

推荐 (维持)

国内机场上市企业资产和业务独立性分析

2019年11月27日

重点公司

重点公司	18A	19E	评级
白云机场	0.55	0.39	审慎增持
上海机场	2.20	2.72	审慎增持
深圳机场	0.33	0.33	买入
首都机场	0.66	0.53	未评级

相关报告

《上海机场: 高处仍水阔——十年复盘及展望》2019-09-01

《供给侧视角下的机场免税空间——日上和韩国免税发展经验分析》2019-07-18

《白云机场深度报告: 亿级枢纽牛回头, 白云扬帆龙见真》2019-01-15

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

- **从资产-业务角度, 分析机场盈利的影响因素。**近年来, 随着出境游和免税业务的蓬勃发展, 枢纽机场盈利能力大幅提升, 但与此同时, 关联交易对上市机场盈利的影响也更受关注。由于国内机场均是由母公司剥离部分资产上市, 加上土地使用权问题, 上市公司在业务分割(部分高毛利业务流向集团或者上市公司未能及时剥离低毛利业务)、关联交易(关联交易在成本中占比高)上都与母公司存在千丝万缕的联系, 本文试图从资产-业务的线索出发, 厘清机场盈利的影响因素。
- **上市公司的土地资产对集团依赖程度较高。**从国内上市公司的情况来看, 航站楼及跑道等建筑设施多为上市公司自有, 但涉及土地资产时, 则对集团等依赖程度较高。由于机场土地多为划拨地, 变更土地使用权难度大、成本高, 因此, 实践中较少采用资产注入的方式解决土地资产问题。上市公司向集团支付租金租赁资产是另一种常见的做法, 这种方式的优点在于可以减轻上市的短期资金压力, 同时也可规避部分税费支出。但由于机场占地面积较大、股份公司向集团等租赁资产和土地规模较大, 关联承租费用已经成为了上市公司成本中的重要组成部分, 2018年上海机场场地和资产关联租赁费用已经在营业总成本中占比超过15%, 白云机场、深圳机场和首都机场关联承租费用占比大致在5%左右。
- **业务结构和经营模式对机场盈利的影响越来越突出。**国内机场由于资产分散和民航出于安全、公平竞争等的施加限制, 以及业务分割时特定的历史环境, 经营业务尤其是非航业务的独立性也受到了一定影响。上海机场业务结构相对清晰, 上市公司参与低毛利业务较少, 同时通过特许经营模式在商业尤其高毛利的免税业务上优势突出。白云机场T2航站楼投产前, 免税采用“自营+特许中免经营”模式, 运营专业性和积极性受限, 免税客单价大幅其他枢纽机场。与此同时, 白云机场体内虽然包含了大量其他非航收入, 但其低毛利特征影响公司整理利润率。首都机场收入结构清晰, 但在运营中采用委托经营或成本外包的模式, 导致其关联交易成本占比远高于行业平均, 也影响了利润率。
- **资产独立性难以彻底解决, 关注关联交易约束机制和专业化运营能力。**随着经济增长、土地资源的增值和新建工程中各项成本的快速提升, 在土地政策不发生大幅变动的前提下, 机场要增强资产尤其是土地资产的完整性的成本和难度都将与日剧增。在当前时点, 从提高机场盈利和保障股东利益的角度出发, 一方面机场需丰富业务和资产的运营模式, 通过专业化运营降低成本、提高盈利能力, 另一方面, 由于机场运营的特点导致其资产完整性天然较弱, 需对关联交易做出更加严格的限制。但是, 从发展的角度来看, 随着非航业务尤其是免税业务在机场收入和利润中占比的提升, 机场业务选择和经营模式的重要性日益凸显, 通过发展壮大非航业务规模、提升盈利能力也将降低关联交易对上市公司利润的影响。

风险提示: 经济增长失速; 政策变化超预期; 民航需求增长低于预期; 时刻放量低预期; 空难、疾病等不确定性事件

团队成员:

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



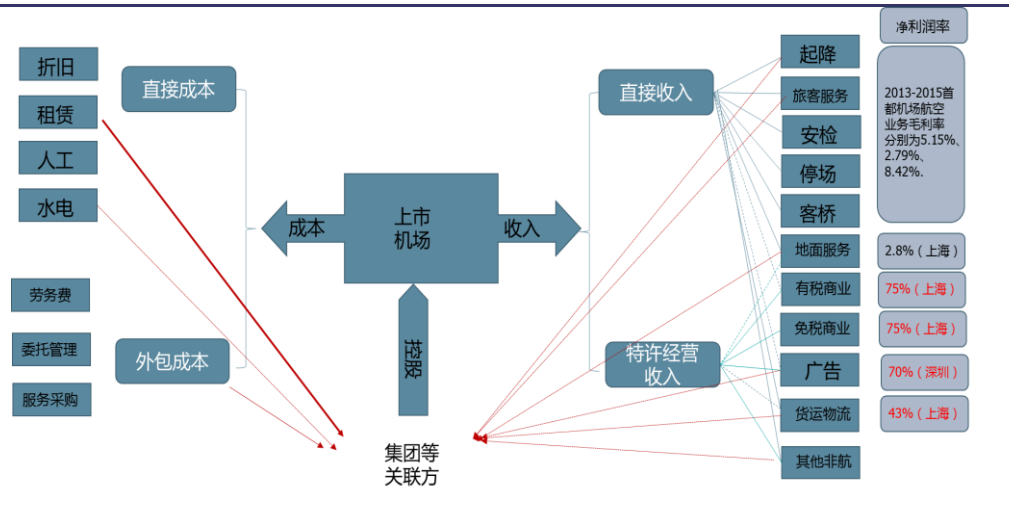
目 录

1、机场资产现状：对集团土地资产依赖程度较高.....	- 3 -
2、土地使用权和经营权的分割：资产注入难度较大.....	- 4 -
2.1 土地使用权现状：划拨用地+分割使用，产权变更难度大	- 4 -
2.2 应对方案：资产注入和关联租赁	- 5 -
3、业务结构和经营模式对机场盈利的影响越来越突出.....	- 10 -
3.1 上海机场：业务结构清晰，高毛利免税业务优势突出.....	- 11 -
3.2 首都机场：高度外包，关联成本占比较高.....	- 13 -
4、展望	- 14 -
图 1、机场关联交易框架	- 3 -
图 2、上海机场关联承租成本变化	- 7 -
图 3、白云机场关联承租成本变化	- 7 -
图 4、深圳机场关联承租成本变化	- 7 -
图 5、首都机场关联承租成本变化	- 7 -
图 6、白云机场收入成本拆分（2018，百万元）	- 11 -
图 7、上海机场收入成本拆分（2018，百万元）	- 11 -
表 1：上海机场主要设施情况	- 4 -
表 2：白云机场主要设施情况	- 4 -
表 3：深圳机场主要设施情况	- 4 -
表 4：首都机场主要设施情况	- 4 -
表 5：首都机场向母公司收购资产及土地使用权情况.....	- 6 -
表 6：深圳机场向集团收购土地使用权评估情况.....	- 6 -
表 7：白云机场与深圳机场与集团公司收入分成的主要内容.....	- 8 -
表 8：机场主要场地及航空性资产租赁情况	- 8 -
表 9：主要土地定价方法	- 10 -
表 10：机场功能区经济特性差异表	- 10 -
表 11：2017 年北上广深机场商业收入分解.....	- 11 -
表 12：国内主要枢纽机场业务经营分类	- 12 -
表 13：枢纽机场主要业务模式	- 13 -
表 14：首都机场成本关联较多、增长较快	- 13 -
表 15：机场采购母公司及其附属公司的服务（百万）	- 14 -
表 16：关联交易在机场成本中占比较高，上海机场占比相对较低（2018 年） ...	- 14 -
表 17：业务模式、关联交易对枢纽机场主要影响.....	- 15 -
表 18：枢纽机场盈利预测及估值	- 15 -

报告正文

近年来，随着出境游和免税业务的蓬勃发展，枢纽机场盈利能力大幅提升，但与此同时，关联交易对上市机场盈利的影响也更受关注。由于国内机场均是由母公司剥离部分资产上市，加上土地使用权问题，上市公司在业务分割（部分高毛利业务流向集团或者上市公司未能及时剥离低毛利业务）、关联交易（关联交易在成本中占比高）上都与母公司存在千丝万缕的联系，公司治理的独立性有限，一定程度限制了上市机场盈利能力的提升。本文试图从资产-业务的线索出发，厘清机场盈利的影响因素。

图 1、机场关联交易框架



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

1、机场资产现状：对集团土地资产依赖程度较高

机场主要资产：航站楼、跑道、土地和其他飞行资产。机场是民航运营中的重要一环，现代机场是有包括机场空中交通管理设施、应急消防救援设施、机场保安设施、旅客服务设施等在内的多种设施构成的复杂系统。从资产的角度看，机场的复杂功能主要由航站楼、跑道、停机坪、塔台及其占用的土地资产来承载。

上市公司的土地资产对集团依赖程度较高。从国内上市公司的情况来看，航站楼及跑道等建筑设施多为上市公司自有，但涉及土地资产时，则对集团等依赖程度较高。

表 1: 上海机场主要设施情况

设施	建筑设施	土地	投产时间	设施	建筑设施	土地	投产时间	资产情况
T1 航站楼	资产置换		1999 年	一跑道	资产置换		1999 年	拟置入资产 (含航油公司 40% 股权) 的评估值约为人民币 25 亿元
				二跑道	自有	租赁	2005 年 3 月	跑道及停机坪原值增加 15 亿
T2 航站楼	自有	租赁	2008 年 3 月	三跑道	自有	租赁	2008 年 3 月	当年增加固定资产原值 97 亿, 房屋及建筑物 60 亿, 跑道及停机坪 18 亿
				四跑道	租赁	租赁	2015 年 3 月	
				五跑道	集团所有			
S1S2	自有	租赁	2019 年 9 月					原计划资本开支 160 亿, 三季度转固 116 亿元

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2: 白云机场主要设施情况

设施	建筑设施	土地	投产时间	设施	建筑设施	土地	投产时间	资产情况
T1 航站楼	自有	租赁	2004 年 8 月	一跑道	自有	租赁	2004 年 8 月	2004 年合计增加
				二跑道	自有	租赁	2004 年 8 月	固定资产原值 57 亿元
				三跑道	自有	租赁	2015 年 2 月	2015 年合计增加
T2 航站楼	自有	租赁	2018 年 4 月					2018 年合计增加
								固定资产原值 147 亿元

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 3: 深圳机场主要设施情况

设施	建筑设施	土地	投产时间	设施	建筑设施	土地	投产时间	资产情况
				一跑道	自有	租赁	1991 年	
				二跑道	集团所有, 公司租赁		2011 年 7 月	以收入分成体现租赁成本
T3 航站楼	自有	租赁	2013 年 11 月					2013 年合计增加账面原值 71 亿元

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 4: 首都机场主要设施情况

设施	建筑设施	土地	投产时间	设施	建筑设施	土地	投产时间	资产情况	长期租赁
T1 航站楼	自有	自有	1982 年 1 月	一跑道	自有	租赁	1958 年建成, 后经历次延长	1 号航站楼土地使用权原值 0.44 亿元	公司分别于 1999、2008 年与集团签订长期土地租赁合同
T2 航站楼	自有	自有	1999 年 11 月	二跑道	自有	租赁		2 号航站楼土地使用权原值 1.4 亿元	
T3 航站楼	自有	收购+长期租赁	2008 年 2 月	三跑道	自有	租赁	2008 年 10 月	2008 年增加房屋及建筑物净值 334 亿元, 土地使用权净值 5.4 亿元	

