

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年02月23日

推荐/首次

上海机场 公司报告

报告摘要：

业绩快报：2019年，公司实现营业收入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，四季度单季实现营业收入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，导致单季度盈利略低于我们预期。

客流量增速较低，但客单价有所提升。19年Q3开始，受区域性事件影响，地区客流量持续下滑，一定程度上影响了免税销售收入。但从单客营收指标来看，四季度公司单客营收达到150元，较Q3的140元提升7%。我们认为新的卫星厅投产后，由于大幅扩大了商业面积，对于上海机场整体的旅客消费已经开始起到促进作用。

卫星厅投产，运营成本略超预期。Q4营业成本环比Q3增长3个亿，Q3环比Q2增长约1.5亿，我们认为新增成本主要是卫星厅的折旧与运营成本。我们粗略估算认为卫星厅投产新增每月的折旧约5000万元，运营成本约一个亿，其中新增的运营成本略超我们的预期。

盈利预测与评级：今年一季度，受疫情影响，春运后半段民航旅客发送量同比减少近85%，可以肯定的是2月民航旅客量受疫情影响最为严重。我们预计3月与4月民航旅客量会逐渐回升，但恢复至正常水平可能要到4月末，因此我们相应调减今年上海机场的旅客量至同比-10%左右，并在该假设下给出相应的业绩预测。我们预计2020年公司业绩会有15%左右的下滑，但基本不影响2021年的业绩，公司长期增长逻辑不会改变。

我们预计公司19-21年的公司归母净利润分别为50.3亿元，41.4亿元和62.7亿元，EPS分别为2.61元，2.15元以及3.25元，对应现有股价PE分别为27.8X，33.8X和22.3X。首次覆盖，给予“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；恶劣天气；特殊外部因素导致的部分航线遇冷。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,062.38	9,313.11	10,942.2	10,488.6	13,542.1
增长率(%)	15.98%	15.51%	17.49%	-4.15%	29.11%
归母净利(百万元)	3,683.41	4,231.43	5,032.49	4,141.85	6,270.32
增长率(%)	30.06%	14.88%	18.75%	-16.49%	49.01%
净资产收益率(%)	14.66%	14.98%	15.84%	11.95%	16.05%
每股收益(元)	1.91	2.20	2.61	2.15	3.25
PE	38.06	33.04	27.83	33.82	22.34
PB	5.57	4.96	4.41	4.04	3.59

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。

未来3-6个月重大事项提示：

2019-03-21 预计披露2019年年报

交易数据

52周股价区间(元)	72.69-56.8
总市值(亿元)	1400.71
流通市值(亿元)	794.85
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	0.86

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

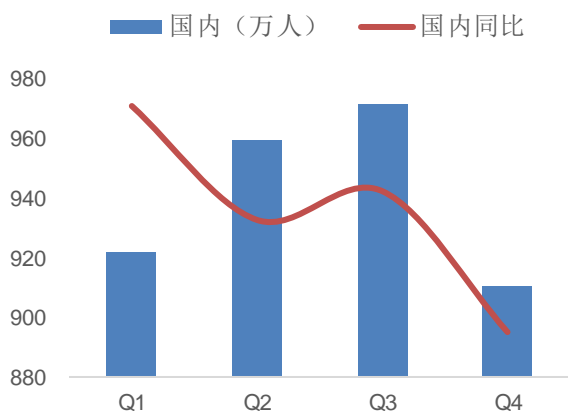
研究助理：李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

业绩快报: 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%)。

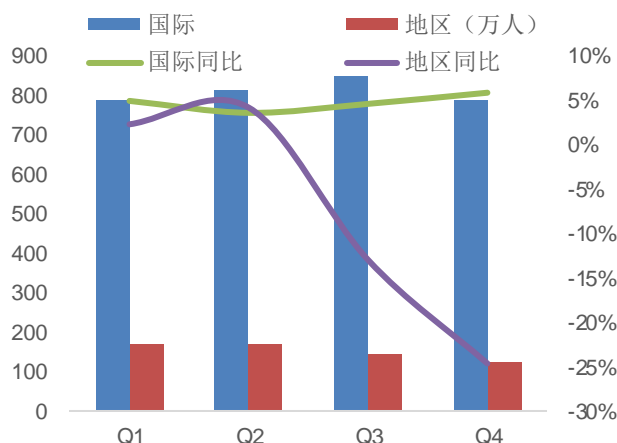
其中, 四季度单季实现营收 27.37 亿元, 营业总成本 16.38 亿元, 扣非后归母净利润 10.35 亿元。四季度营收符合预期, 但成本略超预期, 导致单季度盈利略低于我们预期。

