

公司深度
上海机场 (600009)
交通运输 | 机场
2020年04月14日
评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 71.2-73.0 元
交易数据

当前价格 (元) 66.10

52周价格区间 (元) 58.00-88.90

总市值 (百万) 127371.95

流通市值 (百万) 72278.79

总股本 (万股) 192695.84

流通股 (万股) 109347.64

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
上海机场	-4.09	-11.35	9.62
机场	-6.05	-16.38	1.12

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001

huanghw@cfzq.com

分析师

0731-89955704

相关报告

1 《上海机场: 上海机场 (600009) 公司点评: 短期业绩承压, 但长期投资价值突出》
 2020-03-30

2 《上海机场: 上海机场 (600009.SH) 公司点评: 卫星厅计提折旧, 业绩增速承压》2020-02-25

3 《上海机场: 上海机场 (600009) 公司点评: 免税业务增速放缓, Q4 面临折旧成本压力》
 2019-10-31

短期虽受疫情冲击, 长期受益免税行业高景气

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (亿元)	93.13	109.45	90.49	125.21	147.22
净利润 (亿元)	42.31	50.30	33.11	61.79	76.66
每股收益 (元)	2.20	2.61	1.72	3.21	3.98
每股净资产 (元)	14.66	16.61	17.81	20.05	22.82
P/E	29.86	25.12	38.16	20.45	16.48
P/B	4.47	3.95	3.68	3.27	2.87

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- **长期跑道产能仍有提升空间:** 短期内受新冠疫情影响, 预计 2020 公司飞机起降/旅客吞吐量增速分别为 -14.85%/-19.08%。疫情降低收费航空收费, 该举措将再降低约 9.4% 航空性收入。但中长期, 预计上海机场跑道的产能利用率还有 15% 的提升空间, 随着卫星厅投产及航班正常率提升, 上海机场有望迎来时刻资源释放。同时, 宽体机置换窄体机进程持续推进, 上海机场旅客量增速将持续超过飞机起降架次增速。
- **免税行业持续高景气, 市内店当前冲击程度有限:** 2018 年中国免税品销售总额 395 亿元, 预计 2018-2021 年中国免税销售 CAGR 将达 17.27%, 主要驱动力有: 1) 2018 年中国人均化妆品消费金额仅美日韩的 1/7 至 1/6, 随着中国人均可支配收入增加及国内消费升级, 化妆品(尤其是高端化妆品)将成为国内免税市场增长的重要推动力; 2) 随着国内免税政策利好释放及中免公司实力增强, 海外消费将持续回流国内, 预计中国公民海外免税消费回流还有 2.19-3.11 倍的增长空间。虽然市内免税店对机场免税店存在冲击, 但目前上海市内免税店难以完全绕开上海机场, 上海机场将从提货扣点中分享市内店成长红利。
- **2019-2025 免税合同保底收入总金额达 410 亿元, 2020 年重签广告合同贡献增量收益:** 经测算, 2019 年上海机场的非航业务(含免税及非免税业务、德高动量的投资收益)对归母净利润贡献占比达 79.84%。根据上海机场与日上上海免税合同, 2019-2025 年上海机场的免税合同保底收入总金额达 410 亿元, 保障公司业绩持续稳定增长。同时, 2020 年上海机场重签广告合同, 预计该项举措将增厚 2020 年、2021 年上海机场归母净利润为 1.57 亿元、1.88 亿元, 贡献增量业绩。
- **投资建议:** 预计 2020-2022 年净利润分别为 33.11 亿元、61.79 亿元、76.66 亿元, 对应 EPS 分别为 1.72 元、3.21 元、3.98 元, 当前股价对应 PE 分别为 38.16X、20.45X、16.48X, 对应 BVPS 分别为 17.81 元、20.05 元、22.82 元, 对应 PB 分别为 3.68X、3.27X、2.87X。公司短期虽受新冠疫情影响, 但长期盈利前景较好, 给予 2020 年底 4.0-4.1X 市净率估值, 对应合理股价区间在 71.2-73.0 元, 维持【谨慎推荐】评级。
- **风险提示:** 国内外新冠疫情持续失控风险; 航空性收费持续降低风险。

内容目录

1 公司概况：坐拥优质机场资产，业绩持续稳定增长.....	5
1.1 公司概况：上海机场定位级别高，资产质地优质.....	5
1.2 业务简介：非航业务实行市场调节价，对归母净利润贡献占比达 79.84%	7
1.3 业绩综述：业绩持续较快增长，盈利能力较强.....	8
2 航空性业务：疫情影响 2020 年收入，卫星厅投产促进时刻资源释放.....	9
2.1 航空增速：宽体机置换持续推进，旅客量增速快于飞机起架增速	9
2.2 产能瓶颈：预计浦东机场跑道的产能利用率还有 15% 的提升空间	10
2.3 时刻释放：卫星厅提升航班正常率，浦东机场有望迎来时刻资源释放	12
2.4 航空收费：疫情降低收费航空收费，约降低 9.4% 航空性收入.....	14
2.5 疫情影响：预计 2020 年飞机起降/旅客吞吐量增速分别为 -14.85%/-19.08%	17
3 免税非航业务：受益消费升级及海外消费回流，上海机场免税业务成长空间大	17
3.1 非航业务：免税业务成为公司业绩最主要驱动力.....	17
3.2 市场空间：2018 年中国免税市场销售总额达 395 亿元。	21
3.3 免税驱动力 1：国内消费升级，高端化妆品需求蓬勃发展.....	22
3.4 免税驱动力 2：海外消费回流，免税购物需求持续向国内转移.....	25
3.5 市内免税店：市内店现阶段依赖上海机场，公司可分享市内店成长红利.....	27
4 其他非航业务：2020 年后广告收益较大增厚，航油业务盈利能力仍有提升空间	28
4.1 广告业务：2020 年重签广告合同，广告收益较大增厚.....	28
4.2 航油业务：国际航线占比增加，浦东航油的盈利能力还有提升空间	29
5 投资建议.....	29
5.1 核心假设	29
5.2 投资建议	30
6 风险提示.....	30

图表目录

图 1：2019 年，浦东机场年旅客吞吐量 7615.35 万人次，排名国内第二.....	5
图 2：2019 年，浦东机场飞机起降架次 51.18 万架次，排名国内第二.....	5
图 3：上海机场的控股结构图.....	6
图 4：2015-2019 年，上海机场营收及归母净利润.....	8
图 5：2015-2019 年，上海机场的盈利能力走势.....	8
图 6：2015-2019 年，上海机场销售商品提供劳务收到的现金/营业收入.....	9
图 7：2015-2019 年，上海机场经营活动现金净流量/净利润.....	9
图 8：2010-2019 年，上海机场的飞机起降架次.....	9
图 9：2010-2019 年，上海机场的旅客吞吐量.....	9
图 10：2010-2019 年，东方航空的客座率走势.....	10
图 11：2019 年 Q3 底，东方航空的客机类型分布.....	10
图 12：2010-2019 年，上海机场的航空性收入.....	10
图 13：2017H1-2019H1，上海机场航空性收入细项	10
图 14：2016-2017 年，国内主要繁忙机场日均起降架次.....	11
图 15：2017 年协调机场小时高峰架次.....	11
图 16：2017 年迄今，国内一线机场航班放行正常率.....	14

图 17: 2019 年夏秋航季, 一线机场的时刻资源增速.....	14
图 18: 2016-2017 年, 国内主要繁忙机场日均起降架次.....	15
图 19: 2017 年, 白云机场的各项航空性收入.....	16
图 20: 2019 年, 上海机场的航空性收入结构测算.....	16
图 21: 2010 年迄今, 上海机场的股价与市盈率.....	18
图 22: 上海机场的免税或非航空性业务收入增长.....	18
图 23: 2016-2019 年上海机场商业餐饮收入 CAGR 高达 37.65%	19
图 24: 2014-2019 年上海机场的其他非航收入 CAGR 仅为 1.30%.....	19
图 25: 机场免税收入的分析框架	19
图 26: 2019 年 H1 上海机场国际旅客量占比达 50.80%.....	20
图 27: 2019 年 H1 上海机场人均免税购物金额为 99 元.....	20
图 28: 近年, 全球免税品销售总额	21
图 29: 近年, 中国免税品销售总额	21
图 30: 全球免税品分渠道的销售占比	22
图 31: 全球免税品分区域销售占比	22
图 32: 2018 年中免公司的销售额达 345 亿元.....	22
图 33: 2018 年中免公司实现归母净利润 30.8 亿元.....	22
图 34: 海南离岛免税的免税商品金额分布	23
图 35: 上海机场的免税商品金额分布	23
图 36: 2018 年, 中国人均 GDP 为 9770.85 美元/年.....	23
图 37: 2018 年, 中国人均化妆品消费金额仅 45 美元.....	23
图 38: 中国限额以上化妆品类零售额 (亿元)	24
图 39: 限额以上企业的化妆品零售总额增速	24
图 40: 2013-2017 年, 中国高端、大众化妆品消费金额及增速	24
图 41: 2000-2019 年, 中国入境游接待人次	25
图 42: 2000-2019 年, 国内居民出境人数	25
图 43: 2000-2019 年, 中国民航客运量情况	26
图 44: 2018 年, 各国公民出过旅游花费情况	26
图 45: 中国消费者的出境消费的渠道分布	26
图 46: 2017 年中国免税业态的分布占比	27
图 47: 2018 年, 韩国免税品的销售渠道份额占比	27
图 48: 2009-2018 年, 韩国市内免税店牌照数量	27
图 49: 2010-2018 年, 韩国免税品消费总额	27
 表 1: 2018 年上海两场客运航线情况 (万人次)	5
表 2: 2019 年底, 上海机场的重要参控股公司	6
表 3: 上海机场的航空性业务及非航空性业务明细	7
表 4: 2019 年, 上海机场各项业务业绩贡献测算表	8
表 5: 中国各个一线机场的跑道产能利用率测算	12
表 6: 浦东机场的跑道及航站楼等硬件设施情况	13
表 7: 最新国内机场分类目录 (2017 年版)	15
表 8: 内地航空公司内地航班航空性业务收费项目的收费标准基准价	16
表 9: 新冠疫情影响下, 2020 年各个月份, 上海机场的飞机起架数量增速、旅客吞吐量增速预测	17
表 10: 2019 年 H1, 上海机场的免税租金及免税扣点率位于一线机场前列	18

表 11: 浦东机场卫星厅投产新增了 9062 平米免税面积, 总免税店面积达 16915 平方米	20
.....	
表 12: 2019-2025 年, 上海机场的免税合同保底收入总金额达 410 亿元	21
表 13: 浦东机场不同产品类型的免税提成比例	23
表 14: 中国烟、酒、高端化妆品、首饰等增值税及消费税税率	25
表 15: 2020-2022 年, 上海机场各项业务的业绩预测	30

1 公司概况：坐拥优质机场资产，业绩持续稳定增长

1.1 公司概况：上海机场定位级别高，资产质地优质

国内第二大机场，定位级别高：上海地区一市两场，拥有虹桥、浦东两座大型民用机场。其中，上海浦东机场定位为国际复合型门户枢纽（国内三大门户复合型枢纽机场之一），定位高于国内其他机场（上海虹桥机场在枢纽结构中发挥辅助作用）。2019年浦东机场年旅客吞吐量7615.35万人次（同比+2.9%）、年飞机起降架次51.18万架次（同比+1.4%），均排名国内第二。2004年与控股股东上海机场集团资产置换后，上市公司上海机场（600009.SH）体内目前仅包括浦东机场（不包括虹桥机场），资产质地较为优质。

图1：2019年，浦东机场年旅客吞吐量7615.35万人次，排名国内第二

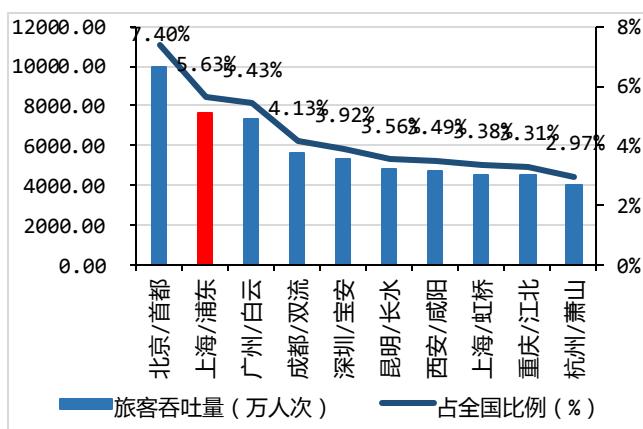
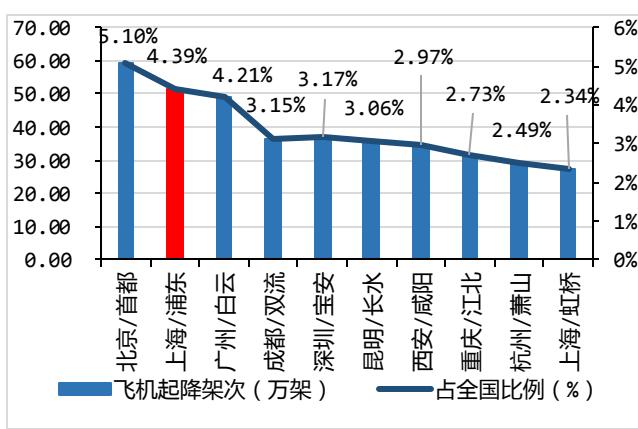


