

投资评级 优于大市 维持

超级机场，长期制胜

股票数据

05月10日收盘价(元)	72.60
52周股价波动(元)	43.74-72.86
总股本/流通A股(百万股)	1927/1093
总市值/流通市值(百万元)	139897/79386

相关研究

《业绩符合预期，免税持续高增长，19年收入端料将表现出色，重视成本端变化》
2019.03.23

《非航收入持续高增长，业绩符合预期》
2018.11.05

《短期业绩受免税和投资收益增速下滑影响，免税签新保底后中期无忧》
2018.08.27

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.5	29.2	46.5
相对涨幅(%)	24.2	27.2	31.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@htsec.com

证书:S0850512070003

联系人:李丹

Tel:(021)23154401

Email:ld11766@htsec.com

投资要点:

- 行业标杆，一直被模仿，从未被超越。**我们在荐股时常常提到“某机场是下一个上海机场”、“其国际旅客是上海机场的几分之一”、“当免税业务发展到上海机场的几分之一时”……上海机场还给我们留下了一个印象——被外资持有至上限的第一只股票。本篇报告，我们主要解答的问题就是，上海机场为何被视作行业龙头，以及其优势能否长期持续。**我们认为，于机场而言，虹桥之于浦东，是疏散非核心功能，是增加浦东的价值；大兴之于首都，是分流，是降低首都的价值；深圳、香港之于广州，是粤港澳龙头之争，是减少广州的价值。**这也是当前上海机场市值遥遥领先其他枢纽的主要原因。
- 跨入成熟商业模式阶段，免税业务占利润的绝大部分。**上海机场已经跨入了成熟机场的商业模式阶段，盈利贡献由航空性业务为主转化为了非航业务为主。为上海机场贡献绝大部分利润的是免税业务——我们预计2019年占公司利润总额的79%，2020年占利润总额的90%。上海机场的垄断区位优势带来**稳定的客流量**；高规格的定位——亚太、世界级枢纽，为上海机场带来傲视其他枢纽机场的**高比例国际旅客**；直接服务区长三角强大的经济实力为上海机场带来**高质量的国际旅客**。这是上海机场免税销售额和利润率远超同类枢纽机场的原因。免税业务的核心是流量和价格，在国际旅客量远超同类机场的基础之上，日上上海香化产品的价格全国最低、亚洲范围内亦相当有竞争力，这是维持其长期竞争力的核心。
- 免税业务空间巨大，市内免税是上海机场免税业务长期能维持价格优势的必要条件。**据看看新闻报道，2018年，中国居民境外买免税商品总体规模超过1800亿元，占全球免税市场销售额的34.8%，而中国免税品去年销售额约400亿，仅为韩国的1/3左右。在国家促进境外消费回流的大背景下，国内免税空间巨大。我们认为，(1)中免目前在大型枢纽机场的盈利能力堪忧，其在首都机场首年料亏损。(2)市场经济的环境下，长期亏损的商业模式无法存续。市内免税凭借其市内店扣点低+给上海机场少的条件下，能提升中免在上海市的免税业务盈利能力，由市内免税反哺机场免税。(3)由于市内免税的购物模式是“市内预定+机场提货”，机场对其议价能力较强，且市内免税无法直接提货，增加了旅客的购物流程，去市内店购物的动力不强。
- 盈利预测及投资建议。**绝对估值方面，我们采用DCF估值方法，在中性假设和悲观假设下，测算了上海机场的合理市值1805亿元、市值下限1464亿元，对应价值区间75.96-93.66元。相对估值方面，我们预计，2019-2021年上海机场EPS分别为2.76、3.17、3.67元，考虑其行业龙头地位及未来免税空间，给予2019年PE 28-30倍，对应价值区间77.28-82.80元。采取DCF和相对估值方式取平均，我们给予上海机场合理价值区间**76.62-88.23元**，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**市内免税分流超预期、消费增速下滑、时刻增速不及预期、经济不及预期等。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8062.38	9313.11	11861.32	14219.07	15893.88
(+/-)YoY(%)	15.98%	15.51%	27.36%	19.88%	11.78%
净利润(百万元)	3683.41	4231.43	5323.35	6101.08	7064.67
(+/-)YoY(%)	31.29%	14.88%	25.80%	14.61%	15.79%
全面摊薄EPS(元)	1.91	2.20	2.76	3.17	3.67
毛利率(%)	49.82%	51.69%	52.14%	50.93%	52.72%
净资产收益率(%)	14.66%	14.98%	16.65%	16.83%	17.15%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

写在前面的话	6
1. 一个优秀机场的自我修养	6
1.1 需求: 长三角超级国际枢纽, 腹地经济强劲	7
1.1.1 独特的“一市两场”定位增加浦东机场价值	7
1.1.2 腹地经济强劲, 交通网络升级进一步扩张腹地半径	10
1.2 供给: 2035 年规划 1.6 亿设计旅客, 空域瓶颈有望逐步打开	13
1.2.1 近期 2+5+卫星厅, 远期 5+8 超前规划, 地面保障无忧	13
1.2.2 空域: 精细化改革持续, 大场机场迁建已提上日程	17
1.3 收入质量: 国际旅客占比高, 非航占全部利润	19
1.3.1 航空性业务: 依靠超高国际旅客占比, 傲视国内枢纽机场	19
1.3.2 非航业务: 免税贡献大部分利润, 卫星厅开业迎来新篇章	22
1.4 运营效率: 致力于创造股东回报	26
1.4.1 长期回报突出, 为股东创造价值	26
1.4.2 单位旅客价值创造最佳, 但成本却是三大枢纽中最低	27
1.4.3 关联交易——机场资产不完整性带来的风险	27
2. 免税: 流量为基, 价格为王	29
2.1 现状: 高速发展, 2019 年之后有望占利润总额超 80%	29
2.1.1 机场免税介绍	29
2.1.2 机场免税护城河: 流量、价格	30
2.2 如何看待市内免税的竞争? ——不仅不是分流, 而是为维持机场免税长期竞争力输血	32
3. 盈利预测与投资建议	35
3.1 绝对估值	35
3.2 相对估值	38
4. 风险提示	39
财务报表分析和预测	40

图目录

图 1	机场分析框架.....	7
图 2	虹浦两场旅客吞吐量对比，2003 年起浦东超越虹桥.....	8
图 3	2010-2018 年上海机场国际及地区旅客、占比情况.....	8
图 4	长三角地区机场空间布局示意图.....	8
图 5	2017 年长三角 16 个民用机场旅客量情况（万人次）.....	9
图 6	19 夏秋航季长三角 16 个民用机场日均国际航班量（班次）.....	9
图 7	京津冀主要机场分布位置图.....	10
图 8	粤港澳大湾区机场区位图.....	10
图 9	北京一市两场发展目标（万人次）.....	10
图 10	2018 年广深港旅客量和国际旅客量对比.....	10
图 11	长三角城市群示意图.....	11
图 12	2016-2018 长三角地区 GDP 年化增速 9.7%.....	11
图 13	18 年三大枢纽各自腹地 GDP 对比，长三角最高（百亿元）.....	11
图 14	机场联络线将虹桥机场—虹桥火车站--浦东机场—上海东站连接起来.....	12
图 15	苏南沿江铁路示意图.....	13
图 16	2010-2018 年上海机场飞机起降架次.....	14
图 17	上海机场跑道利用率情况.....	14
图 18	2010-2018 年上海机场航站楼利用率.....	14
图 19	上海机场 19 夏秋计划小时起降架次.....	14
图 20	浦东机场近期规划示意图.....	15
图 21	浦东机场远期规划示意图.....	15
图 22	浦东机场现有的 5 条跑道间距情况.....	16
图 23	白云机场 T2 航站楼投产后时刻总量增加.....	17
图 24	上海机场 17-18 没有项目投产，时刻总量增速较慢.....	17
图 25	中国民航可用空域占比仅 25%（绿色区域）.....	17
图 26	美国民航可用空域占比 80%（灰色区域）.....	17
图 27	2017 年东部地区机场最为繁忙.....	18
图 28	上海两场旅客吞吐量占全国比重.....	18
图 29	2017 年广州、上海、成都管制区航班量最多.....	18
图 30	2017 年上海、广州、成都、北京管制区飞行时长最长.....	18

图 31	浦东机场年度平均准点率.....	18
图 32	虹桥机场年度平均准点率.....	18
图 33	17 年三大机场国际&地区旅客量占比对比.....	20
图 34	17 年上海机场单客航空性收入高出其他两机场 30%（元）.....	20
图 35	上海机场国内、国际&地区起降架次情况.....	21
图 36	上海机场国内、国际&地区旅客量情况.....	21
图 37	上海机场国际&地区起降架次、旅客吞吐量占比.....	21
图 38	上海机场航空性收入及增速情况.....	21
图 39	上海机场非航业务收入及增速.....	22
图 40	上海机场免税收入及增速情况.....	22
图 41	2018 年我们预计的非航业务收入占比（百万元）.....	22
图 42	上海机场免税收入占非航收入和利润总额的比.....	22
图 43	上海机场历次分红情况.....	27
图 44	2011-2018 上海机场年化收益率仅 1 次跑输上证综指.....	27
图 45	上海机场单位旅客收入高于其他枢纽机场（元）.....	27
图 46	上海机场单位旅客成本低于其他机场（元）.....	27
图 47	上海机场历年关联成本及其占营业成本比重.....	28
图 48	上海机场集团营业收入.....	29
图 49	上海机场集团利润总额.....	29
图 50	三大枢纽人均免税销售额（元）.....	31
图 51	2018 年三大枢纽机场毛利率、ROE 对比.....	31
图 52	中国国旅免税业务收入及增速.....	32
图 53	中免 2018 年免税门店收入占比（亿元）.....	32
图 54	上海中免市内免税店有限公司工商登记信息.....	33
图 55	新世界（600628.SH）商业收入毛利率/扣点率.....	34
图 56	徐家汇（002561.SZ）百货业务毛利率/扣点率.....	34
图 57	机场和市内免税购物流程对比.....	35

表目录

表 1	长三角地区机场类别.....	9
表 2	主要国内核心/枢纽机场综合对比.....	13
表 3	浦东机场航站楼和跑道基础设施情况.....	14
表 4	上海机场、上海城市机场群近、远期旅客吞吐量规划.....	16
表 5	主要机场设计小时容量水平.....	17
表 6	三大枢纽机场国内、国际及地区航空性业务收费标准.....	19
表 7	上海机场每周航班量最大起飞全重分布（班次）.....	20
表 8	上海机场典型机型收费标准.....	20
表 9	上海机场 2018 年单机平均旅客服务费测算.....	21
表 10	上海机场利润总额构成拆分.....	23
表 11	上海机场免税场地及面积.....	23
表 12	公司预计每年保底销售提成情况.....	23
表 13	上海机场卫星厅招商项目结果.....	24
表 14	上海机场卫星厅招商项目（零售）国际有税结果.....	24
表 15	上海机场卫星厅招商项目（零售）国内有税结果.....	25
表 16	上海机场卫星厅招商项目（餐饮）标段结果.....	26
表 17	上市机场主要自有资产和租赁资产划分.....	28
表 18	上海机场免税收入及占利润总额比例假设.....	29
表 19	进口 100 万元高档化妆品需缴纳的税费.....	30
表 20	22 款热门香化产品比价情况（元）.....	31
表 21	中免集团经营的各类免税店及门店.....	32
表 22	三大枢纽机场新旧免税提成比率对比.....	33
表 23	上海机场 DCF 估值收入成本假设（百万元）.....	36
表 24	上海机场 DCF 估值现金流假设（百万元）.....	36
表 25	WACC 重要假设.....	37
表 26	上海机场 DCF 估值下的合理市值敏感性测算（亿元）.....	37
表 27	上海机场在市内免税完全分流假设下 DCF 估值现金流假设（百万元）.....	37
表 28	在市内免税完全分流假设下 DCF 估值的合理市值敏感性测算（亿元）.....	38
表 29	可比公司估值表（按 5.10 收盘价计算）.....	38
表 30	分项收入预测（百万元）.....	39

写在前面的话

我们常常在荐股时提到“xx 机场是下一个上海机场”、“其国际旅客是上海机场的几分之一”、“当免税业务发展到上海机场的几分之一时”……上海机场还给我们留下了一个印象——被外资持有至上限的第一只股票。

毫无疑问，在机场板块，上海机场一直被视作行业标杆，其成长路径一直被我们当做模板，去期待其他机场能够复制其辉煌。那么，上海机场到底有哪些其他机场暂不具备的特质？这些特质是如何作用于其短期业绩和长期展望的？这些特质是否具备不可替代性？本篇报告对于这些疑问——做了重点剖析。

特质与不可替代性：于机场而言，虹桥之于浦东，是疏散非核心功能，是增加浦东的价值；大兴之于首都，是分流，是降低首都的价值；深圳、香港之于广州，是粤港澳龙头之争，是减少广州的价值。这也是当前上海机场市值遥遥领先其他枢纽的主要原因（5.10 上海机场市值 1399 亿元、白云机场 336 亿元、首都机场 286 亿港元）。

盈利长期向上的空间：我们认为，上海机场已由传统周期股演变为消费股，其免税业务占利润的比重 19-20 年预计上升至 79%、90%。未来，中国的免税业务空间巨大，上海作为占全国免税销售额 1/3 的地区，能充分享受免税大发展的红利，上海机场作为免税流量入口，有望攫取最大利益！

同时，我们在研究上海机场的过程中，一直在思考的问题是——上海机场的垄断优势的确非常明显，那其是否存在潜在风险——在写本篇报告前，我们认为市内免税的潜在分流影响。由于国内、国际可借鉴经验太少，因此我们认为需在实践中慢慢看。——这也是我们团队写了很多机场行业、公司的深度报告，但此前一直未写上海机场深度的原因。

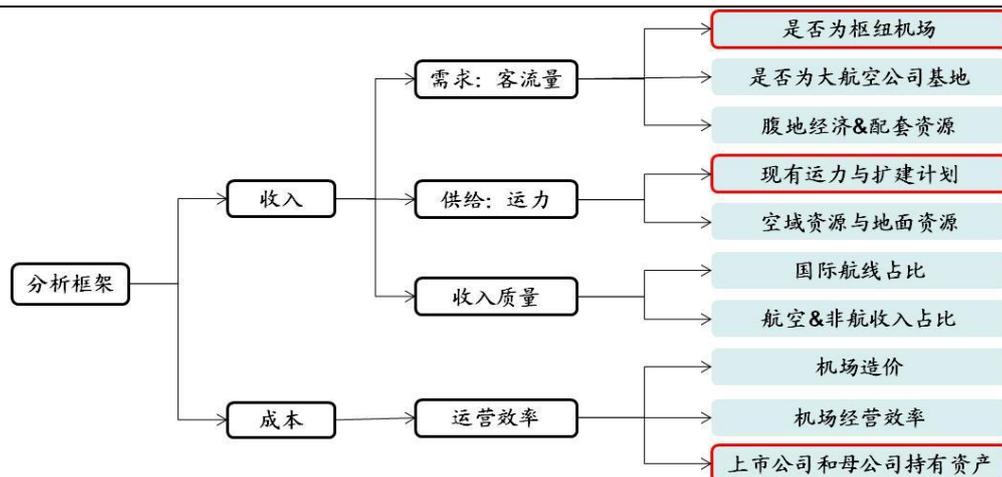
本篇报告，我们重点探讨了市内免税的问题。并且，与此前认知不同，我们认为市内免税的存在不仅不会侵蚀上海机场的价值，从中长期看，反而是维持机场免税高贡献——高保底、高提成——的强大助力和必由之路！

