

上海机场（600009）深度研究报告

复盘泰国机场十年 40 倍涨幅之路；上海机场 优质赛道、管理溢价，市值具备提升空间

推荐（维持）

目标价：94 元

当前价：76.26 元

❖ **复盘泰国机场：十年 40 倍涨幅之路。**1) 国资+外资锁定的泰国核心资产。股东结构看：国资持股 75%，外资持股约 15%，合计约 90%；资产组成：下辖六家机场（曼谷两场、普吉、清迈、清莱、合艾），几乎垄断泰国出入境旅客流量口（年吞吐 1.4 亿人次，国际旅客 8000 万，占比 58%，测算占据泰国出入境的 85% 以上），旅游业为泰国支柱产业，机场自然为其核心资产。2) 经营数据：韧性足，总体保持较快增长。近 10 年旅客吞吐量复合 12.1%，二是年以来 4 次旅客增速为负均为重大环境变化，而次年则为高增长的修复。3) 收入：增速与流量趋势一致，非航占比 44%。2018 年公司收入 128.5 亿元，非航业务收入 56 亿元，特许经营收入占比 28%。近十年复合增速 12.7%，与业务量趋势一致。免税运营商主要为王权免税店，测算免税销售额更多由客流量推动，人均贡献约 160 元，2019 年公司重新招标后，王权大幅上调首年保底租金，测算相当于扣点从过去的 20% 提升至 40%，与国际一线机场水平一致，自 2020 年起实施。4) 成本优势推动公司利润显著超越收入增速。近十年成本复合增速仅 5.4%，显著低于收入增速，毛利率由 20% 提升至近 50%。2018 年公司利润 53.4 亿元，近十年利润复合增速高达 49.2%，近 5 年复合增速 23.1%，均远超收入增速。极度克制的开支也铸就了成本优势。5) 股价回溯：40 倍涨幅的明星股。典型盈利与估值双升，净利润由 09 年 1.5 亿人民币增长至 18 年 53 亿，增长 34 倍，估值由 20 倍增长至目前近 40 倍。分阶段看：09-16 年：业绩提升驱动；2017 年以来：非航预期（免税重招）推动估值提升。

❖ **上海机场：优质赛道，管理溢价，相比泰国机场各有千秋。**1) 优质赛道：机场是颜值经济黄金时代受益者，独特区位优势强化上机枢纽价值。2) 管理溢价：两个维度看上海机场相较国内同行具备管理溢价，其一是对固定资产投资规模的管控有力，其二商业运营开发国内领先。3) 相较泰国机场，各有千秋。核心资产属性，泰国机场略胜于上机；但上机经营环境的稳定性、以及免税增长的潜力则好于泰国；从公司治理角度，泰国机场极其克制的资本开支一定程度铸就了成本优势，但上海机场凭借管控得力亦使得成本可控。

❖ **投资建议：扰动因素将减弱，上海机场具备市值提升空间。**1) 我们认为近期公司股价的部分回调因素来自于对免税增速的预期降低以及对卫星厅投产后成本增加影响利润的担忧。但其一：**Q3 免税增速放缓的地区航线扰动因素预计将减弱**，系因冬春季地区航线减班+中日航线放量+预计机场时刻未来或存上调可能，均将减弱当前负面影响。其二：**卫星厅投产后的成本增加或更为可控**。三季报观察实际转固规模仅 120 亿左右，明显低于预算值，测算年折旧摊销约为 6-7 亿。2) **看好上海机场市值具备提升空间**：a) 维持盈利预测：19-21 年净利润分别为 51、56、67 亿元，对应 PE27.6、25 和 21 倍。2) 2020 年因卫星厅新增成本致利润增速放缓，21 年预计重回 20% 增速，参考海外机场，给予一年目标价 94 元，1800 亿市值，即 2021 年 27 倍 PE（相当于 2020 年 32 倍 PE），较现价预计 24% 空间，强调“推荐”评级。3) 看好中长期空间：测算 2025 年国际旅客可达 5600 万，人均贡献 600 元，免税销售额 330 亿，120 亿利润，给予 20-25 倍 PE，2400-3000 亿市值，较当前 66%-106% 空间。

❖ **风险提示：宏观经济弱于预期，导致免税消费下降；市内店冲击超出预期。**

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	9,313	11,584	13,562	15,414
同比增速(%)	15.5%	24.4%	17.1%	13.7%
归母净利润(百万)	4,231	5,138	5,622	6,733
同比增速(%)	14.9%	21.4%	9.4%	19.8%
每股盈利(元)	2.20	2.67	2.92	3.49
市盈率(倍)	34.7	28.6	26.1	21.8
市净率(倍)	5	5	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 01 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

执业编号：S0360519100002

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	192,696
已上市流通股(万股)	109,348
总市值(亿元)	1,469.5
流通市值(亿元)	833.89
资产负债率(%)	13.8
每股净资产(元)	16.1
12 个月内最高/最低价	88.9/45.84

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《上海机场（600009）2019 年中报点评：业绩同比增长 33.5% 符合预期，免税维持高景气，颜值经济黄金时代受益者，持续推荐》

2019-08-27

《上海机场（600009）2019 年三季报点评：Q3 利润增速 15.7%，业绩符合预期，颜值经济黄金时代受益者，持续推荐》

2019-10-30

目录

一、复盘泰国机场：十年 40 倍涨幅之路.....	6
（一）国资+外资锁定的泰国核心资产.....	6
1、国资持股 75%，外资持股约 15%，合计约 90%.....	6
2、下辖六家机场，几乎垄断旅客出入口，是泰国核心资产.....	7
（二）经营数据分析：韧性足，总体保持较快增长.....	10
1、曼谷两场为公司核心资产.....	10
2、韧性足，总体保持较快增长.....	11
（三）利润表分析：收入与流量趋势一致，成本优势推动利润增速更快.....	14
1、收入结构：非航收入占比 44%.....	14
2、收入增速：近十年复合增速 12.7%，与业务量增速基本一致.....	16
3、免税运营商主要为王权免税店，模拟测算免税销售额增速更多由客流量推动.....	17
4、成本结构：人工+折旧+外包+租赁合计 74%.....	18
5、利润：明显超过收入增速.....	20
6、分红、资本开支及其他.....	21
（四）股价回溯：40 倍涨幅的明星股.....	25
二、上海机场：优质赛道，管理溢价，相比泰国机场各有千秋.....	29
（一）优质赛道：颜值经济黄金时代受益者，独特区位优势强化资产价值.....	29
1、颜值经济黄金时代受益者.....	29
2、独特区位优势强化超级枢纽资产价值.....	34
（二）管理溢价：.....	37
1、资本开支管控.....	37
2、商业运营开发国内领先.....	38
（三）相较泰国机场，各有千秋，公司市值存提升空间.....	40
三、投资建议：扰动因素将减弱，上海机场具备市值提升空间.....	41
四、风险提示.....	42

图表目录

图表 1 泰国机场股东结构.....	6
图表 2 外资持股比例变化（15-18 年为测算值）.....	7
图表 3 泰国机场发展脉络.....	7
图表 4 泰国机场集团 6 大机场分布.....	8
图表 5 泰国机场集团 6 大机场分布.....	8
图表 6 投资公司.....	9
图表 7 泰国入境旅客增速.....	10
图表 8 入境旅客与整体机场旅客增速比较.....	10
图表 9 入境旅客与国际航线旅客增速.....	10
图表 10 各机场旅客吞吐量占比.....	11
图表 11 各机场国际旅客吞吐量占比.....	11
图表 12 旅客吞吐量增速.....	12
图表 13 国际旅客吞吐量增速及占比.....	12
图表 14 普吉与清迈近年来整体旅客增速快于集团.....	13
图表 15 普吉与清迈的国际旅客占比在提升.....	13
图表 16 AOT 旗下 6 大机场运营数据.....	13
图表 17 国际旅客表现.....	13
图表 18 中国赴泰游客增速及占比.....	14
图表 19 公司收入利润增速（亿人民币）.....	15
图表 20 泰国机场各项收入占比.....	15
图表 21 泰国机场航空性业务与非航业务占比.....	15
图表 22 公司各项收入比重.....	16
图表 23 泰国机场主要收入占比.....	16
图表 24 泰国机场各项收入增速.....	16
图表 25 泰国机场各机场免税扣点.....	17
图表 26 新合同与 18 年实际经营比较.....	17
图表 27 新合同公司保底收入和提点情况.....	17
图表 28 免税业务拆分模拟.....	18
图表 29 成本构成.....	19
图表 30 毛利率.....	19
图表 31 成本与收入增速.....	19
图表 32 分成本占比.....	20

图表 33	成本占比（2018）	20
图表 34	成本细项	20
图表 35	净利润高速增长	21
图表 36	净利率提升明显	21
图表 37	资本开支同比	23
图表 38	资本开支占营收比	23
图表 39	资本开支细项	23
图表 40	资本开支预计	24
图表 41	其他收益占利润比	24
图表 42	分红率	25
图表 43	股息率	25
图表 44	股价复盘	26
图表 45	上市 16 年，仅 4 年负收益	26
图表 46	股价涨跌幅与财务、估值比较	27
图表 47	AOT 折旧与摊销（十亿泰铢）	27
图表 48	AOT 折旧摊销占营收比重	27
图表 49	AOT 旗下各机场产能利用率	28
图表 50	泰国机场和上海机场走势	28
图表 51	泰国机场业务分拆	29
图表 52	机场免税需求链条	30
图表 53	三亚海棠湾免税销售额增速	30
图表 54	上海机场免税业务	30
图表 55	进口化妆品占化妆品零售比重	31
图表 56	高档化妆品与大众化妆品增速比较	31
图表 57	欧莱雅区域结构	31
图表 58	欧莱雅区域增速	31
图表 59	人均 GDP	32
图表 60	人均化妆品	32
图表 61	日上上海价格优势明显（标红项目为在区域的免税店价格最低）	33
图表 62	回流规模测算	33
图表 63	国内免税格局	33
图表 64	浦东机场区位优势显著	34
图表 65	长三角与京津冀、珠三角城市群对比	34
图表 66	三大机场群对比	35

图表 67	浦东机场航线结构.....	35
图表 68	长三角机场群旅客吞吐量分布.....	36
图表 69	长三角机场群国际+地区旅客分布.....	36
图表 70	浦东机场历年吞吐量.....	37
图表 71	主要机场国际+地区旅客吞吐量占全国比重.....	37
图表 72	浦东二期工程-西货运区货站项目结构.....	38
图表 73	浦东二期扩建资金来源.....	38
图表 74	各机场运营能力与商业开发比较.....	39
图表 75	国内主要机场财务数据比较.....	39
图表 76	上海机场收入增速.....	39
图表 77	成本比较.....	40
图表 78	免税销售预测.....	42

一、复盘泰国机场：十年 40 倍涨幅之路

泰国机场（AOT），在泰国证券交易所上市，目前市值达到约 2300 亿，是世界上市值最大的机场上市公司。公司 2004 年上市，近 10 年走出了 40 倍涨幅之路，成为明星标的，我们对其进行全方位复盘，以发掘内在动因。

（一）国资+外资锁定的泰国核心资产

1、国资持股 75%，外资持股约 15%，合计约 90%

国资持股 75%：泰国机场（大众）有限公司（AOT），前身是泰国机场管理局，2002 年公司化，2004 年初在泰国上市，控股股东为泰国财政部（持股 70%），泰国国资合计占比 75.4%，其他前十大股东基本为外资。

外资持股变化：上市后外资即大量流入，2008 年顶峰接近 24%。泰国政府 2007 年修订外商投资相关法规，对外资持股等方面进行了一定限制，同时 2008 年金融危机后外资大量撤离泰国股市，目前预计稳定在 15% 左右（公司仅披露 06-14 年外资占比）。

图表 1 泰国机场股东结构

股东	持股数量（亿）	占比
1 泰国财政部	100.00	70.0%
2 Thai NVDR Company Limited（泰交所下属）	6.11	4.3%
3 东南亚英国（代理人）有限公司	4.06	2.8%
4 道富（欧洲）有限公司	2.83	2.0%
5 社会保险办公室	1.61	1.1%
6 大通（代理人）有限公司	1.28	0.9%
7 美国纽约银行梅隆（代理人）有限公司	0.79	0.6%
8 汇丰新加坡（代理人）私人有限公司	0.75	0.5%
9 美国纽约银行梅隆公司	0.73	0.5%
10 美国道富银行及信托公司	0.69	0.5%
11 其他持股人	23.98	16.8%
合计	142.86	100.0%

资料来源：公司年报，华创证券

图表 2 外资持股比例变化（15-18 年为测算值）



资料来源：公司年报，华创证券

2、下辖六家机场，几乎垄断旅客出入口，是泰国核心资产

1) 下辖六家机场

公司经营泰国境内六家国际机场，分别为：曼谷两大国际机场（素万那普机场，廊曼机场）以及四个区域国际机场（普吉、清迈、合艾和清莱）。

附：泰国机场有着悠久的运营历史。

廊曼机场：1911 年建设，1914 年首航，1955 年命名为曼谷国际机场，并在皇家空军监督下运营。

曼谷素万那普机场：2001 年 12 月动工，2006 年 9 月 28 日启用。

1979 年开始，泰国机场管理局（AAT）成为机场法定运营方，此后泰国民航局（CAAT）陆续将清迈国际机场、合艾国际机场、普吉国际机场、清莱国际机场 4 个区域国际机场移交机场管理局负责。

机场管理局于 2002 年公司化，命名为泰国机场公共有限公司（AOT）。2004 年初公司上市。

图表 3 泰国机场发展脉络

时间	事件
1911	廊曼机场开建，并于 1914 年 3 月 8 日首飞，当时由泰国陆军航空分部负责机场运营。
1955	廊曼国际机场的名字被正式改为“曼谷国际机场”，并受泰国皇家空军监管。
1979	国民议会颁布《泰国机场管理局法》，泰国机场管理局（AAT）成为机场法定运营方。
1988	泰国民航局（CAAT）陆续将 4 个区域国际机场移交机场管理局负责： 清迈国际机场（1988 年 3 月 1 日移交）、 合艾国际机场（1988 年 8 月 26 日移交）、 普吉国际机场（1988 年 10 月 8 日移交）、 清莱国际机场（1998 年 10 月 2 日移交）
2002	机场管理局于 2002 年公司化，命名为泰国机场（公共）有限公司（AOT）名义运营。

时间	事件
2006	曼谷素万那普机场于 2001 年 12 月动工，2006 年 9 月 28 日启用。

资料来源：公司公告，Bloomberg

目前公司 6 个机场，合计航站楼 7 座，跑道 8 条，分别为：

素万那普机场：航站楼 1 座，2 条宽距跑道；

廊曼机场：航站楼 2 座 T1（国际航班）/T2（国内航班），2 条窄距跑道；

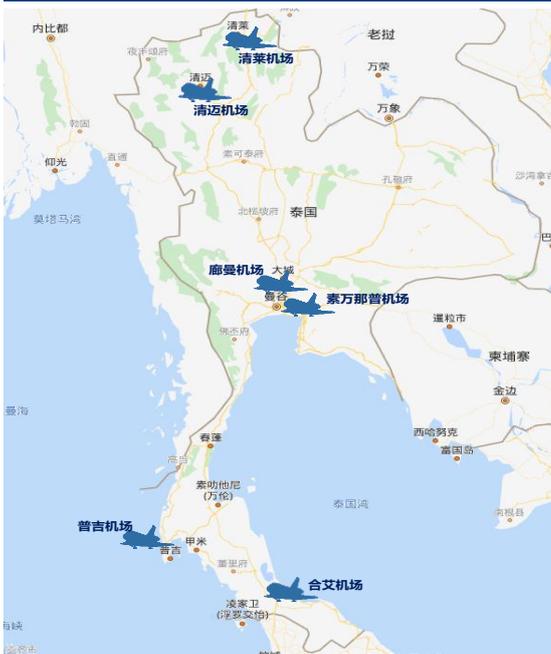
普吉、清迈、合艾、清莱机场均为 1 座航站楼+1 条跑道。

图表 4 泰国机场集团 6 大机场分布

	航站楼	跑道	起降架次（万）	旅客吞吐量（万）	其中国际旅客	国际旅客占比
曼谷素万那普机场	1	2	36.4	6,281.5	5,115.4	81%
曼谷廊曼机场	2	2	27.0	4,056.0	1,583.0	39%
普吉机场	1	1	11.6	1,826.1	1,039.8	57%
清迈机场	1	1	7.6	1,080.9	254.3	24%
合艾机场	1	1	2.9	426.6	34.7	8%
清莱机场	1	1	2.0	280.5	21.5	8%
合计	7	8	87.5	13,951.5	8,048.7	58%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 泰国机场集团 6 大机场分布



资料来源：Google Map，华创证券

2) 投资子公司和关联公司

AOT 共投资 7 家机场相关业务公司，合计投资额 10.02 亿泰铢（2.36 亿人民币），其中持有素万那普机场酒店有限公司 60% 股份，其他 6 家为联营公司：

图表 6 投资公司

公司	业务	持股占比
素万那普机场酒店有限公司	酒店运营	60%
普吉航空餐饮有限公司	餐饮服务	10%
泰国航油有限公司	航油加注服务	10%
廊曼国际机场酒店有限公司	酒店运营	9%
曼谷航油服务（公共）有限公司	航油加注服务	4.94%
暹罗贸易有限公司	信息服务	1.50%
泰国机场地面服务有限公司	货运站服务，飞机停车场服务，维修服务	28.50%

资料来源：公司公告，华创证券

3) 机场集团资产几乎垄断泰国出入境游客，是泰国最核心资产

旅游业泰国支柱产业：

20 世纪 80 年代泰国旅游业开始进入黄金期，稳居创汇收入行业第一位，旅游业就业人口占劳动力总数的 10% 以上。

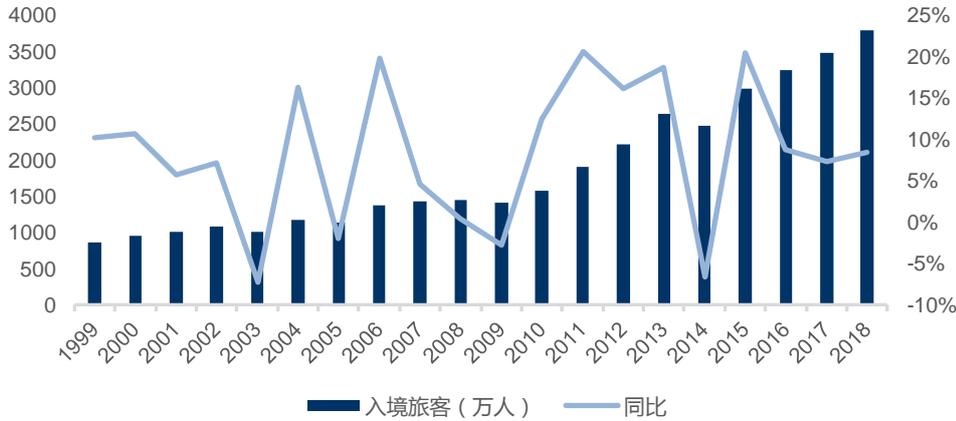
根据彭博新闻社统计数据：2018 年泰国旅游业收入超过 570 亿美元，赶超日本，位居亚洲国家排名第一，全世界第 4 名。1-3 名分别为美国（2110 亿美元）、西班牙（680 亿美元）、法国（610 亿美元）。

2018 年，入境泰国的外国游客再创历史新高，达到 3800 万人次，其中中国大陆旅游突破 1000 万人次，近十年入境旅客复合增速达到 11.6%。此外泰国出境旅客人数预计约 700-800 万人次。

泰国机场集团下属公司几乎垄断出入境流量：

简单测算（假设出入境人数在机场计两次吞吐），以泰国机场集团下属机场合计 8000 万国际航线旅客吞吐来看，占据泰国出入境游客的 86%，因此泰国机场资产是泰国核心支柱产业旅游业最重要的载体之一，与旅游业的发展一脉相承，故为泰国核心资产。

图表 7 泰国入境旅客增速



资料来源: Wind, 华创证券

通过比较,我们发现,泰国机场的旅客增速与泰国入境旅客增速趋势基本一致,从披露国际航线旅客增速的10年(素万那普06年投产)里,13年以来完全一致,18年吞吐量增速略高于入境游。

图表 8 入境旅客与整体机场旅客增速比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 入境旅客与国际航线旅客增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) 经营数据分析: 韧性足, 总体保持较快增长

1、曼谷两场为公司核心资产

集团旅客吞吐量1.4亿人次,其中国际旅客占比为58%。2018年6家机场合计起降架次87.50万架次,同比增长6.24%,旅客吞吐量1.395亿人,同比增长7.99%。其中国际旅客8048.95万人,同比增长10.96%,占比57.69%,国内旅客5902.90万人,同比增长4.18%。

曼谷两大机场素万那普与廊曼是核心资产。合计占公司72.5%的起降架次以及74%的旅客人数,更为重要的是,占据了国际旅客的83.2%。

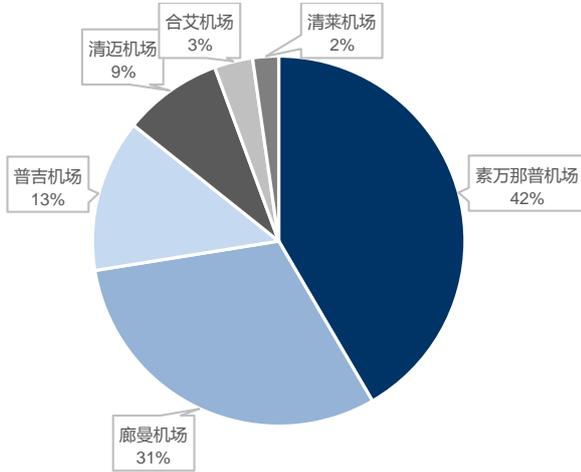
其中素万那普机场起降36.40万,旅客吞吐量6281.46万人次,占全公司比重分别为41.6%和45%,国际旅客5115.44万,占比达到81%,同时占公司国际旅客比重63.6%。素万那普机场为集团最重要机场。

廊曼机场,起降架次27万,旅客吞吐量4056万,占公司比重分别为30.9%及29.1%,其中国际旅客1583万,占比

19.7%，为公司第二大机场。

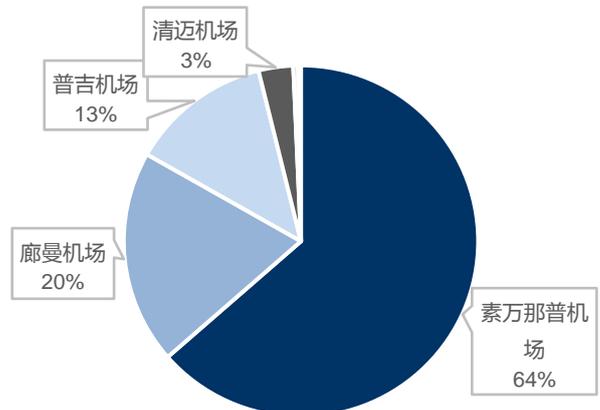
注：06年素万那普机场启用后，廊曼曾部分停用，2012年，泰国政府将所有低成本航空的非经停航班迁往廊曼机场，帮助缓解素万那普机场的压力，16年进一步启用廊曼 T2 航站楼。

图表 10 各机场旅客吞吐量占比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 11 各机场国际旅客吞吐量占比



资料来源：公司年报，华创证券

2、韧性足，总体保持较快增长

旅客吞吐量保持较快增速。公司 1996 年以来旅客吞吐量复合增速 7.1%，2004 年上市以来增速 8.4%，近 10 年复合增速 12.1%。

四次旅客增速为负均为重大环境变化所致：

98 年亚洲金融危机（-2.51%）、02-03 年非典（-0.56%、-4.75%）、08 年金融危机（2009 年下滑 14.1%）。此外，2014 年泰国政治危机导致当年旅客增速降至 1.7%。

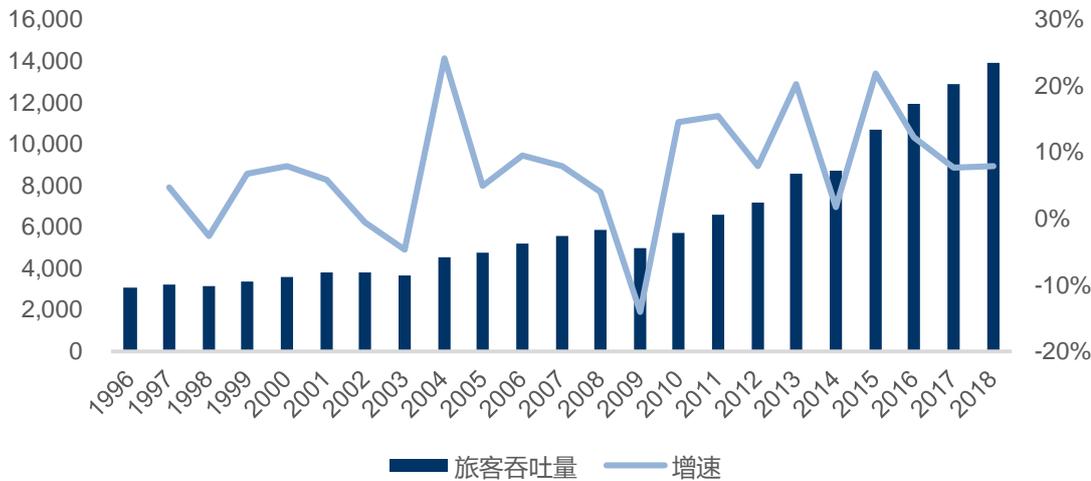
泰国旅游韧性十足：

非典之后，04 年增速 24%；金融危机后，10-11 年连续两年超 15%；14 年政治危机后 15 年增速 22%。

国际旅客占比处于高位：近十年，泰国机场国际旅客占比维持在 60% 附近的高位，14 年政治危机后由此前的均值 63% 降至 57%。

整体而言：我们认为泰国机场是一个易受外部环境影响的机场，而国内局势的不确定性也会造成干扰，但整体泰国旅游处于景气阶段，泰国机场经营数据的韧性十足。

图表 12 旅客吞吐量增速



资料来源：公司年报，华创证券

图表 13 国际旅客吞吐量增速及占比



资料来源：公司年报，华创证券

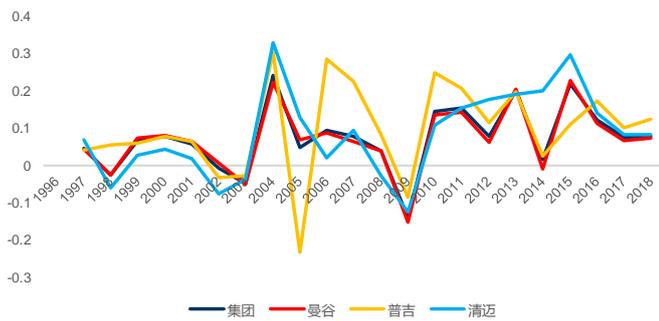
普吉与清迈近年来增速快于集团整体

普吉与清迈近年来旅客增速快于集团。近 10 年来，公司整体旅客复合增长 12.1%，其中曼谷两场增速 11.2%（素万那普 6%，廊曼 35%），普吉 14.4%，清迈 15.9%，合艾与清莱分别 14.3%与 17.7%。

尤其 2008 年以来，普吉与清迈逐渐成为国际旅客赴泰国旅客的新目的地。公司近十年国际旅客复合增速 11.3%，其中曼谷两场 10.1%，普吉 18.7%，清迈 30.2%。普吉与曼谷国际旅客占比分别从 08 年的 7%和 1%提升至 13%与 3%，合计占比已经翻倍。

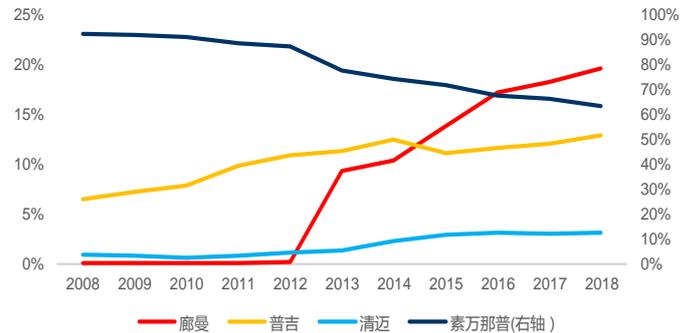
注：2012 年，泰国政府下令所有低成本航空的非经停航班迁往廊曼机场，运量快速提升，09-18 年旅客吞吐量复合增速达到 35%，其国际旅客占比也达到了 20%。

图表 14 普吉与清迈近年来整体旅客增速快于集团



资料来源：公司年报，华创证券

图表 15 普吉与清迈的国际旅客占比在提升



资料来源：公司年报，华创证券

图表 16 AOT 旗下 6 大机场运营数据

	起降架次（万架次）				旅客吞吐量（万人次）			
	2018	2017	同比	占比	2018	2017	同比	占比
素万那普机场	36.40	34.58	5.3%	41.6%	6,281.5	5,908.0	6.3%	45.0%
廊曼机场	27.00	25.35	6.5%	30.9%	4,056.4	3,718.4	9.1%	29.1%
普吉机场	11.65	10.48	11.1%	13.3%	1,826.1	1,623.0	12.5%	13.1%
清迈机场	7.56	7.20	4.9%	8.6%	1,080.9	997.3	8.4%	7.7%
合艾机场	2.92	3.05	-4.2%	3.3%	426.6	434.7	-1.9%	3.1%
清莱机场	1.97	1.69	16.7%	2.3%	280.5	238.5	17.6%	2.0%
合计	87.50	82.36	6.2%	100%	13,951.8	12,919.9	8.0%	100%

资料来源：公司年报，华创证券

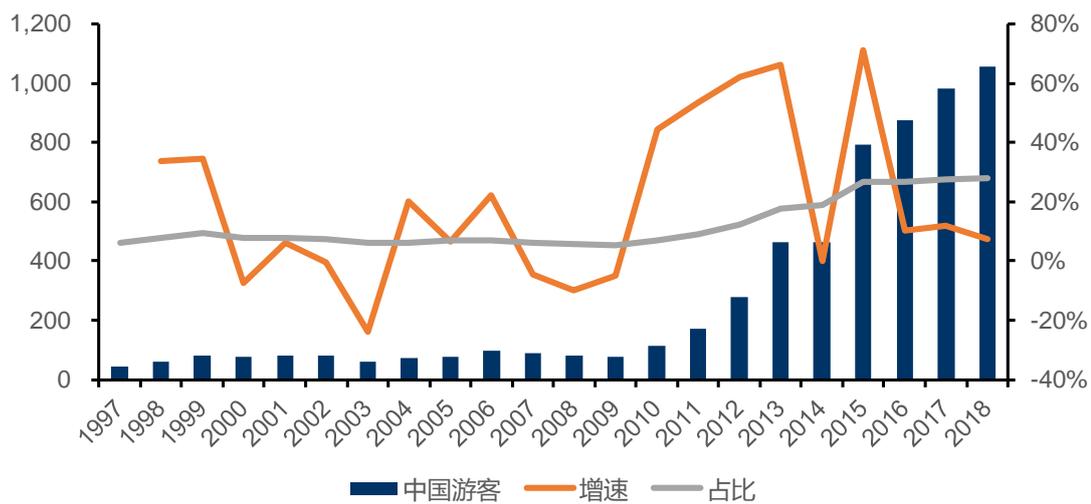
图表 17 国际旅客表现

	国际旅客吞吐量（万人次）				国际旅客占机场总体旅客比重
	2018	2017	同比	占比	
素万那普机场	5,115.4	4,800.3	6.6%	63.6%	81.4%
廊曼机场	1,583.3	1,327.8	19.2%	19.7%	39.0%
普吉机场	1,039.8	874.3	18.9%	12.9%	56.9%
清迈机场	254.3	218.4	16.4%	3.2%	23.5%
合艾机场	34.7	25.0	38.6%	0.4%	8.1%
清莱机场	21.5	8.2	161.3%	0.3%	7.7%
合计	8,048.9	7,254.0	11.0%	100%	57.7%

