

上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 72.69 元
 目标价格 (人民币): 84.00-84.00 元
 市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 19.27
 已上市流通 A 股(亿股) 10.93
 总市值(亿元) 1,400.71
 年内股价最高最低(元) 73.80/63.80
 沪深 300 指数 4149
 上证指数 3040



相关报告

- 1.《广阔增量市场，机场免税战略价值被低估-上海机场深度报告》，2019.5.31
- 2.《新免税协议履行，毛利率显著提升-《2019-04-27 上海机...》，2019.4.27

徐君 联系人
 xu_jun@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
 sunchunxu@gjzq.com.cn

有望于三季度开启“困境反转”

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.912	2.196	2.605	2.292	3.092
每股净资产(元)	13.04	14.66	16.56	17.95	20.04
每股经营性现金流(元)	2.13	2.32	2.66	2.67	3.45
市盈率(倍)	23.55	23.12	25.37	28.83	21.37
净利润增长率(%)	31.29%	14.88%	18.62%	-12.01%	34.90%
净资产收益率(%)	14.66%	14.98%	15.73%	12.77%	15.43%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2019 年业绩快报。19 年全年营收为 109.4 亿元，同增 17.52%；归母扣非净利 50.3 亿元，同增 18.85%。19Q4 营收 27.4 亿元，同增 13.4%；归母净利润 10.4 亿元，同减 5.1%。业绩表现符合预期。

经营分析

- 受香港事件及卫星厅投产影响，Q4 业绩略低于预期。香港事件致使 Q4 地区飞机起降架次/旅客吞吐量分别下滑 13%/24%，下滑幅度较 Q3 扩大 7pct/12pct。同时，卫星厅投产初期旅客的行走路径有所转换，短期影响机场商业渗透率。Q4 季度成本同增 4 亿元，包括新增折旧 1.6 亿元和运营成本 3 亿元，预计后期随各航司转场完成，飞机靠桥率逐步提升，将带动提升旅客登机及中转便捷性，带动业绩逐步回暖。
- 商旅需求料将率先反弹，出境游恢复时间取决于各国旅游预警通告取消时间与签证政策。随复工进度推进与商旅刚性需求回暖，预计 3 月之后进出港旅客吞吐量逐步回暖。但考虑到：1) 疫情具备全国性影响，目的地和客流发源地任何一方疫情尚存客流难以恢复；2) SARS 期间航司与机场主要恢复工作是在现有航点上班次的增加（或与航线通达度及信息传播时效相关），新冠肺炎后恢复工作需经历航点停航、再恢复、新增班次过程，预计恢复顺序为：国内航线、东南亚及东亚等短航线、欧美长航线。具体恢复时间仍需观察各国家疫情控制情况，暑运期间或有望迎来出境游及免税业务恢复。
- 慎言成熟期，真正意义上大规模免税消费回流尚未开启。奢侈品消费本质上是“文化影响力”，与各国软实力输出直接相关。我们将免税行业增长定义为三阶段：第一阶段时间最长，为消费回流积累阶段，增长驱动因素在于人均可支配收入增加；第二阶段为国产品牌大量进驻免税渠道，此时开始真正意义上的消费回流；第三阶段由出入境旅客共同推动，真正形成国际旅游热门目的地。从消费欧美文化到日韩文化再到中国本土文化，当前中国正处于消费回流的第一阶段的关键时点，机场免税长期增长空间取决于中国消费品行业产业升级与零售流通渠道完善。

