

上海机场 (600009.SH)

筑巢引凤，流量变现

背靠长三角，主枢纽机场国际航线价值凸显。上海机场为长三角地区级别最高的机场，2018年旅客吞吐量为7400.63万人次，国内排名第二，连续三年全球排名第九。上海机场背靠中国经济规模最大的城市群，2018年上海机场国际和地区旅客吞吐量超过一半，对比首都机场、白云机场占比为27.1%、24.84%，这形成上海机场独特的优势。下半年卫星厅启用后预计起降架次、旅客吞吐量持续增加带动航空性业务增长。2018年上海机场营收93.13亿元，同比增长15.51%，归母净利润42.31亿元，同比增长14.88%，非航收入占比57.38%。

政策促境外消费回流，机场免税受益。2018年，中国消费者奢侈品消费市场规模为7700亿元人民币，境外消费市场规模达到5390亿元，到2025年将达到1.2万亿元。国家通过政策引导消费回流，将极大刺激免税行业的发展，尤其是机场免税。《电子商务法》自2019年1月1日起施行，海关对代购检查更加严格，有利于消费回流机场免税渠道。

新协议实施、卫星厅投产带动免税业务增长。上海机场国际航线优质，旅客购买力相对较高，在口岸免税业务中，尤其是香化品类，在全球范围内占据了价格、品质、品牌等诸多优势，促进了销售额的持续增长。我们认为免税业务将持续发力：1)上海机场执行新的免税协议，T2扣点率由25%提升至42.50%，T1扣点率由38%提升至42.5%，将显著增厚公司利润。2)下半年卫星厅建成启用后，上海机场免税面积将新增约9062平方米，届时免税面积将达到16915.37平方米，4月份新增T1进境免税店面积510平方米，T2进境免税店也即将开立。进境店开立有利于减少弃购率的发生，免税店面积增加产品种类会更加丰富，改善旅客购物体验，促进免税商品销售。

市内免税店冲击有限。市场担心市内免税店对上海机场免税业务产生冲击，我们认为冲击有限：1)市内免税店初期服务的是境外人士，境外人士占旅客吞吐量约为23.78%，影响相对较小；2)提货点位于T1且面积较小，影响市内免税店销售；3)中免集团在不同渠道产品会有区分，机场免税以香化为主，预计市内免税以衣服、包等体验消费为主，对机场渠道冲击有限。

投资策略：我们预测上海机场2019-2021年归母净利润为55.18、56.91、67.98亿元，分别增长30.4%、3.1%、19.5%。随着上海机场新协议实施、卫星厅投产将带动免税业务增长，具有高成长性，结合绝对估值和相对估值，考虑市场对核心资产的溢价，我们给予公司102.96元目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期风险、时刻增长不及预期风险、消费者购买力下降风险、市内免税店分流风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,062	9,313	11,999	13,505	15,206
增长率 yoy (%)	16.0	15.5	28.8	12.6	12.6
归母净利润(百万元)	3,683	4,231	5,518	5,691	6,798
增长率 yoy (%)	31.3	14.9	30.4	3.1	19.5
EPS 最新摊薄(元/股)	1.91	2.20	2.86	2.95	3.53
净资产收益率 (%)	15.1	15.5	17.4	15.8	16.3
P/E(倍)	45.3	39.4	30.2	29.3	24.5
P/B(倍)	6.6	5.9	5.1	4.5	3.9

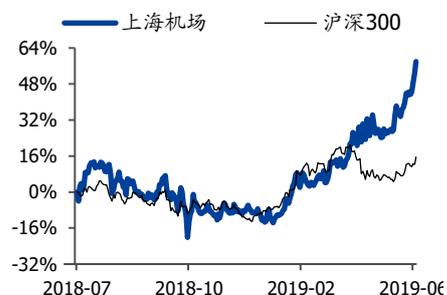
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	机场
最新收盘价	86.50
总市值(百万元)	166,681.91
总股本(百万股)	1,926.96
其中自由流通股(%)	56.75
30日日均成交量(百万股)	4.79

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱：zhengshuming@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,080	10,637	10,342	11,548	14,502
现金	8,764	8,766	7,822	9,251	11,511
应收账款	1,189	1,314	1,911	1,719	2,368
其他应收款	11	0	15	2	17
预付账款	34	19	49	27	58
存货	19	20	28	31	30
其他流动资产	63	518	518	518	518
非流动资产	17,468	20,292	25,822	28,968	32,280
长期投资	2,737	3,245	4,754	6,375	8,067
固定投资	9,059	8,512	13,204	15,627	17,775
无形资产	347	348	333	320	308
其他非流动资产	5,324	8,188	7,530	6,645	6,128
资产总计	27,547	30,929	36,164	40,516	46,782
流动负债	2,058	2,287	3,015	2,679	3,097
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	287	454	459	672	505
其他流动负债	1,771	1,833	2,555	2,007	2,592
非流动负债	9	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	8	8	8	8
负债合计	2,067	2,294	3,022	2,687	3,104
少数股东权益	349	389	649	918	1,239
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
资本公积	2,575	2,575	2,575	2,575	2,575
留存收益	20,630	23,744	27,740	31,891	36,846
归属母公司股东收益	25,132	28,246	32,493	36,911	42,438
负债和股东权益	27,547	30,929	36,164	40,516	46,782

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	4,114	4,468	5,542	5,779	6,944
净利润	3,857	4,431	5,779	5,960	7,120
折旧摊销	837	787	867	1,211	1,474
财务费用	-121	-194	-180	-162	-187
投资损失	-975	-893	-1,004	-1,116	-1,188
营运资金变动	304	140	80	-114	-275
其他经营现金流	212	196	0	0	0
投资活动净现金流	-1,690	-3,203	-5,394	-3,240	-3,598
资本支出	2,291	3,570	4,021	1,524	1,620
长期投资	-110	-538	-1,510	-508	-1,692
其他投资现金流	491	-171	-2,882	-2,224	-3,670
筹资活动净现金流	-3,626	-1,263	-1,092	-1,110	-1,084
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3,626	-1,263	-1,092	-1,110	-1,084
现金净增加额	-1,202	2	-944	1,429	2,261

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,062	9,313	11,999	13,505	15,206
营业成本	4,046	4,499	5,547	6,873	7,151
营业税金及附加	21	22	26	30	33
营业费用	7	1	1	1	2
管理费用	240	243	324	367	412
财务费用	-121	-194	-180	-162	-187
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	975	893	1,004	1,116	1,188
营业利润	4,842	5,634	7,284	7,512	8,984
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	5	5	5	5
利润总额	4,842	5,630	7,279	7,507	8,979
所得税	984	1,199	1,500	1,548	1,860
净利润	3,857	4,431	5,779	5,960	7,120
少数股东收益	174	200	261	269	321
归属母公司净利润	3,683	4,231	5,518	5,691	6,798
EBITDA	5,415	6,154	7,898	8,462	10,142
EPS (元/股)	1.91	2.20	2.86	2.95	3.53

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	16.0	15.5	28.8	12.6	12.6
营业利润 (%)	30.2	16.4	29.3	3.1	19.6
归属母公司净利润 (%)	31.3	14.9	30.4	3.1	19.5
盈利能力					
毛利率 (%)	49.8	51.7	53.8	49.1	53.0
净利率 (%)	45.7	45.4	46.0	42.1	44.7
ROE (%)	15.1	15.5	17.4	15.8	16.3
ROIC (%)	14.5	15.0	17.2	15.6	16.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.5	7.4	8.4	6.6	6.6
净负债比率 (%)	-34.4	-30.6	-23.6	-24.5	-26.4
流动比率	4.9	4.7	3.4	4.3	4.7
速动比率	4.9	4.6	3.4	4.3	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.32	0.36	0.35	0.35
应收账款周转率	7.3	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	18.6	12.1	12.1	12.1	12.1
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.91	2.20	2.86	2.95	3.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.96	1.97	2.88	3.00	3.60
每股净资产 (最新摊薄)	13.04	14.66	16.86	19.16	22.02
估值指标 (倍)					
P/E	45.3	39.4	30.2	29.3	24.5
P/B	6.6	5.9	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	29.2	25.7	20.2	18.7	15.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、长三角门户机场，流量价值驱动非航高增.....	6
1.1 旅客吞吐量连续三年全球第九.....	6
1.2 实际控制人为上海市国资委，外资持股高.....	7
1.3 免税业务带动，盈利能力持续提升.....	7
二、背靠长三角，主枢纽机场国际航线价值凸显.....	8
2.1 上海机场背靠长三角，区位优势显著.....	8
2.2 吞吐量持续提升，国际航线占比提高.....	15
三、新协议实施、卫星厅投产带动免税业务增长.....	17
3.1 出入境客流量持续增长，机场免税吸引力增强.....	17
3.2 代购限制，海外消费市场回流.....	19
3.3 重规模效应下，中免加大机场免税渠道布局.....	21
3.4 新免税协议实施，保底金额扣点率提升.....	24
3.5 卫星厅启用，免税面积大幅增加.....	26
四、市内免税店冲击有限.....	27
五、广告、航油投资收益稳定增长.....	28
5.1 广告业务：基于客流量稳定增长.....	29
5.2 航空油料：受益国际航线占比提升.....	30
六、卫星厅启用，运营成本增加.....	31
七、盈利预测与估值分析.....	32
7.1 分业务预测.....	32
7.2 估值分析.....	35
风险提示.....	36

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司各业务收入 (亿元).....	7
图表 3: 公司各业务收入占比.....	7
图表 4: 2019Q1 股权结构.....	7
图表 5: 2004-2019Q1 营业收入及增速.....	8
图表 6: 2004-2019Q1 归母净利润及增速.....	8
图表 7: 2004-2019Q1 毛利率与净利润率.....	8
图表 8: 2004-2019Q1 费用率.....	8
图表 9: 上海机场主要资产.....	9
图表 10: 上海机场布局.....	9
图表 11: 上海机场区位优势显著.....	9
图表 12: 三大城市群.....	10
图表 13: 长三角主要城市常住人口及 GDP.....	10
图表 14: 机场分类.....	11
图表 15: 浦东机场旅客吞吐量.....	11
图表 16: 虹桥机场旅客吞吐量.....	11
图表 17: 长三角机场空间布局.....	12

图表 18: 2019 夏秋国内每周航班数 (次)	12
图表 19: 2019 夏秋国际、地区每周航班数 (次)	12
图表 20: 长三角铁路网	13
图表 21: 机场联络线示意图	13
图表 22: 2017 年亚特兰大机场主要承运人及市场份额	14
图表 23: 2013-2017 年亚特兰大机场主要航企承运旅客量 (百万人次)	14
图表 24: 上海机场航司航班占比	14
图表 25: 上海机场旅客中转率	15
图表 26: 浦东机场起降架次	15
图表 27: 浦东机场国际和地区起降架次	16
图表 28: 2017 年协调机场小时高峰架次 (架次)	16
图表 29: 航空性业务收费标准	17
图表 30: 影响免税业务收入因素	18
图表 31: 上海机场国际和地区旅客吞吐量	18
图表 32: 主要机场航线占比	18
图表 33: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (十亿元)	19
图表 34: 购买奢侈品选择的实体门店占比 (%)	19
图表 35: 各年龄段奢侈品消费者总数 (百万人)	19
图表 36: 各年龄段奢侈品年均消费额 (十亿元)	19
图表 37: 免税商品价格划算 (元)	20
图表 38: 免税市场空间 (亿元)	20
图表 39: 各类产品税率	20
图表 40: 《电子商务法》部分规定	21
图表 41: 免税限额以及品类	21
图表 42: Dufry 销售渠道	21
图表 43: 2018H1 全球免税零售渠道占比	21
图表 44: Dufry 并购历程	22
图表 45: Dufry 店铺数量与毛利率	22
图表 46: 2009-2018 年 Dufry 销售商品占比变化	23
图表 47: 部分香化产品价格对比 (元)	23
图表 48: 2018 年主要机场人均免税消费额 (元)	23
图表 49: 世界各大机场非航收入占比 (%)	24
图表 50: 世界各大机场人均非航收入 (元)	24
图表 51: 免税合同情况	24
图表 52: 主要机场签约免税合同情况	25
图表 53: 2015-2018 年日上上海营业额 (亿元)	25
图表 54: 上海机场免税店业务保底销售提成 (亿元)	25
图表 55: 人均免税销售额 (元)	26
图表 56: 免税店面积翻倍增长 (平方米)	26
图表 57: 上海机场进境免税店明细	27
图表 58: 2019 夏秋航季国际和地区 T1、T2 航班与座位数 (次)	28
图表 59: 2019 夏秋航季外航 T1、T2 航班与座位数 (次)	28
图表 60: 2006-2018 年公司投资收益	28
图表 61: 投资收益主要构成 (亿元)	29
图表 62: 航站楼面积与广告收入	29
图表 63: 机场面积扩建 (万平方米)	29
图表 64: 航油油料公司营收及增速	30