图2：2019年，浦东机场飞机起降架次51.18万架次，排名国内第二



资料来源：《2019年民航机场生产统计公报》，财信证券

资料来源：《2019年民航机场生产统计公报》，财信证券

机场分工角度，浦东机场主要负责国际航线及国内航线的中转配套；虹桥机场以境内点对点运营为主，主要服务长江三角洲和东亚日韩港澳台。2018年上海地区而言，浦东机场的国际航线客运量占比高达95.81%。

表1：2018年上海两场客运航线情况（万人次）

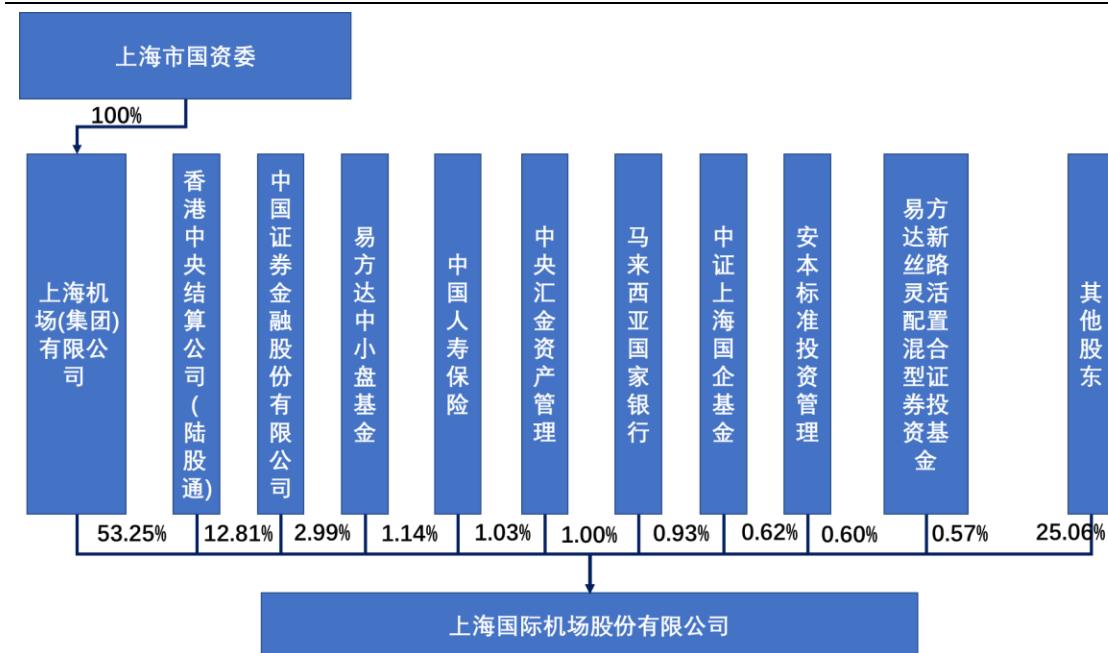
航线情况	浦东机场	虹桥机场	合计
国内航线	4,306.20	4,227.48	8,533.68
国际航线	3,094.43	135.32	3,229.75
合计	7,400.63	4,362.80	11,763.43

资料来源：《上海机场(集团)有限公司主体信用评级报告及跟踪评级安排》，财信证券

机场地理位置优越：上海位于亚洲、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。上海作为我国最大的经济中心城市，其腹地长三角地区是中国经济发展速度最快、经济规模最大的经济板块；上海机场间接服务区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。

2019年底，控股股东上海机场集团持有上市公司（上海机场）53.25%，实际控制人为上海市国资委。其他前十股东主要为外资（沪港通）、国家队（证金、汇金）及公募基金等机构投资者，价值投资属性强。

图 3：上海机场的控股结构图



资料来源：Wind 资讯（截止至 2019 年底），财信证券

航油及广告业务贡献一定业绩：上海机场持有机场广告公司 51% 股权，机场广告公司持有德高动量广告公司 50% 股权，后者拥有浦东、虹桥机场的所有户内外媒体的独家发展经营权。同时，上海机场还持有上海浦东机场航油公司 40% 的股权（为起降于浦东机场的中外航空公司提供飞机加油服务）。按权益计算，2019 年浦东国际机场航空油料公司、德高动量广告公司分别实现投资收益 4.96 亿元、2.38 亿元（4.66 亿元投资收益扣减少数股东收益 2.28 亿元），分别占上海机场同期利润总额（66.68 亿元）的 7.44%、3.57%。

表 2：2019 年底，上海机场的重要参控股公司

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例 (%)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	投资收益(亿元)	主营业务
1	上海国际机场地面服务公司	联营企业	41.00	8.36	0.11	0.05	旅客和行李服务(含行李转运)，票务服务等
2	上海浦东国际机场航空油料公司	联营企业	40.00	219.19	12.62	4.96	供油及相关配套服务
3	上海机场广告公司	子公司	51.00		4.71		广告服务
4	上海国际机场候机楼餐饮公司	子公司	100.00				经营国际餐厅、国内餐厅、快餐厅及酒吧间(大型饭店)
5	上海机场德高动量广告公司	合营企业	—	15.29	9.33	4.66	设计、制作、代理、发布国内外各类广告

资料来源：公司公告 (1) 上述营收、净利润、投资收益均为 2019 年值；2) 上海机场广告公司持有 50% 上海机场德高动量广告公司股权)，财信证券

1.2 业务简介：非航业务实行市场调节价，对归母净利润贡献占比达 79.84%

非航空性业务实行市场调节价：上海机场经营业务可分为航空性业务和非航空性业务：1) 航空性业务：与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务，实行政府指导价；2) 非航空性业务：机场其余类似延伸的商业、办公室租赁、值机柜台出租等，实行市场调节价。

其中，航空性收入又分为：1) 与架次相关收入，包括起降费、停场费、客桥费等，2019 年营收 18.04 亿元；2) 与旅客及货邮相关收入，包括安检费、旅客服务费等，2019 年营收 22.79 亿元；

非航空性收入又分为：1) 商业餐饮收入，包括免税零售、有税零售、餐饮等，该项收入通常按照销售额的一定比例提成（免税收入按照保底额与提成额孰高为准），2019 年营收为 54.63 亿元；2) 其他非航收入，包括按比例提成的广告、贵宾服务收入，及收固定租金的办公室租赁及值机柜台出租业务，2019 年营收为 13.98 亿元

表 3：上海机场的航空性业务及非航空性业务明细

项目	业务大类	定价原则	业务小类	业务细类	2019 年营收（亿元）	收入占比（%）
上海机场业务分类	航空性业务	政府指导价	与架次相关收入	起降费		
				停场费	18.04	16.49%
				客桥费		
	非航空性收入	市场调节价	与旅客及货邮相关收入	安检费		
				旅客服务费	22.79	20.83%
				免税零售		
			商业餐饮收入	有税零售	54.63	49.91%
				餐饮		
				广告		
			其他非航收入	贵宾服务		
				办公室租赁	13.98	12.77%
				值机柜台出租		

资料来源：公司公告，财信证券

预计非航业务对归母净利润贡献占比达 79.84%：2019 年，上海机场免税合同收入为 37.88 亿元，考虑到免税业务几乎不存在成本（毛利率 100%），我们对上海机场各项业务进行毛利润、净利润拆分，估测 2019 年上海机场的非航—免税业务、非航—非免税业务、航空性业务、投资收益分别贡献归母净利润 28.41 亿元、9.97 亿元、6.41 亿元、5.50 亿元，预计非航业务（含免税及非免税业务、德高动量的投资收益）对归母净利润贡献占比达 79.84%。

表 4：2019 年，上海机场各项业务业绩贡献测算表

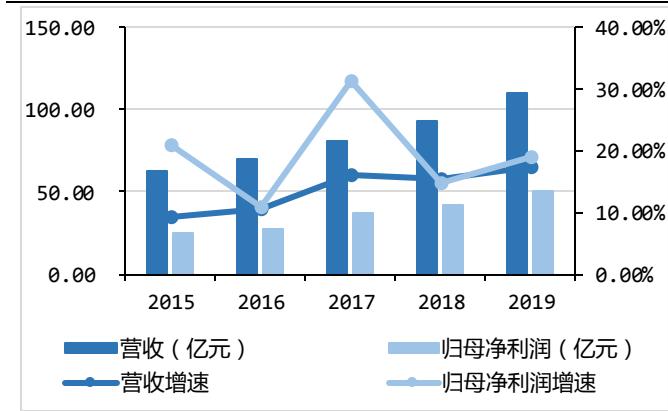
2019 年	业务大类	营收	毛利润率 (%)	毛利润(亿元)	净利润率 (%)	归母净利润(亿元)
非航空性业务	非航—免税业务	37.88	100%	37.88	75.00%	28.41
航空性业务	非航—非免税业务	30.74	43.25%	13.30	32.44%	9.97
业务投资收益(税后)	与架次相关收入	18.04	20.95%	3.78	15.71%	2.83
	与旅客及货邮相关收入	22.79	20.95%	4.77	15.71%	3.58
	上海机场广告(德高动量)					1.78
	航空油料					3.72
合计		109.45		59.73		50.30

资料来源：公司公告（注释：1）黑色数据为公告值，红色数据为测算值；2）免税业务几乎没有成本，假设毛利率为100%；3）与架次相关收入、与旅客及货邮相关收入等航空性收入的毛利率均采用白云机场的航空服务收入的毛利率；4）非航—非免税业务的毛利润、净利润根据总净利润反推计算；5）税率25%；6）测算出总毛利润为59.73亿元，该值与2019年利润总额减德高动量、航空油料投资收益的金额59.41亿元接近，说明计算结果大致符合公司实际情况），财信证券

1.3 业绩综述：业绩持续较快增长，盈利能力较强

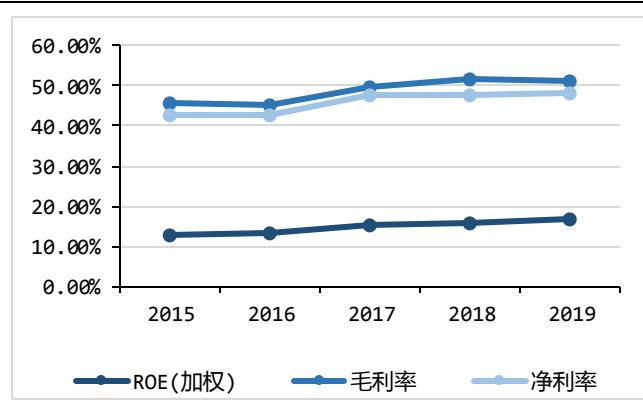
业绩持续较快增长，盈利能力较强：受益于免税行业高景气，2015-2019年，上海机场营收CAGR达14.88%、归母净利润CAGR达18.73%，业绩持续较快增长。2019年，上海机场实现营收109.45亿元(同比+17.52%)，实现归母净利润50.30亿元(同比+18.88%)，业绩增长主要系“免税店重新签订带来的非航收入业绩释放”。2019年上海机场加权ROE为16.70% (同比+0.85pct)，盈利能力较强。

图 4：2015-2019 年，上海机场营收及归母净利润



资料来源：Wind 资讯，财信证券

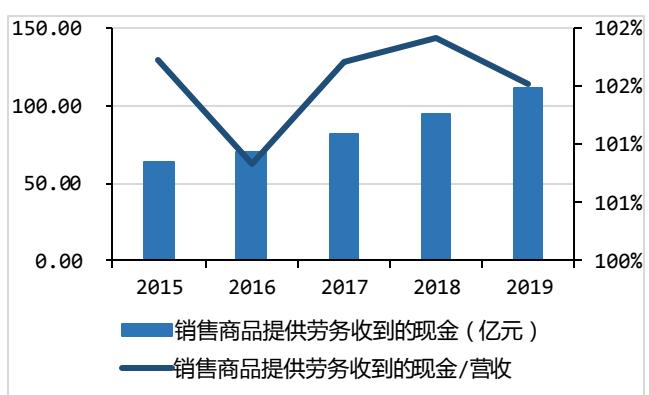
图 5：2015-2019 年，上海机场的盈利能力走势



资料来源：Wind 资讯，财信证券

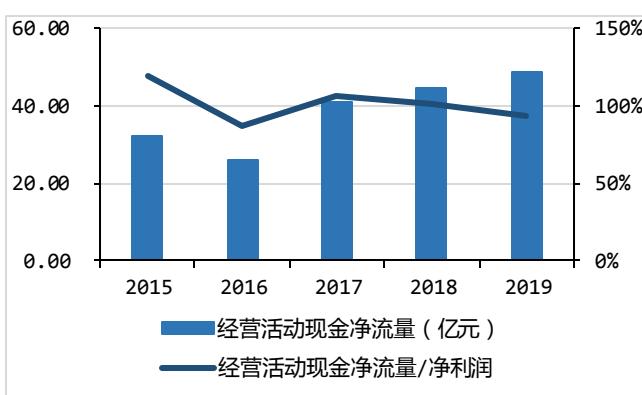
现金流充裕，经营风险低：2019年，上海机场销售商品提供劳务收到的现金/营业收入在101.53%、经营活动现金净流量/净利润在92.85%，收入确认与收到现金的时点基本匹配，坏账损失风险极低，现金流状况较好。

图 6: 2015-2019 年, 上海机场销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 7: 2015-2019 年, 上海机场经营活动现金净流量/净利润