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、土地使用权和经营权的分割: 资产注入难度较大

2.1 土地使用权现状: 划拨用地+分割使用, 产权变更难度大

在当前我国的土地使用和管理体系下, 机场用地的管理相对严格, 尤其是随着土地市场化推进, 有偿取得土地使用权已是大势所趋, 变更机场用地使用权难度较大。民用机场候机楼与跑道等基础设施用地性质大多为“划拨土地”, 民用机场划

拨土地的取得在法律上是一种无偿行为，“无偿”是指取得土地使用权无需支付土地价格，无需缴纳土地出让金，而不是免缴纳任何费用，在现实情况中，绝大多数机场在新建与扩建时，需要对拟征用土地上的建筑物、构筑物、农田进行赔偿，缴纳相关的补偿与安置费用后才能取得土地的使用权。国家法律规定了划拨土地使用权不可以转让、出租、抵押，机场划拨土地如果不改变其划拨的性质，仅限于作为保障航班运行的公益用途，机场仅能将这些土地留作自用而不能对其进行处置。因此，如果集团公司将土地直接转让给股份公司，就涉及“划拨土地转为出让土地的问题”，划拨土地必须先办理出让手续，缴纳土地出让金转化为出让土地后，才能进行市场化处置（转让、租赁和抵押），同时转让双方也许缴纳各种税费，考虑到机场用地面积一般较大，这种方式必将大幅增加机场的运营成本。

此外，机场土地用途多、差异性大，一般大中型民用机场区域内，宗地用途有商业用地、工业用地，也可能有居住用地，土地使用权来源也十分复杂，上述飞行区、空管设施等可以划拨或租赁方式取得，航站楼、办公楼、货运仓库等经营性用途的一般需以出让方式取得，进一步加大了变更机场用地使用权的难度。这一问题是随着民航的发展和改革而长期存在的：（1）80年代开始的第一次民航行业改革中，按照走企业化道路的要求，民航划归国务院领导，民航机场区域的土地使用权及其地上建设物的所有权统一由当时的机场管理机构民航局拥有，当时机场土地使用权人只有民航局，土地使用权是统一的，民用机场的土地由机场管理机构统一规划管理，任何单位和个人都不得侵占。机场管理机构应当根据民航局批准的机场总体规划，提出用地计划，按照国家规定办理审批手续。（2）1987年开始的第二轮改革中，将航空公司、机场管理机构、空中交通管制、航空油料从原来所属的行政部门中分离出来，分离时土地使用权随各单位的固定资产及业务一并划分，因此初步形成了机场范围内的土地使用权分割的局面，但在法律层面上，机场管理机构仍然具有完整的土地使用权。（3）在2002年开始的第三轮民航改革中，按照国务院、国土资源部文件，民航总局对民用机场用地按各驻场单位的用地现状予以划分并确权，机场区域内各驻场单位使用的国有土地（包括工作区、生活区的空地和规划用地），由民航地区管理局组织机场管理机构及各驻场单位进行划分并分别依法办理土地使用权证，从而基本形成了目前机场土地分割使用的状况。

2.2 应对方案：资产注入和关联租赁

2.2.1 集团向上市公司注入资产，提高上市公司资产完整性

以首都机场为例，2008年1月，首都机场为缓解营运压力，用269亿元收购了母公司首都机场集团部分资产，主要包括首都机场飞行区资产、三号航站楼、三号航站楼相关资产、机场范围内道路、捷运系统、商业面积及其他相关项目、三号航站楼及配套建筑物所在土地使用权及有关债务；2015年向母公司收购三号航站楼D区及配套资产，转让金额为人民币21.77亿元；于2018年7月3日，与母公司订立GTC资产（地面交通中心、其相关设施、土地及其相应的土地使用权）转

让协议，公司就收购事项应付母公司的最高对价估计约为人民币 45 亿元。

表 5: 首都机场向母公司收购资产及土地使用权情况

时间	收购资产	收购金额 (亿元)	土地账面价值 (2018 年 12 月 31 日)	土地状态
2008 年	首都机场飞行区资产、三号航站楼、三号航站楼相关资产、机场范围内道路、捷运系统、商业面积及其他相关项目、三号航站楼及配套建筑物所在土地使用权及有关债务	269 亿元	4.37 亿元	母公司正在向北京国土资源管理部门办理该土地使用权证并将该土地使用权证过户给本公司
2015 年	三号航站楼 D 区及配套资产	21.77 亿元	4.59 亿元	母公司正在向北京国土资源管理部门办理该土地使用权证并将该土地使用权证过户给本公司
2018 年	GTC 资产 (地面交通中心、其相关设施、土地及其相应的土地使用权)	不超过 45 亿元	21.93 亿元	母公司正在向北京国土资源管理部门办理该土地使用权证并将该土地使用权证过户给本公司

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

集团也可以增资扩股方式将土地资产注入股份公司。采用此种方式一般是因为股份公司在自身发展过程中, 因为改、扩建需要大量建设资金, 而股份公司仅靠自身的财力又无法满足资金需求, 需要集团公司以土地等实物投入, 同时股份公司其他股东按照股比以现金方式等比例向股份公司注入资金。采用增资扩股的方式一方面可以保障集团的控股地位, 另一方面, 这种形式虽然同样需要将划拨土地变更为出让土地, 缴纳土地出让金后再注入到股份公司, 但根据财政部门的相关规定可以减免一定的税费, 但是需求获得中小股东和监管部门的认可。2008 年深圳机场集团曾以这种形式向机场注入部分飞行区资产及土地使用权: 机场向集团发行股份购买机场集团拥有的飞行区资产 (包括跑道和滑行道资产、A 号候机楼停机坪资产、B 号候机楼停机坪资产及土地使用权、货站停机坪资产及土地使用权、相关助航设备和设施)、航站楼停车场及站前交通设施、深圳市机场物流园发展有限公司 30% 的股权以及相关土地使用权。本次收购涉及飞行区、物流园公司资产涉及 B 号候机楼停机坪用地、货站停 29 机坪用地、国内货运村用地等 3 块土地的使用权的收购, 3 块土地采用“基准地价系数修正法”、“成本逼近法”、“剩余法”等方法综合评估, 总地价为 2.8 亿元。