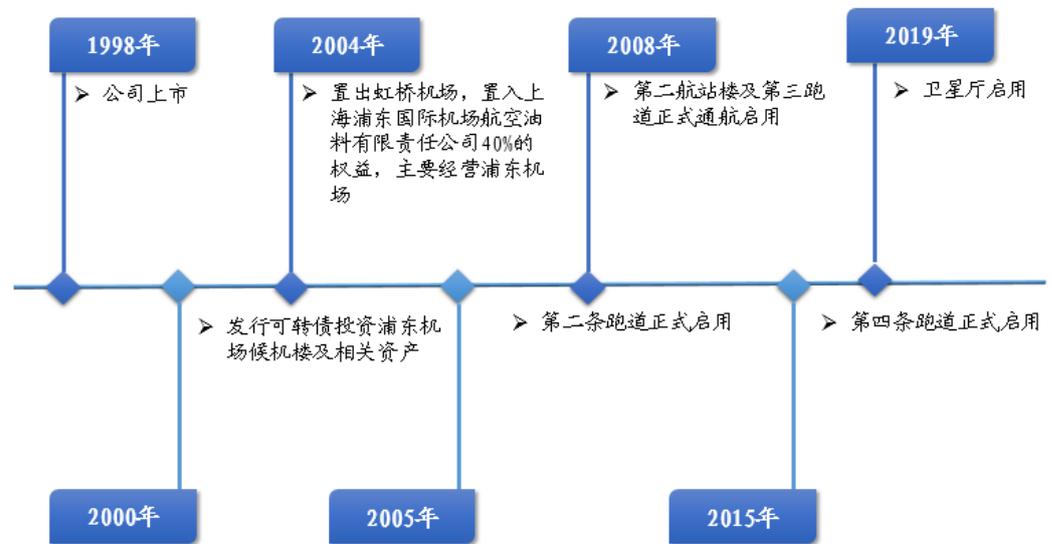
图表 65: 航油油料公司净利润及增速.....	30
图表 66: 2006-2019Q6 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)	30
图表 67: 浦东机场 2003-2018 年航油加油量.....	31
图表 68: 上海机场向集团租赁场地费用	31
图表 69: 上海机场摊销费用.....	32
图表 70: 上海机场员工人数.....	32
图表 71: 上海机场人工成本.....	32
图表 72: 上海机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测	33
图表 73: 上海机场航空性收入预测 (亿元)	33
图表 74: 上海机场非航空收入预测 (亿元)	34
图表 75: 上海机场成本预测 (亿元)	34
图表 76: 上海机场费用率预测.....	34
图表 77: 上海机场绝对估值法.....	35
图表 78: 上海机场相对估值法.....	35

一、长三角门户机场，流量价值驱动非航高增

1.1 旅客吞吐量连续三年全球第九

上海机场成立于1998年，2004年置出虹桥机场，置入上海浦东国际机场航空油料有限责任公司40%的权益，主要经营业务是浦东国际机场的经营管理与地面保障。2018年，上海机场旅客吞吐量达到7400.63万人次，国内排名第二，连续三年全球排名第九。货邮吞吐量376.86万吨，连续十一年全球排名第三。

图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

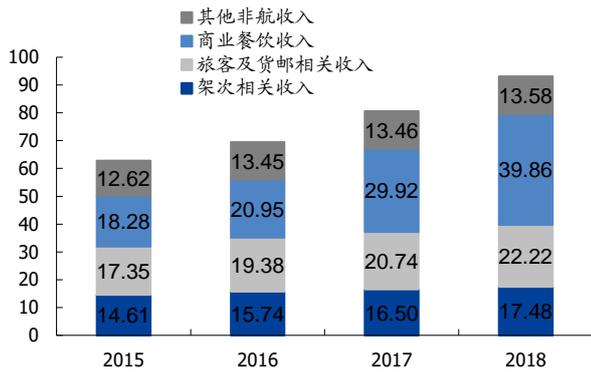
公司运营管理浦东机场，目前经营业务主要分为航空性业务和非航空性业务：

1) 航空性业务指与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务；航空性业务收入如起降费、停机费、客桥费、旅客服务费、安检费等相关收费。目前航空性业务等收费项目的收费标准按照民航局相关文件规定实行政府指导价。

2) 非航空性业务是指航空性业务以外的业务包含商业零售、餐饮、广告、办公室租赁、值机柜台出租等。非航空性业务收费项目的收费标准实行市场调节价。

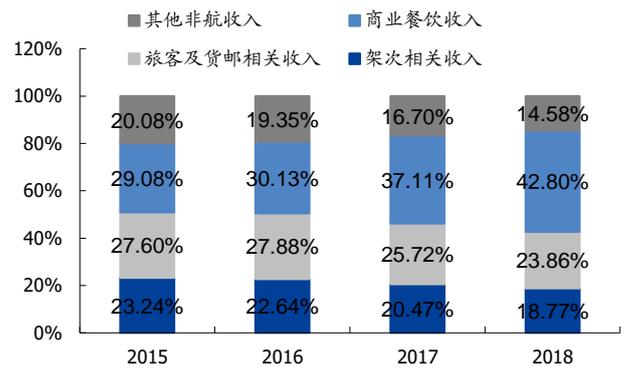
2018年上海机场航空性收入为39.7亿元，同比增长6.58%，非航空性收入为53.44亿元，同比增长23.18%。非航收入占比由2015年49.16%增长到2018年57.38%，主要是商业餐饮收入增加，其中最核心的是免税零售增长带动。由于国际和地区航班次数增长快于国内航班，航空性收入增速快于架次增长。

图表 2: 公司各业务收入 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司各业务收入占比

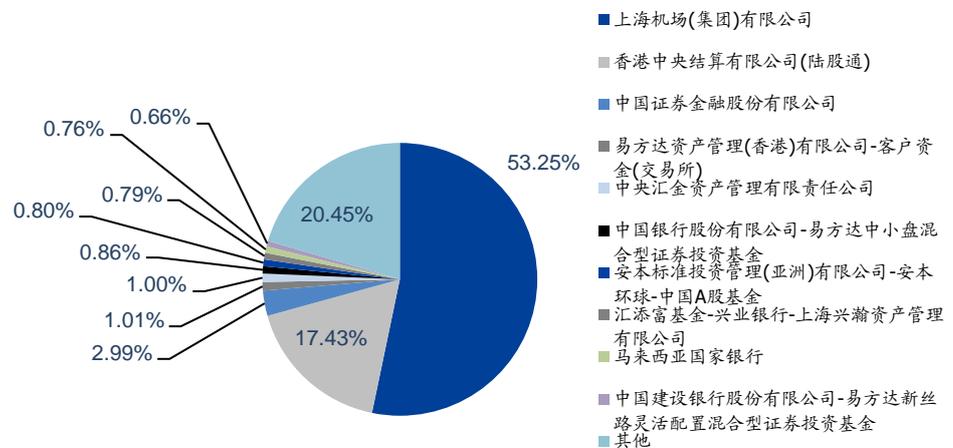


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 实际控制人为上海市国资委，外资持股高

公司控股股东为上海机场(集团)有限公司, 持股比例为 53.25%, 实际控制人为上海市国资委。上海机场消费属性强, 受外资偏好, 持股比例维持较高水平, 2019Q1 陆股通持股比例为 17.43%。

图表 4: 2019Q1 股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

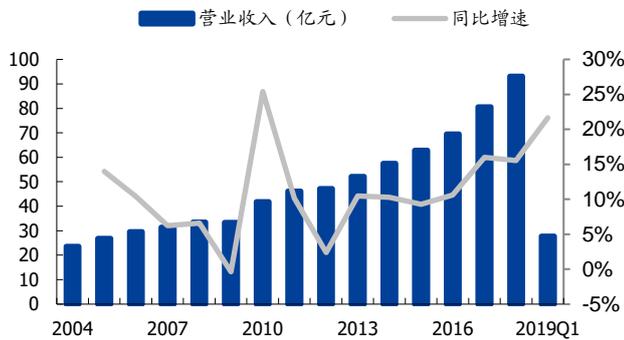
1.3 免税业务带动，盈利能力持续提升

2004-2018 年上海机场营收复合增速在 10.33%，归母净利润复合增速在 8.85%；由于新免税协议在 2019 年 1 月 1 日实施，带动营收和净利润增速提升，2019Q1 营收增长 21.64%至 27.74 亿元，归母净利润增长 36.67%至 13.91 亿元。

2008 年 3 月浦东机场扩建工程机场主体工程（第二航站楼及第三跑道）竣工部分投入运营后，折旧费用、运营成本以及财务费用均大幅增加导致当年净利润负增长。今年下

半年卫星厅投入使用一定程度带来折旧费用、运营成本、财务费用增长，我们认为免税收入增长能够覆盖相关费用增长。

图表 5: 2004-2019Q1 营业收入及增速



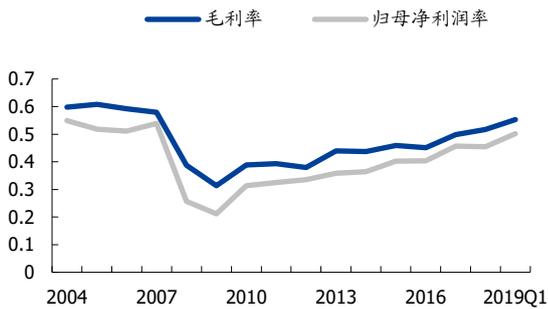
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2004-2019Q1 归母净利润及增速



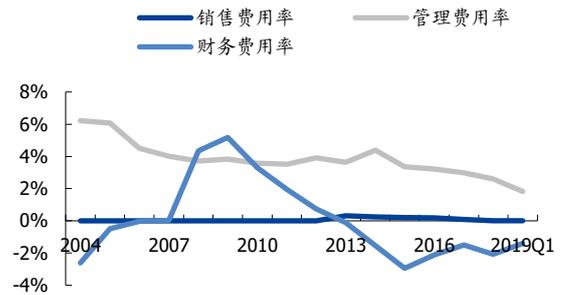
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2004-2019Q1 毛利率与净利润率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2004-2019Q1 费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、背靠长三角，主枢纽机场国际航线价值凸显

2.1 上海机场背靠长三角，区位优势显著

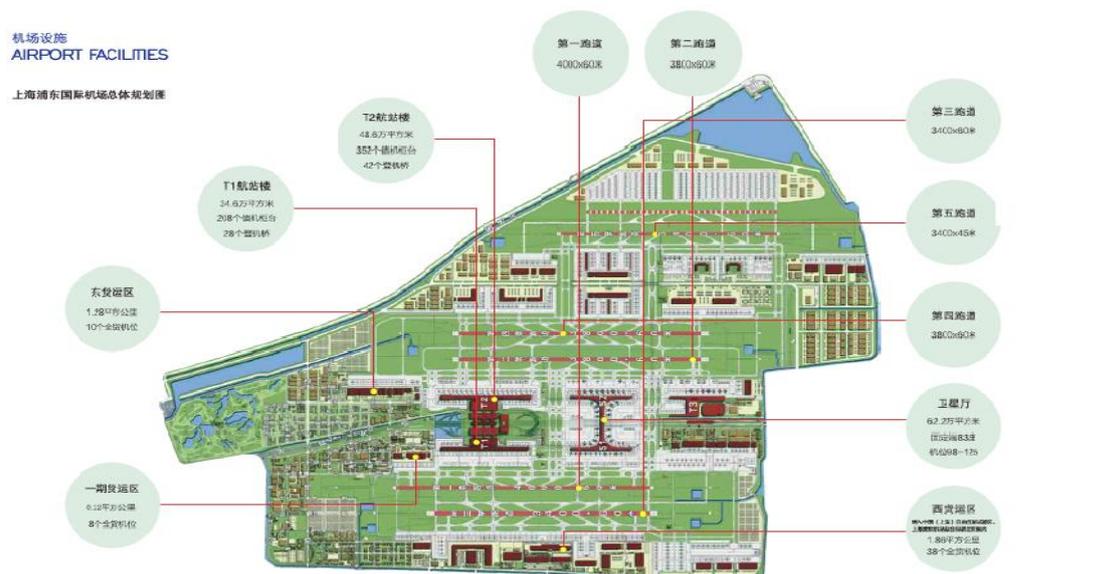
上海机场为 4F 级民用机场，是中国三大门户复合枢纽之一，华东区域第一大枢纽机场、门户机场。目前上海机场有五条跑道其中四条跑道正式运营，时刻容量为 76 架次/小时，拥有 2 座航站楼 1 座卫星厅，可满足年旅客吞吐量 8000 万人次的运行需求。

图表 9: 上海机场主要资产

主要资产	
第一跑道	4000X60 米
第二跑道	3800X60 米
第三跑道	3400X60 米
第四跑道	3800X60 米
第五跑道	3400X45 米
T1 航站楼	34.6 万平方米，208 个值机柜台，28 个登机桥
T2 航站楼	48.6 万平方米，352 个值机柜台，42 个登机桥
卫星厅	62.2 万平方米，固定端 83 座，机位 98-125