那么，现在在我们看来，市内免税不是上海机场的最大风险，我们所认为的最大潜在风险是什么呢？——从中长期来看，免税这一业态需要高度市场化的机制与目前国企（中免）经营上海机场免税业务这一现状存在潜在矛盾。并且，这并不是通过跟踪短期销售额能窥见的风险，而是旅客选择“用脚投票”的中长期结果。但从我们目前的跟踪来看，上海机场免税业务仍然保留日上海的团队，市场化经营能力毋庸置疑。

1. 一个优秀机场的自我修养

我们在 2018 年 11 月 2 日的报告《机场行业研究框架：乘消费之风，扶摇直上》中谈到，优秀的机场需要具备以下要素：①需求旺盛，②供给充足，③单客消费高，④运营效率高。并且我们搭建了机场的分析框架，具体如下：

图1 机场分析框架



资料来源：海通证券研究所

根据以上研究框架，我们从需求、供给、收入质量、运营效率 4 个方面考察了上海机场，并分析了上海机场相比于其他机场的优势。

总结如下：上海机场已经跨入了成熟机场的商业模式，盈利贡献由航空性业务为主转化为了非航业务为主。为上海机场贡献绝大部分利润的是免税业务——我们预计 2019 年占公司利润总额的 79%，2020 年占利润总额的 90%。上海机场的垄断区位优势带来稳定的客流量；高规格的定位——亚太、世界级枢纽，为上海机场带来傲视其他枢纽机场的高比例国际旅客；直接服务区长三角强大的经济实力为上海机场带来高质量的国际旅客。这是上海机场免税销售额和利润率远超同类枢纽机场的原因。免税业务的核心是流量和价格，在国际旅客量远超同类机场的基础之上，日上上海香化产品的价格全国最低、亚洲范围内亦相当有竞争力，这是维持其长期竞争力的核心。

同时，我们亦解答了大家对市内免税的担忧。我们认为，（1）中免目前在大型枢纽机场的盈利能力堪忧，首都机场首年（免税综合扣点率约为 44.5%）料将亏损，上海机场由于 T1 免税尚未提升扣点率，综合扣点率 2019-2021 年约为 39%，能维持微利，但 2022 年提升至 42.5%后，盈利能力将下降。（2）市场经济的环境下，长期亏损的商业模式无法存续。市内免税凭借其市内店扣点低（平均 20%-25%）+给上海机场少（5%-10%）的条件，能提升中免在上海市的免税业务盈利能力，由市内免税反哺机场免税。（3）由于市内免税的购物模式是“市内预定+机场提货”，机场对其议价能力较强，我们判断机场可向市内免税收取提成。且市内免税无法直接提货，增加了旅客的购物流程，去市内店购物的动力不强。

1.1 需求：长三角超级国际枢纽，腹地经济强劲

上海，是我国的直辖市之一，长江三角洲世界级城市群的核心城市，国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市，国家历史文化名城，并将建设成为卓越的全球城市、具有世界影响力的社会主义现代化国际大都市。我们相信，在这样一座城市孕育出来的亚太地区航空门户，亦将发展成为世界级航空枢纽。

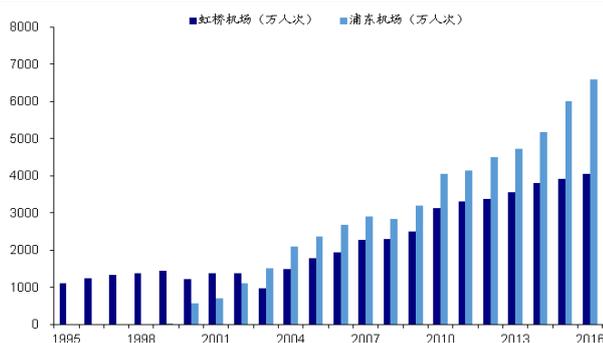
1.1.1 独特的“一市两场”定位增加浦东机场价值

上海是我国首个拥有“一市两场”的城市，上海机场的前身是“虹桥国际机场股份有限公司”，于 1998 年 2 月上市，其 IPO 募集了 19 亿资金，其中 14 亿用于浦东机场的建设。浦东机场于 1999 年 9 月建成通航，2002 年 10 月 28 日起，民航局和上海市政

府共同决定,将上海所有国际航班和港澳地区航班由虹桥机场转移到浦东国际机场起降,保留部分虹桥机场的国际机场备降功能。2004年1月,上市公司将体内的虹桥机场与浦东机场&航油公司40%股权做了资产置换。至此,上海机场上市公司体内资产由虹桥机场变更为浦东机场。(本文所有提到“上海机场”的地方,均特指“浦东机场”)

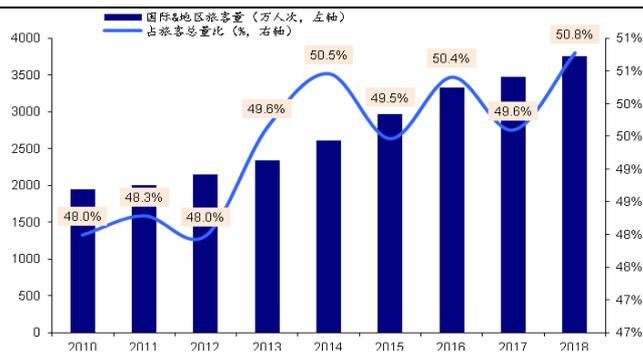
上海市内:2004年,上海市《浦东国际机场总体规划》表明,以浦东机场为主,构建“国际航线网络运营的国际枢纽机场”;以虹桥机场为辅,构建“点对点运营的国内枢纽机场”。这一政策使得浦东机场在上海两场中居于核心地位,虹桥机场的存在实为浦东机场疏散了部分低附加值的国内旅客。2017年,上海两场国际及地区旅客量共3794万人次,其中浦东机场3471.5万人次,占比91.5%。

图2 虹浦两场旅客吞吐量对比, 2003年起浦东超越虹桥



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图3 2010-2018年上海机场国际及地区旅客、占比情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

长三角地区:上海地处中国东部沿海经济发展带与长江经济带的交汇处,直接服务区是长三角地区。根据民航资源网《长三角机场群市场运营情况分析未来发展建议》,目前,长三角地区已建成通航16个民用机场,2017年,长三角地区机场旅客吞吐量共计2.1亿人次,高于粤港澳大湾区的2.02亿和京津冀地区的1.35亿旅客量。而在长三角地区,上海机场拥有最高的机场等级、最高的旅客吞吐量和最密集的国际航班波,是长三角机场的核心。

图4 长三角地区机场空间布局示意图

长三角机场空间布局



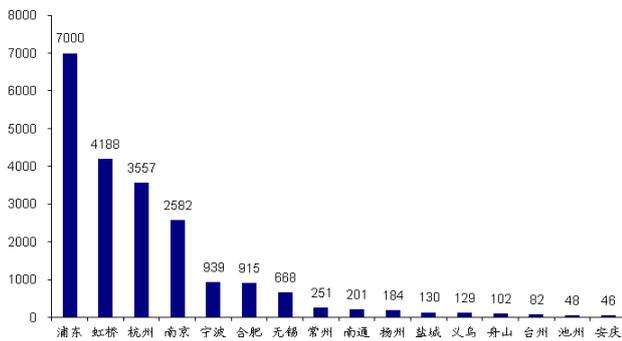
资料来源: 谷歌地图,《长三角机场群市场运营情况分析未来发展建议》,海通证券研究所

表 1 长三角地区机场类别

机场类别	机场
一类 1 级	上海浦东机场
一类 2 级	上海虹桥机场
二类	杭州萧山机场、南京禄口机场
三类	安徽 (合肥新桥机场、池州九华山机场、安庆天柱山机场)、浙江 (宁波栎社机场、义乌机场、舟山普陀山机场、台州路桥机场)、江苏 (无锡硕放机场、常州奔牛机场、南通兴东机场、扬州泰州机场、盐城南洋机场)

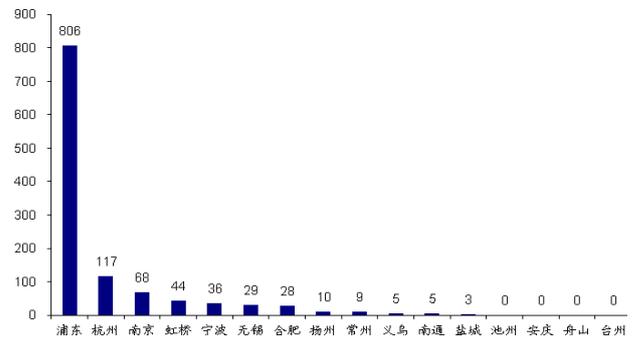
资料来源:《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》,海通证券研究所

图 5 2017 年长三角 16 个民用机场旅客量情况 (万人次)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 6 19 夏秋航季长三角 16 个民用机场日均国际航班量 (班次)



资料来源: 民航预先飞行管理计划, 海通证券研究所

全国范围内: 2012 年,《国务院关于促进民航业发展的若干意见》提出“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”。2016 年民航局印发《关于进一步深化民航改革工作的意见》,提出“以北京、上海、广州等三个大型国际枢纽为核心,建设三大世界级机场群”。我们认为,在三大国际枢纽中,上海机场的竞争格局最佳——于机场而言,虹桥之于浦东,是疏散非核心功能,是增加浦东的价值;大兴之于首都,是分流,是降低首都的价值;深圳、香港之于广州,是粤港澳龙头之争,是减少广州的价值。

- **上海“一市两场”定位:** 2004 年,上海市《浦东国际机场总体规划》表明,以浦东机场为主,构建“国际航线网络运营的国际枢纽机场”;以虹桥机场为辅,构建“点对点运营的国内枢纽机场”。
- **北京“一市两场”定位:** 北京大兴国际机场定位为大型国际航空枢纽、国家发展一个新的动力源、支撑雄安新区建设的京津冀区域综合交通枢纽,主要依托东航、南航等主基地公司打造功能完善的国内国际航线网络;北京首都国际机场定位为大型国际航空枢纽、亚太地区重要复合枢纽、服务于首都核心功能,主要依托国航等基地航空公司,调整优化航线网络结构,增强国际航空枢纽的中转能力,提升国际竞争力;两场要形成协调发展、适度竞争、具有国际一流竞争力的“双枢纽”机场格局,推动京津冀机场建设成为世界级机场群。
- **粤港澳机场格局:**《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出,建设世界级机场群。巩固提升香港国际航空枢纽地位,强化航空管理培训中心功能,提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力,增强澳门、珠海等机场功能,推进大湾区机场错位发展和良性互动。

图7 京津冀主要机场分布位置图



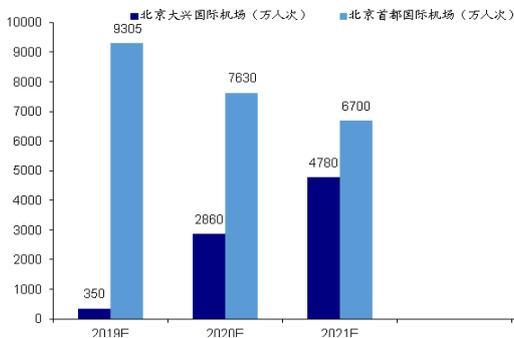
资料来源：百度图片，海通证券研究所

图8 粤港澳大湾区机场区位图



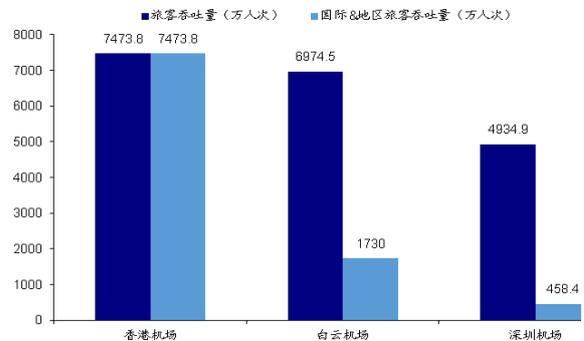
资料来源：《广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划》，海通证券研究所

图9 北京一市两场发展目标 (万人次)



资料来源：《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》，海通证券研究所

图10 2018年广深港旅客量和国际旅客量对比

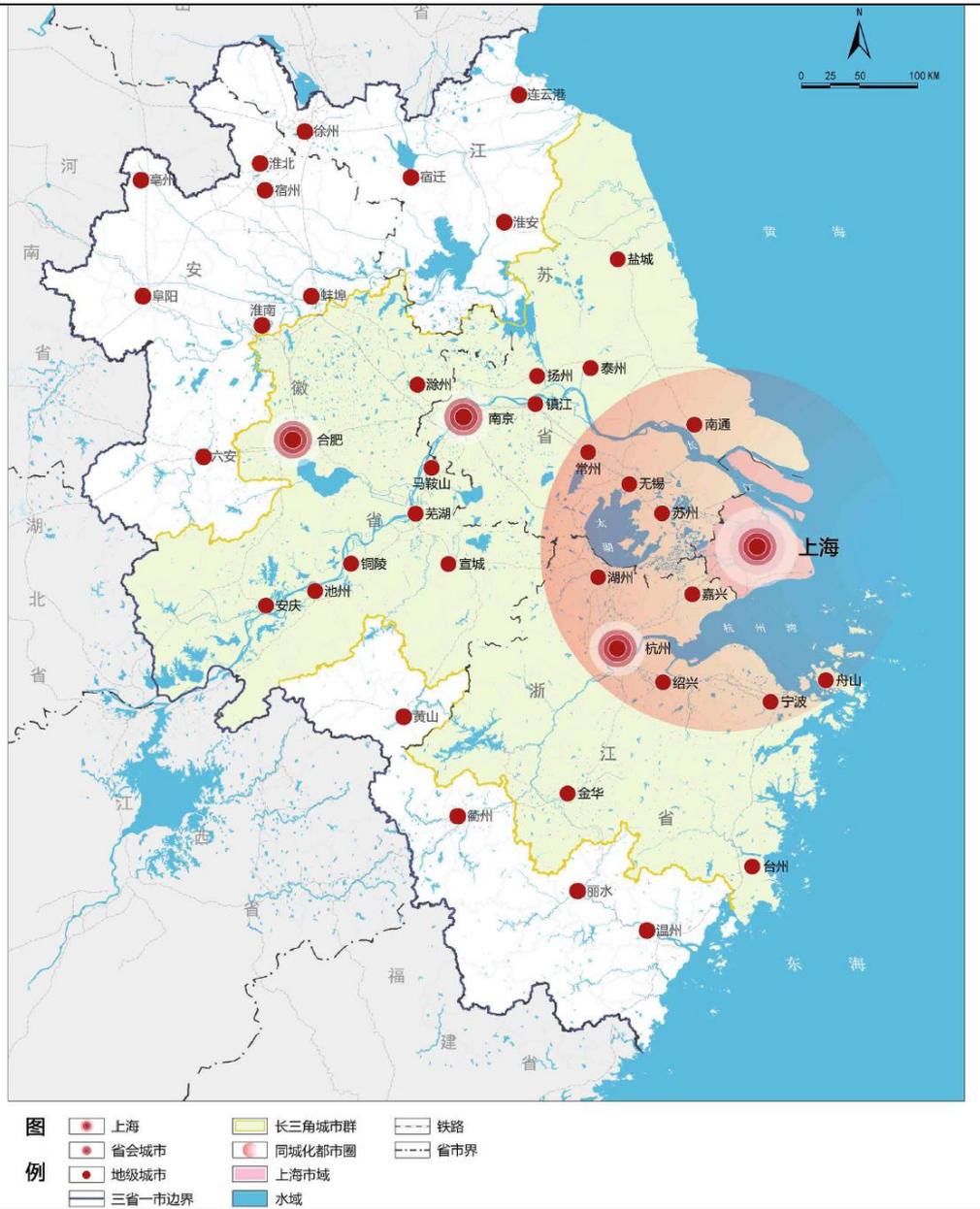


资料来源：Wind、深圳机场年报，海通证券研究所

1.1.2 腹地经济强劲，交通网络升级进一步扩张腹地半径

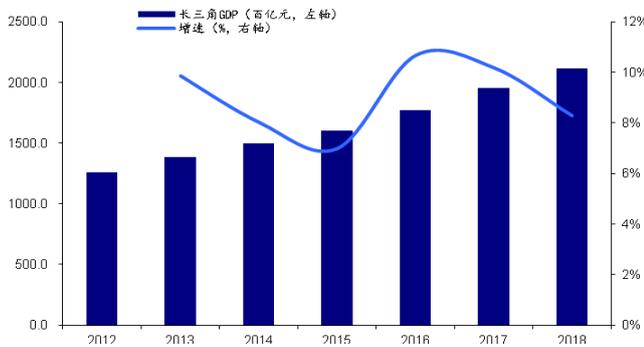
上海是我国最大的经济中心城市，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，地处中国东部沿海经济发展带与长江经济带的交汇处，直接服务区长三角地区是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的经济板块。间接服务区2小时飞行圈资源丰富，包括中国80%的前100大城市、54%的国土资源和90%的人口、93%的GDP产出地和日本、韩国的大部分地区。2018年，上海仍然是中国最大的航空市场，虹浦两场旅客吞吐量突破1.17亿人次。

