

北京首都机场股份(0694)

报告日期: 2020 年 11 月 16 日

利空出尽, 拨云见日

——北京首都机场股份(0694.HK)深度报告

✍ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎ : 021-80108040
✉ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

2019 年, 首都机场旅客吞吐量全国第一、全球第二, 但是近 3 年股价、估值持续下行, 表现显著弱于行业趋势。本文通过探究该表现的深层原因, 分析现存影响, 并观察到其基本面已经出现边际拐点。

投资要点

□ 股价复盘: 股价、估值双双走低, 19 年市值被白云机场赶超

2018-2019 年, 上海机场、白云机场股价高走, 分别上涨 71.8%、20.9%, 2019 年市盈率达到 30、36 倍。而同期首都机场股价却下降 32.5%; 2019 年市盈率仅 10 倍, 与板块上升主驱动因素免税业务的强势表现不匹配。2019 年, 首都机场净利润 24 亿元, 是白云机场的 2.4 倍; 但在同年 3 月份, 首都机场市值被白云机场超过。

□ 原因探究: 业绩承压, 关联交易降低利润弹性

2019 年, 公司净利润 24.2 亿元/-16%, 近三年公司股价、估值下行的主因为: 1) 航空收入大幅下滑, 大兴机场分流带来悲观预期。受 2018 年底民航发展基金返还政策取消的影响, 2019 年首都机场航空性收入 40.9 亿元/-23%。2019 年 9 月底, 北京大兴机场正式投入运营, 19-21 冬春航季为转场过渡期, 期间首都机场无新增时刻, 业务量下滑导致预期收入降低、盈利承压。2) 特许经营收入高速增长, 但母公司通过关联交易降低利润弹性。首都机场 2018 年起免税扣点率由 30%左右大幅提升至 44.5%, 免税收入由 17 年的 15 亿大幅提升至 19 年的 36 亿。但首都机场免税收入自 15 年起被关联公司分成, 15-17 年分成比例为 22%, 记作“委托管理费”; 18-20 年更是引入了超额分成机制, 新增免税收入的 60%被关联公司拿走。19 年该费用扣税后约占净利润的 4 成, 关联交易降低利润弹性, 压制估值。

□ 供需分析: 大兴机场分流对国际航线影响有限

北京机场覆盖京津冀鲁常住人口约 2.1 亿人, 潜在需求规模足够大。2019 年, 北京机场旅客吞吐量占京津冀机场群的 68%。首都机场腹地经济发达, 有利于汇聚区域需求, 强劲支撑业务量增长。

大兴机场分流对国际航线负面影响有限。首都机场国际航班主要由主基地航空公司国航承运, 约占整体国际航班的 5 成, 转场大兴机场的航司主要是东航、南航等, 国际旅客比例低。且未来, 在国际/地区航线运力投放和运营、国际航权资源配置指标体系中, 主基地航司国航具有较大优势, 将对首都机场国际枢纽地位形成强有力支撑。随着部分原来在首都机场国际航班占比低的航司转场, 未来首都机场的国际旅客比例有望进一步提升。

□ 展望: 免税被抽成比例下调, 王府井或将进驻经营释放利润弹性

民航局文件多次提及要促进首都机场国际旅客占比提高, 航网结构优化将提高收入质量。1) 航空收入: 1 次国际/地区航班的航空性收入约为 1 次国内航班的 2.5 倍。2) 非航收入: 非航收入增速与国际旅客等高消费能力旅客占比相关性高。2019 年, 北京机场免税销售额 85.9 亿元/+16%; 据北京日报, 王府井正在首都机场推动机场免税店落地, 未来或将对首都机场的免税业务带来增量。11 月 3 日, 首都机场公告新三年期(2021-2023)国际零售委托管理交易条款, 将增量部分的 60%取消, 免税业务利润率有望提升。同时, 我们认为广告、餐饮、国内零售业务新合同亦有望与

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 HK\$5.84

单季度业绩

元/股

3Q/2020	-0.08
2Q/2020	-
1Q/2020	-
4Q/2019	0.11



公司简介

北京首都国际机场股份有限公司经营管理的首都机场是“中国第一国门”, 是中国最重要、规模最大、设备最先进、运输生产最繁忙的大型国际航空港。

相关报告

报告撰写人: 李丹
联系人: 李丹

免税合同保持一致变动。

□ 盈利预测及估值

考虑到转场对首都机场国际旅客和商务客等高质量客流发展影响有限、机场免税业务具备可持续内生增长动力、特许经营委托管理费用结构趋于合理化、王府井或将进驻带来的免税收入提升，我们认为公司或迎来业绩、估值双重修复。

我们预计，首都机场 2020-2022 年 EPS 分别为-0.30、0.13、0.36 元。当前首都机场的市值对应 2022 年 PE 估值 13.9 倍。参考其他 A、H 股机场估值，我们给予首都机场 2022 年 20 倍 PE，对应股价 8.45 港元（按照 1 港元=0.8517 元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 催化剂

- 1、广告、餐饮、国内零售特许经营委托管理协议有望取消 60%的增量分成；
- 2、王府井免税店有望进驻首都机场；
- 3、随着海外新冠疫苗年底陆续投产，国际疫情恢复速度超过预期。

□ 风险提示

关联交易风险，疫情恢复不及预期，汇率波动风险等。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	10810	4197	7570	9484
(+/-)	-4.1%	-61.2%	80.4%	25.3%
净利润	2419	-1372	600	1629
(+/-)	-15.8%	-	-	171.7%
每股收益 (元)	0.53	-0.30	0.13	0.36
P/E	9.33	-16.46	37.66	13.86

正文目录

1. 股价复盘：股价、估值走低，19 年市值被白云机场赶超	6
2. 原因探究：航空性收入承压，关联交易压制利润弹性	8
2.1. 民航发展基金返还收入政策取消，经营业绩承压	8
2.1.1. 航空性收入与业务量增减直接挂钩	8
2.1.2. 特许经营收入高速增长，但母公司通过关联交易降低利润弹性	11
2.2. 关联交易压制利润增速的程度提升	13
2.3. 大兴机场分流效应带来悲观预期	15
3. 供需分析：分流对国际航线影响有限，转场提供产能蓄力期	16
3.1. 需求端：腹地经济发达，区域潜在需求规模大，足以支撑两场运营	16
3.1.1. 首都机场 2019 年旅客吞吐量全国第一、全球第二	16
3.1.2. 腹地经济发达，潜在需求规模足够大	18
3.2. 供给端：产能超负荷影响业务量增速，“减负”有助提高运营效率	19
3.3. 大兴机场分流有助于优化航网结构，长期负面影响有限	21
3.3.1. 错位竞争，首都机场仍把持多数优质客流	21
3.3.2. 优化航网结构，凸显国际枢纽定位，提高收入质量	22
3.3.3. 国航留守主基地，对首都机场国际枢纽定位形成强有力支撑	23
4. 业绩展望：特许经营委托管理费结构改善，非航盈利可期	24
4.1. 收益端：航网结构优化提高收入质量	24
4.1.1. 航空性收入：高国际占比有助于优化收入结构	24
4.1.2. 非航收入：王府井有望入局增添新动能，免税业务高增长可期	24
4.2. 成本端：成本管控初显成效，增速上市机场最低	27
4.3. 特许经营委托管理收入分成比例下降	28
5. 盈利预测与投资建议	29
5.1. 绝对估值	29
5.2. 相对估值	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：2016-2020 年上市机场股价累计涨跌幅（%）	6
图 2：2019 年 3 月首都机场市值被白云机场赶超	6
图 3：上市机场营业收入同比增速	7
图 4：上市机场归母净利润同比增速	7
图 5：上市机场净资产收益率 ROE（%）	7

图 6: 上市机场投入资本回报率 ROIC (%)	7
图 7: 首都机场净利润率低于上海机场	7
图 8: 2010-2019 上市机场市盈率 (倍, TTM)	7
图 9: 2008-2019 首都机场营业收入 CAGR 为 10.4%	8
图 10: 2008-2019 首都机场净利润 CAGR 为 39.7%	8
图 11: 2008-2019 首都机场航空性收入 CAGR 为 3.8%	9
图 12: 首都机场航空性收入构成	9
图 13: 民航发展基金返还取消影响首都机场收入 10-12 亿元	9
图 14: 民航发展基金返还收入占首都机场净利润的 40%左右	9
图 15: 旅客服务费与旅客吞吐量增速基本一致	10
图 16: 首都机场飞机起降费收入近十年 CAGR 为 7.2%	10
图 17: 2008-2019 首都机场非航收入 CAGR 为 16.9%	11
图 18: 首都机场非航收入占比不断提升	11
图 19: 2019 年非航收入中特许经营收入占比 77%	12
图 20: 2019 年特许经营收入中免税收入占比 69%	12
图 21: 首都机场主要非航收入项目的同比增速	12
图 22: 北京 (含大兴) 机场免税店营业收入	12
图 23: 2017-2019 三大特许经营委托管理业务费用 (亿元)	13
图 24: 税后特许经营委托管理费用支出占净利润的 38.3%	13
图 25: 2018-2019 关联交易费用加剧	15
图 26: 特许经营委托管理费用占比显著上升	15
图 27: 20 冬春航季首都机场周航班量同比下降 33.6%	15
图 28: 19 冬春航季起首都机场国内航班时刻资源持续下降	15
图 29: 北京一市两场旅客吞吐量发展目标 (万人次)	16
图 30: 北京一市两场转场期浮动计划航班量 (架次/日)	16
图 31: 2019 年首都机场固定成本占比约 56%	16
图 32: 2020H1 单客固定成本同比增加 265%	16
图 33: 2019Q4 首都机场境内航线情况	17
图 34: 2019Q4 首都机场地区及国际航线情况	17
图 35: 在首都机场运营定期商业航班的航空公司情况	17
图 36: 2008-2019 年首都机场通航航点量 CAGR 为 4.6%	17
图 37: 2010-2019 首都机场旅客运量稳定增长	18
图 38: 2019 年全球机场旅客吞吐量 TOP15	18
图 39: 2005-2019 全国旅客吞吐量 CAGR 为 11.9%	18
图 40: 北京机场覆盖区域常住人口规模最大 (单位: 万人次)	18
图 41: 2019 年中国主要机场群旅客吞吐量情况	19
图 42: 2019 年全球 TOP15 机场所在城市的 GDP 情况	19
图 43: 2019 年首都机场产能利用率已超负荷	20
图 44: 2007-2019 首都机场起降架次 CAGR 为 3.4%	20
图 45: 三大上市机场 2019 年航站楼负荷率	20
图 46: 2019 年中国机场旅客吞吐量 TOP10 出港航班准点率	20
图 47: 北京两场地理位置	21
图 48: 首都机场在市内更具区位优势	21
图 49: 首都机场出入境旅客同比增速和占比	22

图 50: 2015-2019 年 TOP5 机场出入境旅客吞吐量占比.....	22
图 51: 19 夏秋航季首都机场国内航班占 75%.....	23
图 52: 19 夏秋航季国航航班量占首都机场的 41%.....	23
图 53: 首都机场国际及地区航班量不及上海机场 1/2.....	24
图 54: 首都机场与浦东机场出入境旅客同比增速对比.....	24
图 55: 北京机场、上海机场人均免税销售额(元).....	26
图 56: 2018 年北上广机场免税店销售额占境内市场规模比例.....	26
图 57: 20Q1-3 首都机场未计入免税保底租金.....	26
图 58: T3 航站楼精品街东侧 7 家奢侈品店坪效快速提升.....	26
图 59: 首都机场营业成本同比增速处于较低水平.....	27
图 60: 2019 年首都机场营业成本构成.....	27
图 61: 首都机场场地租赁成本上市机场最低.....	28
图 62: 首都机场人工成本占比处于较低水平.....	28
图 63: 首都机场免税业务特许经营委托管理费用(亿元).....	28
图 64: 2017-2019 首都机场特许经营管理费用占成本比例升高.....	28
表 1: 首都机场起航空性收入收费标准(单位: 元).....	10
表 2: 首都机场高使用率机型国内、国际/地区收费差异测算.....	10
表 3: 首都机场国际或地区航班、国内航班航空性收入差异测算.....	11
表 4: 首都机场特许经营委托管理费用计算方式.....	13
表 5: 首都机场目前的关联交易项目(单位: 亿元).....	14
表 6: 首都机场大型扩容工程梳理.....	19
表 7: 上市机场产能供给与旅客吞吐量增速有重要关系.....	20
表 8: 首都机场和大兴机场的定位具有差异性.....	21
表 9: 首都机场凭借优越区位将把持多数商务优质客流.....	22
表 10: 国际航权资源配置指标体系.....	24
表 11: 首都机场、大兴机场免税店中标信息.....	25
表 12: 首都机场 DCF 估值收入成本假设(单位: 百万元).....	30
表 13: 首都机场 DCF 估值现金流假设(单位: 百万元).....	31
表 14: WACC 重要假设.....	31
表 15: 中性假设下首都机场 DCF 估值合理市值敏感性测算(单位: 亿元).....	31
表 16: 首都机场 DCF 估值现金流假设(单位: 百万元).....	32
表附录: 三大报表预测值.....	33

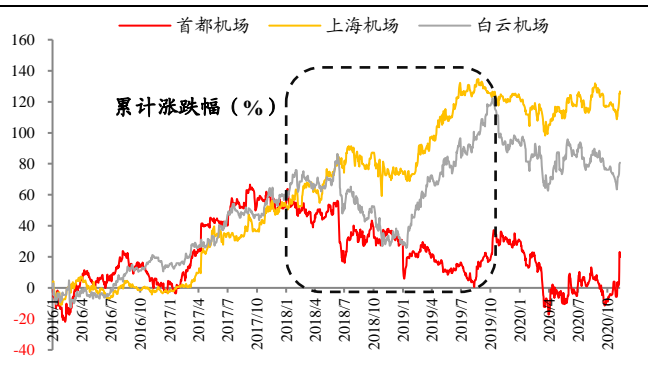
1. 股价复盘：股价、估值走低，19年市值被白云机场赶超

2018年起，首都机场股价年涨幅、估值处于持续下行状态。首都机场于2000年在H股上市，上海机场、白云机场分别于1998年、2003年在A股上市。同为中国三大一线机场，首都机场上市公司的股市表现却与上海机场、白云机场并不同步，自2018年起出现股价、估值双低的局面。

2018年以来，首都机场的股价走势与行业主驱动因素免税业务的强势表现不匹配。2018-2020年（截至10月），首都机场股价年涨幅分别为-26.8%、-5.0%、-37.5%，近三年累计下跌69.3%。2017年起，白云机场、首都机场、上海机场免税经营权先后重新招标，机场免税业务高速发展，并驱动机场板块行情持续上涨。2019年，首都机场、上海机场、白云机场免税业务销售额分别为85.9、151.5、19.2亿元，同比分别增长16.3%、18.7%、117.5%。2018-2019年，上海机场、白云机场股价高走，累计分别上涨71.8%、20.9%，首都机场却下降32.5%，与板块上升主驱动因素免税业务的强势表现不匹配。