资料来源: 上海机场集团社会责任报告, 国盛证券研究所

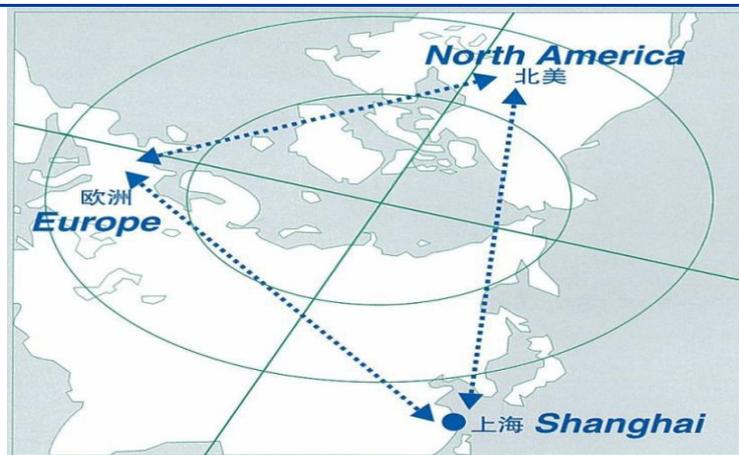
图表 10: 上海机场布局



资料来源: 上海机场集团社会责任报告, 国盛证券研究所

上海机场区位优势显著。长三角地区是世界第6大城市群，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，飞往欧洲和北美西海岸的航行时间约为10小时，飞往亚洲主要城市的时间在2至5小时内，航程适中，区位优势显著。

图表 11: 上海机场区位优势显著



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

上海机场背靠中国经济规模最大的城市群发展潜力巨大。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。

图表 12: 三大城市群

	长三角	珠三角	京津冀
陆地面积 (万平方米)	21.17	5.6	21.8
占全国比重	2.21%	0.58%	2.26%
人口 (亿人)	1.5	0.7	1.1
占全国比重	10.75%	5.02%	7.88%
GDP(2018 年)	21	9.7	8.51
占全国比重	23.34%	10.78%	9.46%

资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 国盛证券研究所

图表 13: 长三角主要城市常住人口及 GDP

地区	18 年常住人口 (万人)	GDP(亿元)	人均 GDP(万元)
上海	2415.27	32679.87	13.53
南京	843.62	12820.4	15.20
无锡	657.45	11438.62	17.40
常州	472.86	7050.27	14.91
苏州	1072.17	18597.47	17.35
南通	731	8427	11.53
盐城	720	5487	7.62
扬州	453.1	5466	12.06
镇江	319.64	4050	12.67
泰州	463.57	5107	11.02
杭州	980.6	13509.2	13.78
宁波	820.2	10745.5	13.10
嘉兴	472.6	4872	10.31
湖州	302.7	2719.1	8.98
绍兴	503.5	5416.9	10.76
金华	560.4	4100.2	7.32
舟山	117.3	1316.7	11.23
台州	613.9	4874.7	7.94
合肥	808.7	7822.9	9.67
芜湖	374.8	3278.53	8.75
马鞍山	233.7	1918.1	8.21
铜陵	162.9	1222.4	7.50
滁州	411.4	1801.8	4.38
池州	147.4	684.9	4.65
宣城	264.8	1317.2	4.97

资料来源: 统计年鉴, 国盛证券研究所

国家推动上海机场提升国际枢纽竞争力。民航十三五规划提出，着力提升北京、上海、广州机场国际枢纽竞争力，推动与周边机场优势互补、协同发展，建设与京津冀、长三角、珠三角三大城市群相适应的世界级机场群，明确区域内各机场分工定位。上海机场为长三角地区级别最高的机场。

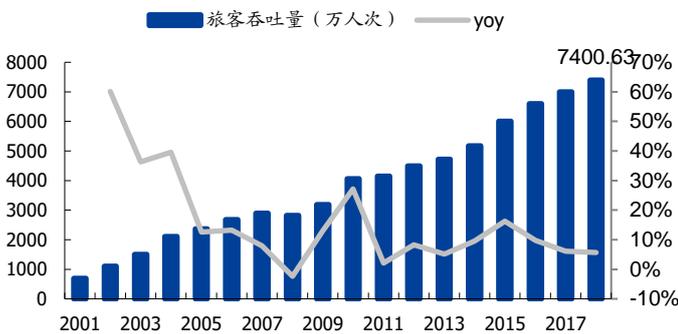
图表 14: 机场分类

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州等 3 个机场。
一类 2 级	上海虹桥、深圳、成都等 3 个机场。
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁等 20 个机场。
三类	除上述一、二类机场以外的民用机场。

资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

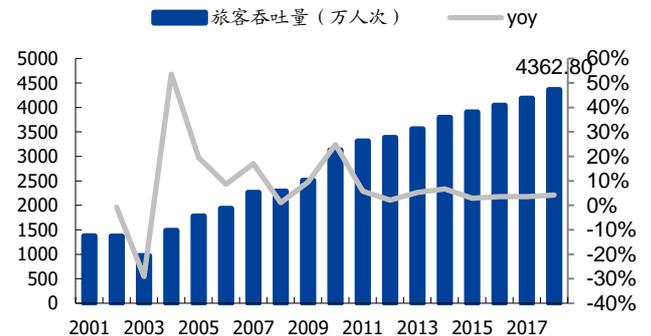
上海“一市两场”政策，浦东机场定位国际机场。上海市确立了“以浦东机场为主，虹桥机场为辅”的战略定位，浦东定位为国际机场，虹桥定位为国内机场但保留国际备降功能。2002年10月实现了所有国际航班向浦东机场东移。亚太地区航空枢纽港定位以及上海作为长三角城市群龙头的区域优势，浦东国际机场才得以快速发展。

图表 15: 浦东机场旅客吞吐量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 虹桥机场旅客吞吐量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

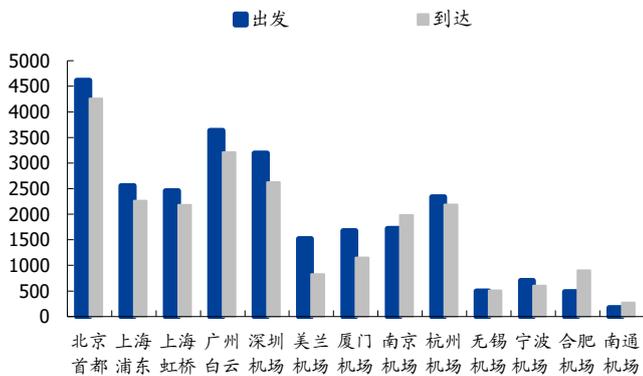
图表 17: 长三角机场空间布局



资料来源: 谷歌地图, 国盛证券研究所

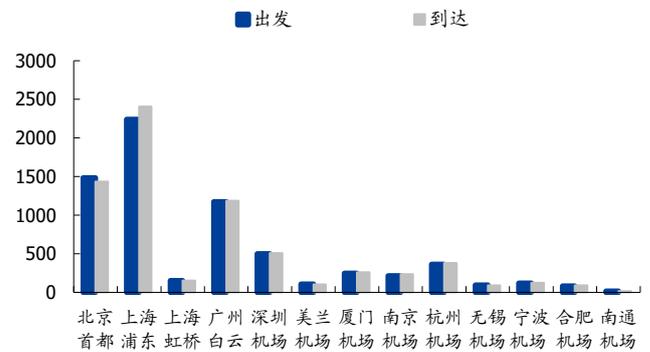
上海机场国际航线稀缺性凸显。由于上海机场是最高等级机场, 在航线布局上有很大优势, 从 2019 年夏秋国内航班次数来看, 长三角地区的杭州机场和南京机场跟上海的浦东机场、虹桥机场的差距并不大, 但是在国际和地区航班上, 上海浦东机场的航线密度和广度优势很明显。

图表 18: 2019 夏秋国内每周航班数 (次)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

图表 19: 2019 夏秋国际、地区每周航班数 (次)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

高铁给上海两大机场带来的“虹吸效应”更加明显。上海两大机场对周边地区有明显的“虹吸效应”, 比如苏州没有机场, 苏州市民选择乘坐航空出行一般会选择上海虹桥机场或浦东机场。长三角地区高铁网络密集, 基本上 2 小时内到上海, 高铁给上海机场带来的“虹吸效应”更加明显。

图表 20: 长三角铁路网



资料来源: 谷歌地图, 国盛证券研究所

机场联络线开建提升上海国际航空枢纽港竞争力。2019年6月29日机场联络线工程正式开工建设, 该线正线全长68.6公里, 工程计划2024年建成投运, 届时虹桥和浦东两大枢纽间预计中转运行时间在40分钟之内, 增强上海国际航空枢纽港竞争力。轨道交通市域线机场联络线工程起于虹桥枢纽, 沿铁路沪杭客专东侧、春申塘通道、外环高速S20南侧及迎宾高速S1南侧走行, 经过浦东机场, 接入上海东站, 共设虹桥站(既有)、七宝站、华泾站、三林南站、张江站、度假区站、浦东机场站、浦东机场规划航站楼站、上海东站共9个车站。

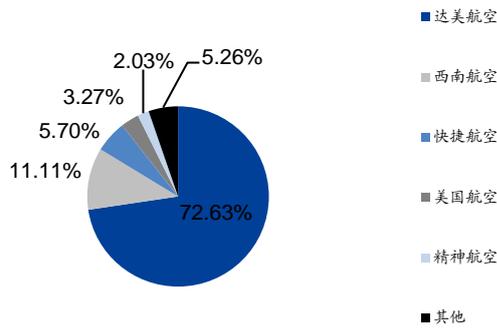
图表 21: 机场联络线示意图



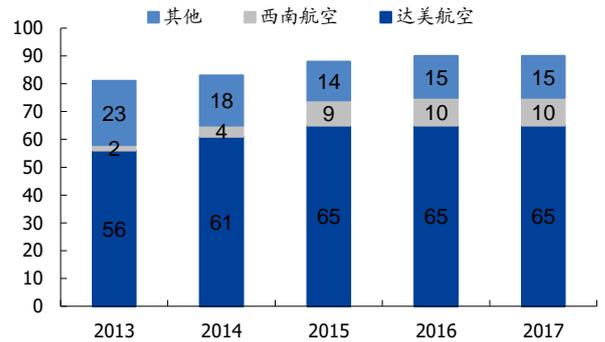
资料来源: 上海发布, 国盛证券研究所

主基地航司与枢纽机场休戚相关。国际枢纽机场构建的主体是航空公司, 一般大型国际航空枢纽机场都有一个一流主基地航空公司。枢纽航空公司在机场开展枢纽航线运作, 通过高效的航班衔接, 充分发挥枢纽的快捷优势。比如: 香港国际机场成为国际枢纽因为有着主基地航空公司国泰航空, 如仅考虑本土航司, 目前国泰航空和港龙有香港市场76%的市场份额。全球第一大机场亚特兰大机场有着达美航空, 其在亚特兰大机场市场份额高达72.6%, 规模优势明显。

图表 22: 2017 年亚特兰大机场主要承运人及市场份额



图表 23: 2013-2017 年亚特兰大机场主要航企承运旅客量 (百万人次)

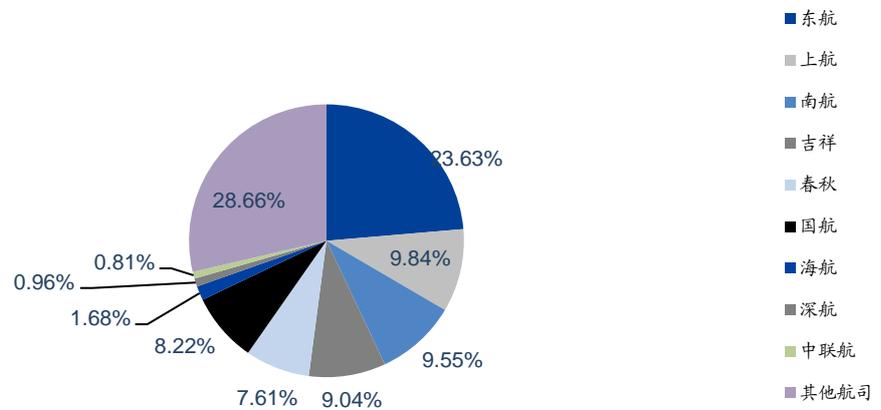


资料来源: 中国民航网, 国盛证券研究所

资料来源: 中国民航网, 国盛证券研究所

东航与吉祥战略合作, 打造主枢纽机场。东航总部位于上海, 是中国国有控股三大航空公司之一, 浦东机场和虹桥机场是其主基地机场, 东航由于其经营规模、服务品质等方面居于行业前列, 在申请航线具有很大优势。东方航空持有吉祥航空 7% 股份, 吉祥航空定增东方航空, 双方战略合作有利于加强上海机场建设。东航、上航、中联航航班占上海机场比重为 34.28%, 吉祥航空航班占上海机场比重为 9.04%, 双方合计份额 43.32%。集中度越高使得中转规模越大, 吞吐量也会越高。