投资建议

- 疫情与卫星厅投产影响 2020 年业绩表现，有望随疫情拐点出现和产能利用率爬升影响随之减弱，短期看预计基本面拐点或在 Q3 季度，免税的本质特征与区位优势决定公司长期商业价值。我们下调此前预测公司 19~21 年 EPS 为 2.61/2.29/3.09 元（较前次预测分别下调 5%/18%/8%），对应 PE 分别为 25/29/21 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期；免税销售不及预期；时刻增长不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,951	8,062	9,313	10,947	10,509	12,821	货币资金	9,966	8,764	8,766	9,039	8,794	11,490
增长率	16.0%	15.5%	17.5%	-4.0%	22.0%		应收款项	1,039	1,200	1,314	1,510	1,448	1,763
主营业务成本	-3,814	-4,046	-4,499	-5,334	-5,867	-6,219	存货	20	19	20	23	25	27
% 销售收入	54.9%	50.2%	48.3%	48.7%	55.8%	48.5%	其他流动资产	198	97	537	627	629	631
毛利	3,137	4,016	4,814	5,613	4,641	6,601	流动资产	11,224	10,080	10,637	11,199	10,897	13,911
% 销售收入	45.1%	49.8%	51.7%	51.3%	44.2%	51.5%	% 总资产	41.7%	36.6%	34.4%	31.5%	28.7%	32.7%
营业税金及附加	-60	-21	-22	-22	-21	-26	长期投资	2,364	2,739	3,247	4,347	5,647	7,047
% 销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	12,990	14,369	16,667	19,652	20,971	21,210
营业费用	-13	-7	-1	-1	-1	-1	% 总资产	48.2%	52.2%	53.9%	55.2%	55.3%	49.8%
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	350	353	372	391	409	425
管理费用	-224	-240	-243	-274	-210	-256	非流动资产	15,719	17,468	20,292	24,399	27,036	28,692
% 销售收入	3.2%	3.0%	2.6%	2.5%	2.0%	2.0%	% 总资产	58.3%	63.4%	65.6%	68.5%	71.3%	67.3%
息税前利润 (EBIT)	2,841	3,748	4,547	5,316	4,409	6,318	资产总计	26,944	27,547	30,929	35,598	37,933	42,603
% 销售收入	40.9%	46.5%	48.8%	48.6%	42.0%	49.3%	短期借款	2,498	0	0	608	0	0
财务费用	147	121	194	164	165	210	应付款项	823	875	1,032	1,117	1,217	1,295
% 销售收入	-2.1%	-1.5%	-2.1%	-1.5%	-1.6%	-1.6%	其他流动负债	997	1,183	1,255	1,343	1,296	1,576
资产减值损失	0	-1	0	-5	-1	-5	流动负债	4,317	2,058	2,287	3,068	2,513	2,871
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	730	975	893	1,100	1,300	1,400	其他长期负债	2	9	8	0	0	0
% 税前利润	19.6%	20.1%	15.9%	16.5%	22.1%	17.7%	负债	4,319	2,067	2,294	3,068	2,513	2,871
营业利润	3,717	4,842	5,634	6,675	5,872	7,923	普通股股东权益	22,297	25,132	28,246	31,905	34,588	38,619
营业利润率	53.5%	60.1%	60.5%	61.0%	55.9%	61.8%	少数股东权益	327	349	389	625	833	1,114
营业外收支	0	0	-5	3	3	3	负债股东权益合计	26,944	27,547	30,929	35,598	37,933	42,603
税前利润	3,718	4,842	5,630	6,678	5,875	7,926							
利润率	53.5%	60.1%	60.5%	61.0%	55.9%	61.8%	比率分析						
所得税	-752	-984	-1,199	-1,422	-1,251	-1,687		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	20.2%	20.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	每股指标						
净利润	2,966	3,857	4,431	5,256	4,625	6,239	每股收益	1.456	1.912	2.196	2.605	2.292	3.092
少数股东损益	160	174	200	237	208	281	每股净资产	11.571	13.042	14.658	16.557	17.949	20.041
归属于母公司的净利润	2,806	3,683	4,231	5,019	4,417	5,958	每股经营现金净流	1.336	2.135	2.318	2.657	2.670	3.451
净利率	40.4%	45.7%	45.4%	45.9%	42.0%	46.5%	每股股利	0.440	0.580	0.660	0.820	0.900	1.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.58%	14.66%	14.98%	15.73%	12.77%	15.43%
净利润	2,966	3,857	4,431	5,256	4,625	6,239	总资产收益率	10.41%	13.37%	13.68%	14.10%	11.64%	13.98%
少数股东损益	160	174	200	237	208	281	投入资本收益率	9.02%	11.72%	12.50%	12.63%	9.80%	12.52%
非现金支出	831	837	788	1,031	1,694	1,779	增长率						
非经营收益	-597	-883	-890	-1,087	-1,283	-1,403	主营业务收入增长率	10.60%	15.98%	15.51%	17.54%	-4.00%	22.00%
营运资金变动	-625	303	139	-80	109	35	EBIT 增长率	12.23%	31.94%	21.32%	16.91%	-17.06%	43.29%
经营活动现金净流	2,575	4,114	4,468	5,120	5,145	6,650	净利润增长率	10.83%	31.29%	14.88%	18.62%	-12.01%	34.90%
资本开支	-2,584	-2,291	-3,569	-4,027	-3,027	-2,027	总资产增长率	5.09%	2.24%	12.27%	15.10%	6.56%	12.31%
投资	88	-110	-538	-1,100	-1,300	-1,400	资产管理能力						
其他	634	711	905	1,100	1,300	1,400	应收账款周转天数	50.4	50.2	49.1	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-1,861	-1,690	-3,203	-4,027	-3,027	-2,027	存货周转天数	1.9	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	12.9	19.7	30.0	30.0	30.0	30.0
债权募资	0	-2,500	0	601	-608	0	固定资产周转天数	512.8	410.1	333.6	650.1	653.5	514.0
其他	-1,161	-1,126	-1,263	-1,420	-1,754	-1,927	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,161	-3,626	-1,263	-820	-2,362	-1,927	净负债/股东权益	-33.01%	-34.39%	-30.61%	-25.92%	-24.83%	-28.92%
现金净流量	-447	-1,202	2	273	-245	2,696	EBIT 利息保障倍数	-19.4	-30.9	-23.4	-32.4	-26.8	-30.1
							资产负债率	16.03%	7.50%	7.42%	8.62%	6.62%	6.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	4	31
增持	2	3	7	10	35
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.78	1.71	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-07-23	买入	61.83	76.50~76.50
2	2018-08-17	买入	56.58	76.50~76.50
3	2018-08-26	买入	57.06	76.50~76.50
4	2018-09-08	买入	53.07	76.50~76.50
5	2018-10-29	买入	48.60	65.00~65.00
6	2019-02-21	买入	56.31	N/A
7	2019-04-27	买入	66.08	N/A
8	2019-05-31	买入	69.56	75.00~75.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH