元, 同比增长 29.1%, 略超预期。

房屋与建筑折旧偏低, 卫星厅成本还未完全体现。 折旧成本 8.49 亿元, 较上年增加 0.98 亿元。其中主要增长来自于房屋建筑增长 0.56 亿元, 机械设备增长 0.32 亿元。房屋与建筑物折旧计提偏低, 年报中公司房屋与建筑项目转固 104.5 亿元, 按照卫星厅折旧 25 年, 残值 3% 计算, 每年折旧约 4 亿元。而公司房屋与建筑物折旧上半年 2.3 亿, 下半年 2.6 亿, 显然卫星厅折旧在今年下半年没有完全体现。

盈利预测与评级: 上海机场盈利的最大优势在于高比例的国际航线以及由此带来的丰厚免税收入, 也因此成为国内受海外疫情扩散影响最大的机场。考虑到海外疫情扩散超预期, 我们认为今年受不可抗力影响, 公司存在无法获得全额保底收入的可能, 故在具体盈利预测中, 我们不考虑保底收入。

我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 17.8 亿元, 57.2 亿元和 67.0 亿元, EPS 分别为 0.92 元, 2.97 元以及 3.48 元, 对应现有股价 PE 为 67.2X, 20.9X 和 17.9X。虽然 2020 年公司业绩不可避免遭遇重创, 但疫情并不影响公司长期的增长逻辑, 故维持“推荐”评级。

风险提示: 疫情持续时间超预期; 民航政策变化。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,313.11	10,944.6	7,854.24	12,986.5	14,498.5
增长率 (%)	15.51%	17.52%	-28.24%	65.34%	11.64%
归母净利 (百万元)	4,231.43	5,030.21	1,781.24	5,719.14	6,704.15
增长率 (%)	14.88%	18.72%	-64.39%	217.58%	16.94%
净资产收益率 (%)	14.98%	15.72%	5.36%	15.35%	15.98%
每股收益 (元)	2.20	2.61	0.92	2.97	3.48
PE	28.22	23.79	67.17	20.92	17.85
PB	4.24	3.74	3.60	3.21	2.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

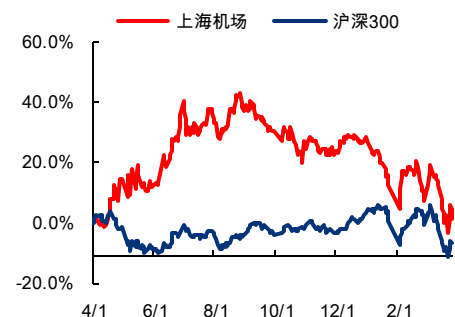
公司简介:

公司的经营范围是为国内外航空运输企业及旅客提供地面保障服务, 经营出租机场内航空营业场所、商业场所和办公场所, 国内贸易; 广告经营, 货运代理、代理报关、代理报检业务, 长途客运站, 停车场管理及停车延伸服务等。

交易数据

52 周股价区间 (元)	62.09-59.62
总市值 (亿元)	1196.45
流通市值 (亿元)	678.94
总股本/流通 A 股 (万股)	192696/109348
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.94

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

研究助理: 李蔚

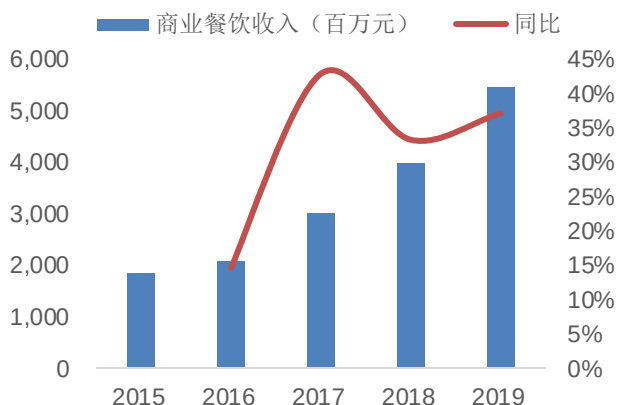
liwei_yjs@dxzq.net.cn

2019 年, 公司实现营收 109.45 亿元 (+17.52%), 营业总成本 54.07 亿元 (+18.26%); 实现扣非后归母净利 50.33 亿元 (+18.85%)。EPS 为 2.61 元 (+18.64%)。其中四季度单季实现营收 27.37 亿元, 营业总成本 16.38 亿元, 扣非后归母净利润 10.35 亿元。四季度营收符合预期, 但成本略超预期。我们于 2 月 23 日发布过公司业绩快报点评, 对该点评已经涉及过的内容, 本报告不做过多赘述。

商业餐饮收入增速放缓, 投资收益大幅增长

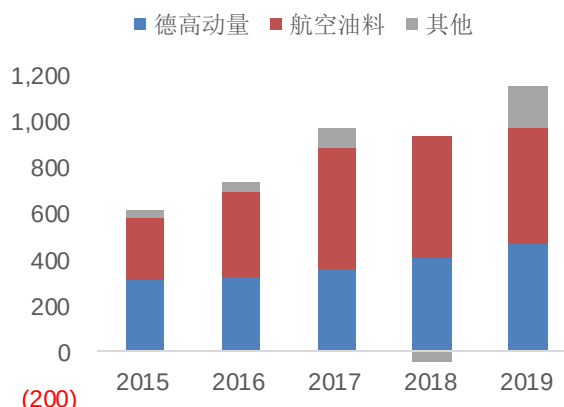
公司全年完成商业餐饮收入 54.63 亿元, 同比增长 37.1%, 其中上半年 27.73 亿元, 下半年 26.90 亿元, 下半年略少于上半年, 我们认为主要与下半年免税商品营销策略以及香港客流量大幅下滑有关。我们预计全年上海机场免税销售额约 130 亿元, 其中 T2 与卫星厅合计约 90 亿, T1 航站楼贡献约 40 亿销售额, 符合预期。

图 1: 商业餐饮收入同比增长 37%



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 2: 投资收益增长至 11.5 亿元



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

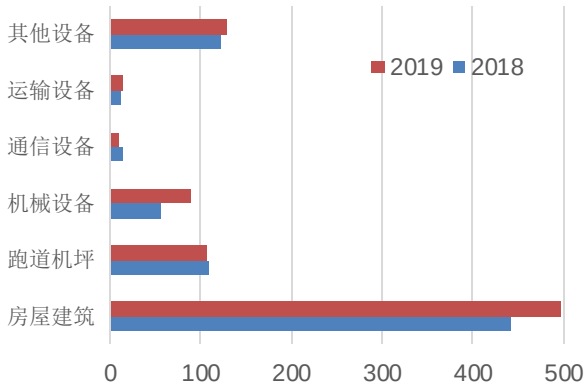
投资收益方面, 德高动量与航空油料公司本年分别贡献投资收益 4.66 亿元 (+15%) 与 4.96 亿元 (+17%), 投资收益合计 11.5 亿元, 同比增长 29.1%, 略超预期。

房屋与建筑折旧偏低, 卫星厅成本增长还未完全体现。

由于卫星厅投入运营, 公司运营成本与人力成本提升较为明显。19 年下半年卫星厅运营 4 个月, 公司运营成本环比上半年增长约 4 亿元, 月均运营成本约 1 亿元, 我们认为基本符合预期。

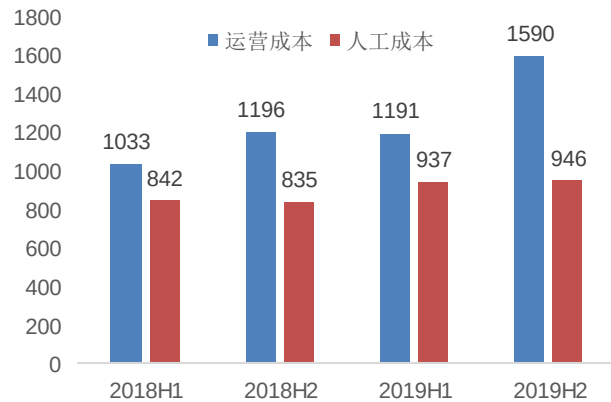
折旧方面, 房屋与建筑物计提折旧金额低于预期。2019 年公司折旧成本 8.49 亿元, 较上年增加 0.98 亿元, 其中主要增长来自于房屋建筑增长 0.56 亿元, 机械设备增长 0.32 亿元。我们认为今年房屋与建筑物折旧计提偏低。公司房屋与建筑项目转固 104.5 亿元, 按照卫星厅折旧 25 年, 残值 3% 计算, 一年折旧约 4 亿元。而公司房屋与建筑物折旧上半年 2.3 亿, 下半年 2.6 亿, 显然卫星厅折旧在今年下半年没有完全体现。

图 3: 房屋与建筑计提折旧低于预期



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 4: 人工成本与运营成本提升较为明显



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2020 年展望: 疫情影响超预期, 故下调盈利预测

上海机场盈利的最大优势在于高比例的国际航线以及由此带来的丰厚免税收入, 也因此成为受海外疫情扩散影响最大的机场。3 月 29 日起民航局继续调减国际航班量, 航空入境旅客将会降至极低水平 (同比下降 95% 以上), 会直接导致公司收入端的大幅下滑。

现有情况下, 我们认为国内航线有望在 6 月基本恢复正常运行, 但国际航线的恢复较国内则会相应延后 2-3 个月。免税保底收入方面, 我们认为今年受不可抗力影响, 公司存在无法获得全额保底收入的可能, 故在具体盈利预测中, 我们不考虑免税的保底收入。

盈利预测与评级:

