证券研究报告

机场

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

上海机场

600009

审慎增持 （维持）

卫星厅开启产能新周期，疫情冲击不改长期趋势

2020 年 03 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2020-03-27
收盘价（元）	62.09
总股本（百万股）	1926.96
流通股本(百万股)	1093.48
总市值（百万元）	119644.85
流通市值(百万元)	67893.95
净资产（百万元）	32004.42
总资产（百万元）	37171.23
每股净资产	16.61

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10945	7767	13054	14896
同比增长(%)	17.5%	-29.0%	68.1%	14.1%
净利润(百万元)	5030	1576	5772	6738
同比增长(%)	18.9%	-68.7%	266.3%	16.7%
毛利率(%)	51.2%	15.6%	46.4%	47.4%
净利润率(%)	46.0%	20.3%	44.2%	45.2%
净资产收益率（%）	15.7%	4.7%	14.9%	15.4%
每股收益(元)	2.61	0.82	3.00	3.50
每股经营现金流(元)	2.54	1.06	3.04	3.73

相关报告

《上海机场 2019 年业绩快报点评：Q4 业绩小幅下滑，看好公司长期经营趋势》2020-02-22

《上海机场 2019 年三季报点评：卫星厅投产开启产能新周期，免税消费长期潜力可期》2019-11-06

《上海机场 19 年中报点评：免税业务驱动机场业绩持续高增长》2019-08-28

分析师：

孙修远

sunxyyjs@xyzq.com.cn

S0190518070002

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

投资要点

- **上海机场发布 2019 年年报：**19 年实现营业收入 109.45 亿元，同比增长 17.52%；实现归属上市股东的归母净利润 50.30 亿元，同比增长 18.88%，合基本每股收益 2.61 元，同比增长 18.64%；其中第四季度实现营收 27.37 亿元，同比增长 13.44%，归母净利润 10.36 亿元，同比下滑 5.06%。卫星厅投产后，四季度收入较三季度环比略有下滑，收入增长的放缓以及成本的增加是四季度低于预期的主要原因。
- **受海外形势恶化影响，预计 20 年业绩下滑幅度较大。**受民航局最新政策影响，预计主要航企在政策前国际航线同比下滑幅度为 80-95%之间，调减政策后同比下滑幅度扩大至 99%，主要机场在政策前国际航线同比下滑幅度为 85-90%之间，减政策后同比下滑幅度扩大至 95%以上。受此影响，上海机场 2020 年预计业绩将大幅下降。
- **短期冲击不改变上海机场的长期经营趋势。卫星厅投放后有望开启新的免税及产能周期。**卫星厅投放后，精品等新品类的投放将继续提升免税销售客单价。过去三年客单价增长持续超预期，需求端体现为居民消费能力的提升，分解为免税消费渗透率和客单消费能力提升；但供给端的改变是决定性的，上海日上实现了香化品优势品类从少数品类向几乎全品类突破，回流了海外需求，实现了客单价的提升。上海日上下一步的突破将在于精品，卫星厅投产后，机场免税运营面积和品类都将大幅扩张，免税消费的潜力将得到进一步挖局，客单价有望持续提升。卫星厅投产后新增 83 座登机桥和 125 个近机位，浦东机场靠桥率从 50%大幅提升至 90%，伴随准点率的达标（80%以上），上海机场已经具备大幅增加时刻的基础，并有望开启新的航空产能利用率提升周期。假设 2020 年上半年上海机场业务量受疫情冲击较大，下半年逐渐恢复正常，调整 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82、3.00、3.50 元，相对 3 月 27 日收盘价 PE 分别为 76、21、18 倍，维持审慎增持评级。

风险提示：政策执行的不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

报告正文

事件

上海机场发布 2019 年年报：19 年实现营业收入 109.45 亿元，同比增长 17.52%；实现归属上市股东的归母净利润 50.30 亿元，同比增长 18.88%，合基本每股收益 2.61 元，同比增长 18.64%；其中第四季度实现营收 27.37 亿元，同比增长 13.44%，归母净利润 10.36 亿元，同比下滑 5.06%。卫星厅投产后，四季度收入较三季度环比略有下滑，收入增长的放缓以及成本的增加是四季度低于预期的主要原因。

