

上海机场 (600009.SH)

Q4 单季成本环增 2.9 亿, 固定资产与 Q3 期末相当, 归母净利润同减 5.06%

核心观点:

- 公司发布 2019 年业绩快报公告。19FY 营业收入、营业成本、归母净利润分别为 109.4、53.3、50.3 亿元, 分别同增 17.52%、18.56%、18.88%; 19Q4 营业收入、营业成本、归母净利润分别为 27.4、16.2、10.4 亿元, 分别同增 13.44%、39.26%、-5.06%。
- 19Q4 营收环降 0.16 亿元, 预计主要系免税销售收入环比略有下滑所致。公司飞机起降架次、旅客吞吐量 19FY 分别同增 1.39%、2.89%, 19Q4 分别同比变化-0.29%、0.61%。其中, 受境外因素及春节前移影响, Q4 跨境旅客量同比微增 0.31%、环比下滑 8.38%。旅客量下滑叠加电商促销分流、卫星厅转场磨合影响, 我们估计 19Q4 机场免税销售环比有所下降, 导致 Q4 免税租赁收入环比略有下滑。
- 19Q4 营业成本环增 2.94 亿元, 预计主要为折旧与租赁费用有所增长。伴随 19 年 9 月 16 日卫星厅启用, Q4 资产相关成本有所增长: (1) 公司 Q3 转固约 118 亿元, Q4 期末固定资产与 Q3 期末相当, 根据折旧天数计算, 估算 Q4 折旧成本环增约 1.5 亿元。(2) 公司预计 19 年租赁费为 10.5 亿元(根据公司关联交易公告), 19H1 已发生 4.8 亿元, 相应推算 19H2 环增约 0.8 亿元, 增量部分应该主要体现在 4 季度。剩余成本环增约 0.6 亿元, 可变成本增长相对可控。
- 盈利预测与投资建议: 疫情冲击下, 20 年春运 40 天民航旅客量同降 47.5% (交通部数据), 2 月近期浦东机场执飞率基本在 20~25% 区间波动 (Airsavi 数据), 假设公司 20Q1、Q2 旅客吞吐量、起降架次降幅相同, 分别为 50%、10%, 免税收入分别同比下滑 40%、20%, 相应调整 20-21 年盈利预测为 36.5、56.3 亿元, 对应 PE 为 38.4、24.9 倍。根据 DCF 估值, 公司合理价值为 79.41 元/股, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 航空客流下滑超预期, 旅客消费意愿萎缩, 免税政策变化, 租赁及可变成本增长超预期。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,062	9,313	10,945	10,600	13,747
增长率(%)	16.0	15.5	17.5	-3.1	29.7
EBITDA(百万元)	4,585	5,335	6,291	5,292	7,776
净利润(百万元)	3,683	4,231	5,034	3,649	5,635
增长率(%)	31.3	14.9	19.0	-27.5	54.4
EPS(元/股)	1.91	2.20	2.61	1.89	2.92
市盈率(P/E)	23.55	23.12	27.82	38.39	24.86
市净率(P/B)	3.45	3.46	4.41	4.08	3.66
EV/EBITDA	17.01	16.69	21.20	25.18	16.87

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 本表净利润为归母净利润口径

公司评级

增持

当前价格	72.69 元
合理价值	79.41 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-22

相对市场表现



分析师:

关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

相关研究:

上海机场(600009.SH):扩产 2019-10-29

转固金额低于预期, 免税业务有望伴随卫星厅转场逐步改善

上海机场(600009.SH):扣非 2019-08-27

同增 31%, 免税贡献增量收入占比超 90%

上海机场(600009.SH):19Q1 2019-04-26

净利同增 36.67%, 看好新卫星厅投产带来免税转化率进一步提升

联系人: 孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,080	10,637	9,257	12,930	19,523	经营活动现金流	4,114	4,468	7,097	657	2,800
货币资金	8,764	8,766	7,012	6,796	8,901	净利润	3,857	4,431	5,265	3,819	5,896
应收及预付	1,222	1,333	1,704	1,562	2,037	折旧摊销	837	787	961	1,644	1,656
存货	19	20	14	23	24	营运资金变动	303	139	2,014	-3,791	-3,596
其他流动资产	75	518	527	4,549	8,561	其它	-883	-890	-1,143	-1,014	-1,157
非流动资产	17,468	20,292	28,094	26,958	25,460	投资活动现金流	-1,690	-3,203	-7,621	507	999
长期股权投资	2,737	3,245	3,945	4,245	4,245	资本支出	-2,291	-3,569	-8,071	-215	-165
固定资产	9,059	8,512	19,442	18,080	16,636	投资变动	-110	-538	-700	-300	0
在建工程	5,310	8,156	4,346	4,290	4,255	其他	711	905	1,150	1,021	1,164
无形资产	347	348	330	312	292	筹资活动现金流	-3,626	-1,263	-1,230	-1,380	-1,694
其他长期资产	14	32	32	32	32	银行借款	-2,500	0	284	-284	0
资产总计	27,547	30,929	37,352	39,888	44,983	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	2,058	2,287	4,957	4,772	5,664	其他	-1,126	-1,263	-1,513	-1,097	-1,694
短期借款	0	0	284	0	0	现金净增加额	-1,202	1	-1,753	-216	2,105
应付及预收	290	457	548	638	713	期初现金余额	9,966	8,764	8,766	7,012	6,796
其他流动负债	1,768	1,830	4,126	4,134	4,951	期末现金余额	8,764	8,766	7,012	6,796	8,901
非流动负债	9	8	8	8	8						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	9	8	8	8	8						
负债合计	2,067	2,294	4,965	4,780	5,672						
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						
留存收益	20,630	23,744	27,265	29,817	33,758						
归属母公司股东权益	25,132	28,246	31,767	34,319	38,261						
少数股东权益	349	389	619	789	1,051						
负债和股东权益	27,547	30,929	37,352	39,888	44,983						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062	9,313	10,945	10,600	13,747
营业成本	4,046	4,499	5,335	6,672	7,269
营业税金及附加	21	22	10	10	13
销售费用	7	1	0	0	0
管理费用	240	243	271	270	345
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-121	-194	-197	-173	-196
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	975	893	1,150	1,021	1,164
营业利润	4,842	5,634	6,680	4,843	7,480
营业外收支	0	-5	-7	-7	-7
利润总额	4,842	5,630	6,673	4,836	7,473
所得税	984	1,199	1,408	1,017	1,577
净利润	3,857	4,431	5,265	3,819	5,896
少数股东损益	174	200	231	170	262
归属母公司净利润	3,683	4,231	5,034	3,649	5,635
EBITDA	4,585	5,335	6,291	5,292	7,776
EPS (元)	1.91	2.20	2.61	1.89	2.92

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	16.0%	15.5%	17.5%	-3.1%	29.7%
营业利润增长	30.3%	16.4%	18.6%	-27.5%	54.4%
归母净利润增长	31.3%	14.9%	19.0%	-27.5%	54.4%
获利能力					
毛利率	49.8%	51.7%	51.3%	37.1%	47.1%
净利率	47.8%	47.6%	48.1%	36.0%	42.9%
ROE	14.7%	15.0%	15.8%	10.6%	14.7%
ROIC	17.9%	18.0%	16.4%	10.2%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	7.5%	7.4%	13.3%	12.0%	12.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%
流动比率	4.90	4.65	1.87	2.71	3.45
速动比率	4.87	4.63	1.86	2.70	3.44
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.32	0.32	0.27	0.32
应收账款周转率	7.27	7.44	6.43	6.87	6.80
存货周转率	206.53	232.77	390.24	284.07	300.27
每股指标 (元)					
每股收益	1.91	2.20	2.61	1.89	2.92
每股经营现金流	2.13	2.32	3.68	0.34	1.45
每股净资产	13.04	14.66	16.49	17.81	19.86
估值比率					
P/E	23.55	23.12	27.82	38.39	24.86
P/B	3.45	3.46	4.41	4.08	3.66
EV/EBITDA	17.01	16.69	21.20	25.18	16.87

广发证券交通运输仓储研究小组

关 鹏：首席分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
孙 瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
曾 靖 珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。