图11 长三角城市群示意图



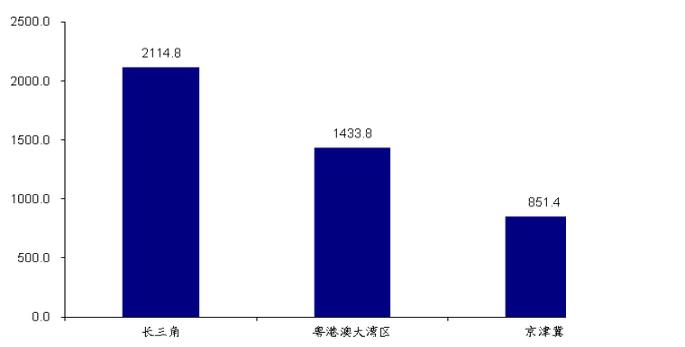
资料来源:《上海市城市总体规划(2017-2035)图集》,海通证券研究所

图12 2016-2018 长三角地区 GDP 年化增速 9.7%



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 18年三大枢纽各自腹地 GDP 对比, 长三角最高(百亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

作为长三角唯一核心国际枢纽，上海机场能充分受益于其经济、金融中心的地位及直接服务区长三角发达的腹地经济。

交通网络进一步升级，空铁联运成为上海机场扩张腹地利器！上海市交委 2018 年 7 月公示了《上海市轨道交通机场联络线选线专项规划（草案公示）》，机场联络线是轨道交通线网中的东西向市域线。线路途经闵行区、徐汇区、浦东新区 3 个行政区，自西向东经过的主要区域有虹桥商务区、七宝、梅陇、华泾、三林、张江科学城、国际旅游度假区、浦东国际机场、铁路上海东站等，与轨道交通线网中多条线路换乘。

图14 机场联络线将虹桥机场—虹桥火车站--浦东机场—上海东站连接起来



资料来源：《上海市轨道交通机场联络线选线专项规划（草案公示）》，海通证券研究所

上海轨道交通机场联络线（虹桥站—上海东站站）线路总长约 68.6 公里，设站 9 座，线路设计速度最高为 160 公里/小时，全程约半小时车程。还可与上海地铁 2、9、10、17 号线等换乘。

对外连接方面，苏南沿江铁路将整个苏南地区纳入“上海一小时都市圈”。2018 年 10 月，苏南沿江城际铁路正式开工。苏南沿江铁路从铁路南京南站出发，经句容、常州市金坛区和武进区、江阴、张家港、常熟和太仓，在太仓通过正在建设的沪通铁路接入上海。全程 8 座车站，长 278.53 公里，设计时速 350 公里。将串起长三角 1.5 万亿 GDP（2017 年）城市，覆盖了全国县域经济最发达、城乡一体化程度最高的多个地区。苏南沿江铁路在太仓站通过正在建设的沪通铁路接入上海。预计项目总工期 42 个月，即 2022 年，苏南地区将实现高铁全覆盖。

图15 苏南沿江铁路示意图



资料来源:《新建铁路苏南沿江铁路环境影响报告书》,海通证券研究所

目前,《长三角民航协同发展战略规划》的编制工作已经启动,我们期待有更多利于浦东机场枢纽建设的规划出台。

我们认为,枢纽机场的需求由中央和地方政策、主基地航空公司、腹地经济、交通配套设施、中转便利政策及区域竞争程度共同决定。

表 2 主要国内核心/枢纽机场综合对比

机场	政策支持力度	主基地航空公司支持力度	腹地经济强度	交通配套力度	中转便利程度	区域竞争利于发展程度
首都机场	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★
上海机场	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★☆☆	★★★★★
白云机场	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★☆☆	★★★
深圳机场	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★

资料来源:首都机场发债说明书,《关于投资建设上海浦东国际机场三期工程项目的公告》、广东省机场集团发债说明书,海通证券研究所

1.2 供给: 2035 年规划 1.6 亿设计旅客, 空域瓶颈有望逐步打开

我们认为,机场运力的短期制约因素是现有航站楼、跑道和空域的承载能力;中期制约因素是机场航站楼和跑道的扩建计划,长期制约因素是机场的空域和地面保障资源。

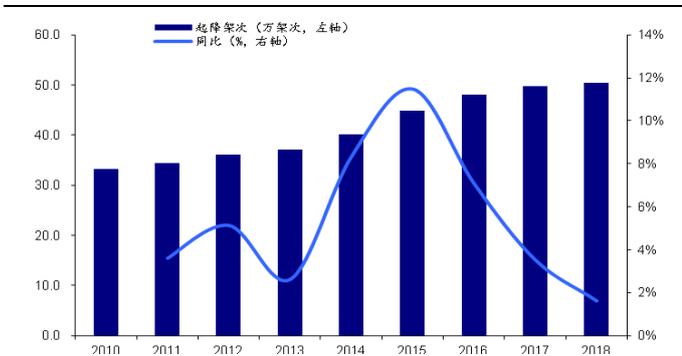
1.2.1 近期 2+5+卫星厅, 远期 5+8 超前规划, 地面保障无忧

根据《上海市综合交通“十三五”规划》,“十二五”期间,虹桥、浦东两大机场建成4座航站楼、6条跑道,其中浦东机场拥有T1、T2两座航站楼和4条跑道。“十三五”期间,浦东机场要继续巩固提升亚太航空枢纽港地位,建设第五跑道、三期扩建工程。浦东机场第五跑道已于2017年建成(目前尚未用作商用),三期扩建工程(S1S2卫星厅)计划于2019年9月投入使用。卫星厅建成后,浦东机场可满足年旅客吞吐量8000万人次的运行需求。

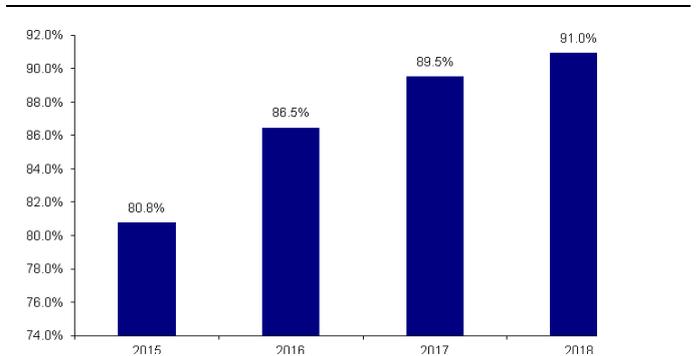
表3 浦东机场航站楼和跑道基础设施情况

设施	面积	值机柜台	登机桥
T1 航站楼	34.6 万平方米	208 个	28 个
T2 航站楼	48.6 万平方米	352 个	42 个
卫星厅 (在建)	62.2 万平方米	--	83 个

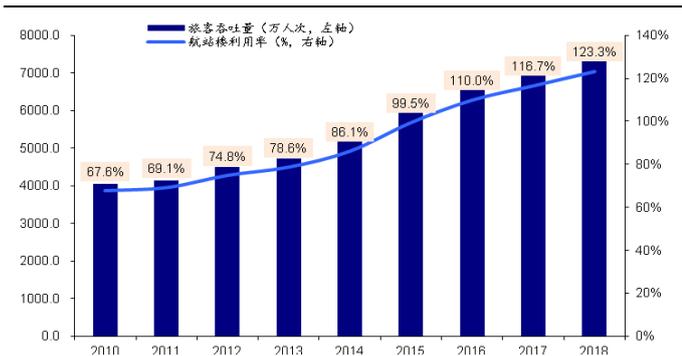
资料来源:上海机场集团2016年社会责任报告,海通证券研究所

图16 2010-2018年上海机场飞机起降架次


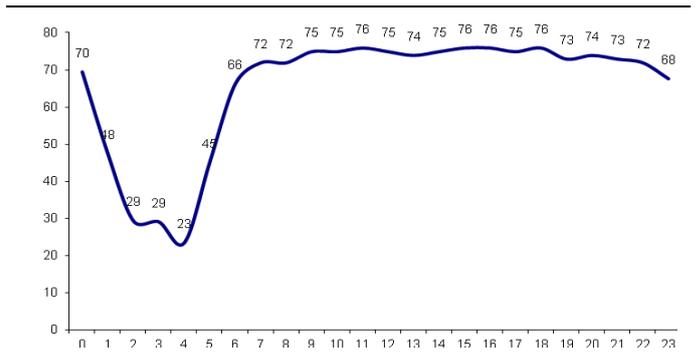
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 上海机场跑道利用率情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 2010-2018年上海机场航站楼利用率


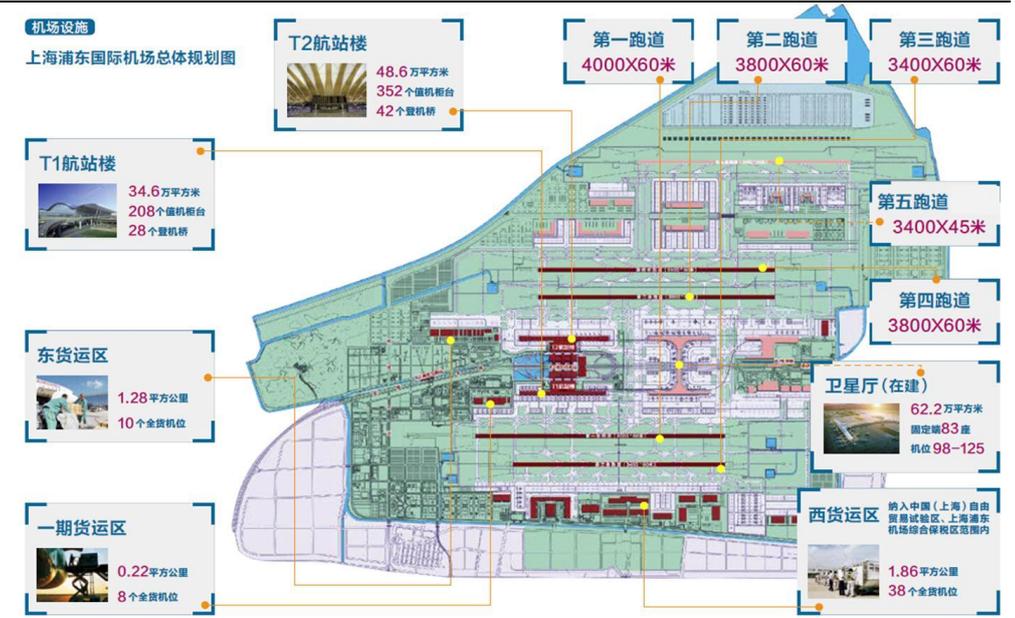
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 上海机场 19 夏秋计划小时起降架次


资料来源: 民航预先飞行管理计划, 海通证券研究所

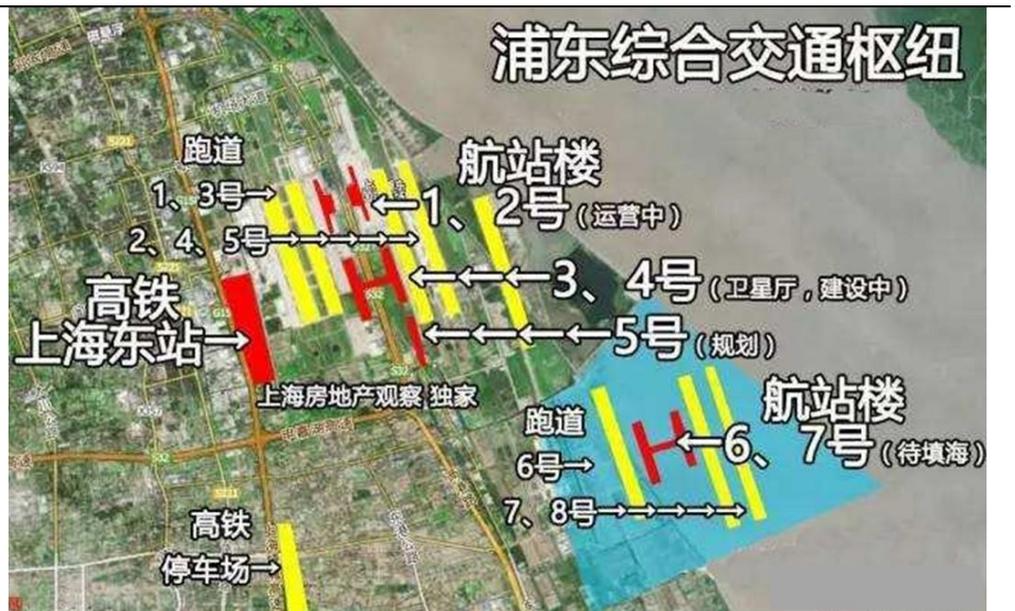
远期来看,由于虹桥机场已处于满负荷运行,浦东机场现有保障能力无法满足长远发展,为了给更长远的发展留出空间,浦东机场在既有航站区的东南方向,还规划了第二航站区,采取从浦东海岸线每年自然淤积生长,填海造地建设的方式,在新区域规划建设浦东机场的第六、第七、第八跑道和两座新航站楼,可实现年旅客吞吐量4000万人次。

图20 浦东机场近期规划示意图



资料来源: 上海机场集团 2016 年社会责任报告, 海通证券研究所

图21 浦东机场远期规划示意图



资料来源: 民航资源网, 上海房地产观察, 海通证券研究所

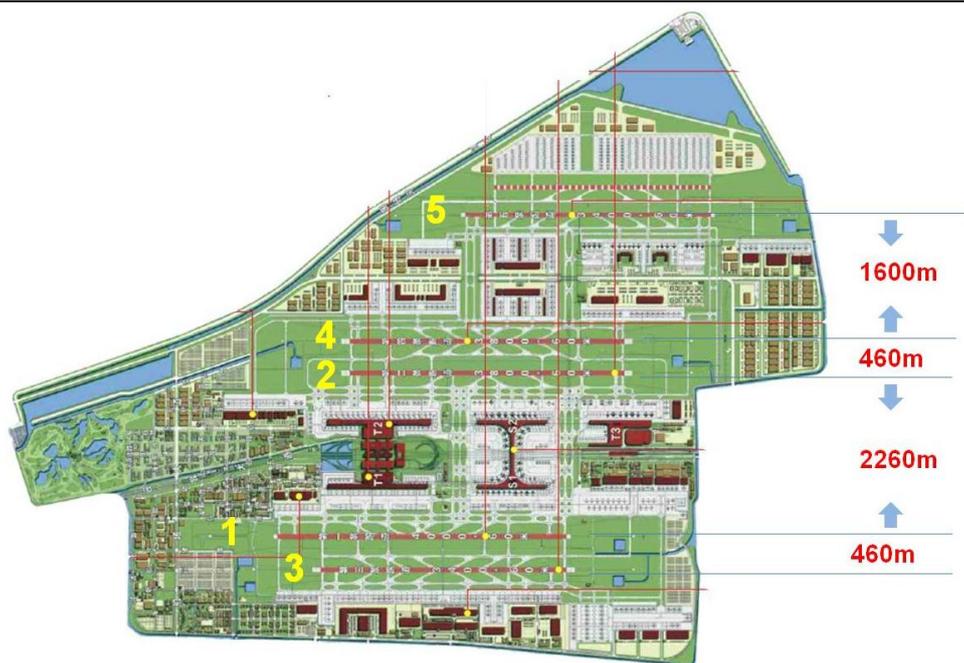
按照上海市人民政府报道, 到 2020 年, 浦东机场旅客吞吐量将达到 8000 万人次; 到 2035 年, 浦东机场将成为拥有五座航站楼、8 条跑道的世界级航空枢纽, 届时能满足浦东机场 1.6 亿人次的年吞吐能力需求。另根据《上海市城市总体规划(2017-2035)》, 到 2035 年, 上海航空枢纽的旅客中转率、出入境客流比例提高至 19%左右和 38%左右。

表 4 上海机场、上海城市机场群近、远期旅客吞吐量规划

规划年	目标机场	旅客吞吐量目标
2020 年	浦东机场	8000 万人次
2020 年	上海虹浦两场	1.2 亿人次
2035 年	浦东机场	1.6 亿人次
2040 年	上海城市机场群	2.9 亿人次

资料来源：上海市政府官网，《上海市城市总体规划（2017-2035）》，海通证券研究所

上海机场已建成 5 条跑道，其布局两组近距跑道加远距第五跑道。但第五跑道暂未用作商业运营。其中，1、2 主跑道相距 2260 米，1、3 跑道，2、4 跑道间距都约 460 米，4、5 跑道间距约 1600 米。

图 22 浦东机场现有的 5 条跑道间距情况


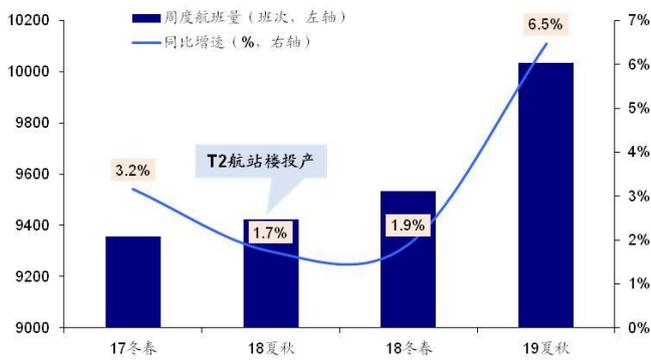
资料来源：中国民航网、上海机场集团 2017 年社会责任报告，海通证券研究所

英国国空航空交通服务有限公司在为香港机场《2030 香港国际机场规划大纲》提供技术咨询服务时，提出：在完全不受限制的环境下，一条跑道若采用“混合起降模式”运作，即**同时降落和起飞，每小时的最高起降量可达 44 架次**。浦东机场当前 4 条跑道的高峰小时起降架次仅为 76 架次/小时，且第五跑道已建成但尚未投入商业运营，对比国际上跑道数量相似的大型枢纽机场，容量空间还很大。参考白云机场 T2 投运前后的时刻增量，我们判断，在浦东机场卫星厅投产的下一个航季——即 **2020 年夏秋航季，浦东机场时刻有望增加**。

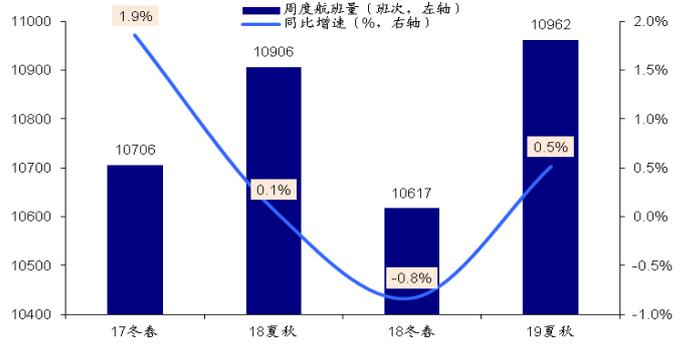
表 5 主要机场设计小时容量水平

机场	跑道数量 (条)	跑道构型	2017 年小时容量 (架次/小时)
香港机场	2	2 条宽距跑道	69
英国希斯罗机场	2	2 条宽距跑道	87
德国法兰克福机场	4	4 条跑道, 混合型	120
首都机场	3	3 条宽距跑道	88
上海机场	4	2 窄 2 宽	76
白云机场	3	2 窄 1 宽	69
深圳机场	2	2 条宽距跑道	51

资料来源: 2017 年全国民航航班运行效率报告、民航资源网, 海通证券研究所
 注: 窄跑道一般只能“一起一降”, 宽跑道可“独立起降”

图 23 白云机场 T2 航站楼投产后时刻总量增加


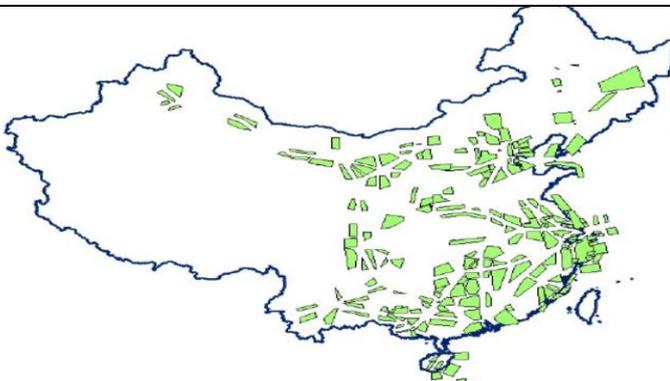
资料来源: 民航预先飞行管理系统, 海通证券研究所

图 24 上海机场 17-18 没有项目投产, 时刻总量增速较慢


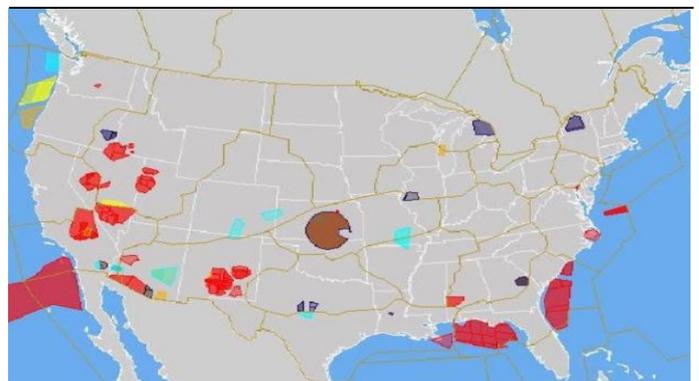
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2.2 空域: 精细化改革持续, 大场机场迁建已提上日程

现有空域资源有限。我国现行的空域管理体制是在国家空管委领导下, 由空军负责统一组织实施, 民航空中交通管理部门的军航飞行管制部门分别对航路内外的航空器提供管制指挥服务。据 2015 年国家空域技术重点实验室的计算, 民航主用的航路航线和机场空域面积占国家空域面积的 **25%** 左右¹, 军航主用的空域面积占 **24%** 左右, 军民航重叠使用空域面积 (临时航线和军民合用机场空域等) 占 **5%** 左右, 其余尚未被有效开发利用的空域面积约占国家空域面积的 **56%**, 主要集中在西部人烟稀少地区。而美国国民航空域占比达到 **80%**。

图 25 中国民航可用空域占比仅 25% (绿色区域)


资料来源: 《空域管理与规划》, 海通证券研究所

图 26 美国民航可用空域占比 80% (灰色区域)


资料来源: 《空域管理与规划》, 海通证券研究所

¹ 资料来源: 中国航空运输协会通用航空分会

在突出的空域矛盾下，改革亦渐行渐近。2017年3月，全国人大十二届五次大会政府报告中，特别提到“要优化空域资源配置”，这是国家首次在政府工作报告中专门对空域资源使用提出具体要求。在《2017年全国民航航班运行效率报告》中也提到，“**虹桥机场**空管深挖潜力，积极推进长三角空域精细化管理改革，新增12条临时航线，10个等待空域释放空域流量压力，使得下半年的放行率显著提升”。

1.3 收入质量：国际旅客占比高，非航占全部利润

机场的业务主要分为航空性业务和非航业务。各大机场单位旅客成本差距不大，则**单位旅客所对应的收入**是决定其毛利率、ROE等指标的关键因素。简单来讲，**国际旅客占比越高，单位旅客收入越高。**

1.3.1 航空性业务：依靠超高国际旅客占比，傲视国内枢纽机场

航空性业务收费如起降费、停车场费、客桥费、旅客服务费及安检费等收费标准基准价及浮动幅度按照民航发[2007]159号《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》、民航发[2013]3号《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》和民航发[2017]18号《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》执行。上海浦东、北京首都、广州白云三大枢纽机场收费标准如下：

表 6 三大枢纽机场国内、国际及地区航空性业务收费标准

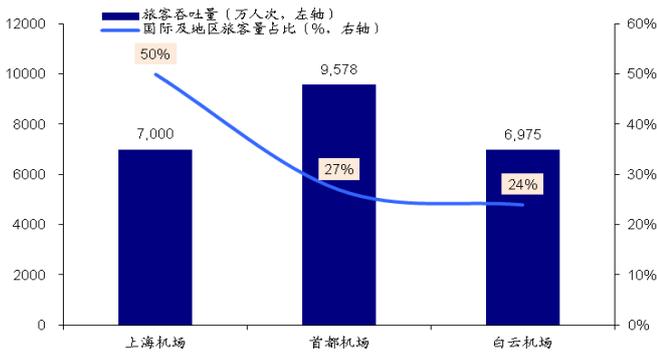
项目		国内收费标准	国际及地区收费标准
起降费 (元/吨)	25吨以下	240	2000
	26-50吨	650	2200
	51-100吨	1200+24*(T-50)	2200+40*(T-50)
	101-200吨	2400+25*(T-100)	4200+44*(T-100)
	201吨以上	5000+32*(T-200)	8600+56*(T-200)
旅客服务费 (元/人)		34	70
安检费 (元/人、元/吨)	旅客行李	8	12
	货物邮件	53	70
停车场 (元)		2小时以内免收；2-6(含)小时按照起降费的20%计收；6-24(含)小时按照起降费的25%计收；24小时以上，每停车场24小时按照起降费的25%计收。不足24小时按24小时计收。	2小以内免收；超过2小时，每停车场24小时按照起降费的15%计收。不足24小时按24小时计收。
客桥费 (元)		单桥：1小时以内200元；超过1小时每半小时100元，不足半小时按半小时计收。多桥：按单桥标准的倍数计收。	

资料来源：《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》，《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》，海通证券研究所

其中，按照2017年民航局《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》，起降费收费标准可在规定的基准价基础上上浮不超过10%。

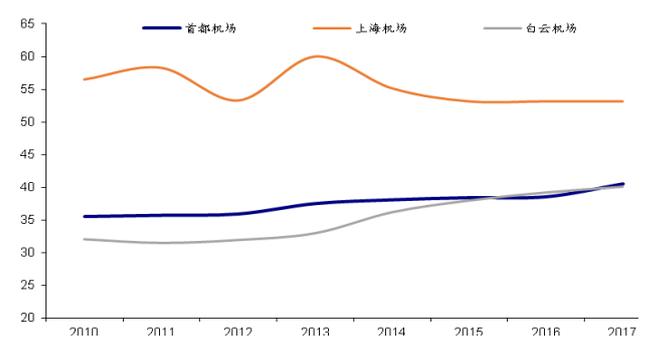
上海机场2018年营业收入93.1亿元，其中，航空性收入39.7亿元，同比增长6.6%，占公司总收入的42.6%。航空性收入中，架次相关收入17.5亿元，同比增长5.9%；旅客及货邮相关收入22.2亿元，同比增长7.1%。根据表6，我们发现，一个国际航班和国际旅客的收费明显高于国内航班和旅客。因此，国际航班和旅客的单位收入贡献明显高于国内航班和旅客。2017年，上海两场旅客吞吐量1.12亿人次，其中，国际及地区旅客量占比33.9%，受益于虹浦两场定位差异，浦东机场2017年国际及地区旅客占比达到49.6%，虹桥机场国际及地区旅客量占比仅7.7%。这也是在单位收费按规定执行的情况下，上海机场**单客航空性收入**远超其他枢纽机场的原因。

图33 17年三大机场国际&地区旅客量占比对比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 17年上海机场单客航空性收入高出其他两机场 30%(元)


 资料来源: 三大机场 2017 年报, 海通证券研究所
 注: 剔除机场费

根据我们的拆分, 2018 年公司起降费 and 旅客服务费分别占航空性收入的 36.0% 和 47.3%, 二者占据公司航空性收入的绝大部分。而根据表 6, 起降费按照飞机最大起飞全重收费、旅客服务费按照旅客人数收费。根据民航局最新披露的 2019 夏秋航季时刻表, 我们统计了在浦东机场起降的飞机最大起飞全重分布情况, 发现上海机场没有最大起飞全重在 50 吨以下的飞机, 内线主要机型最大起飞全重分布在 51-100 吨; 国际&地区航线机型最大起飞全重 201 吨以上最多。

表 7 上海机场每周航班量最大起飞全重分布 (班次)

	内航内线	内航外线	内航港澳台	外航外线
26-50 吨	0	0	0	0
51-100 吨	4996	1447	276	482
101-200 吨	0	0	0	211
201 吨以上	199	1188	92	1717
合计	5195	2635	368	2410

资料来源: 2019 夏秋航季时刻表, 海通证券研究所

最大起飞全重在 51-100 吨中的典型机型为波音 737 系列和空客 320 系列, 常见最大起飞全重为 79 吨; 101-200 吨中典型飞机为波音 767 飞机, 由于存在不同型号, 我们选取 767-300 做测算, 其最大起飞全重为 159 吨; 201 吨以上机型较多, 典型为波音 777、787 系列, 空客 330、340、380 系列。我们选取最常见的 B737-800、A330 作为比较对象, A330 的最大起飞全重为 230 吨。

表 8 上海机场典型机型收费标准

飞机型号	最大起飞全重 (吨)	国内线收费 (元/架次)	国际及地区线收费 (元/架次)	收费差异 (国际/国内)
B737-800	79	1896	3360	177%
B767	159	3875	6796	175%
A330	230	5960	10280	172%