资料来源：公司年报，华创证券

中国赴泰游客的快速爆发是亮点。金融危机结束后 2009 年起中国赴泰游客呈现爆发式增长，自 10 年到 13 年连续 4 年增速均在 50% 左右，14 年受泰国政局影响无增长，15 年开始泰国国内政局趋于稳定，政府先后出台和发布购物促销、新签证类型、签证费减免等政策刺激旅客业，赴泰游客大幅增长，特别是中国游客快速恢复至 70% 以上增速。2018 年中国赴泰游客每年超过 1000 万，占泰国总入境游客比重达到近 28%，而 2009 年仅为 78 万，增长 12.5 倍，09 年占比 5.5%，增长 4 倍。

图表 18 中国赴泰游客增速及占比



资料来源：公司公告，华创证券

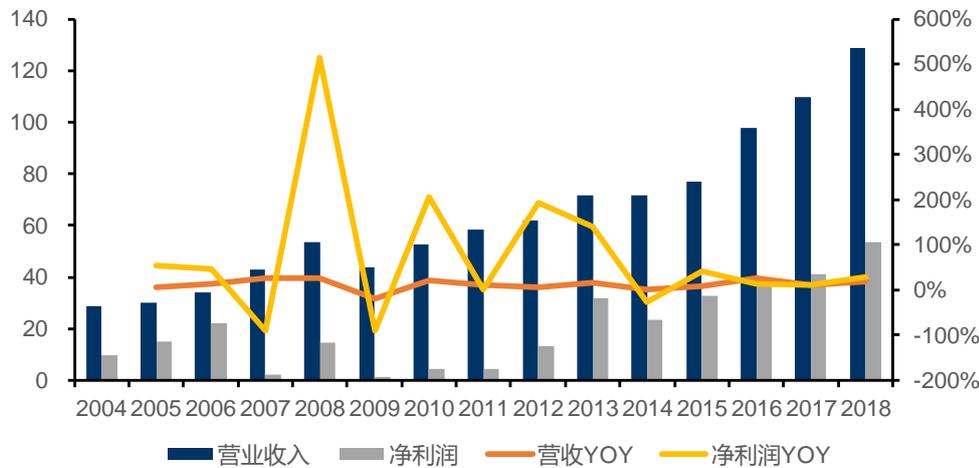
（三）利润表分析：收入与流量趋势一致，成本优势推动利润增速更快

1、收入结构：非航收入占比 44%

从利润上看，素万那普机场投产（2006 年 9 月）的次年，2007 年利润大跌，08-09 年受到金融危机影响，此后基本保持高速增长。

近十年 2009 年至 2018 年公司收入由 215 亿泰铢（44 亿人民币）增长至 605 亿泰铢（129 亿人民币），增长 1.8 倍，复合增速 12.7%，利润则由 7.2 亿泰铢（1.5 亿人民币）增长至 252 亿（53 亿人民币），增长 34 倍，复合增速 48.5%。

图表 19 公司收入利润增速（亿人民币）



资料来源：公司公告，华创证券

公司航空性业务包括起降和停车场费、旅客服务费和起降服务费；

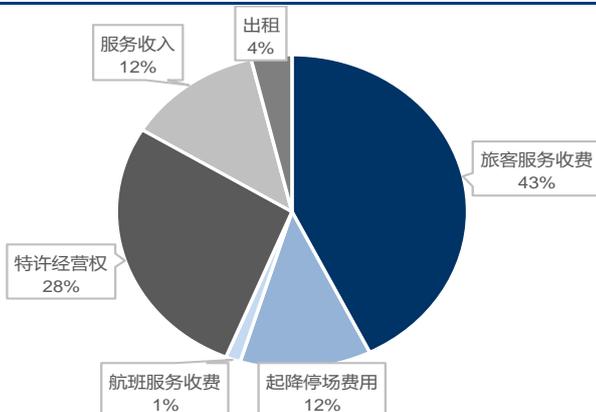
非航空性业务包括租金，服务收入和特许经营权收入。

管理上，公司部分业务采用外包模式，如泰国航空国际（公共）有限公司和环美航务（Worldwide Flight Services, WFS）曼谷航空地面服务有限公司提供地勤服务和旅客服务。其他提供服务包括餐食、航油加注、零售店和免税店等，经营者向公司支付特许经营费、租金和服务费等。

2018年公司收入128.54亿人民币，其中航空性业务（旅客服务费，起降停车场费，航班服务费）72.2亿元人民币，占比56%；非航业务（特许经营权收入、服务收入以及办公室和物业租赁）56.38亿元，占比44%。

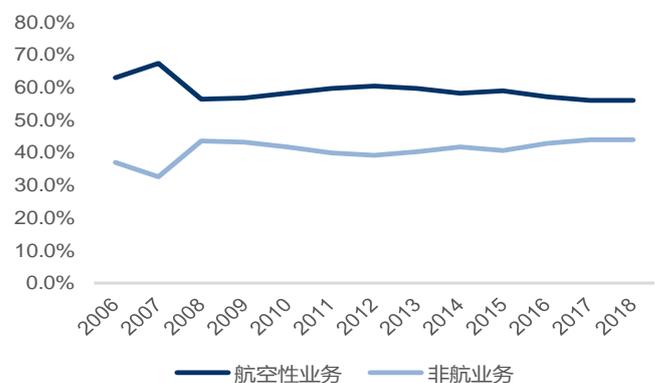
各业务占比：06年素万那普机场启用后，非航业务占比由此前35%左右提高至接近45%，其中特许经营权收入占比提升最快，由09年21.9%提升至18年27.6%。

图表 20 泰国机场各项收入占比



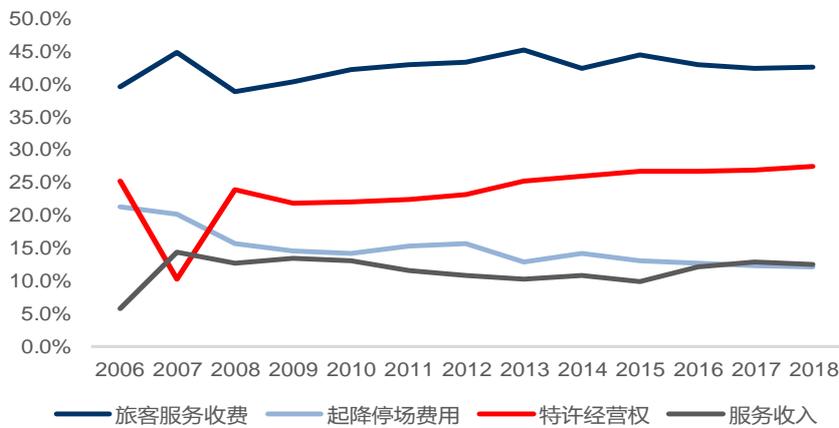
资料来源：公司年报，华创证券

图表 21 泰国机场航空性业务与非航业务占比



资料来源：公司年报，华创证券

图表 22 公司各项收入比重



资料来源: 公司公告, 华创证券

2、收入增速: 近十年复合增速 12.7%，与业务量增速基本一致

公司收入增速与旅客吞吐量趋势基本一致, 近 10 年复合增速 12.7%, 其中航空性业务增速 12.6%, 非航业务增速 12.9%

航空性业务增速与业务量增速接近:

旅客服务收费十年复合增速 12.9%，对应公司总旅客吞吐量 12.1%;

起降停场费用复合增速 9.9%，对应起降架次增速 10.8%。

非航收入中特许经营权收入复合增速 15.1%，为各项业务收入中增速最快，快于业务量增速，主要得益于免税等业务高速增长。服务收入复合增速 11.3%，办公室和物业出租增速 3.3%。

图表 23 泰国机场主要收入占比



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 24 泰国机场各项收入增速



资料来源: 公司年报, 华创证券

3、免税运营商主要为王权免税店，模拟测算免税销售额增速更多由客流量推动

1) 免税运营商主要为王权免税店，新合同带来新增受益

过去：王权免税店给予机场扣点明显低于国际机场平均水平。2002年公司化以来，主要免税特许经营商即为泰国王权国际集团，初期免税扣点仅为15%，近年逐步提升至2018年为20%，但仍远低于同等级国际机场平均扣点水平。

新合同：扣点未提升，保底租金大幅提升。

19年2月，公司决定将旗下4个机场（素万那普、合艾、清迈、普吉）共20000平米免税零售空间打包招标，但同时各个机场的商业活动独立。

4月公司最终决定将素万那普机场免税店独家经营权分拆出来1张牌照竞标，而将合艾、清迈、普吉三个机场打包竞标。同时公司备注要求最终合约必须确保AOT收益不低于目前水平。

a) 王权免税店锁定未来10年：19年5月底，公司宣布泰国王权免税成功中标素万那普未来10年独家经营权（2020年起），6月，公司宣布合艾、清迈和普吉三大地区机场免税店招标结果，王权再度以绝对优势得标。

b) 扣点虽未提升，保底租金大幅提高。

披露部分首年最低保证金235亿泰铢（55亿人民币，含素万那普机场免税/含税+三家地区机场免税），18年公司全部特许经营权收入为167亿泰铢（35亿人民币，除新合同包括内容外，还包括廊曼机场免税/含税及全部4家地区机场含税收入）。

因此预计同口径下，合同保底租金相比老合同当前租金提高1倍以上，意味着在销售额没有明显增长下，王权集团实际给到机场的扣点率超过40%（两者取其高），与主流国际机场一致。

c) 2019年9月下旬，公司宣布廊曼机场免税店特许经营权竞标将于10月启动，随后12月份对免税取货柜台经营权举行竞标。（现合同廊曼机场免税店分布在2个航站楼，占地面积4000平米，由王权经营，合同将于2022年9月结束）。

图表 25 泰国机场各机场免税扣点

	2007	2013	2014	2015	2016	2017	2018
素万那普	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
廊曼	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
其他区域机场	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%

资料来源：公司年报，华创证券

图表 27 新合同公司保底收入和提点情况

	当前扣点	新扣点	首年最低保证金（十亿泰铢）	新合同期间
素万那普免税	20%	20%	15.4	2020年9月28日-2031年3月31日
清迈/普吉/合艾免税	20%	20%	2.3	2020年9月28日-2031年3月31日
素万那普含税商业	15%	15%	5.8	2020年9月28日-2031年3月31日
合计			23.5	

资料来源：公司公告，Bloomberg

图表 26 新合同与18年实际经营比较

机场	新合同披露部分（年保底租金）				2018年实际经营	
	免税	有税	免税	有税	免税	有税
素万那普	√	√	36	13.6	√	√
廊曼					√	√
普吉	√		5.4		√	√
清迈	√				√	√
合艾	√				√	√
合计	55亿人民币				35亿人民币	

资料来源：公司年报，公司公告，华创证券

泰国机场扣点率相对低的因素：

- a) 泰国发达的市内店对机场产生分流，素万那普机场提货点扣点仅为 3%，较低的提点使得王权集团将重心向市内店倾斜，造成机场免税店分流。
- b) 王权集团在泰国的特殊地位导致了历史议价权。泰国最大旅游集团，2009 年 12 月，“王权免税”获得了泰国王室任命皇家权证。

2) 模拟测算免税销售额增速更多由客流量推动

公司未拆分免税与含税收入，据王权新合同（免税租金占比 72%），我们模拟测算免税业务情况：2018 年约 128 亿，略高于浦东机场销售额；而不同的是，其免税销售额增速更多由国际旅客增速来推动。测算泰国机场人均免税贡献约 140-160 元之间，基本保持稳定状态，为上海浦东机场的一半左右。

图表 28 免税业务拆分模拟

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
特许经营收入	12.88	9.56	11.58	13.17	14.43	18.10	18.60	20.52	26.18	29.44	35.48
增速		-25.8%	21.2%	13.7%	9.5%	25.4%	2.8%	10.3%	27.6%	12.5%	20.5%
假设免税收入占比	67%	67%	67%	67%	67%	67%	68%	69%	70%	71%	72%
免税收入	9.27	6.88	8.34	9.48	10.39	13.03	13.39	14.77	18.85	21.20	25.55
扣点	15%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
免税销售额	61.82	45.89	55.60	63.23	69.27	86.86	83.68	86.90	104.71	111.58	127.73
增速		-25.8%	21.2%	13.7%	9.5%	25.4%	-3.7%	3.8%	20.5%	6.6%	14.5%
国际旅客	3,684	3,061	3,928	4,211	4,432	5,426	5,120	6,134	6,807	7,254	8,049
增速		-16.9%	28.3%	7.2%	5.2%	22.4%	-5.7%	19.8%	11.0%	6.6%	11.0%
人均贡献	168	150	142	150	156	160	163	142	154	154	159
同比		-10.7%	-5.6%	6.1%	4.1%	2.4%	2.1%	-13.3%	8.6%	0.0%	3.2%

资料来源：公司年报，华创证券测算

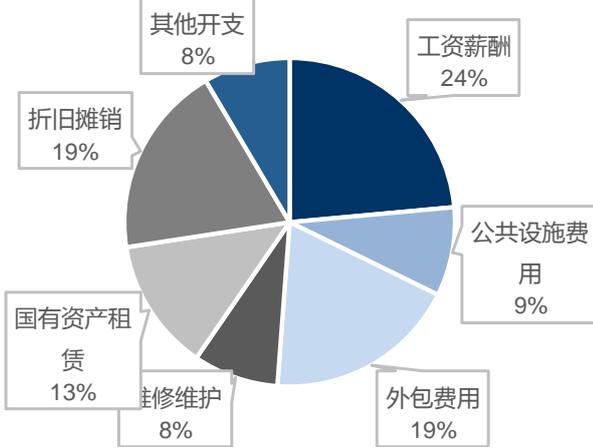
4、成本结构：人工+折旧+外包+租赁合计 74%

2018 年公司营业成本 63.2 亿，其中人工（14.9 亿）+折旧（12 亿）+外包（11.9 亿）+国有资产租赁（8.2 亿），合计占比 74%。

成本增速显著低于收入增速：除 06 年素万那普机场投产，成本明显增加，而收入处于爬坡期外，其余年份成本增速基本慢于收入增速，09-19 年成本复合增速仅 5.4%，显著低于收入增速 12.7%，公司毛利率由 20%左右提升至近 50%。

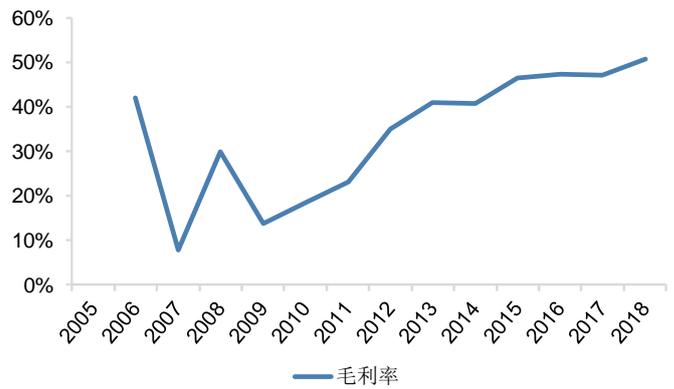
注：营业成本部分，包括工资薪酬、运营成本（公共设施费用、外包费用）、维修维护、国有资产租赁（土地租金）、折旧摊销和其他开支。

图表 29 成本构成



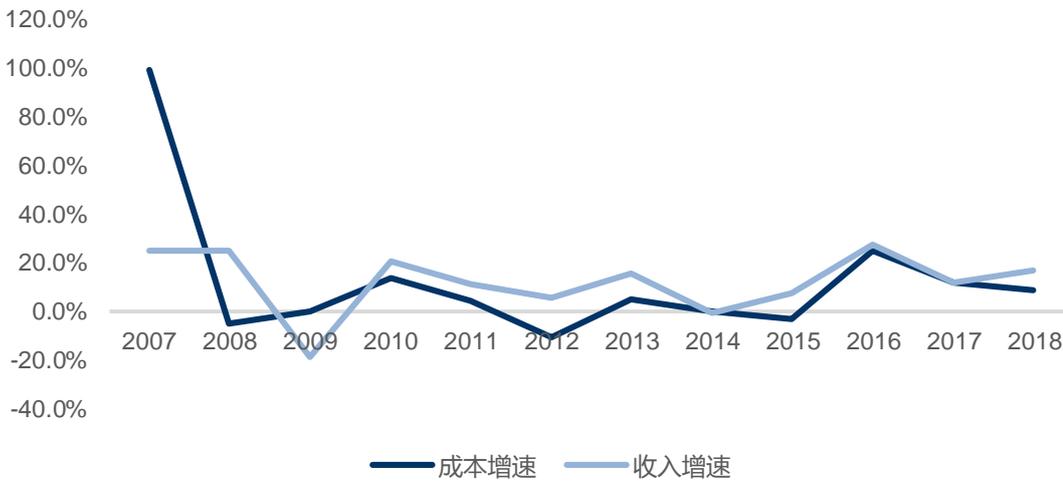
资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 31 成本与收入增速



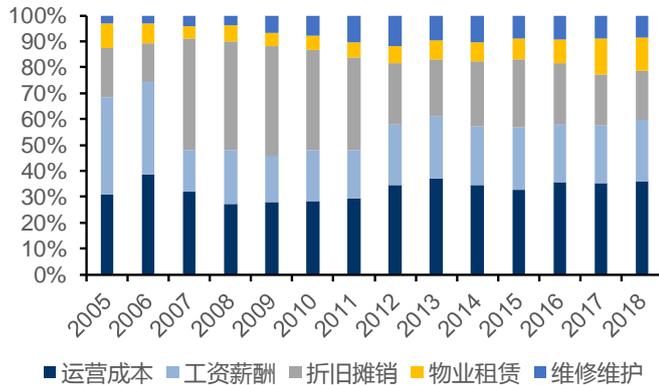
资料来源：公司公告，华创证券

2012 年公司成本口径披露变化，将运营成本细分为外包费用、公共设施费用等，可以观察到外包费用占比的提升与维修维护费用的占比的下降相匹配，而人工成本维持平稳的占比，意味着现代化机场管理型企业而非经营性的特征在展现。

成本大幅上升的年份：素万那普机场投产后的 06-07 年，成本连续两年大幅增长，尤其折旧摊销成本 07 年大幅增长 480%，从 3 亿提升至 17 亿。2016 年的增长来自于加强安检导致的外包费用明显提升。

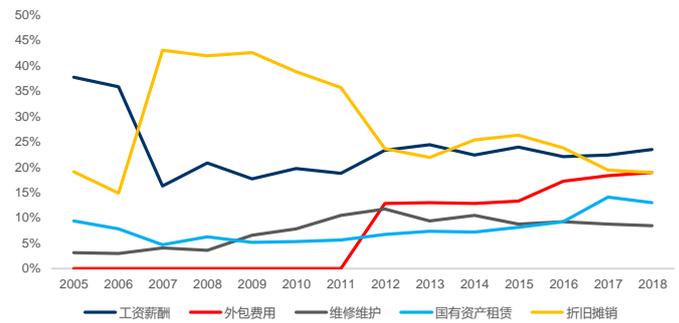
成本明显下降的年份：2012 年，公司折旧费用出现了明显下降（素万那普部分资产折旧完毕）

图表 32 分成本占比



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 33 成本占比 (2018)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 34 成本细项

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
成本合计	14.7	19.8	39.5	37.6	37.7	43.0	45.0	40.2	42.3	42.4	41.2	51.6	57.9	63.2
增速		35%	99%	-5%	0%	14%	5%	-11%	5%	0%	-3%	25%	12%	9%
工资薪酬	5.6	7.1	6.4	7.8	6.7	8.5	8.5	9.4	10.3	9.5	9.9	11.4	13.0	14.9
折旧摊销	2.8	2.9	17.1	15.8	16.1	16.7	16.1	9.5	9.3	10.7	10.8	12.3	11.3	12.0
运营成本	4.5	7.6	12.6	10.2	10.6	12.2	12.5							
公共设施								4.3	4.7	4.7	4.4	4.9	5.0	5.5
外包费用								5.1	5.5	5.4	5.5	8.9	10.6	11.9
维修维护	0.5	0.6	1.6	1.4	2.5	3.4	4.7	4.7	4.0	4.4	3.6	4.8	5.1	5.3
国有资产租赁	1.4	1.6	1.9	2.4	1.9	2.3	2.6	2.7	3.1	3.0	3.3	4.7	8.2	8.2
其他支出							0.7	4.6	5.4	4.5	3.6	4.6	4.8	5.4

资料来源: 公司公告, 华创证券

5、利润：明显超过收入增速

2018 年公司利润 53.44 亿元，同比增长 29.5%，净利率水平 42%。上市以来收入增长 348%，利润增长 446%，利润增速明显超过收入。反应公司收入端特别是特许经营权等高毛利业务快速增长，以及成本端支出增速克制。

复合增速快：04 年上市以来利润复合增速 12.9%，超过收入复合增速 11.3%，近十年利润复合增速高达 49.2%，远超过收入增速的 12.7%，近 5 年复合增速依旧高达 23.1%。

利润剧烈波动年份：

下滑年份：

2007 年利润下滑 89%（下降 20 亿），系因素万那普机场投产后新增巨额折旧（约 15 亿）以及相关成本费用；

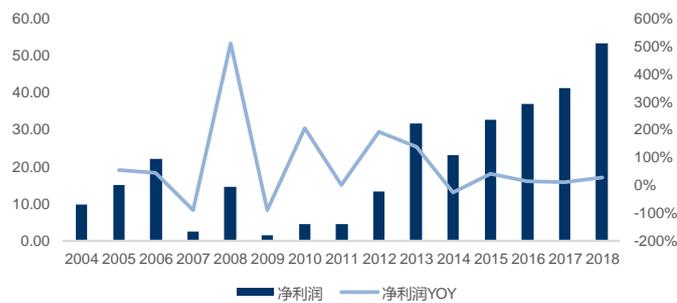
2009 年利润下滑 90%，系因金融危机后旅客量出现明显下滑，当年收入下降 18%，而机场产能仍在爬坡中；

2014 年政治危机后利润下滑 27%；

注：2008 年金融危机下，公司因获取法律补偿金致当年盈利，扣除该部分，当年为亏损。

上涨年份：2010 年，大幅下滑后的强劲反弹增速；2012-13 年连续两年增速翻倍以上，来自于廊曼机场国际线规模重启后旅客流量与收入增速提升。

图表 35 净利润高速增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 36 净利率提升明显



资料来源：公司公告，华创证券

6、分红、资本开支及其他

1) 资本开支：极度克制，但即将迎来新一轮开支周期

过往极度克制的开支：公司在 2006 年投产素万那普机场外，长达十多年时间内没有进行过大规模资本开支，这也使得公司成本增速明显低于收入增速。

但当前为新一轮资本开支高峰期：各机场资本开支合计 476 亿人民币。

素万那普机场：二、三期合计预算 295 亿人民币（至 2021 年）。

廊曼机场：三期扩建预算 82 亿（至 2024 年）。

普吉机场：二期扩建预算 28 亿（至 2022 年）。

清迈机场：至 2025 年总预算 24 亿人民币。

合艾机场：规划第一阶段（2021-2025）总预算 35 亿人民币

清莱机场：规划（2018-2022 年）通过调整和改进行站楼内设施分布，总预算 12 亿人民币。

改扩建如期完成后公司产能将由现在 1 亿提升至 1.8 亿吞吐量左右。

附：各机场改扩建计划

素万那普机场

一期规划 4500 万人次，而目前已经超过 6000 万人次，资源较为紧张。根据公司规划，机场共分 5 阶段持续建设提升承载能力，目前处于第 2 阶段：

第一阶段（2006年起），设计年客运量4500万人，每小时起降76架次，年货运量300万吨。主要包括56.3万平方米航站楼1座，2条主跑道，可提供120个停机位，51个近机位。

第二阶段（当前-2021），包括修建一个二级广场、一个停机坪和一条隧道，利用摆渡车将主要客运登机口与客运中心连接起来，以将机场年客运处理能力提高至6000万人次，预算625亿泰铢（147亿人民币）；

第三阶段（2017-2021），满足2025年年旅客处理能力不低于9000万，分为2个项目，合计预算628亿泰铢（148亿人民币）：

a) 建设年处理3000万旅客的第二航站楼，目前正在进行设计招标，预计2019年开工，2021年建成，预算410亿泰铢（96亿人民币）；

b) 建设第三跑道及配套滑行系统，目前处于设计阶段，预计2019年开通，2021年建成，预算218亿泰铢（51亿人民币）；

以上二、三阶段总预算1253亿泰铢（295亿人民币），将在2021年前完成。

第四阶段（2020-2026），改扩建以满足2030年1.05亿人次需求；

第五阶段（2025-2030），改扩建以交通处理能力，满足2035年1.2亿人次需求；

廊曼机场

于2015年完成第二阶段扩建，可满足3000万年旅客吞吐量，2018年旅客吞吐量已达到4056万。目前已启动第三期扩建，**总预算350亿泰铢（82亿人民币）**，2018-2024年间将现有仓储中心大楼整体拆除建成新的候机楼，以满足4000万旅客处理能力。目前正在申请预算批准。

普吉机场

当前设计旅客吞吐量1250万，2018年达到1826万，目前已经启动第二期扩建，对现有航站楼进行翻新改造，目标2022年可处理1800万旅客。**总预算120亿泰铢（28亿人民币）**，目前正在申请预算批准。

清迈机场

当前设计旅客吞吐量800万，2018年达到1081万。规划第一阶段（建设期2018-2022）建设新候机楼，可处理1650万旅客，**总预算100亿泰铢（24亿人民币）**，目前正在申请预算批准；第二阶段（2021-2025）翻新改造旧候机楼，以满足2035年处理2000万旅客能力。

合艾机场

当前设计旅客吞吐量255万，2018年达到427万。规划第一阶段（2021-2025）进行现有候机楼改造和新候机楼建设，满足2038年1050万旅客处理能力。**总预算150亿泰铢（35亿人民币）**，目前正在等待董事会批准以及后续申请预算批准。

清莱机场

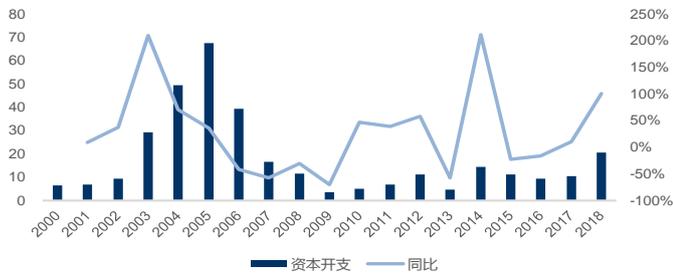
当前设计旅客吞吐量250万人，2018年达到280万。后续规划三阶段拓建：

规划第一阶段（2018-2022年）通过调整和改进航站楼内设施分布，以及完善外部道路系统，可提升至300万能力，**总预算50亿泰铢（12亿人民币）**；

第二阶段（2024-2028）规划2033年满足480万旅客处理能力；

第三阶段（2029-2033）规划 2038 年满足 520 万旅客处理能力。

图表 37 资本开支同比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 资本开支占营收比



资料来源：公司公告，华创证券

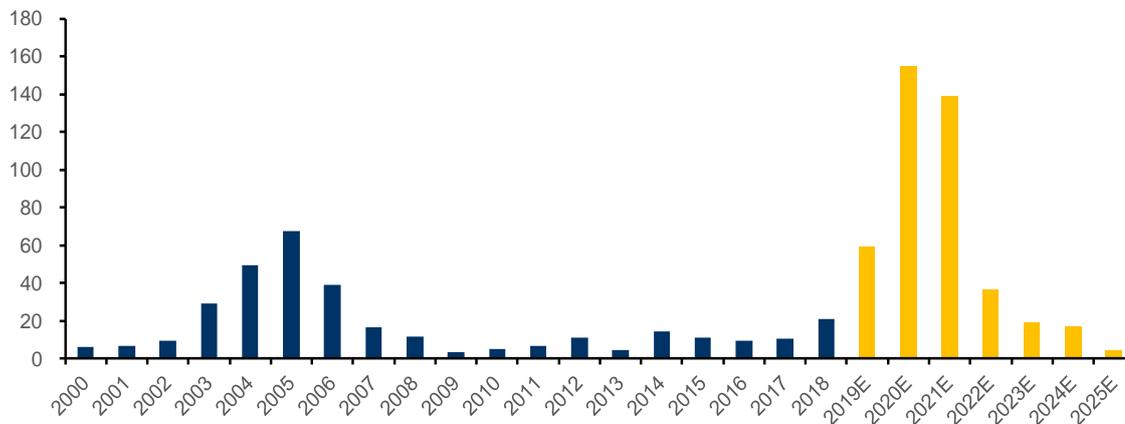
图表 39 资本开支细项

	设计吞吐量	当前吞吐量	扩建预算	扩建后吞吐量	提升比例	扩建周期
素万那普	4500	6281	295	9,000	100%	至2021年
廊曼	3000	4056	82	4000	33%	至2024年
普吉	1250	1826	28	1800	44%	至2022年
清迈	800	1081	24	1650	106%	至2025年
合艾	255	427	35	1050	312%	2021-2025年
清莱	250	280	12	300	20%	至2022年
合计	10055	13952	476	17800	77%	

资料来源：公司公告，华创证券

参考公司规划，我们尝试将总资本开支划分至各年份，则未来几年资本开支测算如下图。从今年开始至 21 年，为最重要的素万那普机场改扩建阶段，相应为资本开支高峰期，之后至 25 年将快速减少。

图表 40 资本开支预计



资料来源：公司公告，华创证券

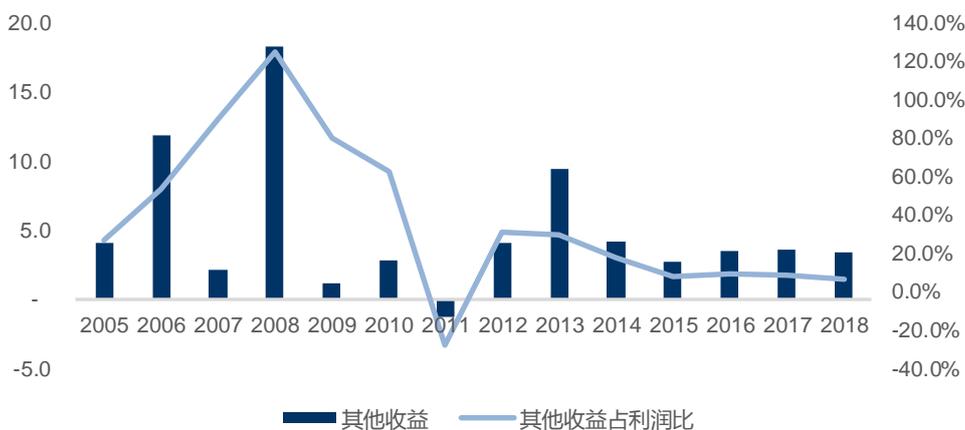
2) 其他收益：外汇损益波动剧烈

公司其他收益包括外汇损益、利息、资产处置以及其他项目。2018 年其他收益 3.4 亿人民币，占利润比 6.4%，2015 年之后维持在 10% 以内的比重。

外汇损益波动剧烈，其他项目相对稳定。公司利息收入稳定在 2-3 亿元之间，但外汇损益波动剧烈，从-4 亿到 9 亿，造成了过去其他收益的大幅波动。其中 2006 年外汇收益 9 亿，占当年利润的 40%，13 年收益 6 亿，占利润 19%；而 09 及 11 年分别亏损 4 亿及 3 亿。

2008 年公司因获得法律诉讼收益约 17 亿元，导致当年利润转正（14.68 亿），扣除该部分为亏损约 3 亿元。

图表 41 其他收益占利润比



资料来源：公司公告，华创证券

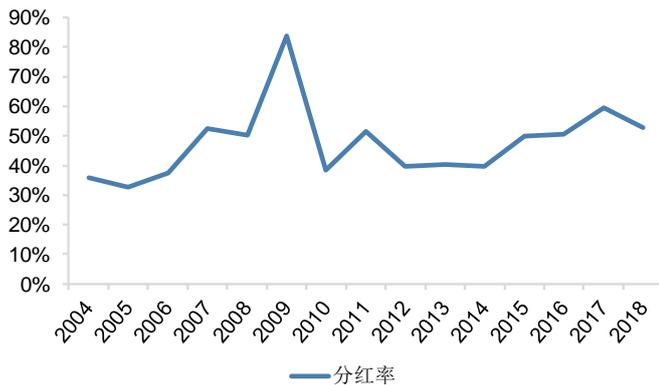
3) 分红保持较高水平

分红保持较高水平：公司近年分红率维持在 50% 左右较高水平。

公司估值近年呈提升趋势：自 10 年之后，公司估值已由 20 倍附近升至 18 年 40 倍附近。（若考虑后续获得确定性保底租金上调，对应 2020 年 33 倍左右）

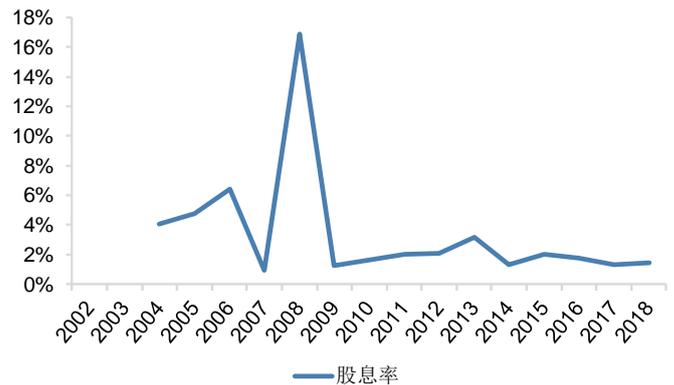
股息率：自上市以来总体呈下行趋势，主要由于公司估值逐步提升。

图表 42 分红率



资料来源：公司公告，Bloomberg

图表 43 股息率



资料来源：公司公告，Bloomberg

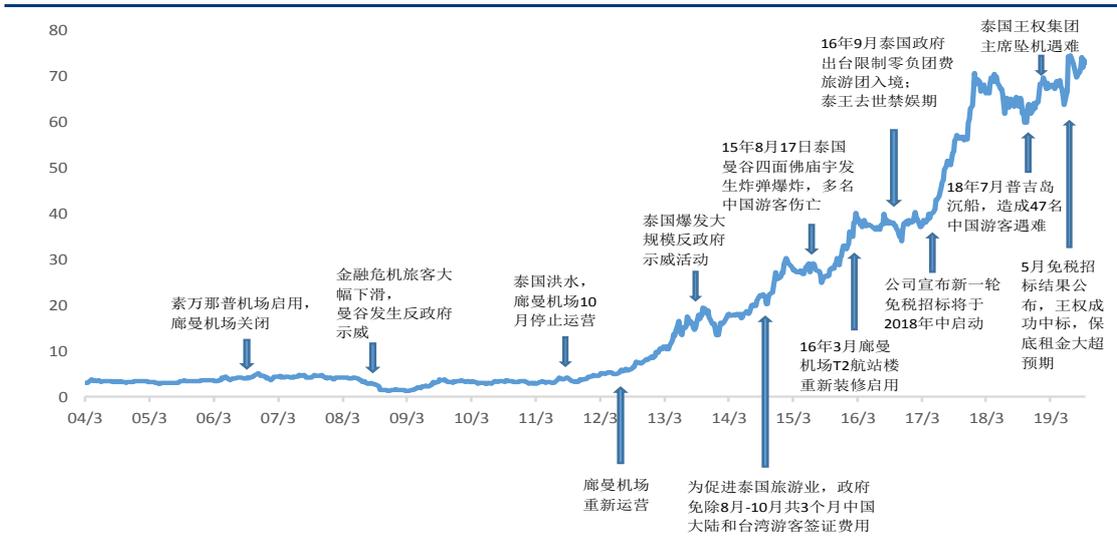
（四）股价回溯：40 倍涨幅的明星股

泰国机场股价从最低 1.17 泰铢（2008 年 10 月 27 日），最高涨至 75.5 泰铢（2019 年 6 月 24 日），最大涨幅超过 60 倍，市值由最低 170 亿泰铢（35 亿人民币）涨至最高 10786 亿泰铢（2290 亿人民币），成为全球市值第一机场，同时在泰国市场市值位列前五。

以近十年（2008 年 7 月到 2009 年 6 月股价均值 1.94 泰铢）来看，涨幅达到 40 倍。

泰国机场长牛首先基于盈利的高速增长，净利润由 09 年 1.5 亿人民币增长至 18 年 53 亿，增长 34 倍，此外估值由 09-10 年约 20 倍增长至目前近 40 倍，盈利和估值双升。

图表 44 股价复盘



资料来源: 公司公告, Bloomberg

1) 上市 16 年, 仅 4 年收益为负

上市 16 年间, 泰国机场仅 4 年收益为负:

2007-08 年, 06 年素万那普机场投产后折旧等成本增加致利润受到影响, 以及 08 年金融危机公司客运量增速出现下滑, 扣非利润为亏损;

2010 及 18 年均为大幅上涨后的微幅调整。

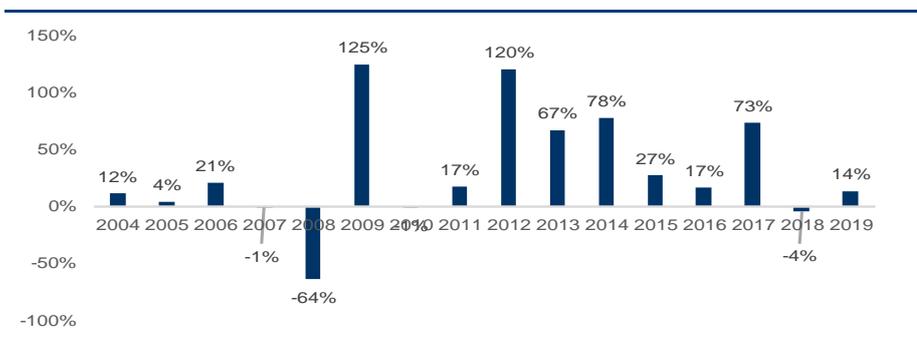
2) 市值与估值:

百亿市值以内, 利润不稳定, 估值波动极大

100-400 亿市值的区间内, 扣非估值在 18 倍左右,

400 亿市值朝上, 估值也在整体上升, 部分体现大市值公司溢价

图表 45 上市 16 年, 仅 4 年负收益



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 46 股价涨跌幅与财务、估值比较

年份	股价涨跌幅	泰国综指	旅客吞吐量增速	收入增速	利润	利润增速	扣非利润	扣非利润增速	PE (年度平均)	PE (扣非)	亿元 (平均市值)	备注
2004	12%	-13%	24.4%		9.8				8.6		85	
2005	4%	7%	4.9%	5.5%	15.1	53.8%	11.0		6.2	8.6	94	
2006	21%	-5%	9.6%	13.0%	22.1	46.4%	10.2	-7%	5.5	11.9	121	
2007	-1%	26%	7.9%	25.3%	2.4	-89.1%	0.2	-98%	56.9	596.5	136	素万那普机场06年投产后新增成本导致利润明显下降
2008	-64%	-48%	4.1%	25.2%	14.7	513.2%	-3.7	-1720%	6.1	-24.2	89	金融危机系统性熊市+当年扣非利润为亏损
2009	125%	63%	-14.1%	-18.4%	1.5	-90.1%	0.3	108%	48.3	242.5	71	
2010	-1%	41%	14.7%	20.5%	4.5	206.5%	1.7	471%	22.7	61.0	101	
2011	17%	-1%	15.5%	11.2%	4.5	1.3%	5.8	249%	22.0	17.2	100	业绩驱动牛市：09-16年公司业绩快速增长，收入复合增速13.1%，成本增速5.4%，净利润增速60.1%，净利润实现25倍增长，市值增长13倍。估值中枢20-24倍。
2012	120%	36%	7.9%	5.8%	13.2	192.5%	9.2	58%	13.0	18.8	172	
2013	67%	-7%	20.4%	15.6%	31.8	140.2%	22.4	144%	12.5	17.7	396	
2014	78%	15%	1.7%	-0.2%	23.2	-26.9%	19.1	-15%	22.9	27.9	533	
2015	27%	-14%	21.9%	7.6%	32.8	40.9%	30.1	58%	21.4	23.3	702	
2016	17%	20%	12.3%	27.4%	37.1	13.4%	33.6	12%	27.5	30.4	1,021	
2017	73%	14%	7.7%	11.9%	41.3	11.2%	37.7	12%	32.9	36.1	1,360	估值提升驱动：17年宣布拟重新免税招标至19年宣布落地，非航推动估值提升。估值提升至30-40倍。
2018	-4%	-11%	8.0%	17.3%	53.4	29.5%	50.1	33%	37.3	39.8	1,994	
2019	14%	4%							42.5	48.8	2,269	

资料来源：Bloomberg，华创证券

3) 2009-16年：业绩提升驱动；2017年以来：估值提升为主驱动

2009-2016：旅客快速增长和克制的资本开支推动业绩持续上行

09-16年公司业绩快速增长，公司09-16年旅客吞吐量复合增速13.3%，收入复合增速13.1%，成本增速5.4%，净利润增速60.1%，净利润实现26倍增长。

股价涨幅18倍，即考虑业绩和估值波动，公司股价上行几乎全部由业绩增长带来。

也得益于公司成本端严格管控。

09-16年公司运营成本、工资薪酬、折旧摊销、国有资产租赁和维修维护5项成本复合增速仅为5.4%，远低于营收增速13.1%，带动公司毛利率由13.8%增长至47.3%。

分项成本中，运营成本复合增速9.1%，工资薪酬8.8%，折旧摊销-3.0%，国有资产租赁14.7%，维修维护10.7%，即折旧摊销大幅节省，对于成本节约贡献最大。

折旧摊销节省与公司同期极低的资本开支密切相关。自06年素万那普机场启用至今，公司始终没有重大资本开支，资本开支占营收比重由05年最高的223%，降至目前10-20%。

这一阶段AOT市值快速增长主要得益于业绩增长，估值基本维持在20-30倍附近。

图表 47 AOT 折旧与摊销（十亿泰铢）



资料来源：公司公告，Bloomberg

图表 48 AOT 折旧摊销占营收比重



资料来源：公司公告，Bloomberg

图表 49 AOT 旗下各机场产能利用率

	设计吞吐量	2018 年吞吐量	机场产能利用率
素万那普	4500	6281.5	140%
廊曼	3000	4056.4	135%
普吉	1250	1826.1	146%
清迈	800	1080.9	135%
合艾	255	426.6	167%
清莱	250	280.5	112%

资料来源：公司公告，Bloomberg，华创证券

2017 年以来：非航业绩（预期）带动估值提升推动上行

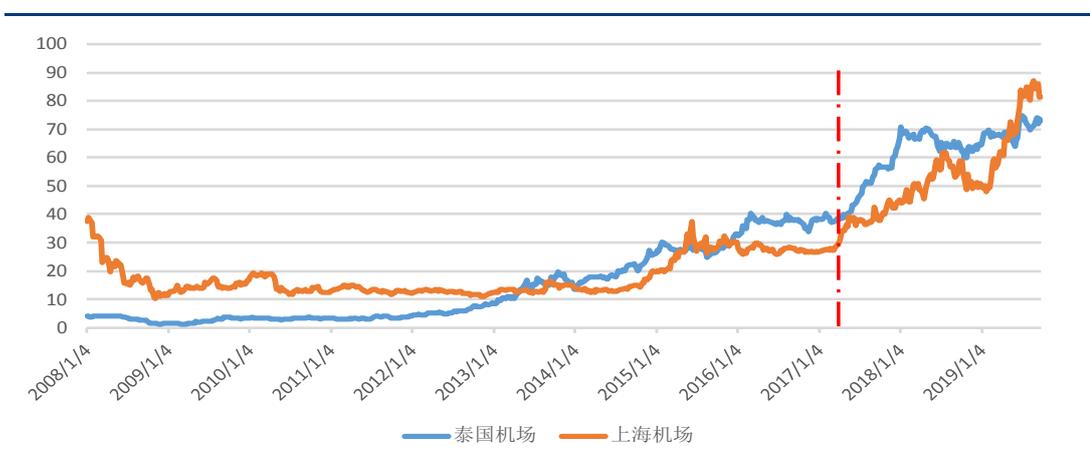
17 年年初至今，AOT 股价涨幅接近翻倍，而同期泰国综合指数涨幅 10%，AOT 显著超越市场。我们认为主要由于非航业务及预期驱动，及估值提升较大带来。

17 年之后，公司旅客吞吐增速趋于平缓，17-18 年分别增长 7.73% 和 7.99%，国际旅客分别增长 6.6% 和 11.0%，均远低于 09-16 年增速。

同时业绩放缓也较为明显。收入端公司 17-18 年收入增速分别为 7.7%、10.3%，其中航空性收入 5.6%、10.3%，非航空性收入 10.6%、10.3%，成本增速 8.1%、2.5%，净利润增速 7.1%、21.7%。18 年净利润相比 16 年仅增长 30%，同期年底估值由 28.6 倍涨至 36.5 倍，涨幅接近 30%，二者共同贡献股价 70% 涨幅，即该阶段业绩和估值对股价贡献基本相等。

观察泰国机场和上海机场走势，17 年行情启动点和之后走势非常相似，考虑上机和泰国机场均为外资重仓股，我们认为二者上涨依赖于同样的逻辑，即免税业务驱动。

图表 50 泰国机场和上海机场走势



资料来源：Bloomberg，华创证券

总结：

优质核心资产属性：泰国机场集团持有泰国最优质的机场资产，曼谷、普吉、清迈等，处于机场的垄断地位，同时在旅游产业为支柱产业的泰国是最核心资产，也是泰国股市中市值前五的大企业。

市值的增长分为两阶段：09-16年业绩驱动的股价上行以及17年以来估值提升行情，而与上海机场估值提升逻辑类似：均来自于非航（免税）推动估值提升。

图表 51 泰国机场业务分拆

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10年复合增速	5年复合增速
收入	43.7	52.7	58.6	62.0	71.6	71.5	76.9	97.9	109.6	128.5	13%	16%
增速		20%	11%	6%	16%	0%	8%	27%	12%	17%		
航空性收入	24.8	30.7	35.1	37.6	42.8	41.6	45.5	56.1	61.5	72.2	13%	15%
增速		24%	14%	7%	14%	-3%	9%	23%	10%	17%		
非航收入	18.9	22.0	23.5	24.4	28.9	29.8	31.4	41.9	48.1	56.4	13%	17%
增速		16%	7%	4%	18%	3%	5%	33%	15%	17%		
其中：特许经营收入	9.6	11.6	13.2	14.4	18.1	18.6	20.5	26.2	29.4	35.5	16%	18%
增速		21%	14%	10%	25%	3%	10%	28%	12%	21%		
非航收入占比	43%	42%	40%	39%	40%	42%	41%	43%	44%	44%		
成本	37.7	43.0	45.0	40.2	42.3	42.4	41.2	51.6	57.9	63.2	6%	11%
增速		14%	5%	-11%	5%	0%	-3%	25%	12%	9%		
其中：折旧摊销	16.1	16.7	16.1	9.5	9.3	10.7	10.8	12.3	11.3	12.0	-3%	3%
增速		4%	-4%	-41%	-2%	16%	1%	14%	-8%	6%		
其中：人工	6.7	8.5	8.5	9.4	10.3	9.5	9.9	11.4	13.0	14.9	9%	12%
增速		28%	0%	11%	10%	-8%	4%	15%	14%	15%		
其他收益	1.2	2.8	-1.3	4.1	9.5	4.2	2.7	3.5	3.6	3.4		
增速		141%	-145%	-423%	132%	-56%	-35%	30%	2%	-5%		
利润	1.5	4.5	4.5	13.2	31.8	23.2	32.8	37.1	41.3	53.4	49%	23%
增速		206%	1%	192%	140%	-27%	41%	13%	11%	29%		
其他收益占利润比	80%	63%	-28%	31%	30%	18%	8%	9%	9%	6%		
旅客	5008	5743	6630	7152	8613	8757	10679	11992	12920	13952	12%	12%
增速		15%	15%	8%	20%	2%	22%	12%	8%	8%		
国际旅客	3061	3928	4211	4432	5426	5120	6134	6807	7254	8049	11%	12%
增速		28%	7%	5%	22%	-6%	20%	11%	7%	11%		
国际旅客占比	61%	68%	64%	62%	63%	58%	57%	57%	56%	58%		
起降架次	35	39	44	48	56	61	71	78	82	87	11%	9%
增速		11%	14%	9%	16%	9%	16%	10%	6%	6%		
免税收入(测算)	6.9	8.3	9.5	10.4	13.0	13.4	14.8	18.8	21.2	25.5	16%	18%
免税销售额	45.9	55.6	63.2	69.3	86.9	83.7	86.9	104.7	111.6	127.7	12%	11%
人均贡献	150	142	150	156	160	163	142	154	154	159		
增速		-6%	6%	4%	2%	2%	-13%	9%	0%	3%		

资料来源：公司年报，华创证券

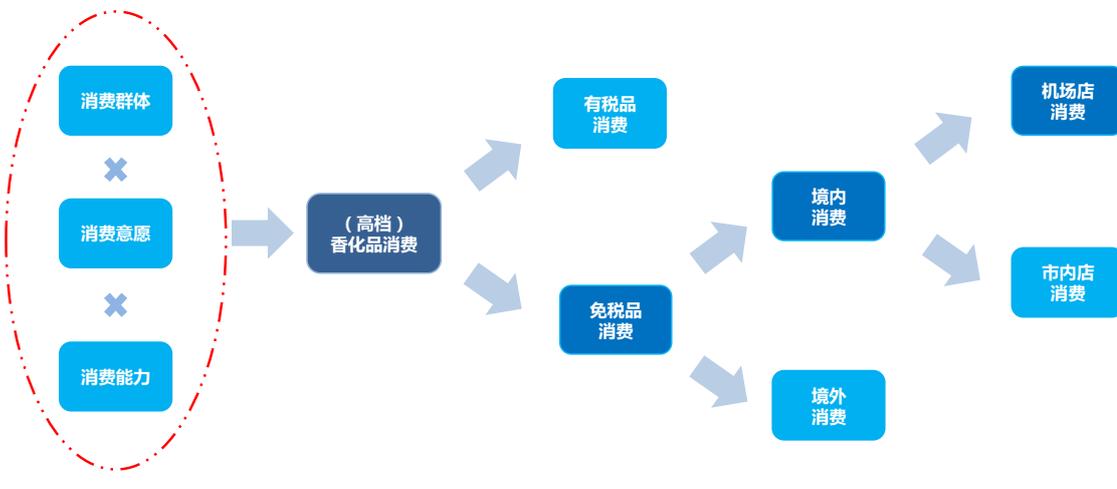
二、上海机场：优质赛道，管理溢价，相比泰国机场各有千秋

（一）优质赛道：颜值经济黄金时代受益者，独特区位优势强化资产价值

1、颜值经济黄金时代受益者

深度报告《机场行业：颜值经济黄金时代受益者》中，我们提出在香化占比接近80%的品类设置下，免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求。并对高档化妆品消费-免税 Vs 有税-境内 Vs 境外-机场 Vs 市内店进行全链条完整分析。

图表 52 机场免税需求链条



资料来源：华创证券整理

观察 2016-17: 中国高端化妆品-免税销售额大爆发

三亚海棠湾：离岛免税随额度提升明显刺激销售额

海棠湾免税店 2011 年设立，2012 年 11 月起额度提升至每人每年累计不超过 8000 元，16 年 2 月提升至 1.6 万，2018 年 12 月起进一步提升至 3 万元，2016-18 年销售额同比增速分别为 25%、28%及 32%，明显进入提速阶段。

2018 年海棠湾销售额 77.7 亿元，占全国免税比重的 19.7%。

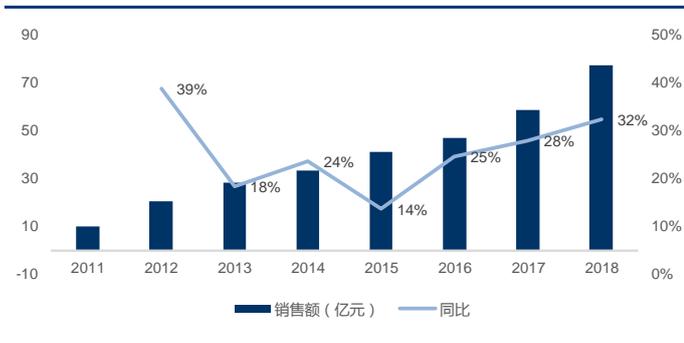
上海机场免税店（日上浦东）：人均贡献明显提升期

2016-18 年增速分别为 19%、40%、38%，测算 2019 年前三季度累计免税销售额仍有超过 20%以上的增速。

国际旅客人均贡献明显提升：2015 年测算约 164 元，18 年已经达到 298 元，16-18 年增速分别为 10%、30%及 27%。

2018 年浦东机场免税销售约 112 亿，占全国免税比重的 28.4%。

图表 53 三亚海棠湾免税销售额增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 54 上海机场免税业务



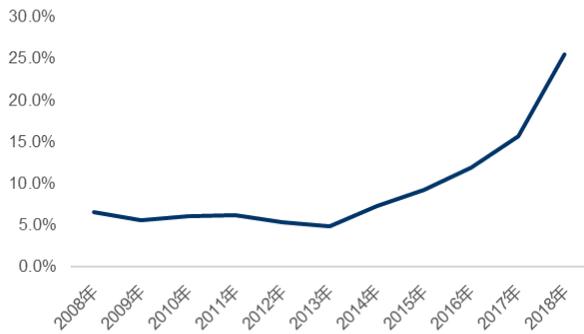
资料来源：公司公告，华创证券

进口化妆品占化妆品零售比重加速提升：

2018 年我国进口化妆品金额 99 亿美元，同比增长近 70%，2009-18 年的 10 年间复合增速 37%，远超国内化妆品销售额增速，占比由 09 年的 6% 左右提升至 18 年的 25.5%，尤其在 2016 年占比达到两位数并加速上行。

若我们简单将进口化妆品列为高端品，其他列为大众品，可发现两者增速背离，高端品明显更快。

图表 55 进口化妆品占化妆品零售比重



资料来源：Wind，华创证券

图表 56 高档化妆品与大众化妆品增速比较



资料来源：公司公告，华创证券

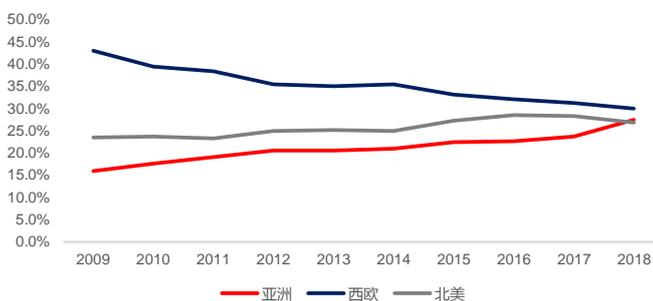
欧莱雅亚太区同样快速增长

产品结构：2018 年公司销售额 318 亿美元，其中大众产品占比 45%、高端产品占比 35%，此外为专业产品及活性化妆品占比共 20%。

区域结构：北美占比 27%，西欧占比 29%，**亚洲占比 28%（09 年为 16%）。**

增速：2018 年财年收入增速 8.2%，分品类看，高端品增速 15.6%，大众品增速 3.8%，**16 年开始加速提升。**分区域看，亚洲增速达到 26% 最快。

图表 57 欧莱雅区域结构



资料来源：Wind，华创证券

图表 58 欧莱雅区域增速



资料来源：公司公告，华创证券

我们认为：宏观层面到达了消费能力和消费意愿提升的阶段，而新经济模式使得升级出现了跨越式，包括产品与消费群体。

其一，人均 GDP 达到了高端化妆品消费爆发点，参考日本经验，5000-10000 美元阶段，化妆品快速增长，在我国也

可得以验证。

其二，房地产财富效应、棚改货币化效应、人均收入水平提升、减税带来的消费意愿提升，16Q3之后消费者信心指数在提升，而恩格尔系数已经降至30%以下。

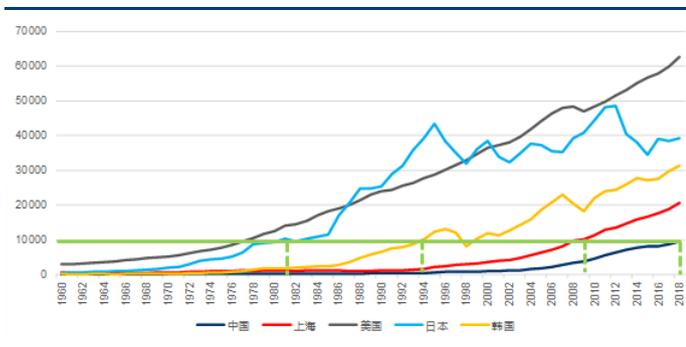
其三，新经济模式（粉丝经济+热门IP+KOL强势种草，小红书、抖音短视频等新获取信息的全新渠道与业态），使得消费出现年龄层，产品层的跨越式升级。

我们认为，颜值经济黄金时代开启。

人均化妆品消费潜力仍巨大，17年我国人均39美元，而发达国家在200美元之上。

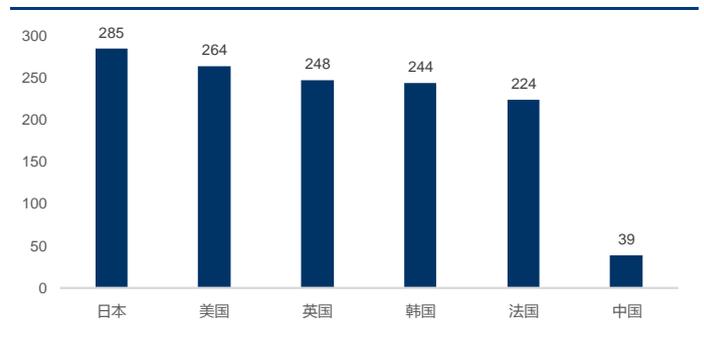
参考日本70-80年代的情况以及当前我国人均潜力，预计颜值经济黄金时代可持续5-10年。

图表 59 人均 GDP



资料来源：Wind，华创证券

图表 60 人均化妆品



资料来源：公司公告，华创证券

2 消费回流空间可观：假设 50%海外回流，即相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍

境外 Vs 境内：境内免税性价比还会进一步显现

从境内免税店的全球比价看，日上浦东通常有 95 折优惠，而韩国新罗和乐天得益于较大的销售体量，经常会有大规模促销，因此总体价格优势明显，但浦东机场在相当多热门品类具有价格优势。

伴随中免收购日上后经营实力、对供应商议价能力的提升，价格优势预计会进一步显现。

图表 61 日上上海价格优势明显 (标红项目为在区域的免税店价格最低)

品牌	品类	品名	中国内地			中国香港		韩国		新加坡	泰国	日本	英国	美国
			日上上海	日上北京	三亚海棠湾	莎莎	DFS	新罗	乐天	樟宜机场	KingPower	关西KIX	伦敦机场	ishoppes
迪奥	香水	迪奥小姐喷装EDT100ml	779	820	863		962	744	876					
	彩妆	迪奥烈艳蓝金唇膏	215	226	230		265	224	224		886		693	692
	彩妆	迪奥恒久钻粉底液30ml	342	360			415	375	375		257			
	彩妆	迪奥魅惑润唇膏	208	219	223	175	247	217			241			
MARC JACOBS	香水	MARC JACOBS雅菊花语女士淡香水EDT125ml	551			530	577	369		631	717			671
SK-II	护肤	SK-II护肤精华露330ml(神仙水)	1314	1257	1516	1394	1716		1410	1289		1753	1646	
	护肤	SK-II护肤面膜(前男友面膜)	639	673	813				605	622	742	870	813	
	护肤	SK-II肌因光蕴采钻白精华露50ml(小银瓶)	1085	1142	1199	1218			1035	1035		1294	1287	1232
	护肤	SK-II肌因光蕴祛斑精华露50ml(小灯泡)	971	1022	1106				944	944		1155	839	
雅诗兰黛	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透眼霜15ml(小棕瓶)	371	390	385		437	372		421	491	384	351	
	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透精华50ml(小棕瓶)	589	620	645	501	732	437	533	836	855		500	623
	彩妆	雅诗兰黛倾慕唇膏魅色系列			227			120	115	250	238			
海蓝之谜	护肤	海蓝之谜全新修护精萃液150ml	854	854	880	715	935	863	863		928			934
	护肤	海蓝之谜精华面霜60ml(奇迹面霜)	1776	1869	2146	1544	2030	1546	1343	1201	2457			2024
纪梵希	彩妆	纪梵希轻盈无瑕明星四色散粉12g	327	344	365	388		340	414		458	416		
	彩妆	纪梵希高级定制小羊皮唇膏3.4g(小羊皮)	195	205	219	236	282	244	199	233		250		
娇韵诗	护肤	娇韵诗黄金双瓶双萃焕活修护精华露50ml		643	768		794			620	757	829	492.73	
	护肤	娇韵诗纤柔塑身霜200ml	355	374	429	413	485					436		
科颜氏	护肤	娇韵诗抗纹紧致身体霜200ml	316	333	429	405		279	247		477		303	353
	护肤	科颜氏牛油果眼霜14ml	193	203	222	214	247	154	189	215	255	211		208
	护肤	科颜氏高保湿面霜125ml	332	349	419	325		404	334	382	419	397		346
	护肤	科颜氏金盏花植物爽肤水500ml	335	353	413			353	344	384	493	379		429
兰蔻	护肤	兰蔻精华肌底液100ml(小黑瓶)	839	883	995	840	900	972	972		1307	1198	982	1066
	护肤	兰蔻眼部精华液20ml	406	430	495	395	463			322	576	530	501	457
倩碧	护肤	倩碧紫晶卸妆膏125ml	188	198	212		238	119	119	221	284		186	
	护肤	倩碧匀净卓研淡斑双效精华露50ml	571	601	556	459	635	369	383	577	623		484	

资料来源: 公司官网, 机场官网, 华创证券

境外 Vs 境内: 长期看免税回流大势所趋, 静态测算空间约 3 倍

1) 我国境内免税销售额仅占全球的 8% 左右。

我们预计 2018 年全球免税销售额约为 5000 亿元, 我国免税总销售额为 395 亿, 占比 8% 左右。

我们测算内地居民海外免税购物规模在 2000-3000 亿左右, 占全球 40%-60%。

2018 年内地居民出境购物消费超过 1200 亿美元, 人均消费额约 5500 元。根据中国出境旅行者调查, 约 37% 发生在免税店。以此测算内地居民在海外免税店共消费约 3000 亿元, 占全球的 60%

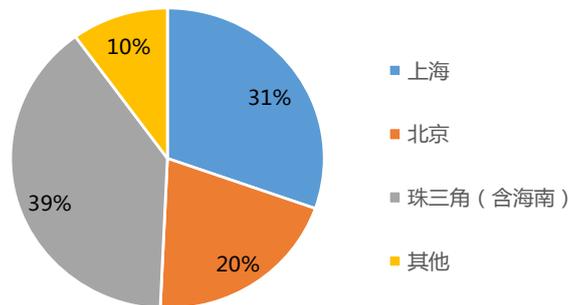
静态看: 假设中长期 50% 可以回流, 即 1000-1500 亿规模, 相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍。

图表 62 回流规模测算

	规模 (亿元)	占全球比重
全球免税销售	5000	
我国境内免税销售	395	8%
我国居民海外免税消费	2000-3000	40%-60%
假设回流	50%	
回流量	1000-1500	
相当于当前	2.5-3.5倍	

资料来源: Wind, 华创证券

图表 63 国内免税格局



资料来源: 公司公告, 华创证券

2) 从国内免税格局分布来看，北京、上海、珠三角（含海南）合计占全国免税销售额 90%左右，其他机场、口岸等占比较小。预计上海浦东机场免税 2018 年销售额约为 112 亿，占全国 28%左右。

不考虑自然增速，按照 28%的比例测算上海机场免税可承接回流体量达到约 280-420 亿/年，而上海机场综合扣点 42.5%，相当于可为机场带来 120-176 亿/年。（中免与上海机场合同保底提成在 2025 年可达 81.5 亿元）

浦东机场 2018 年旅客吞吐量 7400 万人次（上海两场合计 1.17 亿人次），按照远期浦东机场 1 亿人次吞吐考虑，55% 的国际旅客占比，5500 万人，人均贡献 700-1000 元（相当于兰蔻小黑瓶 883 元，至 SKII 神仙水 1300 元，2018 年上海机场国际旅客人均贡献 298 元）。

2、独特区位优势强化超级枢纽资产价值

超级枢纽：长三角唯一核心出入境口岸

1) 各项宏观指标来看，长三角是我国第一大经济引擎。GDP 总量、人口总量、进出口、社会零售总额、固定资产投资等各项指标均在全国占有最重要地位。长三角地区以占全国 2.2%的面积，11%的人口，贡献了全国近 20%的 GDP 总量、38%的进出口总额以及 17%的社零销售额。

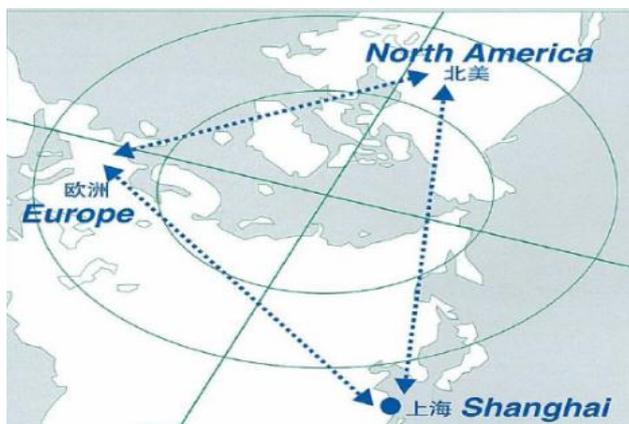
2) 强大腹地带来充沛客流量。上海作为国际特大型城市，长三角区域核心，2018 年上海两场旅客吞吐量突破 1.2 亿人次，超过首都机场近 20%。且旅客构成基本定型，航线网络基本搭建完毕，上海主基地已经成熟，无需为新开拓航线投入大量导入资源。

3) 区域位置带来出行便捷

航程适中：地理位置位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时左右，飞往亚洲主要城市时间在 2 至 5 小时，航程适中。

可覆盖国内核心经济区：2 小时飞行圈资源丰富，涵盖中国 80%的前 100 大城市、54%的国土资源、90%的人口、93%的 GDP 产出地和东亚大部分地区。

图表 64 浦东机场区位优势显著



资料来源：公司网站，华创证券

图表 65 长三角与京津冀、珠三角城市群对比

	长三角	京津冀	珠三角
总面积 (万平方公里)	21.17	22.5	5.6
占全国比重	2.21%	2.34%	0.58%
GDP (万亿元)	17.86	8.62	10.96
占全国比重	19.8%	9.57%	12.17%
人口 (亿人)	1.54	1.18	0.7
占全国比重	11.0%	8.46%	5.02%
人均 GDP	11.60	7.31	15.66 / 12.89
进出口总额 (亿元)	10.15	3.26	14.03 / 6.51
占全国比重	37.8%	12.17%	24.27%
社会消费品零售总额 (亿元)	6.39	3.32	3.18 / 2.73
占全国比重	17.4%	9.07%	7.46%
固定资产投资(万元)	9.13	5.26	2.55
占全国比重	14.5%	8.33%	4.03%

资料来源：统计局，华创证券

枢纽机场的发展正得益于所在区域经济和消费活力。从旅客吞吐量、起降架次和货邮吞吐量三大指标来看，除货邮吞吐量低于依托香港机场全球第一大货邮机场的珠三角外，其他指标长三角机场群均超过另两大区域。

图表 66 三大机场群对比

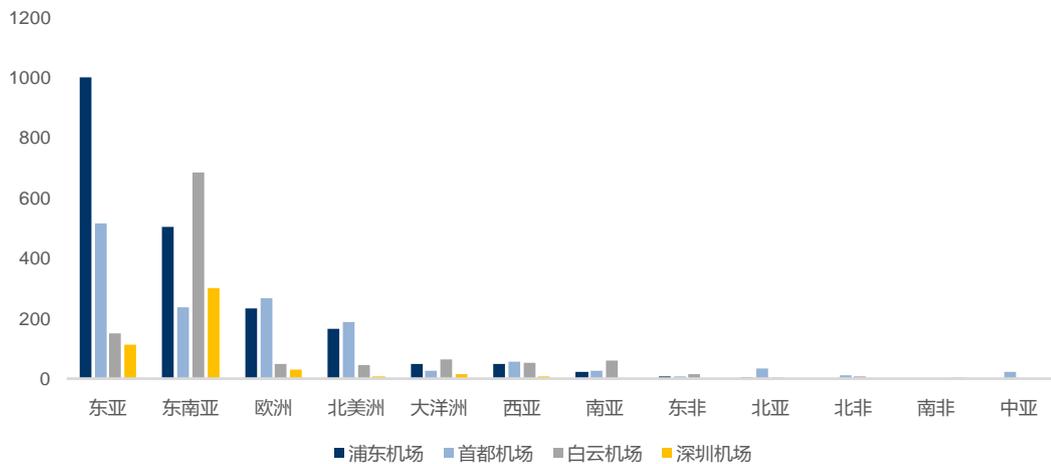
	长三角	京津冀	珠三角	
			含港澳	不含港澳
旅客吞吐量（亿人次）	2.30	1.45	2.15	1.32
起降架次（万架次）	172	104	143	93
货邮吞吐量（万吨）	559	241	830	316

资料来源：wind，民航局，华创证券

4) 国际/地区目的地分布均衡，东亚航线（日韩等，包括地区航班）为浦东机场优势航线，航班量远高于首都、白云，深圳，几乎为第二的首都机场 2 倍；东南亚也保持较高多的航班量，低于白云机场；远程洲际航线中欧洲和北美航班量略低于首都机场，大洋洲略高于首都机场；其他区域航班量较少。

分国家来看，浦东机场每周飞往日本航班量达到 465 班，几乎占东亚航班近半，机场总体的 23%，韩国 190 班，两国合计 655 班，占机场总国际航班量的 1/3。其他主要目的地包括泰国每周 197 班，占比 9.6%，美国 134 班，占比 6.5%。

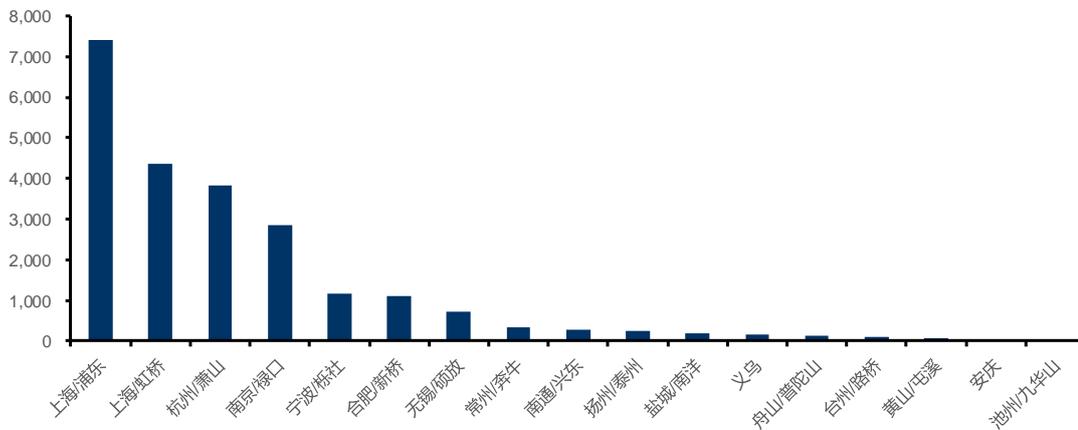
图表 67 浦东机场航线结构



资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

但我们认为上海机场最为特殊的优势在于缺乏竞争的强区位优势，即华东地区无其他重要机场构成明显出境分流。仅浦东机场接近 3800 万出境旅客遥遥领先周边其他机场（2018 年杭州约 550 万、南京约 340 万、宁波约 136 万、合肥约 60 万）。

图表 68 长三角机场群旅客吞吐量分布



资料来源：民航局，华创证券

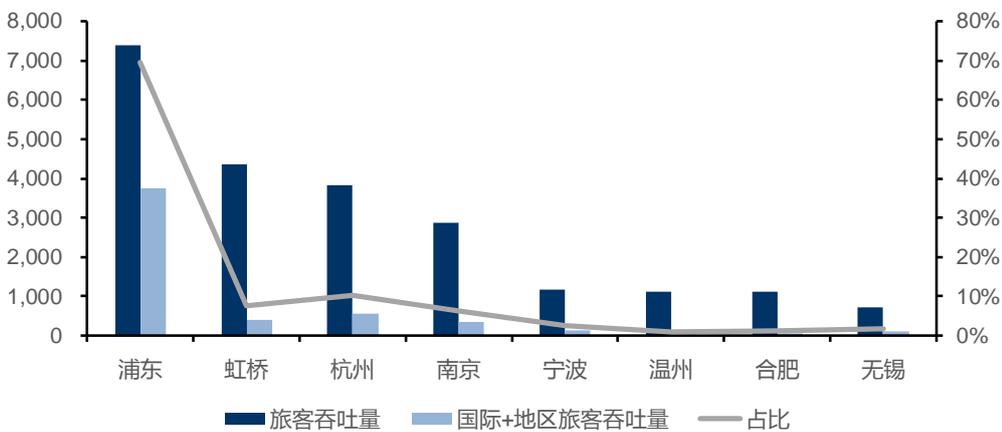
对于机场收入贡献更为重要的国际+地区旅客量，浦东和首都体量更加超出区域内其他机场：

浦东机场 2018 年国际+地区旅客吞吐量 3757 万人，占区域内比重 70%，排名第二的杭州机场国际旅客不及浦东 15%；

首都机场国际+地区旅客吞吐量 3757 万人，占区域内比重 89%，排名第二的天津机场仅为首都 9%；

珠三角地区香港机场全部旅客均为国际旅客，占区域内总比重为 71%，白云仅占比 17%。

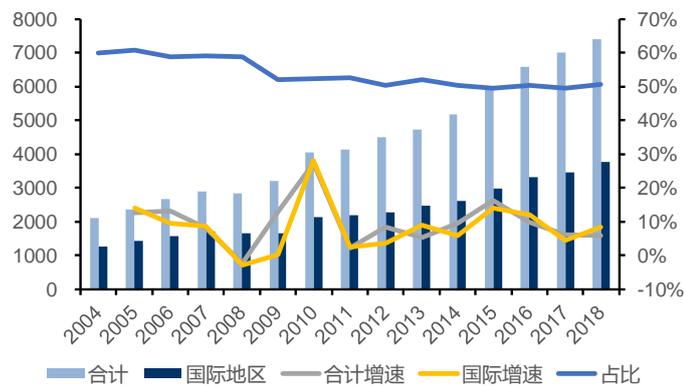
图表 69 长三角机场群国际+地区旅客分布



资料来源：Wind，华创证券

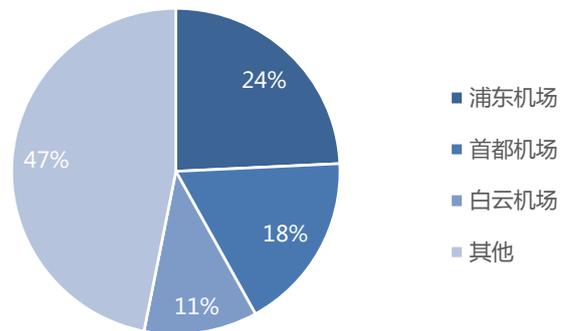
浦东机场于 1999 年建成，2002 年 10 月起虹桥机场航班东移浦东。浦东机场自建成即确立了国际为主的发展方向，国际+地区旅客占比始终在 50% 以上水平。18 年旅客吞吐量达到 7400 万人，国内仅次于首都机场，国际排名第 9。其中国际+地区旅客合计 3757 万，占比 50.8%，国际+地区旅客吞吐量稳居国内第一，占全国机场国际总吞吐量的 24%。

图表 70 浦东机场历年吞吐量



资料来源: Wind, 华创证券

图表 71 主要机场国际+地区旅客吞吐量占全国比重



资料来源: Wind, 华创证券

从公司自身发展而言,在时刻资源紧张背景下,公司未来将会把更多资源向国际航线倾斜,国际旅客增速将持续高于国内旅客增速,占比持续提升;

从行业国际航权分配规则来看,民航局 2018 年发布了《国际航权资源配置与使用管理办法》,航权资源配置实行打分制,包括消费者利益、枢纽发展、资源使用效率以及企业运行品质等四大指标,是综合考虑航空公司与机场的发展,根据打分规则,我们预计二三线城市将很难与三大枢纽竞争,未来会体现出头部航空+核心枢纽的马太效应,二三线机场对浦东机场国际旅客分流趋缓甚至回流,进一步刺激公司国际旅客增长。

(二) 管理溢价:

1、资本开支管控

1) 对固定资产投资规模的管控有力

固定资产投资规模事实上很大程度影响未来机场公司的盈利水平,系因折旧、运维、燃料动力、甚至人工等等都与资本开支转固后固定资产规模呈现比例关系。因此过去每当机场进行资本开支周期时,市场总会产生担忧。

但我们发现,上海机场无论是 2005 年启动的浦东机场二期扩建工程还是 2019 年转固的三期工程,最终规模均明显低于最初预算。

如 2005 年二期扩建,计划投资 150 亿,最终转固 95 亿元,本次三期工程最初计划 180 亿预算,最终规模为 120 亿,实际转固金额为原计划的 65%左右。而由此带来的折旧预期也较初期更少。

2) 对建设融资方式的多渠道发展

上海机场在资产置换为浦东机场后未进行过股权融资,多渠道方式进行资金筹措。

以浦东机场 2005 年底启动的二期扩建工程为例:

总规模达到 208 亿,其中机场主体工程建设 197 亿,供油工程 9.44 亿(与中航油共同投资建设),航管配套工程 1.14 亿(由民航局安排民航发展基金)。在最重要的主体工程建设中,积极引入政府资金,上海市安排 40 亿专项资金,民航局安排民航发展基金 8.7 亿; 剩余需要上海机场(集团)筹措的金额变为 148.47 亿(约 150 亿),其中银行贷款 110 亿,上海机场股份公司 2007 年发行公司债 25 亿元(票面利率 5.2%)。

此外，公司通过谁受益、谁建设的思路将多项项目分拆进行项目融资，其中西货运区货站为例：

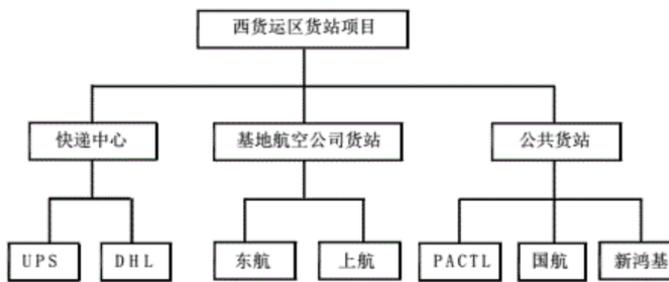
快递中心项目

UPS2005 年与机场签订设施租赁合同及运营协议，意味着场地与厂房由机场建设，UPS 租用并投资内部设施，机场从 UPS 处获得租金及专营权费用。

DHL2006 年签署合作，不同于 UPS 的租赁，DHL 采取自建，建筑物产权归机场，DHL 享受一定年限的使用权。

基地航空货站项目：由基地公司自行设计建设。

图表 72 浦东二期工程-西货运区货站项目结构



资料来源：上海机场集团规划技术部《上海空港》，华创证券

图表 73 浦东二期扩建资金来源

工程	金额 (亿元)	资金来源	金额
总投资	207.8		
机场工程投资	197.2	民航局	8.7
		上海市政府	40
		上海机场（集团）	148.5
		其中：银行贷款	110
		其中：上市公司-公司债	25
		其中：其他	13.5
供油工程	9.4	与中航油共同投资，自有与商业贷款各50%	
航管配套	1.1	民航局安排民航基金	

