



上海机场 (600009)

## 短期承压符合预期，免税合同有待协商

	岳鑫(分析师)	郑武(分析师)
	0755-23976758	0755-23976528
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002

### 本报告导读:

国际客流恢复时间不确定，且疫情期间渠道冲击将可能影响长期免税消费习惯，需注意免税合同调整风险。

### 投资要点:

- **维持中性评级。** 二季度亏损符合预期。若免税协商可确认部分保底，预计全年有望盈利。下调 2021 年国际客流假设，下调 2020-22 年 EPS 预测至 0.32/1.47/3.35 (原 0.32/1.97/3.35)。维持目标价 68.31 元。
- **二季度业绩与我们预测基本一致。** 上半年客流同比缩减 68%，收入 -55%；卫星厅导致成本同比+33%；归母净利润-3.86 亿元。其中 Q2 亏损 4.66 亿元，EPS-0.24 元，与我们 6 月预测的-0.25 元基本一致。
- **免税合同执行待协商。** 上半年暂估免税合同 (T2 卫星厅) 收入 7.5 亿元。推测延续 Q1 会计方法，以实际销售提成略高水平暂估。上半年国际地区客流仅 420 万，同比缩减 78%，估算机场免税销售不到 20 亿元。估算合同实际提成约 5-6 亿元，而保底应超 20 亿元。全年免税收入确认有待协商，假设 2020-21 年免税收入为实际与保底二者均值。国际客流恢复时间不确定，且疫情期间渠道冲击将可能影响长期免税消费习惯，需注意免税合同调整风险。暂假设免税合同不变。考虑疫情形势，下调 2021 年国际客流至 2019 年的五成 (原七成)。
- **非航业务冲击明显。** (1) 广告：2B 可选消费，2020 年阵地费上调，部分缓解经济周期影响。全年阵地费近 2.9 亿元，上半年确认 1.2 亿元，推测执行合同。合营广告商德高动量收入同比降 22%，净利缩减 57%。(2) 航油：浦东航油上半年收入同比降 58%，受加油量缩减、国内进销差价下调及油价下跌三重影响，投资收益同比缩减 93%。
- **风险提示。** 海外疫情持续，免税合同调整，四期扩建提速，政策风险。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,313	10,945	6,484	9,746	15,002
(+/-)%	16%	18%	-41%	50%	54%
经营利润 (EBIT)	5,241	6,249	409	3,317	8,050
(+/-)%	22%	17%	-102%	-	182%
净利润 (归母)	4,231	5,030	619	2,833	6,455
(+/-)%	15%	19%	-88%	357%	128%
每股净收益 (元)	2.20	2.61	0.32	1.47	3.35
每股股利 (元)	0.66	0.79	0.10	0.44	1.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	56.3%	57.1%	6.3%	34.0%	53.7%
净资产收益率 (%)	15.0%	15.7%	1.9%	8.2%	16.6%
投入资本回报率 (%)	18.0%	18.8%	-0.4%	9.3%	28.6%
EV/EBITDA	28.6	24.5	124.5	37.6	17.5
市盈率	36.2	30.4	247.2	54.0	23.7
股息率 (%)	0.8%	1.0%	0.1%	0.6%	1.3%

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 68.31

上次预测: 68.31

当前价格: 79.45

2020.08.30

### 交易数据

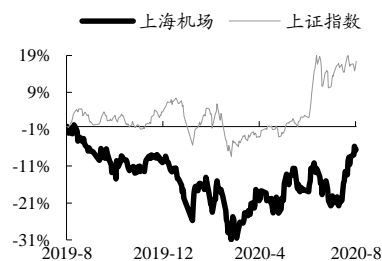
52 周内股价区间 (元)	59.31-86.00
总市值 (百万元)	153,097
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,927/1,093
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	57%
日均成交量 (百万股)	16.04
日均成交值 (百万元)	1174.60

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	30,096
每股净资产	15.62
市净率	5.1
净负债率	-31.70%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.72	0.04
Q2	0.68	-0.24
Q3	0.67	-0.11
Q4	0.54	0.63
全年	2.61	0.32

### 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	17%	-6%
相对指数	13%	-2%	-24%

### 相关报告

- 疫情影响跨年，盈利恢复延后 2020.06.21
- 短期业绩承压明显，复苏时间尚难确定 2020.05.24
- 疫情全球化超预期，免税与广告受影响 2020.04.07
- 生命周期开启，利润结构优化 2019.12.22

