

强烈推荐-A (维持)

上海机场 600009.SH

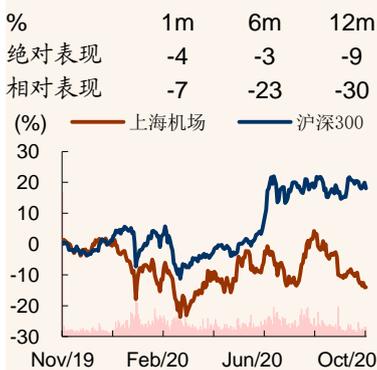
目标估值: 元
当前股价: 66.1 元
2020 年 11 月 01 日

国内客流基本持平, 疫情不改长期价值

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	192696
已上市流通股(万股)	109348
总市值(亿元)	1274
流通市值(亿元)	723
每股净资产(MRQ)	15.4
ROE(TTM)	1.0
资产负债率	13.1%
主要股东	上海机场(集团)有限公
主要股东持股比例	53.25%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《上海机场(600009)——中期业绩符合预期, 枢纽机场价值仍然凸显》2020-09-03
- 2、《上海机场(600009)——Q1 业绩基本符合预期, 静待国内客流复苏》2020-04-29
- 3、《上海机场(600009)——非航收入增速强劲, 21 年将迎来全面复苏》2020-03-29

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

王西典

wangxidian@cmschina.com.cn
S1090519030004

研究助理

肖欣晨

021-68407569
xiaoxinchen@cmschina.com.cn

疫情导致今年以来公司营收大幅下降, 卫星厅折旧以及人工、运营、防疫等成本呈现出刚性特征, 因此盈利情况受到较大冲击。中长期来看, 上海机场渠道优势显著, 免税业务具有较大成长空间。考虑到国际航线恢复进度, 我们下调盈利预测, 预计 20/21/22 年 EPS 为 0.02/1.79/2.66 元/股(前次为 0.64/2.29/3.21 元/股), 维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ 上海机场发布三季报, 业绩受疫情影响明显。2020 前三季度公司实现营收 34.4 亿元, 同比下降 58.1%, 实现归母净利润-7.4 亿元, 同比下降 118.5%。Q3 单季实现营业收入 9.7 亿元, 同比下降 64.8%; 归母净利为-3.5 亿元, 同比下降 127.2%。受制于疫情防控下航空出行下滑, 尤其海外疫情仍未见明显控制, 国际旅客占比较高的上海机场仍难以摆脱亏损困境。伴随国内经济活动重启, 航空出行恢复较为迅速, Q3 营业收入环比增长 16.1%, 亏损收窄 24.6%, 显示较好的改善趋势。

□ Q3 旅客吞吐量国内基本持平, 但国际仍未见好转, 致使营业收入承压。公司 Q3 起降架次为 9.6 万架次, 同比下降 25.9%; 旅客吞吐量为 995.7 万人次, 同比下降 49.4%; 货邮吞吐量 93.2 万吨, 同比增长 0.7%。客流方面, 国内客流降幅已收窄至-0.8%, 但国际、地区客流降幅仍高达-97.3%、-94.1%。客流大幅缩减叠加多项减免政策, 致使航空性收入受到大幅冲击。同时由于国际客流大幅减少, 非航收入中免税扣点将遭遇挑战, 我们预计全年免税收入确认仍有待协商。

□ 卫星厅投产导致营业成本增长, 疫情冲击造成投资收益下滑明显。新卫星厅于 19 年 9 月投产使用, 运营、摊销、防疫成本等带来的影响在 Q3 持续显现。Q3 单季营业成本达到 17.1 亿元, 同比增加 3.8 亿元, 幅度为 29.2%。受疫情冲击影响, 公司 Q3 投资收益为 1.7 亿元, 同比下降 40.9%。

□ 展望: 国际航线仍面临较大不确定性, 看好中长期机场战略价值。由于国内疫情控制良好, 旅游及商务性航空出行需求复苏较快, 上海机场 9 月起降架次同比降幅收窄至-20.1%, 其中国内线已实现 18.9%的正增长; 客流同比下降 41.1%, 国内客流同比增长 13.5%。目前国际航线受制于疫情反复仍面临较大不确定性。国内冬春航线航班计划同比增长 20%, 客流复苏确定性较高。我们判断 2020 年总体旅客吞吐量恢复至同期 4-5 成。中长期来看, 内循环免税将成为拉动消费核心, 机场口岸资源未来具有强大竞争优势。