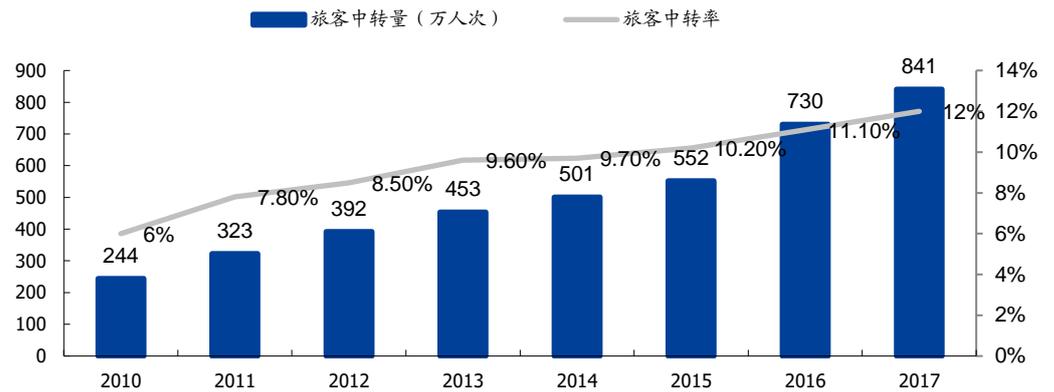
图表 24: 上海机场航司航班占比



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

2017 年, 上海机场全年旅客中转比例达到 12%, 中转旅客量同比增长 14.8%, 枢纽中转能力进一步提升, 但距离国际枢纽机场公认 30% 旅客中转率仍有很大的提升空间。

图表 25: 上海机场旅客中转率



资料来源: 上海机场企业社会责任报告, 国盛证券研究所

2.2 吞吐量持续提升, 国际航线占比提高

2018 年上海机场起降架次达到 50.48 万架次, 同比增长 1.61%, 增速趋于放缓, 但国际和地区起降架次增长相对较快达到 23.96 万架次, 同比增长 4.05%, 由于国际和地区起降费用高于国内, 因此公司的航空性业务收入增速快于起降架次增速。

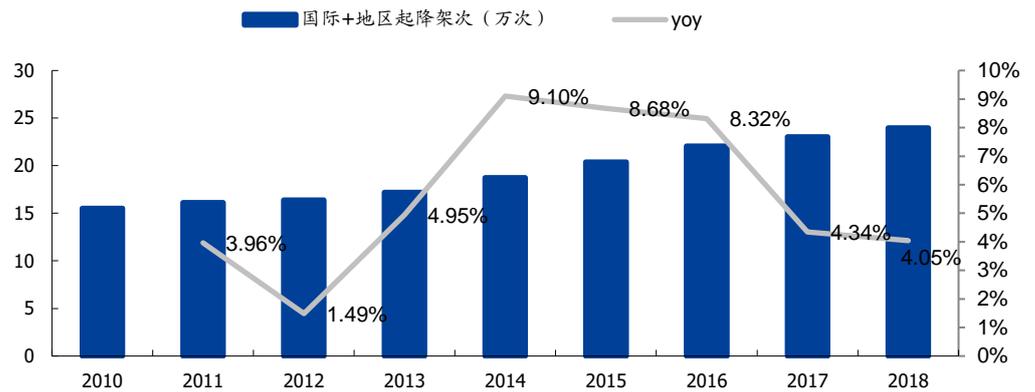
按照上海市编制的 2016 - 2040 城市发展规划, 到 2040 年浦东机场和虹桥机场将建成年客运吞吐量达到 1.6 - 1.8 亿人次左右, 乘客中转率 20% 以上, 货运吞吐量达到 1000 万吨左右的国际枢纽机场, 实现浦东机场吞吐量世界排名第一。

图表 26: 浦东机场起降架次



资料来源: wind, 国盛证券研究所

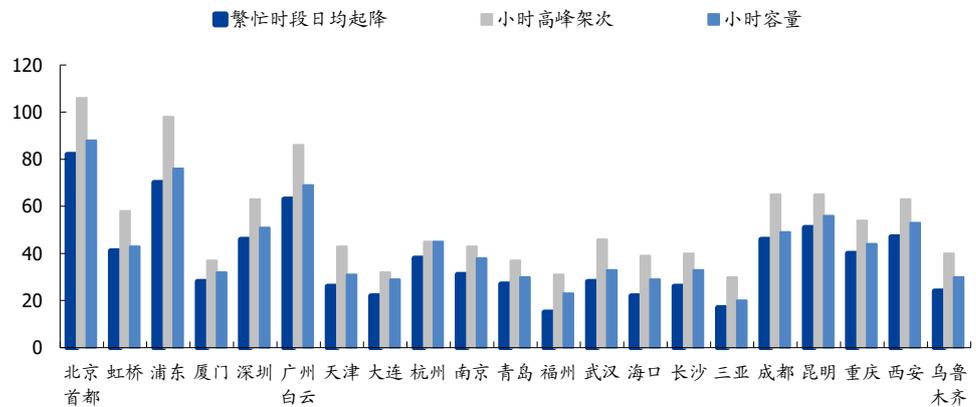
图表 27: 浦东机场国际和地区起降架次



资料来源: wind, 国盛证券研究所

卫星厅扩建上海机场航班量有望增长。上海机场时刻容量为 76 架次/小时，繁忙时段日均起降 70 架次，跑道利用率为 92.11%；虹桥机场时刻容量为 41 架次/小时，繁忙时段日均起降 41 架次，跑道利用率为 95.35%，产能严重饱和。虹桥机场没有扩建计划，上海市及周边地区增长的客流量基本上要转移到上海机场。随着今年下半年卫星厅启用，上海机场相应的航班数量也会有所增长，2019 年预计实现飞机起降 50.90 万架次，旅客吞吐量 7680 万人次。

图表 28: 2017 年协调机场小时高峰架次 (架次)



资料来源: 民航局, 国盛证券研究所

航空性业务收费包括起降费、停机费、客桥费、旅客服务费及安检费。航空性收入与国际航线占比、旅客吞吐量和机场级别相关，国际及港澳台航班的收费标准高于国内航班，由于上海机场国际和地区航班占比较高，因此航空性收入增速高于起降架次增速。

图表 29: 航空性业务收费标准

	起降费 (元/架次) (T: 飞机最大起飞全重)					旅 客 服 务 费 (元 / 人)	安 检 费		停 场 费 (元/架 次)	客 桥 费 (元/ 小时)		
	25 吨 以下	26-5 0 吨	51-10 0 吨	101-200 吨	201 吨以上		旅 客 行 李 (员/ 人)	货 物 邮 件 (元/ 吨)				
国内航班- 分机场类 别	一类 1 级	240	650	1200+ 24×(T -50)	2400+25×(T -100)	5000+32×(T -200)	34	8	53	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, 每停场 24 小时按照起降 费的 25% 计 收。不足 24 小 时按 24 小时计 收。	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。	
	一类 2 级	250	700	1250+ 25×(T -50)	2500+25×(T -100)	5100+32×(T -200)	40	9	60			
	二类	250	700	1300+ 26×(T -50)	2600+26×(T -100)	5200+33×(T -200)	42	10	62			
	三类	270	800	1400+ 26×(T -50)	2700+26×(T -100)	5300+33×(T -200)	42	10	63			
	全部	2000	2200	2200+ 40 × (T-50)	4200+44 × (T-100)	8600+56 × (T-200)	70	12	70		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。	
国际及港 澳台航班											2 小时以内免 收; 超过 2 小 时, 每停场 24 小时按照起降 费的 15 计收。 不足 24 小时按 24 小时计收。	

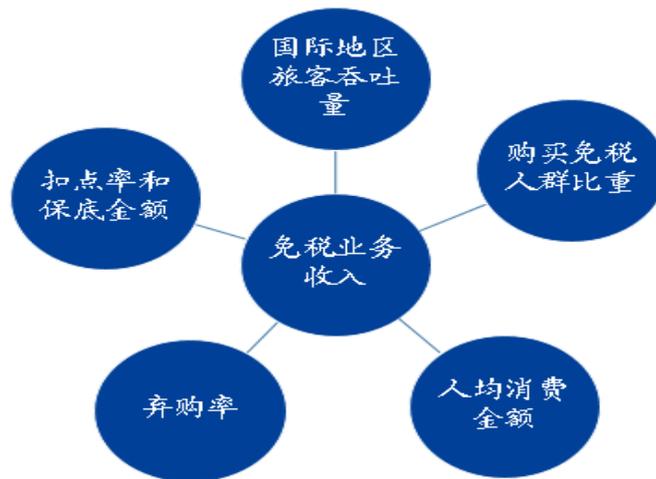
资料来源: 中国民用航空局, 国盛证券研究所

三、新协议实施、卫星厅投产带动免税业务增长

3.1 出入境客流量持续增长, 机场免税吸引力增强

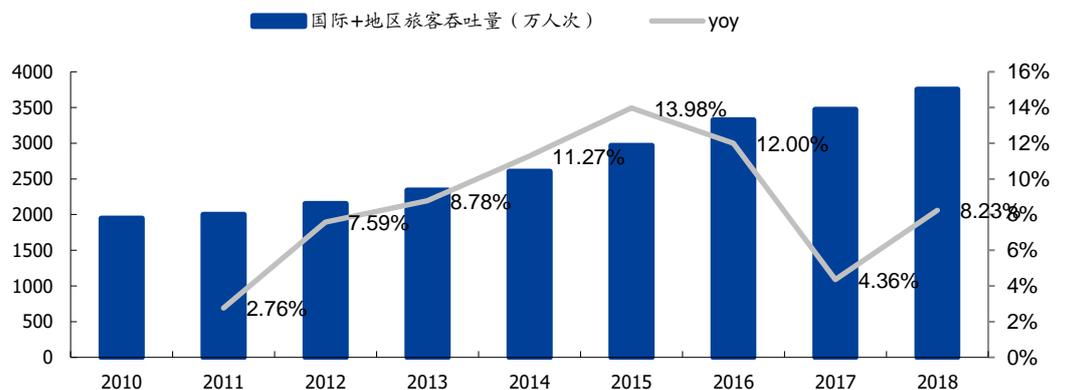
非航业务中最核心的是免税零售业务, 影响免税收入的因素主要有国际和地区旅客量、人均消费金额、弃购率、扣点率和保底金额等。上海机场国际和地区旅客人数连年增长, 2010-2018 年复合增速为 8.56%, 高于整体旅客吞吐量增速。2018 年上海机场国际和地区旅客吞吐量超过一半达到 50.77%, 对比首都机场、白云机场占比为 27.1%、24.84%, 这形成上海机场独特的优势。

图表 30: 影响免税业务收入因素



资料来源: 国盛证券研究所

图表 31: 上海机场国际和地区旅客吞吐量



资料来源: wind, 国盛证券研究所

上海机场国际航线相对优质，旅客购买力高。目前上海机场国际和地区航线分布是港澳台 17.13%、日韩 26.15%、东南亚 23.72%、欧洲 12.09%、北美 10.74%、中东 4.33%、澳新 2.63%、其他地区 3.2%。上海机场国际航线相对优质，国内仅次于北京首都机场，一般欧美航线的旅客购买力相对较高。

图表 32: 主要机场航线占比

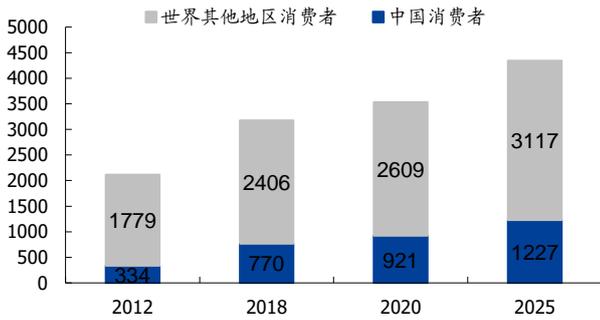
	港澳台	日韩	东南亚	欧洲	北美	中东	澳新	其他地区
北京首都机场	13.71%	17.98%	17.59%	17.70%	16.22%	5.69%	2.04%	9.07%
广州白云机场	4.11%	10.40%	52.38%	4.25%	7.00%	7.28%	6.99%	7.58%
上海浦东机场	17.13%	26.15%	23.72%	12.09%	10.74%	4.33%	2.63%	3.20%
成都双流机场	13.99%	11.07%	45.74%	6.92%	6.60%	6.77%	2.95%	5.97%
昆明长水机场	6.55%	5.92%	78.33%	1.09%	2.09%	1.27%	0.73%	4.02%
深圳宝安机场	9.81%	13.78%	58.06%	5.67%	2.61%	1.61%	5.34%	3.12%

资料来源: 飞常准, 国盛证券研究所

3.2 代购限制，海外消费市场回流

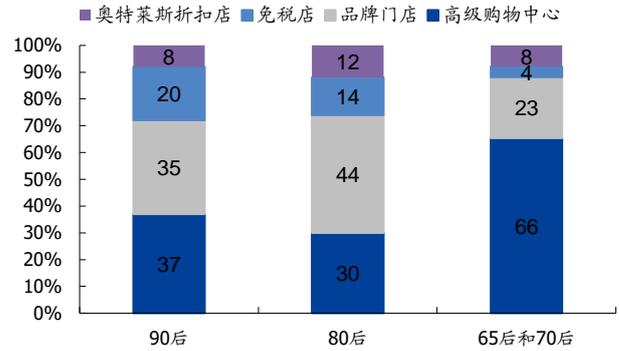
根据麦肯锡《中国奢侈品报告》，2018年，中国消费者奢侈品消费市场规模为7700亿元人民币，到2025年将增长近一倍，达到1.2万亿元，中国奢侈品消费占比由2012年19%提升至2025年40%。有近70%的人选择在境外购买奢侈品，境外消费市场规模达到5390亿元。境外消费主要原因是出境旅游越来越普遍，中国的进口税制以及品牌定价策略导致了价格差异明显过大。根据麦肯锡报告，90后青睐免税店占比最高，原因是他们偏爱价格适中的奢侈品，而且出国次数更多。国家通过政策引导消费回流，将大大刺激免税行业的发展，尤其是机场免税。