模型更新时间: 2020.08.30

**股票研究**

工业  
运输

**上海机场 (600009)**

**评级: 中性**

上次评级: 中性

**目标价格: 68.31**

上次预测: 68.31

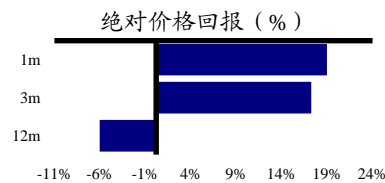
**当前价格: 79.45**

公司网址

www.shairport.com

**公司简介**

公司是中国最大的三个国际中转枢纽航空港之一。公司的经营范围是为国内外航空运输企业及旅客提供地面保障服务, 经营出租机场内航空营业场所、商业场所和办公场所, 国内贸易(除专项规定); 广告经营, 货运代理、代理报关、代理报检业务, 长途客运站, 停车场管理及停车延伸服务, 经营其它与航空运输有关的业务; 综合开发, 经营国家政策许可的其它投资项目。



52周内价格范围 59.31-86.00  
市值 (百万) 153,097

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	9,313	10,945	6,484	9,746	15,002
营业成本	3,765	4,501	5,034	5,452	5,988
税金及附加	22	10	6	11	14
销售费用	1	0	0	0	0
管理费用	216	231	224	239	300
<b>EBIT</b>	<b>5,241</b>	<b>6,249</b>	<b>409</b>	<b>3,317</b>	<b>8,050</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	893	1,150	653	979	1,087
财务费用	-194	-209	-241	-203	-273
<b>营业利润</b>	<b>5,634</b>	<b>6,675</b>	<b>777</b>	<b>3,727</b>	<b>8,558</b>
所得税	1,199	1,407	31	687	1,868
少数股东损益	200	231	126	207	235
<b>净利润</b>	<b>4,231</b>	<b>5,030</b>	<b>619</b>	<b>2,833</b>	<b>6,455</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	8,766	10,360	10,360	11,701	15,611
其他流动资产	530	419	248	373	574
长期投资	3,245	3,930	3,930	3,930	3,930
固定资产合计	16,667	20,234	22,111	21,811	22,506
无形及其他资产	380	540	528	517	506
<b>资产合计</b>	<b>30,929</b>	<b>37,171</b>	<b>39,337</b>	<b>40,757</b>	<b>46,029</b>
流动负债	2,287	4,715	6,358	5,651	6,240
非流动负债	8	7	7	7	7
股东权益	28,246	32,004	32,438	34,421	38,939
<b>投入资本(IC)</b>	<b>25,374</b>	<b>28,515</b>	<b>30,040</b>	<b>27,468</b>	<b>25,241</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	4,575	5,364	-107	2,556	7,209
折旧与摊销	784	883	1,344	1,511	1,516
流动资金增量	-346	2,182	344	-99	-88
资本支出	-3,569	-2,301	-3,210	-1,200	-2,200
<b>自由现金流</b>	<b>1,443</b>	<b>6,128</b>	<b>-1,628</b>	<b>2,768</b>	<b>6,437</b>
经营现金流	4,810	8,258	2,396	4,390	8,047
投资现金流	-508	-5,100	-3,210	-1,200	-2,200
融资现金流	-4,301	-1,563	814	-1,850	-1,937
<b>现金流净增加额</b>	<b>2</b>	<b>1,594</b>	<b>0</b>	<b>1,341</b>	<b>3,911</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	15.5%	17.5%	-40.8%	50.3%	53.9%
EBIT 增长率	21.5%	17.2%	-102.0%	-	182.0%
净利润增长率	14.9%	18.9%	-87.7%	357.4%	127.9%
利润率					
毛利率	51.7%	51.2%	1.9%	28.8%	50.1%
EBIT 率	56.3%	57.1%	6.3%	34.0%	53.7%
净利润率	45.4%	46.0%	9.6%	29.1%	43.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	15.0%	15.7%	1.9%	8.2%	16.6%
总资产收益率(ROA)	13.7%	13.5%	1.6%	7.0%	14.0%
投入资本回报率(ROIC)	18.0%	18.8%	-0.4%	9.3%	28.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	2	1	2	2	1
应收账款周转天数	52	56	120	90	70
总资产周转率	1146	1136	2153	1500	1056
净利润现金含量	1.14	1.64	3.87	1.55	1.25
资本支出/收入		40%	50%	12%	15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.4%	12.7%	16.2%	13.9%	13.6%
净负债率	-31.0%	-32.4%	-28.9%	-34.0%	-40.1%
<b>估值比率</b>					
PE	36.2	30.4	247.2	54.0	23.7
PB	5.4	4.8	4.7	4.4	3.9
EV/EBITDA	28.6	24.5	124.5	37.6	17.5
P/S	16.4	14.0	23.6	15.7	10.2
股息率	0.8%	1.0%	0.1%	0.6%	1.3%