资料来源: 民航局, 海通证券研究所

从上表的比较我们可以看出, 若为同一机型, 飞国际航班约是国内航班收费的 1.75 倍。由于中小型飞机的最大航距较短, 无法执飞洲际航线, 所以一个时刻由国内线换成远程国际线大多需要换大飞机。如 B737-800 的满载航距为 5665 千米, A330 飞机满载航距为 12500 千米, 北京飞纽约航距为 10975 千米, 需用 A330 以上的机型执飞。若由 B737-800 飞机起降国内航线换成由 A330 飞机起降国际航线, 则上海机场一个起降架次能多收费 4.4 倍。

根据表 7 和表 8, 一个飞机执飞国内线平均收费 2052 元, 执飞国际线平均收费 7325

元, 即平均一架飞机国际航班收费是国内航班收费的 3.6 倍。

旅客服务费方面, 根据上海机场 2018 年报, 平均一个国内航班旅客人数为 139.6 人, 平均一个国际航班旅客人数为 156.8 人。按照表 6 的收费标准, 即平均一个国内航班收费 4746.3 元 (139.6 人*34 元/人), 平均一个国际航班收费 10975.4 元 (156.8 元*70 元/人), 则平均一架飞机国际航班旅客服务费是国内航班的 2.3 倍。

表 9 上海机场 2018 年单机平均旅客服务费测算

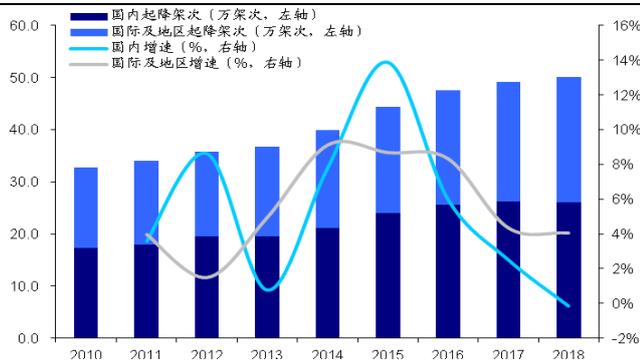
	2018 年
国内旅客吞吐量 (万人次)	3643.3
国内起降架次 (万架次)	26.1
国内单机平均旅客人数 (人)	139.6
国内旅客服务费 (元/人)	34.0
国内平均一架飞机旅客服务费 (元)	4746.3
国际 (包含港澳台) 旅客吞吐量 (万人次)	3757.4
国际 (包含港澳台) 起降架次 (万架次)	24.0
国际 (包含港澳台) 单机平均旅客人数 (人)	156.8
国际 (包含港澳台) 旅客服务费 (元/人)	70.0
国际 (包含港澳台) 平均一架飞机旅客服务费 (元)	10975.4

资料来源: 上海机场 18 年报, 民航局, 海通证券研究所

整体来看, 上海机场一个国际航班起降费+旅客服务费是一个国内航班的 2.7 倍。

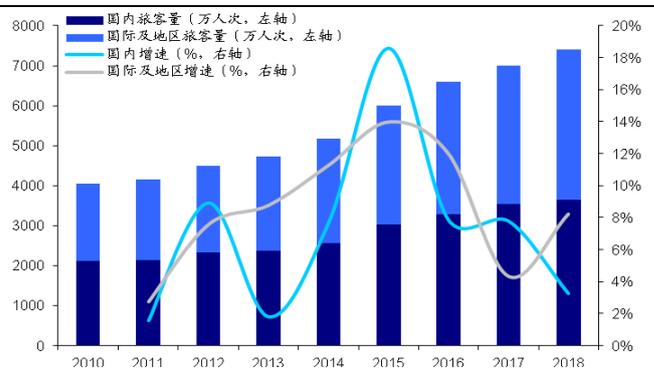
而从图 37 可以看出, 上海机场的国际航班起降架次及国际旅客量占比不断上升, 这就解释了其起降费收入和旅客服务费收入增速基本高于其经营数据增速的原因。

图 35 上海机场国内、国际&地区起降架次情况



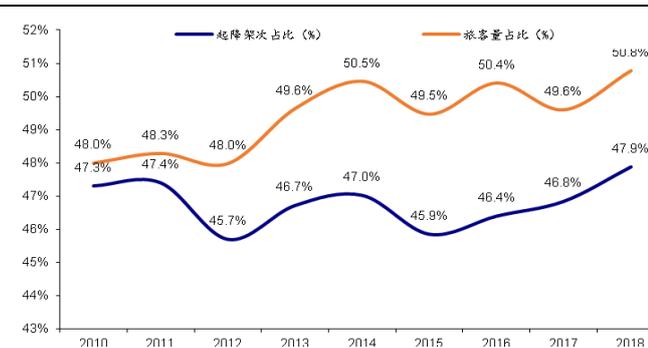
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 36 上海机场国内、国际&地区旅客量情况



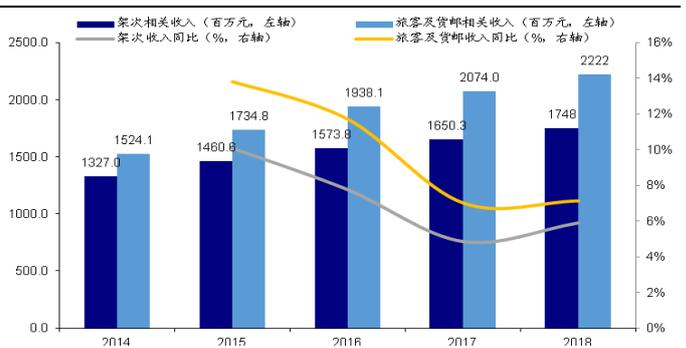
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 37 上海机场国际&地区起降架次、旅客吞吐量占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 38 上海机场航空性收入及增速情况

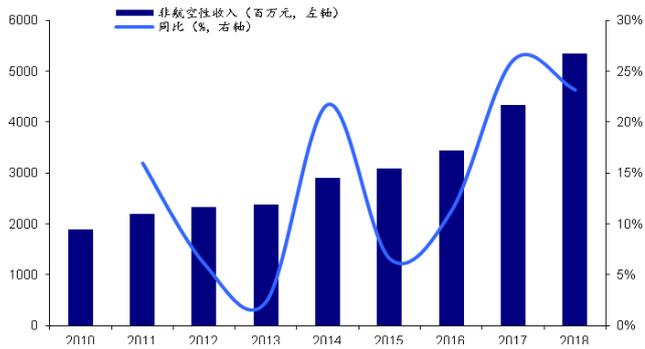


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3.2 非航业务：免税贡献大部分利润，卫星厅开业迎来新篇章

免税业务占公司利润总额近 60% (2018)，每年高速增长贡献利润弹性。2018 年，上海机场非航业务收入 53.4 亿元，同比增长 23.2%；其中，商业租赁收入 39.9 亿元，同比增长 33.2%，其他非航收入 13.6 亿元，同比增长 0.86%。其中，占比最高的商业餐饮业务包含了免税商业、有税商业、餐饮等业务。根据《上海机场关于签订重大合同的公告》中披露，2015-2017 年，公司免税业务分别贡献收入 14.6、16.94、25.55 亿元，占公司当年非航业务收入的 47%、49%、59%。我们测算，2018 年公司免税业务收入占非航收入的 65%。

图39 上海机场非航业务收入及增速



资料来源：上海机场 2010-2018 年报，海通证券研究所

图40 上海机场免税收入及增速情况

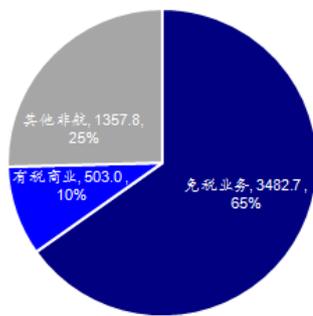


资料来源：上海机场关于签订重大合同的公告，海通证券研究所

由于公司免税业务为特许经营模式，几乎无成本。计算下来，2015-2017 年，公司免税业务收入占当年利润总额的 43%、46%、53%。并且我们估算 2018 年免税业务收入占利润总额的 62%。

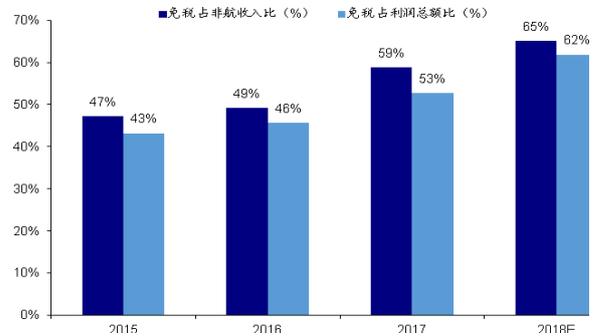
根据上海机场 2019 年一季报披露，由于上海机场与日上免税行（上海）签订了《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》，2019 年一季度，公司本合同实现营业收入 10.1 亿元。该合同在 2019-2021 年仅包含 T2 航站楼免税业务，我们预计，T1+T2 航站楼为公司 19Q1 贡献免税收入 13.6 亿元，占公司 19Q1 利润总额的 75%。

图41 2018 年我们预计的非航业务收入占比 (百万元)



资料来源：上海机场 2018 年报，海通证券研究所

图42 上海机场免税收入占非航收入和利润总额的比



资料来源：2015-2018 上海机场年报，上海机场关于签订重大合同的公告，海通证券研究所

上海机场利润中还包含了贡献较高的投资收益，主要是航油业务和广告业务。2018

年, 公司投资收益 8.9 亿元, 占利润总额的 16%。这意味着, 上海机场除免税、投资收益以外的业务, 在 2018 年仅为公司的利润总额贡献了 22%。

表 10 上海机场利润总额构成拆分

	2015	2016	2017	2018E
免税占利润总额比	43%	46%	53%	62%
投资收益占利润总额比	18%	20%	20%	16%
其他业务利润占利润总额比	39%	35%	27%	22%

资料来源: 上海机场 2015-2018 年报, 海通证券研究所

7 年保底免税收入 410 亿元, 扣点率亦大幅提升, 2019 免税收入占利润总额比重 79%。2018 年 9 月 7 日, 上海机场与日上上海签订了《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》, 合同约定了 2019.1.1-2025.12.31 (7 年), 日上上海向上海机场支付免税保底租金 410 亿元, 综合提成比率 42.5%, 合同金额按月支付, 月实收费用采用月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式。其中, 浦东机场 T1 航站楼进出境免税场地自 2022 年 1 月 1 日起始, 卫星厅自启用日起始。目前浦东机场规划了 16915.37 平方米的免税店, 其中 T1 共 3286.3 平米, T2 共 4567.07 平米, 卫星厅共 9062 平米。

表 11 上海机场免税场地及面积

所属区域	区域性质	面积 (平方米)	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022.1.1-2025.12.31
	出境店	2465.3	2022.1.1-2025.12.31
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019.1.1-2025.12.31
	出境店	3431.07	2019.1.1-2025.12.31
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025.12.31
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025.12.31
总计	--	16915.37	--

资料来源: 《关于签订特别重大合同的公告》, 海通证券研究所

表 12 公司预计每年保底销售提成情况

合同期间	预计每年保底销售提成 (亿元)
2019	35.25
2020	41.58
2021	45.59
2022	62.88
2023	68.59
2024	74.64
2025	81.48
合计	410

资料来源: 《关于签订特别重大合同的公告》, 海通证券研究所

受益于 2019 年扣点率由此前的约 32% 提升至 42.5%, 我们预计, 2019 年, 公司免税业务收入贡献 56 亿元 (按销售额 151 亿元预计), 占利润总额比例进一步提升至 79%。

有税业务方面, 卫星厅开业将带来高增长。上海机场首次零售餐饮招商资源约 1.9 万平米, 其中, 国际区域零售面积规划约为 5000 平米, 国内区域零售面积约为 4900 平米, 餐饮项目规划约为 9200 平米。标段划分总计 55 个包括国内有税零售标段 19 个, 国际有税零售标段 15 个, 餐饮项目标段 21 个。总计为上海机场新增有税保底收入 **3.26**

亿元/年, 加权平均扣点率 27%, 本次签约期限 1825 天 (5 年), 总共为上海机场新增保底收入 16.3 亿元。

表 13 上海机场卫星厅招商项目结果

区域	面积 (平方米)	总中标保底金额 (5 年, 万元)	加权平均提成比例	合同期限 (天)
国际零售	5000	54052.9	33.4%	1825
国内零售	4900	53469.8	24.6%	1825
餐饮	9200	55343.5	23.1%	1825
合计	19100	16.3 亿元	27.0%	

资料来源: 上海机场集团官网, 海通证券研究所

表 14 上海机场卫星厅招商项目 (零售) 国际有税结果

标段	第一中标候选人合同期内保底费用总量报价 (万元)	提成比例	合同期限 (天)
标段 1	18623.8	29%	1825 (5 年)
标段 2	631.3	40%	1825
标段 3	2557.7	32.5%	1825
标段 4	1147.2	15%	1825
标段 5	780.0	26%	1825
标段 6	102.6	15%	1825
标段 7	827.0	25%	1825
标段 8	25148.4	38%	1825
标段 9	580.9	31%	1825
标段 10	暂无	暂无	暂无
标段 11	1922.3	40%	1825
标段 12	658.4	25%	1825
标段 13	482.7	30%	1825
标段 14	590.6	29%	1825
合计	54052.9		

资料来源: 上海机场集团官网, 海通证券研究所

表 15 上海机场卫星厅招商项目（零售）国内有税结果

标段	第一中标候选人合同期内保底费用总量报价（万元）	提成比例	合同期限（天）
标段 1	9229.2	18%	1825
标段 2	906.9	25%	1825
标段 3	859.7	25%	1825
标段 4	1527.6	30%	1825
标段 5	3395.5	30%	1825
标段 6	3550.7	38%	1825
标段 7	478.8	30%	1825
标段 8	575.7	23%	1825
标段 9	626.4	16%	1825
标段 10	725.6	10%	1825
标段 11	14913.2	18%	1825
标段 12	774.1	18%	1825
标段 13	2540.0	30%	1825
标段 14	6247.2	38%	1825
标段 15	4122.7	30%	1825
标段 16	885.3	30%	1825
标段 17	636.9	21%	1825
标段 18	592.0	11%	1825
标段 19	882.3	10%	1825
合计	53469.8		

资料来源：上海机场集团官网，海通证券研究所

表 16 上海机场卫星厅招商项目（餐饮）标段结果

标段	第一中标候选人合同期内保底费用总量报价（万元）	提成比例	合同期限（天）
标段 1	3024.6	20%	1825
标段 2	840.1	19%	1825
标段 3	2095.7	22%	1825
标段 4	1857.2	24%	1825
标段 5	1270.4	24%	1825
标段 6	3183.1	25%	1825
标段 7	3474.1	26%	1825
标段 8	4244.0	24%	1825
标段 9	3484.4	26%	1825
标段 10	1601.1	22%	1825
标段 11	5111.7	23%	1825
标段 12	2466.8	21%	1825
标段 13	4778.2	25%	1825
标段 14	1818.0	24%	1825
标段 15	2729.4	22%	1825
标段 16	1065.8	19%	1825
标段 17	2827.9	27%	1825
标段 18	3678.9	19%	1825
标段 19	4706.1	22%	1825
标段 20	503.2	19%	1825
标段 21	582.8	21%	1825
合计	55343.5		