公司拟以实施权益分派的股权登记日的股本数为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 7.9 元（含税）。截至 2019 年 12 月 31 日，公司总股本 19.27 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 15.23 亿元（含税），本年度公司现金分红比例为 30.26%。

点评

- **受地区形势、宏观经济等影响，全年尤其 Q4 业务增长有所放缓。**2019 年上海机场实现 51.28 万架次，同比增长 1.4%，国内、国际、地区分别增长 2.30%、1.43%、-4.23%，实现旅客吞吐量 7615 万人次，同比增长 2.90%，国内、国际、地区分别增长 3.31%、4.72%、-7.85%。其中 2019 年第四季度起降架次同比下滑 0.3%，其中国内、国际、地区同比增速分别为-0.6%、2.6%、-12.8%；旅客吞吐量同比增长 0.6%，国内、国际、地区同比增速分别为 0.9%、5.8%、-24.6%，国内和地区航线业务量增速下降较为显著。

- **客流增长降速、免税等消费增长放缓，Q4 收入不及预期。**卫星厅投产后，四季度收入较三季度不增反而环比略有下降，预计主要受四季度客流增长放缓、卫星厅改善品类、优化商业环境的效用尚未充分发挥以及宏观经济形势影响导致的免税等消费意愿增长放缓影响。全年航空业务收入 40.84 元，同比增长 2.9%，非航业务收入 68.61 亿元，同比增长 28.39%，非航收入中，商业餐饮受为 54.63 亿元，同比增长 37.06%，预计免税收入增长 42%；Q4 航空业务收入同比基本持平，非航业务收入增长 24%，其中免税收入增长 28%。

- **预计 20 年广告收入大幅提升。**根据 2020 年关联交易公告，公司向德高动量出租广告阵地预计收入为 2.85 亿元，较 19 年的 648 万元大幅提升。预计未来客流恢复后，随着卫星厅商业效用的逐步体现，其他非航收入也将实现较大幅度增长。

- **受卫星厅投产等影响，成本增幅扩大，其中 Q4 单季度成本环比增长近 3 亿，同比增长 4.45 亿元。**

2019 年全年上海机场营业成本合计 53.40 亿元，同比增长 18.69%，营业总成本 54.07 亿元，同比增长 18.26%。其中人工成本 18.83 亿元，同比增长 12.24%，摊销成本 8.84 亿元，同比增长 13.11%，运行维护成本 27.81 亿元，同比增长 24.76%。

分季度看，Q4 营业成本 16.30 亿元，环比三季度增长 3 亿元，其中固定资产新增 121 亿元，预计单季度折旧新增 1 亿元，其他营业成本合计环比三季度增长 2 亿元。从同比角度看，第四季度营业成本增长 4.6 亿元，扣除折旧以外的营业成本合计同比增长 3.6 亿元。(白云机场 T2 航站楼于 18 二季度投产，全年营业成本合计 54.43 亿元，同比增加 14.23 亿元。)

- **受海外形势恶化影响，预计 20 年业绩下滑幅度较大。**根据民航局最新政策，国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班；在抵离中国的航班上采取严格的防控措施，确保客座率不高于 75%。受该政策影响，预计主要航企在政策前国际航线同比下滑幅度为 80-95%之间，调减政策后同比下滑幅度扩大至 99%，主要机场在政策前国际航线同比下滑幅度为 85-90%之间，减政策后同比下滑幅度扩大至 95%以上。受此影响，上海机场 2020 年预计业绩将大幅下降。