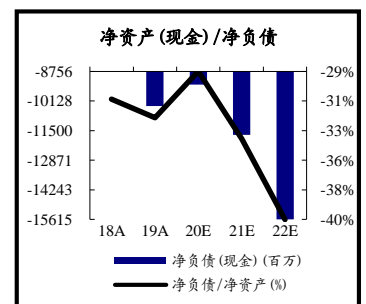
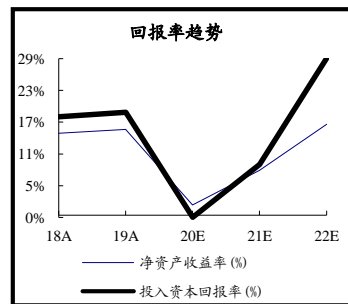
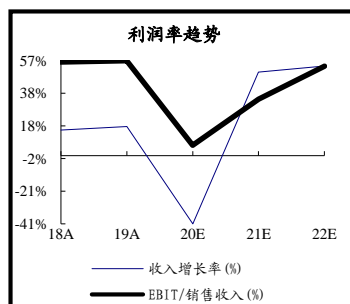
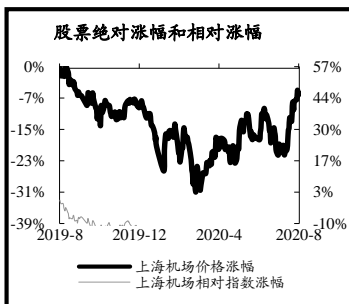
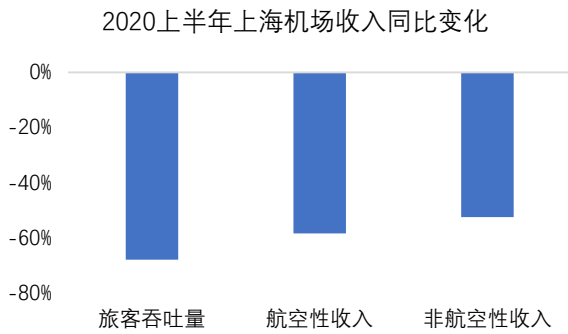
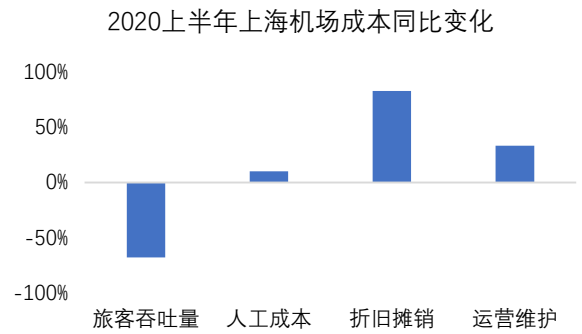


图 1: 上海机场航空与非航业务收入均受疫情冲击



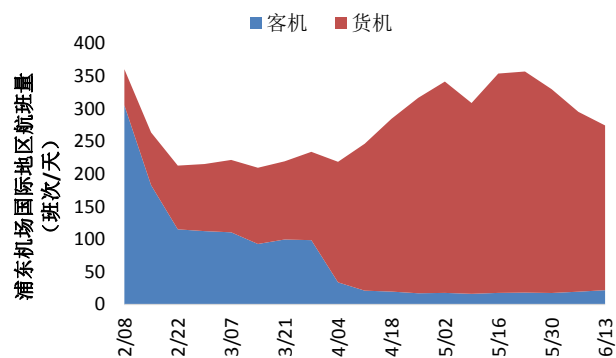
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 机场成本刚性, 且卫星厅成本体现