□ 风险提示: 免税谈判不及预期、疫情扩散超预期、其他自然灾害

财务数据与估值

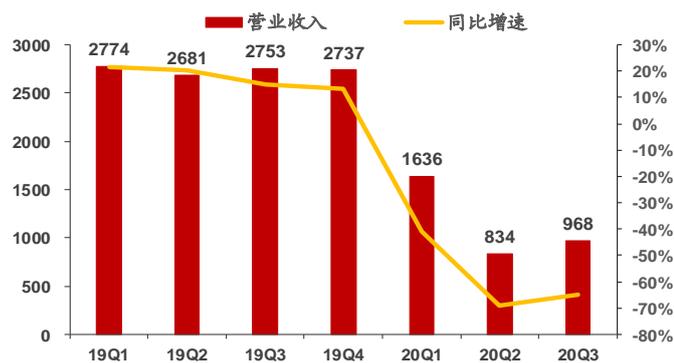
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	9313	10945	5328	10140	13171
同比增长	16%	18%	-51%	90%	30%
营业利润(百万元)	5634	6675	(207)	4385	6716
同比增长	16%	18%	-103%	-2223%	53%
净利润(百万元)	4231	5030	44	3441	5134
同比增长	15%	19%	-99%	7711%	49%
每股收益(元)	2.20	2.61	0.02	1.79	2.66
PE	30.1	25.3	2891.2	37.0	24.8
PB	4.5	4.0	4.2	3.8	3.3

资料来源: 公司数据、招商证券

1. 上海机场发布三季报，业绩受疫情影响明显

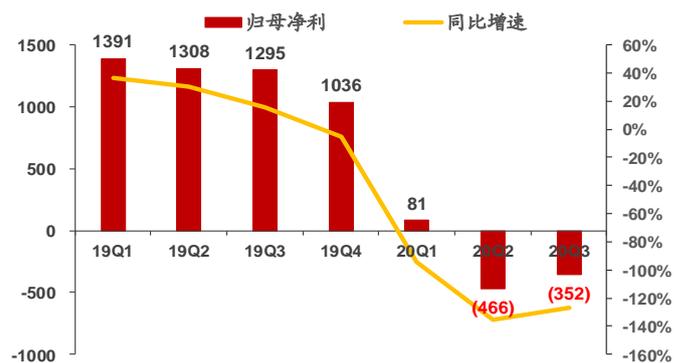
2020 前三季度公司实现营收 34.4 亿元，同比下降 58.1%，实现归母净利润-7.4 亿元，同比下降 118.5%。Q3 单季实现营业收入 9.7 亿元，同比下降 64.8%；归母净利润为-3.5 亿元，同比下降 127.2%。受制于疫情防控下航空出行下滑，尤其海外疫情仍未见明显控制，国际旅客占比较高的上海机场仍难以摆脱亏损困境。伴随国内经济活动重启，航空出行恢复较为迅速，Q3 营业收入环比增长 16.1%，亏损收窄 24.6%，显示较好的改善趋势。

图 1：季度营业收入情况（百万元）



资料来源：WIND、招商证券

图 2：季度归母净利润情况（百万元）



资料来源：WIND、招商证券

2. Q3 旅客吞吐量国内基本持平，但国际仍未见好转，致使营业收入承压

公司 Q3 起降架次为 9.6 万架次，同比下降 25.9%；旅客吞吐量为 995.7 万人次，同比下降 49.4%；货邮吞吐量 93.2 万吨，同比增长 0.7%。客流方面，国内客流降幅已收窄至-0.8%，但国际、地区客流降幅仍高达-97.3%、-94.1%。客流大幅缩减叠加多项减免政策，致使航空性收入受到大幅冲击。同时由于国际客流大幅减少，非航收入中免税扣点将遭遇挑战，我们预计全年免税收入确认仍有待协商。