表 6: 深圳机场向集团收购土地使用权评估情况

地块	评估方法	评估结果
B 号候机楼停机坪用地	“基准地价系数修正法”和“成本逼近法”	用地面积为 18.4 万平方米, 在估价设定用途、开发程度及假设的土地使用年限等条件下, 于估价基准日的土地使用权市场价值为单位土地面积地价 605 元 /m ² , 总地价为 1.11 亿元。
货站停机坪用地		停机坪用地面积为 28.2 万平方米, 在估价设定用途、开发程度及假设的土地使用年限等条件下, 于估价基准日的土地使用权市场价值为单位土地面积地价 605 元/m ² , 总地价为 605 元/m ² , 总地价为 1.71 亿元。
福永街道 A201-0039 号国内货运村用地	“基准地价系数修正法”和“剩余法 (收益法)”对	用地面积为 3.89 万平方米, 在估价设定用途、开发程度及假设的土地使用年限等条件下, 即分别给予“基准地价系数修正法”求得的地价以 30% 的权重, 给予“剩余法”求得的地价以 70% 的权重确定估价对象价值。于估价基准日的土地使用权市场价值为单位土地面积地价 1010 元/m ² , 总地价为 0.39 亿元。

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2 关联租赁和收入分成

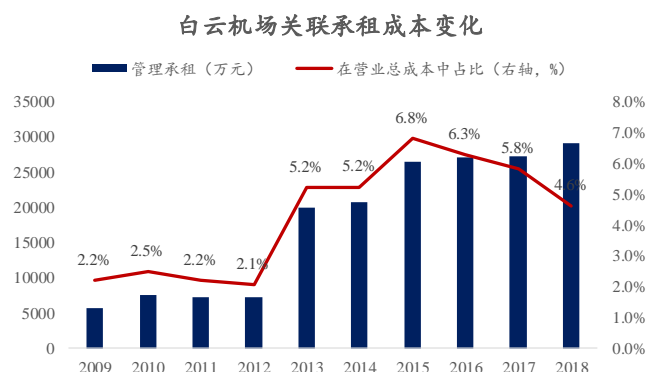
上市公司向集团支付租金租赁资产是另一种常见的做法，这种方式的优点在于可以减轻上市公司的短期资金压力，同时也可规避部分税费支出。但由于机场占地面积大、股份公司向集团等租赁资产和土地规模大，关联承租费用已经成为了上市公司成本中的重要组成部分，2018年上海机场场地和资产关联租赁费用已经在营业总成本中占比超过15%，白云机场、深圳机场和首都机场关联承租费用占比大致在5%左右。

图 2、上海机场关联承租成本变化



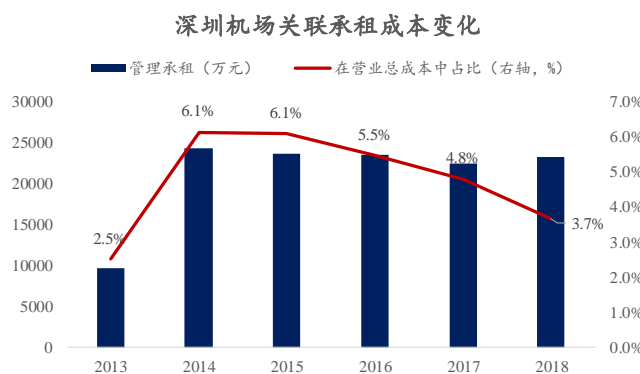
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、白云机场关联承租成本变化



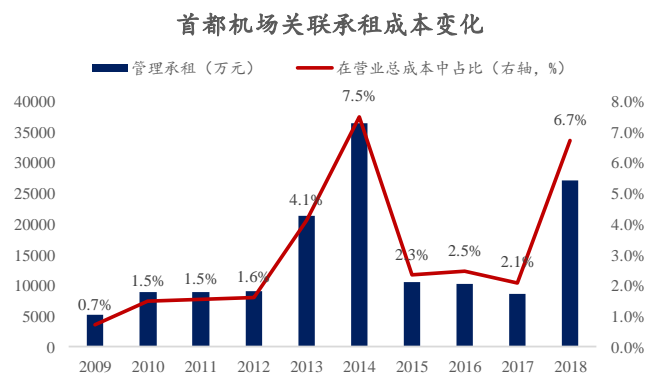
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、深圳机场关联承租成本变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、首都机场关联承租成本变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收入分成也是股份公司向集团支付租金的一种重要形式。白云机场和深圳机场是收入分成的典型代表，由于飞行区资产的不完整，上市公司与机场就部分航空型收入进行分成，这种“资产付费形式”一方面考虑机场航空业务的公益性，另一方面也考虑随着时间的推移资产利用率的升值。

表 7: 白云机场与深圳机场与集团公司收入分成的主要内容

机场	收入分成内容	2018 年收入分成金额	占营业收入比重
白云机场	旅客服务费由集团公司占 15%、股份公司占 85% (2007 年股份公司收购部分飞行区资产集团分成比例大幅降低); 公司向美国联邦快递航空公司收取的起降费 (包括夜航附加费) 由集团公司占 30%、本公司占 70%; 停车场费由集团公司占 100%。	2018 年旅客服务费分成 1.19 亿元	1.5%
深圳机场	根据 2008 年 1 月 31 日本公司与机场集团签订的《发行股份购买资产协议》, 于协议生效的次月 (2008 年 2 月) 起, 按照如下比例分配航空主业收入: 1) 旅客过港服务费由本公司占 95%、机场集团占 5%调整为本公司占 100%; 2) 起降费 (含第一、第二跑道) 按如下方式划分: ① 第二条跑道投入使用 (2011 年) 后第二个年度以前 (含 2012 年), 两条跑道每年的起降费本公司占 90%、机场集团占 10%。 ② 第二条跑道投入使用后第三个年度 (2013 年度) 开始, 两条跑道的起降费分成在 90% 的基础上每年下降 5%, 直至降至 60% 为止。	2018 年公司代机场集团向各航空公司结算飞机起降费收入为 1.58 亿元	4.4%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 8: 机场主要场地及航空性资产租赁情况

机场	主要租赁内容	定价方法/租金调整方式
上海机场	(1) 二跑道、三跑道、四跑道 (含主体工程)、航站区、T2 航站楼、卫星厅等 43 幅地块, 面积 1559 万平方米	收益法, 2018 年场地租赁费 6.34 亿元, 2019 年预计为 9.46 亿元。
	(2) 浦东机场当局楼等 8 项房屋资产, 建筑面积 27 万平方米	收益法, 2018 年资产租赁费 0.67 亿元, 2019 年预计为 1.01 亿元。
白云机场	(1) 北滑行道系统及设备、东南站坪及设备、A3B3 站坪及设备、A4BA 站坪及设备、公务机坪改造及设备 (《广东省机场管理集团有限公司与广州白云国际机场股份有限公司资产租赁合同》)	租赁期限自 2014 年 1 月 1 日至 2033 年 12 月 31 日止。租赁资产的年租金为 6504 万/年, 合同总金额 13.01 亿元。
	(2) 广州白云国际机场三跑道 166 万平方米土地 (《广东省机场管理集团有限公司与广州白云国际机场股份有限公司之三跑道土地使用权租赁合同》)	租赁期限自 2015 年 2 月 5 日至 2023 年 2 月 4 日止。其中前 4 年年租金为 6272 万/年, 第 5 年年租金为 7432 万/年, 第 6 年年租金为 10432 万/年, 第 7 年年租金为 12152 万/年, 第 8 年年租金为 13872 万/年, 合同总金额 68976 万元。
	(3) 广州白云国际机场飞行区、航站区和工作区合计 528 万平方米的土地 (《广东省机场管理集团有限公司与广州白云国际机场股份有限公司之一期用地 (不含跑道用地) 土地使用权租赁合同》)	租赁期限自 2014 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日止。其中 2014 年租金 7175 万元, 2015 年至 2021 年的租金按以下方式确认: (1) 飞行区: 按照股份公司上年起降服务收入年度同比增长率的 80% 调整 ; (2) 工作区、航站区: 按上年度旅客吞吐量变动率的 50% 调整 。
	(3) 广州白云国际机场飞行区用地 (含停机坪) 共约 372 万平方米 (《广东省机场管理集团有限公司与广州白云国际机场股份有限公司土地使用权租赁合同》)	租赁期限自 2007 年 8 月 5 日至 2027 年 8 月 5 日止。股份公司租赁使用飞行区用地土地使用权的价格为人民币 2000 万元/年 (折合 5.4 元/平方米/年), 自第五年开始, 按股份公司上年起降服务收入年度同比增长率的 80% 调增 。
(4) 广州白云国际机场二号航站楼及其机坪用地 1439 万平方米 (《广东省机场管理集团有限公司与广州白云国际机场股份有限公司之二号航站楼及其机坪用地土地租	租赁期限为 8 年, 运营前两年, 二号航站楼用地 (55.7 万平方米) 的租金参照《一期用地 (不含跑道用地) 土地使用权租赁合同》中白云机场航站区用地价格确定, 二	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	赁合同》)	号航站楼机坪用地(59.4万平方米)的租金参照2007年8月5日双方签订的《土地使用权租赁合同》中白云机场跑道用地价格确定;正式运营后第三年1月1日起,二号航站楼租金按上年度旅客吞吐量变动率的50%调整,二号航站楼机坪租金按股份公司上年起降服务收入年度同比增长率的80%调整。
深圳机场	(1) 位于新航站楼的新航站区用地,土地面积约55.67万平方米;飞行区站坪及东航站区配套设施用地,土地面积约184.04万平米	新航站区用地租赁价格5元/平方米/月;飞行区站坪及东航站区配套设施用地租赁价格5元/平方米/年,2018年度向机场集团公司支付该项租金4,058万元,预计2019年度该项费用为4058万元。
	(3) 深圳机场内国际货站二期48,277平米的场地	2018年度支付的土地使用费为276万元,预计2019年度该项费用为276万元。
	(3) A号航站楼北侧远机位(4个机位,3D1E)和位于深圳航空公司停机坪南侧机位(12个机位,6D6E)南北停机坪场地总占地面积为323,703平方米	2018年度支付的该项租赁费为2,190万元,预计2019年度该项费用为1,082万元。
	(5) T3扩建工程除二跑道以外的站坪工程涉及的停机坪机位及场地	2018支付该项租金11,381万元,预计2019年度该项费用为11,381万元
首都机场	(1) 公司与母公司于2006年10月26日签订《飞行区用地租赁协议》,向母公司租用飞行区用地,有效期自北京市国土资源局批准根据飞行区用地租赁协议拟进行的交易之日起计为期20年,可应本公司要求根据当时适用的中国法律按相同的条款和条件续期20年,并可根据当时适用的中国法律按相同的条款和条件再续期10年。	2018年租赁费为2800万元
	(2) 本公司与母公司于2018年1月9日签订《物业租赁框架协议》,据此,本公司同意向母公司租赁若干物业,包括但不限于ITC物业及武警物业,有效期自2018年1月10日至2020年12月31日。	2018年租赁费为1211.6万元
	(3) 公司与母公司于1991年11月16日签订《租赁协议》,向母公司租用跑道、机坪、停车场的土地使用权。跑道和机坪土地使用权的租赁期限为50年,停车场的土地使用权的租赁期限为40年。	2018年租赁费为991.5万元
	(4) 公司与母公司于2017年12月20日订立《GTC资产过渡性租赁协议》,据此,本公司同意自母公司租赁GTC资产,有效期自2018年1月1日至2018年6月30日(包括首日)。租赁期间内,如本公司就GTC资产收购事项完成股东大会审批和其他必要法定审批程序,则本协议终止;如该租赁期间内本公司未完成上述程序,则本协议自动顺延半年,到期后(2018年12月31日)如仍未完成上述程序,则重新将租赁事项提交董事会审批。	2018年租赁费为1.68亿元
	与北京首都机场空港物业管理中心于2015年12月22日订立《租赁框架协议》向物业管理中心租赁若干物业,包括但不限于办公楼、停车位、机场休息室及飞行区内经营办公区,有效期自2016年1月1日至2018年12月13日。	2018年租赁费5354.3万元。