市值方面，首都机场与上海机场差距越来越大，2019年3月被白云机场赶超。2017-2020年（截至10月），首都机场与上海机场、白云机场市值趋势相反，三大机场累计分别上涨-31%、149%、86%。2018年6月，民航发展基金取消返还政策出台后，涉及的首都机场、白云机场股价分别暴跌26%、23%，但是随后白云机场反弹速度和幅度均优于首都机场。2013年起，首都机场与上海机场市值差距从14.6亿元拉大至1234.5亿元；2019年3月，白云机场市值赶超首都机场。

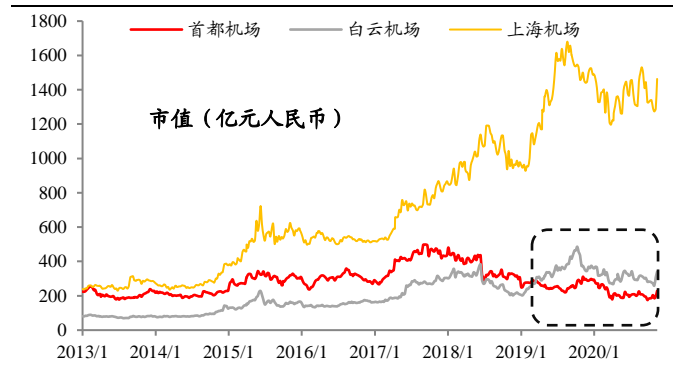
图 1：2016-2020 年上市机场股价累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所；

注：累计涨跌幅以2016.1.4为基准日；2020年截至11月12日

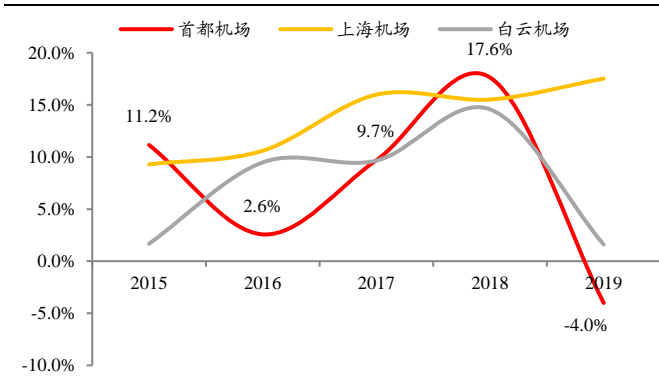
图 2：2019 年 3 月首都机场市值被白云机场赶超



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：2020年截至11月12日

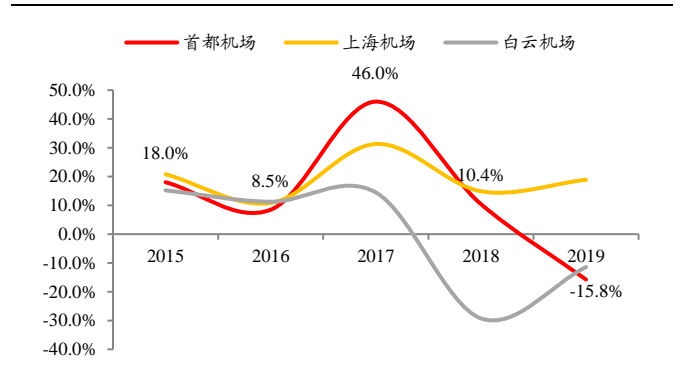
2010-2019年，首都机场归母净利润年复合增速16.8%，在上市机场中表现最佳。收入端，2019年，首都机场、上海机场、白云机场收入分别为108.1、109.5、78.7亿元，同比分别增加-4.0%、17.5%、1.6%，上海机场新晋第一。2010-2019年，首都机场、上海机场、白云机场营业收入年复合增速分别为8.1%、11.3%、8.2%。利润端，2019年，首都机场、上海机场、白云机场分别实现归母净利润率24.2、50.3、10.0亿元，同比分别增加-15.8%、18.9%、-10.1%，2010-2019年归母净利润复合增速分别为16.8%、16.1%、6.1%，其中首都机场表现最佳。

图 3：上市机场营业收入同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

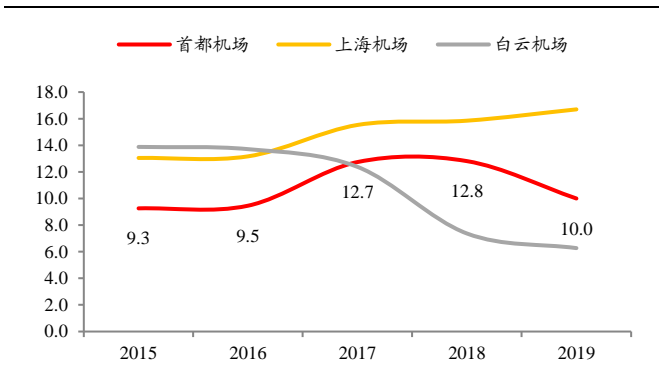
图 4：上市机场归母净利润同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

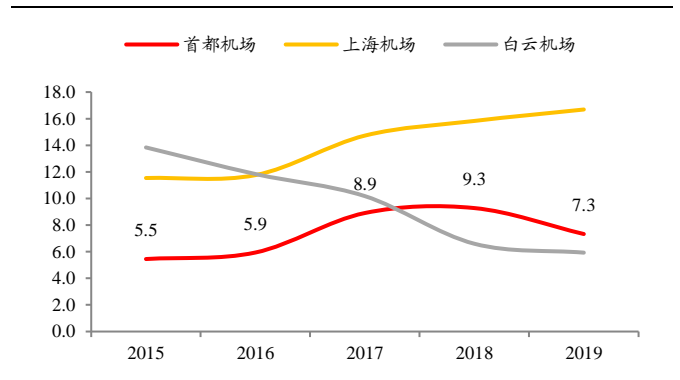
首都机场整体盈利能力处于上市机场中等水平，但近两年估值降至底部。2019年，首都机场 ROE、ROIC 分别为 10.0%、7.3%，同比分别下降 2.8、2.0pct，处于上市机场中等水平。2010-2019 年，首都机场净利润率从 10.3% 提升至 22.4%，但仍不及上海机场的 1/2。估值方面，2019 年，上海机场、白云机场 PE (TTM) 分别为 30 倍、36 倍，而首都机场仅为 10 倍，估值水平降至底部。

图 5：上市机场净资产收益率 ROE (%)



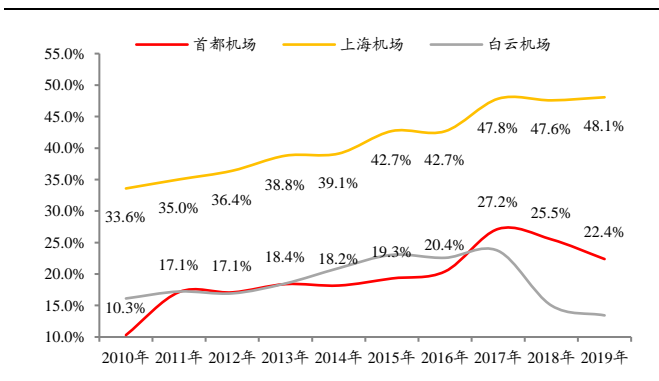
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：上市机场投入资本回报率 ROIC (%)



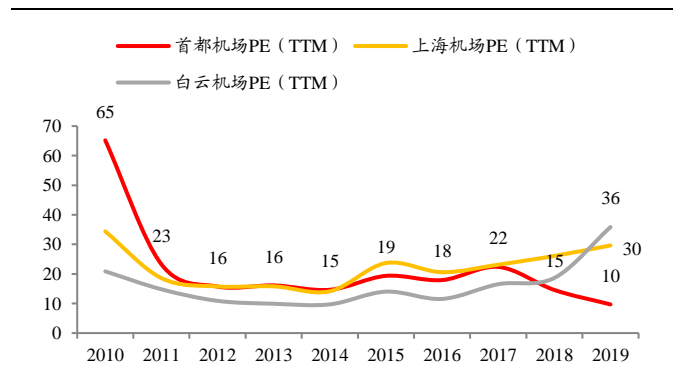
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：首都机场净利润率低于上海机场



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：2010-2019 上市机场市盈率 (倍, TTM)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

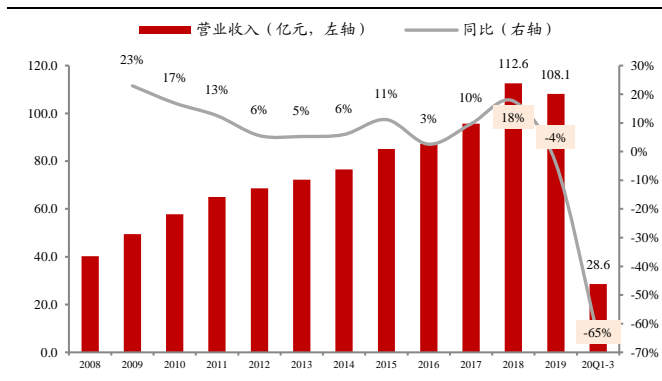
2. 原因探究：航空性收入承压，关联交易压制利润弹性

2.1. 民航发展基金返还收入政策取消，经营业绩承压

2019年，民航发展基金返还政策取消导致首都机场净利润下滑15.8%。2019年，首都机场起降架次59.4万架次，同比下降3.2%；旅客吞吐量1亿人次，同比基本持平。受2018年底民航发展基金返还政策取消的影响，2019年，公司实现营业收入108.1亿元，同比减少4.0%，实现净利润24.2亿元，同比下降15.8%；净利润率22.4%，同比下降3.1pct。2008-2019年，营业收入、归母净利润CAGR分别为10.4%、39.7%。

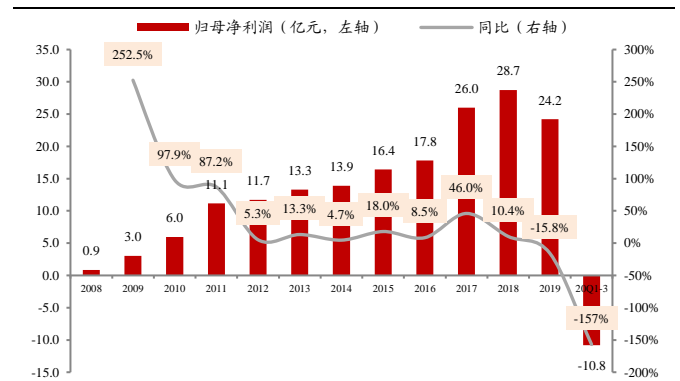
2020年，受新冠疫情影响，首都机场业绩提前触底。在原计划中，19冬春-21冬春航季共5个航季为转场大兴机场过渡期，此期间首都机场原则上不新增航班量，从而2021年业务量将降至底部，并将导致业绩触底。然而在新冠疫情冲击下，首都机场2020年业务量骤降，前三季度累计旅客运输量、起降架次分别为2230.4万人次、19.5万架次，同比分别下降70.3%、56.2%；20Q1-3，首都机场实现营业收入28.6亿元/-65%，净利润-10.8亿元/-157%，业绩提前触底。

图 9：2008-2019 首都机场营业收入 CAGR 为 10.4%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：2008-2019 首都机场净利润 CAGR 为 39.7%

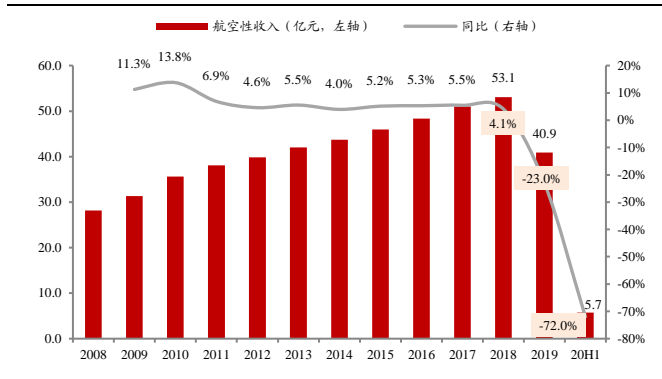


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1.1. 航空性收入与业务量增减直接挂钩

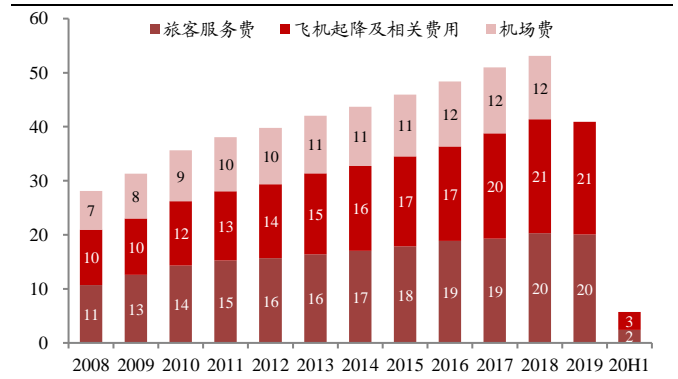
2018年11月底，机场费收入被取消，导致航空性业务业绩承压。公司主要在首都机场经营和管理航空性业务及非航空性业务，其中航空性业务收入包括为飞机起降及相关收费、旅客服务费、机场费。2011-2018年，首都机场航空性收入从38.1亿元增至53.1亿元，同比增速稳定在4%-6%，年复合增长率为4.9%。2018年，11月底民航发展基金返还政策正式取消，当年取得机场费（返还收入）11.7亿元，扣税后的年化收入占净利润的33.4%。受此政策影响，2019年首都机场航空性收入40.9亿元，同比下降23.0%，业绩承压。2020H1，受疫情严重影响下，首都机场实现航空性收入5.7亿元，同比下降72.0%。

图 11：2008-2019 首都机场航空性收入 CAGR 为 3.8%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

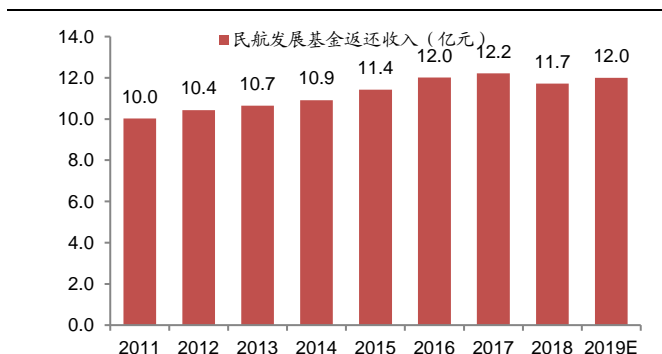
图 12：首都机场航空性收入构成



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

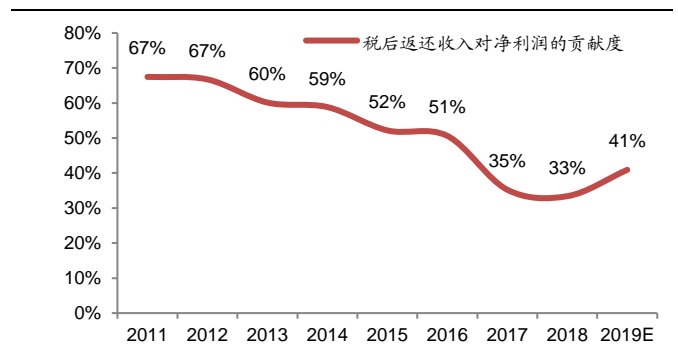
民航发展基金返还收入政策取消，我们预计中短期内将影响年收入约 10-12 亿元。2018 年 11 月底，民航发展基金用于首都机场、白云机场、美兰机场返还作企业收入处理政策正式取消。因此，我们预计 2019 年该项政策被取消影响首都机场年收入约 12 亿元，扣税后约占净利润的 41%。按照民航局疫情前规划，转场过渡期后，首都机场 2025 年旅客吞吐量预计保持在 8200 万人次水平，并且国际旅客占比提升，因此，我们预计中短期内该项政策取消每年对应首都机场减少约 10-12 亿元收入。

图 13：民航发展基金返还取消影响首都机场收入 10-12 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2019 年为预估

图 14：民航发展基金返还收入占首都机场净利润的 40%左右

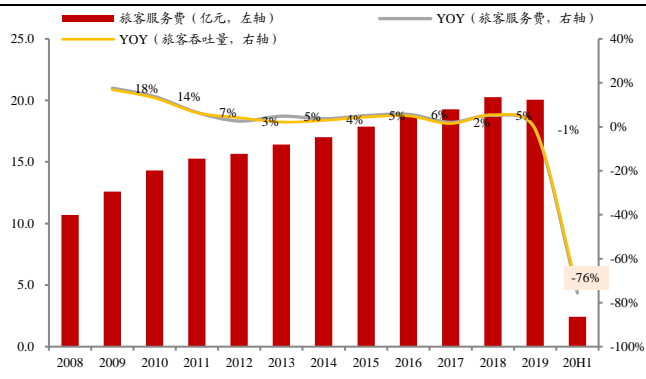


资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2019 年为预估

旅客服务费收入与旅客吞吐量的增长趋势基本一致。根据民航局文件，首都机场旅客服务收费标准为国内旅客 34 元/人、国际及地区旅客 70 元/人，即出入境旅客收费约为国内旅客的 2 倍。因此，旅客服务费收入增速一般比旅客吞吐量增速更快，但基本步调一致。2019 年，首都机场实现旅客服务费 20.0 亿元，同比增加 5.2%，近十年 CAGR 为 4.7%。2020H1，实现旅客服务费 2.4 亿元，同比下降 76%。

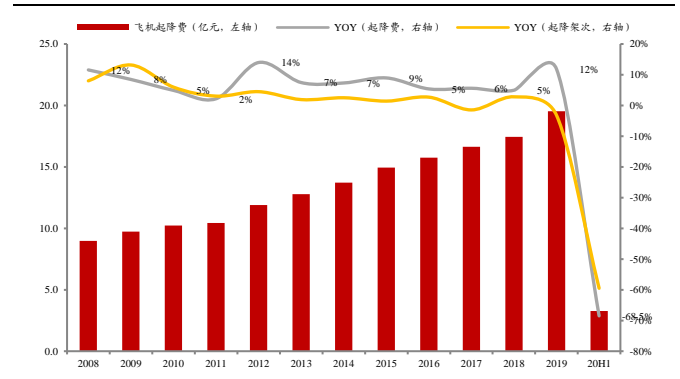
疫情期间起降费收费标准降低 10%、免收停车场费，我们预计该政策或持续 2-3 年。在疫情影响业务量的情况下，民航局要求机场起降费收费标准基准价降低 10%、免收停车场费、航路费(飞越飞行除外)收费标准降低 10%，进一步压缩了航空性业务收入空间。该项政策自 2020 年 1 月起实施，截止日期视疫情情况另行通知。根据国际航空运输协会 (IATA) 7 月底预测，全球航空客运量要到 2024 年才能恢复到疫情前，结合我国国内线已恢复、海外疫苗有望 12 月上市的最新情况，我们认为该项政策延续期可能为 2-3 年。2019 年，首都机场实现起降费 19.5 亿元，同比增加 11.8%，近十年 CAGR 为 7.2%；2020H1，实现起降费 3.3 亿元，同比下降 69%。

图 15: 旅客服务费与旅客吞吐量增速基本一致



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 16: 首都机场飞机起降费收入近十年 CAGR 为 7.2%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

同一机型执飞 1 次国际及地区航班在首都机场的起降费约是 1 次国内航班的 1.75 倍, 不同机型的国内、国际航线起降费差异可达 5.5 倍。根据民航局相关政策, 起降费根据飞机最大起飞全重实行阶梯式计费, 具体标准如表 1。根据民航局披露的 2019 夏秋航季时刻表(转场+疫情前), 在首都机场起降的最常见的机型包括波音 737 系列、空客 320 系列、波音 767 型飞机、空客 330 型飞机。我们根据民航局标准计算了相应机型在首都机场起降 1 次的起降费, 若是同一机型执飞国内航班和国际航班, 后者起降费是前者的 1.75 倍; 若是洲际航线等远程国际航线, 则需要更换大机型, 若国内航线用 A320 飞机、国际航线用 A330 飞机, 则 1 次国际航班起降费是 1 次国内航班的 5.5 倍。

表 1: 首都机场起航空性收入收费标准(单位: 元)

T (飞机最大起飞全重)	起降费 (元)					旅客服务费 (元/人)	安检费	
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上		旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)
国内航线	240	650	1200+24*(T-50)	2400+25*(T-100)	5000+32*(T-200)	34	8	53
国际及地区航线	2000	2200	2200+40*(T-50)	4200+44*(T-100)	8600+56*(T-200)	70	12	70

资料来源: 中国民航局, 浙商证券研究所

表 2: 首都机场高使用率机型国内、国际/地区收费差异测算

飞机型号	最大起飞全重 (吨)	最大航程 (KM)	国内线收费	国际及地区线收费	差异
B737-300	49	4175	650	--	
B737-800	78	5665	1872	3320	177%
A320 系列	83	5700	1992	3520	177%
B767	159	11305	3875	6796	175%
A330	242	11950	6344	10952	173%

资料来源: 中国民航局, 飞机之家, 浙商证券研究所

首都机场 1 次国际航班收费平均是 1 次国内航班的 2.5 倍。根据首都机场 2019 年业务量披露, 我们可以得出 1 架国内航班平均载客 163 人, 故我们选择 B737-800 机型进行测算, 所有航空性收费合计得 8824 元/架次; 1 架国际航班平均载客 186 人, 故我们选择 B767 机型进行测算, 所有航空性收费合计得 22209 元/架次, 是 1 次国内航班的 2.5 倍。

表 3: 首都机场国际或地区航班、国内航班航空性收入差异测算

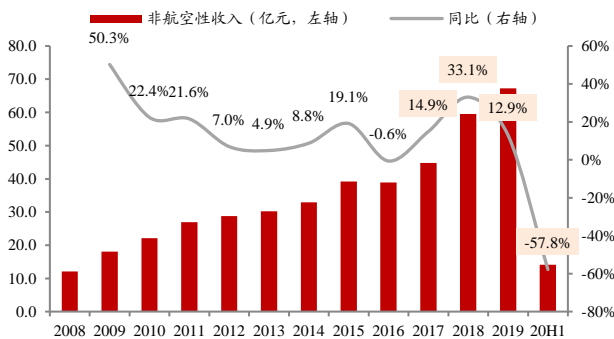
	国内航班	国际或地区航班
2019 年旅客吞吐量 (万人次)	7243.7	2757.4
2019 年起降架次 (万架次)	44.6	14.9
单机平均旅客数 (人次)	163	186
测算机型	B737-800 (164 座)	B767 (233 座)
旅客服务费 (元)	34 × 163=5542	70 × 186=13020
起降费 (元)	1872	6796
安检费 (元)	1304	2232
行李费 (元)	106	161
合计 (元)	8824	22209 (+152%)

资料来源: 中国民航局, 浙商证券研究所

2.1.2. 特许经营收入高速增长, 但母公司通过关联交易降低利润弹性

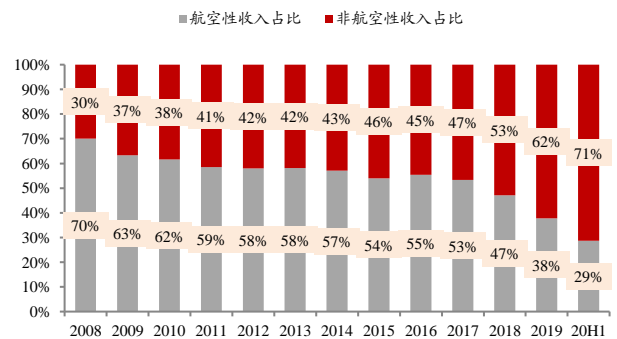
流量变现能力凸显, 非航收入占比从 3 成提高至 7 成。2019 年, 非航收入 67.2 亿元, 同比增加 12.9%。从 2008-2019 年, 非航收入年复合增长率为 16.9%, 占比从 30%提高至 71%。20H1, 受疫情影响, 机场减免了部分有税商业租金、暂时仅按提成计提免税租赁费, 实现非航收入 12.1 亿元, 同比下降 57.8%, 其中免税收入 1.8 亿元, 同比下降 90.1%。

图 17: 2008-2019 首都机场非航收入 CAGR 为 16.9%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

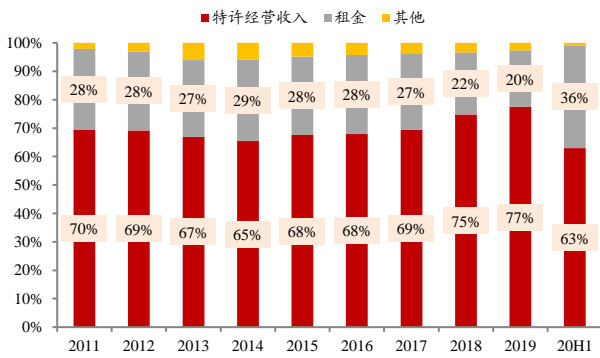
图 18: 首都机场非航收入占比不断提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

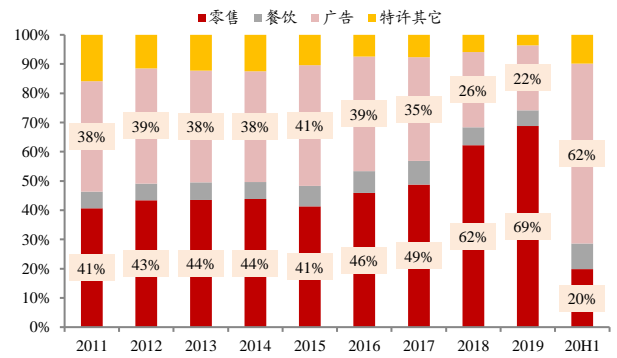
首都机场非航收入主要包括特许经营收入、租金、其他, 2019 年分别占比 77%、20%、3%, 同比分别增加 17%、2%、-7%。其中, 特许经营收入包括免税、广告、餐饮和特许其他, 2019 年分别实现收入 35.9、11.5、2.8、1.9 亿元, 分别占比 69%、5%、22%、4%, 同比分别增加 29%、3%、1%、-28%。

图 19：2019 年非航收入中特许经营收入占比 77%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

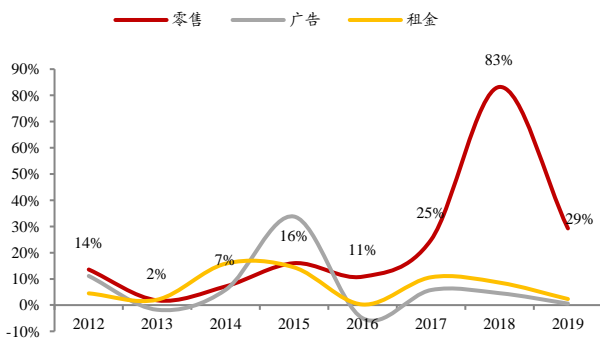
图 20：2019 年特许经营收入中免税收入占比 69%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

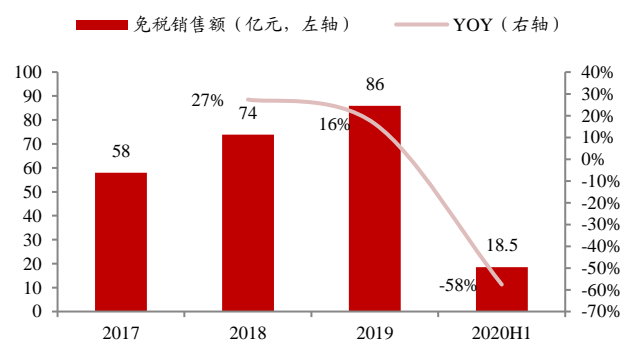
2017 年免税店重新招标带动首都机场免税收入快速增长。2017 年，首都机场免税业务重新招标，并于 2018 年起启用新合同，其中 T2、T3 航站楼免税店扣点率分别为 47.5%、43.5%，较旧合同有较大幅度提升。2017-2019 年，首都机场免税销售额从 58 亿元增至 86 亿元，年复合增速 21.8%，带动首都机场免税业务收入高速增长，近三年复合增长率 43.5%，免税业务成为首都机场非航收入增长的主驱动力。

图 21：首都机场主要非航收入项目的同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：北京（含大兴）机场免税店营业收入



资料来源：公司公告，DFE，浙商证券研究所

2018-2020 年，本合同期特许经营委托管理协议引入增量分成制，公司利润弹性被进一步压制。2017 年底，首都机场与关联公司签订了 2018-2020 年期的广告、餐饮、免税三大业务的特许经营委托管理协议。较上一期（2017-2019）而言，本期特许经营委托管理协议均新增了增量分成条款，其中广告、餐饮、免税基础分成扣点率分别为 25%、15.5%、22%，增量额外分成比例均为 60%，但协议有设置当年支付上限额度。2018 年，首都机场支付的广告、餐饮、免税委托管理费用分别为 3.2、1.4、6.2 亿元，同比分别增加 30.2%、75.3%、84.8%，增量分成制进一步压制了公司利润弹性。

表 4：首都机场特许经营委托管理费用计算方式

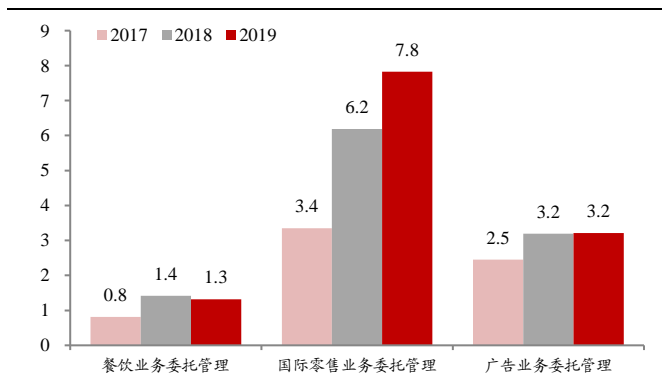
委托业务	合同期	不超过上年 收入部分	超过上年 收入部分	本年度委托管理费	每年最高支付额度(亿元)		
		基础分成比例	增量分成比例		2018	2019	2020
广告	2018-2020	25%	60%	$A*25\% + \Delta*60\%$	3.35	3.6	3.6
餐饮	2018-2020	15.5%	60%	$A*15.5\% + \Delta*60\%$	1.53	1.59	1.65
免税	2018-2020	22%	60%	$A*22\% + \Delta*60\%$	7	8.2	7

关键假设：上一年收入为A，本年度收入为B。若 $B \leq A$ ，则 $\Delta=0$ ；若 $B > A$ ，则 $\Delta=B-A$

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

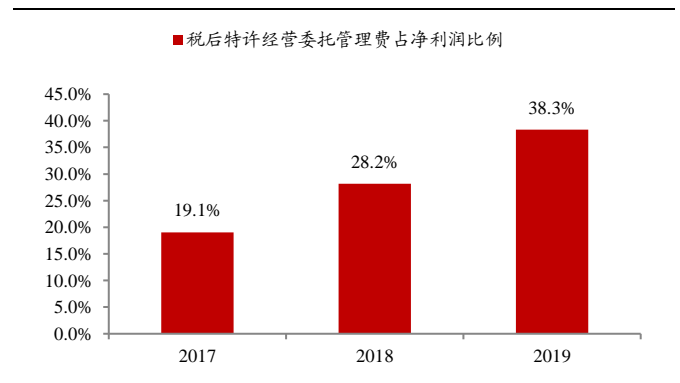
2019年，扣税后的特许经营委托管理费约占净利润的4成，降低收入高增量在利润端的体现程度。2017-2019年，首都机场免税、广告、餐饮三大特许经营业务委托管理费用合计分别为6.6、10.8、12.4亿元，扣税后分别占当年净利润的19.1%、28.2%、38.3%，自2018年新合同期起，该比例显著提升。在特许经营业务上，较上海机场、白云机场而言，首都机场多了一项委托管理费，相应产生比例较高的费用支出，导致相应特许经营业务收入、尤其是免税收入的高增量在利润端的体现显著低于上海机场、白云机场。

图 23：2017-2019 三大特许经营委托管理业务费用（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：税后特许经营委托管理费用支出占净利润的 38.3%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2. 关联交易压制利润增速的程度提升

首都机场与集团内部存在大量持续关联交易。母公司首都机场集团持有公司 58.96% 的股份。在机场行业，由于机场跑道、停机坪、停车场等土地产权价格高昂，一般产权与使用权相分离，故上市公司和集团之间存在持续资产租赁关联交易。此外，由于首都机场与集团内部其他公司业务相关度较高，发生大规模的服务采购关联交易，相关项目成本占比持续上升。2011-2019 年，首都机场单客营业成本从 52.8 元增加至 73.5 元，年复合增速为 4.2%。

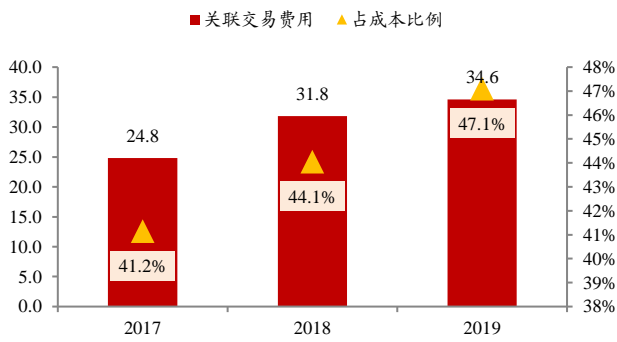
表 5：首都机场目前的关联交易项目（单位：亿元）

关联交易类型	关联交易项目	2017 交易额	2018 交易额	2019 交易额	2019 占成本比例
资产租赁	飞行区用地租赁协议	0.28	0.28	0.28	0.4%
	土地使用权租赁协议	0.1	0.1	0.1	0.1%
资产租赁成本占总成本比例		0.6%	0.5%	0.5%	-
特许经营业务委托管理	餐饮业务委托管理	0.81	1.42	1.32	1.8%
	国际零售业务委托管理	3.35	6.19	7.83	10.7%
	广告业务委托管理	2.45	3.19	3.21	4.4%
特许经营委托管理费占总成本比例		11.0%	15.0%	16.8%	-
服务采购	航空安全及保安服务采购	6.06	7.14	7.14	9.7%
	动力能源供应	6.04	6.71	6.11	8.3%
	租赁框架协议	0.49	0.54	0.28	0.4%
	动力能源辅助服务采购	1.58	1.94	1.99	2.7%
	物业综合服务	2.39	0.12	0.13	0.2%
	商标许可协议	0.84	0.9	1.07	1.5%
	旅客服务采购	0.41	0.46	0.48	0.7%
	系统前端运维协议	-	0.03	0.12	0.2%
	服务采购框架协议	-	0.17	0.32	0.4%
	物业综合服务采购	-	2.52	2.73	3.7%
	营销基金框架协议	-	0.05	0.02	0.0%
	除冰服务合作框架	-	0.06	0.12	0.2%
	T3 航站楼运维服务	-	-	0.63	0.9%
	T1&T2 登机桥及桥载电源运维服务	-	-	0.36	0.5%
	桥载设备操作服务	-	-	0.12	0.2%
租赁框架补充协议	-	-	0.26	0.4%	
服务采购成本占总成本比例		29.6%	28.6%	29.8%	-
合计关联交易费用		24.8	31.8	34.6	-
关联交易费用占成本比例		41.2%	44.0%	47.1%	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

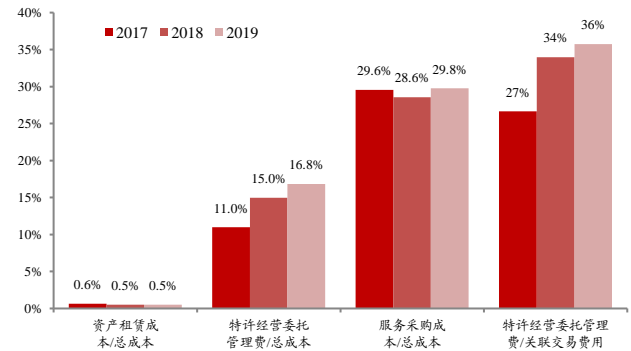
2018-2020 年，引入增量分成制后，特许经营委托管理费用占关联交易费用的比例显著提升，我们认为这是压制利润增速进而导致估值持续下行的重要原因。2017-2019 年，特许经营委托管理费用分别为 6.6 亿元、10.8 亿元/+63.4%、12.4 亿元/+14.4%，分别占整体关联交易费用的 27%、34%、36%。

图 25：2018-2019 关联交易费用加剧



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 26：特许经营委托管理费用占比显著上升



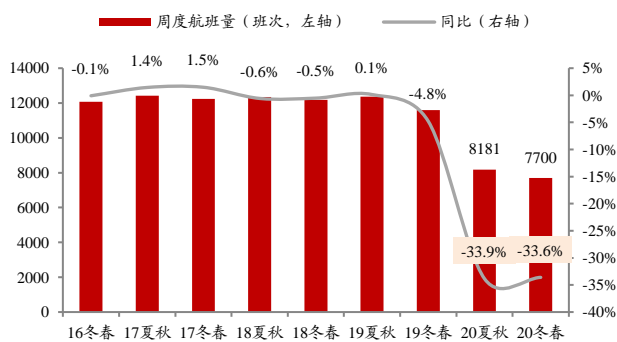
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3. 大兴机场分流效应带来悲观预期

2019年9月30日，大兴国际机场正式运营，北京航空市场开启一市两场新时代。大兴国际机场按2025年旅客吞吐量7200万人次、货邮吞吐量200万吨、飞机起降量62万架次的目标设计，建设4条跑道、70万平方米航站楼。2019年，大兴机场旅客吞吐量314万人次，其中出入境旅客9.2万人次，国际占比2.9%。

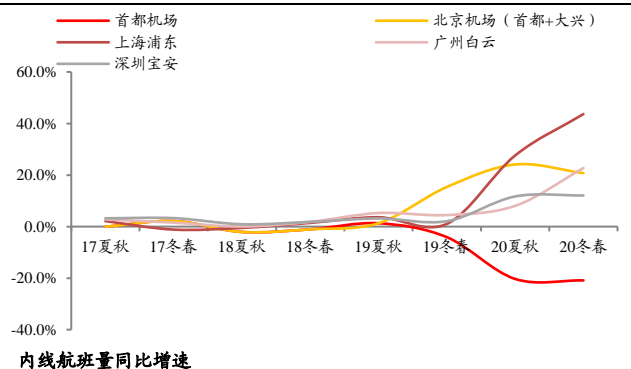
19冬春至21冬春航季为转场过渡期，首都机场时刻资源只出不进，航班量持续收紧。根据转场方案，在转场过渡期内，首都机场暂不新增航班时刻，两场分别根据高峰小时容量情况部分开展航班时刻结构优化调整工作。根据民航预先飞行管理计划，首都机场在19冬春、20夏秋、20冬春航季中的内线时刻资源受转场影响，国内线周度航班分别为8841、7378、6995班次，同比分别下降4.1%、20.3%、20.9%。20冬春航季，大兴机场内线周度航班量5848班次，同比增加225.6%，环比增加42.3%。

图 27：20 冬春航季首都机场周航班量同比下降 33.6%



资料来源：民航预先飞行管理计划，浙商证券研究所

图 28：19 冬春航季起首都机场国内航班时刻资源持续下降

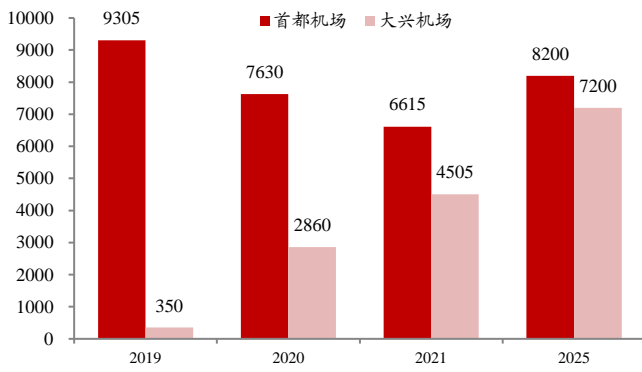


资料来源：民航预先飞行管理计划，浙商证券研究所

转场过渡期间，首都机场无新增时刻，导致业务量下滑；之后集中新增时刻，业务量较最低谷将有所回升。旅客吞吐量方面，根据2018年发布的《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》，大兴机场在2021年、2025年分别实现4500万、7200万人次的目标；首都机场在2020-2025年通过“提质增效”改造计划，实现2025年旅客吞吐量8200万人次的目标。航班量方面，在转场过渡期内，民航局预计，北京大兴机场容量为1050架次/日，高峰小时容量为62架次/小时；首都机场容量为1350架次/日，高峰小时容量为70架次/小时，并要力争两场放行正常率达到80%以上。21冬春航季（10.31起），当两

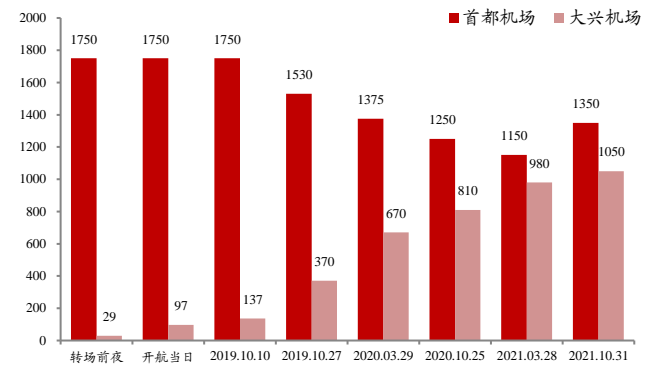
场放行正常率均达到 85%以上时，首都机场、大兴机场航班班次最大量分别增至 1400、1100 架次/日。

图 29：北京一市两场旅客吞吐量发展目标（万人次）



资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

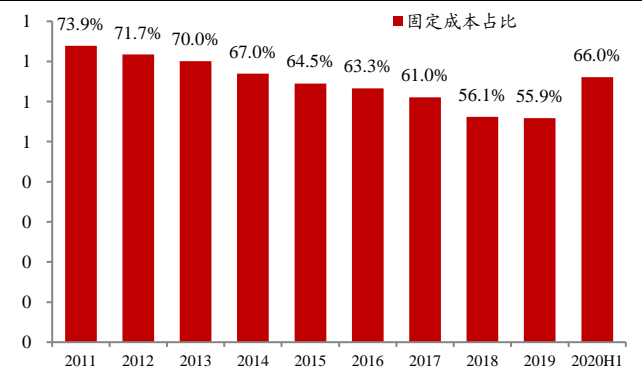
图 30：北京一市两场转场期浮动计划航班量（架次/日）



资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

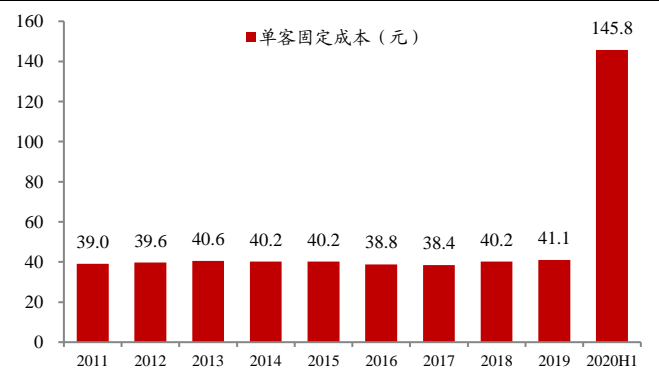
首都机场固定成本占比约 56%，业务量下滑导致单位成本提升，进而盈利承压。2019 年，首都机场的营业成本中属于固定成本的至少包括折旧及摊销、修理及维护费、航空安全及保卫费、水电力、不动产税等，分别为 14.0、10.7、7.6、6.1、2.6 亿元，同比分别增加 2.6%、3.0%、3.4%、-6.7%、0.9%，合计占比 55.9%。由于固定成本不随客流量边际下降而变动，在疫情、转场使得业务量骤降的阶段，业务量大幅下滑将导致成本端下降幅度远不及收入端，从而进一步压缩盈利空间。20H1，单客固定成本 145.8 元，同比增加 265%。

图 31：2019 年首都机场固定成本占比约 56%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 32：2020H1 单客固定成本同比增加 265%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 供需分析：分流对国际航线影响有限，转场提供产能蓄力期

3.1. 需求端：腹地经济发达，区域潜在需求规模大，足以支撑两场运营

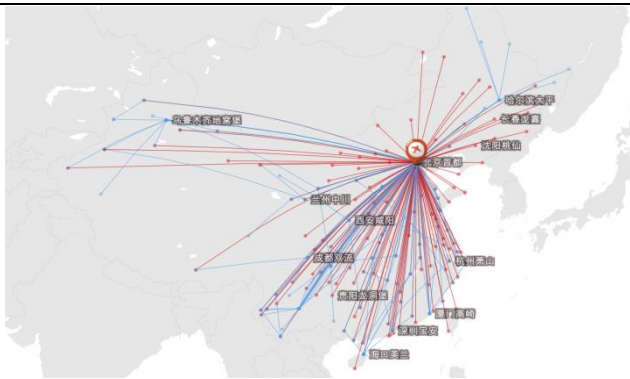
3.1.1. 首都机场 2019 年旅客吞吐量全国第一、全球第二

首都机场是中国四大大型国际航空枢纽之一。1958 年，首都机场成为新中国成立以来兴建的第一座大型民用运输机场。上世纪 80 年代初，“首都机场”正式更名为“北京首都国际机场”。2012 年，在《国务院关于促进民航业发展的若干意见》文件中，我国

首次提出要“着力把北京、上海、广州机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽”，首都机场的核心枢纽定位得以明确。

依靠得天独厚的优越地理位置、方便快捷的中转流程和紧密高效的协同合作，首都机场成为连接亚、欧、美三大航空市场最为便捷的航空枢纽。北京被定位为集政治中心、国际交往中心、文化中心、科技创新中心于一体的国家中枢，在地理上也是欧洲、亚洲及北美洲的核心节点。截至 2019 年底，在首都机场运营商业航班的航空公司有 93 家，其中国内（含港澳台地区）航空公司 31 家，国外航空公司 62 家；通航 65 个国家及地区的 294 个航点，其中国际航点 133 个；2008-2019 年通航航点数量年复合增长率 4.6%。

图 33：2019Q4 首都机场境内航线情况



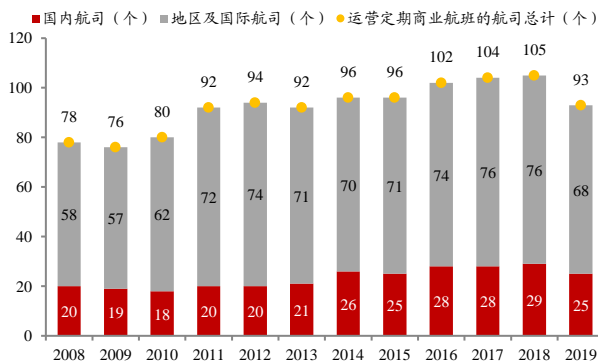
资料来源：VariFlight Map，浙商证券研究所

图 34：2019Q4 首都机场地区及国际航线情况



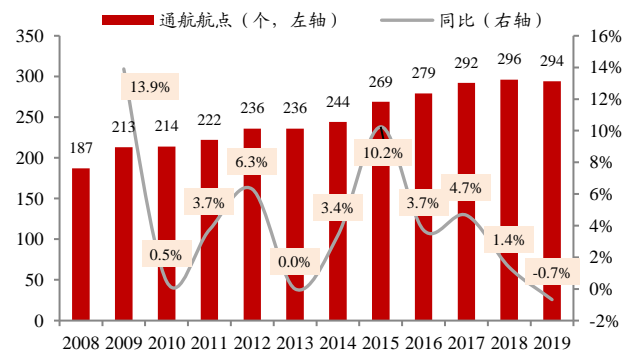
资料来源：VariFlight Map，浙商证券研究所

图 35：在首都机场运营定期商业航班的航空公司情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

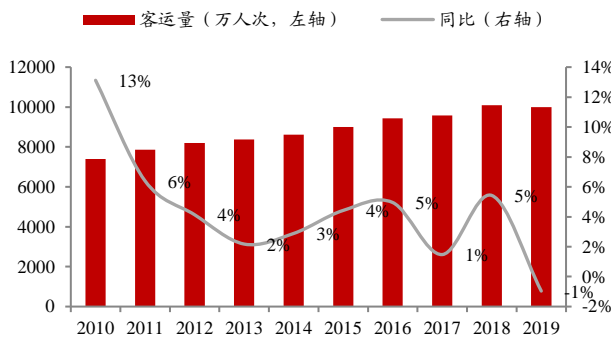
图 36：2008-2019 年首都机场通航航点量 CAGR 为 4.6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

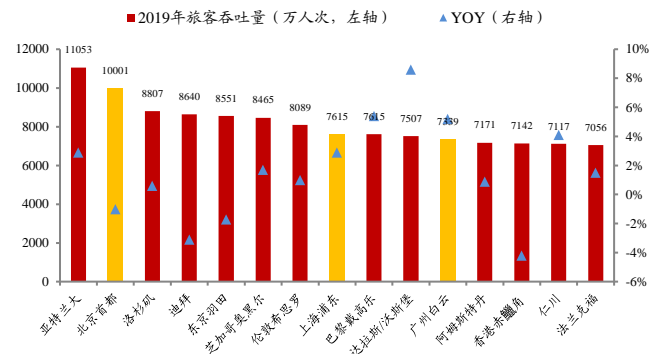
截至 2019 年，作为中国第一国门，首都机场旅客运输量连续 10 年位列全球第 2 名。截至 2019 年，国内来看，首都机场旅客吞吐量规模一直占据首位，2007 年首次突破 5000 万人次，2018 年、2019 年连续 2 年突破 1 亿人次，是第 2 名上海浦东机场的 1.3 倍；2008-2019 年复合增长率 6.0%，增速较平稳。国际方面，首都机场旅客运输量已连续十年位列全球第 2 名；2019 年，亚特兰大机场、首都机场为仅有的 2 家旅客运输量破亿的机场，旅客运输量分别为 1.1、1.0 亿人次。

图 37: 2010-2019 首都机场旅客运量稳定增长



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 38: 2019 年全球机场旅客吞吐量 TOP15



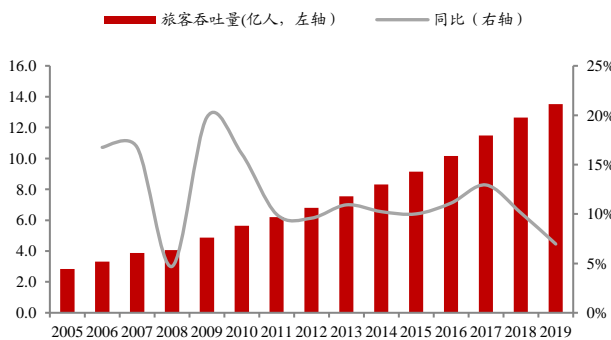
资料来源: ACI, 浙商证券研究所

3.1.2. 腹地经济发达, 潜在需求规模足够大

从全国范围看, 我国航空潜在需求规模较大, 一线机场将是主要承接点。从 2005-2019 年, 我国机场旅客吞吐量从 2.8 亿人次提高至 13.5 亿人次, 年复合增长率 11.9%。相对而言, 一线机场能够汇聚更多的流量, 是旅客需求增量的主要承接点。

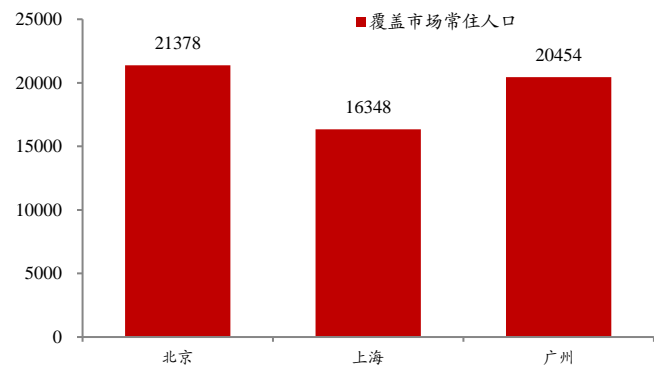
从区域潜在需求规模来看, 北京机场覆盖区域包括京津冀鲁, 上海机场覆盖区域包括江浙沪, 广州机场覆盖区域包括粤桂闽, 三大枢纽机场覆盖市场常住人口分别为 21378、16348、20454 万人, 其中北京机场潜在需求规模最大。北京地处华北地区、京津冀机场群核心, 我们认为北京市未来需求量能够支撑两场运营。

图 39: 2005-2019 全国旅客吞吐量 CAGR 为 11.9%



资料来源: 中国民航局, 浙商证券研究所

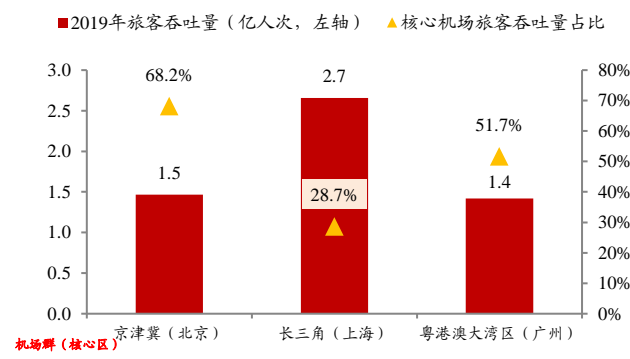
图 40: 北京机场覆盖区域常住人口规模最大 (单位: 万人次)



资料来源: 各省统计公报, 浙商证券研究所

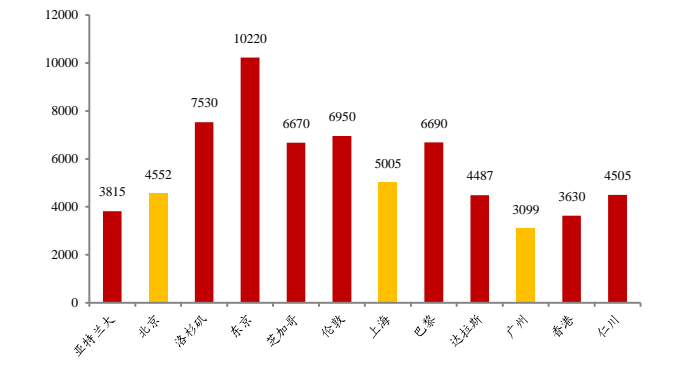
首都机场腹地经济发达, 有利于汇聚区域需求, 强劲支撑业务量增长。2019 年, 北京市 GDP 实现 3.5 万亿元, 实际增长 6.1%, 规模仅次于上海市的 3.8 万亿元; 国际方面, 在旅客吞吐量 TOP15 机场所在的城市中, 北京市排名第 6, 具有发达的经济实力。2019 年, 在全国前三大机场群为长三角、京津冀、粤港澳大湾区机场群, 合计旅客吞吐量分别为 2.7、1.5、1.4 亿人次, 其中核心区域分别为上海、北京、广州, 核心机场旅客吞吐量占比分别为 28.7%、68.2%、51.7%, 首都机场的中转核心枢纽地位突出, 机场群协同发展有助核心汇聚更多流量, 对其需求端形成强劲支撑。

图 41：2019 年中国主要机场群旅客吞吐量情况



资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

图 42：2019 年全球 TOP15 机场所在城市的 GDP 情况



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

3.2. 供给端：产能超负荷影响业务量增速，“减负”有助提高运营效率

首都机场是亚洲地区第一家、也是唯一拥有三座航站楼、三条跑道、双塔台同时运营的超大型国际机场。自 1958 年正式投用后，首都机场经历三期大扩容及多次改扩建。截至 2020 年 10 月，首都机场有 3 座航站楼，总面积约 140 万平米；有 3 条跑道，其中 2 条 4E 级跑道，长度分别为 3800、3200 米；1 条 4F 级，长度为 3800 米，可容纳下世界最大客机 A380（506 个座位）起降。

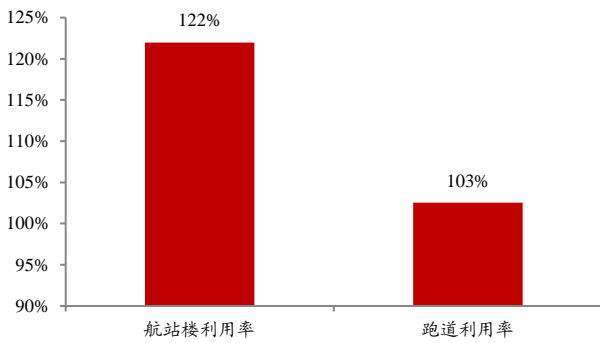
表 6：首都机场大型扩容工程梳理

投用年份	工程	具体内容
1958	正式投用	T0 航站楼（10138 平米），1 条跑道（2500 米）
1965	第一次扩建	跑道从 2500 米延长至 3200 米，曾建 6 个停机位；局部改建 T1 航站楼、新建贵宾候机楼
1980	一期扩容	T1 航站楼（61580 平米）、东西两条平行跑道及其他配套设施工程投用
1989-1994	T1 航站楼三次改扩建	T1 航站楼总面积达 79460 平方米，年旅客吞吐量达 1000 万人次
1999	二期扩容	T2 航站楼启用，T1 航站楼关闭改造。扩建后航站楼主体建筑面积为 33.6 万平米，年旅客吞吐量达 2630 万人次。
2004	改扩建	T1 航站楼重启，约 7.8 万平米，年设计旅客吞吐量约 900 万人次；T2 航站楼多次改扩建
2008	三期扩容	T3 航站楼投用，总体建筑面积 98.6 万平方米，年设计旅客吞吐量 4700 万人次，是目前世界上单体面积最大的航站楼。北京首都国际机场等级达到 4F 级，成为拥有 3 座总建筑面积 140 万平方米的航站楼、3 条跑道、双塔台同时运行的大型航空枢纽机场。

资料来源：公司公告，公司官网，首都机场集团公司搜狐号，人民网，浙商证券研究所

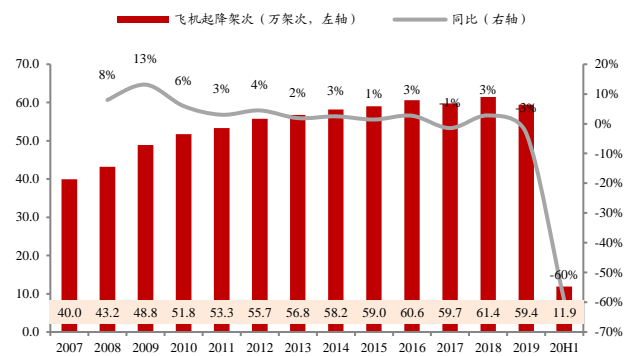
首都机场已多年超负荷运转。首都机场的设计容量是 8200 万人次，但自 2013 年以来，一直处于超负荷运行状态。2019 年，实际旅客吞吐量 10001 万人次，航站楼利用率 122%；设计年起降架次约 58 万架次，实际起降 59.4 万架次，跑道利用率约 103%；设计年货运吞吐能力 180 吨，当年利用率 109%。2019 年首都国际机场的旅客吞吐量、货邮吞吐量和飞机起降架次分别排名全国第一、全国第二和全国第一，三者分别占全国总量的 7.4%、11.4%和 5.1%。