表 1：季度运营旅客吞吐量拆分（万人次）

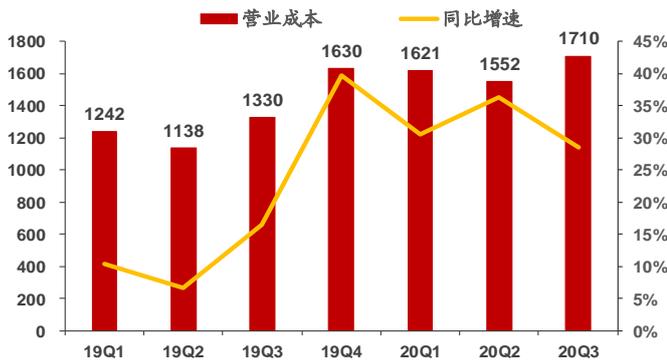
2020	Q1	Q2	Q3	Q4 (预测)	合计 (预测)
国内	402.26	399.08	964.43	956.19	2721.96
yoy	-56.4%	-58.4%	-0.8%	5%	-27.7%
国际	354.74	10.05	22.57	39.45	426.81
yoy	-55.1%	-98.8%	-97.3%	-95%	-86.8%
地区	50.74	4.35	8.73	6.22	70.04
yoy	-70.3%	-97.4%	-94.1%	-95%	-88.5%
合计	807.74	413.48	995.73	1001.86	3218.81
yoy	-57.1%	-78.7%	-49.4%	-45.1%	-57.7%

资料来源：公司公告，招商证券

3. 卫星厅投产导致营业成本增长，疫情冲击造成投资收益下滑明显

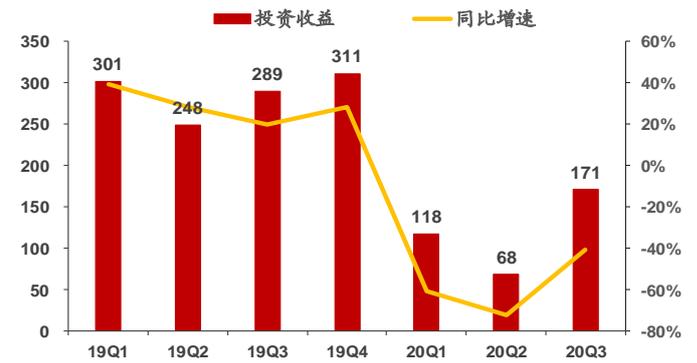
新卫星厅于 19 年 9 月投产使用，运营、摊销、防疫成本等带来的影响在 Q3 持续显现。Q3 单季营业成本达到 17.1 亿元，同比增加 3.8 亿元，幅度为 29.2%。受疫情冲击以及宏观经济下滑影响，公司 Q3 投资收益为 1.7 亿元，同比下降 40.9%。

图 3: 季度营业成本情况 (百万元)



资料来源: WIND、招商证券

图 4: 季度投资收益情况 (百万元)



资料来源: WIND、招商证券

4. 展望: 国际航线仍面临较大不确定性, 看好中长期机场战略价值

由于国内疫情控制良好, 旅游及商务性航空出行需求复苏较快, 上海机场 9 月起降架次同比降幅收窄至-20.1%, 其中国内线已实现 18.9%的正增长; 客流同比下降 41.1%, 国内客流同比增长 13.5%。目前国际航线受制于疫情反复仍面临较大不确定性。国内冬春航线航班计划同比增长 20%, 客流复苏确定性较高。我们判断 2020 年总体旅客吞吐量恢复至同期 4-5 成。中长期来看, 内循环免税将成为拉动消费核心, 机场口岸资源未来具有强大竞争优势。

内循环免税成拉动消费核心, 中长期来看, 机场口岸资源未来具有强大竞争优势。

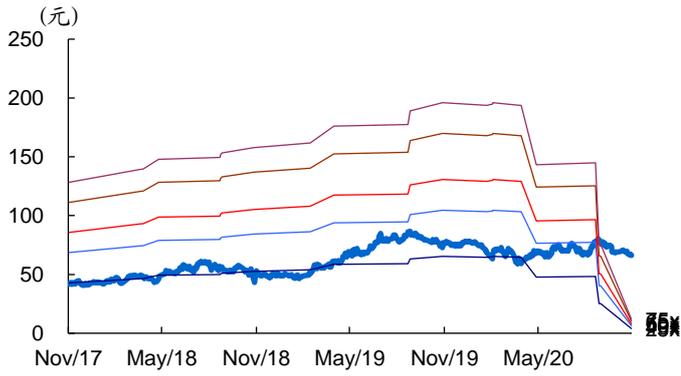
- 1) 我国开启国内大循环发展战略, 海外免税回流大势所趋。
- 2) 机场口岸掌握核心流量入口, 对比市内店获客成本较低。
- 3) 机场免税店购物流程便捷, 无需额外占用旅行时间; 同时国人在机场店可以享受回国提货, 相比市内店优势明显。
- 4) 在免税牌照逐步放开的背景下, 机场店下一轮招标议价能力提升, 高扣点有望维持, 且提货点扣点率仍有提升空间。