图 1: Q4 上海机场国内旅客吞吐量同比增速仅 1%



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

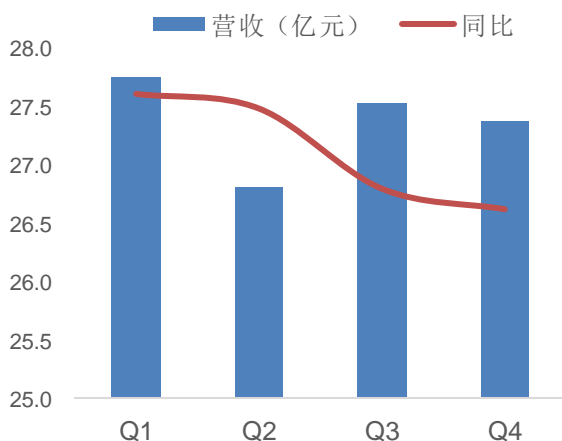
图 2: Q3-Q4 上海机场地区旅客吞吐量大幅下滑



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

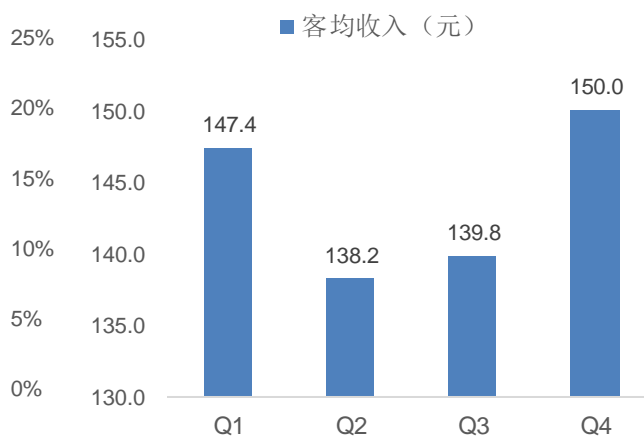
19 年 Q3 开始, 受区域性事件影响, 地区客流量持续下滑。Q4 地区旅客吞吐量环比下降 15.3%, 同比降幅扩大至 24.6%, 一定程度上影响了免税销售收入。另一方面, Q4 国内旅客同比增速也降至较低水平, 我们认为主要是受到去年十一期间阅兵导致的航空管制影响。

图 3: 受客流量低增速影响, 四季度营收并不突出



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 4: Q4 客均营收较 Q3 增长 7%

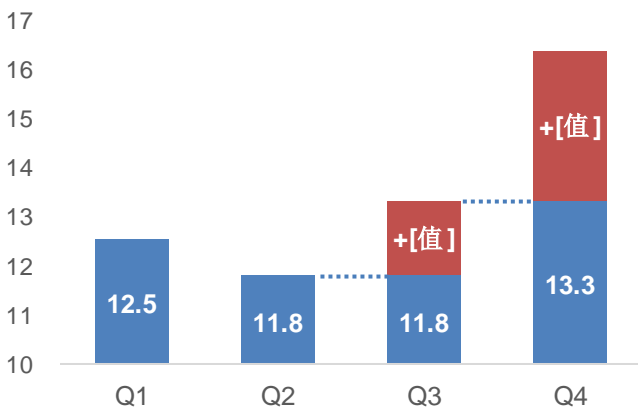


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

受四季度客流量增长放缓, 以及去年相对较高的基数 (新的免税扣点率在去年下半年已经开始实行) 的影响, 今年 Q4 公司营收增速并不突出, 为 13.4%, 较前几季度有所下降。但四季度营收并非没有亮点,