图 43：2019 年首都机场产能利用率已超负荷



资料来源：首都机场集团公告，中国民航局，浙商证券研究所

图 44：2007-2019 首都机场起降架次 CAGR 为 3.4%



资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

产能不足影响业务量增速。截至 2019 年底，首都机场、上海两场、白云机场分别有 3、4、2 座航站楼，分别有 3、6、3 条跑道。2008-2019 年，首都机场、上海两场、白云机场旅客吞吐量 CAGR 分别为 5.4%、8.2%、7.4%，均不如全国累计增速水平。在区域潜在需求规模基础上，产能供给水平对旅客吞吐量增速也有重要影响，我们认为这是近年来首都机场旅客吞吐量增速不如上海两场总额的主要原因。

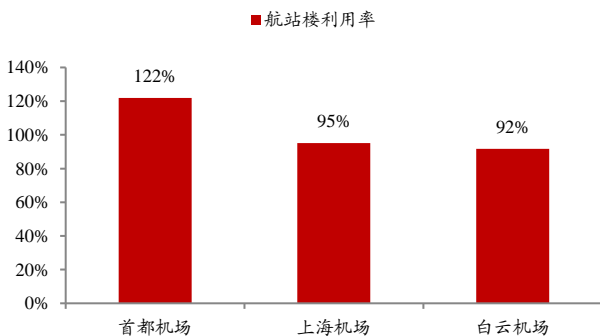
表 7：上市机场产能供给与旅客吞吐量增速有重要关系

	跑道		航站楼		旅客吞吐量 (万人次)	
	2008 初	2019 末	2008 初	2019 末	2019 年旅客吞吐量	2008-2019 复合增速
首都机场	2	3 (+1)	2	3 (+1)	10,001	5.4%
上海浦东、虹桥机场	3	6 (+3)	2	4 (+2)	12,179	8.2%
广州白云机场	2	3 (+1)	1	2 (+1)	7,338	7.4%
全国合计	-	-	-	-	135,000	11.5%

资料来源：各公司公告，中国民航局，浙商证券研究所

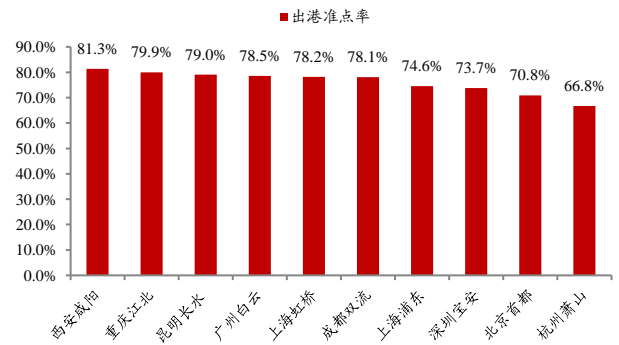
首都机场运营效率有望提升。2019 年，首都机场、上海机场、白云机场的航站楼利用率分别为 122%、95%、92%，出港航班准点率分别为 70.8%、74.6%、78.5%，两指标呈负相关。在转场期的 5 个航季中，首都机场时刻只出不进，根据高峰小时容量情况部分开展航班时刻结构优化调整工作，助其“减负”，运营效率将有所提升。

图 45：三大上市机场 2019 年航站楼负荷率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 46：2019 年中国机场旅客吞吐量 TOP10 出港航班准点率



资料来源：飞常准，浙商证券研究所

北京空域瓶颈有所缓解。根据北京日报，2019年10月10日，中国民航迎来史上最大范围的空域调整，北京终端管制区管辖空域面积扩大2倍，达到近3.5万平方公里；北京区域管制扇区数量由27个增至31个；预计到疫情影响消除后的1-2年内，北京终端区内日均起降航班达2900架次，成为全国最繁忙的终端管制区。2019年，首都机场日均起降航班约1628架次。在北京一市两场运行后，我们认为中期内北京空域将比调整前宽松。

3.3. 大兴机场分流有助于优化航网结构，长期负面影响有限

3.3.1. 错位竞争，首都机场仍把持多数优质客流

首都机场面向国际，大兴机场侧重国内，构成差异化竞争。北京两场被定位为“双枢纽”机场运营模式，但具体定位各有不同。2018年公布的《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》指出，北京大兴国际机场定位为大型国际航空枢纽和京津冀区域综合交通枢纽，北京首都国际机场定位成大型国际航空枢纽和亚太地区重要复合枢纽，两场可形成协调发展、适度竞争的国际“双枢纽”机场格局，推动京津冀机场建设成为世界机场群。

表 8：首都机场和大兴机场的定位具有差异性

	核心定位	区域定位
首都机场	国际航空枢纽	亚太地区重要复合枢纽，服务于首都核心功能
大兴机场	国际航空枢纽	京津冀区域综合交通枢纽

资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

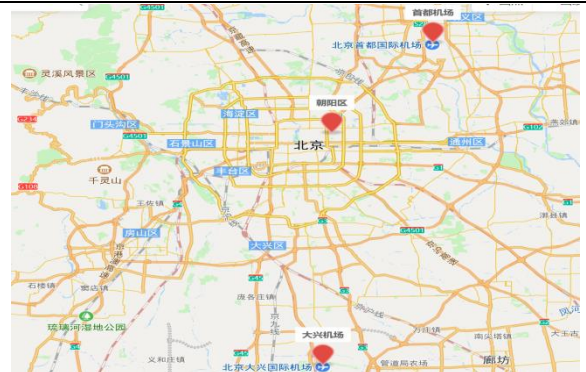
国内方面，首都机场具备市内区位优势，重点服务首都核心功能，旅客质量相对更高。在地理位置上，首都机场、大兴机场距离市中心天安门分别为25km、46km，而且首都机场距离北京市人口较密集的市区、尤其是聚集商务人士的朝阳区和海淀区更近，区位优势明显。首都机场覆盖常住人口接近大兴机场的2倍，并且交通网络更加完善、便捷，将拦截更多商务客。因此，在高客座率、高票价的京沪线等商务线上，首都机场相较大兴机场而言有着更大的优势，将把持更多优质客流。

图 47：北京两场地理位置



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图 48：首都机场在市内更具区位优势



资料来源：钉图，浙商证券研究所

表 9：首都机场凭借优越区位将把持多数商务优质客流

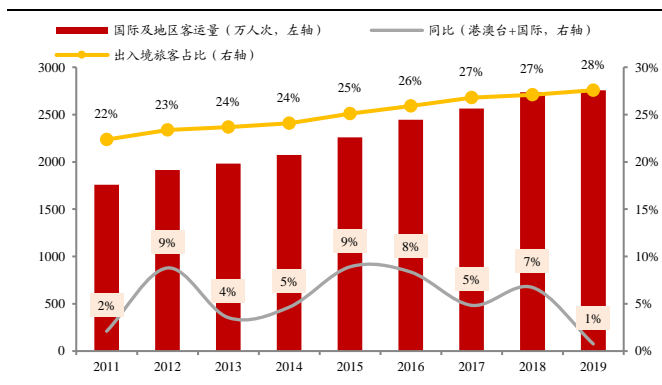
	距离较近的区县	2035 规划战略定位	2035 规划常住人口 (万人次)
首都机场	海淀	全国科技创新中心核心区, 服务保障中央政务功能的重要地区	313
	朝阳	国际一流的商务中心区, 创新引领的首都文化窗口区	333
	顺义	城乡协调的首都和谐宜居示范区	145
	平谷	服务首都的综合性物流口岸	57
	怀柔	服务国家对外交往的生态发展示范区	55
	密云	特色文化旅游休闲及创新发展示范区	63
	延庆	生态文明示范区	48
	昌平	全国科技创新中心重要组成部分和国际一流的科教新区	234
	通州	城市副中心	130
合计覆盖常住人口			1378
大兴机场	丰台	首都商务新区	195.5
	大兴	面向京津冀的协同发展示范区	220
	房山	科技金融创新转型发展示范区	143
	门头沟	京西特色历史文化旅游休闲区	42
	石景山	国家级产业转型发展示范区	55
	亦庄	战略性新兴产业基地及制造业转型升级示范区	87
合计覆盖常住人口			742.5

资料来源：北京市规划和自然资源委员会，北京日报，北京晚报，中国互联网信息中心，浙商证券研究所

3.3.2. 优化航网结构，凸显国际枢纽定位，提高收入质量

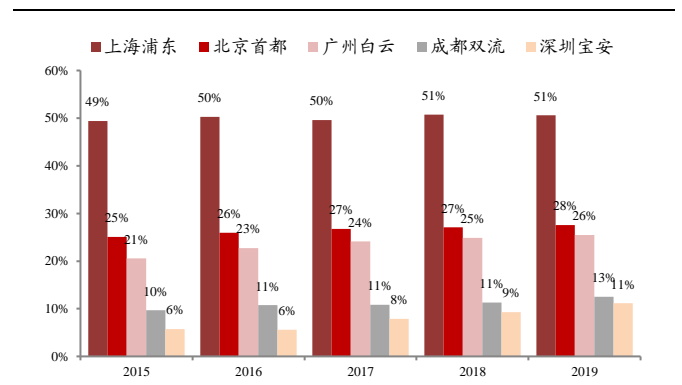
首都机场出入境旅客占比优化空间较大。2019 年，首都机场地区及国际旅客吞吐量 2757 万人次，同比增加 0.8%，占总旅客吞吐量的 27.6%，2007-2019 年出入境旅客吞吐量年复合增长率为 7.3%。在国际化方面，首都机场规模仅次于上海浦东机场，2019 年出入境旅客吞吐量占比约上海浦东机场的 1/2，还有较大空间可优化。

图 49：首都机场出入境旅客同比增速和占比



资料来源：中国民航局，公司公告，浙商证券研究所

图 50：2015-2019 年 TOP5 机场出入境旅客吞吐量占比



资料来源：中国民航局，公司公告，浙商证券研究所

未来首都机场更侧重于国际线建设，航网结构有望得以优化。《推进京津冀民航协同发展实施意见》提出，要优化首都机场航线网络结构，与大兴机场形成优势互补的“双枢纽”航线网络格局，进一步扩大国际航线网络覆盖面和通达性，合理引导国内中小机场通过区域枢纽与北京“双枢纽”机场衔接。当首都机场高峰小时容量在 62 架次/小时以下时，

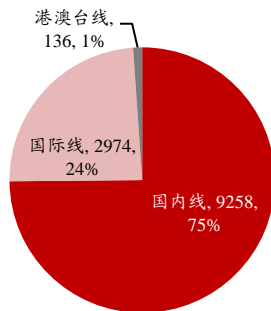
首都机场可在高峰小时标准范围内逐步调整，优化总比例原则上不超过现有时刻航班总量的 20%。

3.3.3. 国航留守主基地，对首都机场国际枢纽定位形成强有力支撑

中国国航是首都机场的主基地航司。19 夏秋航季（转场前），首都机场国内、港澳台、国际航班量分别为 9258、136、2974 班/周，分别占比 75%、1%、24%。该航季中，国航航班量占首都机场总量的 40.9%，首都机场相关航班量占国航总航班量的 32.0%，处于绝对优势地位，而东航、南航在首都机场分别占比 13.5%、16.4%。

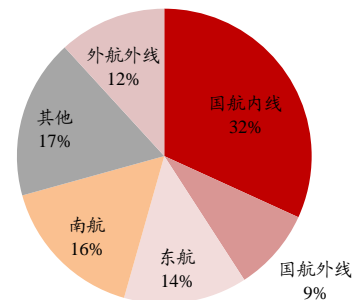
国航所在的星空联盟留守首都机场，东航（除部分京沪线外）所在的天合联盟、南航以及寰宇一家大部分航班转场大兴，对首都机场国际航线影响有限。20 冬春航季，南航在京所有航班已全部转场至大兴机场，比原计划提前 5 个月；东航除部分京沪线外，目前已转场 87%。19 夏秋航季，国航、东航、南航分别占首都机场航班量的 42.5%、16.2%、20.6%；内航外线方面，国航、东航、南航分别占首都机场航班量的 67.0%、11.4%、6.8%，整体来看，东航、南航国际航线仅占首都机场的 4.6%，影响有限。此外，星空联盟拥有 28 家正式会员，在三大联盟中位于榜首，在外航外线航班量中占比也具优势；而且外航并未被强制转场，仍可选择两场并行。因此，我们认为星空联盟以外的其他航司转场大兴，对首都机场的国际航线影响有限。

图 51：19 夏秋航季首都机场国内航班占 75%



资料来源：民航预先飞行管理计划，浙商证券研究所

图 52：19 夏秋航季国航航班量占首都机场的 41%



资料来源：民航预先飞行管理计划，浙商证券研究所

在国际航权资源配置指标体系中，国航具有较大优势，将对首都机场国际枢纽地位形成强有力支撑。在首都机场国际航线上，中国国航航班量占比近半，牢牢把握住北京市场的欧美洲际航线。2018 年，民航局发布《国际航权资源配置与使用管理办法》，明确了国际航权资源配置指标体系，包含消费者利益、枢纽发展、资源使用效率和企业运行品质四大类共 16 项指标。凭借在国际航线上长期的积累和领先优势，国航在评价体系中具备较大竞争力。2019 年 4 月，民航局公布一轮国际航权资源配置评分结果，在上海浦东-伦敦航线上，东航获批新增 7 个航班，国航获批新开 4 个航班，打破欧美航线“一线一企”旧规则，国航成为新配置体系的首家受益航司。

表 10：国际航权资源配置指标体系

指标类别	评估标准
消费者利益指标	始发地航点数、始发地航班量、目的地航点数、目的地航班量、目的国航点数、目的国航班量
枢纽发展指标	从基地航空公司、中转比重、枢纽地位、涉及国家及行业战略等政策扶持机场
资源使用效率	从二类国际航线航权使用率、二类国际航线平均每班座位数、二类国际航线平均每班运输量
企业运行品质	从公司原因事故征候万时率、公司原因航班不正常率、旅客投诉万分率

资料来源：中国民航局，浙商证券研究所

4. 业绩展望：特许经营委托管理费结构改善，非航盈利可期

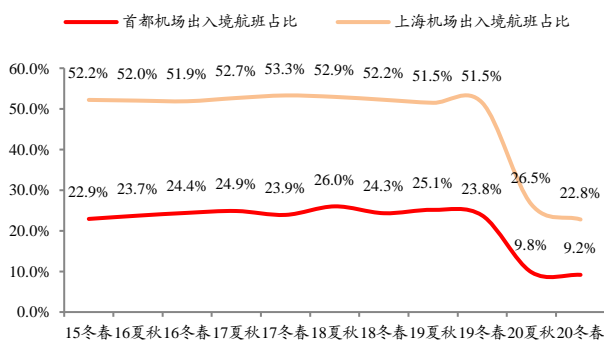
4.1. 收益端：航网结构优化提高收入质量

4.1.1. 航空性收入：高国际占比有助于优化收入结构

根据民航局发布的机场规划以及相关指引性文件，多次提及要促进首都机场国际旅客占比提高，进一步扩大国际航线网络覆盖面和通达性。国际旅客占比提高，既有利于提升单班次航空性收入，也有利于扩大非航空性收入潜在规模。