资料来源：上海机场集团官网，海通证券研究所

1.4 运营效率：致力于创造股东回报

通过持续创新和发展，扩大业务规模、丰富业务模式、拓展投资渠道，提升盈利能力，实现股东利益的最大化，实现成为价值创造能力最强机场公司的目标。

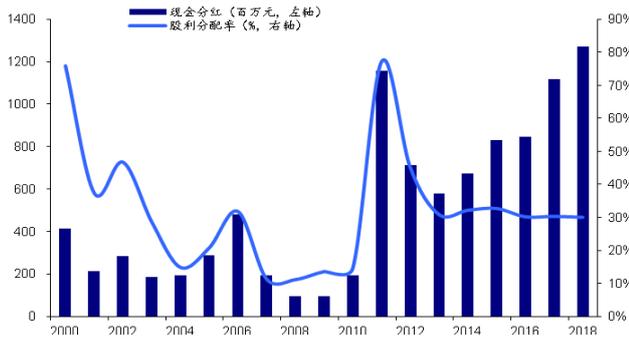
——上海机场 2018 年报，公司发展战略部分

1.4.1 长期回报突出，为股东创造价值

上海机场于 1998 年 2 月上市，2004 年以前体内资产是虹桥机场，其 IPO 募资 19.2 亿元，主要用于浦东机场一期建设；2000 年，虹桥机场发行 13.5 亿元可转债收购浦东机场航站楼等资产；2007 年，浦东机场发行 25 亿元 10 年期企业债券，用于浦东机场二期扩建。3 次募集资金总额 57.7 亿元。自 2007 年起，上海机场再未向市场做过任何融资。

上市 20 年，19 次现金分红累计近 100 亿元。1998 年上市至今，上海机场股价至 2019.5.6 累计上涨 20.2 倍，年化复合收益率 15%。2011 年以来，上海机场国际&地区旅客量突破 2000 万，进入大型枢纽机场行列，商业模式逐渐成熟。2011-2018 年化复合收益率 22%，其年涨跌幅仅 1 次（2014 年）略跑输大盘。

图43 上海机场历次分红情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图44 2011-2018 上海机场年化收益率仅 1 次跑输上证综指



资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.4.2 单位旅客价值创造最佳，但成本却是三大枢纽中最低

从单客收入来看，得益于上海机场超高占比的国际旅客，使得其单客航空性业务收入远高于其他枢纽机场；得益于长三角地区发达的腹地经济，使得上海机场国际旅客质量非常高，单客消费高，因此，单位旅客非航收入亦高于其他机场。

成本端，机场是重资产行业，由于大规模的折旧等固定成本，单位旅客为机场带来的边际成本应该基本为 0，即，规模效应应该较为突出。从图 46 可以看出，上海机场的规模效应较为明显，但首都机场、白云机场规模效应不明显。

图45 上海机场单位旅客收入高于其他枢纽机场 (元)

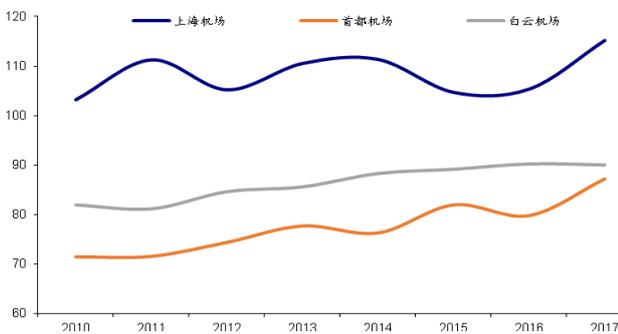
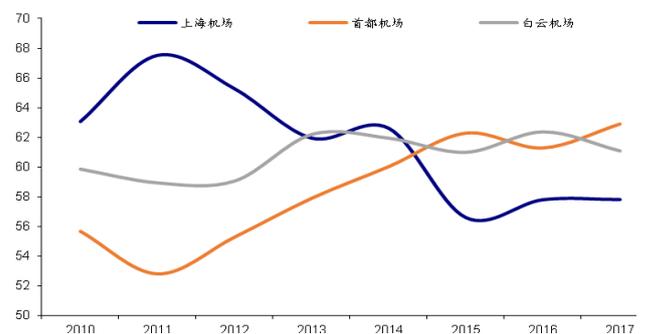

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 剔除机场建设费

图46 上海机场单位旅客成本低于其他机场 (元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.4.3 关联交易——机场资产不完整性带来的风险

机场是重资产行业，由于其扩建时需用的土地成本过高，目前上市机场的扩建所需土地均向集团租赁。此外，由于机场航站楼、跑道等扩建造价过高，航站楼需百亿资金、跑道几十亿（若需征地拆迁则更贵），部分机场现金流较为紧张，采取政府将土地以作价入股方式把土地转给集团、集团修建、上市公司租赁的方式。因此，上市机场的资产均不完整。

我们梳理了上市机场的主要资产（航站楼、飞行区、跑道）的归属，见下表。可以看出，上市机场的资产中，基本只包含地面资产，土地基本均向集团租赁。

表 17 上市机场主要自有资产和租赁资产划分

机场	上市公司主要资产	向集团等关联方租赁资产(租期)
首都机场	T1 航站楼地面资产 T2、T3 航站楼地面资产 一、二跑道、三跑道地面资产	飞行区土地 (20 年) 跑道、机坪、停车场土地使用权 (50 年)
上海机场	T1 航站楼地面资产 一跑道地面资产 T2 航站楼地面资产 二跑道部分地面资产 三跑道地面资产 卫星厅地面资产	二期飞行区土地 (一年一签) 浦东机场办公场所 (一年一签) 二跑道部分资产 (一年一签) 四跑道 (一年一签) T2 航站楼场地 (一年一签) 卫星厅土地
白云机场	T1 航站楼地面资产 一、二、三跑道地面资产 T2 航站楼地面资产	飞行区土地 (6-20 年) 飞行区外土地 (6-20 年) T2 航站楼场地 (8 年) 各种设备 (20 年)
深圳机场	T3 航站楼地面资产 一跑道地面资产	一跑道土地、T3 航站楼土地 (一年一签) 飞行区站坪及东航站区配套设施用地 (一年一签) 二跑道由集团建设,起降费与上市公司分成,公司分 60%。

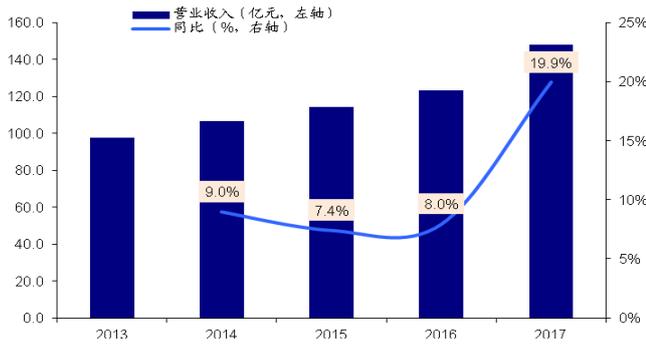
资料来源: 四大机场关联交易公告, 海通证券研究所

由于每年需要向集团支付土地租金, 故我们需要关注关联交易在成本中的占比。梳理了上海机场有记录以来的土地等关联交易租金, 我们发现, 虽然上海机场大部分租金都一年一签, 但关联交易额基本均为有新资产投产时的新增土地租赁, 纯涨价较少。

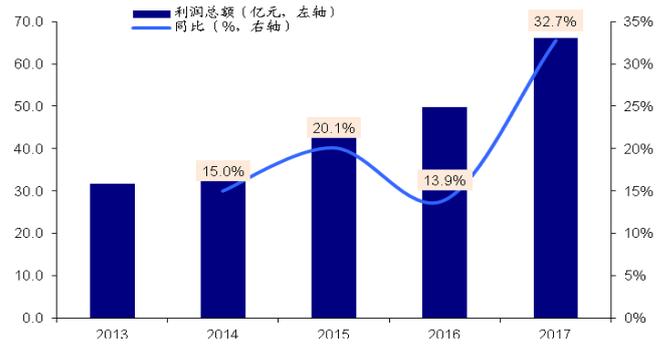
图 47 上海机场历年关联成本及其占营业成本比重


资料来源: 上海机场 2005-2018 年关联交易公告, 海通证券研究所

上海机场集团旗下拥有上海浦东、虹桥两大机场, 其中, 浦东机场为上市公司。2017 年, 上海机场集团总资产 806.8 亿元, 营业收入 148 亿元, 利润总额 66.1 亿元, 其中, 上市公司上海机场占其利润总额比例 73%, 两大机场均为优质盈利资产。由于上海机场集团旗下资产非常优质、盈利能力强, 因此对上市公司的资金需求较少, 总体我们认为, 上海机场关联交易风险总体可控。

图48 上海机场集团营业收入


资料来源：2014-2017 年上海机场社会责任报告，海通证券研究所

图49 上海机场集团利润总额


资料来源：2014-2017 年上海机场社会责任报告，海通证券研究所

2. 免税：流量为基，价格为王

2.1 现状：高速发展，2019 年之后有望占利润总额超 80%

我们在本文 1.3 部分，重点分析了上海机场的非航业务。我们发现，2017 年，公司免税业务占当年非航业务收入的 59%。我们测算，2018 年公司免税业务收入占非航收入的 65%。由于公司免税业务为特许经营模式，几乎无成本。计算下来，2017 年，公司免税业务收入占当年利润总额的 53%。并且我们估算 2018 年免税业务收入占利润总额的 62%。

受益于 2019 年扣点率由此前的约 32% 提升至 39%，我们预计，2019 年，公司免税业务收入贡献 56 亿元（按销售额 151 亿元预计），占利润总额比例进一步提升至 79%。2020 年预计这一比例能提升至 90%（按照 2020 年免税收入提升 30% 假设）。

表 18 上海机场免税收入及占利润总额比例假设

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
上海机场免税销售额 (亿元)	59	83	116	151	197
扣点率	30.4%	32.6%	31.8%	39%	39%
免税收入 (亿元, 剔除 6% 增值税)	16.94	25.55	34.8	55.7	72.8
利润总额	37.2	48.4	56.3	70.7	81.0
占利润总额比例	46%	53%	62%	79%	90%

资料来源：上海机场关于签订重大合同的通知，上海机场 16-18 年报，海通证券研究所
 注：上海机场免税销售额为估算值、2018-2020 年扣点率为估算值

2.1.1 机场免税介绍

从上面的分析我们不难发现，免税业务利润在上海机场的利润占比中越来越大。因此，分析上海机场的投资价值，对免税业务、免税行业的分析十分关键。

首先我们需要了解的是，什么是免税业务、免税是免哪些税、哪些人可以买免税品、能买多少钱免税品、国内有哪些免税业态。

免税品免的是什么税？在额度之内，免除进口关税和进口环节的消费税、增值税。

进口商品需缴纳的三种税费计算公式：

- **关税税费**=关税完税价格*现行关税税率
- **进口环节消费税税费**=(关税完税价格+关税)/(1-消费税税率)*消费税税率
- **进口环节增值税税费**=进口环节消费税计税价格*增值税税率 17%，其中烟、酒消费税为复合征税，消费税需要增加从量税部分。

举个例子，假设海关核定的某批高档化妆品关税完税价格为 100 万元，按政策规定，其进口关税/进口环节增值税/消费税分别为 10%、17%、15%，则其需要缴纳的三种税费合计 51.4 万元，具体如下表：

表 19 进口 100 万元高档化妆品需缴纳的税费

税种	税率	计算方式	税费（万元）
进口关税	10%	100*10%	10
进口环节消费税	15%	(100+10)/(1-15%)*15%	19.4
进口环节增值税	17%	(100+10+19.4)*17%	22
合计			51.4

资料来源：财政部，海通证券研究所

能买多少钱免税品？中国海关总署规定，居民旅客境外获取自用物品 5000 元人民币免税限额，同时，2016 年 2 月新政，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元。即，**境外不超过 5000 元，境外+口岸不超过 8000 元。**（强调：是单次进境时购买的额度，不是一年的额度）

哪些人能在机场买免税品？简单来讲，**进出境旅客（国际、地区旅客）**可在机场免税区域购买免税品。

2.1.2 机场免税护城河：流量、价格

那么，免税行业的护城河在哪里呢？——我们认为，一是垄断、稳定增长、高质量的国际客流；二是相对市内商超、其他机场免税店明显的价格优势。

上海机场的垄断区位优势带来稳定的客流量；上海机场高规格的定位——亚太、世界级枢纽，为上海机场带来傲视其他枢纽机场的高比例国际旅客；直接服务区长三角强大的经济实力为上海机场带来稳定的、高比例的、高质量的国际旅客。

价格方面，日上上海香化产品整体定价中国最低，亚洲范围内相当有竞争力。今年年初，我们草根调研了上海浦东、香港机场、白云机场，主要考察他们免税产品的定价。

香化产品是机场免税店销售额占比最高的品类之一。日上免税店在亚洲范围内的价格优势均有口皆碑，我们选取了约 200 个样本，对比其价格，结果表明：日上上海总体价格拥有绝对优势，香港机场香化品定价是三者中最贵的，中免广州定价介于二者之间。三者定价均低于国内专柜价，其中，**日上上海（全价）是国内专柜的 69.3%，中免广州是国内专柜的 76.5%，香港机场是国内专柜的 84%。**

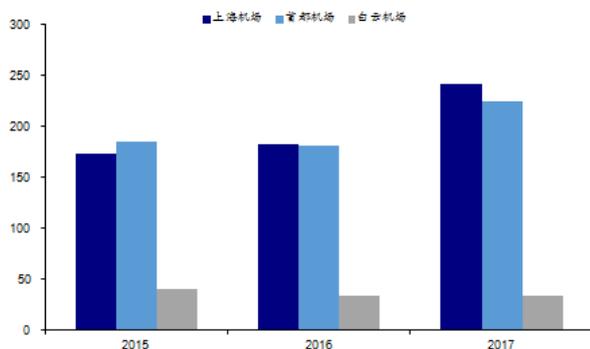
表 20 22 款热门香化产品比价情况 (元)

品牌	产品	规格	专柜价	日上上海	广州白云	香港新罗	香港 DFS	三亚	海口美兰
LA MER	精华面霜	30ml	1450	1037	1040	1290		1192	1192
	精华面霜	60ml	2550	1869	1870	2322	2107	2146	
	精华面霜	100ml	3900	2826	2830	2924	2821	3257	3257
SK-II	神仙水	330ml	1980	1383	1470	1591	1565		1516
	前男友面膜	10 片	1060	673	790	757		813	
科颜氏	牛油果眼霜	14ml	300	203	265	232	232		218
雅诗兰黛	小棕瓶	50ml	850	620	642	714	714	645	645
	肌透修护眼部精华霜 II	15ml	590	377	360	426			360
资生堂	新透白美肌集光祛斑精华液	30ml	880	538	660	654	654		625
	红妍肌活精华露	50ml	860	599	655	740	740		675
兰蔻	粉水	400ml	420	273	275	344	275		
	小黑瓶肌底精华液	100ml	2160	883	885	834	886		995
Sisley	全能乳液	125ml	1720	1188	1200	1359	1359	1242	
黛珂	牛油果乳液	300ml	530	455	450			455	
	紫苏精华水	150ml	300	250	275			278	
Fresh	红茶抗皱紧致修护面膜	100ml	800	590	620	671			
	玫瑰润泽保湿花水	250ml	350	260	275	292			
	玫瑰润泽保湿面膜	100ml	520	384	410	439	439	409	
Chanel	五号香水 (经典) EDP	100ml	1520	1071	1070			1070	
	蓝风铃香水	30ml	600	447	450	516	516	475	
祖马龙	英国梨小苍兰女士香水	100ml	1200	894	895	894	894	955	
	奇逆绽放香水	100ml	980	559	680	731		702	702

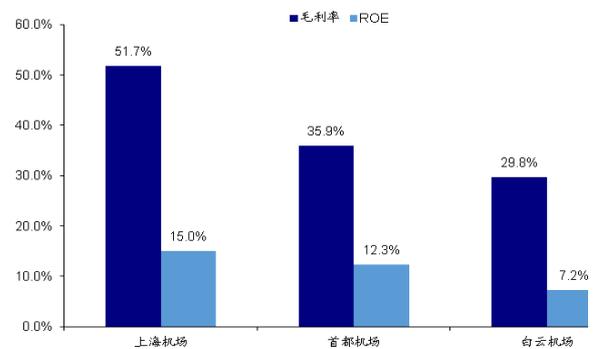
资料来源: 2019 年 2 月实地调研、淘宝网、杰西卡的秘密, 免税易购 APP (海口美兰机场)、香港 DFS 官网、香港机场官网、海通证券研究所
注: 按照 1 港币=0.86 人民币

根据我们对 200 个样本调查的数据, 日上上海香化产品 (全价) 定价为市内专柜的 69.3%, 而进入浦东机场海关后, 可获得日上上海 95 折优惠券 (亦可在日上上海微信公众号领取), 这意味着, 日上上海的香化产品的价格实际是专柜全价的 65.8%, 即, 日上上海的香化产品较专柜便宜 34%!