资料来源：上海机场集团规划技术部《上海空港》，公司公告，华创证券

因此我们会发现：

上海机场的建设项目中，一方面是积极进入政府财政投资，以及进行银行贷款，

另一方面则是通过对机场的设施进行项目拆分进行项目运作融资，把社会各方引进来，可以有效减少机场的自有资金投入压力，并且在项目合作期满后，资产依旧归属机场。

而对于上市公司，25 亿的公司债对于资产负债率极低的上市公司所带来的压力则非常小了。2016 年十年期满后，17-18 年公司资产负债率不到 10%，几乎没有有息负债，财务费用为利息净收益。

2、商业运营开发国内领先

经营数据看：上海机场国际旅客占比过半，且难以复制。2018 年，首都机场 1 亿人次吞吐，浦东 7400 万，白云接近 7000 万，但从国际+地区旅客看，上海浦东机场 3700 万人，是国内唯一国际旅客占比突破半数的机场（虹桥疏解了国内功能），白云机场仅为上海的 46%。

财务数据看：浦东机场非航收入占比达到 57%，占比最高，最高的非航收入占比也推动了公司净利率水平大幅领先。

保障能力看一线机场基本接近：

平均时刻利用率：一线机场基本维持在 78% 的水平，意味着均有提升空间。

航站楼产能利用率：白云在 T2 投产后降至 87%，低于浦东机场，公司可继续爬坡，通常可达到 120% 的负荷

商业开发：浦东明显领先

商业面积: 首都、浦东、白云商业面积占比 4.5%-5%，差异并不大。

免税面积:

首都与浦东面积占商业面积比重均超过 20%，白云机场不足 10%。从绝对值看，白云机场免税面积仅为上海（含卫星厅）的约三分之一。

图表 74 各机场运营能力与商业开发比较

项目	首都	浦东	白云	深圳
保障能力				
高峰小时架次	88	76	72	52
跑道数量	3	4	3	2
实际有效跑道	3	3	2.5	2
起降架次 (万架次)	61.3	50.5	47.7	35.6
平均跑道起降	20.4	16.8	19.1	17.8
旅客吞吐量 (万人)	10,098	7,401	6,974	4,935
单位航站楼承载旅客	72.0	97.6	49.7	109.7
航站楼面积 (万平方米)	140	138	140	45
T1	8	28	52	-
T2	34	48	88	-
T3	99	-	-	45
卫星厅(19Q4投产)	-	62	-	-
产能利用率				
时刻利用率	76.5%	78.3%	78.3%	80.3%
航站楼设计产能 (万人)	8,200	8,000	8,000	4,500
产能利用率	123%	93%	87%	110%
商业开发				
总商业面积 (万平)	7.05	6.54	6.32	3.19
商业面积占比	5.0%	4.7%	4.5%	7.1%
免税面积	1.50	1.69	0.59	0.22
免税面积占商业面积比重	21%	26%	9%	7%
进境免税	0.24	0.20	0.11	0.04
出境免税	1.26	1.50	0.48	0.18
含税	5.55	4.84	5.73	2.97

资料来源: 公司公告, 华创证券

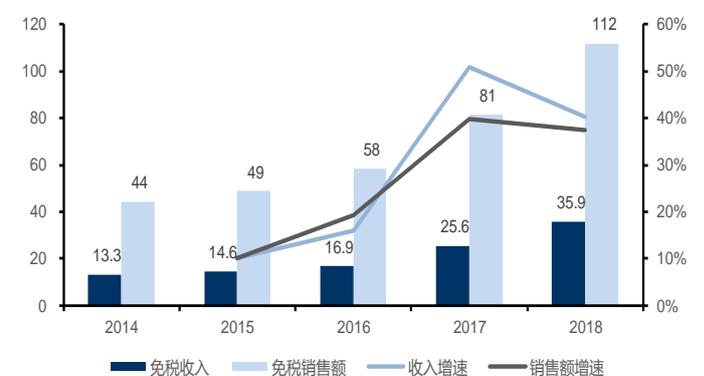
商业领先推动了公司盈利水平明显超越同行。

图表 75 国内主要机场财务数据比较

2018年		首都	上海浦东	白云	深圳
财务数据	收入	112.7	93.1	77.5	36.0
	五年复合增速	10.5%	12.8%	8.8%	4.9%
	利润	28.7	42.3	11.3	6.7
	五年复合增速	19.9%	17.1%	0.9%	25.6%
	净利润率	25.5%	45.4%	14.6%	18.6%
	ROE	12.8%	15.0%	7.2%	5.7%
经营数据	旅客吞吐量 (万人)	10,098	7,401	6,974	4,935
	五年复合增速	3.8%	9.4%	5.9%	8.9%
	起降架次 (万架次)	61.3	50.5	47.7	35.6
	五年复合增速	1.6%	5.2%	5.1%	6.7%
	国际+地区旅客	2,740	3,757	1,732	458
	占比	27.1%	50.8%	24.8%	9.3%
	跨境航线条数	275	234	183	108

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 76 上海机场收入增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

（三）相较泰国机场，各有千秋，公司市值存提升空间

核心资产属性：泰国机场略胜于上海

泰国机场集团持有泰国最优质的机场资产，曼谷、普吉、清迈等，处于垄断地位，同时在旅游产业为支柱的泰国是最核心资产。

上海机场是长三角出入境的区域绝对龙头，相对垄断的地位奠定超级枢纽价值，但相比较旅游之于泰国的支柱意义，以及泰国机场垄断出入境流量，上海机场的核心资产属性略弱于泰国。

经营环境的稳定性：上海机场明显超过泰国机场

泰国机场经营环境存在两个不确定性：其一是泰国的政治环境的不稳定会带来经营的波动，如 2014 年；其二是东南亚国家在金融危机背景下抵御外部的风险也较弱，因此尽管泰国机场的客流量长期稳定增长，但不同年份是存在潜在不确定性的风险因素。

在这方面，无论从外部环境的稳定性还是我国出境人次的消费潜力，上海机场要明显超过泰国机场。

公司治理：各有千秋

固定资产投资角度：泰国机场集团属于极端克制的资本开支动力，优于国内机场，但上海机场尽管在资本开支投入期，但通过管控力以及多元化融资，实际的压力相比较其他同行更小。

投资收益角度：上海机场更为稳健，航油、广告等均为较稳定的投资项目，而泰国机场的外汇损益则是高波动影响

非航业务：免税业务上海机场更优

泰国机场一是王权免税店的议价权更强，扣点率明显低于国际一线机场，二是泰国的免税品定价相比较浦东日上没有太大的吸引力，且为全球入境人士，人均贡献约为上海的一半。

单位成本比较：泰国具备优势

我们以成本除以旅客吞吐量来衡量单位成本：

泰国机场单位人工成本明显低于上海和白云，主要由于泰国机场产能过于饱和，以及总体较低的工资水平；

单位折旧较低主要由于泰国机场固定资产建设较早，成本更低，规模更小，折旧较少；

单位运行成本略低，主要由于产能较为饱和。

图表 77 成本比较

	上海	白云	泰国
人工成本（亿元）	16.77	20.85	14.87
折旧摊销（亿元）	7.84	12.56	11.98
运行成本（亿元）	19.05	18.41	30.8
燃料动力（亿元）	3.21	2.62	5.53
旅客吞吐量（万人）	7400.65	6974.48	13951.84
单位人工	22.66	29.89	10.66
单位折旧	10.6	18	8.59
单位运行成本	25.74	26.39	22.08
单位燃料动力	4.34	3.75	3.96

资料来源：公司公告，华创证券

盈利规模与上海机场类似，估值明显高于上海：

18 年 50 多亿的利润与上海机场 19 年的预计净利润体量相近，但接近 40 倍的估值水平明显高于上海。

市值的增长分为两阶段：09-16年业绩驱动的股份上行以及17年以来估值提升行情，而与上海机场估值提升逻辑类似：均来自于非航（免税）推动估值提升。

三、投资建议：扰动因素将减弱，上海机场具备市值提升空间

近期导致股价回调的因素在减弱

我们认为近期上海机场股价的部分回调因素来自于对免税增速的预期降低，以及对卫星厅投产后成本增加影响利润的担忧：

其一：Q3免税增速放缓的扰动因素预计将削弱

测算浦东机场Q3免税销售额增速14%左右，人均消费额约346元，同比12%，较上半年增速有所放缓，市场对免税预期有所下降，导致了股价的回调。但我们分析认为，Q3的经营表现存在多重扰动因素：

a) 港台地区航线客流量在8-9月下月近20%导致浦东机场Q3国际+地区旅客增速仅2%，免税店客流量增速显著放缓；

b) 多发台风天气（上海、日本等地）导致客流放缓。

但我们观察：地区航线减班+中日航线放量+机场时刻未来或存上调可能

a) 冬春换季后上海-香港航班量下降4.8%，地区航线占比结构性下降，由此其影响会逐步削弱；

b) 中日航线大规模放量，2020年东京奥运会或刺激赴日旅游客源增加，从而为浦东机场免税销售带来刺激

c) 浦东机场卫星厅投产后，地面保障能力大幅增加，我们预计或参考白云机场T2投产后时刻总量得以提升，浦东机场2020年标准容量亦有可能从现在的76架次/小时有所提升，

上述因素或减弱当前扰动因素的负面影响，同时对浦东机场尤其2020年国际+地区旅客的增速带来新的支撑。

其二：市场担忧的卫星厅投产后的成本增加或更为可控。

此前市场普遍担忧卫星厅投产带来的成本增加，但三季报中，观察实际在建工程转固规模仅120亿左右，明显低于预算值（最初186亿，后降至160亿）。

整体三期工程的规模可控，即体现公司管理能力：从转固规模来看，三季度末为200.8亿，环比Q2增加118亿，对应在建工程由93.5亿降至3.8亿，意味着三期工程实际决算在120亿左右，可控的资本开支使得公司折旧将低于初期预算，目前测算年折旧摊销约为6-7亿。

看好上海机场市值具备提升空间：

1) 维持盈利预测：2019-21年公司净利润分别为51、56、67亿元，对应PE27.6、25.2和21倍。

2) 看好颜值经济黄金时代可持续5-10年；静态测算免税回流空间约3倍（1000-1500亿规模）。

参考海外机场，基于上海机场2020年因卫星厅折旧新增成本导致利润增速放缓，2021年预计重回20%增速，给予上海机场一年期目标价，2021年27倍PE，对应1800亿市值，94元目标价（相当于2020年32倍PE），较现价预计24%空间，强调“推荐”评级。

3) 看好中长期市值空间：

2025年，国际旅客保守达到5600万（相较19年，6年复合增速6.2%），人均贡献600元（相较19年，6年复合增速9%），则2025年免税销售额可达到330亿，公司提成收入141亿，该部分贡献利润105亿，其他业务贡献利润15亿，则上海机场可达到120亿利润体量，给予20-25倍PE，价值2400-3000亿市值，较当前66%-106%空间。

图表 78 免税销售预测

免税预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上浦东销售（万元）	81	112	138	167	202	234	267	299	332
yoy	40%	38%	23%	21%	20%	16%	14%	12%	11%
机场免税收入	26	35	55	68	83	99	113	127	141
同比	50.8%	36.3%	58.6%	23.2%	21.7%	20.1%	14.0%	12.0%	11.0%
合同保底数（2022年起为全口径）						63	69	75	81
合同保底-测算对应销售额						148	161	176	192
旅客人数(万人次)	7,000	7,401	7,677	8,209	8,764	9,185	9,583	9,958	10,394
yoy	6%	5.7%	3.7%	6.9%	6.8%	4.8%	4.3%	3.9%	4.4%
国际+地区旅客人数	3472	3757	3877	4200	4555	4807	5074	5313	5564
yoy	4.4%	8.2%	3.2%	8.3%	8.5%	5.5%	5.6%	4.7%	4.7%
国际+地区旅客占比	49.6%	50.8%	50.5%	51.2%	52.0%	52.3%	52.9%	53.4%	53.5%
人均消费	234	298	356	399	443	487	526	563	596
yoy		27.2%	19.5%	12.0%	11.0%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%

资料来源：公司公告，华创证券

四、风险提示

宏观经济弱于预期，导致免税消费下降；市内店冲击超出预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,766	3,369	9,468	16,203
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,314	1,623	1,901	2,160
预付账款	19	24	30	32
存货	20	25	31	33
其他流动资产	518	618	733	845
流动资产合计	10,637	5,659	12,163	19,273
其他长期投资	2	2	2	2
长期股权投资	3,245	3,407	3,578	3,756
固定资产	8,512	24,829	22,941	21,216
在建工程	8,156	1,156	1,206	1,256
无形资产	348	313	282	254
其他非流动资产	29	25	21	18
非流动资产合计	20,292	29,732	28,030	26,502
资产合计	30,929	35,391	40,193	45,775
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	454	564	711	757
预收款项	3	4	5	5
其他应付款	575	603	633	665
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,254	1,469	1,725	1,863
流动负债合计	2,286	2,640	3,074	3,290
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	2,294	2,648	3,082	3,298
归属母公司所有者权益	28,246	32,131	36,213	41,270
少数股东权益	389	612	898	1,207
所有者权益合计	28,635	32,743	37,111	42,477
负债和股东权益	30,929	35,391	40,193	45,775

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,468	4,657	6,436	7,261
现金收益	5,025	5,990	7,895	8,885
存货影响	-1	-5	-6	-2
经营性应收影响	-111	-314	-284	-262
经营性应付影响	157	139	178	78
其他影响	-601	-1,154	-1,347	-1,438
投资活动现金流	-3,203	-10,212	-470	-479
资本支出	-3,086	-10,055	-304	-303
股权投资	905	162	170	179
其他长期资产变化	-1,022	-319	-336	-355
融资活动现金流	-1,263	158	133	-47
借款增加	0	0	0	0
财务费用	-1,263	-1,618	-1,759	-2,106
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	0	1,776	1,892	2,059

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,313	11,584	13,562	15,414
营业成本	4,499	5,588	7,050	7,500
税金及附加	22	23	24	26
销售费用	1	2	4	2
管理费用	243	298	378	403
财务费用	-194	-175	-180	-189
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	893	1,012	1,217	1,313
其他收益	3	1	1	1
营业利润	5,634	6,860	7,504	8,986
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	5	10	8	9
利润总额	5,630	6,851	7,498	8,979
所得税	1,199	1,458	1,597	1,912
净利润	4,431	5,393	5,901	7,067
少数股东损益	200	255	279	334
归属母公司净利润	4,231	5,138	5,622	6,733
NOPLAT	4,279	5,255	5,760	6,919
EPS(摊薄) (元)	2.20	2.67	2.92	3.49

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	15.5%	24.4%	17.1%	13.7%
EBIT 增长率	15.2%	22.8%	9.6%	20.1%
归母净利润增长率	14.9%	21.4%	9.4%	19.8%
获利能力				
毛利率	51.7%	51.8%	48.0%	51.3%
净利率	47.6%	46.6%	43.5%	45.9%
ROE	14.8%	15.7%	15.2%	15.9%
ROIC	20.0%	21.3%	20.4%	21.4%
偿债能力				
资产负债率	7.4%	7.5%	7.7%	7.3%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	465.3%	214.4%	395.7%	585.8%
速动比率	464.4%	213.4%	394.7%	584.8%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	48	46	47	47
应付账款周转天数	30	33	33	35
存货周转天数	2	1	1	2
每股指标(元)				
每股收益	2.20	2.67	2.92	3.49
每股经营现金流	2.32	2.42	3.34	3.77
每股净资产	14.66	16.67	18.79	21.42
估值比率				
P/E	34.7	28.6	26.1	21.8
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	36	30	23	21

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

分析师：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500