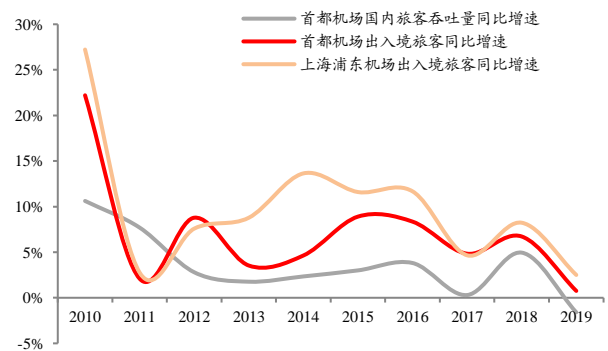
出入境旅客占比有望提高，收入结构有望优化。从时刻分布上，我们发现首都机场出入境航班占比和出入境旅客占比均约为上海机场的 1/2，我们认为这是首都机场出入境旅客占比低的供给端层面原因。在北京“一市两场”运行后，政府更侧重于推动首都机场向国际枢纽发展。结合转场留下部分闲置时刻资源，我们预计，在疫情影响基本消除后，首都机场的国际及地区时刻占比将明显提升，为出入境旅客占比提供增长空间，届时航网结构优化将提高收入质量。

图 53：首都机场国际及地区航班量不及上海机场 1/2



资料来源：民航预先飞行管理计划，浙商证券研究所

图 54：首都机场与浦东机场出入境旅客同比增速对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.1.2. 非航收入：王府井有望入局增添新动能，免税业务高增长可期

非航收入增速与国际旅客等高消费能力旅客占比相关性高。2019 年，免税业务收入占非航收入的 53.3%，免税、有税商业租赁、广告业务收入合计占比超过 90%，是支撑首都机场非航收入的主要动力。首都机场的非航空性收入项目与高消费能力的旅客量相关

性较高，尤其是免税销售额与出入境旅客量直接挂钩，因此，国际旅客占比越高、旅客消费能力越强，非航收入越高。

虽然疫情之下离岛免税强势扩张，但我们认为机场免税渠道的长期优势不减。2019年，机场免税渠道整体规模超过国内免税市场的50%。我们认为机场免税渠道本身具备难以替代的优势，主要基于：**1) 流量方面**，机场自身就是一个天然垄断的渠道，无需做任何广告和品牌营销，因此，机场获取流量的成本为0，这是机场相比于其他任何线上、线下渠道而言的一个无可比拟的优势。**2) 流量的质量方面**，进入机场的国际客流量已经自动被做了筛选，主要包括高端商务旅客、出入境旅游者，这些客流量普遍具有收入水平、中高端商品消费能力、旅游和休闲消费意愿均较高的特征。**3) 品牌方意愿方面**，机场国际客流量特征与大品牌的目标客户群重合度较高，因此，我们发现大品牌方对机场渠道也相当重视，在国际上一般首家免税店均会开在机场，且货品一般较新、较全，而品牌方的意愿是免税运营商考虑的重点。因此，对于免税运营商而言，机场店运营对品牌关系的维护和货品获得难易程度都大有裨益。

免税新招标增厚首都机场未来8年收益。2017年，中免和日上中国分别中标首都机场T2、T3航站楼免税经营权，合同期限8年，同年中免收购日上中国51%的股权，实际控制了整个首都机场的免税业务。具体条款上，T2、T3航站楼扣点率分别为47.5%、43.5%，较旧合同均有大幅提升。由于特许经营收入没有成本，因此，免税新合同拉动首都机场免税收入大幅增加，2018-2019年免税收入分别为27.7亿元、35.9亿元，同比分别增加83.2%、29.6%。

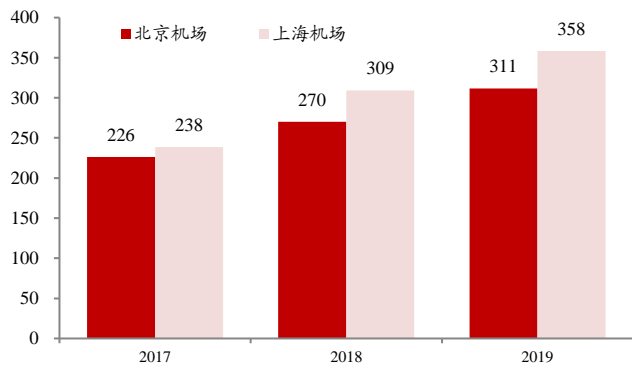
表 11：首都机场、大兴机场免税店中标信息

机场	区域	中标公司	合同期限	免税店面积（平米）	扣点率	首年保底经营费用（亿元）
首都机场	T2 航站楼	中免	2018.02-2026.02	进境 417，出境 3186	47.5%	8.3
	T3 航站楼	日上中国		进境 1939，出境 9461	43.5%	22
大兴机场	烟酒、食品	中免	2019-2028	1666	49%	2.3
	香化			3467	46%	4.16
	精品				20%	

资料来源：公司公告、采购与招标网、浙商证券研究所

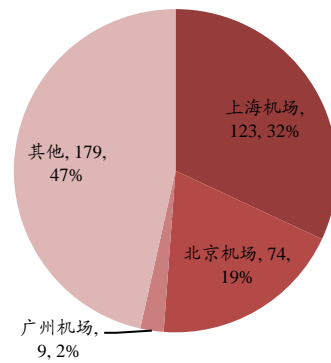
销售额方面，2019年，北京机场、上海机场、广州机场免税销售额分别为85.9亿元/+16%，151.5亿元/+23%，19亿元/+114%。2020H1，北京机场免税销售收入18.5亿元，同比下降57.6%，降幅大于上海机场，我们认为主要是因为北京机场免税店线上渠道占用跨境电商限额，发展规模远小于日上上海线上直邮。人均免税消费额方面，2019年，北京机场、上海机场人均免税销售额分别为311、358元，同比分别增加15.4%、15.8%。

图 55: 北京机场、上海机场人均免税销售额(元)



资料来源: 公司公告, DFE, 浙商证券研究所

图 56: 2018 年北京、上海、广州机场免税店销售额占境内市场规模比例

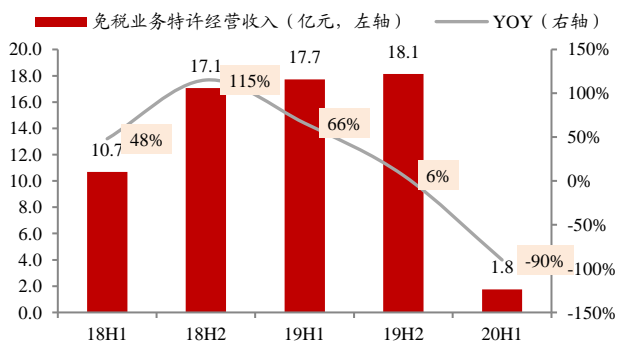


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2020 年免税保底租金或有所减免, 实际增量金额将在 Q4 一次性计入报表。20H1, 首都机场计入免税收入 1.76 亿元, 根据首都机场免税合同, 首年(2018)保底金额为 30.3 亿元, 且“每个合同年按经营区域所在航站楼国际旅客流量浮动调整年保底经营费”, 而 20H1 首都机场国际及地区旅客量下滑 79.3%, 因此, 首都机场基于谨慎原则未计入免税保底额。20Q3, 首都机场实现营业收入 8.8 亿元/-67.6%, 根据航空性收入拆分测算, 我们预计航空性收入 2.5 亿元, 倒算得非航收入 6.3 亿元, 而上半年非航收入 14.1 亿元, 所以, 我们预计首都机场 Q3 亦未计入免税保底。与此同时, 中免方已经计提机场免税保底租赁费, 因此, 我们认为机场方和中免方正在对具体比例进行审慎谈判, 而 2020 年度免税保底租金或在 Q4 一次性计入, 将有效提振全年利润。

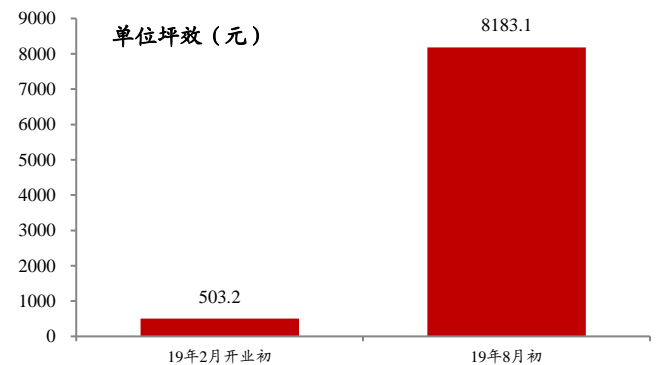
首都机场免税商业成熟度高, 在消费升级叠加消费回流趋势下, 存量市场仍有可持续内生成长空间。2019 年初, 首都机场 T2 八家香化概念店和 T3 十三家精品免税店开幕, 精品店面积达 1573 平米, 其中 Balenciaga、Saint Laurent 等热门品牌均为大陆机场渠道首家免税专营店, 优化和丰富了免税购物环境和商品品类, 也提升了首都机场免税商业的吸引力。根据中国民用航空杂志报道, T3 航站楼精品街东侧主打国际知名高端奢侈品牌, 7 家精品店共 813 平米, 自 19 年 2 月陆续开业至 8 月初, 销售额达 3732.2 万元, 月销售坪效由 2018 年同期的 503.2 元/平米提升至 8183.1 元/平米, 未来将成为新收入增长点。

图 57: 20Q1-3 首都机场未计入免税保底租金



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 58: T3 航站楼精品街东侧 7 家奢侈品店坪效快速提升



资料来源: 中国民用航空杂志, 浙商证券研究所

根据北京日报，北京是王府井免税业务的重点布局地区，机场免税店和市内店都将在京落地。2020年6月，王府井获得免税牌照；9月，在“65周年媒体沟通会”上，王府井方明确表态未来发展将由“有税+免税”双轮驱动，在免税业态方面全力推动项目落地，并将全面发展口岸免税、离岛免税和市内免税三种类型，其中重点布局北京市场，机场免税店和市内免税店都将在京落地。

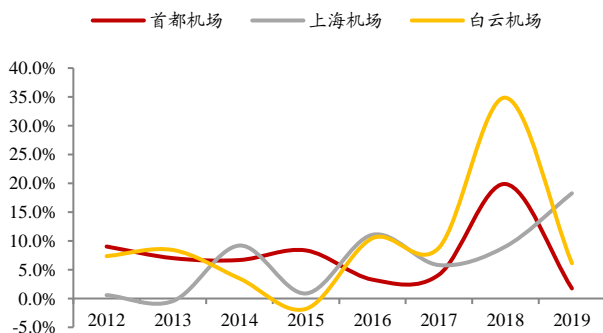
百货龙头王府井深耕北京，具备积累多年的品牌资源优势 and 运营管理经验，有望为首都机场免税注入新动能。王府井是首旅集团旗下骨干企业，国内最大的零售集团之一，公司业务涵盖了百货、购物中心、奥特莱斯等多种零售业态的组合，在品牌资源、供应渠道、运营管理等方面都具有较深积累，成功进驻首都机场后将为其注入新动能。

4.2. 成本端：成本管控初显成效，增速上市机场最低

通过开源节流、降本增效，公司成本管控初见成效。2019年，首都机场、上海机场、白云机场营业总成本分别为73.5亿元/+1.7%、54.1亿元/+18.3%、66.9亿元/+6.1%。从2012-2019年，首都机场、上海机场、白云机场营业成本CAGR分别为7.2%、7.5%、9.6%，其中首都机场成本增速最低，管控最佳。

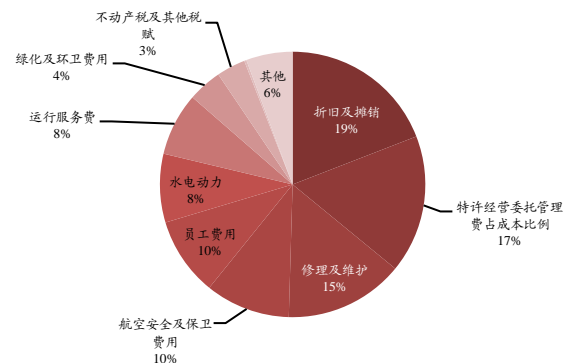
具体来看，2019年首都机场的营业成本中前三位是折旧及摊销、特许经营委托管理费、修理及维护费，分别为14.0、12.4、10.7亿元，同比分别增加2.6%、14.5%、3.0%，分别占比19%、17%、15%，主要是由于零售、餐饮和广告业务特许经营收入增长，使得按比例提取的委托管理费用相应大幅增加。

图 59：首都机场营业成本同比增速处于较低水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 60：2019 年首都机场营业成本构成

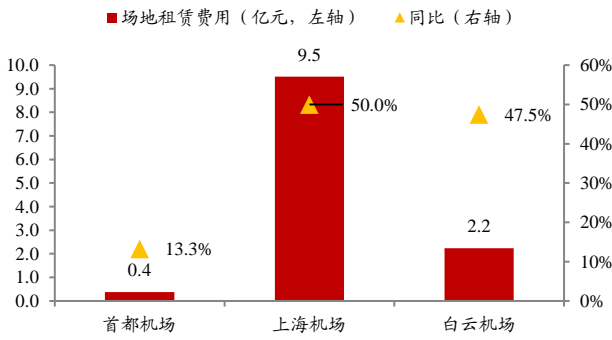


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

首都机场场地租赁成本同行最低，大幅减压。2019年，首都机场、上海机场、白云机场支付给母公司的场地租赁费分别为0.4亿元/0.0%、9.5亿元/+50.0%、2.2亿元/+47.5%，其中上海机场涨幅大是因为2019年土地租金翻倍至61元/平方米，白云机场三跑道租金是采取前低后高的收费标准。对比而言，首都机场近似于自有土地，基本无场地租赁压力。

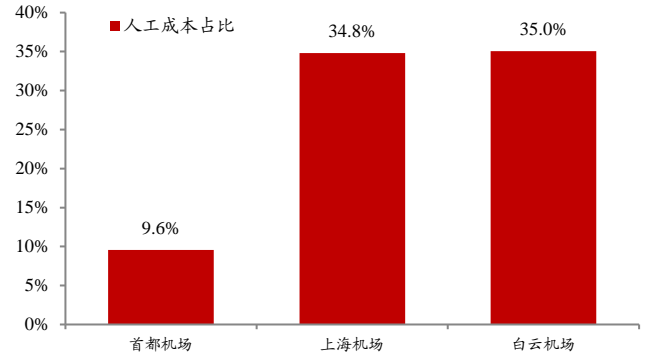
首都机场人工成本占比低。我们细拆成本构成后发现，2019年，首都机场、上海机场、白云机场人工成本占比分别为9.6%、34.8%、35.0%。由于机场行业重资产特性强，折旧等刚性成本一般占比较大，但人工成本往往增速最快，而首都机场能将人工成本压缩在10%的水平，不及上海、白云机场的1/3，体现了日常成本管理的科学性和精细化程度。

图 61：首都机场场地租赁成本上市机场最低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 62：首都机场人工成本占比处于较低水平