我们认为, 拥有全国机场最高国际旅客数量、高消费能力的国际客、机场口岸最低免税价格, 是上海机场免税业务销售额过去几年高速增长的原因, 亦是上海机场利润及 ROE 远高于其他机场的主要原因。

图50 三大枢纽人均免税销售额 (元)


资料来源: 三大机场 15-17 年报, 海通证券研究所
注: 白云机场为估算值
计算公式: 机场免税销售额/机场国际&地区旅客量

图51 2018 年三大枢纽机场毛利率、ROE 对比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 如何看待市内免税的竞争？——不仅不是分流，而是为维持机场免税长期竞争力输血

目前，我国的免税业态有不同的形式，按照中免集团官网的介绍，中免共经营 9 类免税店，包括：机场免税店、市内免税店、边境免税店、航空公司机上免税店、外轮供应免税店、客运站免税店、火车站免税店、外交人员免税店、邮轮免税店。

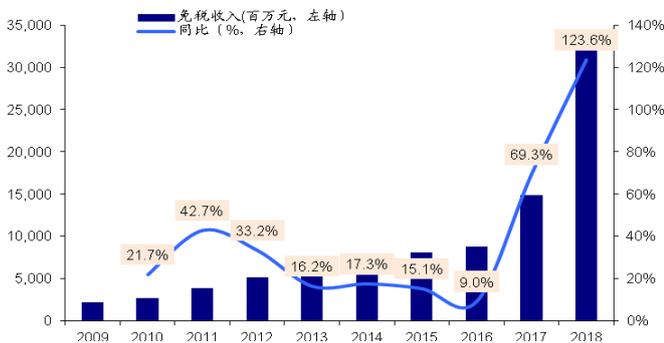
表 21 中免集团经营的各类免税店及门店

免税店类型	典型门店
机场免税店	日上免税行、广州机场免税店、香港国际机场免税店等
市内免税店	三亚国际免税城
边境免税店	深圳湾口岸免税店、福田口岸免税店、皇岗口岸免税店等
航空公司机上免税店	南航机上免税店、东航机上免税店、厦航机上免税店等
外轮供应免税店	青岛邮轮母港免税店、黄骅港免税店、日照外轮供应免税店等
客运站免税店	日照客运站免税店、大连港客运站免税店等
火车站免税店	东莞火车站免税店、广州东火车站免税店
外交人员免税店	无
邮轮免税店	蛇口邮轮中心免税店

资料来源：中免集团官网，海通证券研究所

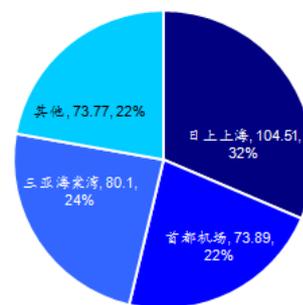
机场和市内（离岛）免税店是中免免税业务的主力军。根据中国国旅披露的 2018 年年报，国旅的免税商品销售业务实现营业收入 332.27 亿元，其中三亚海棠湾免税购物中心（市内离岛免税店）实现免税业务收入 80.1 亿元，首都机场免税店实现免税业务收入 73.89 亿元，日上上海（3 月并表）实现免税业务收入 104.51 亿元。三亚市内、北京、上海三大免税店占公司免税收入的 77.8%。离岛免税是中国一项特殊的免税政策，目前只在海南岛实行。

图52 中国国旅免税业务收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图53 中免 2018 年免税门店收入占比 (亿元)



资料来源：中国国旅 18 年报，海通证券研究所

2018 年 10 月 9 日，上海中免市内免税店有限公司完成工商登记成立，注册资本 2000 万元，中免集团北京机场免税公司控股 90%。据光明网报道，2019 年 1 月 23 日，上海市商务工作会议召开，会议透露年内将新开一家大型市内免税店。开业初期将服务于境外人士，为他们提供免税店购物、机场离境时提货的服务。并且提到，目前中国的政策

只对境外人士服务，上海正在向国务院及有关部门积极争取，国人出境前也可以在这一免税店购物，到出境口岸提货。

图54 上海中免市内免税店有限公司工商登记信息

国家企业信用信息公示系统
National Enterprise Credit Information Publicity System

上海中免市内免税店有限公司 存续 (在营、开业、在册)

统一社会信用代码: 91310000MA1FN08F16
法定代表人: 陈国强
登记机关: 机场分局
成立日期: 2018年10月09日

基础信息 | 行政许可信息 | 行政处罚信息 | 列入经营异常名录信息 | 列入严重违法失信企业名单 (黑名单) 信息

营业执照信息

- 统一社会信用代码: 91310000MA1FN08F16
- 企业名称: 上海中免市内免税店有限公司
- 类型: 其他有限责任公司
- 法定代表人: 陈国强
- 注册资本: 2000.000000万人民币
- 成立日期: 2018年10月09日
- 营业期限自: 2018年10月09日
- 营业期限至: 2048年10月08日
- 登记机关: 机场分局
- 核准日期: 2018年10月09日
- 登记状态: 存续 (在营、开业、在册)
- 住所: 上海市浦东新区迎宾大道6001号大众空港宾馆北楼3层6306室
- 经营范围: 免税商品: 香水、化妆品、糖果、首饰、工艺品、笔、打火机、眼镜 (含太阳眼镜)、丝巾、领带、针织品、毛织品、棉织品、鞋帽、服装、食品、小家电、酒、皮具 (含皮鞋、皮带、皮包、小皮件)、高档手表零售, 百货、旅游纪念品 (除金银、文物)、针织品、丝绸制品、服装、皮具、家用电器、通讯设备 (不含移动电话)、柜台租赁、铺面租赁、维修保养 (含钟表、皮具、箱包类商品)、企业咨询管理服务、电子商务、食品销售。【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

资料来源: 国家企业信用信息公示系统, 海通证券研究所

消息一出, 引起了业内非常大的关注, 大家关注的焦点在于, 是否会对上海机场的免税业务产生冲击。在谈论这一问题之前, 我们先来看一些数据:

料中免首都机场免税店处亏损经营状态。2018年, 中国国旅公告其控股孙公司日上中国 (经营首都机场 T3 免税业务, 提成比率 43.5%) 实现营业收入 67.35 亿元, 净利润 1.76 亿元, 净利率仅 2.6%。而首都机场免税新合同为 2018 年 2 月 11 日开始执行, 其 T2 免税提成比率为 47.5%, 较 T3 高 4.5pct, 由于 T3 免税净利率只有 2.6%, 我们预计 T2 免税业务处于亏损状态。且按照惯例, 新合同执行会有一个月的免租期。根据合同, 首都机场免税业务首年保底租金 30.3 亿元, 若免租一个月, 则中免至少在 2.11-3.10 少交了 2.5 亿元租金。因此, 我们判断, 目前中免在首都机场的免税业务是亏损状态的。

2017 年以来, 三大核心枢纽机场均大幅提升了免税提成比率。上海机场上轮免税提成比率约为 30%, 新签合同后, 2019 年将提升至 42.5%; 首都机场上轮免税提成比率约为 24%, 新签合同后 T2/T3 提成比率分别为 47.5%/43.5%。白云机场上轮免税提成比率约为 20%, 新签合同后, 进境/出境免税提成比率提升至 42%/35%。

表 22 三大枢纽机场新旧免税提成比率对比

机场	上轮提成比率	本轮提成比率	新提成比率合同期限
上海机场	约 30%	42.5% (T1: 2022 年执行)	7 年, 2019.1.1-2025.12.31
首都机场	约 24%	T2/T3 分别为 47.5%/43.5%	8 年, 2018.2.11-2026.2.10
白云机场	约 20%	进境/出境分别为 42%/35%	T1 进境: 6 年, 交付日-2024.4.25. T2 进出境: 8 年, 2018.4.26-2026.4.25

资料来源: 三大机场免税招标公告, 海通证券研究所

由于中免与大型机场签订的免税提成比率非常高, 参考首都机场首年提高保底后的经营成果, 我们判断, 中免目前在大型枢纽机场的免税业务处于亏损或盈亏平衡边缘。上海机场由于 T1 免税目前扣点率暂未提升, 我们预计上海机场 2019-2021 年平均扣点率为 39%左右, 处于微利状态, 但 2022 年以后全面提升至 42.5%, 中免 (日上上海) 亦会存在盈利能力下降的担忧。

但不可否认的是，大型枢纽机场的免税收入占中免免税收入的比重非常高。长期来看，我们认为会导致中免在大型机场的促销动力降低，更悲观的看法可能是——长期经营的持续性存疑。那中免会采取哪些措施呢？我们认为，在免税提成比率为合同规定无法改变的情况下，无非是（1）降低采购等成本，（2）提价，（3）抓紧扩张其他免税店/免税业态的规模，降低机场免税收入占比，因为机场免税业务是提成比率最高的，特别是大型枢纽机场。

（1）降低采购等成本。我们认为，采购成本会随着中免业务规模不断扩大而逐渐降低，这是一个长期才能见效的手段。

（2）提价。上海机场之所以免税业务发展最佳，我们认为与原来日上上海高度市场化的机制有关，定价全中国最低，全亚洲范围内亦相当有竞争力。提价或许是解决盈利难的办法之一，但在当前价格透明度这么高的情况下，长期来看，旅客却是“用脚投票”的。因此，我们认为，中免对于提价策略会非常慎重。

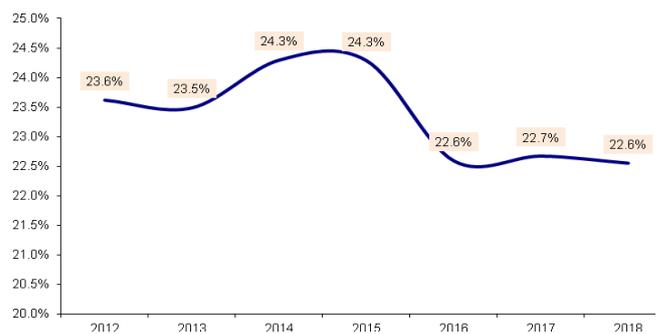
（3）抓紧扩张其他免税店/免税业态。通过上述分析，我们认为，这是可行性最强的办法。参考新世界、徐家汇等上海商贸公司 2018 年百货业务的平均扣点率分别为 23.7%、22.6%。我们认为，中免上海市内免税店的扣点率有望在 20%-25%，因此，我们认为，中免上海市内免税店的净利润率会明显高于上海机场免税店。

图55 新世界 (600628.SH) 商业收入毛利率/扣点率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图56 徐家汇 (002561.SZ) 百货业务毛利率/扣点率



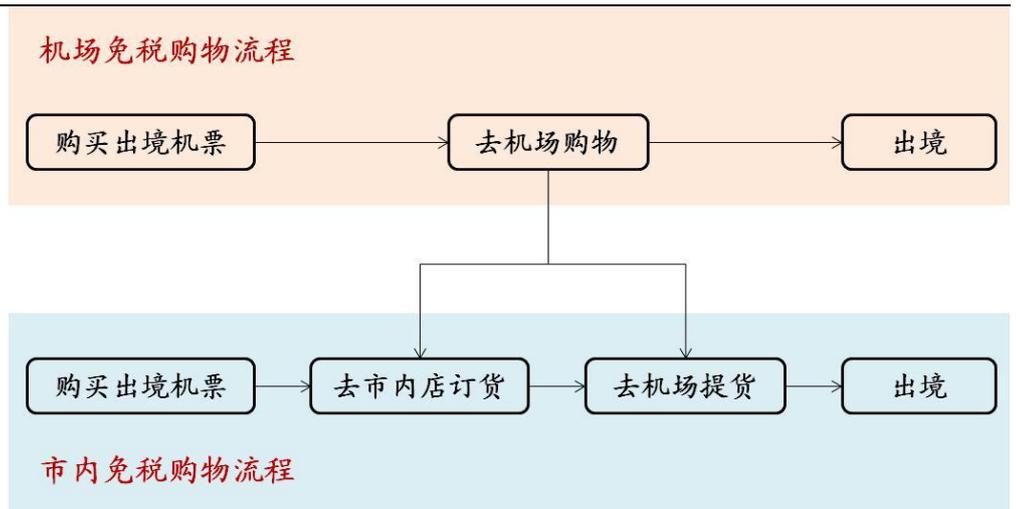
资料来源：Wind，海通证券研究所

那么市内免税业务会冲击到上海机场免税业务吗？我们认为短期影响较小、中长期是利好机场免税业务的存续。原因如下：

（1）中免上海机场免税业务面临盈利能力大幅下降风险，市内免税可反哺机场免税，利于这一商业模式的长期存续。通过前述分析，我们认为，中免在上海机场的免税业务 2019-2021 年能维持微利，但 2022 年后，扣点率全面提升至 42.5%，参考中免在首都机场 T3 的 43.5% 扣点无法盈利现状，我们认为中免在上海机场 2022 年后盈利能力存疑（或者说至少盈利能力下降）。我们认为，长期亏损的商业模式是无法持续的，因此，需要市内免税这一更高利润率的免税业务来为中免在机场的免税业务造血。

（2）市内免税购物需在机场提货，机场议价能力强。根据光明网报道，中免上海市内免税店开业初期将服务于境外人士，为他们提供免税店购物、机场离境时提货的服务，政策尚未对国人开放。2018 年，上海入境游外国及港澳台人数为 742 万人，而上海虹浦两大机场国际地区旅客约 4000 万人次，我们判断，上海机场免税的主要消费人群为国内旅客。若政策不放开，对上海机场的冲击有限。其次，由于中免市内免税店购物必须在上海两大机场提货，那机场对这类业务是有议价能力的，我们认为上海机场能对上海市内免税店收取 5%-10% 的扣点率。最后，市内免税的购物流程相对机场免税而言，更加复杂和曲折，我们认为，国人先去市内免税订货，后在机场提货的动力不强。

图57 机场和市内免税购物流程对比



资料来源：海通证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1 绝对估值

由于机场的业务相对简单，航空性业务主要依赖我们对于经营数据（起降架次、旅客吞吐量）等预测；非航业务主要依靠对旅客的消费能力做预测，因此，我们可以通过合理的方式对其现金流进行预测。