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

说明:于2018年12月31日,账面净值为人民币1.16元(2017年:人民币1.2亿元)的建筑物位于首都机场集团公司拥有的划拨土地内,等土地中部分为本公司无偿使用;于2018年12月31日,账面净值为人民币6.24亿元(2017年:人民币6.44亿元)的滑行道、停机坪和构筑物,位于首都机场集团公司及一家第三方公司拥有的划拨土地内,该等土地为本公司无偿使用。

受土地来源和定价方法等因素影响,关联租金定价差异较大。一般来说,土地价格评估常用的方法包括基准地价修正法、成本逼近法、收益还原法等,其中成本逼近法主要土地开发的成本、各项税费及一定利润,适用于新开发土地、缺乏市场交易实例及工业用地价格的计算;基准地价修正法利用城镇基准地价和基准地

价修正系数表等已有数据，按照替代原则，计算得出宗地价格，该方法主要适用于已建立基准地价评估相应修正体系的城镇土地定价，主要适用于已建立基准地价评估相应修正体系的城镇土地定价。收益法则将土地未来每年预期客观纯收益以一定的资本化率（还原利率）折算到估价期日的一种估价方法，是在估价时点后各期纯收益的现值之和，适用于有收益或潜在收益的土地估价。在实际运用过程中，考虑到不同机场尤其是不同业务种类之间的经营性质和盈利能力差异较大，实际使用的评估方法不同，导致机场土地租金差异较大

表 9: 主要土地定价方法

方法	主要内容及评价
基准地价修正法	利用城镇基准地价和基准地价修正系数表等已有数据，按照替代原则，将宗地的区域和其他特征与其所处区域的平均条件相比较，然后根据修正系数表对照基准地价进行修正，最后得出宗地价格。 该方法主要适用于已建立基准地价评估相应修正体系的城镇土地定价。
成本逼近法	以开发土地所耗费的各项费用之和为主要依据，再加上一定的利润、利息、应缴纳的税金和土地增值收益来推算土地价格的方法。 成本逼近法不能计算出土地所在位置、用途和市场需求对价格的影响程度，一般适用于新开发土地、缺乏市场交易实例及工业用地价格的计算。
收益还原法	将土地未来每年预期客观纯收益以一定的资本化率（还原利率）折算到估价期日的一种估价方法，是在估价时点后各期纯收益的现值之和。 收益法适用于有收益或潜在收益的土地估价。

资料来源：CNKI,兴业证券经济与金融研究院整理

表 10: 机场功能区经济特性差异表

项目属性	功能分区	机场项目	项目盈利状况
纯经营性	旅客航站区	航站楼	好
	商务设施区	宾馆、餐饮、金融服务	好
	综合货运区	基地货运站、转运中心	好
	航油，社会加油站	航油加油站、油库、社会加油站	好
	航空食品配餐区	食品配餐	好
	收费停车区	停车楼、停车场	好
	综合商务办公区	综合办公楼	不确定
准经营性	航空公司基地设施区	航空公司基地办公楼、机组公寓	差
	海关监管仓储区	海关监管仓库	不确定
	机务维修区	飞机维修公司、基地公司机务	差
	保障办公区	自用或租赁办公楼、机场当局楼	不确定
	飞行区	飞机跑道、滑行道、停机坪	差
	综合保障区	能源中心、水厂、变电站	差
	空管设施	气象监测站、雷达站、空管塔台	差
非经营性	市政道路、绿化、桥梁、围场河、闲置控制土地	市政道路、绿化、桥梁、围场河、净空控制土地	无

资料来源：CNKI,兴业证券经济与金融研究院整理

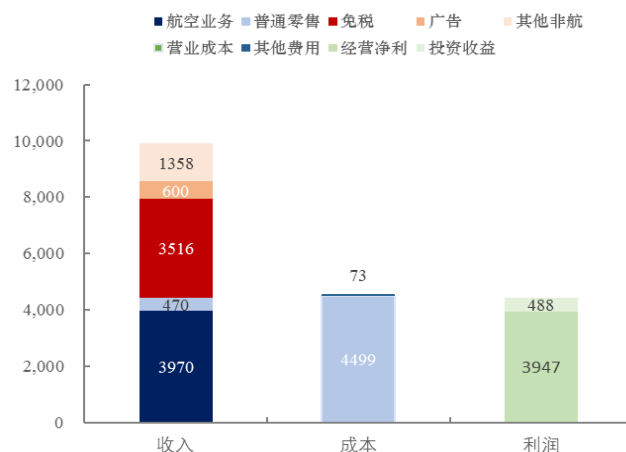
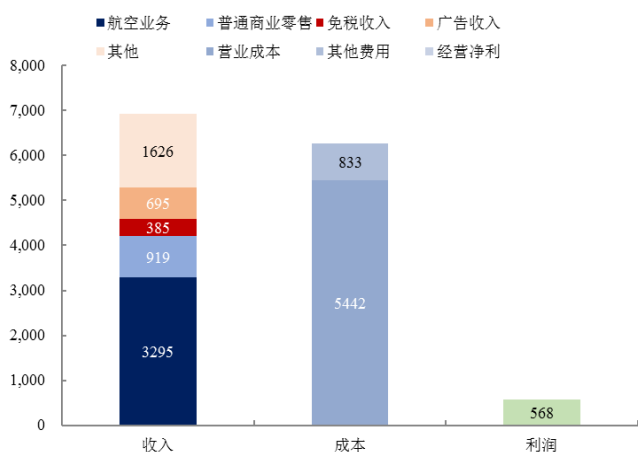
3、业务结构和经营模式对机场盈利的影响越来越突出

国内机场由于资产分散和民航出于安全、公平竞争等的施加限制，以及业务分割时特的历史环境，经营业务尤其是非航业务的独立性也受到了一定影响。一般来说，航空主业都有机场股份公司自身运营，但其他业务运营情况较为复杂：大多数业务都由股份公司、集团或者第三方机构共同组建的合资公司运营，导致一些低

毛利业务仍保留在上市公司体内,或者高毛利业务收益流向集团或第三方的情况。**业务结构和经营模式对机场盈利的影响越来越突出。**航空业务由于其公共事业和公益属性较强,利润贡献有限,随着居民消费升级和机场运营的改善,非航尤其是免税业务收入和利润占比越来越多。免税业务是枢纽机场非航业务中的重要商业形态,从直观比较的角度来看,以白云机场和上海机场为例,免税的差异基本决定了白云机场和上海机场经营利润的差异。免税收入虽然受到国际旅体量和机场区位等因素的影响,但机场自身运营的影响也不可忽视,2018年白云机场T2航站楼投产前,机场免税采用“自营+特许中免经营”模式,运营专业性和积极性受限,免税客单价大幅低于其他枢纽机场。T2投产后,随着机场运营模式和运营环境的改善,免税业务客单价大幅提升。与此同时,白云机场体内虽然包含了大量其他非航收入,但其低毛利特征影响公司整体利润率。

图 6、白云机场收入成本拆分 (2018, 百万元)

图 7、上海机场收入成本拆分 (2018, 百万元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

说明: 白云机场剔除机场建设费 8.14 亿元 (税后影响利润 6.10 亿元), 上海机场将投资收益中广告部分还原至收入

表 11: 2017 年北上广深机场商业收入分解

	商业收入(百万元)		旅客吞吐量(万人次)		客单贡献(元/人次)		免税营业额(百万元)	免税客单价(元/人次)	免税运营商
	含税	免税	全部	国际+地区	含税	免税			
上海机场	435	2556	7001	3471	6.2	74	8202	236	日上
首都机场	501	1375	9578	2729	5.2	50	5706	209	日上
白云机场	449	150	6581	1589	6.8	9	300	19	中免及自营
深圳机场	353	24	4561	360	7.7	7	86	24	深免

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

说明: 考虑白云机场 T2 航站楼 18 年 4 月投产, 2017 年数据更能反映其与其他机场收入差距。

3.1 上海机场: 业务结构清晰, 高毛利免税业务优势突出

上海机场业务结构相对清晰, 上市公司参与低毛利业务较少, 同时通过特许经营

模式在商业尤其高毛利的免税业务上优势突出，这也是上海机场利润和经营效益品远超国内其他机场的重要原因。但是，高毛利的广告收益部分进入上市公司、货站业务未进入上市公司也使得上市公司利润并未充分发挥。

表 12: 国内主要枢纽机场业务经营分类

	深圳机场			白云机场			上海机场			首都机场		
	运营主体	上市公司 持股比例	集团直接 持股比例	运营主体	上市公司 持股比例	集团直接 持股比例	运营主体	上市公司 持股比例	集团直接 持股比例	运营主体	上市公司 持股比例	集团直接 持股比例
地勤服务	深圳机场地面服务公司	100%		广州白云国际机场地勤服务有限公司	51%		上海国际机场地面服务有限公司	41%	10%	北京空港地面服务公司		51%
广告业务	深圳机场雅仕维传媒有限公司	51%		广州白云国际广告有限公司	100%		上海机场广告有限公司	51%	49%	北京首都机场广告有限公司		100%
	深圳市机场广告有限公司	95%	5%				上海机场德高动量广告有限公司	广告公司持股50%(被并表公司投资收益)				
地面运输	深圳市机场运输有限公司	90%	10%	广州白云国际机场空港快线运输有限公司	75%		上海机场空港巴士有限公司		18.1%	北京民航机场巴士有限公司	民航局 100%	
贵宾服务	深圳市机场卓怿商务发展有限公司		100%	广州白云国际机场商旅服务有限公司	90%		上海机场贵宾服务公司	30%	70%	首都空港贵宾服务管理有限公司		100%
航空物流	深圳市现代物流有限公司	100%		广州白云国际物流有限公司	29%		上海浦东国际机场货运站有限公司		51%			
	深圳市航空货运有限公司	100%		广州白云航空货站有限责任公司	30%		上海浦东国际机场西区货运站有限公司		29%			
	深圳机场国际货站有限公司	50%										
	深圳市机场国际快件海关监管中心有限公司	50%										
配餐服务	深圳航空食品有限公司		20%	广州白云国际机场汉莎航空食品有限公司	70%		上海浦东国际机场佳美航空食品配餐有限公司		20%	北京空港配餐有限公司		
信息服务	深圳机场信息技术服务有限公司	50%	50%	广东机场白云信息科技有限公司	45%	55%						
公务机	深圳市机场卓怿商务发展有限公司		100%	广东省机场管理集团翼通商务航空服务有限公司	42%	28%	上海霍克太平洋公务机航空地面服务有限公司		51%	首都公务机有限公司		60%
停车场	深圳市机场(集团)有限公司交通营运中心		100%	白云机场股份有限公司						首都机场股份		
其他	深圳市空港设备维修公司	50%		广州市翔龙机动车检测有限公司	100%							

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

配餐服务	深圳航空食品有限公司		20%	广州白云国际机场汉莎航空食品有限公司	70%		上海浦东国际机场佳美航空食品配餐有限公司		20%	北京空港配餐有限公司		12%
信息服务	深圳机场信息技术服务有限公司	50%	50%	广东机场白云信息科技有限公司	45%	55%						
公务机	深圳市机场卓怿商务发展有限公司		100%	广东省机场管理集团翼通商务航空服务有限公司	42%	28%	上海霍克太平洋公务机航空地面服务有限公司		51%	首都公务机有限公司		60%