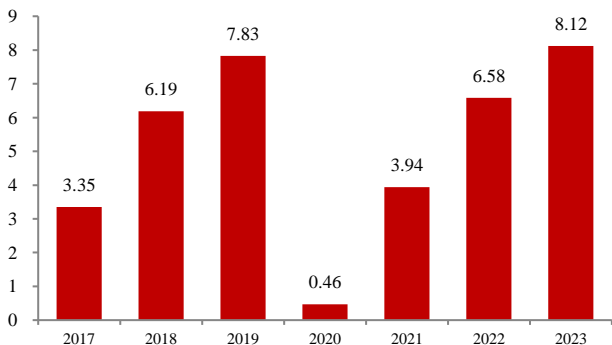


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.3. 特许经营委托管理收入分成比例下降

首都机场与母公司有大量的日常持续关联交易，其中特许经营委托管理协议对公司利润有一定程度的负面影响。在非航收入的主要来源免税、广告、餐饮特许经营业务上，首都机场多出一项比例较高的委托管理费用支出，所以首都机场该类收入增量计入利润的比例较上海机场、白云机场更低。2017 年底，公司与关联公司签订了 2018-2020 三年期的广告、餐饮、零售三大业务的特许经营委托管理协议，在以往基础分成的基础上，增加了增量分成模式，导致 2018 年特许经营委托管理费占成本的比例上升 3.9pct。

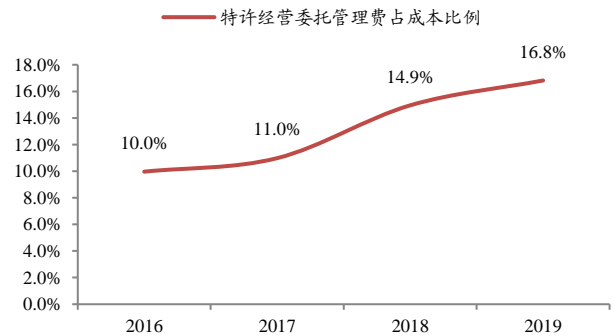
图 63：首都机场免税业务特许经营委托管理费用（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：2020 年为公司预计数据；2021-2023 年为当年上限值

图 64：2017-2019 首都机场特许经营管理费用占成本比例升高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

新一期免税业务委托管理合同取消增量分成制。2020 年 11 月 3 日，首都机场发布公告《国际零售业务委托管理合同持续关联交易》，2021-2023 年，公司就提供国际零售业务委托管理服务应付商贸公司的委托管理费用的计算方式：本公司当年国际零售经营收入总额*22%。该 3 年每年年度支付费用上限分别为 3.94、6.58、8.12 亿元。

首都机场免税收入分流比例下降，免税业务利润率有望上升。上一个合同期（2018-2020 年），首都机场的国际零售业务委托管理服务收费方式为：假设 2018、2019 年首都机场免税收入分别为 A、B，若 A>B，则委托管理费为 B*22%；若 A<B，则委托管理费

为 $A*22\%+B*60\%$ 。即本次新签的 3 年关联交易合同将增量部分的 60%取消，由于特许经营收入是没有对应成本的，所以，经此调整后，免税业务利润率有望明显上升。

广告、餐饮、国内零售业务新合同亦有望与免税合同保持一致变动。除免税以外，2018-2020 年的广告、餐饮、国内零售关联交易亦有类似增量分成合约。其中，广告业务比例是 25%+60%，餐饮业务比例 15.5%+60%，国内零售业务是上年租金贡献+新增租金*60%。适逢新一期合同签订期，结合免税业务委托管理服务收费取消增量分成的调节行为，我们认为其他特许经营委托管理业务亦有望同步调整，从而降低对公司利润和估值的负面影响。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 绝对估值

由于当前处于疫情期间，利润较正常年份有较大的偏差，因此，我们将根据其未来 10 年现金流情况对其价值做绝对估值。

关键假设：

(1) 业务量：北京的特殊地位使得防疫措施更为严格，导致首都机场业务量的恢复较国内其他机场有一定滞后。9 月，首都机场国际航班已恢复直航。根据当前海外疫情的发展趋势，以及考虑到 12 月海外疫苗大概率上市的因素，我们假设首都机场的业务量在 2025 年能够恢复至疫情前。

(2) 免税：2019 年，北京机场免税销售额 86 亿元/+16%；2020H1，机场线下免税受疫情影响，线上直邮规模受跨境电商限额影响，北京机场免税销售额 18.5 亿元/-57.6%。考虑到疫情影响的恢复，王府井正在推动机场免税落地北京，有望带来新免税增量，因此，我们保守假设 2025 年首都机场的总免税销售额能超过 100 亿元。

(3) 资本开支：假设在转场期间，首都机场进行局部维修、改扩建等工程，2021-2025 年间资本支出约 70 亿元。

表 12：首都机场 DCF 估值收入成本假设（单位：百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
核心假设											
旅客吞吐量（万人次）	3471	6991	8341	9070	9632	10061	10514	10927	11359	11623	11893
YOY	-65.3%	101.4%	19.3%	8.7%	6.2%	4.5%	4.5%	3.9%	3.9%	2.3%	2.3%
其中：国际占比	8.9%	18.6%	24.9%	27.5%	29.0%	30.0%	31.0%	31.6%	32.3%	32.5%	32.7%
收入成本指标											
收入合计	4197	7570	9484	10419	11083	11693	12413	12991	13618	14068	14563
YOY	-61.2%	80.4%	25.3%	9.9%	6.4%	5.5%	6.2%	4.7%	4.8%	3.3%	3.5%
航空服务收入	1344	2889	3498	3794	4028	4183	4404	4549	4700	4792	4922
YOY	-67.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其中：旅客服务费	576	1258	1583	1752	1882	1981	2110	2204	2301	2358	2417
YOY	-71.3%	118.3%	25.9%	10.7%	7.4%	5.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
飞机起降及相关费用	768	1631	1915	2042	2146	2202	2294	2346	2399	2434	2505
YOY	-63.1%	112.3%	17.4%	6.6%	5.1%	2.6%	4.2%	2.3%	2.3%	1.4%	2.9%
非航空性服务收入	2852	4681	5985	6625	7055	7509	8008	8442	8917	9277	9642
YOY	-57.6%	64.1%	27.9%	10.7%	6.5%	6.4%	6.6%	5.4%	5.6%	4.0%	3.9%
其中：免税	341	1755	3009	3707	3996	4304	4647	4917	5203	5365	5521
YOY	-90.5%	415.2%	71.4%	23.2%	7.8%	7.7%	8.0%	5.8%	5.8%	3.1%	2.9%
广告	1074	1128	1071	1125	1181	1240	1302	1367	1449	1536	1628
YOY	-7.0%	5.0%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
餐饮	167	251	263	277	290	305	322	339	360	381	404
YOY	-40%	50%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
其他	1270	1547	1642	1517	1587	1660	1737	1818	1905	1994	2088
YOY		21.8%	6.1%	-7.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%
营业成本合计	5987	6860	7364	7799	8114	8381	8560	8735	8899	8996	9103
YOY	-18.5%	14.6%	7.3%	5.9%	4.0%	3.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.1%	1.2%
折旧及摊销	1489	1459	1430	1430	1401	1387	1373	1373	1373	1360	1346
YOY	6.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%
特许经营委托管理费	356	776	1040	1209	1289	1373	1465	1543	1630	1688	1749
YOY	-71.2%	117.8%	34.0%	16.2%	6.6%	6.6%	6.7%	5.4%	5.6%	3.6%	3.6%
员工费用	492	591	620	639	658	671	685	698	712	719	727
YOY	-30.0%	20.0%	5.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%
其他成本	3650	4034	4274	4522	4766	4949	5037	5120	5183	5229	5281
YOY		10.5%	5.9%	5.8%	5.4%	3.8%	1.8%	1.6%	1.2%	0.9%	1.0%
净利润	-1372	600	1629	1981	2233	2484	2890	3192	3539	3804	4095
YOY		-143.7%	171.7%	21.6%	12.7%	11.2%	16.3%	10.5%	10.9%	7.5%	7.6%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 13: 首都机场 DCF 估值现金流假设 (单位: 百万元)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
净利润	-1372	600	1629	1981	2233	2484	2890	3192	3539	3804	4095
折旧	1489	1459	1430	1430	1401	1387	1373	1373	1373	1360	1346
资本开支	500	1500	2000	1500	1000	1000	600	600	600	600	600
营运资本增加	500	500	600	600	600	600	600	600	600	600	600
净现金流	-883	59	459	1311	2034	2271	3063	3366	3712	3964	4241

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

如下表, 在不同 WACC 和 2030 年永续现金流假设下, 我们对首都机场 DCF 估值做敏感性测算, 在中性假设 WACC9.2%, 永续增长 2%下, 得出首都机场合理价值 328 亿元, 对应股价为 7.16 元, 合港币 8.41 元 (港币: 人民币=1: 0.8517)。

表 14: WACC 重要假设

假设	数据	依据
D/V	28.16%	2019 年报资产负债表
E/V	71.84%	2019 年报资产负债表
市场收益率	9.0%	10 年沪深 300 平均收益率
无风险利率	2.55%	参照十年期国债收益率
Beta	1.49	参照 Wind 数据
权益资本成本	12.46%	
权益负债成本	2.15%	参照首都机场集团 2020 年度第一期超短期融资券利率
税率	25%	
WACC	9.2%	

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

表 15: 中性假设下首都机场 DCF 估值合理市值敏感性测算 (单位: 亿元)

合理市值	2030 年后永续增长假设		
WACC 假设	1%	2%	3%
8%	370	417	447
9%	308	340	360
9.2%	298	328	346
10%	261	283	297
11%	224	240	250

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

5.2. 相对估值

2018 年起, 在民航发展基金返还取消、特许经营委托管理协议引入增量分成制、大兴机场分流、新冠疫情影响出行需求等多重因素扰动下, 公司股价、估值双双下行。2020 年, 转场高峰期正撞新冠疫情, 我们认为这是影响持续时间有限的一次性冲击, 短期影响已充分在股价中体现。2020 年 11 月, 公司公告新一期 (2021-2023) 免税委托管理合同,

取消增量分成制,下调费用年度上限,调整幅度超市场预期,免税业务利润率有望明显提升。考虑到转场对首都机场国际旅客和商务客等高质量客流发展影响有限、机场免税业务具备可持续内生增长动力、特许经营委托管理收入分成比例下降,我们认为公司股价被低估,2021年或迎来股价、估值双重修复。

2020年遭遇疫情冲击,首都机场航空性业务和非航业务均受严重影响,为非正常运营年份。考虑到20Q3国内航班已经恢复,年底海外疫苗大概率上市,王府井机场免税店有望落地带来免税增量,2021年转场基本完成,因此我们假设2022年公司将基本恢复至疫情前正常经营状态。我们预计,首都机场2020-2022年EPS分别为-0.30、0.13、0.36元。当前首都机场的市值对应2022年PE估值13.9倍。考虑到疫情、转场的影响在股价上已充分体现,我们给予首都机场2022年20倍PE,对应股价8.45港元(按照港币:人民币=1:0.8517)。我们认为在DCF中性预测下(8.41港元),与相对估值下目标价相差不大,我们按照相对估值给首都机场估值,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 16: 首都机场 DCF 估值现金流假设 (单位: 百万元)

机场	2022 年归母净利润 (亿元)	当前市值 (亿元人民币)	2022 年 PE
上海机场	60.0	1463	24.4
白云机场	14.2	340	23.9
深圳机场	6.4	173	27.0
美兰空港 (H)	8.6	139	16.2
平均值			22.9
首都机场 (H)	16.4	227	13.9

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

6. 风险提示

- (1) 关联交易风险。公司与母公司存在大量关联交易,可能存在定价过高的风险。
- (2) 疫情恢复不及预期,影响业务量恢复。
- (3) 汇率波动风险。除支付部分中介费,偿还部分母公司债务及派发给部分H股股东的股息使用美元和港币,本公司的业务主要以人民币进行结算。人民币兑美元的汇率波动将会相应影响本公司的财务业绩。
- (4) 利率变动风险。利率调整将对公司的利息支出及业绩产生影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3159	1922	3229	5501
现金	1615	1042	1879	3852
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1349	651	1097	1383
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0
存货	118	157	180	193
其他	76	73	73	72
非流动资产	27479	32419	32423	30839
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	26051	30002	29885	28320
无形资产	1692	1692	1692	1692
在建工程	717	781	802	766
其他	0	0	45	61
资产总计	30637	34342	35652	36340
流动负债	3410	3963	3565	3682
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1259	1285	1447	1557
预收账款	148	49	99	121
其他	0	0	0	0
非流动负债	3972	3094	2224	1352
长期借款	2650	2170	1783	1381
其他	1322	924	441	29
负债合计	7382	7057	5788	5034
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	23130	20906	22176	23729
负债和股东权益	30637	34342	35652	36340
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3122	(11)	947	2256
净利润	2419	(1372)	600	1629
折旧摊销	1808	1316	1305	1473
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(1189)	189	(742)	(635)
其它	84	(144)	(216)	(211)
投资活动现金流	(545)	14	17	11
资本支出	0	0	4200	0
长期投资	0	0	0	0
其他	(545)	14	(4183)	11
筹资活动现金流	(1344)	(576)	(127)	(294)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1344)	(576)	(127)	(294)
现金净增加额	2848	1042	1879	3852

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10810	4197	7570	9484
营业成本	7350	5987	6860	7364
营业税金及附加	259	102	179	227
营业费用	86	-130	-198	-200
管理费用	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0
财务费用	86	-130	-198	-200
资产减值损失	-98	-51	-50	-66
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	14	17	11
其他经营收益	37	15	19	23
营业利润	4539	(1697)	796	2170
营业外收支	4	2	4	4
利润总额	3229	(1830)	800	2173
所得税	810	(458)	200	545
净利润	2419	(1372)	600	1629
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2419	(1372)	600	1629
EBITDA	5995	(458)	2002	3459
EPS (最新摊薄)	0.53	-0.3	0.13	0.36
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.05%	-61.18%	80.37%	25.28%
营业利润	-10.68%	-	-	172.70%
归属母公司净利润	-15.76%	-	-	171.70%
获利能力				
毛利率	44.26%	-42.66%	9.37%	22.35%
净利率	22.38%	-32.69%	7.92%	17.18%
ROE	10.46%	-6.56%	2.70%	6.86%
ROIC	8.68%	-5.72%	2.46%	6.49%
偿债能力				
资产负债率	32.52%	24.19%	25.24%	20.70%
净负债比率	31.92%	33.72%	24.69%	20.06%
流动比率	0.93	0.49	0.91	1.49
速动比率	0.41	0.25	0.53	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.14	0.27	0.33
应收帐款周转率	8	5	8	9
应付帐款周转率	1.16	1.08	1.28	1.25
每股指标(元)				
每股收益	0.53	-0.30	0.13	0.36
每股经营现金	0.68	0.00	0.21	0.49
每股净资产	5.05	4.57	5.12	5.48
估值比率				
P/E	9.33	-16.46	37.66	13.86
P/B	0.98	1.08	0.96	0.90
EV/EBITDA	4.46	-58.40	13.36	7.73

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>