5. 盈利预测及投资评级

疫情导致今年以来公司营收大幅下降, 卫星厅折旧以及人工、运营、防疫等成本呈现出刚性特征, 因此盈利情况受到较大冲击。中长期来看, 上海机场渠道优势显著, 免税业务具有较大成长空间。考虑到国际航线恢复进度, 今年业绩承压, 我们下调盈利预测, 预计 20/21/22 年净利润为 0.4/34.4/51.3 亿元, EPS 为 0.02/1.79/2.66 元/股 (前次为 0.64/2.29/3.21 元/股), 维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示: 免税谈判不及预期、疫情扩散超预期、其他自然灾害

图 5: 上海机场历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 上海机场历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10637	12468	11314	15162	19766
现金	8766	10360	10292	13228	17256
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1314	1662	800	1522	1976
其它应收款	54	73	36	68	88
存货	20	14	11	12	13
其他	482	358	175	332	431
非流动资产	20292	24703	24493	24296	24113
长期股权投资	3245	3930	3930	3930	3930
固定资产	8512	19769	19582	19407	19242
无形资产	348	499	479	461	445
其他	8188	505	501	498	496
资产总计	30929	37171	35806	39459	43878
流动负债	2287	4715	4826	4893	4975
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	454	575	684	750	831
预收账款	3	14	17	18	20
其他	1830	4126	4125	4125	4124
长期负债	8	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	7	7	7	7
负债合计	2294	4722	4833	4899	4982
股本	1927	1927	1927	1927	1927
资本公积金	2575	2575	2575	2575	2575
留存收益	23744	27502	26024	29452	33553
少数股东权益	389	445	447	605	841
归属于母公司所有者权益	28246	32004	30526	33954	38056
负债及权益合计	30929	37171	35806	39459	43878

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4468	4885	1526	2511	4490
净利润	4231	5030	44	3441	5134
折旧摊销	787	891	1241	1227	1214
财务费用	(0)	(0)	(150)	(142)	(142)
投资收益	(893)	(1150)	(809)	(1326)	(1458)
营运资金变动	142	(113)	1210	(855)	(499)
其它	200	227	(10)	167	241
投资活动现金流	(3203)	(1810)	(221)	296	428
资本支出	(3570)	(2302)	(1030)	(1030)	(1030)
其他投资	367	492	809	1326	1458
筹资活动现金流	(1263)	(1481)	(1372)	129	(890)
借款变动	(339)	(417)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(1118)	(1272)	(1522)	(13)	(1032)
其他	193	208	150	142	142
现金净增加额	1	1594	(67)	2936	4028

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9313	10945	5328	10140	13171
营业成本	4499	5340	6359	6968	7724
营业税金及附加	22	10	5	9	12
营业费用	1	0	0	0	0
管理费用	243	265	129	246	319
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	(194)	(209)	(150)	(142)	(142)
资产减值损失	(0)	(17)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	3	4	4	4	4
投资收益	890	1150	805	1322	1455
营业利润	5634	6675	(207)	4385	6716
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	9	9	9	9
利润总额	5630	6668	(214)	4378	6709
所得税	1199	1407	(260)	779	1340
少数股东损益	200	231	2	158	235
归属于母公司净利润	4231	5030	44	3441	5134

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	16%	18%	-51%	90%	30%
营业利润	16%	18%	-103%	-2223%	53%
净利润	15%	19%	-99%	7711%	49%
获利能力					
毛利率	51.7%	51.2%	-19.4%	31.3%	41.4%
净利率	45.4%	46.0%	0.8%	33.9%	39.0%
ROE	15.0%	15.7%	0.1%	10.1%	13.5%
ROIC	14.2%	14.8%	-0.9%	9.1%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	7.4%	12.7%	13.5%	12.4%	11.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.7	2.6	2.3	3.1	4.0
速动比率	4.6	2.6	2.3	3.1	4.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3
存货周转率	232.8	311.4	503.4	608.8	612.1
应收帐款周转率	7.4	7.4	4.3	8.7	7.5
应付帐款周转率	12.1	10.4	10.1	9.7	9.8
每股资料 (元)					
EPS	2.20	2.61	0.02	1.79	2.66
每股经营现金	2.32	2.54	0.79	1.30	2.33
每股净资产	14.66	16.61	15.84	17.62	19.75
每股股利	0.66	0.79	0.01	0.54	0.80
估值比率					
PE	30.1	25.3	2891.2	37.0	24.8
PB	4.5	4.0	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	19.7	16.7	137.9	22.3	15.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

王西典：上海交通大学工科硕士，2017 年加入招商证券，现任研发中心高级分析师，拥有大宗商品、交运物流等多个行业研究经验。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。