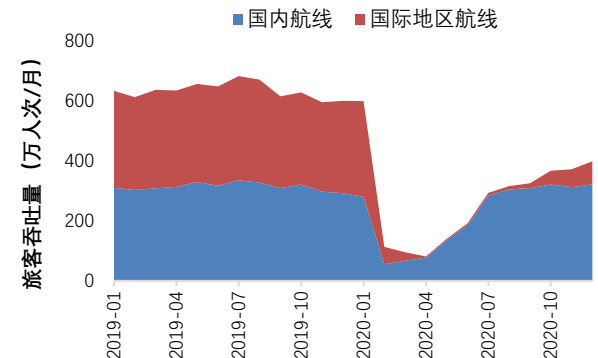
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 上海浦东机场 4-5 月国际起降架次货机占比约 97%, 自 5 月下旬国际货班持续缩减, 国际客班维持低位



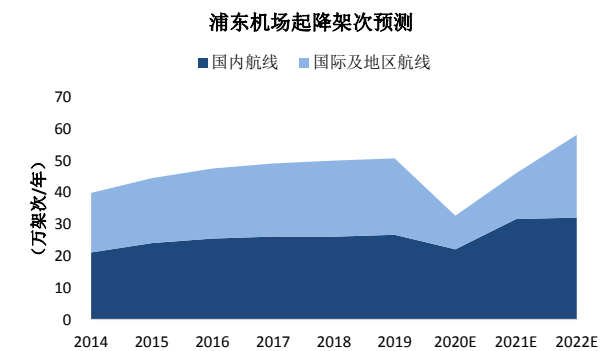
数据来源: CAAC, 国泰君安证券研究

图 4: 上海浦东机场旅客旅客吞吐量月度预测——假设冬春航季国际客运航班管制措施有所放松



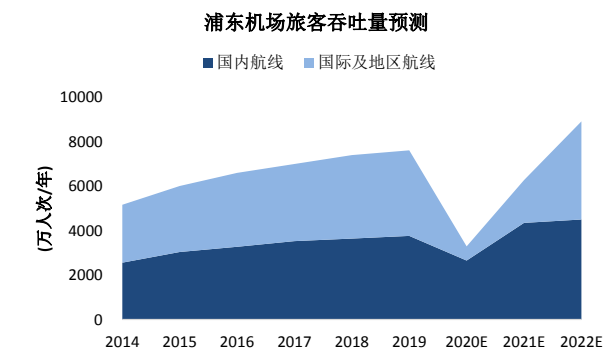
数据来源: Wind, CAAC, 国泰君安证券研究  
备注: 2020 年 8-12 月为国泰君安证券预测。

图 5: 上海浦东机场起降架次年度预测——假设 2022 年恢复复合正增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究  
备注: 2020-2022 年为国泰君安证券预测。

图 6: 上海浦东机场旅客吞吐量年度预测——假设 2022 年恢复复合正增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究  
备注: 2020-2022 年为国泰君安证券预测。

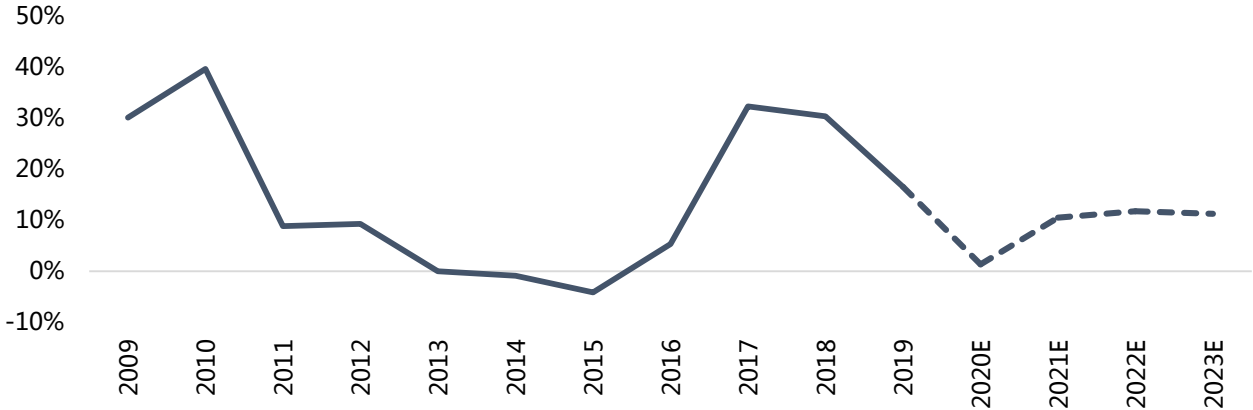
表 1: 上海浦东机场业务量核心假设 (2020 年 8 月更新)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	较 2019 年变化预测	
						2021E	2022E
浦东机场起降架次增速	2%	1%	-36%	41%	17%	-9%	7%
国内航线	0%	2%	-17%	43%	-11%	19%	5%
国际地区航线	4%	0%	-56%	36%	80%	-40%	8%
浦东机场旅客吞吐量增速	6%	3%	-57%	91%	36%	-18%	12%
国内航线	3%	3%	-29%	64%	-5%	16%	9%
国际地区航线	8%	2%	-83%	201%	129%	-50%	15%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究  
备注: 2020-2022 年为国泰君安证券预测。