图表 33: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (十亿元)



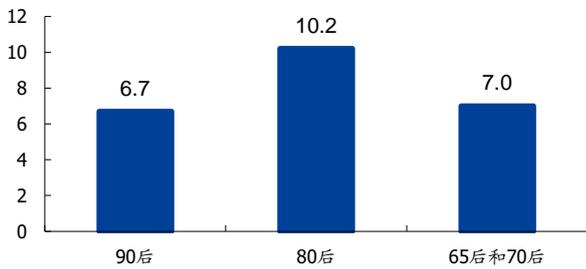
资料来源: 麦肯锡, 国盛证券研究所

图表 34: 购买奢侈品选择的实体店占比 (%)



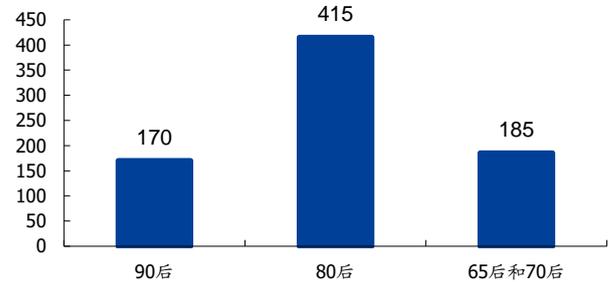
资料来源: 麦肯锡, 国盛证券研究所

图表 35: 各年龄段奢侈品消费者总数 (百万人)



资料来源: 麦肯锡, 国盛证券研究所

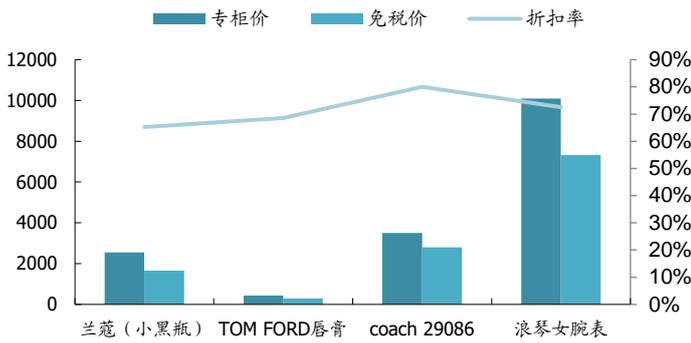
图表 36: 各年龄段奢侈品年均消费额 (十亿元)



资料来源: 麦肯锡, 国盛证券研究所

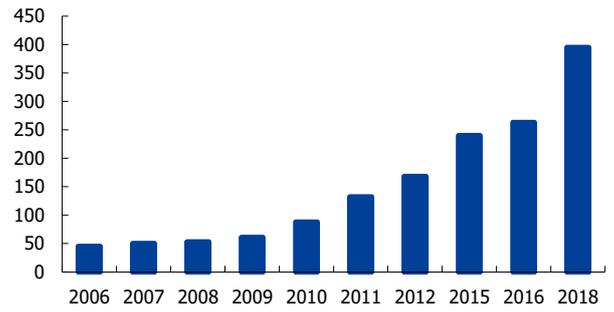
免税商品价格优势明显，发展潜力大。免税产品主要免去了关税、消费税、增值税，相当于专柜价格的70%，相比而言很具有价格优势。随着出境旅客数量的逐年增长，相应的消费群体增加进而带动机场免税市场的发展。2018年免税行业市场规模达到395亿元，市场规模持续增长发展潜力大。

图表 37: 免税商品价格划算 (元)



资料来源: 日上上海公众号, 国盛证券研究所

图表 38: 免税市场空间 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 39: 各类产品税率

	关税	消费税	增值税
烟	卷烟、雪茄烟、烟丝及其他烟 50%	甲类卷烟 (出厂价 70 元/条 (含) 以上)、税率为 56%加 0.003 元/支, 乙类卷烟 (出厂价 70 元/条以下) 税率为 36%加 0.003 元/支; 雪茄烟的税率为 36%; 烟丝的税率为 30%。另外, 在卷烟批发环节按 5% 的税率予以征收	
酒及酒精	啤酒 50%, 葡萄酒 50%, 清酒 50%	白酒按 20% 比例税率加 0.5 元/500 克, 黄酒按 240 元/吨, 甲类啤酒按 250 元/吨, 乙类啤酒按 220 元/吨, 其他酒按 10% 税率	
化妆品	完税价格 > 10 元/毫升 (克), 税率 50%; 完税价格 < 10 元/毫升 (克), 税率 25%	高档护肤类化妆品税率为 30%	销售或进口货物: 13% 销售或进口农产品、部分能源产品、出版物类: 9%
贵重首饰及珠宝玉石	金银 15%, 钻石及钻石首饰 25%, 贵重首饰及珠宝玉石 50%	金银首饰、铂金首饰、钻石及钻石饰品税率为 5%; 其他贵重首饰和珠宝玉石税率为 10%	
高档手表	高档手表 50%, 其他手表 25%	销售价格 (不含增值税) 每只在 10000 (含) 元以上的各类手表, 税率为 20%	

资料来源: 财政部, 中国海关, 国盛证券研究所

《电子商务法》实施限制代购消费回流。《电子商务法》自 2019 年 1 月 1 日起施行, 海关对代购检查更加严格, 代购组织或个人必须同时拥有采购国和中国的营业执照, 并同时缴纳采购国与中国两方的税费, 违反规定的卖家或平台最高将分别被罚款 50 万元以及 200 万元。

我国海关规定在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变的基础上, 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 元人民币。超出 8000 元部分需要缴税, 烟、酒、玉石、高档手表和化妆品行邮税高达 50%, 这将有力限制海外代购, 有利于消费回流机场免税渠道。

图表 40: 《电子商务法》部分规定

电子商务经营者	● 指通过互联网等信息网络从事销售商品或者提供服务的经营活动的自然人、法人和非法人组织，包括电子商务平台经营者、平台内经营者以及通过自建网站、其他网络服务销售商品或者提供服务的电子商务经营者。
证照要求	● 电子商务经营者从事经营活动，依法需要取得相关行政许可的，应当依法取得行政许可。
纳税要求	● 电子商务经营者应当依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。
法律责任	● 对平台内经营者未尽到资质资格审核义务，或者对消费者未尽到安全保障义务的，可以处五万元以上五十万元以下的罚款；情节严重的，责令停业整顿，并处五十万元以上二百万元以下的罚款。

资料来源:《电子商务法》，国盛证券研究所

图表 41: 免税限额以及品类

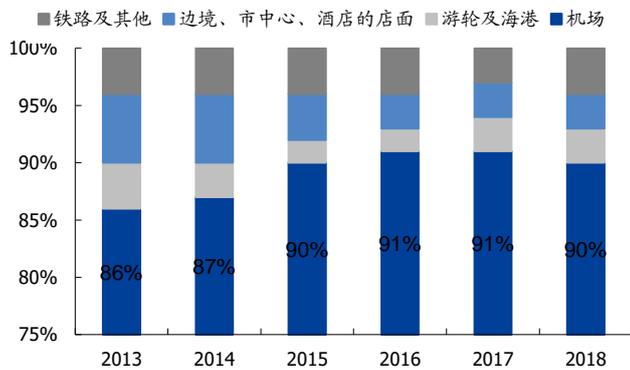
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 进境居民旅客携带在境外获取的个人自用进境物品，总值在5000元人民币以内（含5000元）的海关予以免税放行，单一品种限自用、合理数量，但烟草制品、酒精制品以及国家规定应当征税的20种商品等另按有关规定办理。
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 进境居民旅客携带超出5000元人民币的个人自用进境物品，经海关审核确属自用的，海关仅对超出部分的个人自用进境物品征税，对不可分割的单体物品，全额征税。
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 有关短期内多次来往旅客行李物品免税规定、验放标准等事项另行规定。
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 在维持居民旅客进境物品5000元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税消费额，连同境外免税购物额总计不超过8000元人民币。

资料来源:《电子商务法》，国盛证券研究所

3.3 重规模效应下，中免加大机场免税渠道布局

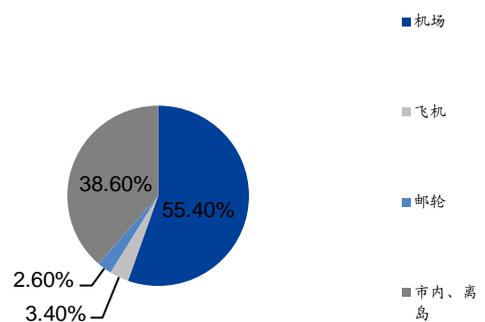
免税渠道中机场占比一半以上。根据世界最大的免税集团 Dufry 年报数据，机场销售渠道占比 90%以上，Generation Research 数据说明机场在全球免税零售渠道占比高达 55.4%。各大机场人均免税消费额仍然较低，未来还有很大的提升空间，长期看好机场免税市场。

图表 42: Dufry 销售渠道



资料来源: Dufry, 国盛证券研究所

图表 43: 2018H1 全球免税零售渠道占比



资料来源: Generation Research, 国盛证券研究所

重规模效应下，中免加大机场免税渠道布局。Dufry 相继并购了 World Duty Free、Nuance、Hellenic Duty Free、Colombian Emeralds、Duty Free Uruguay、Hudson、Duty Free Shop Argentina、RegStaer 快速做大规模，凭借着规模效应进而获得较高的毛利率。Dufry 从 2005 年 320 家店增长到 2018 年 2300 家店，相应的毛利率水平亦从 2005 年 50.62% 提升至 2018 年 61.45%。我们认为中国国旅旗下中免集团收购日上免税行是为了加大机场免税渠道布局，快速做大规模进而提升毛利率水平，预计会持续投入，上海机场将持续受益。

图表 44: Dufry 并购历程

并购品牌	并购时间	品牌介绍
World Duty Free	2015	世界上最受欢迎的旅游零售品牌之一，主要在机场运营。
Nuance	2014	Nuance 提供多种零售形式，包括免税店和商店，是最传统的旅游零售品牌之一。
Hellenic Duty Free	2012	希腊领先的旅游零售商，免税店主要分布在机场，海港和边境地区以及邮轮和渡轮上，覆盖全国所有旅游区。
Colombian Emeralds	2012	加勒比海地区最大的零售商之一，在中美洲和挪威邮轮公司的船上都有商店。
RegStaer	2012	俄罗斯旅游零售运营商，在俄罗斯的两个主要机场开设免税店。
Duty Free Uruguay	2011	乌拉圭主要的免税机场零售商之一。
Duty Free Shop Argentina	2011	阿根廷最成功，最独特的免税特许经营商。
Hudson	2008	在美国和加拿大的主要机场和运输终端以及遍布不同大陆的超过 15 个国家的 100 多个国际地点。

资料来源: Dufry 官网, 国盛证券研究所

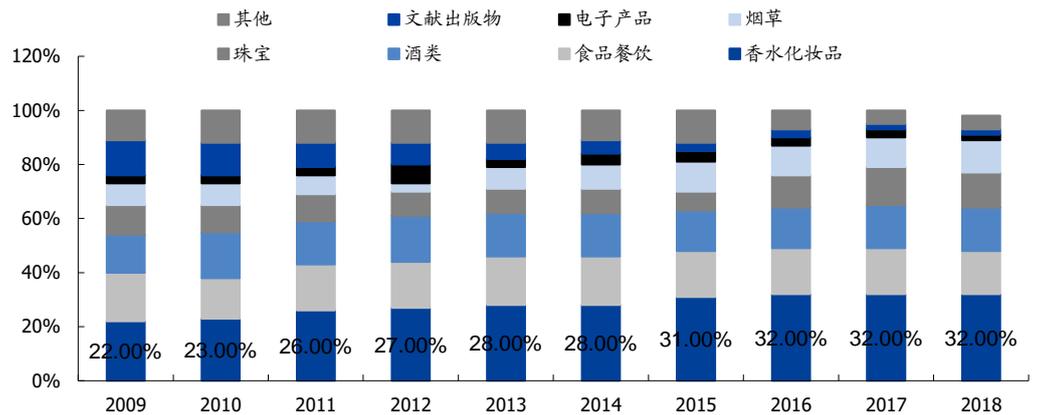
图表 45: Dufry 店铺数量与毛利率



资料来源: Dufry 公告, 国盛证券研究所

香化产品占比提升带动销售额增长。我们梳理了 Dufry 2009-2018 年各商品销售额占比情况，发现香水化妆品的占比在持续提升，由 2009 年 22% 占比提升至 2018 年 32%，香化产品销售放量带动 Dufry 销售额增长。

图表 46: 2009-2018 年 Dufry 销售商品占比变化



资料来源: Dufry 公告, 国盛证券研究所

目前, 上海机场免税在口岸免税业务中, 尤其是香化品类, 在全球范围内占据了价格、品质、品牌等诸多优势, 我们对比了部分产品日上上海的价格都是最低的, 且日上上海免税店常年有 95 折的打折券, 例如海蓝之谜精华面霜 100ml 专柜价 3900 元, 日上上海 2826 元, 使用打折券后相当于打 69 折。由于日上上海香化产品价格优势显著, 形成规模效应进一步增强上游议价能力, 促进了销售额的持续增长。

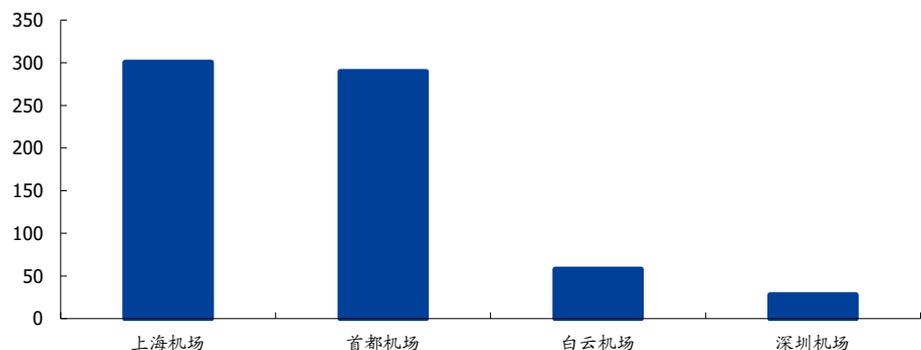
图表 47: 部分香化产品价格对比 (元)

产品	专柜价	日上上海	中免广州	海南离岛	香港 DFS 免税店	韩国新罗免税店
海蓝之谜精华面霜 60ml	2800	1869	1870	2146	2379.89	2185.15
海蓝之谜精华面霜 100ml	3900	2826	2830	3259	2706.02	3342.80
SK-II 护肤面膜 10 片	890	673	790	813	683.12	732.95
SK-II 护肤面膜 10 片*2	1980	1246	1280	1496	1511.67	1322.05
雅诗兰黛特润修护肌透精华露两瓶装	2265	1557	1680	1742	1745.25	2171.45

资料来源: 各官网, 国盛证券研究所

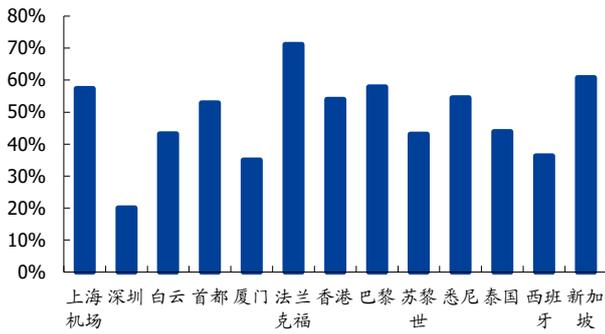
2018 年上海机场人均免税消费金额约 300 元, 位居国内机场首位, 由于人均免税金额披露不完整, 我们对比国外机场人均非航收入, 上海机场仍有较大差距, 我们认为非航收入尤其是免税消费金额仍有进一步提升空间。

图表 48: 2018 年主要机场人均免税消费额 (元)



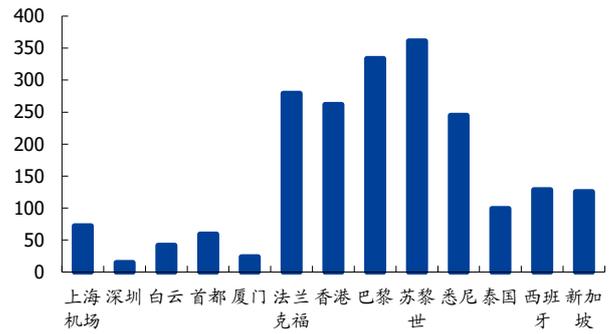
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 世界各大机场非航收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 世界各大机场人均非航收入 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 新免税协议实施, 保底金额扣点率提升

2018年9月7日, 上海机场与日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》, 日上上海将在上海机场经营面积为 16915.37 平方米的免税店, 合同履行期限自 2019年1月1日起始至 2025年12月31日止, 其中上海机场 T1 航站楼进出境免税场地自 2022年1月1日零时起始, 卫星厅自启用日起始。

图表 51: 免税合同情况

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年1月1日-2025年12月31日
	出境店	2465.3	2022年1月1日-2025年12月31日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019年1月1日-2025年12月31日
	出境店	3431.07	2019年1月1日-2025年12月31日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025年12月31日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025年12月31日
总计		16915.37	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

实施新的扣点政策显著增厚上海机场利润。各大机场近几年陆续签订了新的免税合同, 上海机场于 2019年1月1日执行新的免税协议, T2 扣点率由 25%提升至 42.50%, 2022年1月1日 T1 扣点率由 38%提升至 42.5%。上海机场扣点率低于首都机场, 一定程度是保持日上上海产品价格竞争力。

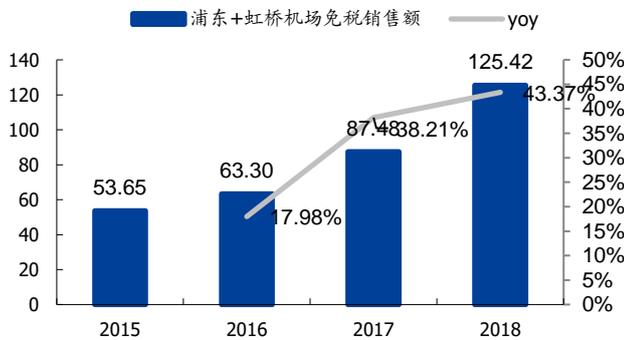
图表 52: 主要机场签约免税合同情况

机场	航站楼	进境免税店面积 (平方米)	出境免税店面积 (平方米)	免税商	首年保底金额 (亿元)	合同期	扣点率
首都机场	T2	416.56	3186.09	中免	8.3	2018年2月11日-2026年2月10日	47.50%
	T3	1938.72	9461.43	日上中国	22	2018年2月11日-2026年2月10日	43.50%
浦东机场	T1	821	2465.3	日上上海	35.25	2022年1月1日-2025年12月31日	42.50%
	T2	1136	3431.07	日上上海		2019年1月1日-2025年12月31日	42.50%
	S1 卫星厅	-	4678	日上上海		启用日-2025年12月31日	42.50%
	S2 卫星厅	-	4384	日上上海		启用日-2025年12月31日	42.50%
虹桥机场	T1	546	1534	日上上海	合计 20.71 亿元	2019年1月1日-2025年12月31日	42.50%
白云机场	T1	400	-	中免	3.27		42%
	T2	700	-	中免	2.47		42%
	T2	-	3544	中免	1.42		35%
深圳机场	T3	-	1442				
	T3	377	-	深免	0.45	2017年8月-2020年+2年	35%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

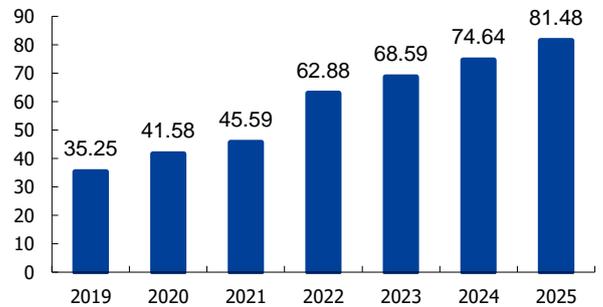
日上上海 2015-2017 年向公司支付的免税店租金分别为 14.6 亿元、16.94 亿元和 25.55 亿元, 占公司 2015-2017 年营业收入的比重分别为 23.30%、24.38%和 31.69%。新免税协议实施, 2019-2025 年预计每年保底销售提成分别为 35.25、41.58、45.59、62.88、68.59、74.64、81.48 亿元, 总共 410 亿元, 将极大增厚上海机场业绩。

图表 53: 2015-2018 年日上上海营业额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2018 年为估算数据

图表 54: 上海机场免税店业务保底销售提成 (亿元)



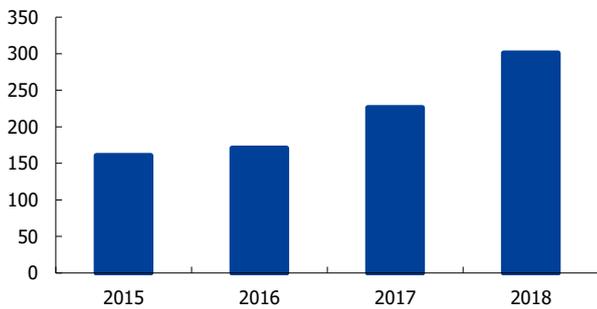
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.5 卫星厅启用，免税面积大幅增加

目前浦东 T1 和 T2 航站楼免税店面积为 7853.37 平方米，下半年三期卫星厅建成启用后，上海机场免税面积将新增约 9062 平方米，届时上海机场免税业务经营面积将达到 16915.37 平方米，免税面积及百万旅客免税商业面积两项指标将位居内地机场第一、全球机场前列。

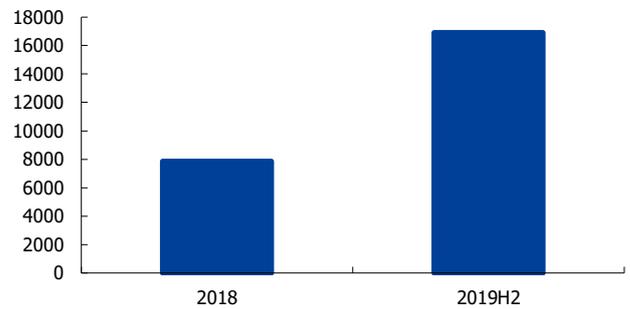
我们回顾人均免税销售额情况，与免税店等购物环境有关。浦东机场 T1 航站楼建设较早，与 2008 年投产的 T2 航站楼在功能、服务硬件设施方面存在较大差异，商铺较少，免税店面积偏小，旅客购物体验不好，经过 2016 年改造完毕后，到 2017 年人均免税消费额显著提升。我们认为随着卫星厅免税店下半年启用，免税店面积增加相应的产品种类会更加丰富，极大改善旅客购物体验，促进免税商品销售。

图表 55: 人均免税销售额 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 免税店面积翻倍增长 (平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

进境店开立有利于减少弃购率的发生，提高上海机场免税销售额。上海机场 1 号航站楼新建的进境免税店面积达 510 平方米，免税店位于边检后，契合旅客动线，从旅客需求出发将香化店和烟酒食品百货店分列在通道两边，上海机场 T2 的进境免税店也即将开立。上海机场 T1 免税店引进了近 32 个香化品牌、26 个精品品牌、161 个烟酒品牌、17 个食品品牌，囊括了护肤品、香水、太阳眼镜、皮具、电子产品、旅行用品、国产卷烟、进口卷烟、白酒、红葡萄酒、食品等免税商品种类，其中旅客最关注的香化品牌海蓝之谜、莱伯妮、娇兰、黛珂、CPB、SK-II、雪花秀、祖马龙等均能在进境免税店采购到。

图表 57: 上海机场进境免税店明细

航站楼	经营场所面积(平方米)	具体位置
T1	151	0 米层 10 号至 11 号行李转盘中间
T1	160	6 米层靠近 10 号行李转盘
T1	255	6 米层靠近进境边检通道西北侧
T1	255	6 米层靠近进境边检通道东北侧
T2	68	靠近 28 号行李转盘
T2	68	靠近 26 号行李转盘
T2	290	靠近 24 号行李转盘

资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

上海机场致力于提高价格竞争力、丰富产品品类。2022 年底前, 上海机场将陆续引进 19 个奢华时装皮具品牌和 7 个顶级珠宝腕表品牌。同时, 为了继续巩固扩大上海机场免税商业品牌优势, 除免税香化品继续保持全球价格竞争力之外, 将进一步提高烟、酒、百货和食品类各 30 种、共计 120 种畅销品在亚太区机场价格的竞争力, 打造“亚太机场免税店最佳价格”品牌。

四、市内免税店冲击有限

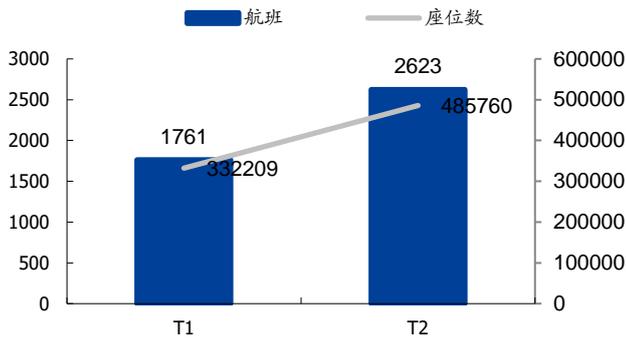
海关总署于 2019 年 6 月 4 日批复了中免公司恢复设立上海市内免税店, 上海市内免税店, 由中免集团北京首都机场免税品有限公司上海市内免税店分公司开展免税品销售业务。其中, 免税商店经营场所设在上海市浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅, 经营场所面积合计 874.4 平方米(地上一层 476.19 平方米、二层 398.21 平方米); 免税品监管仓库设在同一建筑物三层, 面积 60 平方米。

市场担心市内免税店对上海机场免税业务产生冲击, 我们认为市内免税店冲击有限:

(1) 市内免税店初期服务的是境外人士, 2018 年上海接待国际旅游入境者 893.71 万人次, 比上年增长 2.4%。其中, 入境外国人 685.90 万人次, 增长 2.2%; 港、澳、台同胞 207.81 万人次, 增长 3.0%。上海机场国际和地区旅客吞吐量为 3757.35 万人次, 其中大部分为境内人士, 对上海机场冲击较小。

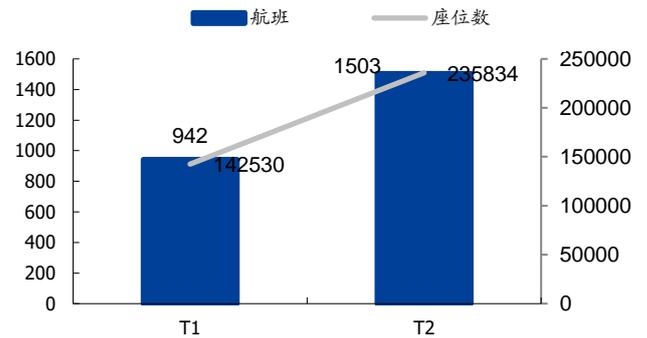
(2) 提货点位于 T1 且面积较小, 影响市内免税店销售。口岸隔离区提货点位于上海浦东机场 T1 航站楼国际出发隔离区日上免税行 105 精品香化综合店(出境免税店)内, 面积 50 平方米。由于提货点面积较小, 以及仅仅位于 T1 航站楼, 对于选择在 T2 乘坐飞机的旅客来说就不能够提货, 这也会限制在市内免税店消费。根据我们梳理 T2 航站楼国际和地区航班会更多, 且境外人士乘坐外航比例会更高, 外航 T1 座位数占比为 37.67%。

图表 58: 2019 夏秋航季国际和地区 T1、T2 航班与座位数 (次)



资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

图表 59: 2019 夏秋航季外航 T1、T2 航班与座位数 (次)



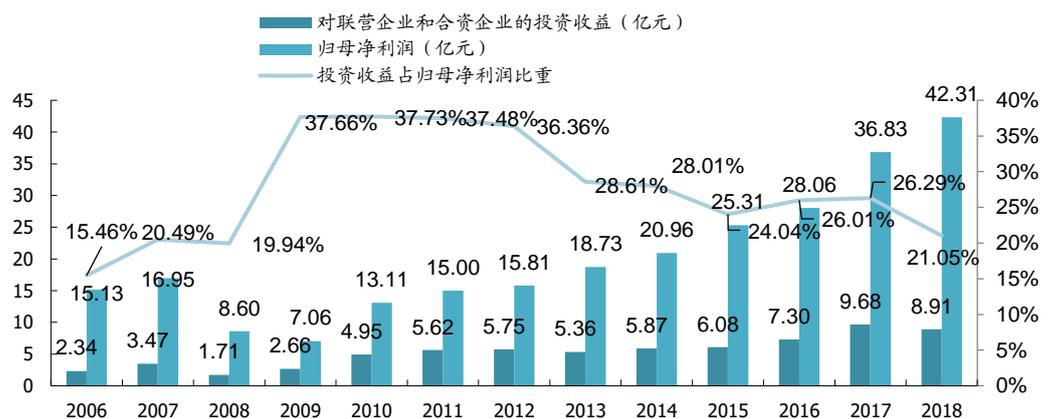
资料来源: pre-flight, 国盛证券研究所

(3) 中免集团在不同渠道产品会有区分, 对机场渠道冲击有限。由于上海机场免税店和市内免税店都是中免集团, 其在不同渠道产品会做区分。旅客乘飞机一般提前 2 小时左右到机场, 停留在免税店的时间并不长, 一般购买香水、化妆品、烟、酒等标准品为主; 而市内免税店由于停留时间相对较长, 一般以衣服、包等体验式消费为主。

五、广告、航油投资收益稳定增长

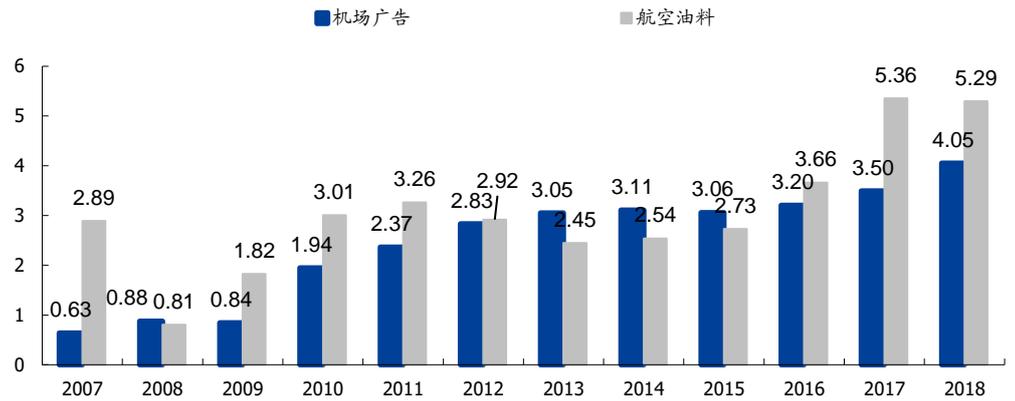
公司投资收益主要来源于上海机场德高动量广告有限公司、上海浦东国际机场航空油料有限责任公司, 2018 年分别贡献 4.05 亿元、5.29 亿元投资收益。投资收益占比近年来保持 20% 以上比重, 2018 年公司投资收益占净利润比重为 21.05%。

图表 60: 2006-2018 年公司投资收益



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 61: 投资收益主要构成 (亿元)



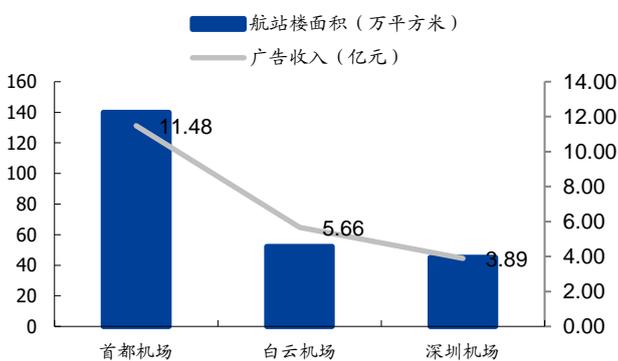
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.1 广告业务: 基于客流量稳定增长

上海机场德高动量广告有限公司负责上海机场广告业务运营, 公司间接持股 50%。2005 年, 公司、集团及上海机场德高动量广告有限公司签订了《上海虹桥及浦东国际机场广告阵地租赁合同》, 租赁期为 15 年, 广告阵地租赁收入将按中国政府民航管理部门官方公布的上一年度上海虹桥及浦东机场客流量增长幅度所对应的增长率计算。2018 年德高动量营收 13.64 亿元, 净利润 8.11 亿元, 贡献的投资收益有 4.05 亿元。

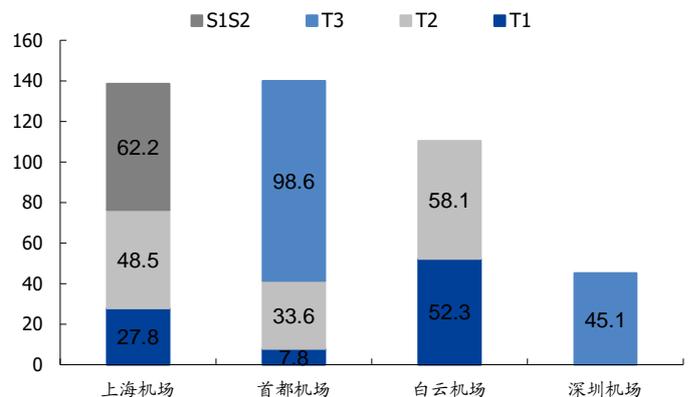
广告业务收入与航站楼面积和旅客吞吐量相关, 随着旅客的增长, 各大机场近几年都有在扩建, 随着上海机场卫星厅投产, 将显著带动上海机场广告业务增长。德高动量日前将其媒体经营网络拓展至北京首都国际机场, 成都双流国际机场, 重庆江北国际机场, 以及沈阳桃仙国际机场。

图表 62: 航站楼面积与广告收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 机场面积扩建 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

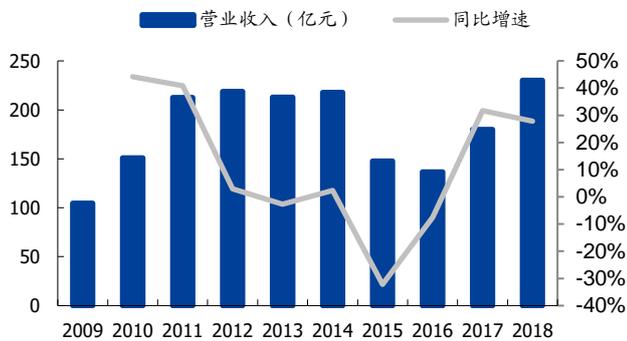
5.2 航空油料：受益国际航线占比提升

上海浦东国际机场航空油料有限责任公司是一家为起降于浦东机场的中外航空公司提供飞机加油服务的专营性公司。航空油料公司成立于1997年9月，1999年10月1日伴随浦东国际机场的正式通航，航空油料公司投入了运营。上海国际机场股份有限公司、中国航油(新加坡)股份有限公司和中国石化上海高桥石油化工有限公司分别持有40%、33%、27%股份。航油油料公司主要收益来自油料的进项差价，相比于白云机场等这块业务是上海机场特有的。2018年航油油料公司营收230.15亿元，同比增长27.79%，净利润13.45亿元，同比下降1.17%，贡献投资收益为5.29亿元。

内地航空公司内地航班航空煤油销售价格由国产航空煤油出厂价格和进销差价构成，进销差价实行政府指导价为主，国际及港澳地区航班为市场调节价。上海机场国际及地区航班占比持续提升，航油公司收益亦稳步增长。

图表 64: 航油油料公司营收及增速

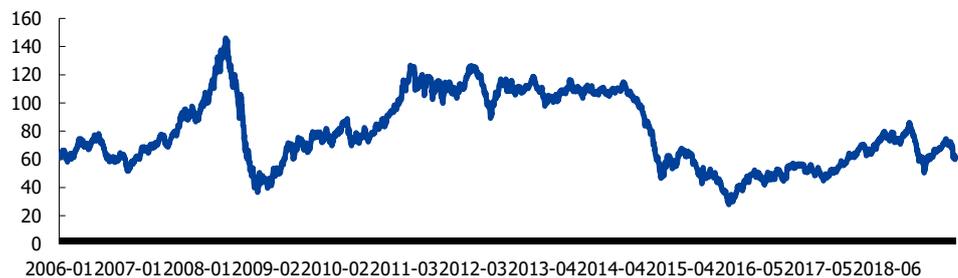
图表 65: 航油油料公司净利润及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 66: 2006-201906 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)

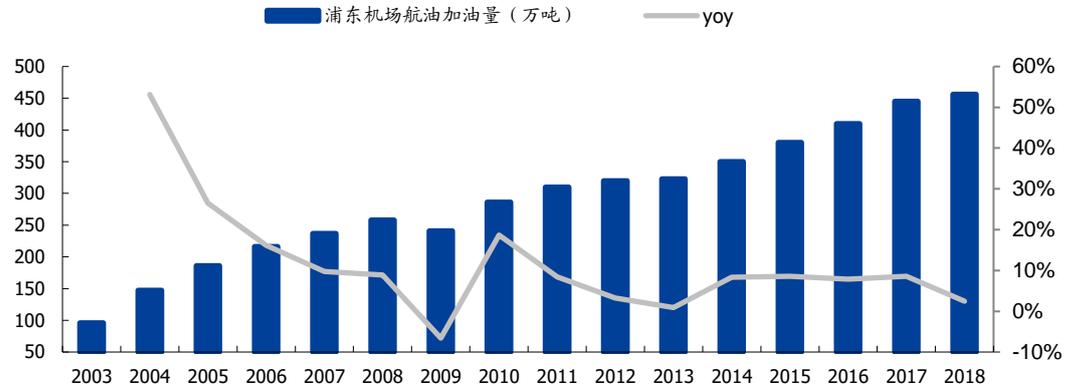


资料来源：wind，国盛证券研究所

浦东航油是上海机场唯一航油供应商和加注服务商，2018年全年浦东航油完成加油24.83万架次，加注量达到456万吨，同比增长2.5%，浦东机场航油加注量继续居中国首位。上海机场2018年旅客年吞吐量已达到7400万人次，货邮吞吐量378万吨。卫星

厅将在 2019 年下半年建成启用，届时将成为世界上最大单体卫星厅。预计到 2025 年，上海机场旅客年吞吐量将达到 1.1 亿人次，年客货机起降架次将达到 70.7 万架次，浦东航油未来航油供应量有望继续保持增长。