我们采用了 2 种方式做 DCF 测算：①中性假设，按照我们前文阐述——市内免税短期影响小，中长期是利好机场免税业务的存续——来假设公司的免税收入增长。②悲观假设，假设市内免税不如我们所料，而是完全分流，则机场只能收取保底收入，满足保底后的销售额均在市内免税店完成。同时，上海机场对市内免税收取 5%的提成。综合我们前文的分析，我们认为机场相对免税店的议价能力较强、且更符合旅客消费习惯，我们的“中性假设”更有可能实现。

中性假设中，我们的预测从 2020-2030 年，假设到 2025 年，上海机场旅客吞吐量到 1.2 亿人次，2025 年后，上海机场正式开始建设 T3 航站楼、6、7、8 跑道等，每年资本开支 50 亿元。

表 23 上海机场 DCF 估值收入成本假设 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
核心假设													
旅客吞吐量 (万人次)	7401	7883	8529	9230	9947	10624	11302	12030	12692	13334	13935	14556	15133
YOY	5.7%	6.5%	8.2%	8.2%	7.8%	6.8%	6.4%	6.4%	5.5%	5.1%	4.5%	4.5%	4.0%
其中: 国际占比	48%	49%	50%	50%	51%	51%	52%	53%	53%	54%	54%	55%	56%
收入成本指标													
收入合计	9313	11861	14219	15894	18139	19742	21280	22957	24346	25828	27264	28714	30210
YOY	16%	27%	20%	12%	14%	9%	8%	8%	6%	6%	6%	5%	5%
航空及相关收入	3970	4228	4541	4860	5197	5519	5842	6191	6524	6839	7130	7431	7701
YOY	6.6%	6.5%	7.4%	7.0%	6.9%	6.2%	5.9%	6.0%	5.4%	4.8%	4.3%	4.2%	3.6%
其中: 架次相关收入	1748	1832	1939	2035	2138	2235	2326	2425	2525	2616	2700	2788	2863
YOY	5.9%	4.8%	5.9%	4.9%	5.1%	4.5%	4.1%	4.2%	4.1%	3.6%	3.2%	3.2%	2.7%
旅客及货邮相关收入	2222	2396	2602	2825	3060	3284	3516	3766	3999	4223	4430	4643	4838
YOY	7.1%	7.9%	8.6%	8.6%	8.3%	7.3%	7.1%	7.1%	6.2%	5.6%	4.9%	4.8%	4.2%
非航收入	5344	7633	9678	11034	12942	14224	15438	16766	17822	18989	20134	21283	22509
YOY	23.2%	42.8%	26.8%	14.0%	17.3%	9.9%	8.5%	8.6%	6.3%	6.6%	6.0%	5.7%	5.8%
其中: 免税	3483	5570	7281	8537	10354	11559	12687	13942	14923	15995	17057	18119	19256
YOY	36.3%	59.9%	30.7%	17.2%	21.3%	11.6%	9.8%	9.9%	7.0%	7.2%	6.6%	6.2%	6.3%
其他非航	1861	2063	2397	2497	2588	2665	2751	2824	2899	2995	3077	3163	3253
YOY	4.4%	10.9%	16.2%	4.2%	3.6%	3.0%	3.2%	2.6%	2.7%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%
总成本合计	4572	5776	7171	7617	8331	8739	9169	9645	10056	10445	10870	11308	11785
YOY	9.0%	26.3%	24.1%	6.2%	9.4%	4.9%	4.9%	5.2%	4.3%	3.9%	4.1%	4.0%	4.2%
人工成本	1677	1845.0	2029.5	2191.9	2367	2509	2660	2819	2989	3168	3358	3559	3773
YOY	4.5%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
折旧	784	1105	1778	1764	1782	1746	1712	1677	1644	1611	1579	1547	1516
YOY	-5.9%	40.9%	61.0%	-2.0%	1.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他成本	2111	2827	3364	3661	4181	4484	4798	5148	5423	5666	5934	6202	6495
YOY	17.3%	33.9%	19.0%	8.8%	14.2%	7.2%	7.0%	7.3%	5.3%	4.5%	4.7%	4.5%	4.7%
净利润	4231	5323	6101	7065	8223	9148	10011	10944	11711	12567	13362	14159	14964
YOY		25.8%	14.6%	15.8%	16.4%	11.3%	9.4%	9.3%	7.0%	7.3%	6.3%	6.0%	5.7%

资料来源: 上海机场历年年报, 海通证券研究所

表 24 上海机场 DCF 估值现金流假设 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
净利润	4231	5323	6101	7065	8223	9148	10011	10944	11711	12567	13362	14159	14964
折旧	784	1105	1778	1764	1782	1746	1712	1677	1644	1611	1579	1547	1516
资本开支	2299	7000	300	300	500	500	500	500	5000	5000	5000	5000	5000
营运资本增加	-107	-291	58	-34	200	200	200	200	200	200	200	200	200
净现金流	2824	-284	7525	8539	9305	10195	11022	11921	8155	8978	9740	10506	11280

资料来源: 上海机场历年年报, 海通证券研究所

如表 26, 我们在不同 WACC 假设和 2030 年永续现金流假设下, 对上海机场 DCF 估值做敏感性测算。在我们中性假设 WACC 8.0%, 永续增长 2% 下, 我们得出上海机场合理价值 1805 亿元, 对应股价 93.66 元。

表 25 WACC 重要假设

假设	数据	依据
D/A	7.42%	2018 年报资产负债表
E/A	92.58%	2018 年报资产负债表
市场收益率	8.49%	10 年沪深 300 平均收益率
无风险利率	3.40%	十年期国债收益率
Beta	0.9949	参考 Wind 数据
权益资本成本	8.46%	公司近 10 年未发债券, 参考白云机场数据
权益负债成本	3.78%	
税率	25%	
WACC	8.0%	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 26 上海机场 DCF 估值下的合理市值敏感性测算 (亿元)

合理市值 WACC 假设	2030 年后永续增长假设		
	1%	2%	3%
7%	1949	2224	2637
8%	1626	1805	2055
9%	1388	1511	1674
10%	1207	1294	1406

资料来源: 上海机场历年年报, 海通证券研究所

悲观假设中, 市内免税对于上海机场分流严重, 自 2020 年起, 机场免税销售刚好覆盖合同保底金额, 剩余免税销售额均在市内完成, 但市内免税需要给机场提货 5% 的扣点率。2020-2025 年按照最新保底合同, 2026-2030 年每年在 2025 年的基础上保底金额上浮 9%。到 2030 年, 上海市整体免税销售额达到 1000 亿元左右。按此假设, 现金流及 DCF 测算如表 27、28。测算得知, 在完全分流假设下, 上海机场合理市值 1464 亿元, 对应股价 75.96 元。

表 27 上海机场在市内免税完全分流假设下 DCF 估值现金流假设 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
上海市免税销售额	12389	15139	20438	26570	31883	38260	45147	53273	61265	70454	78909	86800	95480
上海机场保底收入		5470	5500	6030	6288	6859	7464	8148	8881	9681	10552	11502	12537
市内免税给上海机场的提成		0	299	549	862	1125	1411	1753	2081	2463	2797	3091	3416
机场免税总收入		5470	5799	6579	7150	7984	8875	9901	10962	12144	13349	14593	15952
净利润	4231	5323	4966	5577	5820	6467	7152	7913	8741	9679	10581	11514	12486
折旧	784	1105	1778	1764	1782	1746	1712	1677	1644	1611	1579	1547	1516
资本开支	2299	7000	300	300	500	500	500	500	5000	5000	5000	5000	5000
营运资本增加	-107	-291	58	-34	200	200	200	200	200	200	200	200	200
净现金流	2824	-284	6390	7051	6902	7514	8164	8890	5185	6090	6960	7861	8802

资料来源: 上海机场历年年报, 海通证券研究所

表 28 在市内免税完全分流假设下 DCF 估值的合理市值敏感性测算 (亿元)

合理市值 WACC 假设	2030 年后永续增长假设		
	1%	2%	3%
7%	1582	1815	2165
8%	1312	1464	1676
9%	1115	1218	1357
10%	965	1038	1133

资料来源: 上海机场历年年报, 海通证券研究所

3.2 相对估值

我们预计, 上海机场 2019-2021 年 EPS 分别为 2.76、3.17、3.67 元。从估值来看, 2019.5.10 股价对应 2019 年 PE 仅 26.3 倍, 低于 A 股机场股平均估值。上海机场是机场行业标杆, 无论是其盈利能力、资产运营效率还是股东回报率, 都是行业楷模。我们认为其未来的免税空间很大, 且处于爆发阶段的初期, 业绩增速较我们此前预测有所提升, 应给予其估值溢价, 给予 2019 年 PE 28-30 倍, 对应价值区间 **77.28-82.80 元**。

表 29 可比公司估值表 (按 5.10 收盘价计算)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	2019 年 PE (倍)	2019ROE
北京首都机场股份	6.60 (港元)	286 (亿港元)	10	10.1%
白云机场	16.26	336	36	5.8%
深圳机场	9.21	189	24	7.7%
A 股平均值			30	10.0%
上海机场	72.60	1399	26	16.6%

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所, 上海机场为海通证券预测

采取 DCF 和相对估值取平均, 我们给予上海机场合理价值区间 **76.62-88.23 元**, 维持“优于大市”评级。

国内免税空间巨大。据看看新闻报道, 2018 年, 中国居民境外买免税商品总体规模超过 1800 亿元, 占全球免税市场销售额的 34.8%, 而中国免税品去年销售额约 400 亿, 仅为韩国的 1/3 左右。在国家促进境外消费回流的大背景下, 国内免税空间巨大。在此基础上, 我们上调了上海机场未来免税收入的预期, 对其分项收入预测如下:

表 30 分项收入预测 (百万元)

公司简称	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9313.1	11861.3	14219.1	15893.9
航空及相关收入	3969.5	4228.2	4540.8	4859.9
--架次相关收入	1747.7	1831.8	1939.1	2034.8
--旅客及货邮相关收入	2221.8	2396.5	2601.7	2825.1
非航空性收入	5,343.6	7633.1	9678.3	11033.9
--商业租赁收入	3985.7	6248.1	8154.8	9480.0
其中: 免税收入	3482.7	5570.1	7281.4	8536.7
--其他非航收入	1357.8	1385.0	1523.5	1554.0
营业总成本	4572.2	5776.5	7171.3	7617.3
人工成本	1677.3	1845.0	2029.5	2191.9
摊销成本	784.2	1104.8	1778.2	1764.5
其他	2110.7	2826.7	3363.6	3660.9

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

4. 风险提示

市内免税分流超预期、消费增速下滑、时刻增速不及预期、经济不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	9313.11	11861.32	14219.07	15893.88
每股收益	2.20	2.76	3.17	3.67	营业成本	4499.35	5676.92	6977.82	7514.66
每股净资产	14.66	16.59	18.81	21.37	毛利率%	51.69%	52.14%	50.93%	52.72%
每股经营现金流	2.32	3.10	3.66	4.18	营业税金及附加	22.18	32.03	36.88	41.79
每股股利	0.660	0.829	0.950	1.100	营业税金率%	0.24%	0.27%	0.26%	0.26%
价值评估 (倍)					营业费用	1.07	1.19	1.49	1.64
P/E	33.06	26.28	22.93	19.80	营业费用率%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
P/B	4.95	4.38	3.86	3.40	管理费用	243.30	260.95	312.82	349.67
P/S	15.02	11.79	9.84	8.80	管理费用率%	2.61%	2.20%	2.20%	2.20%
EV/EBITDA	24.58	18.98	14.63	12.31	EBIT	4547.21	5890.24	6890.06	7986.12
股息率 (%)	0.91%	1.14%	1.31%	1.51%	财务费用	-193.99	-194.59	-157.70	-290.49
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.08%	-1.64%	-1.11%	-1.83%
毛利率	51.69%	52.14%	50.93%	52.72%	资产减值损失	0.36	0.00	0.00	0.00
净利润率	47.58%	46.99%	44.93%	46.55%	投资收益	893.25	1000.23	1055.91	1116.28
净资产收益率	14.98%	16.65%	16.83%	17.15%	营业利润	5634.44	7085.06	8103.67	9392.88
资产回报率	13.68%	14.98%	15.12%	15.40%	营业外收支	-4.53	-2.23	-2.63	-2.81
投资回报率	21.53%	20.82%	26.08%	32.49%	利润总额	5629.91	7082.83	8101.04	9390.07
盈利增长 (%)					EBITDA	5334.57	6995.04	8668.26	9750.62
营业收入增长率	15.51%	27.36%	19.88%	11.78%	所得税	1198.53	1508.64	1712.13	1992.15
EBIT 增长率	21.32%	29.54%	16.97%	15.91%	有效所得税率%	21.29%	21.30%	21.13%	21.22%
净利润增长率	14.88%	25.79%	14.62%	15.79%	少数股东损益	199.95	250.84	287.83	333.25
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4231.43	5323.35	6101.08	7064.67
资产负债率	7.4%	8.2%	7.9%	7.5%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	4.65	3.21	4.94	6.63	货币资金	8765.51	7103.58	13084.95	19837.02
速动比率	4.63	3.20	4.92	6.61	应收款项	1314.33	1673.58	1966.06	2202.33
现金比率	—	—	—	—	存货	19.96	24.89	30.92	33.01
经营效率指标					其它流动资产	511.40	511.40	511.40	511.40
应收帐款周转天数	49.05	51.50	50.47	50.58	流动资产合计	10636.69	9350.07	15642.78	22634.78
存货周转天数	1.57	1.60	1.62	1.60	长期股权投资	3244.92	3244.92	3244.92	3244.92
总资产周转率	0.32	0.36	0.37	0.37	固定资产	8511.57	23511.57	23311.57	23111.57
固定资产周转率	1.06	0.77	0.66	0.82	在建工程	8155.81	155.81	655.81	1155.81
					无形资产	347.92	347.92	325.59	304.28
					非流动资产合计	20292.04	26178.56	24701.67	23237.97
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	30928.73	35528.63	40344.45	45872.75
净利润	4231.43	5323.35	6101.08	7064.67	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	199.95	250.84	287.83	333.25	应付账款	454.05	606.58	344.11	350.00
非现金支出	787.72	1104.80	1778.20	1764.50	预收账款	3.14	4.86	5.44	6.11
非经营收益	-890.21	-998.00	-1053.28	-1113.46	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	138.63	287.81	-54.10	9.85	流动负债合计	2286.72	2909.44	3166.68	3416.45
经营活动现金流	4467.52	5968.80	7059.73	8058.80	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-3569.47	-6993.55	-303.94	-303.60	其它长期负债	7.50	7.50	7.50	7.50
投资	-538.01	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	7.50	7.50	7.50	7.50
其他	904.94	-1000.23	-1055.91	-1116.28	负债总计	2294.22	2916.94	3174.18	3423.95
投资活动现金流	-3202.55	-7993.78	-1359.85	-1419.87	实收资本	1926.96	1926.96	1926.96	1926.96
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	28246.01	31972.35	36243.10	41188.37
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	388.50	639.34	927.17	1260.42
其他	-1263.49	-1637.41	-1830.32	-2119.40	负债和所有者权益合计	30928.73	35528.63	40344.45	45872.75
融资活动现金流	-1263.49	-1637.41	-1830.32	-2119.40					
现金净流量	1.48	-3662.39	3869.55	4519.52					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：招商轮船,上海机场,白云机场,德邦股份,北京首都机场股份,日照港,嘉友国际,中远海能,中国国航,中通快递,深圳机场,春秋航空,吉祥航空,珠海港

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 联系人
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 联系人
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 联系人
 范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
 梁广楷(010)56760096 lkg12371@htsec.com
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 联系人
 史岳 sy11542@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 联系人
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘瑞(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com