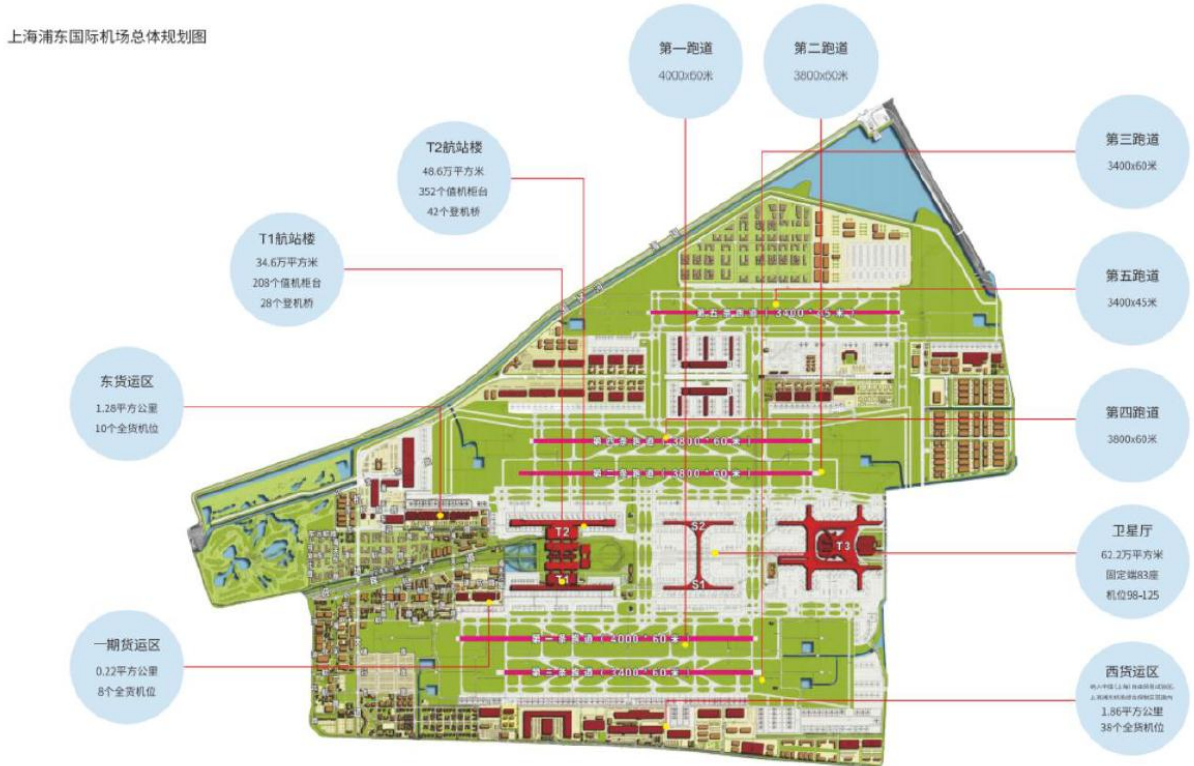
图 7: 上海机场人均免税消费增速与假设——过去十年呈现阶段式增长, 假设 2020 年持平, 2021-23 年复合增速 11%

上海机场人均免税消费增速



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究  
备注: 2020-2022 年为国泰君安证券预测。

图 8: 上海浦东机场总体规划图——含 T3 航站楼规划, 国君交运假设 T3 建筑面积 80 万平方米, 假设资本开支约 200 亿元



数据来源: 上海机场集团

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		