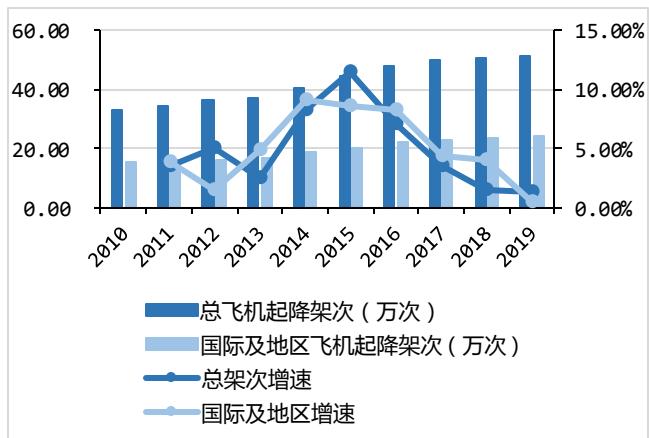
资料来源: Wind 资讯, 财信证券

2 航空性业务: 疫情影响 2020 年收入, 卫星厅投产促进时刻资源释放

2.1 航空增速: 宽体机置换持续推进, 旅客量增速快于飞机起架增速

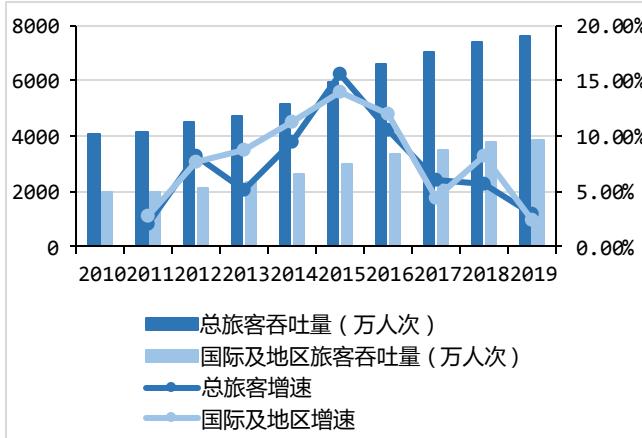
上海机场飞机起架增速落后于旅客量增速约 2.32pct: 2010-2019 年, 上海机场的总飞机起降架次 CAGR 为 4.92% (其中, 国际及地区飞机起降架次 CAGR 为 5.00%)。同期, 上海机场总旅客吞吐量 CAGR 为 7.24% (其中, 国际及地区旅客吞吐量 CAGR 为 7.87%), 落后于总飞机起降次数 CAGR 2.32pct。

图 8: 2010-2019 年, 上海机场的飞机起降架次



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 9: 2010-2019 年, 上海机场的旅客吞吐量

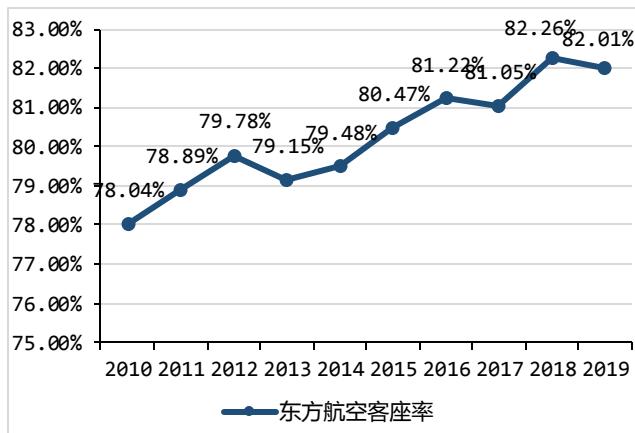


资料来源: Wind 资讯, 财信证券

浦东机场时刻资源紧缺, 航空公司置换宽体机的潜力仍较大: 2010-2019 年上海机场的飞机起架增速落后于旅客量增速约 2.32pct, 可拆解为: 1) 客座率提升, 以东方航空 (上海机场基地航空) 为例, 2010-2019 年客座率年均提升 0.44pct; 2) 一线机场严控时刻增量背景下, 航空公司主动将窄体机置换为宽体机 (约贡献 1.88pct)。2017 年冬春航季开始, 为提升航班正点率, 民航局对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整, 一线机场 (如浦东机场) 时刻资源增量紧俏。因此航空公司主动将窄体机置换为大型机,

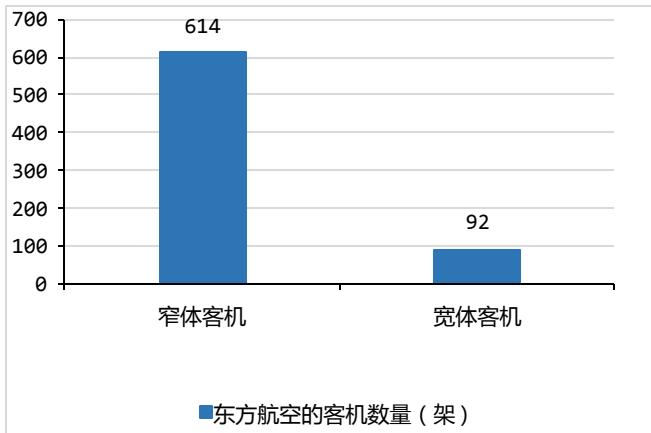
以在紧缺时刻资源背景下提升有效运载能力。以东方航空为例，截至 2019 年 Q3 末，公司共有 614 架窄体客机和 92 架宽体客机，窄体机数量占比高达 86.97%，仍有较大置换空间。预计上海机场的旅客量增速仍将持续超过飞机起降架次增速。

图 10：2010-2019 年，东方航空的客座率走势



资料来源：Wind 资讯，财信证券

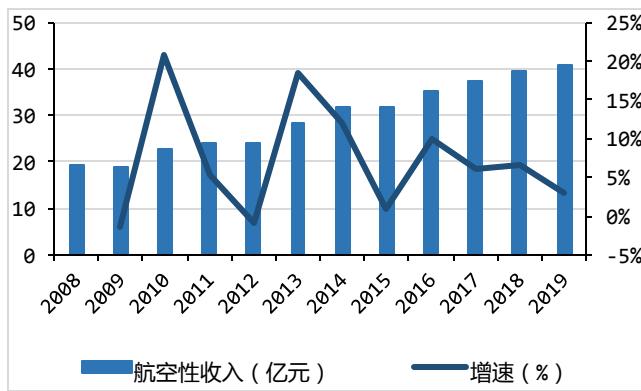
图 11：2019 年 Q3 底，东方航空的客机类型分布



资料来源：《2020 年中国东方航空股份有限公司信用评级报告》（注释：窄体机运载人数一般在 200 左右，宽体客机运载人数可达 300 人以上），财信证券

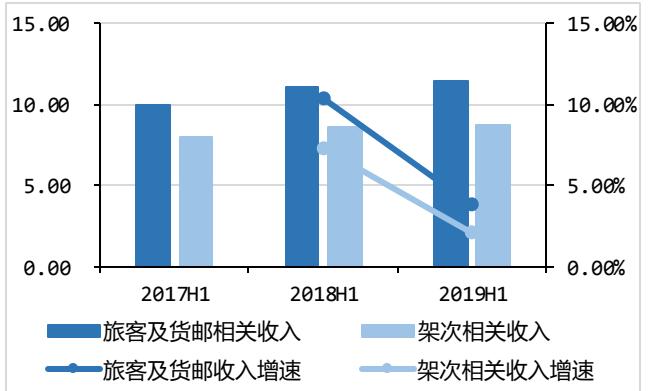
2010-2019 年上海机场航空性收入 CAGR 约 6.46%：2019 年，上海机场旅客及货邮相关收入、架次相关收入占比分别为 55.82%、44.18%（该比值在 2017H1-2019 年稳定），用 Y （航空性收入增速） $=55.82\% \times$ （总旅客吞吐量增速） $+44.18\% \times$ （总飞机起降架次增速）来拟合，预计 2010-2019 年上海机场的航空性收入 CAGR 为 6.22%。该拟合值与 2010-2019 年上海机场航空性收入 CAGR 6.61% 较为接近。

图 12：2010-2019 年，上海机场的航空性收入



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 13：2017H1-2019H1，上海机场航空性收入细项

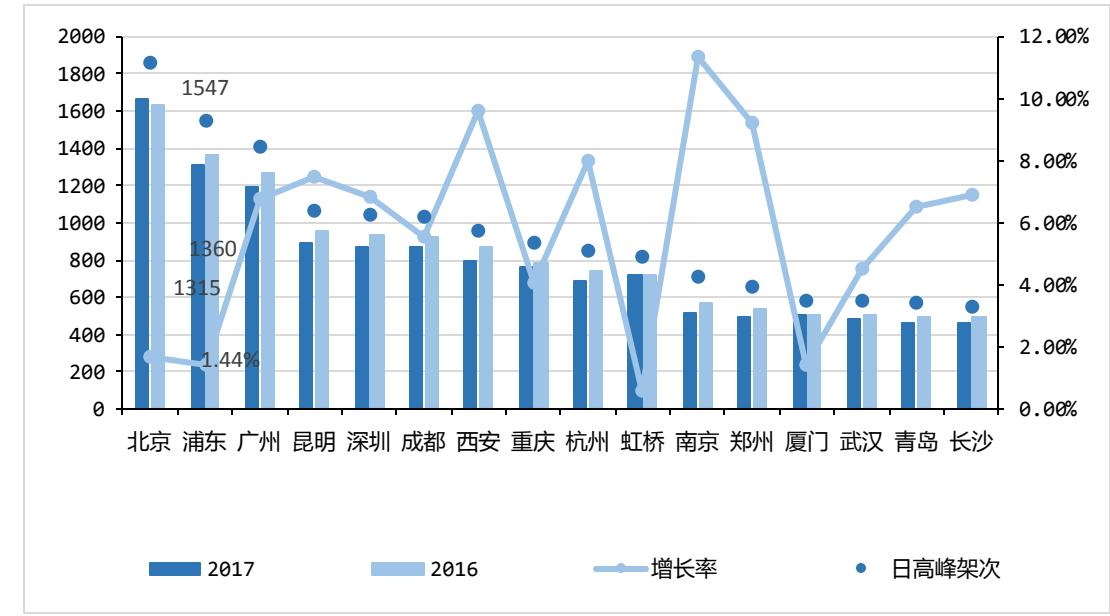


资料来源：Wind 资讯，财信证券

2.2 产能瓶颈：预计浦东机场跑道的产能利用率还有 15% 的提升空间

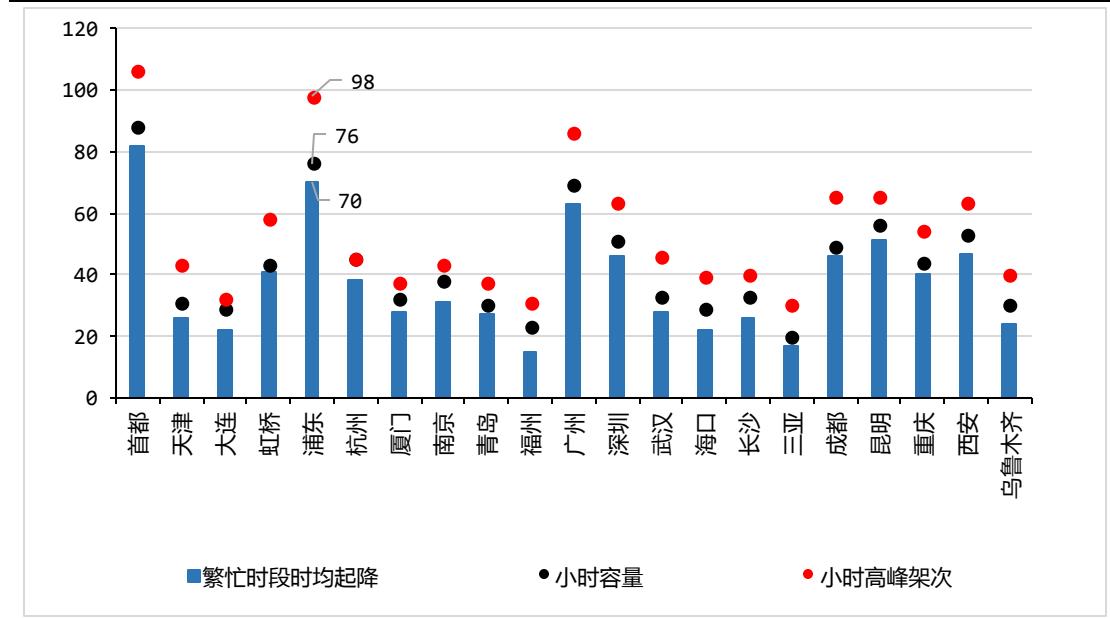
上海机场时刻资源增量较为受限：根据民航局《2017 年全国民航航班运行效率报告》，2017 年浦东机场的日均起降架次为 1315 架次，日高峰架次为 1547 架，2017 年浦东机场的繁忙时段均起降为 70 架次/小时、小时容量为 76 架次/小时、小时高峰起架架次为 98 架次，繁忙程度在国内仅次于北京首都机场。

图 14：2016-2017 年，国内主要繁忙机场日均起降架次



资料来源：民航局《2017 年全国民航航班运行效率报告》，财信证券

图 15：2017 年协调机场小时高峰架次



资料来源：民航局《2017 年全国民航航班运行效率报告》，财信证券

机场的时刻资源产能限制来自：1) 航站楼；2) 跑道；3) 空域（可供航空器飞行的大气空间）。由于航站楼实际负荷可较大程度超过设计产能、以及上海机场卫星厅在 2019 年 Q3 底投产提高航站楼产能，因此上海机场的产能限制主要来自跑道及空域。

预计浦东机场跑道的产能利用率还有 15% 的提升空间：浦东机场虽然拥有 5 条跑道，但第五跑道以专用独立跑道用作大型客机试飞，剩余 4 条跑道包括 2 组近距离跑道（相当于 3 条独立跑道产能）。根据国内单跑道理论设计产能 550 架次/日的标准，据此预计 2019 年上海机场的跑道产能为日起降飞机 1650 架次，跑道的产能利用率达 85%。不同

