

2014年08月18日

# 上海机场 (600009)

——2014年中报点评：非航收入增幅显著，重申“买入”

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入

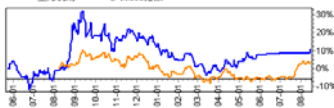
维持

市场数据:	2014年08月15日
收盘价(元)	13.97
一年内最高/最低(元)	17.41/12.01
上证指数/深证成指	2227/7982
市净率	1.6
息率(分红/股价)	2.15
流通A股市值(百万元)	15276

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	9.03
资产负债率%	19.00
总股本/流通A股(百万)	1927/1094
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《上海机场(600009)2014年一季报点评:收费并轨是收入增长的主要驱动力,维持“买入”》 2014/04/29

### 证券分析师

张西林 A0230512070001  
zhangxl@swsresearch.com  
谢平 A0230514070001  
xieping@swsresearch.com

### 联系人

吴一凡  
(8621)23297818x7469  
wuyf@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号  
电话:(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	5,215	11	1,873	19	0.97	44.0	11.1	14	8
2014H1	2,749	11	1,028	15	0.53	43.9	5.9		
2014E	5,801	11.2	2,158	15.2	1.12	46.6	11.8	12.5	9.3
2015E	6,344	9.4	2,492	15.5	1.29	48.3	12.6	10.8	8.5
2016E	6,964	9.8	2,866	15.0	1.49	50.1	13.3	9.4	7.5

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE;

### 投资要点:

- **业绩符合预期,非航收入增幅超过业务量增幅。**2014年上半年公司飞机起降架次同比增长5.99%至19.02万架次、旅客吞吐量同比增长7.83%至2446.98万人次、货邮吞吐量同比增长7.53%至149.27万吨;同期公司收入同比增长11.23%至27.49亿元,非航收入同比增长12.12%至8.27亿元。受基数影响(2013年4月1日内外航收费并轨)公司收入增速超业务量增速,但更值得关注的是公司非航收入增速超业务量增速。归属净利同比增长15.17%至10.28亿元,基本符合此前预期(2014/07/14业绩前瞻预计同比增长18.1%至10.54亿元);2014Q2收入同比增长8.18%至13.88亿元、归属净利同比增长10.57%至5.19亿元。
- **资本开支压力反应较为充分。**公司资本开支压力来自于两个方面:短期看,公司于前期公告2014年度日常关联交易金额的公告,分析预计2014年公司与集团/公司的关联交易金额将增加约1.73亿元,主要增量来自于场地租赁费的增加(二跑道部分场地、三跑道场地租金单价上调而增加的年租金9392.99万元、第四跑道将增加租金7206.18万元)。中长期看,三期扩建工程开工在即。不过,我们认为市场对于资本开支的冲击反应较为充分:主要理由在于公司近期公示三期扩建工程的环评影响,基本确认三期扩建工程的工期但股价对此却反应相对平淡。
- **国资/国企改革、迪斯尼和沪港通值得期待。**我们一直认为在国资/国企改革的背景下,上海机场大股东机场集团“通过一个整合平台运营航空相关资产”的承诺也使得公司整体上市有重新提上日程的可能。针对市场普遍担忧的待注入资产的盈利能力问题,我们认为资产盈利能力与方案优劣并不能完全划等号,而是否有利于二级市场股东主要取决于注入资产的价格。我们之前测算迪斯尼将带来1000万余人次的旅客量,沪港通将提升稳定增长类公司的估值(国际可比公司的估值基本维持在20X PE左右)。

本公司不持有或交易股票及其衍生品,在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务;本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的,持有比例可能超过已发行股份的1%,还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

**维持盈利预测并重申“买入”评级。**考虑新增资本开支时间尚有一定不确定性，我们暂维持 2014-2016 年EPS预测为 1.12 元、1.29 元和 1.49 元；对应最新股价的PE为 12.5X、10.8X和 9.4X。资本开支压力反应较为充分，且与海外机场公司估值比较看仍有优势，我们重申“买入”评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,720	5,215	5,801	6,344	6,964
航空性及相关收入	2,394	2,834	3,133	3,446	3,726
非航收入-商业场所租赁	1,422	1,573	1,800	1,975	2,228
非航收入-候机楼设施租赁	353	436	468	497	545
非航收入-广告	52	58	62	66	72
非航收入-其他	495	315	338	360	394
营业总成本	3,254	3,240	3,550	3,712	3,835
营业成本	2,930	2,923	3,096	3,282	3,478
员工成本	1,102	1,119	1,210	1,309	1,388
折旧成本	903	871	871	908	945
租赁摊销	225	225	225	225	225
其他成本	700	736	790	840	920
营业税金及附加	105	116	129	141	155
销售费用	0	16	18	20	22
管理费用	185	190	209	228	209
财务费用	35	(6)	(9)	(31)	(72)
资产减值损失	(0)	0	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	591	536	639	714	744
营业利润	2,057	2,511	2,890	3,346	3,873
营业外收支	49	4	0	0	0
利润总额	2,106	2,515	2,890	3,346	3,873
所得税	388	492	560	654	778
净利润	1,718	2,023	2,330	2,692	3,096
少数股东损益	137	150	173	200	230
归属于母公司所有者的净利润	1,581	1,873	2,158	2,492	2,866

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1,718	2,023	2,330	2,692	3,096
加: 折旧摊销减值	915	933	884	884	921
财务费用	132	133	(9)	(31)	(72)
非经营损失	(576)	(550)	(639)	(714)	(744)
营运资本变动	35	310	(48)	(38)	(47)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	2,182	2,849	2,519	2,792	3,153
资本开支	108	529	578	500	400
其它投资现金流	567	519	639	714	744
投资活动现金流	484	(10)	61	214	344
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	1,286	959	941	1,013	1,094
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(1,286)	(959)	(941)	(1,013)	(1,094)
净现金流	1,381	1,880	1,639	1,994	2,403