- **短期冲击不改变上海机场的长期经营趋势。**卫星厅投放后有望开启新的免税及产能周期。卫星厅投放后，精品等新品类的投放将继续提升免税销售客单价。过去三年客单价增长持续超预期，需求端体现为居民消费能力的提升，分解为免税消费渗透率和客单消费能力提升；但供给端的改变是决定性的，上海日上实现了香化品优势品类从少数品类向几乎全品类突破，回流了海外需求，实现了客单价的提升。上海日上下一步的突破将在于精品，卫星厅投产后，机场免税运营面积和品类都将大幅扩张，免税消费的潜力将得到进一步挖局，客单价有望持续提升。同时，卫星厅投产后新增 83 座登机桥和 125 个近机位，浦东机场靠桥率从 50%大幅提升至 90%，伴随准点率的达标(80%以上)，上海机场已经具备大幅增加时刻的基础，并有望开启新的航空产能利用率提升周期。假设 2020 年上半年上海机场业务量受疫情冲击较大，下半年逐渐恢复正常，调整 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82、3.00、3.50 元，相对 3 月 27 日收盘价 PE 分别为 76、21、18 倍，维持审慎增持评级。

- **风险提示：**政策执行的不确定性，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件。

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12468	11408	15519	19137
货币资金	10360	9723	13054	16386
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1662	1133	1943	2195
其他应收款	73	50	85	96
存货	14	21	21	25
非流动资产	24703	28913	35078	38501
可供出售金融资产	0	1	0	1
长期股权投资	3930	3587	3759	3673
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	19769	24407	30418	33869
在建工程	465	246	123	61
油气资产	0	0	0	0
无形资产	499	620	739	859
资产总计	37171	40321	50597	57639
流动负债	4715	4045	6277	7628
短期借款	0	0	1920	3261
应付票据	0	0	0	0
应付账款	575	691	742	829
其他	4140	3354	3615	3538
非流动负债	7	2000	4505	5004
长期借款	0	2000	4500	5000
其他	7	0	5	4
负债合计	4722	6045	10781	12632
股本	1927	1927	1927	1927
资本公积	2575	2575	2575	2575
未分配利润	26192	27768	33046	37962
少数股东权益	445	695	958	1233
股东权益合计	32450	34275	39816	45007
负债及权益合计	37171	40321	50597	57639

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5030	1576	5772	6738
折旧和摊销	891	1644	2151	2648
资产减值准备	0	-8	14	5
无形资产摊销	41	36	39	38
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-311	-496	-664
投资损失	-1150	-842	-1391	-1531
少数股东损益	231	250	262	276
营运资金的变动	-131	-252	-473	-281

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10945	7767	13054	14896
营业成本	5340	6557	6992	7831
营业税金及附加	10	16	26	30
销售费用	0	1	2	2
管理费用	265	186	339	387
财务费用	-209	-311	-496	-664
资产减值损失	0	1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1150	842	1391	1531
营业利润	6675	2159	7582	8841
营业外收入	2	0	5	5
营业外支出	9	5	5	5
利润总额	6668	2154	7582	8841
所得税	1407	328	1548	1828
净利润	5261	1826	6034	7013
少数股东损益	231	250	262	276
归属母公司净利润	5030	1576	5772	6738
EPS(元)	2.61	0.82	3.00	3.50

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	17.5%	-29.0%	68.1%	14.1%
营业利润增长率	18.5%	-67.7%	251.3%	16.6%
净利润增长率	18.9%	-68.7%	266.3%	16.7%
盈利能力				
毛利率	51.2%	15.6%	46.4%	47.4%
净利率	46.0%	20.3%	44.2%	45.2%
ROE	15.7%	4.7%	14.9%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	12.7%	15.0%	21.3%	21.9%
流动比率	2.64	2.82	2.47	2.51
速动比率	2.64	2.81	2.47	2.51
营运能力				
资产周转率	32.1%	20.0%	28.7%	27.5%
应收帐款周转率	726.8%	547.1%	835.5%	708.7%
每股资料(元)				
每股收益	2.61	0.82	3.00	3.50

经营活动产生现金流量	4885	2040	5850	7188
投资活动产生现金流量	-1810	-5000	-6937	-4541
融资活动产生现金流量	-1481	2323	4418	685
现金净变动	1594	-637	3331	3332
现金的期初余额	8766	10360	9723	13054
现金的期末余额	10360	9723	13054	16386

每股经营现金	2.54	1.06	3.04	3.73
每股净资产	16.61	17.43	20.17	22.72
估值比率(倍)				
PE	23.8	75.9	20.7	17.8
PB	3.7	3.6	3.1	2.7

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn