

北京首都机场股份 (00694)

证券研究报告
2018年07月23日

纵横一甲子，国门六十年

纵横一甲子，国门六十年

首都机场建成于1958年，历经甲子岁月，业务量不断增长。2017年完成起降架次59.73万架次，实现旅客吞吐量9579万人次，货邮吞吐量203万吨，旅客吞吐量排名我国第一，世界第二，是名副其实的“国门”。

航空主业触及瓶颈，非航快速增长

过去几年首都机场时刻资源逐步触及瓶颈，起降架次增速逐步放缓，但得益于宽体机置换及客座率提升，实际单机载客人数不断提高，旅客吞吐量保持正增长，航空主业收入持续上行。非航收入层面，机场汇集了大量高净值旅客，近年来随着消费升级势头日趋迅猛，机场非航价值逐步变现，免税、广告、商业租金收入不断提升，业绩快速增长。

新机场分流无需悲观

新机场投产后，首都机场短期可能面临分流，但无需过度担忧，理由如下：第一：我国航空公司苦于一线机场时刻紧张，大量运力不得已投向二三线市场，拖累收益品质。首都老机场处于饱和运营状态，新机场投产后，航空公司势必会争夺新增时刻资源。第二，北京地区是我国民航收益品质较高的区域之一，南航东航大规模增投运力可能对存量市场格局造成一定影响，而我们认为四年过渡期的安排思路之一可能是平衡三大航之间的利益关系，颇有边走边看的意图，因此时刻迁移大概率不会一蹴而就。第三，实际操作上看，我们更倾向于认为首都机场部分存量时刻部分迁移至新机场，部分存量时刻完成航司之间置换，新机场额外增加时刻，随后新老机场共同增长直至稳态，且此过程中首都机场将持续优化航线网络结构，增加国际线占比，强化国际枢纽地位，提振航空性收入，保障营收平稳。

非航具备广阔增长空间

我国经济由投资拉动转向消费拉动，全面转型消费型社会是大势所趋，因此人民的消费水平将不断提高。机场集散高净值旅客，打造了一处绝佳的消费场景，而机场公司作为机场资产产权所有者，向商铺经销商按保底销售额或实际销售额等比例收取租金，租金收入随着销售额增长同步提高，但原则上无增量成本，是绝佳的商业模式，伴随着居民消费力持续强化，机场非航空性业务具备广阔的增长空间。

免税并非此消彼长，机场口岸免税发展前景光明

免税商品无关税、进口环节增值税及消费税影响，价格相比市内专柜具备相当优势，且消费场景在机场国际航线区域完成了再强化，高净值旅客难免大买特买。我国政策层面逐步引领消费回流，未来随着免税品类的进一步丰富，免税限额的进一步放松，机场口岸免税业务将迎来更广阔的发展空间。目前国旅旗下中免重整我国免税行业，而我们认为中免与机场之间的利益可能并非是“此消彼长”式的竞争关系，随着免税品销售量的提升，中免整合国内免税行业后强化进货渠道议价能力，以规模优势换取利润空间；首都机场方面则享受销售额增长带来的租金收入不断提升，实现共赢。

盈利预测

在不考虑新机场资产收购及新建跑道的假设上，中性测算公司FCFE、FCFF现金流折现价值人民币427.4亿、427.8亿。首都机场是我国旅客吞吐量最大的机场，是名副其实的“国门”，在国家主导消费回流，消费升级的大背景下，非航收入与可继续保持相当的增速，拉动业绩脱离生命周期。预计公司2018年-2020年的收入增速为19.1%、-3.4%、1.9%，净利润为人民币32.8亿、23.6亿、24.0亿，同比增长26.1%、-28.2%、2.3%。首次覆盖给予“买入”评级，在HKDCNY0.8611的基础上，目标价10.73港元，对应人民币市值400亿，对应2018-2020年EPS的PE估值分别为12.2X、17.0X、16.6X。

投资评级

行业	消费者服务业/运输
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.69 港元
目标价格	10.71 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,879.36
港股总市值(百万港元)	16,218.91
每股净资产(港元)	4.95
资产负债率(%)	30.05
一年内最高/最低(港元)	14.10/7.39

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 核心观点.....	5
2. 纵横一甲子，国门六十年	7
2.1. 总理亲自选址，建成于 1958 年.....	7
2.2. 历经数次扩建，打造近亿吞吐量“国门”	7
2.3. 花甲之年，累计吞吐超十亿人次，名副其实的“国门”	9
2.4. 北京首都机场股份——首都机场运营者	11
3. 产能趋于饱和，航空性主业增速逐步放缓	12
3.1. 高峰容量触及瓶颈，架次相关收入增速有所下降.....	13
3.2. 宽体置换、客座提升、国际占比提高，旅客服务费仍可保持一定增长	14
3.3. 民航发展基金返还取消，但其对盈利贡献已渐式微	15
4. 非航爆发，脱离生命周期	16
4.1. 机场传统的生命周期	16
4.2. 非航收入的快速崛起，脱离生命周期	17
4.3. 免税重新谈判，2018 贡献巨大增量	18
5. 集团利益高度捆绑，利润保持高速增长	19
5.1. 大量关联交易、利益高度绑定	19
5.2. 盈利保持稳定正向增长	21
6. 枢纽机场时刻稀缺制约旅客量增长，新机场分流无需悲观	21
6.1. 时刻稀缺，起降架次增长空间相对有限	21
6.2. 国际枢纽构建，国际化、飞机扩容、客座率提升仍是趋势	22
6.3. 新机场分流不必悲观	22
7. 非航的长期趋势——消费升级下的持续上行	25
7.1. 机场免税单客收入仍将不断增长	25
7.2. 非免税商业、广告及其他非航业务收入同样有增长空间	27
8. 盈利预测：用保守的假设发掘首都机场的价值	28
8.1. 航空主业收入——短期或受冲击，长期逐步恢复	28
8.2. 非航板块：免税价值重估，其他非航客单收入提升，长期空间广阔	28
8.3. 现金流折现，发掘首都机场的投资价值	29
9. 投资建议	30
10. 风险提示	30

图表目录

图 1：1958 年北京首都机场航站楼	7
图 2：1958 年首都机场工作区	7
图 3：我国 GDP 及同比增速	8
图 4：首都机场 T2 航站楼	8
图 5：首都机场 T3 航站楼	8

图 6: 民航旅客吞吐量及同比增速	9
图 7: 首都机场旅客吞吐量及同比增速	9
图 8: 首都机场平面示意图	10
图 9: 我国机场 2017 年旅客吞吐量排名	11
图 10: 全球机场 2017 年旅客吞吐量排名	11
图 11: 首都机场股份股权结构	12
图 12: 2018 夏秋航季首都机场日内航班分布	13
图 13: 首都机场期间架次及同比增速	13
图 14: 首都机场货邮吞吐量及同比增速	14
图 15: 首都机场机场起降费及相关收费	14
图 16: 首都机场单机座位数量测算	14
图 17: 民航客座率及同比变动	14
图 18: 首都机场单机载客量及同比变动	15
图 19: 首都机场旅客吞吐量增速与起降架次增速对比	15
图 20: 首都机场国际港澳台航线旅客吞吐量及同比增速	15
图 21: 首都机场股份旅客服务费及同比增速	15
图 22: 民航发展基金返还收入及同比增速	16
图 23: 民航发展基金占航空性收入及营业总收入的比重	16
图 24: 民航发展基金返还收入比税前利润	16
图 25: 机场的产能周期示意图	17
图 26: 首都机场非航收入及同比增速	17
图 27: 首都机场非航空性收入占总收入比重	17
图 28: 2017 非航收入构成	18
图 29: 零售特许经营、广告、商业租金收入 (亿元)	18
图 30: 首都机场及上海浦东机场历年免税销售额测算	19
图 31: 首都机场及上海浦东机场历年单客免税销售额测算	19
图 32: 历年公司向集团支付的关联交易总额	20
图 33: 成本端关联交易项目占营业成本比重	20
图 34: 首都机场税后利润及同比增速	21
图 35: 首都机场周班次总量及同比增速	22
图 36: 首都机场时刻执行率变动	22
图 37: 首都机场国际线起降占比	22
图 38: 首都机场国际线旅客吞吐量占比	22
图 39: 首都新机场示意图	23
图 40: 首都新机场区位图	23
图 41: 世界各主要机场群 2017 年旅客吞吐量 (万人次)	23
图 42: 三大航空联盟在首都机场的时刻份额	24
图 43: 三大航空联盟在首都机场的座位份额	24
图 44: 我国城镇居民人均可支配收入及同比增速	25
图 45: 我国居民恩格尔系数	25
图 46: 首都机场单客广告收入、租金收入及同比增速	27

图 47: 航空性收入预测	28
图 48: 航空性收入构成预测	28
图 49: 首都机场免税销售额预测	28
图 50: 首都机场免税租金预测	28
图 51: 首都机场股份非航空性收入测算	29
图 52: 首都机场股份收入测算	29
图 53: 首都机场股份成本测算	29
图 54: 首都机场股份净利润及同比增速	29
表 1: 首都机场历史沿革	9
表 2: 首都机场主要基础设施	10
表 3: 我国机场国内线航空主业收费标准	12
表 4: 我国机场国际线航空主业收费标准	13
表 5: 首都机场免税店招标状况	18
表 6: 首都机场免税广告餐饮业务与机场商贸公司关联交易明细	20
表 7: 首都机场起降架次及旅客吞吐量假设	24
表 8: 我国免税及促进消费回流政策梳理	26
表 9: 中免部分免税店汇总	26
表 10: 各上市机场最新免税招标结果汇总	27
表 11: 北京首都机场 FCFE 现金流贴现敏感性测试	30
表 12: 北京首都机场 FCFF 现金流贴现敏感性测试	30

1. 核心观点

首都机场建成于 1958 年，历经甲子岁月，业务量不断增长。2017 年完成起降架次 59.73 万架次，实现旅客吞吐量 9579 万人次，货邮吞吐量 203 万吨，旅客吞吐量排名我国第一，世界第二，是名副其实的“国门”。

过去几年首都机场时刻资源逐步触及瓶颈，起降架次增速逐步放缓，但得益于宽体机置换及客座率走高，实际单机载客人数不断上行，旅客吞吐量保持正增长，航空主业收入不断提升。非航收入层面，机场汇集了海量高净值旅客，随着消费升级势头日趋迅猛，机场非航价值逐步变现，免税、广告、商业租金收入不断提升，业绩快速增长。

展望未来，航空主业层面，时刻瓶颈短期难以突破，但由于宽体机置换、国际枢纽打造成为趋势，单机起降费用及单客旅客服务费、安检费仍将逐步上升提振航空性收入。新机场投产后，即便首都机场短期可能面临一定分流，但也无需过度担忧，理由如下：

第一：我国航空公司苦于一线机场时刻紧张，大量运力不得已投向二三线市场，拖累收益品质。首都老机场处于饱和运营状态，新机场投产后，航空公司势必会争夺新增时刻资源。第二，我们更倾向于认为首都新老机场的分流问题主要由政策层面主导，而目前其导向为东航、南航所在的天合联盟在四年的过渡期内逐步搬迁至新机场运营。北京地区是我国民航收益品质较高的区域之一，南航东航大规模增投运力可能对存量市场格局造成一定影响。我们认为四年过渡期的安排思路之一可能是平衡三大航之间的利益关系，颇有边走边看的意图，因此时刻迁移大概率不会一蹴而就，且四年的过渡期也为空域资源优化预留了充足时间。第三，实际操作上看，我们更倾向于认为首都机场部分存量时刻部分迁移至新机场，部分存量时刻完成航司之间置换，新机场额外增加时刻，随后新老机场时刻共同增长直至稳态，且此过程中首都机场将持续优化航线网络结构，增加国际线占比，强化国际枢纽地位，提振航空性收入，因此无需悲观。新资产收购方面，目前首都机场股份公司已与集团签订协议，集团方面将运营新机场资产的航空及非航空性业务，公司保留对新机场资产的选择购买权。我们认为即便新机场资产投资规模较大，但由于或有收购属于关联交易，大股东需回避表决，因此交易对价需更多参考中小股东接受度，相关定价或更为合理。

非航层面，改革开放后我国经济实现长足增长，已逐步进入中等收入国家行列。国家经济增长拉动居民收入提高，满足温饱的基本需要后人民的购买力势必逐步释放，从更长远的眼光来看，我国经济由投资拉动转向消费拉动，全面转型消费型社会是大势所趋，因此人民消费力将继续提升。乘机或转机涉及的一系列流程如值机、安检、候机、提取行李、离港均需消耗一定时间，飞机不等人势必导致乘客在各环节时间预留相对充裕，实现了相当时长的机场内滞留。枢纽机场是高端人群的集散地，时间及空间共振，为高购买力消费者实现了一处绝佳的消费场景，此外，高客流量衍生的停车收费、旅客集中集散产生的优良的广告宣传效应均赋予了枢纽机场一定的消费属性。

免税方面，枢纽机场国际航线汇集了本地及周边地区乃至全国范围内的高消费力群体；旅客在机场乘机需预留大量时间，乘坐出境入境过程繁杂的国际航线航班的旅客势必要花费更长时间等待，且免税商品无关税、进口环节增值税及消费税影响，价格相比市内专柜具备相当优势，消费场景在机场国际航线区域完成了再强化。当前我国政策层面逐步引领消费回流，未来随着免税品类的进一步丰富，免税限额的进一步放松，机场口岸免税业务将迎来更广阔的发展空间。机场公司作为机场资产产权所有者，向免税经销商按保底销售额或实际销售额等比例收取租金，租金收入随着销售额增长同步提高，但原则上无增量成本，是绝佳的商业模式。

国旅旗下中免重整我国免税行业，而我们认为中免与机场之间的利益可能并非是“此消彼长”式的竞争关系，随着免税品销售量的提高，中免整合机场免税后强化进货渠道议价能

力，以规模优势换取利润空间；首都机场方面则享受销售额增长带来的租金收入不断提升，即便新机场可能导致短期分流效应，但与集团利益分成的模式激发管理层积极性，力保销售额稳定，而国际枢纽地位的持续强化很可能显著提升未来客流量再次达到稳态时的国际线占比，带来客单价与客流量的双击，实现共赢。

其他非航收入方面，我们强调机场是高净值旅客的出入口，具备优良的流量价值，机场广告业务同样是各商家的必争之地。对机场而言，广告业务的拓展同样依托于存量航站楼资产，无明显的增量成本，增量收入原则上转化为增量利润，长期价值凸显。商铺租金往往需要参考市内商业平均租金水平，在寸土寸金的北京，市内可比店面租金长期看大概率进一步走高，机场租金收入也将得益于租金中枢的整体提升，而其他如停车场收费、餐饮零售等非航空性收入长周期看跟随通货膨胀也将持续走高，因此我们判断首都机场非航收入仍具备持久上升空间。

盈利预测及投资建议：

首都机场股份因 2019 年起逐步受到新机场分流影响，短期业绩增速可能并不十分亮眼，但现金流十分健康，因此我们更倾向于使用现金流折现模型对首都机场股份进行估值。假设市场无风险利率 3.5%，贷款利率 6.4%，市场风险溢价 11%，永续增长率 2%，在不考虑新机场资产收购及新建跑道的假设基础上，中性测算 FCFE、FCFF 现金流折现价值人民币 427.4 亿、427.8 亿。

首都机场是我国吞吐量最大的机场，是名副其实的“国门”。在国家主导消费回流，消费升级的大背景下，免税租金收入及其他非航收入可继续保持相当的增速，拉动业绩脱离生命周期。预计公司 2018 年-2020 年的收入增速为 19.1%、-3.4%、1.9%，净利润为人民币 32.8 亿、23.6 亿、24.0 亿，同比分别增长 26.1%、-28.2%、2.3%。首次覆盖给予“买入”评级，在港元兑人民币 1:0.8611 的基础上，目标价 10.73 港元，对应人民币市值 400 亿，对应 2018-2020 年 EPS 的 PE 估值分别为 12.2X、17.0X、16.6X。

2. 纵横一甲子，国门六十年

2.1. 总理亲自选址，建成于 1958 年

作为新中国成立后建设的第一个大型民用机场，首都机场于 1953 年 12 月经国务院批准建设，由周恩来总理亲自选址于北京市顺义天竺镇，并于 1955 年 6 月动工，历经近三年的建设，于 1958 年 3 月建成并投入使用。建成初期，首都机场拥有一座小型航站楼及长度为 2500 米的跑道。

图 1：1958 年北京首都机场航站楼



资料来源：CADAS，天风证券研究所

图 2：1958 年首都机场工作区



资料来源：CADAS，天风证券研究所

2.2. 历经数次扩建，打造近亿吞吐量“国门”

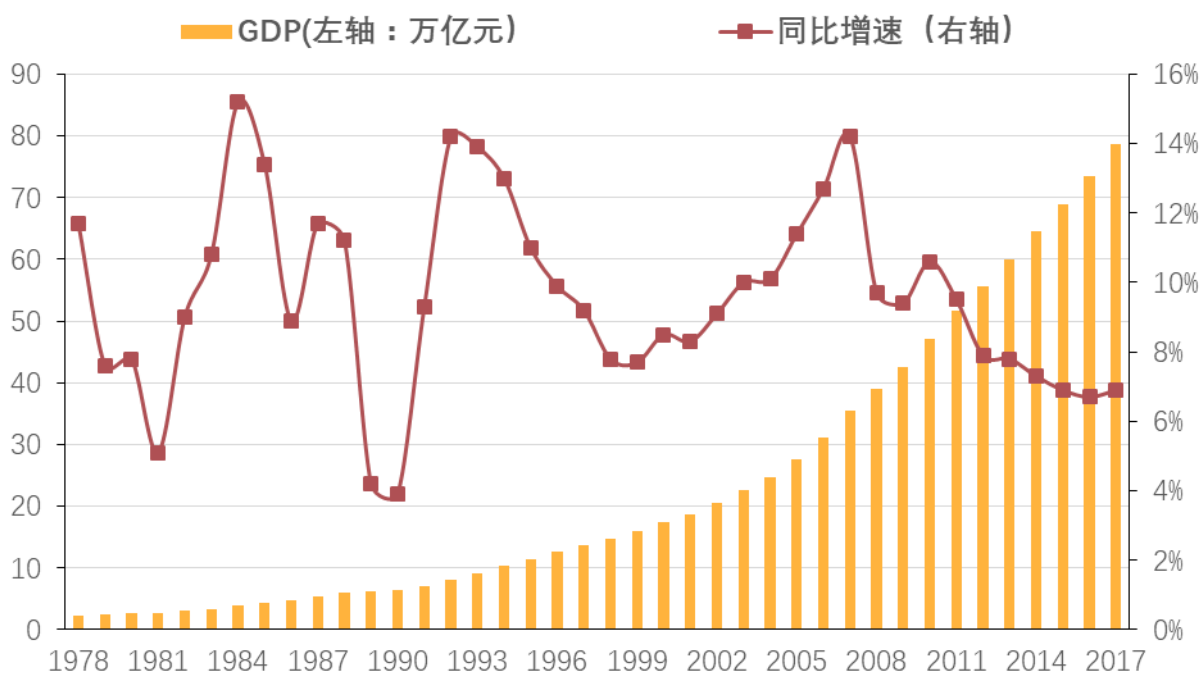
随着国家经济逐步发展，国际地位提高，国际形势瞬息万变，我国的外交活动日趋频繁，长度仅 2500 米的跑道已无法满足国际大型飞机的起降需求，1965 年 8 月，经国务院批示，首都机场开始初次扩建，延长跑道长度至 3200 米，新增建 6 个停机位，改善候机楼条件，提升通信导航设施性能，以满足日益频繁的航空需求。

在航空需求持续旺盛增长以及仍处于落后地位的民航技术保障能力的倒逼下，1972 年民航总局向国务院请示再次扩建首都机场，于 1974 年动工。本次扩建工程规模远超始建，包括新建候机楼，客机坪、停车场、进场公路，公用设施，新跑道及航管楼等一系列工程，但在改革开放前后的特殊历史时期，扩建工程直属领导屡次变动，总体规划多次改动，建设进度相对较慢，1980 年北候机楼建成投入使用，1984 年底主体工程方才宣告完成。

1978 年底，“解放思想，实事求是，团结一致向前看”的讲话奠定了改革开放的基调，击碎了长期束缚经济增长的枷锁，且 80 年代民航企业化后，取消了乘客乘机干部身份的限制，民航需求旺盛增长，仅短短五年时间，新建成的北航站楼便已超负荷运转。1986 年 10 月民航局批复同意改造扩建航站楼，并于 1990 年扩建完成。

20 世纪 90 年代，我国不变价格 GDP 总量增长 148.5%，年化增速 9.5%，高速增长的经济拉动民航需求快速上行，虽经过多次扩建，但面对快速增长的旅客量，首都机场的保障能力仍捉襟见肘。1992 年国家计委批复首都机场 T2 航站楼可行性报告，1995 年 10 月起首都机场再度扩建建设 T2 航站楼，并于 1999 年竣工。

图 3：我国 GDP 及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

回顾新世纪的民航发展，高速增长是主旋律，T2 航站楼的建设在当时亦无法满足首都机场的中长期发展需要，因此早在 2000 年民航局便开始进行中远期规划研究。2003 年 8 月发改委批复首都机场扩建规划，提出计划建设设计吞吐量六千万人次，年货邮吞吐量 180 万吨，年飞机起降 50 万架次机场的目标，新建三跑道、T3 航站楼、停车楼等一系列基础设施。为了迎接 2008 年北京奥运会，首都机场扩建工程快马加鞭，于 2007 年底完成并在 2008 年初投入使用，成功保障奥运盛会的召开，完美的展示了我国新时期的新形象。

图 4：首都机场 T2 航站楼



资料来源：CADAS，天风证券研究所

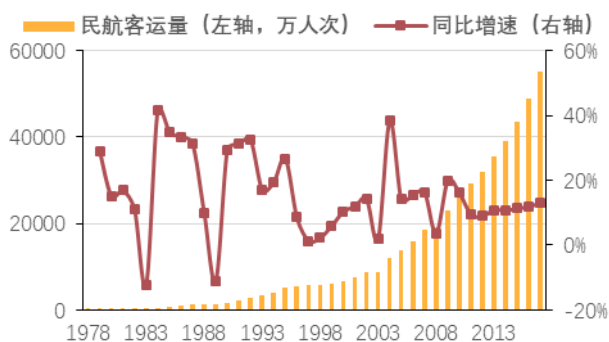
图 5：首都机场 T3 航站楼



资料来源：CADAS，天风证券研究所

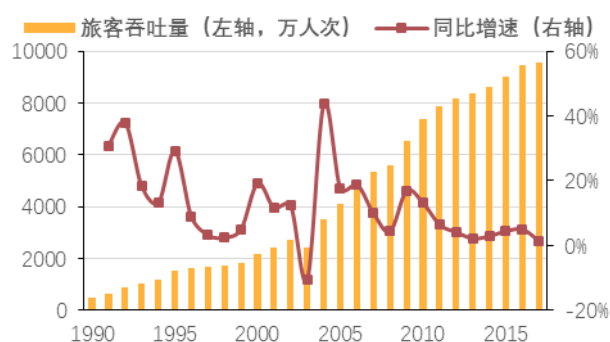
全球经济危机不改经济平稳快速增长的方向，消费升级的大潮带动民航需求继续保持快速上行，我国民航客运量持续创新高，2017 年达到 5.5 亿人次，相比 2010 年实现倍增，年化增速 10.9%。首都机场业务量亦不断创新高，T3 航站楼最初的设计吞吐量短短两年即被突破，2017 年全年完成飞机起降架次 59.7 万架次，旅客吞吐量 9579 万人次，货邮吞吐量 203 万吨。

图 6：民航旅客吞吐量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：首都机场旅客吞吐量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：首都机场历史沿革

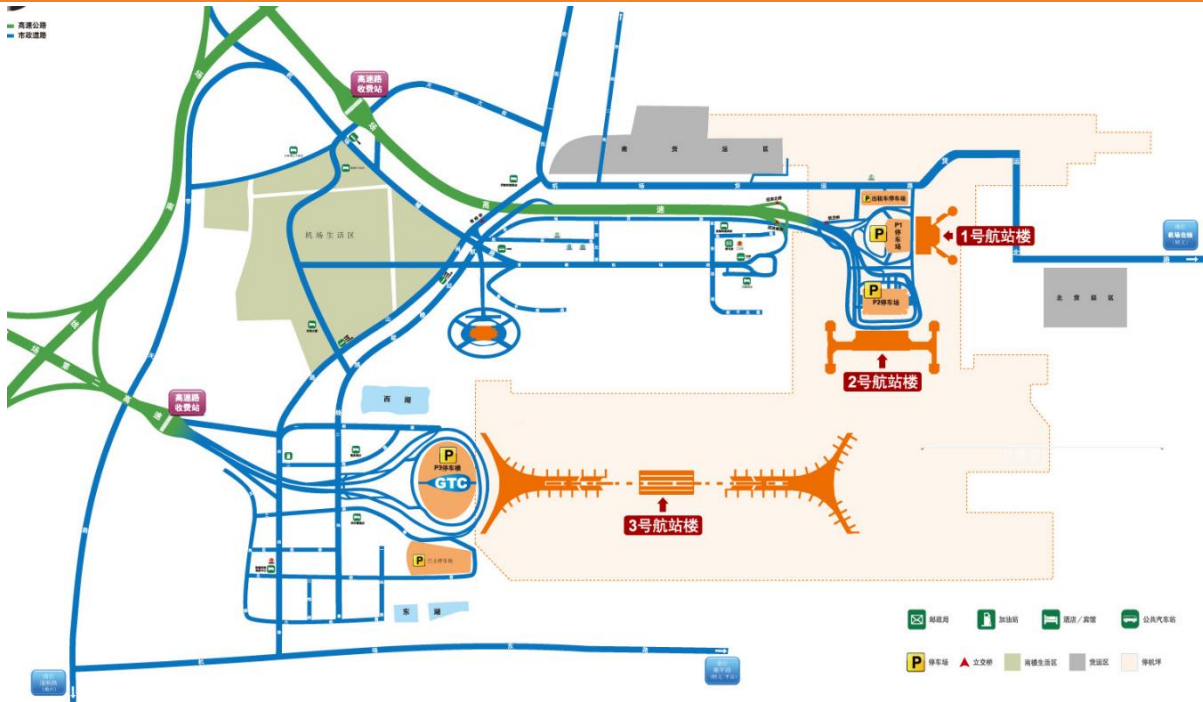
时间	事件
1954 年	民航局选定原顺义县天竺村以北、二十里铺以东地区为机场场址。
1955 年 6 月 10 日	首都机场建设项目正式开工。
1957 年 12 月	首都机场竣工并通过国家验收。
1958 年 3 月 2 日	首都机场正式投入使用。
1965 年	首都机场进行了第一次扩建，将原 2500 米的跑道延长至 3200 米、增建了 6 个停机位。
1974 年 8 月	首都机场的第二次大规模扩建正式动工
1980 年 1 月 1 日	首都机场内面积为 6 万平方米的 T1 航站楼及停机坪、楼前停车场等配套工程建成并正式投入使用。
1988 年起	T1 航站区前后七次改扩建。
1995 年 10 月	首都机场开始建设 T2 航站楼。
1999 年 11 月 1 日	首都机场 T2 航站楼正式投入使用。T2 航站楼投入使用的时候，T1 航站楼开始停用装修。
2004 年 3 月	首都机场第三次大规模扩建工程开工。
2004 年 9 月 20 日	首都机场整修完成的 T1 航站楼重新投入使用，专门承载中国南方航空航班。
2007 年 12 月	首都机场扩建工程顺利通过国家验收。
2008 年初	T1 航站楼封闭改造，中国南方航空转场 T2。
2008 年 2 月 29 日	T3 航站楼和第三条跑道建成投入使用。
2008 年 3 月 26 日	有 20 家航空公司转至 T3 航站楼，转场后 T3 航站楼承担机场 60% 旅客吞吐量。
2009 年	首都机场旅客吞吐量排名升至世界第二。
2016 年	首都机场旅客吞吐量突破 9000 万人次。

资料来源：公司官网，百度，天风证券研究所

2.3. 花甲之年，累计吞吐超十亿人次，名副其实的“国门”

历经扩建后，目前首都机场占地面积 15 平方公里，拥有三座航站楼，两个特殊候机楼，两个停车楼，两个停车场，三条跑道，两个塔台，其中三个航站楼总建筑面积合计 141.4 万平方米，三条跑道中有两条长度分别为 3800 米、3200 米的 4E 级跑道，一条长度 3800 米的 4F 级跑道，可供世界上任何一种大型客机起降。

图 8：首都机场平面示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 2：首都机场主要基础设施

航站楼		总建筑面积	投用日期
T1 航站楼		7.8 万平方米	1980 年 1 月 1 日
T2 航站楼		33.6 万平方米	1999 年 11 月 1 日
T3 航站楼		100 万平方米	2008 年 2 月 29 日
特殊候机楼	专机候机楼	0.66 万平方米	2006 年 10 月 31 日
	公务机候机楼	0.19 万平方米	2008 年 7 月 27 日
跑道	等级	长度	宽度
1	4E	3800 米	60 米
2	4E	3200 米	50 米
3	4F	3800 米	60 米

资料来源：公司官网，天风证券研究所

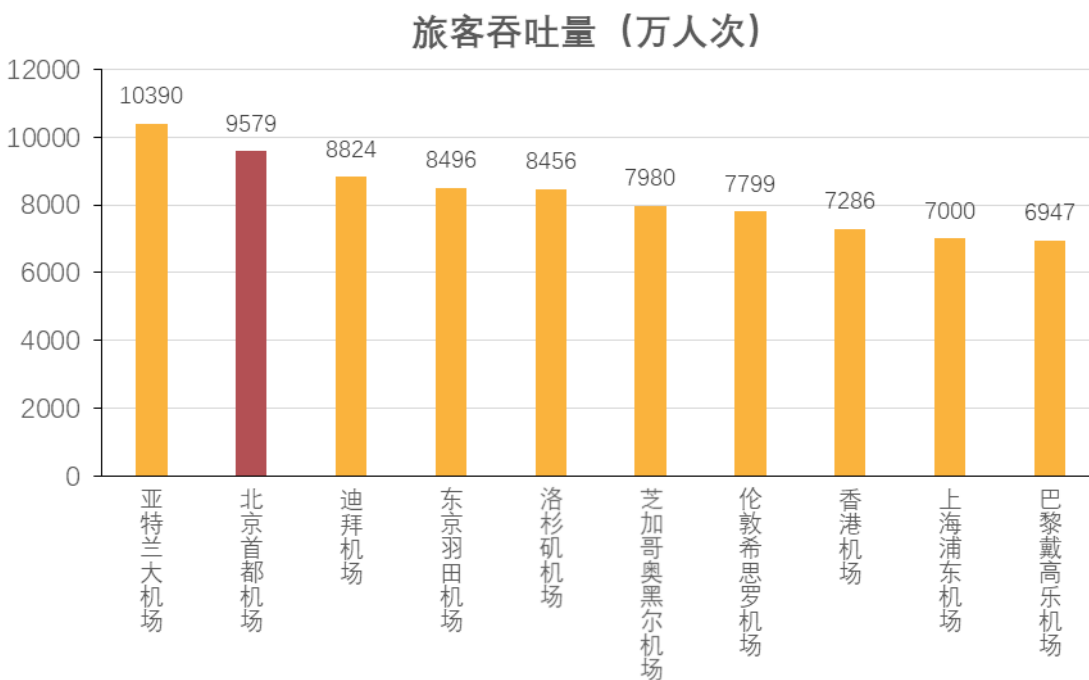
首都机场距离天安门直线距离约 25 公里，距离适中，且靠近北京中部的中央政务金融区、东部的外交使馆区、北部的高教园区，与市区间交通便捷。业务量方面，2017 年其以旅客吞吐量 9578.6 万人次的规模雄踞我国第一，领先排名第二的上海浦东机场达 2578 万人次；国际排名方面，也仅落后于美国亚特兰大机场的 10390 万人次，已连续八年位居世界第二名。2018 年，首都机场迎来花甲之年，六十载岁月中，见证了大国崛起，累计吞吐旅客总量超 10 亿人次，为我国经济发展及外交事业做出了重要的贡献，是名副其实的“国门”。

图 9：我国机场 2017 年旅客吞吐量排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：全球机场 2017 年旅客吞吐量排名



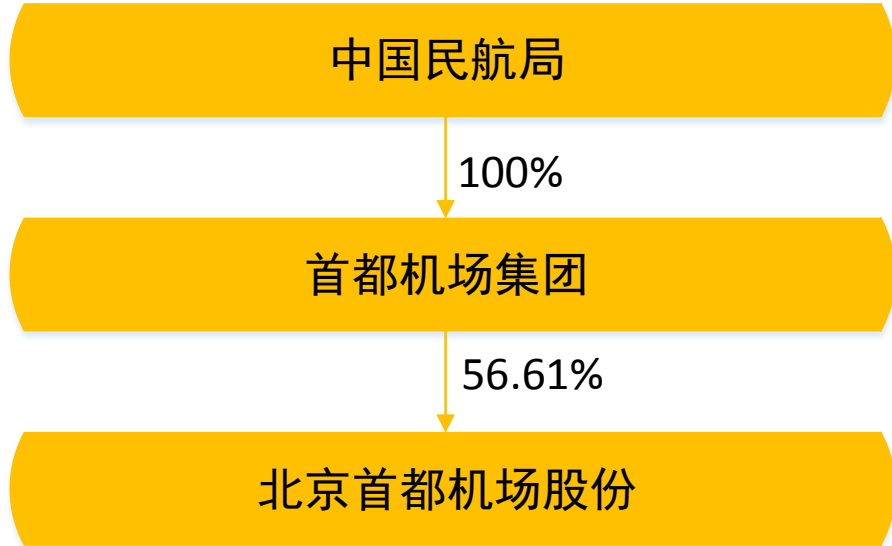
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 北京首都机场股份——首都机场运营者

北京首都机场股份(0694.HK)公司成立于1999年10月,作为首都机场的运营者,于2000年1月通过国际配售及香港公开发售的方式发行新股,募集资金约3.5亿美元,并于2月1日在香港联交所挂牌交易。

公司控股股东为首都机场集团公司，实际控制人为中国民航局。首都机场股份的股权结构相对稳定，上市之时公司股本 38.46 亿股，其中大股东持股 25 亿股，占比 65%。2006 年、2008 年公司两次配售股票，配售后股本提高至 43.3 亿股，其中集团持股 24.51 亿股，占比 56.61%，此后公司股本及大股东持股比例长期保持不变。

图 11：首都机场股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 产能趋于饱和，航空性主业增速逐步放缓

- 机场的航空性收费：**北京首都机场股份运营首都机场航站楼、跑道等资产，其收入包括航空性收入与非航空性收入。我国机场航空性业务收费主要由政府定价，包括航班起降费、旅客服务费、旅客及货邮安检费、飞机停机费、客桥费。首都机场是我国三大国际门户机场之一，分类为一类一级机场，2017 年 4 月机场收费改革后的航空性收费标准如下表所示：

表 3：我国机场国内线航空主业收费标准

收费科目	分类	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
起降费	25 吨以下 (元/架)	240	250	250	270
	26-50 吨 (元/架)	650	700	700	800
	51-100 吨 (元/架)	1200+24*(T-50)	1250+25*(T-50)	1300+26*(T-50)	1400+26*(T-50)
	101-200 吨 (元/架)	2400+25*(T-100)	2500+25*(T-100)	2600+26*(T-100)	2700+26*(T-100)
	200 吨以上 (元/架)	5000+32*(T-200)	5100+32*(T-200)	5200+33*(T-200)	5300+33*(T-200)
停机费	(元)	2 小时内免费，2-6 小时，起降费 20%；6-24 小时 25%；24 小时以上，每 24 小时 25% 不足 24 小时，按 24 小时计			
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 200 元，后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时，按 0.5 小时计			
	多桥 (元/架)	单桥标准倍数计收			
旅客服务费	(元/人)	34	40	42	42
安检费	旅客行李 (元/人)	8	9	10	10
	货物邮件 (元/吨)	53	60	62	63

资料来源：CAAC，天风证券研究所

表 4：我国机场国际线航空主业收费标准

收费科目	分类	收费标准
起降费	25 吨以下 (元/架)	2000
	26-50 吨 (元/架)	2200
	51-100 吨 (元/架)	2200+40* (T-50)
	101-200 吨 (元/架)	4200+44* (T-100)
	200 吨以上 (元/架)	8600+56* (T-200)
停车场费	(元)	2 小时内免费, 后续每停 24 小时, 按起降费 15% 不足 24 小时, 按 24 小时计
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 100 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计
	多桥 (元/架)	单桥标准倍数计收
旅客服务费	(元/人)	70
安检费	旅客行李 (元/人)	12
	货物邮件 (元/吨)	70

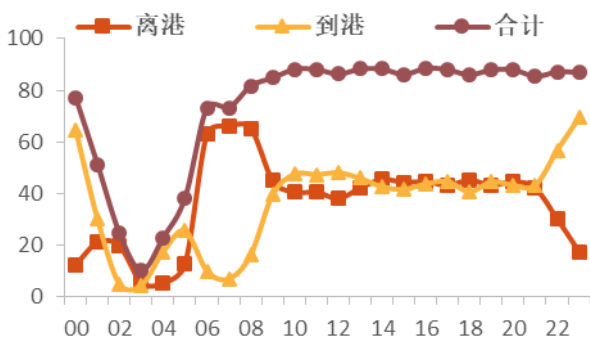
资料来源：CAAC，天风证券研究所

3.1. 高峰容量触及瓶颈，架次相关收入增速有所下降

在众多出行方式中，飞机飞行速度最快，因此为了保障飞行安全，各个环节技术标准上的安全空间预留要求极高。世界各国对飞机的飞行安全间隔都有一定要求，我国更为严格的标准实现了更高的安全系数，但严苛的标准势必要以牺牲部分效率为代价，且由于空域资源及空管保障能力限制，我国机场高峰容量及运营效率均要远低于海外大型枢纽机场。

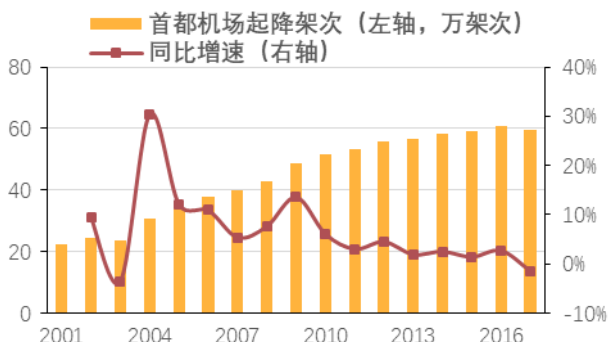
目前首都机场高峰小时容量为 88 架次，已有近 7 年时间没有进行明显调整，从时刻表分析来看，2015 年冬春航季时刻表中每日小时平均航班数量为 71.8 次，2017 年夏秋航季也仅为 73.4 次，三年时间仅增长 2.3%；从日内航班分布来看，从早上 6 点至凌晨 24 点小时起降架次持续位于天花板位置，航班起降增量进一步提升只能通过加班或夜间时刻利用率提高实现，因此首都机场过去几年起降架次增速逐步放缓，且因 2017 年 4 月中跑道大修，全年起降架次 59.7 万，同比微降 1.5%。

图 12：2018 夏秋航季首都机场日内航班分布



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

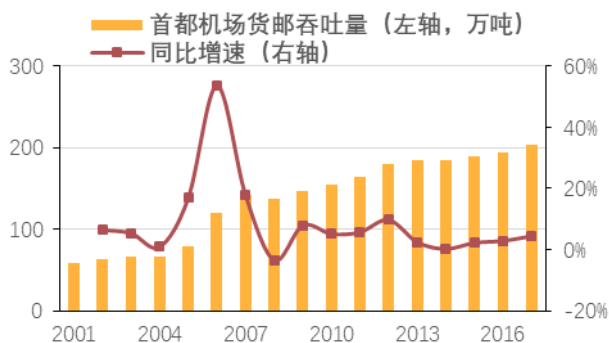
图 13：首都机场期间架次及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

与架次相关的航空性收入包括航班起降费、停机费、客桥费，而首都机场收入划分中将架次相关收入与旅客安检、货邮安检收入整合为机场起降费及相关收费。由于首都机场起降架次增速放缓以及全球宏观经济疲弱拖累货邮吞吐量增速，过去几年公司起降费及相关收费整体逐步下滑，但 2017 年得益于机场收费改革，机场起降费及相关收费为 19.27 亿，同比增长 10.4%。

图 14：首都机场货邮吞吐量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：首都机场机场起降费及相关收费

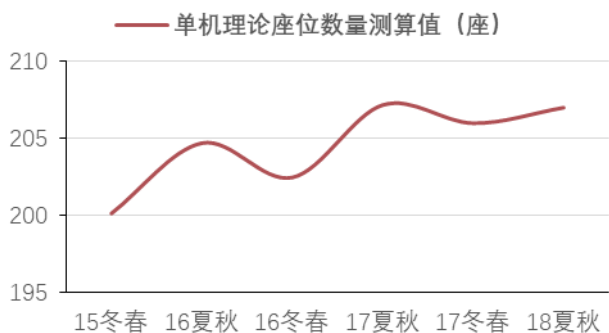


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 宽体置换、客座提升、国际占比提高，旅客服务费仍可保持一定增长

枢纽机场时刻紧张，航空公司提高运力供给只能通过使用宽体机置换窄体机，单机理论座位数量不断提升。仅以 2015 年冬春航季至 2018 年夏秋航季为例，我们测算近 3 年时间单机座位数量从 200 人次提高到 207 人次，此外，随着全民航需求旺盛增长，客座率已从 2007 年的 76.6% 提高至 2017 年的 83.2%，单机实际载客数量同样不断提高，拉动旅客吞吐量增速明显高于起降架次增速。

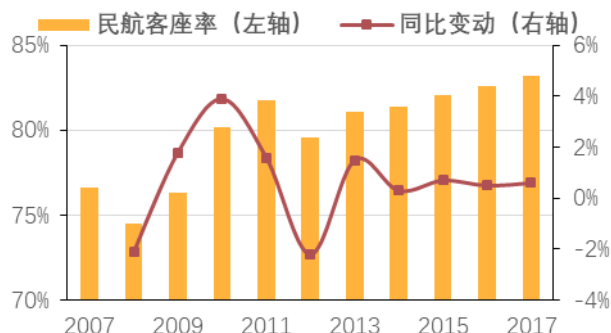
图 16：首都机场单机座位数量测算



资料来源：pre-flight，波音，空客，天风证券研究所

注：剔除货机

图 17：民航客座率及同比变动



资料来源：Wind，天风证券研究所

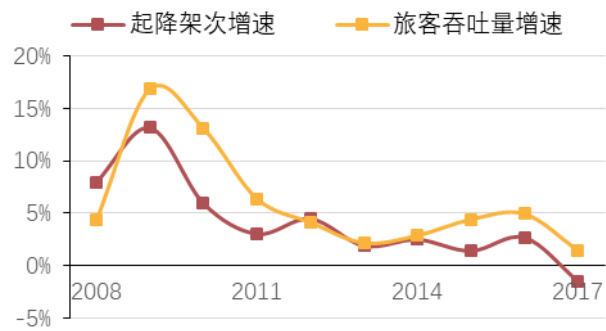
图 18: 首都机场单机载客量及同比变动



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 起降架次中包括货机

图 19: 首都机场旅客吞吐量增速与起降架次增速对比

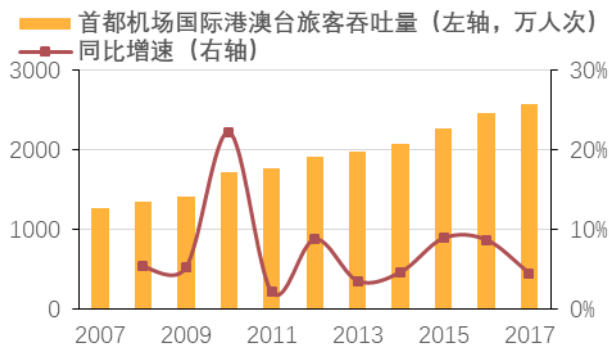


资料来源: Wind, 天风证券研究所

当前我国已是世界第二大经济体, 与各国政治经济往来愈发频繁, 同时叠加消费升级浪潮促进出境游快速增长, 我国的国际航线旅客量持续攀升。首都机场作为我国“国门”, 是我国核心城市中通往欧美地区的最佳航点, 纵使航权资源紧张, 但国际线吞吐量仍不断创新高, 2017 年国际及港澳台旅客吞吐量达到 2564 万人次, 同比增长 4.5%, 相比 2007 年提高 102%, 年化增速 7.3%; 国际及港澳台航线旅客量占比为 26.8%, 相比 2007 年提高 3.1 个百分点。

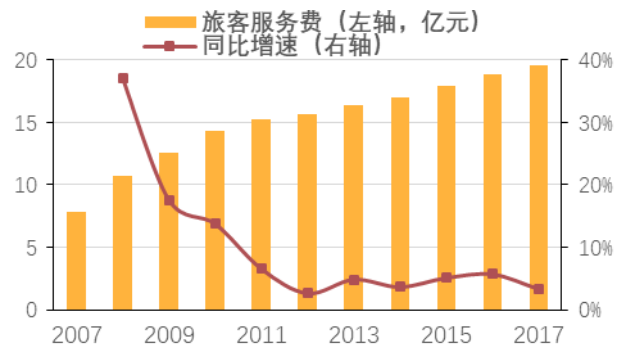
我们在表 3、表 4 中提及, 对于首都机场而言, 国际线旅客服务费收费标准是国内线的二倍, 因此首都机场旅客服务费收入增速略高于吞吐量增速, 2017 年达到 19.52 亿, 同比增长 3.3%, 增速高于旅客吞吐量增速 1.8pct, 高于起降架次增速 4.8pct。

图 20: 首都机场国际港澳台航线旅客吞吐量及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21: 首都机场股份旅客服务费及同比增速



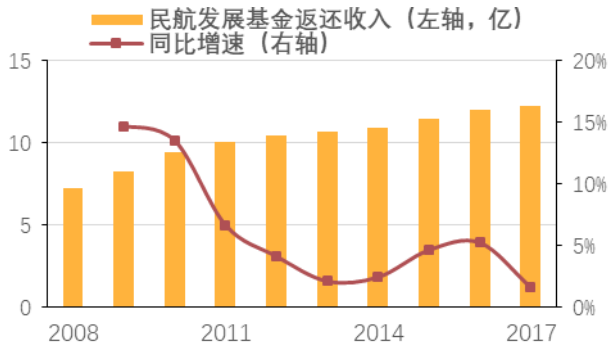
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.3. 民航发展基金返还取消, 但其对盈利贡献已渐式微

公司航空主业中的最后一项重要组成部分为民航发展基金返还。民航发展基金由原民航机场管理建设费和原民航基础设施建设基金合并而成, 是国家为统筹机场建设经费向旅客及航空公司征收的费用, 其中旅客端按旅客数量征收, 国内航班每人征收 50 元, 国际航班每人征收 70 元 (持外交护照旅客、12 岁以下旅客、国内支线航班旅客免征)。对首都机场而言, 国家前期特批每年于首都机场发生的旅客服务费, 按 48% 的比例返还给上市公司, 且免征增值税。(机场建设费返还至上市公司仅限于北京首都机场、广州白云机场、海口美兰机场)

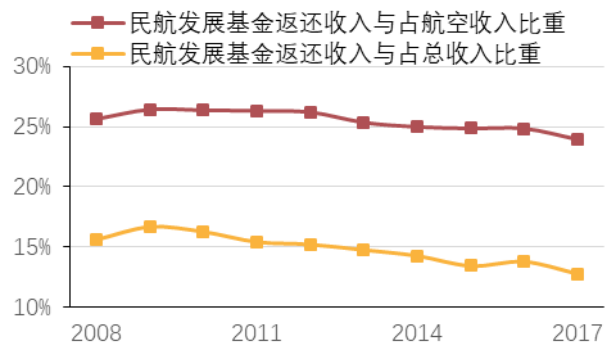
首都机场是我国旅客吞吐量最大的机场,民航发展基金返还收入最多,2017年规模为12.21亿,占航空性收入的23.9%,占总收入的12.8%。2018年6月15日公司发布公告称收到财政部通知,自2018年11月29日起,取消民航发展基金返还,公司此部分纯收入将不再计入报表,预计将造成一定冲击,但我们也观察到,随着非航收入的爆发,民航发展基金对盈利的贡献已渐式微,2017年其占税前利润的比重已从2016年的51%下降至35%。

图 22: 民航发展基金返还收入及同比增速



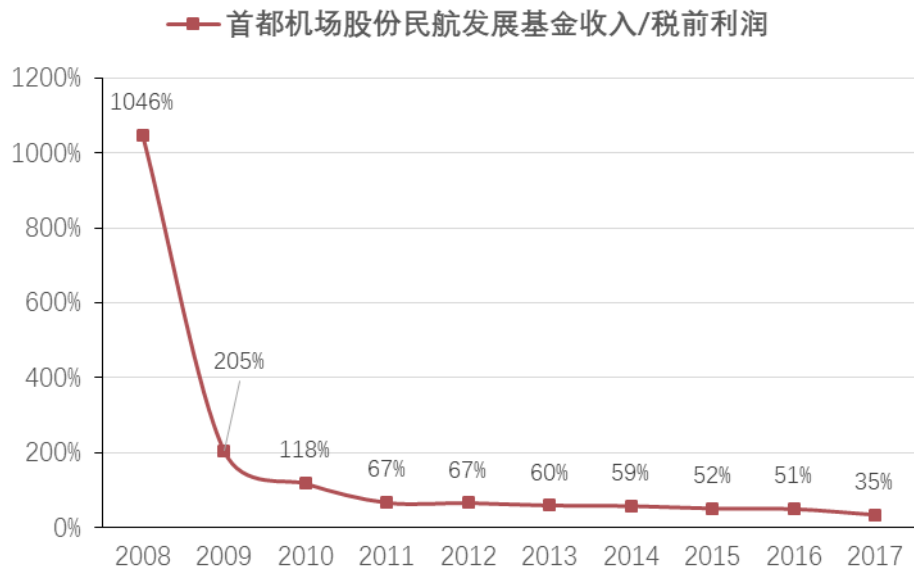
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 23: 民航发展基金占航空性收入及营业总收入的比重



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 24: 民航发展基金返还收入比税前利润



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

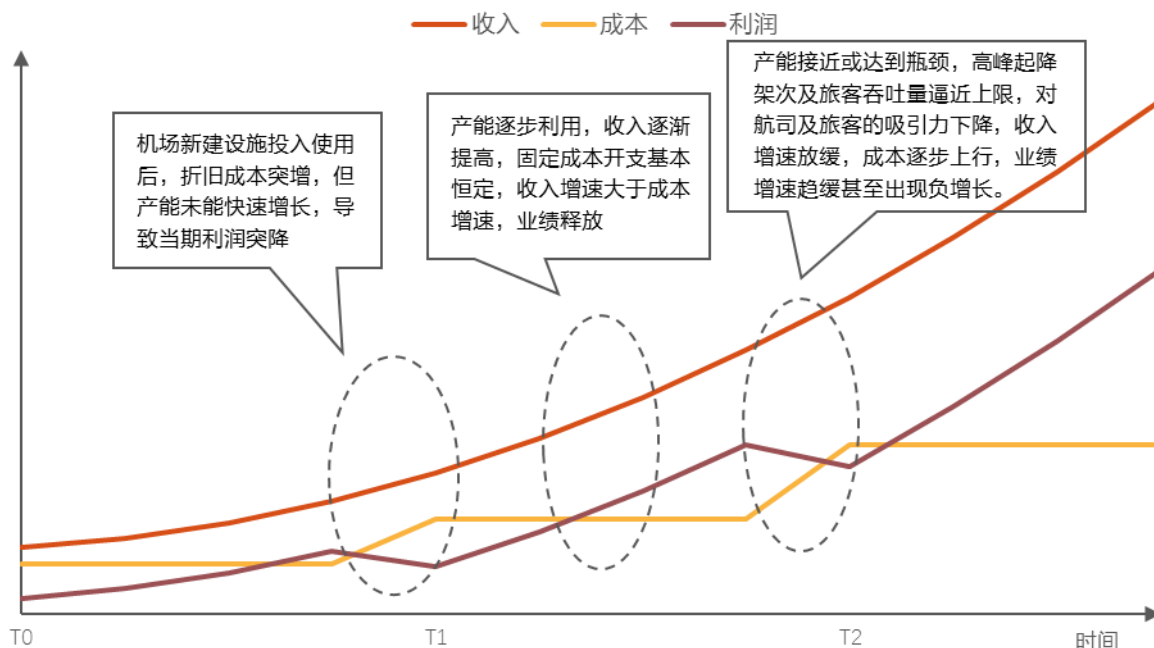
4. 非航爆发, 脱离生命周期

4.1. 机场传统的生命周期

机场行业存在鲜明的产能周期, 每个产能周期中可大致细分为产能突破期、产能爬坡期、产能瓶颈期, 其中第一个阶段为产能突破期, 即新建跑道或航站楼投入使用, 航空器起降架次及旅客吞吐量瓶颈得以突破, 时刻资源充裕, 产能逐步释放, 收入开始提高, 但同时由于大额在建工程转固带来折旧成本一次性大幅跃升以及经营资产体量扩张带来人工费用等成本的提升, 业绩或一次性下降; 第二阶段为产能爬坡期, 新增产能被逐步利用, 业

务体量持续增长，同时折旧等成本基本固定，收入增速大于成本增速，业绩逐步上行；第三个阶段为产能瓶颈期，随着前期新增产能的不断消耗，机场高峰时刻起降架次及航站楼旅客吞吐量接近或达到上限，时刻增量逐步向非黄金时刻甚至清晨及夜间倾斜，同时航站楼日趋拥挤，对航空公司及旅客的吸引力逐步下降，业务量增速下行，同时职工薪酬等成本逐步上升，利润增速放缓甚至出现小幅回落，而产能扩张计划提上日程，资本支出增加，为进入下一个产能周期做准备。

图 25：机场的产能周期示意图

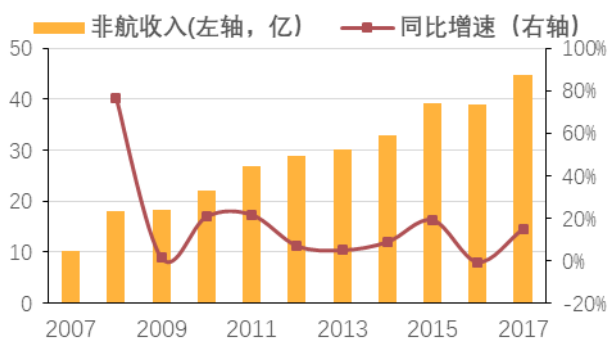


资料来源：天风证券研究所整理

4.2. 非航收入的快速崛起，脱离生命周期

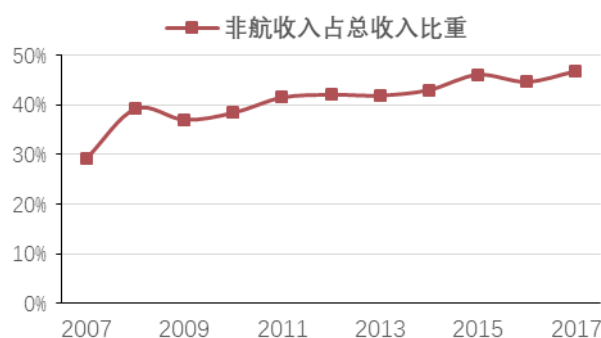
乘机或转机涉及的一系列流程如值机、安检、候机、提取行李、离港均需消耗一定时间，飞机不等人势必导致乘客在各环节时间预留相对充裕，实现了相当时长的机场内滞留。枢纽机场是高端人群的集散地，时间及空间共振，为高购买力消费者实现了一处绝佳消费场景，此外，高客流量衍生的停车收费、旅客集中集散产生的优良广告宣传效应均赋予了枢纽机场一定的消费属性。目前首都机场非航收入已经具备相当体量，2017 年为 44.7 亿，同比增长 14.9%，相比 2007 年增长 336%，明显高于航空性收入的增长，且非航收入占总收入比重也已经从十年前的 29.2%提高至 46.7%。

图 26：首都机场非航收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

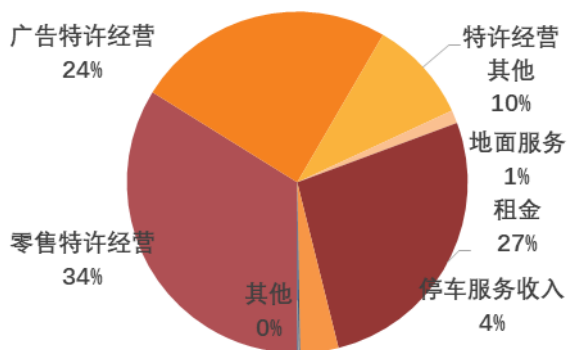
图 27：首都机场非航空性收入占总收入比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

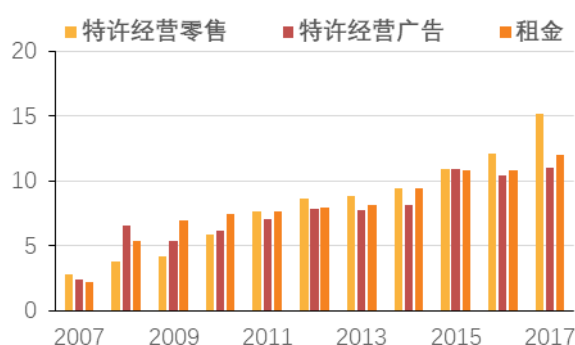
首都机场的非航收入包括零售特许经营收入、广告收入、餐饮收入、贵宾服务收入、地面服务、商业租金收入与及停车服务收入等，其中零售特许经营收入、广告收入、商业租金收入共同组成了非航收入的基石，2017 年分别为 15.1 亿、11.0 亿、12.0 亿，分别占非航收入的 33.8%、24.5%、26.8%；占总收入的 15.8%、11.5%、12.5%。

图 28：2017 非航收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：零售特许经营、广告、商业租金收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

伴随着非航收入的持续旺盛增长，机场的消费属性逐步体现，虽然近年来首都机场因时刻资源紧张导致起降架次逐步触及天花板，但在非航收入的快速增长的强势助力下成功脱离产能瓶颈期，营收并未停滞不前，业绩则持续上行。

4.3. 免税重新谈判，2018 贡献巨大增量

2017 年 4 月 12 日首都机场免税招标结果初步公示，中免在 T2 标段得分领先，珠免在 T3 标段领先，后经过专业技术分评估，中免集团以首年 8.3 亿元保底租金，超额部分 47.5% 的提成比例夺取首都机场 T2 航站楼免税店经营权，日上免税（中国）以每年 22 亿元保底租金，超额部分提成 44%夺取 T3 航站楼免税店经营权。

表 5：首都机场免税店招标状况

T2 标段			T3 标段		
投标方	首年保底租赁费	提成比例	投标方	首年保底租赁费	提成比例
中免集团	8.3 亿	47.5%	日上免税（中国）	22 亿	44%
中出服	5.1 亿	46%	深圳免税	15.697 亿	43%
深圳免税	4.5843 亿	41%	珠海免税	24.95 亿	47%
珠海免税	7.5 亿	44%			

资料来源：免税零售专家公众号，天风证券研究所

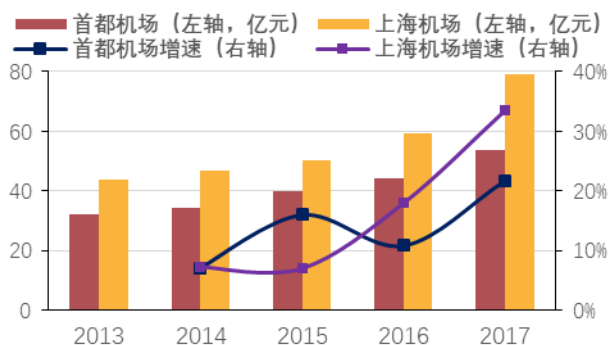
机场可以吸引大量高端旅客前往乘机，枢纽机场国际航线则汇集了本地及周边地区乃至全国范围内的高消费力群体；旅客在机场乘机需预留大量时间，而乘坐出境入境过程繁杂的国际航线航班的旅客势必要花费更长时间等待，且免税商品无关税、进口环节增值税及消费税影响，价格相比市内专柜具备相当优势，消费场景在机场国际航线区域完成了再强化。

我国机场免税销售额处于快速增长期，经测算 2017 年上海浦东机场免税销售额约为 79 亿元，同比增长约 33.5%，首都机场免税销售额约为 54 亿，同比增长约 21.7%，单客收入方面，我们大致测算上海浦东机场国际线人均免税销售额为 228 元，首都机场为 210 元，同比均快速增长。

首都机场免税合同于 2018 年 2 月 11 日起生效，且有一个月免租期，超额部分租金起征点对应全年免税销售额约 67.5 亿，对应增速约 25%。2018 年上半年首都机场国际线旅客量增速接近 10%，如免税租金超过保底则单客收入需增长超 15%。

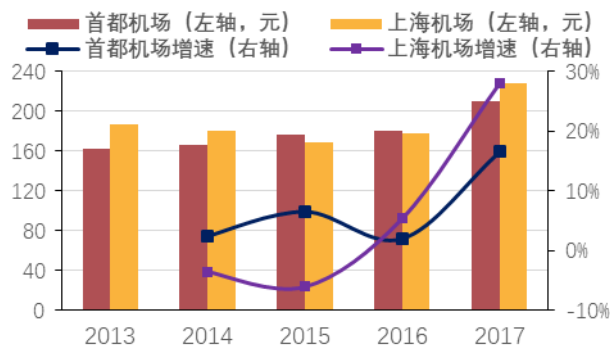
首都机场免税销售核心驱动力为香化类商品，我们暂无法获得细分商品销售额，但从全社会零售消费数据来看，2018 年前 6 个月化妆品类销售额累计同比增长 14.2%，因此我们推断“她经济”驱动下首都机场香化类免税品销售额同样保持高速增长，全年实际销售额有望接近或突破保底，贡献巨大的收入利润增量。保守估计机场账面租金收入按照保底租金测算年化为 28.6 亿，相比 2017 年增长 15.3 亿，增速达 115%。

图 30：首都机场及上海浦东机场历年免税销售额测算



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：首都机场及上海浦东机场历年单客免税销售额测算



资料来源：公司公告，天风证券研究所

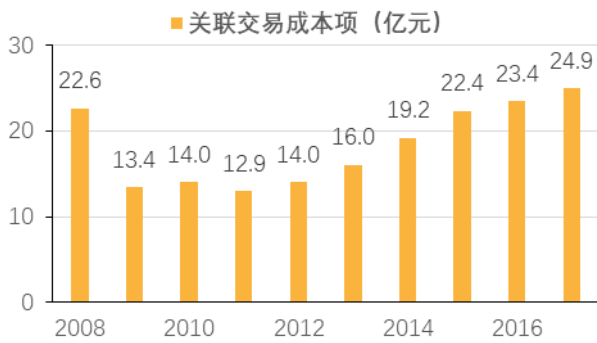
5. 集团利益高度捆绑，利润保持高速增长

5.1. 大量关联交易、利益高度绑定

我国上市机场大股东持股比例均超过 50%，首都机场集团持有上市公司 56.61% 股权，而由于机场集团旗下其他板块公司业务与机场上市公司主业紧密相关，机场集团与机场公司间部分土地产权及使用权分离，往往产生一定体量的关联交易。首都机场与集团及旗下公司之间关联交易体量较大，2017 年集团及旗下公司向公司支付的关联交易总额接近 3 亿，占非航空性收入的 6.5%，公司向集团及旗下公司支付的关联交易总额接近 25 亿，占当期营业成本的 41.4%。

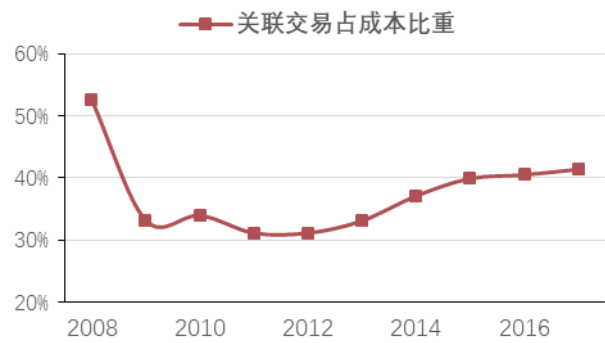
公司向集团支付的成本中，以向集团旗下能源公司提供的水电能源费、向集团旗下安保公司支付的安检保安服务费、向集团旗下商贸公司支付的零售、广告、餐饮资源管理服务费等为主，2017 年分别为 6.04 亿、6.06 亿、6.62 亿。

图 32: 历年公司向集团支付的关联交易总额



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 33: 成本端关联交易项目占营业成本比重



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

首都机场与集团旗下其他公司间的关联交易合同更新周期一般为三年, 对价的确定主要为成本加成、协商议价等方式。前次关联交易合同于 2017 年底集中到期, 2018 年起进入新一周期。根据上市公司公告, 2018-2020 年的关联交易项目中除商业相关的运营管理费及安保费用外相对稳定, 年度间变化不大。安保服务费由于旅客量增长及安检力度强化、员工激励等因素提高 32.1%, 而商业广告委托服务费则值得深入探讨。

首都机场的免税零售、餐饮广告在对外销售获得租金的同时, 需向集团旗下商贸公司支付委托经营管理费用, 其中国际零售部分按照当年国际免税品销售收取租金的 22%加以上一年实际租金为基数超额租金部分的 60%计提; 国内零售按照保底租金加超额部分租金增量的 40%计提; 广告部分按照当年广告业务收入总额的 25%加以前三年平均广告收入为基数超额收入的 60%计提; 餐饮部分按照当年餐饮销售额的 15.5%加以前三年平均餐饮收入为基数超额收入与的 60%计提。

表 6: 首都机场免税广告餐饮业务与机场商贸公司关联交易明细

项目	基准点	基准点以下委托管理费收取标准	超额部分收取标准
国际零售	上一年零售经营收入	当年国际零售经营收入总额的 22%	国际零售经营收入总增加额的 60%
国内零售	上一年总租金收入	保底租金 (约 14500/m ² ·年)	国内零售租金增量的 40%
广告	前三个年度平均广告收入	当年广告业务收入总额的 25%	广告业务收入增量的 60%
餐饮	前三个年度平均总租金收入	当年餐饮总销售额的 15.5%	餐饮租金收入增量的 60%

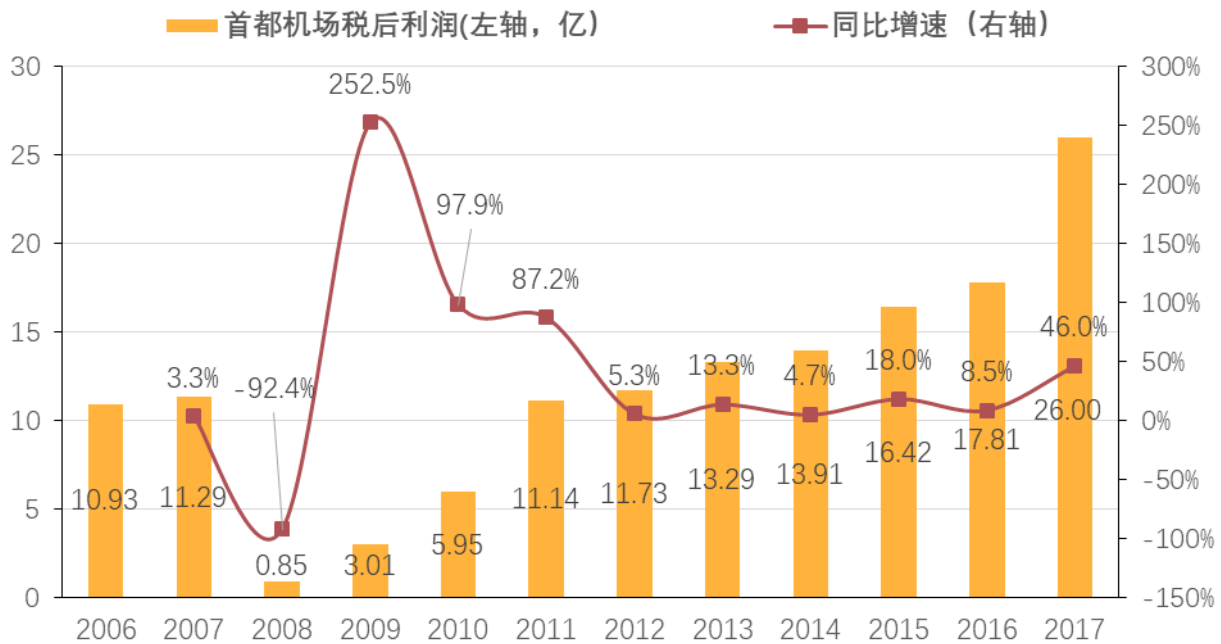
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

机场收取商户租金后再度向集团以比例形式支付费用似乎不符合机场的运营逻辑, 但在北京新机场即将投产的当下, 此类经营模式恰恰实现了机场与大股东之间的利益高度绑定。新机场投产后首都机场短期可能面临旅客分流问题, 商贸公司以比例形式收取委托经营费用能够激发管理层经营积极性, 优化管理模式, 促进客单价提升, 以对冲短期旅客分流导致的租金下滑, 利于公司租金收入稳定增长。

5.2. 盈利保持稳定正向增长

首都机场自 2008 年 T3 航站楼投产以来，股份公司再无大规模资本开支，成本端未现跳跃式增长，而随着产能空间的逐步利用，航班起降、旅客货邮吞吐持续上行，非航收入不断增长，公司业绩已连续 9 年走高。2017 年因非航收入快速增长及机场收费改革，公司税后业绩为 26 亿，同比大增 46%。

图 34：首都机场税后利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

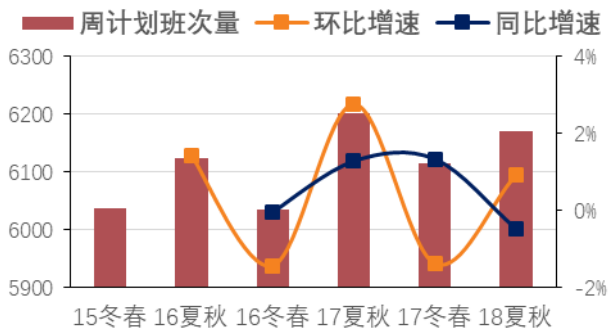
6. 枢纽机场时刻稀缺制约旅客量增长，新机场分流无需悲观

6.1. 时刻稀缺，起降架次增长空间相对有限

机场的生命周期中，大规模资本开支突破产能瓶颈后成本端相对稳定，利润核心驱动力量为收入上行，因此判断首都机场业绩增量，势必要对航空及非航收入的前景进行研判，而非航空性收入以旅客流量为依托，因此航空主业增量分析必然具备更高的优先级。

按照我国当前的飞行器适航标准，单跑道机场 30 架次的高峰容量已是极限，在空域资源紧张、民航狠抓安全底线的当下，纵使技术保障能力已不再是桎梏，但政策上的壁垒仍将令高峰容量突破之路稍显漫长。首都机场三条跑道当前 88 架次的高峰容量短期已基本没有提升空间，且民航 115 号文出台后，首都机场加班被严格限制的同时，早高峰时刻总量被削减，起降架次提升只能通过夜间航班利用及提升执行率实现，不过目前首都机场执行率平均已超过 95%，上升空间很小，因此起降架次增长空间相对有限。

图 35：首都机场周班次总量及同比增速



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 36：首都机场时刻执行率变动

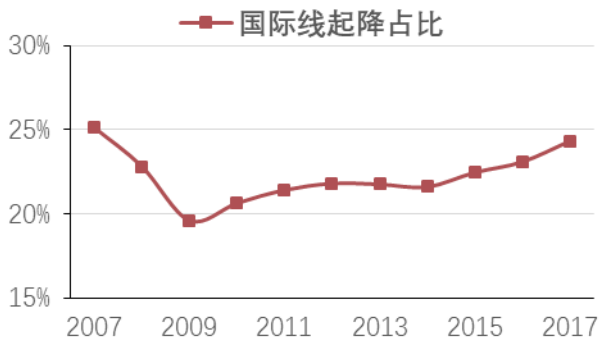


资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

6.2. 国际枢纽构建，国际化、飞机扩容、客座率提升仍是趋势

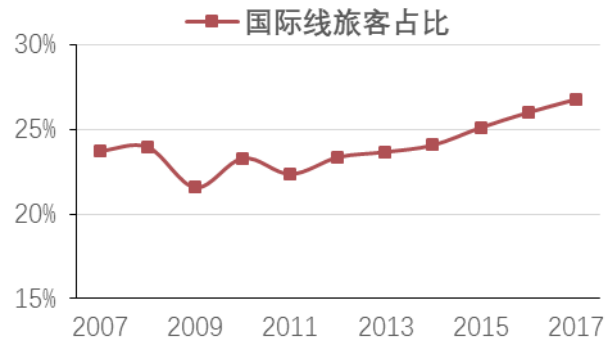
2016 年 12 月民航局通过《推进京津冀民航协同发展实施意见》，意见提出 23 项具体改革任务，明确 2016-2019 年为调结构阶段，完善首都机场枢纽功能，完善国际航线网络，疏解非国际航空枢纽功能；2020-2030 年为全面升级阶段，进一步完善航线网络的目标。2018 年上半年首都机场国际及港澳台航班比例同比提高 1.4pct，支线航班比例同比降低 0.6pct。这意味着纵使起降架次增长空间不大，但存量结构优化大有可为，国际航线占比仍将持续走高，且支线航班疏解带来的替代效应可促进飞机起降平均全重提高及单机理论载客量扩容，航空性业务收入增长仍然具备动力。

图 37：首都机场国际线起降占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：首都机场国际线旅客吞吐量占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

6.3. 新机场分流不必悲观

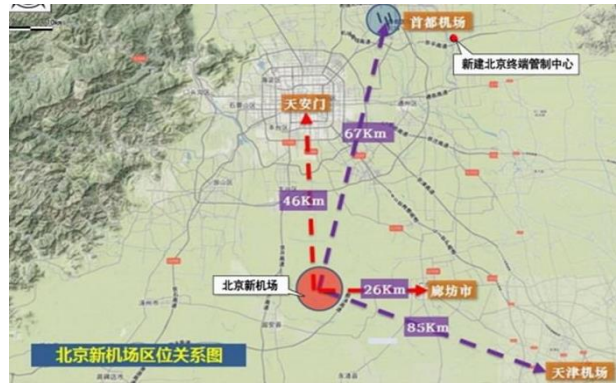
2019 年 9 月 30 日，拟投资 800 亿建设的首都新机场将作为建国 70 周年贺礼投入使用。北京新机场位于北京市大兴区榆垓镇、礼贤镇和河北省廊坊市广阳区的交界处，距离天安门 46 公里，距离雄安新区约 60 公里，距离首都国际机场 67 公里，距离天津滨海机场 85 公里，距离廊坊市中心只有 26 公里。首都新机场建设规格高，规划至 2025 年旅客吞吐量 7200 万人次，货邮吞吐量 200 万吨，飞机起降 62 万架次，远期旅客吞吐量将达到一亿人次。

图 39：首都新机场示意图



资料来源：CADAS，天风证券研究所

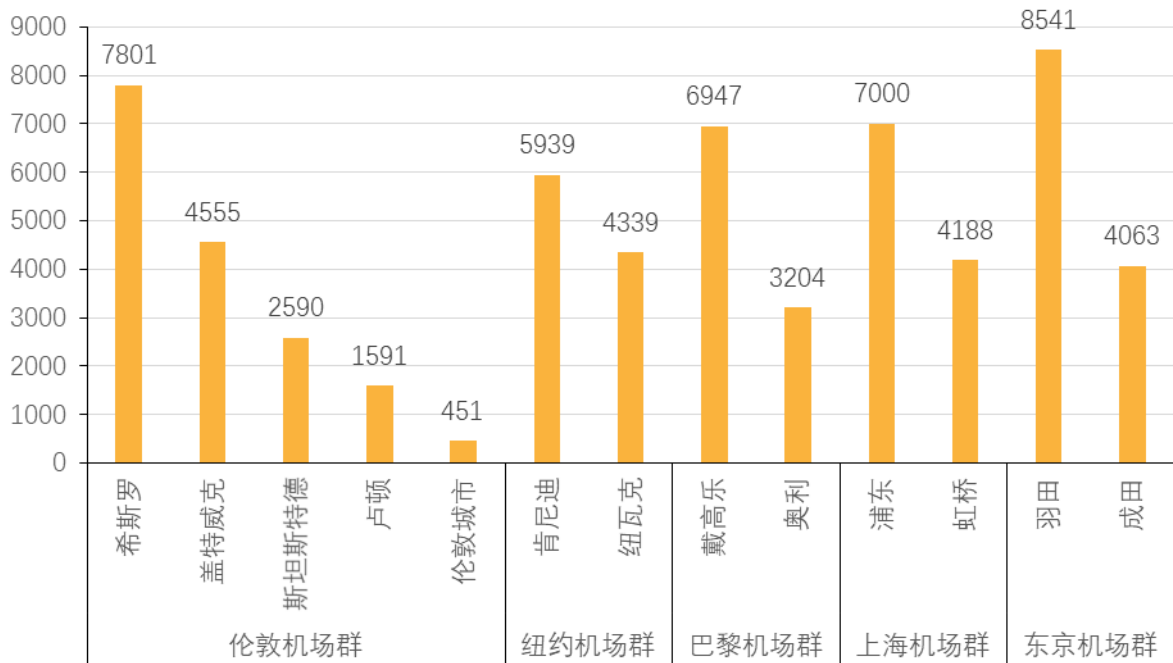
图 40：首都新机场区位图



资料来源：CADAS，天风证券研究所

世界范围内核心城市一市多场机场群中，似乎并没有在距离市区更远的区位，在已有存量高规格建设、近亿吞吐量枢纽机场之外再建规模更大，定位与老机场类似，规划远期吞吐量与老机场相近的新机场之可比先例。英国伦敦机场群、美国纽约机场群、法国巴黎机场群、日本东京两场、上海两场发展成熟后均以某一机场作为国际枢纽核心，联动其他机场协同发展，其中第一大机场与第二大机场的旅客吞吐量比值往往在 135%以上。我国的粤港澳三枢纽机场虽均定位于国际枢纽，但国际航线通达性及旅客吞吐量同样存在明显差异。

图 41：世界各主要机场群 2017 年旅客吞吐量（万人次）



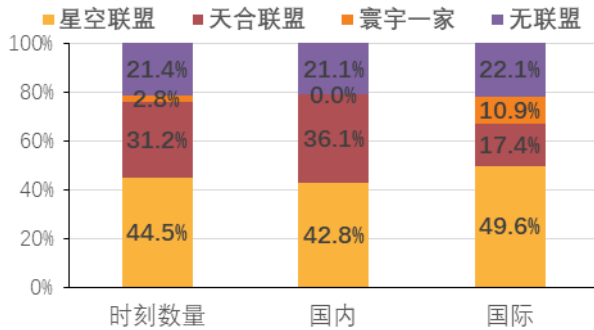
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：纽约拉瓜迪亚机场、斯图热特机场等、巴黎布尔歇机场暂无数据

我国航空公司苦于一线机场时刻紧张，大量运力不得已投向二三线市场，拖累收益品质。首都老机场处于饱和运营状态，新机场投产后，航空公司势必会争夺新增时刻资源，因此空域优化及时刻资源释放速度是问题的关键所在。我们更倾向于认为首都新老机场的分流问题主要由政策层面主导，而目前其导向为东航、南航所在的天合联盟在四年的过渡期内逐步搬迁至新机场运营。

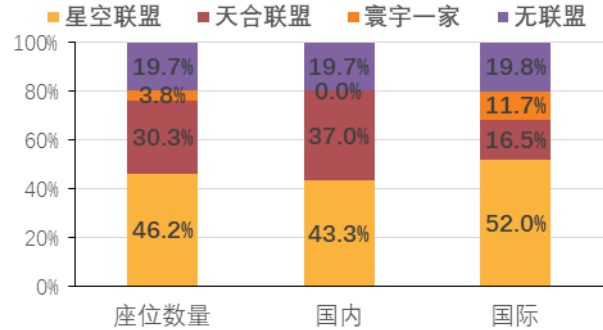
天合联盟航空公司在首都机场拥有 31.2%的时刻资源,30.3%的座位数量资源,其中国内线、国际线时刻资源占比分别为 36.1%、17.4%,座位数量资源占比分别为 37.0%、16.5%,我们简单提出三种情景假设并对首都机场的航空性业务量进行简要分析。

图 42: 三大航空联盟在首都机场的时刻份额



资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

图 43: 三大航空联盟在首都机场的座位份额



资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

■ **悲观: 首都机场存量时刻削减并平移至新机场, 随后逐步增加, 新机场逐步增加**

在悲观假设下, 首都机场存量时刻削减并平移至新机场, 只减不加, 极限假设下国内航班中的 36.1%、国际航班的 17.4%, 国内旅客量的 37%, 国内旅客量的 16.5% (不考虑客座率差异) 逐步从首都机场剥离, 随后逐步提高直至分流前的稳态水平。

■ **中性: 首都机场存量时刻部分削减平移至新机场, 新机场额外增加, 随后共同增加**

在中性假设下, 首都机场存量时刻部分削减平移至新机场, 老机场主要剥离国内时刻, 促进结构优化; 此后新老机场时刻逐步增加直至稳态, 老机场时刻优先分配给国际航线。

■ **乐观: 首都机场存量时刻不削减, 新机场建成后直接新增时刻并逐步增加**

在乐观假设下, 首都机场存量时刻不削减, 仅进行结构性调整, 提升国际线占比, 新机场时刻独立增加。

表 7: 首都机场起降架次及旅客吞吐量假设

假设	业务量	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中性	起降架次(万)	59.7	62.0	62.3	60.0	57.8	55.7	55.6	58.1	60.8
	YOY		3.73%	0.62%	-3.74%	-3.69%	-3.64%	-0.18%	4.56%	4.57%
	国内	45.2	46.6	46.7	44.3	42.1	40.0	39.9	41.5	43.2
	YOY		3.00%	0.25%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-0.25%	4.00%	4.00%
	国际港澳台	14.5	15.4	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	16.6	17.6
	YOY		6.00%	1.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%	6.00%
	旅客吞吐(万)	9579	10064	10276	9936	9616	9313	9449	9936	10450
	YOY		5.07%	2.10%	-3.30%	-3.23%	-3.15%	1.46%	5.16%	5.17%
	国内	7014	7295	7368	6999	6649	6317	6333	6618	6915
	YOY		4.00%	1.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	0.25%	4.50%	4.50%
	国际港澳台	2564	2770	2908	2937	2967	2996	3116	3319	3534
	YOY		8.00%	5.00%	1.00%	1.00%	1.00%	4.00%	6.50%	6.50%

资料来源: Wind, 天风证券研究所整理

注: 假设 2019 年 4 季度开始分流

北京地区是我国民航收益品质较高的区域之一，南航东航大规模增投运力可能对存量市场格局造成一定影响。我们认为四年过渡期的安排思路之一可能是平衡三大航之间的利益关系，颇有边走边看的意图，因此时刻迁移大概率不会一蹴而就，且四年的过渡期也为空域资源优化预留了充足时间。

实际操作上看，我们更倾向于认为中性预期情景是大概率事件，即首都机场部分存量时刻部分迁移至新机场，部分存量时刻完成航司之间置换，新机场额外增加时刻，随后新老机场时刻共同增长直至稳态。此过程中首都机场将持续优化航线网络结构，增加国际线占比强化国际枢纽地位，因此我们建议投资人对新机场分流无需悲观。

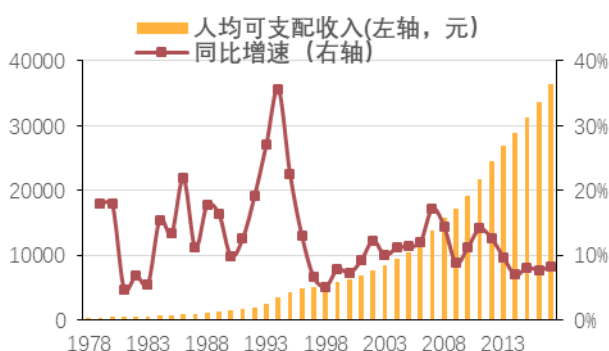
在新资产收购的问题上，目前首都机场股份公司已与集团签订协议，集团方面将运营新机场资产的航空及非航空性业务，公司方面则保留对新资产的选择购买权。我们认为即便新机场资产投资规模较大，但由于或有收购属于关联交易，大股东需回避表决，因此交易对价需更多参考中小股东接受度，相关定价或更为合理。

7. 非航的长期趋势——消费升级下的持续上行

7.1. 机场免税单客收入仍将不断增长

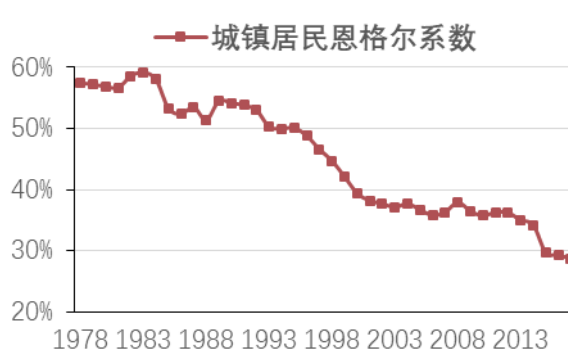
改革开放后我国经济实现长足增长，GDP 全球排名从 1978 年的第十五位跃居至第二，仅次于美国，人均 GDP 从 1978 年的 385 元实现百倍增长，2017 年为 59660 元，折 8600 美元，已逐步进入中等收入国家行列。国家经济增长，居民消费能力水涨船高，城镇居民人均可支配收入 36396 元，同比增长 8.3%，相比 21 世纪初实现近五倍增长，恩格尔系数已经降低至 28.6%，满足温饱的基本需要后人民的购买力势必逐步释放。从更长远的眼光来看，我国经济由投资拉动转向消费拉动，全面转型消费型社会是大势所趋，因此人民的消费水平将不断提高。

图 44：我国城镇居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：我国居民恩格尔系数



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国免税市场成熟度较低，过去大量出境旅客只能选择在海外“买买买”，早在 2015 年，我国境外购物消费就高达 7000-8000 亿。随着国家导向消费回流，政策层面对境内免税消费限制逐步放松，增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。机场免税方面，2016 年起开放 13 个机场进境免税口岸，同时扩大进境物品免税限额至 8000 元人民币。未来随着免税品类的进一步丰富，免税限额的进一步放松，机场口岸免税业务将迎来更广阔的发展空间。

表 8：我国免税及促进消费回流政策梳理

政策类别	主要内容
离岛免税	取消海南岛非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元
	三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
	允许开展入境提货点业务
口岸免税	增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。
	在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、黑河口岸等 19 个水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。
	居民旅客进境物品免税限额 5000 元人民币，允许口岸进境免税店免税购物额增加，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
关税/促进消费回流	海关降低了部分服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等日用消费品的进口关税税率，14 个税目商品的关税平均降幅超过 50%。服装鞋帽、厨房和体育健身用品等进口关税平均税率由 15.9%降至 7.1%；将洗衣机、冰箱等家用电器进口关税平均税率由 20.5%降至 8%；将养殖类、捕捞类水产品和矿泉水等加工食品进口关税平均税率从 15.2%降至 6.9%；将洗涤用品和护肤、美发等化妆品及部分医药健康类产品进口关税平均税率由 8.4%降至 2.9%。

资料来源：海关总署网站，天风证券研究所

机场国际航线强化了消费场景，面对琳琅满目的商品及低廉的价格，高消费力的机场旅客难免大买特买，而机场公司作为机场资产产权所有者，向免税经销商按保底销售额或实际销售额等比例收取租金，租金收入随着销售额增长同步提高，但原则上无增量成本，是绝佳商业模式。

我国机场免税业务过去主要集中在上海浦东机场和北京首都机场，而广州白云机场等其他机场免税品销售额较低，日上免税几乎垄断了内地机场免税品销售。最近两年国旅旗下中免崛起，先后获得白云、首都机场免税店经营权，此后完成收购日上（上海）免税 51% 的股权，取得上海浦东 T1、T2 航站楼及卫星厅免税店经营权，基本完成了对国内机场口岸免税的整合。

表 9：中免部分免税店汇总

店名	类别	店名	类别
三亚国际免税城	市内免税店	昆明机场店	机场免税店
首都机场免税店	机场免税店	南京机场店	机场免税店
上海浦东机场 T1 航站楼免税店	机场免税店	沈阳机场店	机场免税店
DUTY ZERO 香港机场烟酒免税店	机场免税店	厦门机场店	机场免税店
广州机场店	机场免税店	青岛机场店	机场免税店
杭州机场店	机场免税店	上海浦东机场 T2 及虹桥免税(拟)	机场免税店

资料来源：中免官网，天风证券研究所

我们认为中免与机场之间的利益可能并非是“此消彼长”式的竞争关系，随着免税品销售量的增长，中免整合机场免税后强化进货渠道议价能力，以规模优势换取利润空间；首都机场方面则享受销售额增长带来的租金收入不断提升，即便新机场可能导致短期分流效应，但与集团利益分成模式激发管理层积极性，力保销售额稳定，而国际枢纽地位的持续强化很可能显著提升未来客流量再次达到稳态时的国际线占比，带来客单价与客流量的双击，实现共赢。

表 10: 各上市机场最新免税招标结果汇总

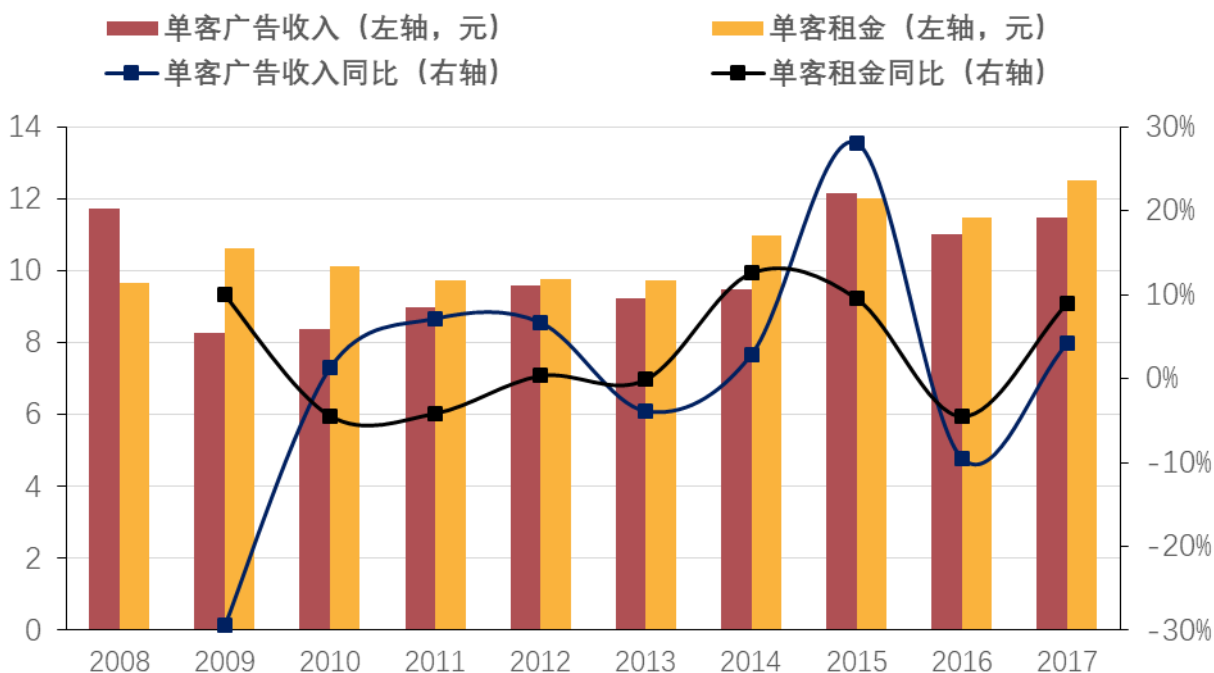
机场	免税区	有效期	保底租金或销售额	综合提成率
上海机场	T1	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日		
	T2	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	合同期内总保底租金 410 亿	42.5%
	卫星厅	卫星厅启用时-2025 年 12 月 31 日		
首都机场	T2	2018 年 2 月 11 日起 8 年	首年保底租金 8.3 亿	47.5%
	T3	2018 年 2 月 11 日起 8 年	首年保底租金 22 亿	44%
白云机场	T2 进境	T2 启用起 6 年	首年保底销售额 4.24 亿	42%
	T2 出境	2018 年 8 月起 8 年	首年保底销售额 3.95 亿	35%
	T1 进境	T2 启用后 6 年	首年保底销售额 2.83 亿	42%
深圳机场	进境	2017 年 8 月起 3 年	首年保底租金 4528 万	35%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

7.2. 非免税商业、广告及其他非航业务收入同样有增长空间

首都机场自 2008 年 T3 航站楼投产后再无大规模资本开支, 这意味着新增商业或广告阵地面积应无大规模增长。回顾首都机场非免税商业及广告租金收入走势, 其与免税租金收入齐头并进, 而从单位收入来看, 2017 年单客广告收入 11.47 元, 同比增长 4.2%, 单客租金收入 12.50 元, 同比增长 9%。过去数年中, 其增速虽低于零售租金, 但仍维持总体上行趋势。

图 46: 首都机场单客广告收入、租金收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

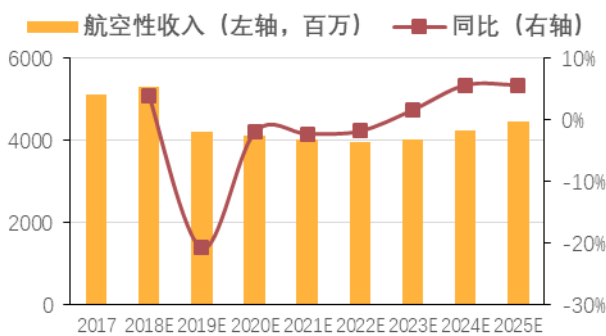
机场是高净值旅客的出入口, 具备优良的流量价值, 机场广告业务同样是各商家的必争之地。对机场而言, 广告业务的拓展同样依托于存量航站楼资产, 无明显的增量成本, 增量收入原则上转化为增量利润, 长期价值凸显。商铺租金往往需要参考市内商业平均租金水平, 在寸土寸金的北京, 市内可比店面租金长期看大概率进一步走高, 机场租金收入也将得益于租金中枢的整体提升, 而其他如停车场收费、餐饮零售等非航空性收入长周期看跟随通货膨胀也将持续走高, 因此我们判断首都机场非航收入仍具备持久上升空间。

8. 盈利预测：用保守的假设发掘首都机场的价值

8.1. 航空主业收入——短期或受冲击，长期逐步恢复

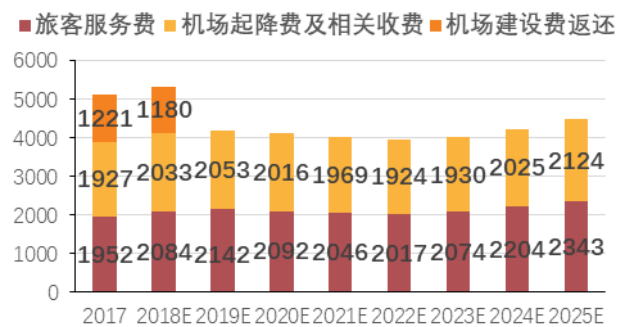
根据中性假设，首都机场 2019 年四季度起可能面临一定分流，因此起降架次、旅客吞吐量对应的起降费、旅客服务费、旅客安检费、停车场费、客桥费可能有所走低，此外，民航发展基金返还的取消将在 2018 年 12 月起影响航空性收入，因此我们预计机场航空性收入将于 2019 年明显下降，2019 年后先降后升，假设货邮吞吐量增速与起降架次增速一致，航空性收入如下图所示。

图 47：航空性收入预测



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算整理

图 48：航空性收入构成预测

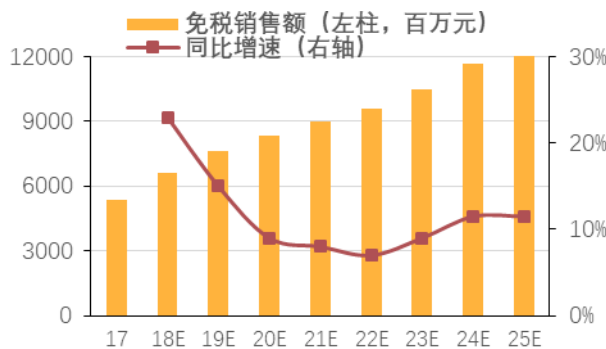


资料来源：公司公告，天风证券研究所测算整理

8.2. 非航板块：免税价值重估，其他非航客单收入提升，长期空间广阔

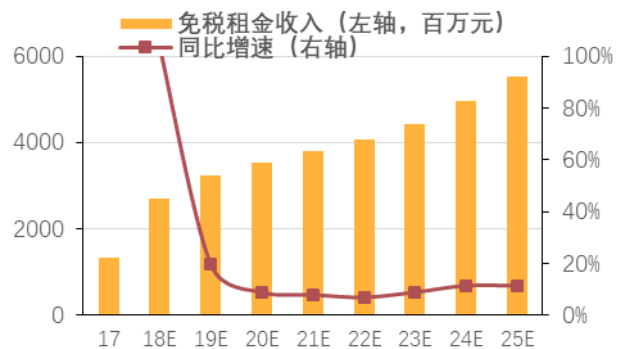
我们认为在居民消费升级的浪潮下，叠加国家引领消费回流，免税销售额增速仍将较快，且由于保底租金的锁定效应，预计 2018 年首都机场免税收入将大幅提升。中期来看，参考上海机场免税招标对应的 2019 年-2025 年年化 11% 的保底租金增速，其对应的客单价增长平均应该在 5% 以上，因此我们认为首都机场免税客单价也将维持平稳较快增长，免税销售额及租金收入与将持续创新高。

图 49：首都机场免税销售额预测



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

图 50：首都机场免税租金预测

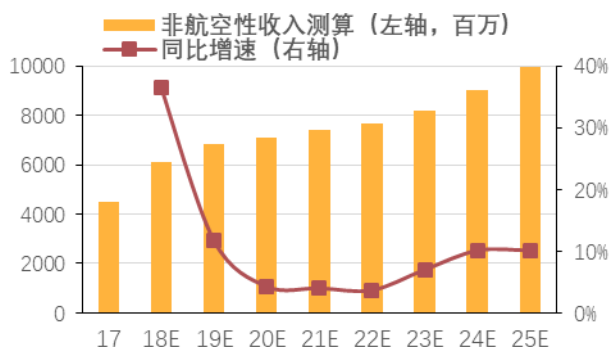


资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

其他非航收入方面，假设单客广告、餐饮、租金收入增速略低于免税，其他项目小幅增长；成本端方面，暂不考虑四跑道建设及新机场资产收购，则预计首都机场 2018-2020 年的收

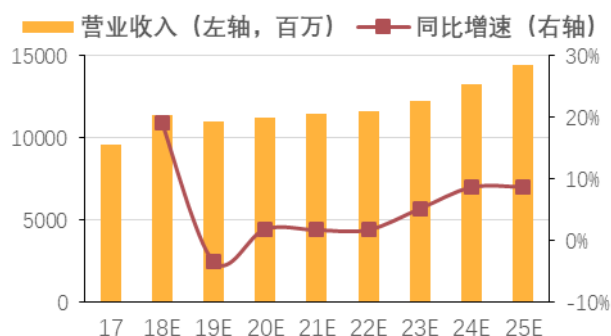
入增速为 19.1%、-3.4%、1.9%，净利润为人民币 32.8 亿、23.6 亿、24.0 亿，同比分别增长 26.1%、-28.2%、2.3%。该盈利预测对应 2018-2020 年 EPS 分别为人民币 0.76、0.54、0.56 元，对应 2018 年 7 月 23 日收盘价的 PE 估值分别为 12.5X、9.9X、13.8X。

图 51：首都机场股份非航空性收入测算



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

图 52：首都机场股份收入测算



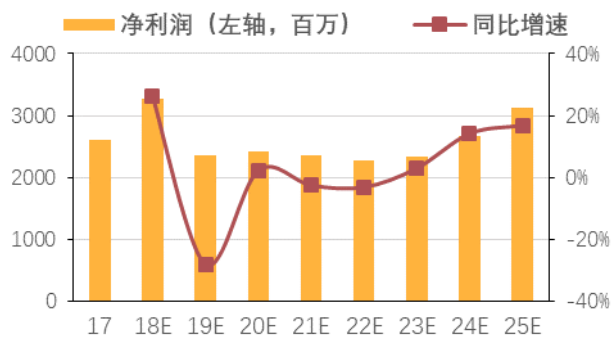
资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

图 53：首都机场股份成本测算



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 54：首都机场股份净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

8.3. 现金流折现，发掘首都机场的投资价值

首都机场股份因 2019 年起逐步受到新机场分流影响，短期业绩增速可能并不十分亮眼，但现金流十分健康，因此我们更倾向于使用现金流折现模型对首都机场股份进行估值。假设市场无风险利率 3.5%，贷款利率 6.4%，进一步在不同永续增长率、市场风险溢价的假设基础上进行敏感性测试，结果如下表所示。

表 11: 北京首都机场 FCFE 现金流贴现敏感性测试

FCFE 折现价值 (亿)		市场风险				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
永续增长率	1.0%	492.0	440.6	398.0	362.2	331.8
	1.5%	514.7	458.1	411.8	373.2	340.6
	2.0%	541.0	478.2	427.4	385.5	350.5
	2.5%	571.9	501.3	445.1	399.3	361.5
	3.0%	608.8	528.4	465.5	415.1	373.8

资料来源: 天风证券研究所测算

表 12: 北京首都机场 FCFF 现金流贴现敏感性测试

FCFF 折现价值 (亿)		市场风险				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
永续增长率	1.0%	479.0	438.4	404.1	374.6	349.1
	1.5%	496.9	452.4	415.1	383.5	356.3
	2.0%	518.0	468.6	427.8	393.6	364.4
	2.5%	543.1	487.6	442.5	405.1	373.6
	3.0%	573.4	510.1	459.5	418.3	384.0

资料来源: 天风证券研究所测算

截至 2018 年 7 月 20 日, 首都机场股份市值折合人民币 324.1 亿, 距离我们的中性预期现金流折现价值仍有超 30% 的空间。

9. 投资建议

首都机场是我国吞吐量最大的机场, 是名副其实的“国门”。在国家主导消费回流, 消费升级的大背景下, 免税租金收入及其他非航收入可继续保持相当的增速, 拉动业绩脱离生命周期。在不考虑新机场资产收购及新建跑道的假设基础上, 假定市场风险溢价为 11%, 永续增长率为 2%, 中性测算 FCFE、FCFF 现金流折现价值人民币 427.4 亿、人民币 427.8 亿, 对应当前股价有超 30% 的空间。

预计公司 2018 年-2020 年的收入增速为 19.1%、-3.4%、1.9%, 净利润为人民币 32.8 亿、23.6 亿、24.0 亿, 同比分别增长 26.1%、-28.2%、2.3%。首次覆盖给予“买入”评级, 在港元兑人民币 1:0.8611 的基础上, 目标价 10.73 港元, 对应人民币市值 400 亿, 对应 2018-2020 年 EPS 的 PE 估值分别为 12.2X、17.0X、16.6X。

10. 风险提示

旅客分流超预期, 免税销售不及预期, 新资产或有收购价格不合理

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com