于航站楼，跑道的负荷率水平与“国家空管水平、飞行安全”关系密切，很难超过跑道实际设计水平。以国内最繁忙的首都机场、香港机场为例，跑道产能利用率均在100%左右，据此预计浦东机场跑道的产能利用率还有15%的提升空间。

表 5：中国各个一线机场的跑道产能利用率测算

机场	跑道数量 (条)	跑道构型	跑道日起降 产能(架)	2019年日均 起降数(架)	2019年跑道产 能利用率(%)
首都机场	3	3条宽距跑道	1650	1628	98.68%
上海浦东机场	5	3窄2宽	1650	1402	84.99%
白云机场	3	2窄1宽	1488	1346	90.44%
深圳机场	2	2条宽距跑道	1100	1014	92.20%
香港机场	2	2条宽距跑道	1100	1151	104.61%

资料来源：公司公告、Wind资讯、各机场官网、民航信息网等（注释：1）国内单跑道路理论设计产能550架次/日的标准计算；2）根据2012年6月《上海浦东国际机场第五跑道项目可行性研究报告》，浦东机场第五跑道将通过水域吹砂造地而成，建成后将作为**大型客机的专用跑道**，承担首飞、部分调整试飞以及生产试飞；3）近距离的跑道不能单独开展起降，一组近距离平行跑道的有效产能约等于1.5条独立起降标准跑道。除第5跑道外，上海浦东机场剩余的4条跑道包括2组近距离的平行跑道，因此上海机场仅相当于3条独立跑道产能；4）由于白云机场三跑道属于近距离跑道，限制跑道有效产能，预计白云机场总有效跑道产能约相当于2.7条独立跑道），财信证券

2.3 时刻释放：卫星厅提升航班正常率，浦东机场有望迎来时刻资源释放

2019年9月卫星厅正式启用：2015年12月29日，上海浦东机场三期扩建工程开工建设，三期工程主要包括：飞行区工程、航站区工程、生产辅助设施工程及市政配套工程。其中，卫星厅（62万平方米）及旅客捷运系统、港湾停机坪（95万平方米）为其核心工程。2019年9月16日，上海浦东机场三期扩建主体工程（卫星厅）正式启用，浦东机场形成“两座航站楼+1座单体卫星厅+5条跑道”的设施规模，可满足年旅客吞吐量8000万人次的运行需求。

表 6：浦东机场的跑道及航站楼等硬件设施情况

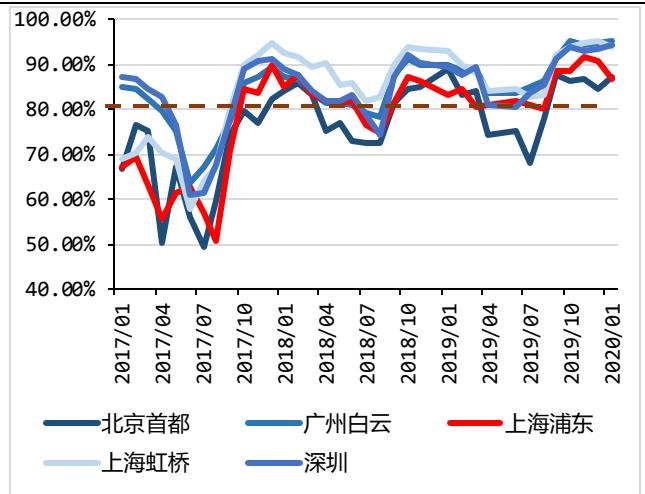
跑道	建成时间	跑道等级	跑道参数
第一跑道	1999 年 9 月	4E	4000m*60m
第二跑道	2005 年 3 月	4F	3800m*60m
第三跑道	2008 年 3 月	4F	3400m*60m
第四跑道	2015 年 3 月	4F	3800m*60m
第五跑道	2017 年	4E	3400m*45m
航站楼	建成时间	建筑面积	设计吞吐量
T1 航站楼	1999 年 9 月	27.8 万 m ²	
T2 航站楼	2008 年 3 月	48 万 m ²	
S1 卫星厅	2019 年 9 月		8000 万人次
S2 卫星厅	2019 年 9 月	62.1 万 m ²	

资料来源：公司公告（注释：1）在 2019 年 9 月卫星厅启用前，浦东机场航站楼的设计产能为年旅客吞吐量 6000 万人次、货邮吞吐量 475 万吨、飞机起降 55.5 万架次；2）卫星厅启用后，浦东机场航站楼及卫星厅的设计产能为年旅客吞吐量 8,000 万人次、货邮吞吐量 570 万吨、飞机起降 65.3 万架次；3）考虑到卫星厅启用前，T1 及 T2 陆侧设计产能 6000 万人次 < 空侧设计产能 4200 万人次，因此卫星厅启用前的实际年旅客吞吐量为 4200 万人次），财信证券

2020 年面临较大折旧成本压力：上海机场固定资产从 2019 年 H1 底的 82.45 亿元增加至 2019 年 Q3 底的 200.76 亿元（增加 118.31 亿元），主要为浦东机场三期扩建主体工程、飞行区下穿通道及 5 号机坪工程由在建工程转入固定资产所致。卫星厅从 2019 年 Q4 开始计提折旧。由于 2018 年上海机场折旧费用（7.56 亿）约为 2018 年 H1 折旧费用（3.81 亿）的 2 倍，据此我们估计 2019 年 Q4 卫星厅折旧的增量折旧费用为 1.79 亿元（2019 年折旧费 8.49 亿元 -2×2019 年 H1 折旧费 3.35 亿元），卫星厅年折旧费用为 7.16 亿元，2020 年面临较大的折旧成本压力，2020 年将比 2019 年新增 5.37 亿折旧成本。此外，卫星厅工程整体预算从原先 186.03 亿元降低至 151.21 亿元，预计未来仍有 32.9 亿元的在建工程转固项目。

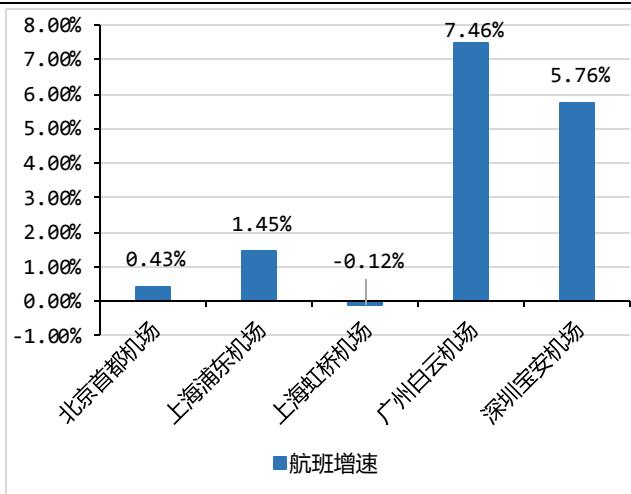
卫星厅提升航班正常率，浦东机场有望迎来时刻资源释放：登机方式方面，卫星厅用“近机位登机桥”替代“摆渡车远机位”，卫星厅新增 90 个登机桥位，将浦东机场的航班靠桥率从 50% 提高至 90% 以上，大幅减少由于飞机滑行、摆渡接驳时间等耗时较长所产生的延误。由于时刻管控的初衷为提高航班正常率，在航班正常率较高及机场效率较高的水平下，相应机场时刻资源有望迎来释放。2018-2019 年 8 月，浦东机场的航班正常放行率在 80% 左右，在一线机场中处于较低水平，影响机场时刻资源释放。2019 年 9 月卫星厅启用后，旅客登机便捷性提升，浦东机场的航班正常放行率较大提升（达 90% 左右），有利于浦东机场时刻容量评估。等新冠疫情缓解后，浦东机场在后续 1-2 个航季有望迎来时刻资源的稳步释放。例如，白云机场 T2 航站楼于 2018 年 4 月正式投产，2018 年冬春航季白云机场的时刻增量增速仅 1.9%，但在 2019 夏秋季提升至 6.6%。

图 16: 2017 年迄今, 国内一线机场航班放行正常率



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 17: 2019 年夏秋航季, 一线机场的时刻资源增速

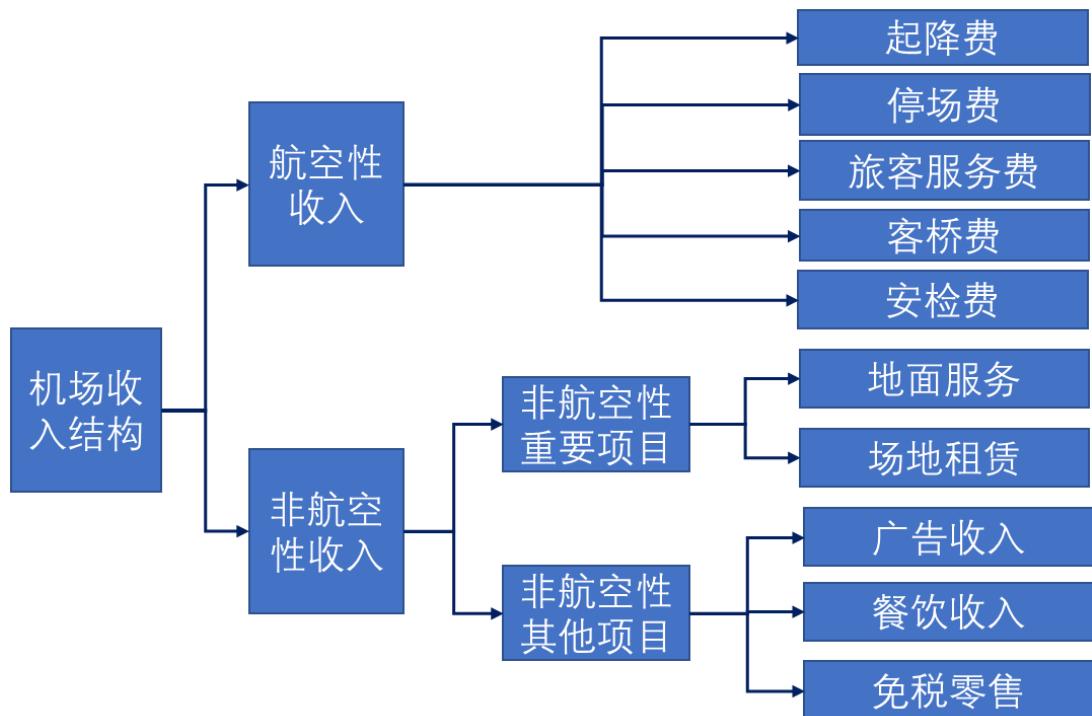


资料来源: 《中国民用航空局 2019 年夏秋航季新增、换发、注销国内航线经营许可信息通告》(注释: 2019 年 3 月 31 日 -10 月 26 日, 中国民航将执行 2019 年夏秋航季航班计划), 财信证券

2.4 航空收费: 疫情降低收费航空收费, 约降低 9.4% 航空性收入

航空性收费施行政府指导价:根据 2008 年 3 月施行的《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》, 非航空性业务其他收费项目(如免税零售、餐饮收入、广告收入等)采用市场调节价。2017 年 4 月施行的《民用机场收费标准调整方案》规定: 1) 航空性收费项目仍实行政府指导价, 整体基准价格有所上浮; 2) 将一类机场的非航空性重要收费项目(如地面服务、场地租赁等)收费标准从政府指导价调整为市场调节价。上海机场的航空性收费按照一类 1 级机场的标准征收, 其中起降费可在规定基准价基础上上浮不超过 10%。

图 18：2016-2017 年，国内主要繁忙机场日均起降架次



资料来源：《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》及《民用机场收费标准调整方案》，财信证券

表 7：最新国内机场分类目录（2017 年版）

机场类别	机场
一类 1 级	北京首都、上海浦东、广州 3 个机场
一类 2 级	深圳、成都、上海虹桥 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 20 个机场
三类	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》，财信证券

疫情期间航空性收费标准降低：为应对疫情冲击并纾困航空公司，2020 年 3 月民航局印发《关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》提出：1) 机场管理机构免收执行联防联控重大运输飞行任务的航空性业务收费和地面服务收费；2) 降低境内、港澳台地区及外国航空公司机场、空管收费标准。一类、二类机场起降费收费标准基准价降低 10%，免收停场费；3) 境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低 8%。上述降费政策自 2020 年 1 月 23 日起实施，截止日期视疫情情况另行通知。考虑到政策出台背景为缓解航空公司应对新冠疫情的压力（具有暂时性），以及机场的航空性业务基本处于微利状态，我们倾向于判断《通知》降低机场收费等政策在疫情结束后将退出。