图表 67: 浦东机场 2003-2018 年航油加油量

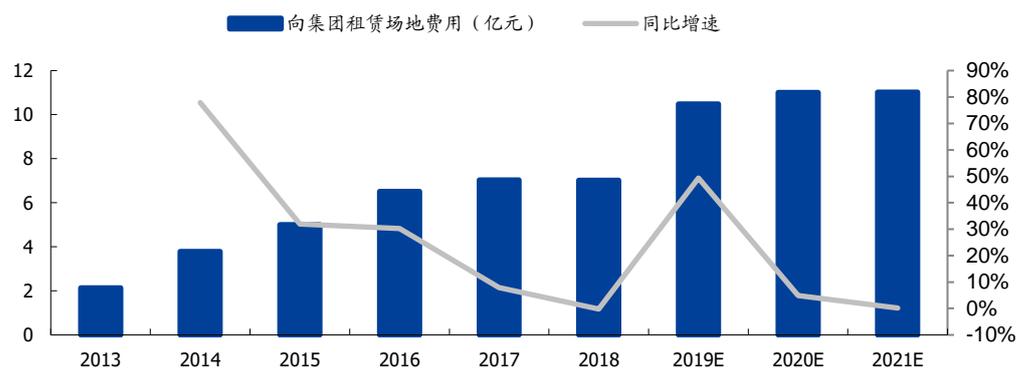


资料来源: CAO 年报, 国盛证券研究所

六、卫星厅启用，运营成本增加

机场是重资产行业，由于建设航站楼和跑道造价高昂，若涉及土地征收费用更高，一般机场会向集团或政府租赁场地。根据我们测算新增免税收入能够覆盖卫星厅新增折旧费、租赁费、人工成本等。卫星厅投入使用预计新增租赁费用约 4 亿元，2019 年预计向集团缴纳场地费用 10.48 亿元，2020 年预计缴纳 11 亿元。

图表 68: 上海机场向集团租赁场地费用



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

近几年摊销成本同比减少主要是部分固定资产折旧年限到期。上海机场三期工程（卫星厅）预算额为 167 亿元，根据我们测算卫星厅投入使用后，每年新增约 10 亿元折旧费用，随着部分固定资产折旧年限到期相应的摊销费用会下降。

图表 69: 上海机场摊销费用

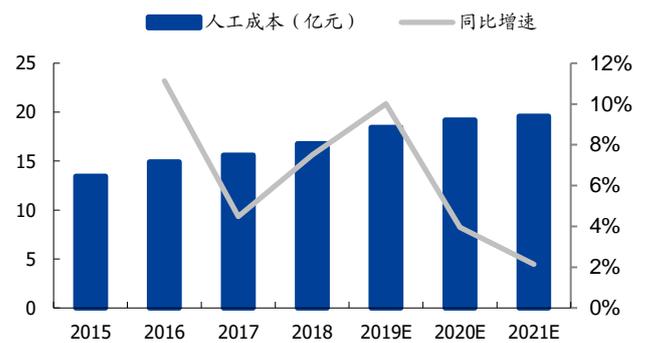
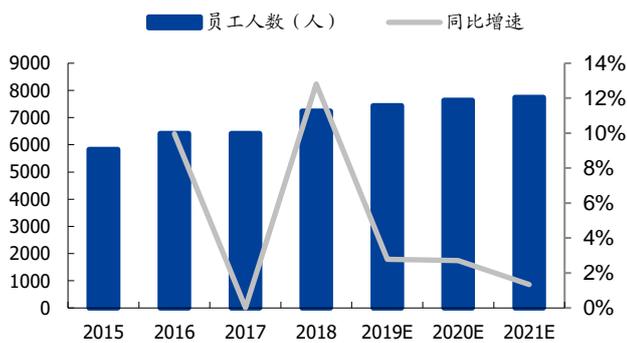


资料来源: 国盛证券研究所

2018年上海机场新增822名员工,主要为卫星厅投入使用做好准备,相应的人工成本也大幅增长。我们预计2019年人工成本18.45亿元,同比增长10%。

图表 70: 上海机场员工人数

图表 71: 上海机场人工成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

七、盈利预测与估值分析

7.1 分业务预测

上海机场 2019 年起降架次、旅客吞吐量根据公司年报指引进行假设。我们认为随着卫星厅启用,起降架次增速会有所回升,国际和地区起降架次会快于国内,由于部分航线大型飞机替换小型飞机,国际航班增多,旅客吞吐量增速高于起降架次。假设货邮吞吐量今年延续下降趋势,2020-2021 年能够企稳回升。

图表 72: 上海机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
起降架次 (架次)	496774	504794	509000	516156	522462
yoy	3.52%	1.61%	0.83%	1.41%	1.22%
国内	261424	260986	262572	263360	263886
yoy	2.50%	-0.17%	0.61%	0.30%	0.20%
国际	191608	199522	205508	211262	216543
yoy	5.53%	4.13%	3.00%	2.80%	2.50%
地区	38712	40118	40920	41534	42033
yoy	-1.16%	3.63%	2.00%	1.50%	1.20%
旅客吞吐量 (万人次)	7000.12	7400.63	7680.00	7946.22	8206.57
yoy	6.06%	5.72%	3.77%	3.47%	3.28%
国内	3528.59	3643.28	3738.29	3824.27	3908.40
yoy	7.79%	3.25%	2.61%	2.30%	2.20%
国际	2843.75	3094.43	3252.28	3408.39	3561.76
yoy	5.29%	8.82%	5.10%	4.80%	4.50%
地区	627.78	662.92	689.44	713.57	736.40
yoy	0.35%	5.60%	4.00%	3.50%	3.20%
货邮吞吐量 (万吨)	382.43	376.86	343.90	350.25	355.99
yoy	11.16%	-1.46%	-8.75%	1.85%	1.64%
国内	39.98	35.38	32.14	32.46	32.74
yoy	-4.17%	-11.51%	-9.16%	1.00%	0.85%
国际	296.68	297.42	270.71	276.13	281.10
yoy	14.77%	0.25%	-8.98%	2.00%	1.80%
地区	45.77	44.06	41.05	41.66	42.16
yoy	4.47%	-3.74%	-6.84%	1.50%	1.20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 73: 上海机场航空性收入预测 (亿元)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
架次相关收入	17.48	18.20	18.96	19.69	19.99
yoy	5.90%	4.16%	4.14%	3.86%	1.52%
旅客及货邮相关收入	22.22	23.68	24.56	25.43	26.31
yoy	7.13%	6.56%	3.74%	3.52%	3.48%
航空性收入	39.70	41.88	43.52	45.11	46.30
yoy	6.58%	5.51%	3.91%	3.67%	2.63%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预测上海机场 2019-2022 年免税销售额分别为 152.24 亿元、184.55 亿元、223.31 亿元、257.19 亿元, 同比增长 29.14%、21.22%、21.00%、15.17%。2019-2022 年上海机场免税保底销售提成成为 35.25 亿元、41.58 亿元、45.29 亿元、62.88 亿元, 假设 2019-2021 年按照销售提成预测, 预计 2019-2022 年免税销售收入分别为 57.92 亿元、

70.76 亿元、85.62 亿元、102.75 亿元。有税销售收入和其他非航收入保持平稳增长。

图表 74: 上海机场非航空收入预测 (亿元)

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
商业餐饮收入	39.86	64.39	77.68	92.96	110.45
其中免税销售收入	33.76	57.92	70.76	85.62	102.75
yoy	40.55%	71.60%	22.16%	21.00%	20.00%
其中含税销售收入	6.10	6.47	6.92	7.34	7.70
yoy	3.41%	6%	7%	6%	5%
其他非航收入	13.58	13.71	13.85	13.99	14.13
yoy	0.86%	1%	1%	1%	1%
非航空性收入	53.44	78.11	91.53	106.95	124.58
yoy	23.18%	46.17%	17.19%	16.84%	16.48%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2018 年上海机场员工增加 12.81%，主要为卫星厅投入使用做准备，相应的人工成本 2019 年预计还会有所增长。我们预计上海机场卫星厅每年新增约 10 亿元摊销成本，增加约 4 亿元运行成本，燃料动力消耗将在 2020 年大幅增加。

图表 75: 上海机场成本预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
人工成本	13.44	14.93	15.60	16.77	18.45	19.18	19.59
摊销成本	7.85	8.28	8.33	7.84	10.49	18.43	18.43
运行成本	10.91	12.73	14.82	19.05	25.52	29.05	31.78
燃料动力消耗	3.51	3.74	3.57	3.21	3.7	5.2	5.3
税金支出	1.35	0.63	0.21	0.22	0.26	0.30	0.33
财务费用	-1.85	-1.47	-1.21	-1.94	-1.80	-1.62	-1.87
其他	0.49	0.79	0.61	0.57	0.56	0.55	0.54
营业总成本	35.69	39.64	41.94	45.72	57.19	71.09	74.10

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

上海机场费用方面预计增幅较小，其中营业税金及附加率保持平稳，销售费用率维持 0.01%，卫星厅投入使用管理人员增加，管理费用有所增长，财务费用率有所提高。

图表 76: 上海机场费用率预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	45.94%	45.13%	49.82%	51.69%	53.77%	49.11%	52.98%
税金及附加费率	2.11%	0.86%	0.26%	0.24%	0.22%	0.22%	0.22%
销售费用率	0.20%	0.19%	0.09%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
管理费用率	3.36%	3.22%	2.98%	2.61%	2.70%	2.72%	2.71%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用率	-2.95%	-2.11%	-1.50%	-2.08%	-1.50%	-1.20%	-1.23%
资产减值费用率	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

7.2 估值分析

在绝对估值法下，按照 FCFF 模型测算，假设永续增长率为 2%、股票市场风险溢价为 9%，WACC 为 7.51%。根据敏感性分析得出估值为 99.13 元。

图表 77: 上海机场绝对估值法

永续增长率	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
WACC	4.67%	5.13%	5.65%	6.21%	6.83%	7.51%	8.27%	9.09%	10.00%	11.00%	12.10%
估值	183.64	189.42	196.31	204.60	214.73	227.32	243.32	264.21	292.48	332.68	394.01
	158.45	162.70	167.70	173.66	180.83	189.60	200.50	214.35	232.44	256.91	291.71
	137.17	140.30	143.96	148.27	153.40	159.58	167.14	176.53	188.47	204.05	225.14
	119.11	121.41	124.10	127.23	130.93	135.33	140.63	147.11	155.16	165.39	178.75
	103.71	105.42	107.38	109.67	112.34	115.50	119.25	123.77	129.29	136.16	144.88
	90.55	91.81	93.26	94.93	96.86	99.13	101.80	104.98	108.81	113.49	119.31
	79.29	80.21	81.28	82.49	83.90	85.53	87.44	89.69	92.36	95.59	99.53
	69.63	70.31	71.09	71.97	72.99	74.17	75.53	77.13	79.01	81.25	83.94
	61.34	61.84	62.41	63.05	63.79	64.64	65.61	66.74	68.07	69.63	71.48
	54.24	54.60	55.01	55.48	56.01	56.61	57.31	58.11	59.04	60.13	61.42
	48.14	48.40	48.70	49.04	49.42	49.85	50.34	50.91	51.57	52.32	53.21

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

相对估值法，我们选取上海机场可比公司白云机场、深圳机场、北京首都机场股份、厦门空港，首都机场受大兴机场开启影响较大压制了估值，深圳机场、厦门空港非航免税规模较小，且机场定位较三大机场低影响估值，可比公司 2019 年平均估值为 22 倍，我们对白云机场其 40 倍估值，考虑到市场对核心资产有一定估值溢价，我们给予上海机场目标价 102.96 元，对应 36 倍估值。

图表 78: 上海机场相对估值法

		股价	EPS					PE					总市值
相对估值		(元)											(亿元)
股票代码	公司简称		17A	18A	19E	20E	21E	17A	18A	19E	20E	21E	
600004.SH	白云机场	18.68	0.77	0.55	0.46	0.63	0.82	24	34	40	30	23	387
000089.SZ	深圳机场	9.29	0.32	0.33	0.39	0.45	0.42	29	29	24	21	22	191
0694.HK	北京首都机场股份	6.85	0.60	0.66	0.58	0.43	0.48	11	10	12	16	14	297
600897.SH	厦门空港	24.50	1.38	1.70	1.78	1.86	-	18	14	14	13	-	73
	平均									22	20	20	
600009.SH	上海机场	86.50	1.91	2.20	2.86	2.95	3.53	45	39	30	29	25	1667

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司取 wind 一致预期, 首都机场为港元。

投资建议: 上海机场是我国三大门户复合枢纽机场之一，背靠中国经济最繁荣的长三角地区，国际和地区旅客吞吐量占比超过一半，高于首都机场、白云机场、深圳机场，非航收入中免税零售近几年大幅增长带动公司业绩提升，与中国国旅签订的新免税协议，约定 7 年保底销售提成金额为 410 亿元，卫星厅投入使用以后免税店面积翻倍增长，将进一步带动免税销售额增长。上海机场具有稀缺性和成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济不及预期风险。航空运输业是与宏观经济发展状况密切相关的行业，受宏观经济景气度的影响较大，当前经济运行稳中有变，变中有忧，外部环境复杂严峻，国内经济下行压力加大，部分驱动行业增长的动力有放缓的风险，市场格局可能发生一定变化，可能会对公司未来业绩产生不利影响。

时刻增长不及预期风险。航空运输业是受政策影响较大的行业，航权、时刻受政策影响，影响到公司航空性收入。

消费者购买力下降风险。受宏观经济影响，消费者购买力存在下降的风险影响免税商品购买力。

市内免税店分流风险。市内免税店会对机场免税店有一定分流。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com