我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 17.8 亿元, 57.2 亿元和 67.0 亿元, EPS 分别为 0.92 元, 2.97 元以及 3.48 元, 对应现有股价 PE 分别为 67.2X, 20.9X 和 17.9X。虽然 2020 年公司业绩不可避免遭遇重创, 但疫情并不影响公司长期的增长逻辑, 故维持“推荐”评级。

风险提示: 疫情持续时间超预期; 免税业务增长不及预期; 政策层面的变化

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位: 百万元		利润表				单位: 百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	10637	12468	14898	20274	26335	营业收入	9313	10945	7854	12987	14499
货币资金	8766	10360	13367	18031	23882	营业成本	4499	5340	6125	6819	7116
应收账款	1314	1662	1076	1779	1986	营业税金及附加	22	10	20	32	36
其他应收款	7	13	9	15	17	营业费用	1	0	1	1	2
预付款项	19	1	1	1	1	管理费用	243	265	295	325	362
存货	20	14	27	30	31	财务费用	-194	-209	-228	-314	-419
其他流动资产	463	358	358	358	358	资产减值损失	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	20292	24703	23625	22549	21464	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3245	3930	3930	3930	3930	投资净收益	893.25	1149.91	696.12	1404.54	1402.31
固定资产	8512	19769	18669	17559	16490	营业利润	5634	6675	2342	7531	8807
无形资产	348	499	484	470	457	营业外收入	0.77	2.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	10	0	0	0	营业外支出	5.30	9.42	0.00	0.00	0.00
资产总计	30929	37171	38523	42824	47799	利润总额	5630	6668	2342	7531	8807
流动负债合计	2287	4715	4728	4794	4823	所得税	1199	1407	468	1582	1850
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	4431	5261	1873	5950	6958
应付账款	454	575	587	654	682	少数股东损益	200	231	92	231	254
预收款项	3	14	14	14	14	归属母公司净利润	4231	5030	1781	5719	6704
一年内到期的非流动负	0	0	0	0	0	EBITDA	6545	7814	3349	8461	9642
非流动负债合计	8	7	7	7	7	EV/EBITDA	16.94	13.98	31.74	12.01	9.93
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2294	4722	4734	4801	4829	成长能力					
少数股东权益	389	445	538	768	1022	营业收入增长	15.51%	17.52%	-28.24%	65.34%	11.64%
实收资本（或股本）	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	16.38%	18.46%	-64.91%	221.60%	16.94%
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润	-64.59%	221.08%	-64.59%	221.08%	17.22%
未分配利润	22434	26192	27439	31442	36135	获利能力					
归属母公司股东权益合	28246	32004	33251	37255	41948	毛利率(%)	51.69%	51.21%	22.01%	47.49%	50.92%
负债和所有者权益	30929	37171	38523	42823	47799	净利率(%)	47.58%	48.07%	23.85%	45.82%	47.99%
现金流量表	10637	12468	14898	20274							
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
						26335	13.37%	13.68%	13.53%	4.62%	13.36%
						ROE(%)	14.98%	15.72%	5.36%	15.35%	15.98%
经营活动现金流	4468	4885	2777	4831	6210	偿债能力					
净利润	4431	5261	1873	5950	6958	资产负债率(%)	7%	13%	12%	11%	10%
折旧摊销	1104.32	1348.57	0.00	1219.10	1229.90	流动比率	4.65	2.64	3.15	4.23	5.46
财务费用	-194	-209	-228	-314	-419	速动比率	4.64	2.64	3.15	4.22	5.45
应收账款减少	0	0	586	-703	-207	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.32	0.21	0.32	0.32
投资活动现金流	-3203	-1810	536	1235	1232	应收账款周转率	7	7	6	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.15	21.28	13.52	20.93	21.70
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	893	1150	696	1405	1402	每股收益(最新摊薄)	2.20	2.61	0.92	2.97	3.48
筹资活动现金流	-1263	-1481	-306	-1402	-1592	每股净现金流(最新摊	0.00	0.83	1.56	2.42	3.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	14.66	16.61	17.26	19.33	21.77
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	28.22	23.79	67.17	20.92	17.85
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.24	3.74	3.60	3.21	2.85
现金净增加额	1	1594	3007	4664	5850	EV/EBITDA	16.94	13.98	31.74	12.01	9.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	上海机场（600009）：卫星厅投产促进客单价提升，成本增长略超预期	2020-02-23
行业	【东兴交运】2020年市场展望：坚守优质赛道，重点关注业绩兑现	2020-01-10
行业	“不一样的财报解读”系列之机场行业：产能瓶颈缓解，短期利空无碍机场免税持续增长	2019-11-06
公司	北京首都机场股份（0694.HK）：悲观预期充分释放，新机场分流不改国门本色	2019-10-06
行业	“不一样的财报解读”系列之2019年中报：快递价格战加速盈利分化；枢纽机场进入免税时代	2019-09-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015 年至 2018 年于广发证券任交通运输行业分析师，2019 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。