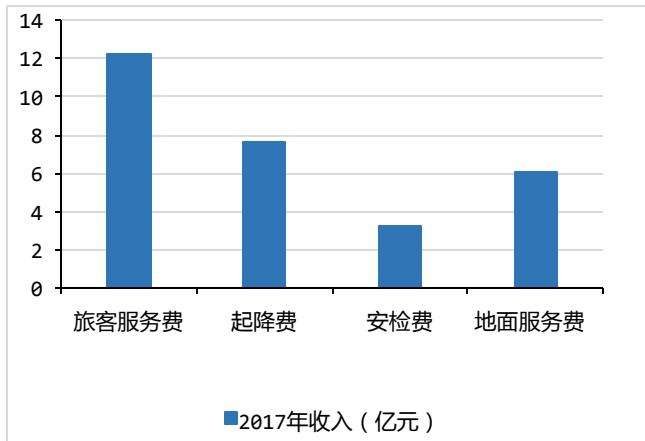
表 8：内地航空公司内地航班航空性业务收费标准基准价

机 场	起降费 (元/架次)					停场费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	服务费 (元/人)	安检费	
	25 吨 以 下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	200 吨以 上					
T: 飞机最大起飞全重										
25 吨 以 下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	200 吨以 上						
一 类 1 级	24 0	650	1200+24* (T-50)	2400+25* (T-100)	5000+32* (T-200)	2 小时以内免收； 2-6 (含) 小时按 照起降费的 20% 计收；6-24 (含) 按照起降费的 25%计收；24 小 时以上，每停产 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 个小时按 照半个小时 计收。多 桥：按照单 桥标准的 倍数计收	34	8	53
一 类 2 级	25 0	700	1250+25* (T-50)	2500+25* (T-100)	5100+32* (T-200)			40	9	60
二 类 0	25	700	1300+26* (T-50)	2600+26* (T-100)	5200+33* (T-200)			42	10	62
三 类 0	27	800	1400+26* (T-50)	2700+26* (T-100)	5300+33* (T-200)			42	10	63

资料来源：《民用机场收费标准调整方案》，财信证券

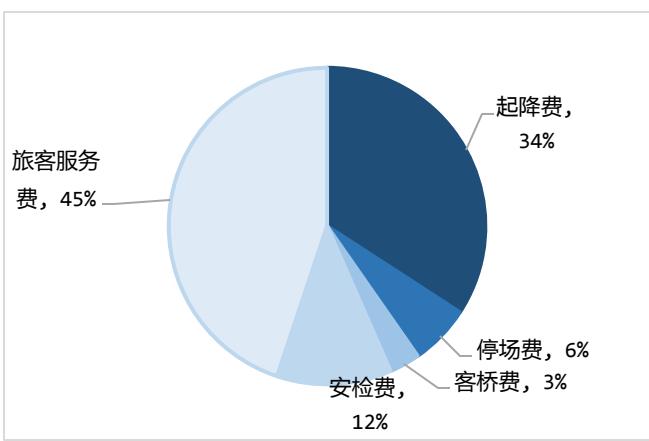
疫情降低收费标准，约降低上海机场航空性收入 9.4%：上海机场 2019 年的航空性收入为 40.84 亿元，依照广州白云机场（一类 1 级）航空性收入结构，测算上海机场 2019 年的起降费、停场费、客桥费、安检费、旅客服务费等占航空性收入比例分别为 34%、6%、3%、12%、45%。如果假设 2020 年飞机起降数量不变时，一类机场起降费收费标准基准价降低 10%、免收停场费，将降低同期上海机场航空性收费比例为 9.4%。

图 19：2017 年，白云机场的各项航空性收入



资料来源：联合信用评级及白云机场公司公告，财信证券

图 20：2019 年，上海机场的航空性收入结构测算



资料来源：2019 年公司公告（根据白云机场收入结构、上海机场收入结构推算而来），财信证券

2.5 疫情影响：预计 2020 年飞机起降/旅客吞吐量增速分别为 -14.85%/-19.08%

预计 2020 飞机起降/旅客吞吐量增速分别为 -14.85%/-19.08%：新冠疫情在全球蔓延，严重影响上海机场航空旅客量，2020 年 2 月上海机场飞机起架数量同比-62.03%，旅客吞吐量同比-81.52%。考虑到国内疫情得到有效控制，近期多地明确在 4 月初开学，我们倾向于认为国内航空旅客在 2020 年 6 月初步恢复，国际及地区旅客在 2020 年 8 月初步恢复。据此预测 2020 年全年，上海机场飞机起架增速为-14.85%，其中国内/国际/地区增速分别为-12.38%/-14.89%/-22.75%，旅客吞吐量增速为-19.08%，其中国内/国际/地区增速分别为-15.47%/-21.05%/-30.88%。

由于飞机起降架次不变时，疫情降低收费标准，测算降低上海机场航空性收入约 9.4%。如果假设 2020 飞机起降/旅客吞吐量增速分别为-14.85%/-19.08%，对应的 2020 年航空性收入增速降低 25%。

表 9：新冠疫情影下，2020 年各个月份，上海机场的飞机起架数量增速、旅客吞吐量增速预测

分项目	飞机起架数量增速				旅客吞吐量增速				合计
	国内	国际	地区	合计	国内	国际	地区	合计	
2020 年 1 月	-5.36%	4.20%	-17.56%	-2.60%	-9.61%	4.27%	-28.00%	-5.39%	
2020 年 2 月	-66.43%	-54.22%	-69.93%	-62.03%	-81.84%	-79.34%	-89.55%	-81.52%	
2020 年 3 月	-49.82%	-45.18%	-58.28%	-48.64%	-61.38%	-66.12%	-74.63%	-64.60%	
2020 年 4 月	-33.22%	-36.15%	-46.62%	-35.43%	-40.92%	-52.89%	-59.70%	-47.58%	
2020 年 5 月	-16.61%	-27.11%	-34.97%	-22.14%	-20.46%	-39.67%	-44.78%	-30.47%	
2020 年 6 月	0.00%	-18.07%	-23.31%	-8.94%	0.00%	-26.45%	-29.85%	-13.81%	
2020 年 7 月	3.24%	-9.04%	-11.66%	-2.74%	4.27%	-13.22%	-14.93%	-4.78%	
2020 年 8 月	3.24%	0.00%	0.00%	1.69%	4.27%	0.00%	0.00%	2.08%	
2020 年 9 月	3.24%	0.48%	1.00%	1.98%	4.27%	4.23%	3.21%	4.18%	
2020 年 10 月	3.24%	0.48%	1.00%	1.98%	4.27%	4.23%	3.21%	4.18%	
2020 年 11 月	3.24%	0.48%	1.00%	1.94%	4.27%	4.23%	3.21%	4.18%	
2020 年 12 月	3.24%	0.48%	1.00%	1.94%	4.27%	4.23%	3.21%	4.18%	
2020 年全年	-12.38%	-14.89%	-22.75%	-14.85%	-15.47%	-21.05%	-30.88%	-19.08%	

资料来源：公司公告（注释：1）2020 年 1-2 月为公司公告的运营数据，其余月份为财信证券预测值；2）假设国内飞机起架次数、旅客吞吐量从 2020 年 2 月至 6 月的增速线性变化；3）假设国际及地区的飞机起架数量、旅客吞吐量从 2020 年 2 月至 8 月的增速线性变化），财信证券

3 免税非航业务：受益消费升级及海外消费回流，上海机场免税业务成长空间大

3.1 免税非航业务：免税业务成为公司业绩最主要驱动力

免税商品价格具有较强吸引力：免税是指免除海关进口关税及进口环节税（增值税、消费税）。由于免征关税及进口环节税，免税店商品价格约比有税店的价格低 15%-35%，价格具有较强吸引性。因此免税商品并不是面向普通大众（如果向普通大众开放，会造成国家税收减少），免税商品通常仅对特定人群开放（如出入境人群）。免税商品包括：1）

免征关税、进口环节税的进口商品；2) 实行退免税增值税、消费税进入免税店销售的国产商品。

上海机场的非航空性收入主要为免税收入。2019 年 H1 国内一线机场中，依托高比例的国际旅客占比，上海机场免税租金收入 19.27 亿元、免税的综合扣点率 42.50%，均处于一线机场前列。

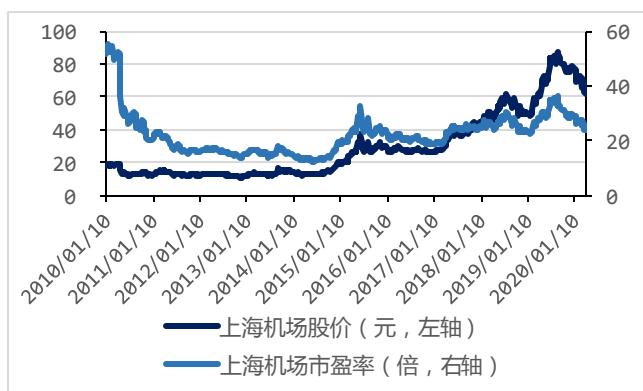
表 10：2019 年 H1，上海机场的免税租金及免税扣点率位于一线机场前列

公司	2019 年 H1 实际免税租金（亿元）	2019 年 H1 免税店销售额（亿元）	免税租金的综合扣点率（%）	2019 年 H1 保底收入（亿元）	实际/保底免税收入（%）
上海机场	19.27	73.77	42.50%	17.5	10.11%
北京首都机场	17.72	43.65	40.60%	15.0	18.13%
广州白云机场	3.12	8.44	37.00%	2.2	41.82%
三亚海棠湾	17.72	51.81	34.20%		
上述免税店合计	57.83	177.67	32.55%		
其他免税店（含香港机场免税店）	5.27	51.41	10.25%		
中国国旅合计	63.10	229.08	27.54%		

资料来源：上海机场、北京首都机场、广州白云机场及中国国旅的 2019 年半年度报告（注释：1）根据中国国旅 2019 年半年报中披露白云机场的免税销售额 8.44 亿元，以及 37% 综合扣点率，计算出白云机场 2019 年 H1 免税租金为 3.12 亿元；2）上海机场的综合扣点率为 42.50%；因为中国国旅披露上海机场的免税销售额 73.77 亿元，包括虹桥、浦东机场的免税销售额，因此计算的免税综合扣点率（19.27/73.77）为 26.12%；），财信证券

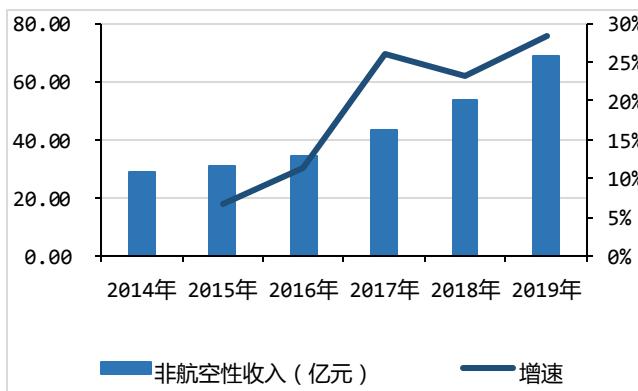
免税收入爆发成为业绩增长动力：2016 年年初 29.5 元最高上涨至 2019 年 8 月 25 日的 87.19 元/股（区间涨幅高达 195.36%），其中市盈率提升导致股价上涨 56.61%，业绩提升导致股价上涨 88.60%。由于免税租金收入快速增加，上海机场的非航空性收入从 2016 年 34.4 亿元提升至 2019 年 68.61 亿元（CAGR 为 25.88%），其中非航空性收入中的商业餐饮收入（含免税业务）从 2016 年 20.95 亿元提升至 2019 年 54.63 亿元（CAGR 高达 37.65%），2019 年公司免税合同收入为 37.88 亿元。免税收入大幅增长，一方面驱动公司业绩快速增长，另一方面驱动公司由公用事业估值向消费股估值（约 30 倍市盈率）看齐。

图 21：2010 年迄今，上海机场的股价与市盈率



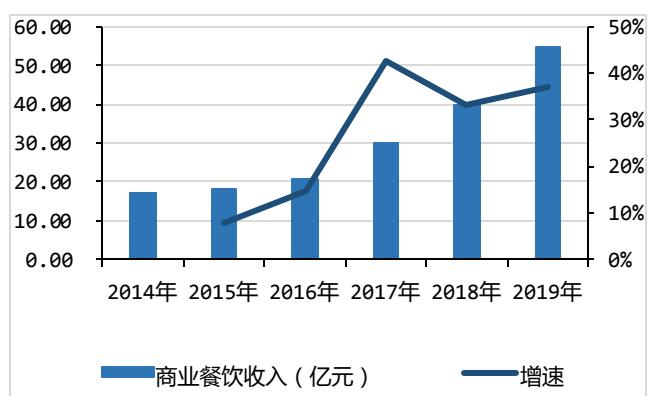
资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 22：上海机场的免税或非航空性业务收入增长



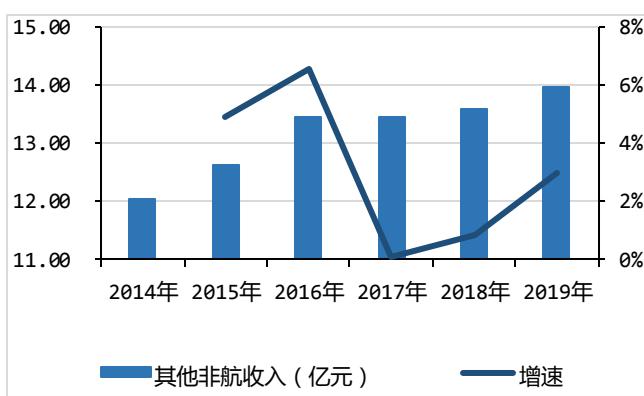
资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 23: 2016-2019 年上海机场商业餐饮收入 CAGR 高达 37.65%



资料来源：公司公告，财信证券

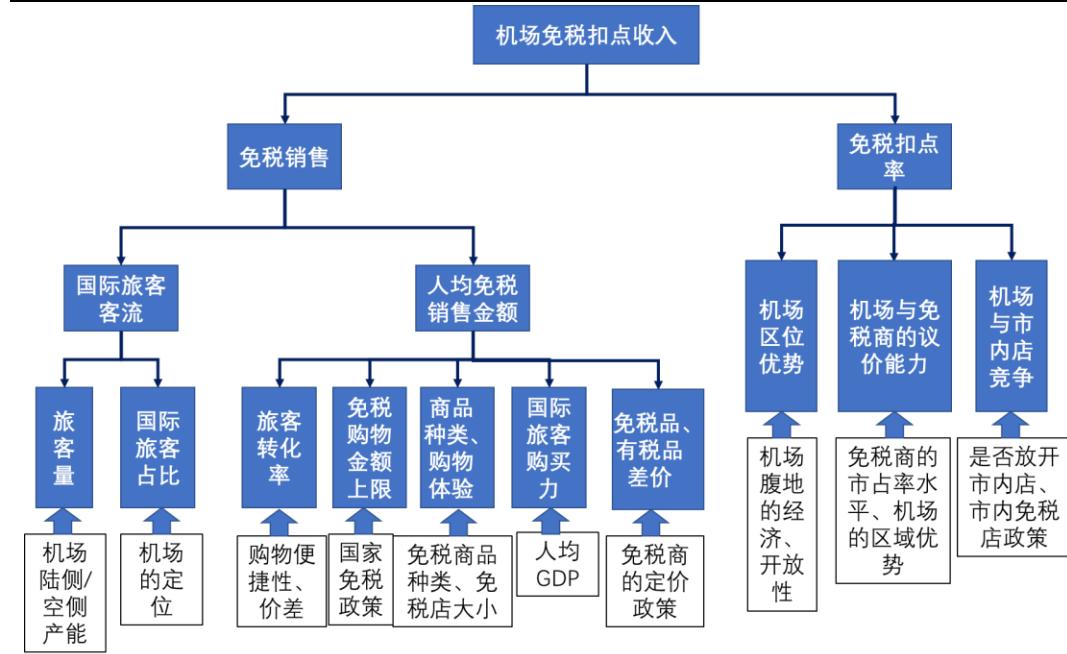
图 24: 2014-2019 年上海机场的其他非航收入 CAGR 仅为 1.30%



资料来源：公司公告，财信证券

机场免税店分析框架：机场免税收入可拆分为：机场免税收入=旅客量×国际旅客占比×人均免税消费额×扣点率。其中，1) 旅客量与机场的陆侧(航站楼)及空侧(跑道)的产能有关；2) 国际旅客占比与机场定位有关(如上海一市两场，浦东机场定位国际航线，虹桥机场定位于国内航线)；3) 人均免税消费金额与“免税金额上限、旅客转化率、免税店经营情况、免税店与有税店的商品价差”有关；4) 免税扣点率与“机场区位优势、机场与免税商的议价能力、机场免税店与市内店的竞争”有关。

图 25：机场免税收入的分析框架

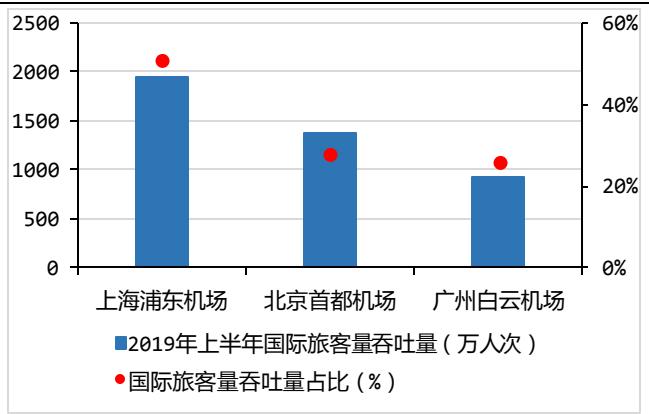


资料来源：公司公告，财信证券

上海机场的国际旅客占比及机场扣点率均处于较高水平：2019 年 H1，上海浦东机场免收入为 19.27 亿元，高于北京首都机场(17.72 亿元)及广州白云机场(3.12 亿元)，免税收入拆分结构来看：(1)国际旅客占比方面。上海浦东机场的国际旅客占比高达 50.8%，大幅高于北京首都机场(28.1%)、广州白云机场(25.9%)；(2)人均免税消费金额方面。

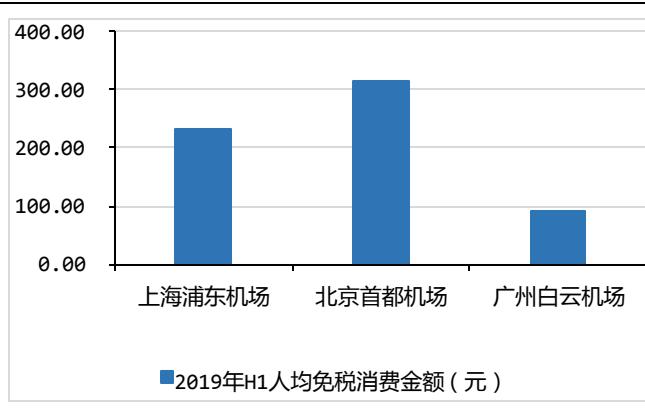
上海浦东机场为 234 元, 低于北京首都机场(315 元), 但高于广州白云机场(91 元); **(3) 机场扣点率方面。**上海浦东机场扣点率为 42.50%, 高于北京首都机场(40.60%) 及广州白云机场(约 37.00%)。一线机场中, 上海浦东机场在国际旅客占比及机场扣点率占据优势, 但人均免税消费金额还有较大提升空间。由于上海浦东机场定位于国际复合型门户枢纽, 未来时刻资源还将继续向国际航线倾斜。

图 26: 2019 年 H1 上海机场国际旅客量占比达 50.80%



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 27: 2019 年 H1 上海机场人均免税购物金额为 99 元



资料来源: 公司公告 (注释: 人均免税消费金额为免税收入/(国际及地区旅客吞吐量*各自机场扣点率)), 财信证券

卫星厅投产大幅增加免税面积, 有利于人均免税消费金额的提升: 卫星厅在 2019 年 9 月中旬正式投产, 卫星厅投产新增了 9062 平米免税面积(浦东机场的总免税店面积达 16915 平方米), 预计免税产品种类将较大扩展(尤其是高单价且需要较多展示面积的精品百货类商品), 预计上海机场的人均免税消费金额还将继续上台阶。另一方面, 由于卫星厅免税面积大幅增加, 高峰购物时段的拥挤排队情况将得以缓解, 购物体验大幅提升, 减少排队引起的弃单率, 有利于人均免税消费金额的提升。

表 11: 浦东机场卫星厅投产新增了 9062 平米免税面积, 总免税店面积达 16915 平方米

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	2019 年 9 月 16 日-2025 年 12 月 31 日
S2 卫星厅	出境店	4384	2019 年 9 月 16 日-2025 年 12 月 31 日
总计	-	16915.37	-

资料来源: 公司公告, 财信证券

免税合同锁定 2019-2025 年利润底线, 2019 年免税收入超过保底收入 7.46%: 根据 2018 年 9 月上海机场与日上上海签订的《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》: 1) 免税提成的月实收费用采用月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式; 2) 2019-2025 年, 上海机场的免税合同保底收入总金额达 410 亿元。由于免税业务收入(扣除税收后)基本体现为纯利润, 因此上海机场基本锁定了未来免税业务的利润基准, 公司业绩稳定增长存在较强支撑。2019 年, 上海机场实际免税合同收入为 37.88 亿元, 超出 2019 年免税保底销售提成(35.25 亿元)比例为 7.46%。

新冠疫情对 2020 年 H1 旅客吞吐量（尤其是国际旅客吞吐量）影响较大，加之卫星厅折旧增加，2020 年 Q1 公司业绩将承压。但考虑到公司免税业务存在保底租金，可一定程度对冲新冠疫情对公司业绩的影响，公司中长期投资价值突出。

表 12：2019-2025 年，上海机场的免税合同保底收入总金额达 410 亿元

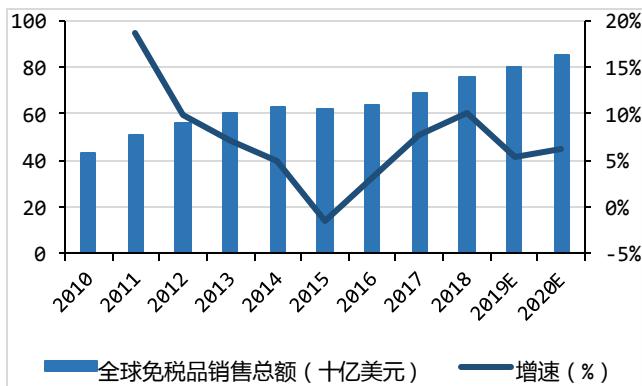
合同期间	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
预计每年保底销售提成（亿元）	35.25	41.58	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48	410
实际免税合同收入（亿元）	37.88							

资料来源：公司公告，财信证券

3.2 市场空间：2018 年中国免税市场销售总额达 395 亿元。

2012-2018 年中国免税品销售总额 CAGR 为 15.31%：根据 Generation Research，2012-2018 年全球免税品销售总额 CAGR 达 5.22%，2018 年全球免税品销售总额已达 757 亿美元（同比+10%），且预计 2020 年将达 850 亿美元（2018-2020 年 CAGR 为 5.76%）。2012-2018 年中国免税品销售总额 CAGR 为 15.31%，高于同期全球增速（5.22%）10.09pct，2018 年中国免税品销售总额 395 亿元。且预计 2021 年中国免税品销售总额将达 637 亿元（2018-2021 年 CAGR 为 17.27%），国内免税市场仍呈现较快发展。

图 28：近年，全球免税品销售总额



资料来源：Generation Research，财信证券

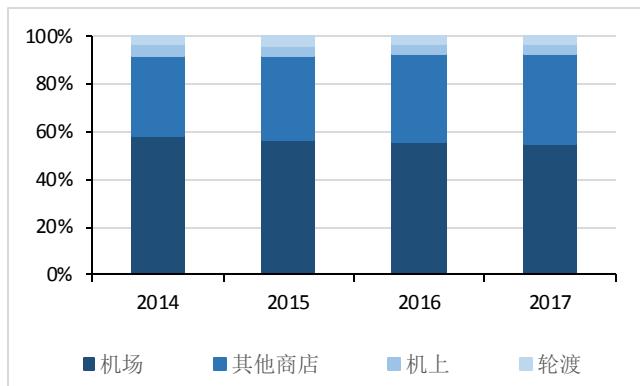
图 29：近年，中国免税品销售总额



资料来源：Generation Research&DFE，财信证券

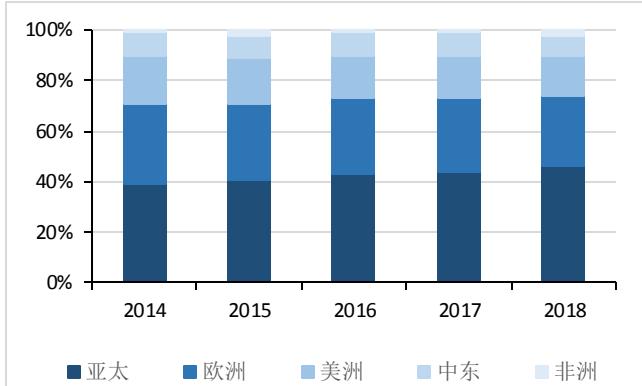
亚太及欧洲为免税商品主要销售地，机场为免税品主要销售渠道：从免税商品销售来看，根据 Generation Research，2018 年亚太销售占比 46%、欧洲销售占比 28%、美洲销售占比 16%、中东销售占比 8%、非洲销售占比 2%，亚太及欧洲为免税品主要销售区域。从渠道来看，依托机场出入境口岸的区位优势，2017 年全球 55% 免税品在机场销售。

图 30：全球免税品分渠道的销售占比



资料来源: Generation Research, 财信证券

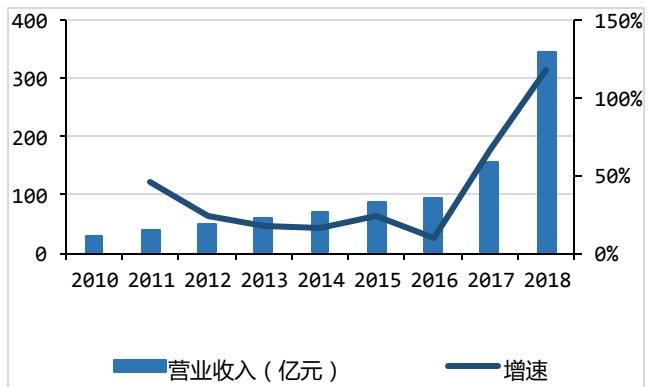
图 31：全球免税品分区域销售占比



资料来源: Generation Research, 财信证券

中免公司实力增强，有利于国内免税市场蓬勃发展：根据穆迪，2018年全球排名前25位免税运营商营业额总计530.34亿欧元（折合人民币4162亿元），约占全球免税及旅游零售业销售额的80%，市场集中度较高。中免公司收购日上中国、日上上海后，2018年中国国旅全资子公司中免公司实现销售额345亿元，排名跃至全球第4名。低价及产品丰富度是免税行业的竞争焦点。中免公司而言，随着免税业务规模扩大，对上游采购方的议价能力得以提升，导致采购成本、物流成本等下降，并扩大产品品类，利好海外消费的国内回流，也利好国内免税市场的进一步扩容。

图 32：2018年中免公司的销售额达345亿元



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 33：2018年中免公司实现归母净利润30.8亿元

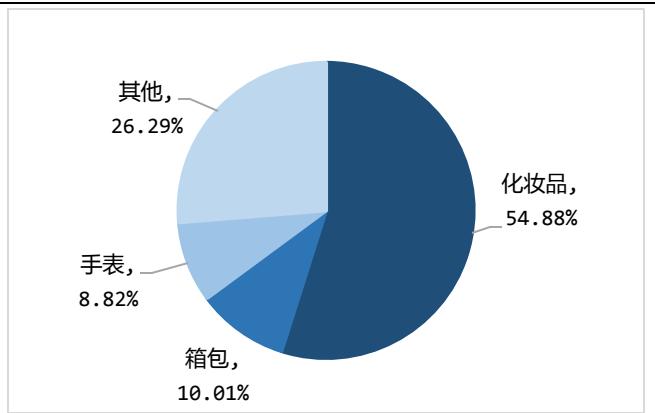


资料来源: 公司公告, 财信证券

3.3 免税驱动力 1: 国内消费升级，高端化妆品需求蓬勃发展

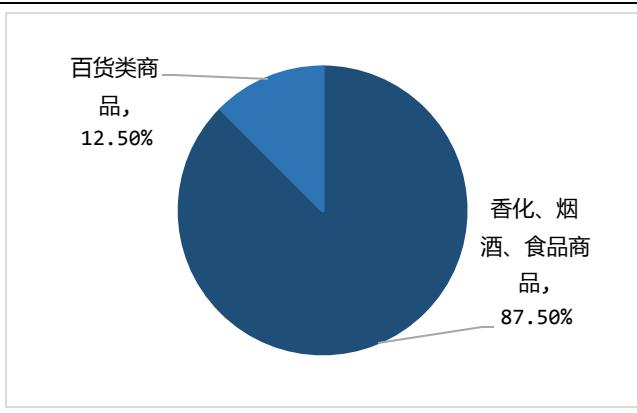
化妆品占海南免税销售比例达 54.88%：根据海口海关，2018.12.01-2019.11.30，海南离岛免税销售免税品 1746.42 万件、销售金额 128.86 亿元，其中化妆品销售金额 70.72 亿元，箱包 12.90 亿元，手表 11.36 亿元，占比分别为 54.88%、10.01%、8.82%，三大类商品合计占比达 73.71%。

图 34：海南离岛免税的免税商品金额分布



资料来源：椰网&海口海关（数据起止时间为 2018 年 12 月 1 日至 2019 年 11 月 30 日），财信证券

图 35：上海机场的免税商品金额分布



资料来源：公司公告（根据《免税合同》中的扣点率推算出香化、烟酒、食品与百货类的销售比例），财信证券

预计浦东机场的香化类免税商品占比高，而百货类商品占比低：上海机场的免税品大致可分为：香化类、烟酒食品类和精品类等三大类。上海机场的合同扣点率而言，香化、烟酒、食品扣点率为 45%，百货类扣点率为 25%，综合销售提成比例为 42.5%。据此倒推《免税合同》暗含的“香化、烟酒、食品商品”与“百货类商品”的销售比例分别为 87.5%、12.5%。

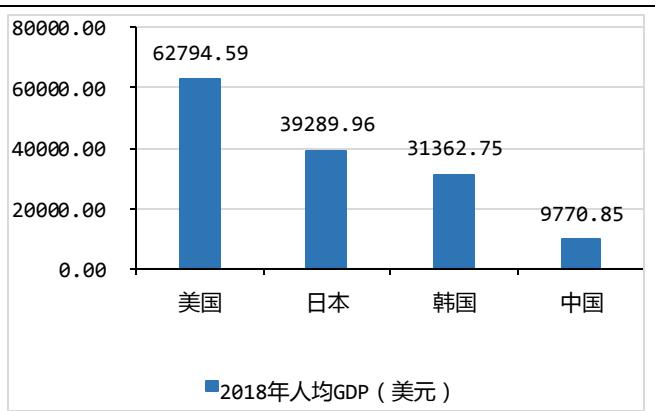
表 13：浦东机场不同产品类型的免税提成比例

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.50%	(42.5%-12.5% × 25%) / 87.5%
百货	25%	

资料来源：公司公告，财信证券

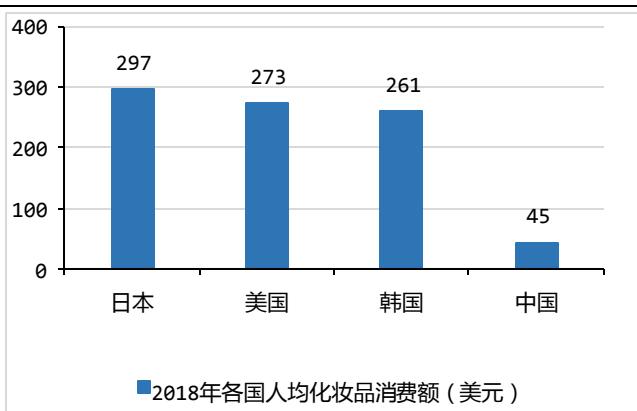
国内化妆品潜在市场空间巨大：化妆品具有可选消费属性，但人均可支配收入达到一定水平时，化妆品消费需求将较大释放。2018 年，中国人均化妆品消费金额仅 45 美元，仅为同期日本人均化妆品消费的 1/7，仅为同期美国、韩国人均化妆品消费的 1/6，国内化妆品市场潜在空间巨大。2018 年，中国人均 GDP 分别为 9770 美元/年，分别为美国、日本、韩国的 1/6、1/4、1/3。随着中国人均可支配收入的增加，国内化妆品市场还将继续蓬勃发展。

图 36：2018 年，中国人均 GDP 为 9770.85 美元/年



资料来源：世界银行，财信证券

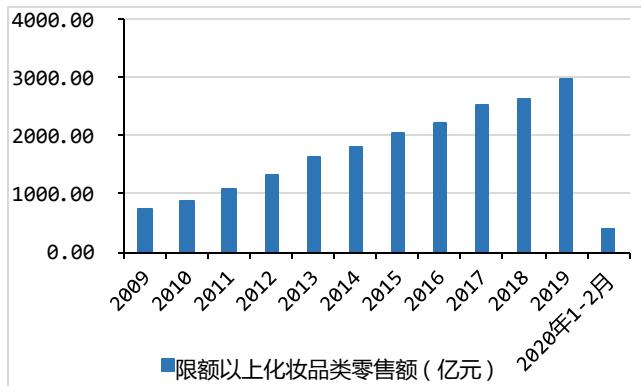
图 37：2018 年，中国人均化妆品消费金额仅 45 美元



资料来源：观研天下《2019 年中国化妆品市场调研报告-行业竞争分析与投资前景评估》，财信证券

消费升级背景下，国内化妆品市场继续快速扩容：2009-2019 年中国限额以上化妆品类零售额 CAGR 为 14.99%，2019 年中国限额以上化妆品类零售额达 2992.20 亿元（同比 +14.25%），化妆品市场仍在较快增长。消费升级背景下，化妆品增速高于同期商品整体增速。从 2016 年底起，限额以上企业化妆品增速持续高于限额以上商品增速（约高出 10-15pct），未来消费升级及化妆品扩容还将继续持续。

图 38：中国限额以上化妆品类零售额（亿元）



资料来源：世界银行，财信证券

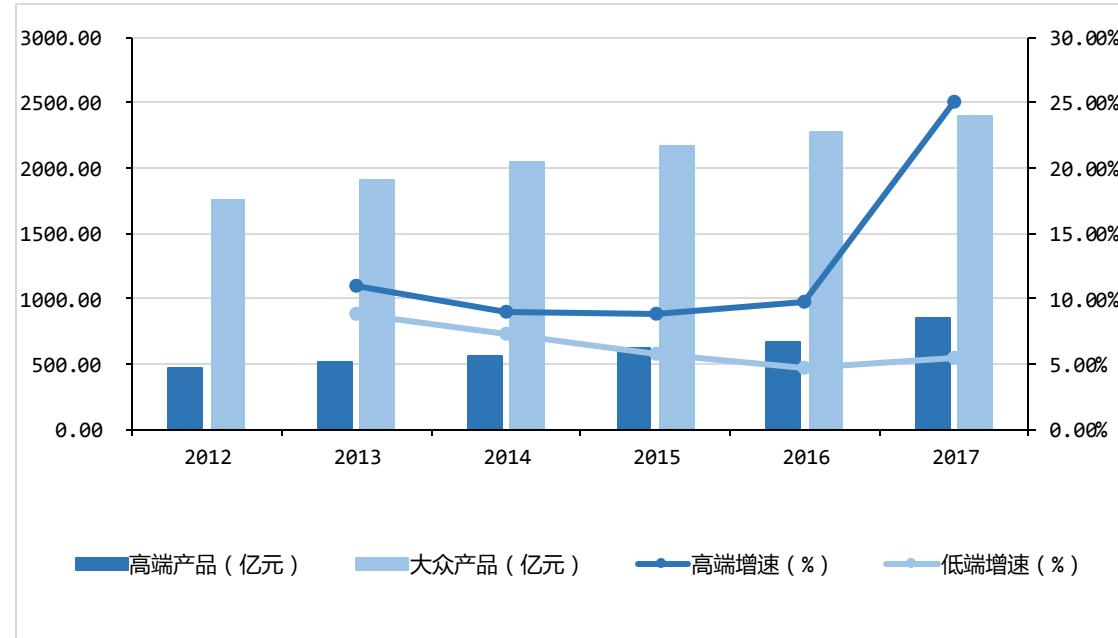
图 39：限额以上企业的化妆品零售总额增速



资料来源：国家统计局（累计值），财信证券

高端化妆品增速快于大众化妆品：化妆品消费结构而言，根据 Euromonitor，2012-2017 年国内高端化妆品 CAGR 为 12.54%，高出同期大众化妆品 CAGR（6.38%）约 6.16pct。高端产品占化妆品市场比例从 2012 年的 21.02% 提升至 2017 年 26.08%，仍有较大提升空间。随着中国人均可支配收入增长、对品质生活需求提升、消费升级趋势持续，国内高端化妆品市场将持续较快增长。

图 40：2013-2017 年，中国高端、大众化妆品消费金额及增速



资料来源：Euromonitor& 中商产业研究院，财信证券

化妆品（尤其是高端化妆品）是国内免税市场增长的重要推动力：除关税、增值税外，由于国家对高端化妆品、烟酒、高档首饰等征收高昂的消费税，但对普通化妆品并

不征收消费税。由于免税店的高端化妆品、烟酒、高档首饰等免除了进口环节关税、增值税、消费税，价格相对低廉。加之化妆品占免税商品的比重较高，因此我们认为近年来，化妆品（尤其是高端化妆品）市场快速增长，是推动国内免税市场快速增长的强劲动力。

表 14：中国烟、酒、高端化妆品、首饰等增值税及消费税税率

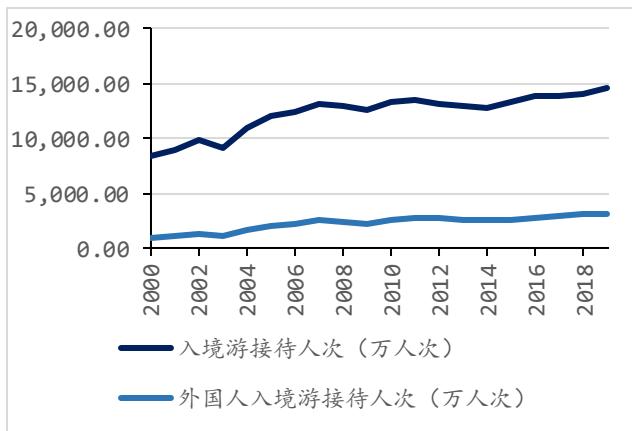
税目	增值税税率	消费税税率
生产环节:甲类卷烟	16%	56% 加 0.003 元/支
生产环节:乙类卷烟	16%	36% 加 0.003 元/支
批发环节:甲类卷烟	16%	11% 加 0.005 元/支
批发环节:乙类卷烟	16%	11% 加 0.005 元/支
白酒	16%	20% 加 0.5 元/500 克(毫升)
高档化妆品	16%	15%
金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品	16%	5%
其他贵重首饰和珠宝玉石	16%	10%
高档手表	16%	20%

资料来源：各税法细则（注释：由于关税税率需要区别不同进口国家，因此难以统一，但普遍征收率在5%-25%之间），财信证券

3.4 免税驱动力 2：海外消费回流，免税购物需求持续向国内转移

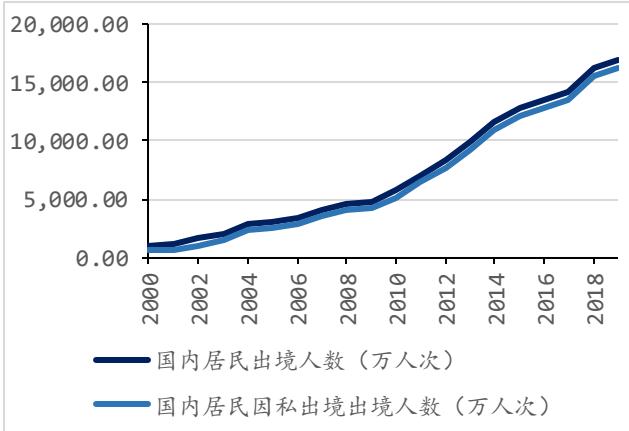
出境游正呈现快速增长：入境游方面，2000-2019年，中国的入境游接待人次（含港澳台、外国人）CAGR为6.36%、其中外国人入境游接待人次CAGR为13.55%。出境人数方面，2000-2019年，国内居民出境人数CAGR为36.23%，其中因私出境人数CAGR为45.26%。随着居民可支配收入提高，因私出境（主要是旅游）正呈现快速增长。