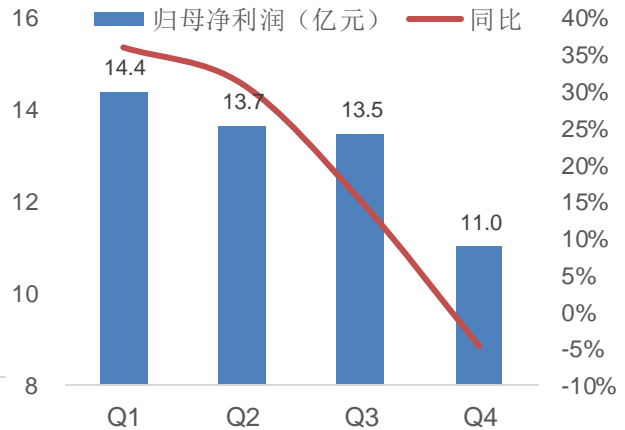
从单客营收指标来看, 四季度公司单客营收达到 150 元, 较 Q3 的 140 元提升 7%。我们认为新的卫星厅投产后, 由于大幅扩大了商业面积, 对于上海机场整体的旅客消费已经开始起到促进作用。我们预计随着明年卫星厅接待的旅客量进一步提升, 上海机场的免税客单价还有继续增长的空间。

图 5: 受卫星厅投产影响, Q3-Q4 公司成本持续增长



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

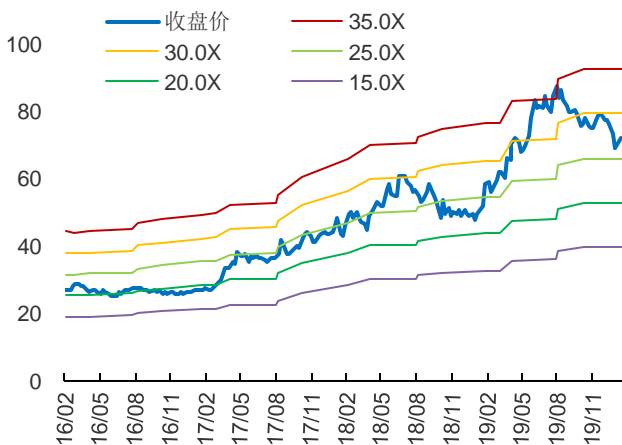
图 6: 由于是卫星厅投产初期, Q4 净利润同比有所下滑



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

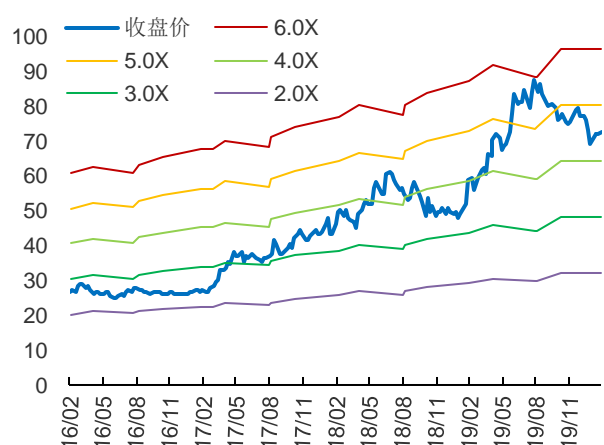
公司 Q4 营业成本环比 Q3 增长 3 个亿。考虑到机场其他的运营成本一直比较稳定, 我们认为新增成本主要是卫星厅的折旧与运营成本。卫星厅于今年 9 月投入运营, 如果对比 Q2、Q3 与 Q4 的成本项, 可以发现, Q3 相比 Q2 成本增长约 1.5 亿, Q4 相比 Q2 成本增长约 4.5 亿, 可以粗略认为卫星厅每月的折旧与运营成本合计在 1.5 亿左右。折旧成本按照 120 亿折 20 年计, 每月约 5000 万, 则由于卫星厅而每月新增的运营成本约在一个亿, 略超我们的预期。

图 7: PE-Band



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 8: PB-Band



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

盈利预测与评级: 今年一季度, 受疫情影响, 春运后半段民航旅客发送量同比减少近 85%, 可以肯定的是 2 月民航旅客量受疫情影响最为严重。我们预计 3 月与 4 月民航旅客量会逐渐回升, 但恢复至正常水平可能要到 4 月末, 因此我们相应调减今年上海机场的旅客量至同比 -10% 左右, 并在该假设下给出相

应的业绩预测。我们预计 2020 年公司业绩会有 15%左右的下滑, 但基本不影响 2021 年的业绩, 公司长期增长逻辑不会改变。

我们预计公司 19-21 年的公司归母净利润分别为 50.3 亿元, 41.4 亿元和 6.7 亿元, EPS 分别为 2.61 元, 2.15 元以及 3.25 元, 对应现有股价 PE 分别为 27.8X, 33.8X 和 22.3X。首次覆盖, 给予“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; 恶劣天气; 特殊外部因素导致的部分航线遇冷。

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	10080	10637	9206	13799	19913	营业收入	8062	9313	10942	10489	13542
货币资金	8764	8766	7145	11798	17489	营业成本	4046	4499	5340	6025	6691
应收账款	1189	1314	1499	1437	1855	营业税金及附加	21	22	27	26	34
其他应收款	11	7	8	7	10	营业费用	7	1	1	1	2
预付款项	34	19	19	19	19	管理费用	240	243	274	262	339
存货	19	20	23	26	29	财务费用	-121	-194	-210	-260	-403
其他流动资产	0	463	463	463	463	资产减值损失	0.58	0.36	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	17468	20292	25534	24158	22775	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2737	3245	3245	3245	3245	投资净收益	974.80	893.25	1147.88	1125.15	1406.27
固定资产	9059	8512	21164	19749	18375	营业利润	4842	5634	6661	5563	8289
无形资产	347	348	341	333	327	营业外收入	0.28	0.77	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.28	5.30	0.00	0.00	0.00
资产总计	27547	30929	34739	37957	42689	利润总额	4842	5630	6661	5563	8289
流动负债合计	2058	2287	2345	2410	2474	所得税	984	1199	1399	1168	1741
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	3857	4431	5262	4395	6549
应付账款	287	454	512	578	642	少数股东损益	174	200	230	253	278
预收款项	3	3	3	3	3	归属母公司净利润	3683	4231	5032	4142	6270
一年内到期的非流动负	0	0	0	0	0	EBITDA	5885	6545	7436	6850	9442
非流动负债合计	9	8	8	8	8	EV/EBITDA					12.98
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2067	2294	2352	2418	2482	成长能力					
少数股东权益	349	389	618	871	1150	营业收入增长	15.98%	15.51%	17.49%	-4.15%	29.11%
实收资本 (或股本)	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	30.24%	16.38%	18.22%	-16.49%	49.01%
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润	18.93%	-17.70%	18.93%	-17.70%	51.39%
未分配利润	19320	22434	25956	28856	33245	获利能力					
归属母公司股东权益合	25132	28246	31769	34668	39057	毛利率 (%)	49.82%	51.69%	51.20%	42.56%	50.59%
负债和所有者权益	27547	30929	34739	37957	42689	净利率 (%)	47.84%	47.58%	48.09%	41.90%	48.36%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	13.37%	13.68%	14.49%	10.91%	14.69%	
经营活动现金流	4114	4468	4762	4685	5938	偿债能力					
净利润	3857	4431	5262	4395	6549	资产负债率 (%)	8%	7%	7%	6%	6%
折旧摊销	1164.51	1104.32	0.00	1530.46	1538.72	流动比率	4.90	4.65	3.93	5.72	8.05
财务费用	-121	-194	-210	-260	-403	速动比率	4.89	4.64	3.92	5.71	8.04
应收账款减少	0	0	-185	62	-418	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.30	0.32	0.33	0.29	0.34
投资活动现金流	-1690	-3203	-5082	950	1231	应收账款周转率	7	7	8	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	37.00	25.15	22.65	19.25	22.21
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	975	893	1148	1125	1406	每股收益 (最新摊薄)	1.91	2.20	2.61	2.15	3.25
筹资活动现金流	-3626	-1263	-1300	-982	-1478	每股净现金流 (最新摊)	-0.62	0.00	-0.84	2.41	2.95
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	13.04	14.66	16.49	17.99	20.27
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	38.06	33.04	27.83	33.82	22.34
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.57	4.96	4.41	4.04	3.59
现金净增加额	-1202	1	-1620	4653	5691	EV/EBITDA	22.31	20.06	17.88	18.73	12.98

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
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

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

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526