资料来源:申万研究

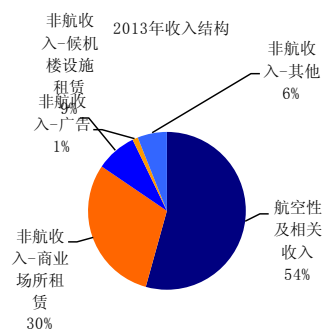
关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
--	------	-------	-------	-------

起降架次YOY 2.6% 5.3% 4.4% 7.5%

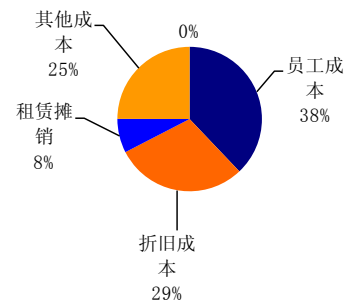
旅客吞吐量YOY 5.1% 7.3% 6.4% 9.5%

收入结构

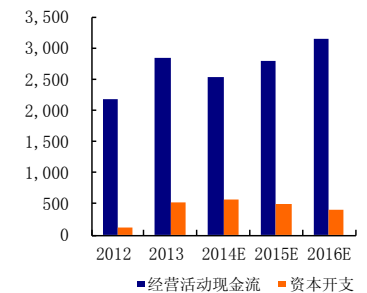


成本结构

2013年成本结构



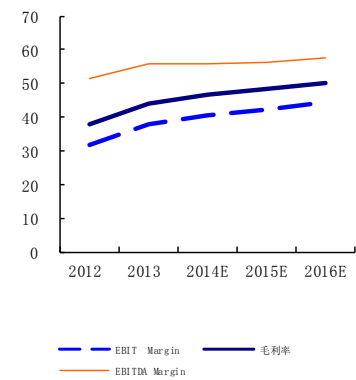
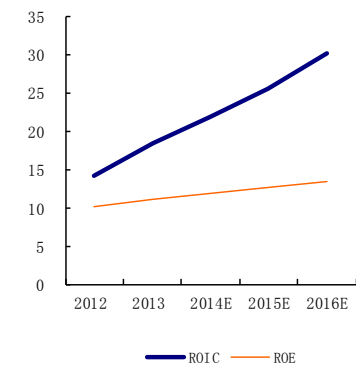
资本开支与经营活动现金流



**合并资产负债表**

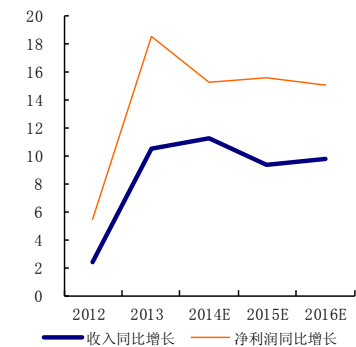
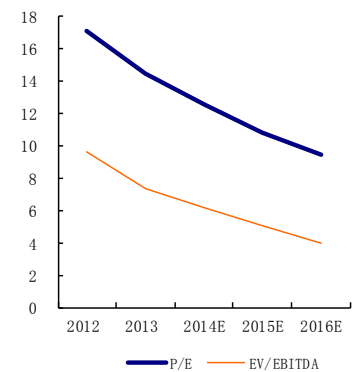
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,712	7,608	9,336	11,412	13,909
现金及等价物	4,796	6,676	8,314	10,308	12,712
应收款项	897	914	1,001	1,082	1,175
存货净额	19	18	20	21	23
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,779	1,796	1,796	1,796	1,796
固定资产	11,491	11,084	10,791	10,420	9,913
无形资产及其他资产	427	430	418	406	394
资产总计	19,409	20,918	22,341	24,035	26,012
流动负债	862	1,174	1,217	1,262	1,310
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	401	715	757	803	851
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2,494	2,497	2,497	2,497	2,497
负债合计	3,356	3,671	3,713	3,759	3,807
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
资本公积	2,575	2,575	2,575	2,575	2,575
盈余公积	1,310	1,310	1,310	1,310	1,310
未分配利润	9,973	11,133	12,446	13,965	15,707
少数股东权益	268	302	475	675	904
股东权益	16,053	17,247	18,733	20,452	22,424
负债和股东权益合计	19,409	20,918	22,446	24,211	26,230

资料来源:申万研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**重要财务指标**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.82	0.97	1.12	1.29	1.49
每股经营现金流	1.13	1.48	1.31	1.45	1.64
每股红利	0.10	0.60	0.44	0.50	0.58
每股净资产	8.19	8.79	9.48	10.26	11.17
关键运营指标(%)					
ROIC	14.1	18.4	21.8	25.5	30.1
ROE	10.0	11.1	11.8	12.6	13.3
毛利率	37.9	43.9	46.6	48.3	50.1
EBITDA Margin	51.2	55.6	55.7	56.0	57.7
EBIT Margin	31.8	37.8	40.5	42.1	44.5
收入同比增长	2.4	10.5	11.2	9.4	9.8
净利润同比增长	5.4	18.5	15.2	15.5	15.0
资产负债率	17.3	17.5	16.6	15.6	14.6
净资产周转率	0.30	0.31	0.32	0.32	0.32
总资产周转率	0.24	0.25	0.26	0.26	0.27
有效税率	25.6	24.9	24.9	24.9	24.9
股息率	0.7	4.3	3.1	3.6	4.2
估值指标(倍)					
P/E	17.0	14.4	12.5	10.8	9.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/Sale	4.9	4.1	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	9.6	7.3	6.1	5.1	3.9

资料来源:申万研究

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。