资料来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 13: 枢纽机场主要业务模式

	上海机场	白云机场	深圳机场	首都机场
免税	★★	☆ (体量小)	☆ (体量小)	★ (委托集团商贸公司管理)
普通商业	☆ (公司运营, 但是收入占比低)	★★	★ (19年开始委托集团商贸公司管理)	☆ (委托集团商贸公司管理, 收入占比低)
广告	☆ (主要体现在投资收益)	★	★	★
航空主业	★	★	★	★
地面服务	× (合资公司有所参与, 不构成收入, 盈利影响少)	☆ (构成收入, 体量较小)	☆ (构成收入, 体量较小)	☆ (构成收入, 体量较小)
物流及货运	× (集团运营)	★	★	×
其他	☆	★	☆	☆

资料来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

×：该项业务不直接创造营业；☆：该项业务贡献收入少
★：该项业务贡献收入较多；★★：该项业务贡献极大；

3.2 首都机场：高度外包，关联成本占比较高

将机场业务委托或外包为第三方、支付委托管理费是现代机场的运营中的一种常见做法，若外包至母公司或其关联方也会形成相关的关联交易成本。首都机场在运营中大量采取了这种模式，导致其关联交易成本占比远高于行业平均。

表 14: 首都机场成本关联较多、增长较快

	基准点	费用基准点	超额部分
国际零售	公司上一年度的国际零售经营收入总额	基准点*0.22	(当年国际零售经营收入总额 - 基准点) *0.6
国内零售		2016、2017年特许经营费均值	(当年租金收入 - 上年租金收入) *0.4
餐饮	前三年平均租金收入	当年销售额*0.155	(当年广告收入 - 基准点) *0.6
广告	前三年平均广告收入	基准点*0.25	(当年广告收入总额 - 基准点) *0.6

资料来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 15: 机场采购母公司及其附属公司的服务 (百万)

	2018	占总成本比重	2017	占总成本比重	增加额	YOY
特许经营委托管理服务	1080	14.9%	662	11.1%	418	63.2%
航空安全和安保服务	714	9.9%	606	10.1%	108	17.9%
水电动力服务	655	9.1%	604	10.1%	51	8.5%
保洁服务、行李手推车管理服务、停车楼 场管理服务、物业管理服务及绿化环卫服 务	223	3.1%	214	3.6%	9	4.2%
动力能源辅助服务	194	2.7%	158	2.6%	36	22.6%
维修服务	172	2.4%	5	0.1%	167	3529.0%
商标许可使用	90	1.3%	84	1.4%	7	8.0%
机场引导服务	48	0.7%	43	0.7%	5	11.7%
联检服务	17	0.2%		0.0%	17	
食堂委托管理服务	8	0.1%	2	0.0%	6	247.9%
暂存物品、失物招领服务	8	0.1%		0.0%	8	
机场饮用水服务	4	0.1%	4	0.1%	0	2.0%
APM 应急预案摆渡车运输服务	1	0.0%		0.0%	1	
广告服务	1	0.0%	1	0.0%	0	-14.2%
首都机场项目用地拆迁补偿款	0	0.0%	26	0.4%	-26	
地面交通中心使用	0	0.0%	16	0.3%	-16	
母公司借款的利息费用	52	0.7%	35	0.6%	16	46.0%
建设施工服务	29	0.4%	48	0.8%	-19	-40.5%
合计	3,295	45.6%	2,507	42.0%	788	31.4%
经营费用	7,223	100.0%	5,970	100.0%	1,253	21.0%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 16: 关联交易在机场成本中占比较高, 上海机场占比相对较低 (2018 年)

	上海机场	白云机场	深圳机场	首都机场
接受关联人提供劳务、商品 (百万)	73	373	273	3295
占营业成本比重	1.6%	6.8%	10.2%	45.6%
收入分成 (百万)	-	119	158	-
占收入比重	-	1.5%	4.4%	-
从管理关联方获取的收入	135	31	500	-
占收入比重	1.4%	0.4%	13.9%	-

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、展望

资产独立性难以彻底解决, 关注关联交易约束机制和专业化运营能力。随着经济增长、土地资源的增值和新建工程中各项成本的快速提升, 在土地政策不发生大幅变动的前提下, 机场要增强资产尤其是土地资产的完整性的成本和难度都将与日剧增。在当前时点, 从提高机场盈利和保障股东利益的角度出发, 一方面机场须通过专业化运营降低成本、提高盈利能力, 另一方面, 由于机场运营的特点导

致其资产完整性天然较弱，须对关联交易做出更加严格的限制。

但是，从发展的角度来看，随着非航业务尤其是免税业务在机场收入和利润中占比的提升，机场业务选择和经营模式的重要性日益凸显，通过发展壮大非航业务规模、提升盈利能力也将降低关联交易对上市公司利润的影响。

表 17: 业务模式、关联交易对枢纽机场主要影响

	收入端影响	影响程度	成本端影响	影响程度
上海机场	广告、货站业务漏出	★	资产和土地关联租赁	★★
白云机场	收入分成	☆	资产和土地关联租赁	★
深圳机场	收入分成	☆	资产和土地关联租赁	★
首都机场	-	-	资产和土地关联租赁、关联外包	★★★

资料来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

说明：☆：该项业务影响收入少；★：该项业务影响收入较多；★★：该项业务影响极大；

表 18: 枢纽机场盈利预测及估值

代码	公司名称	评级	股价	EPS(元)				PE				PB
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
600004	白云机场	审慎增持	16.43	0.55	0.39	0.55	0.70	29.9	42.1	29.9	23.5	2.2
600009	上海机场	审慎增持	75.03	2.20	2.72	2.98	3.63	34.1	27.6	25.2	20.7	4.7
000089	深圳机场	买入	9.55	0.33	0.33	0.40	0.39	29.3	28.9	23.9	24.5	1.6
0694.hk	首都机场	未评级	7.65	0.66	0.53	0.39	-	11.6	14.4	19.6	-	1.3

资料来源：公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理,2019年11月25日

说明：首都机场及深圳机场盈利预测采用 wind 一致预期

风险提示

经济增长失速；政策变化超预期；民航需求增长低于预期；时刻放量低预期；空难、疾病等不确定性事件。

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、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