图 41：2000-2019年，中国入境游接待人次



资料来源：国家统计局（注释：入境游中包括港澳台、以及外国人），财信证券

图 42：2000-2019年，国内居民出境人数

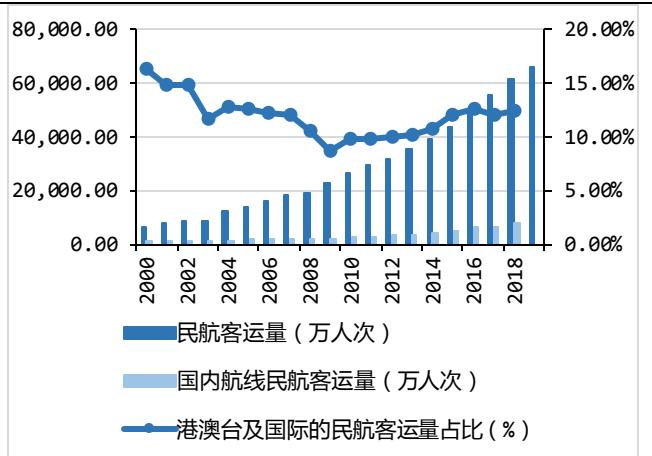


资料来源：国家统计局，财信证券

预计中国公民海外免税消费回流还有2.19-3.11倍的增长空间：根据联合国世界旅游组织（UNWTO），2018年全世界的游客花费总共为1.7万亿美元（同比+4%），2018年中国公民出国旅游花费全年花费达到2773亿美元（同比+5.2%），排名第一。按照2018年全球游客花费1.7万亿美元以及全球免税品销售总757亿美元计算，2018年中国

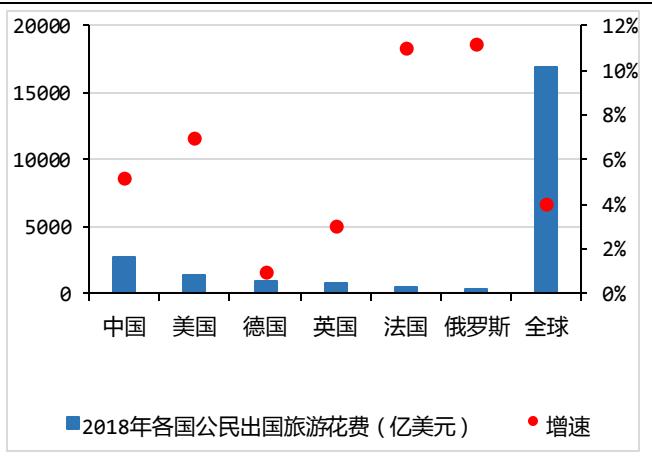
公民出国旅游全年花费(2773亿美元)对应的免税购物金额为123.48亿美元(也即864.36亿人民币的海外免税购物金额),约为2018年中国免税品销售总额(395亿元)的2.19倍。由于国内对高端化妆品、奢侈品等税率较高,因此按照全球的免税金额/旅游花费的比例来估计中国公民海外免税消费/旅游花费的比例,一定程度上会低估中国公民的海外免税购物金额。

图 43: 2000-2019年, 中国民航客运量情况



资料来源: 中国交通年鉴, 财信证券

图 44: 2018年, 各国公民出过旅游花费情况

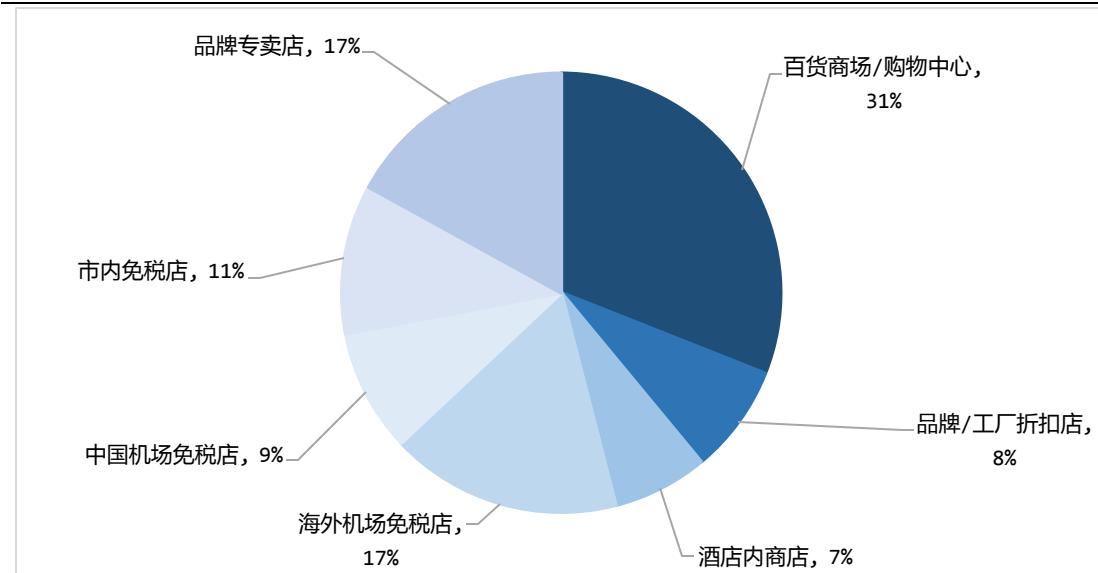


资料来源: 联合国世界旅游组织 (UNWTO) & 商务部, 财信证券

根据 OliverWyman 调查, 中国公民出境消费的 37% 为免税消费(其中, 海外机场免税店消费占比为 17%、中国机场免税店为 9%、市内免税店为 11%), 也即海外机场+市内店的免税消费占比(28%) 约相当于中国机场免税店消费占比(9%) 的 3.11 倍。

随着国内免税行业竞争实力提升、免税店服务质量提升、免税产品丰富, 中国公民的海外消费有望持续回流。同时, 随着中免公司实力壮大, 对采购方的议价能力提升, 推动免税商品的性价比提升, 亦将促进中国公民海外消费的持续回流。

图 45: 中国消费者的出境消费的渠道分布

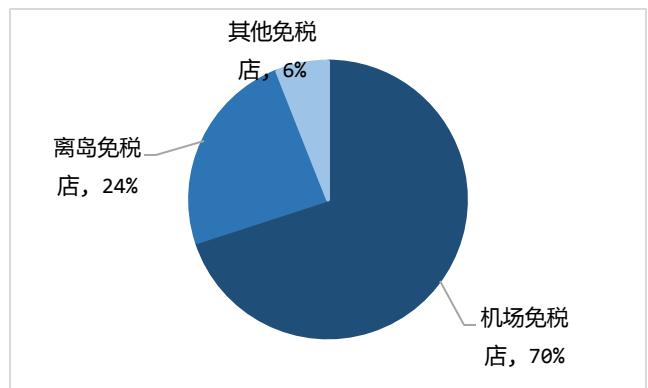


资料来源: OliverWyman, 财信证券

3.5 市内免税店：市内店现阶段依赖上海机场，公司可分享市内店成长红利

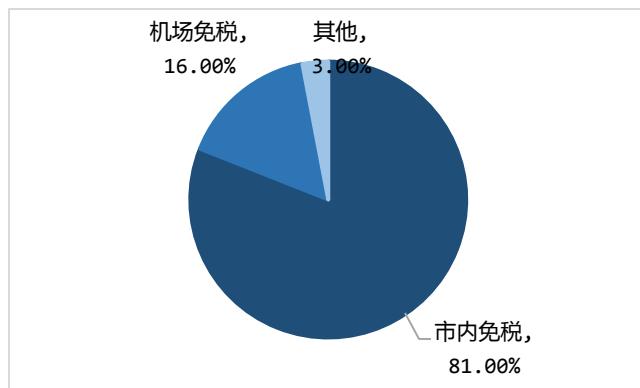
市内免税店将对机场免税店造成冲击：2017 年中国免税业态中，机场占比 70%，离岛免税占比 24%，其他免税业态（含市内免税店）占比仅为 6%。反观韩国 2018 年免税业态，市内免税店占比 81%，而机场免税店占比仅 16%。随着市内免税店放开，机场免税店销售无疑将会受到冲击，问题的关键在于受到冲击的节奏及程度。

图 46：2017 年中国免税业态的分布占比



资料来源：公司年报，财信证券

图 47：2018 年，韩国免税品的销售渠道份额占比



资料来源：KDFA，财信证券

享受免税市场增长红利，上海机场虽受市内店冲击，但预计影响可控：由于中国公民海外购物金额大幅增长，推动韩国免税品消费金额快速增长，2010-2018 年韩国免税品消费总额 CAGR 为 20.44%。2018 年中国居民在韩国消费免税品金额达到 13.92 万亿韩元（占韩国免税商品销售金额的 73.4%）。由于享受免税行业快速增长红利，机场免税店虽然面临市内免税店的冲击，但是仁川机场免税消费金额仍在稳定增长，2010-2018 年韩国市内免税店牌照从 10 个增长至 27 个，但仁川机场的免税消费金额 CAGR 约在 5%-10%，机场免税店消费总额仍在稳定增长。2019 年 8 月中免集团上海市内免税店正式开业，由于中国免税市场目前在享受“消费升级及海外消费回流”的双重红利，预计即使上海机场面临市内店冲击，受到的影响也相对可控。

另外，根据上海机场与日上上海签订《免税合同协议》，上海机场在 2019-2025 年的免税保底租金合计高达 410 亿元。即使面临一定的市内店分流，这部分免税保底租金也可保障上海机场业绩稳定增长。

图 48：2009-2018 年，韩国市内免税店牌照数量



此报告仅供内部客户参考

-27-

图 49：2010-2018 年，韩国免税品消费总额



请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源: Moodie Report, 财信证券

资料来源: Generation Research, 财信证券

上海市内免税店难完全绕开上海机场, 上海机场将从提货扣点中分享市内店成长红利: 另外, 考虑到上海浦东机场的区位优势较强, 长三角地区无其他可媲美的出入境口岸, 因此上海机场在免税市场的行业地位难以撼动。因此即使存在上海市内店预期的情形下, 日上上海与上海机场 2018 年签订《免税合同协议》中的综合扣点率仍高达 42.5%。

市内免税店对机场的冲击还取决于: 1) 政府对免税政策的放开程度。参照海南离岛免税发展历程, 当市内店仅对离境的境外人士开放时, 冲击较为有限。但当市内店开始向离境的本国开放时(本国居民出境占出境的比例较高), 分流效果较为显著; 2) 市内店的提货模式。如果市内免税店采取的提货模式为“店内购买, 口岸提货”, 则机场可在提货时收取相应扣点, 议价能力较强; 但如果市内免税店采用“市内店交押金即可提货, 等到机场则退还押金”的提货方式, 则机场对免税运营商的议价能力大幅降低, 难以抽取高昂租金。

根据中免公司官网, 新开业的上海市内免税店营业面积共计达 874.4 平方米, 可为即将离境境外游客提供“店内购买, 口岸提货”的服务, 还为即将离境的中国游客提供免税品预定业务(在市内店预定下单在机场付款提货)。因此上海市内免税店当前仍较大程度上依赖于上海机场, 上海机场将从提货扣点中分享市内店成长红利。

4 其他非航业务: 2020 年后广告收益较大增厚, 航油业务盈利能力仍有提升空间

按权益计算, 2019 年浦东国际机场航空油料公司、德高动量广告公司分别实现投资收益 4.96 亿元、2.38 亿元(扣减少数股东收益), 分别占上海机场同期利润总额(66.68 亿元)的 7.44%、3.57%。

4.1 广告业务: 2020 年重签广告合同, 广告收益较大增厚

2020 年重签广告合同, 广告收益较大增厚: 上海机场持有上海机场广告公司 51% 股权, 上海机场广告公司持有德高动量广告有限公司 50% 股权。德高动量广告有限公司与上海机场集团签署了 15 年独家广告经营管理合约, 拥有对上海浦东国际机场和上海虹桥国际机场所有户内外媒体的独家经营权, 并将业务拓展至北京首都国际机场 T3 及青岛流亭国际机场。2019 年德高动量营收为 15.29 亿元, 净利润为 9.33 亿元。

上海机场的广告相关业务有两项来源: 1) 来自德高动量的投资收益。按权益计算, 2019 年德高动量广告公司实现投资收益 4.66 亿元, 扣减少数股东损益后的投资收益为 2.38 亿元, 分别占上海机场同期利润总额(66.68 亿元)的 3.57%; 2) 上海机场向收取的广告阵地租赁收入(租赁费)。由于上海机场仅持有德高动量约 25.5% 权益, 广告阵地租赁收费越低, 利润将转移至德高动量公司, 而上海机场仅可分享德高动量 25.5% 收益。

由于德高动量广告与上海机场集团签署了 15 年独家广告经营管理合约，该合约在 2020 年年初到期，2020 年前的广告阵地租赁收入较低。根据上海机场 2019 年、2020 年的《日常关联交易公告》：1) 2019 年上海机场根据成本加成方式，向德高动量出租候机楼临时场地、相关资源、业务用房，转让相关特许经营权等，2019 年预计收费 1261.52 万元，实际发生额为 648.47 万元；2) 2020 年上海机场将与德高动量签订合同，向其出租广告阵地，用于其广告经营业务，结算价格依据市场定价。预计结算金额为 28571.43 万元（结算期限为 2020.3.1 至 2020.12.31）。随着上海机场与德高动量按照市场定价来重新签订广告合同，预计该项举措将增厚 2020 年、2021 年上海机场归母净利润为 1.57 亿元、1.88 亿元。

4.2 航油业务：国际航线占比增加，浦东航油的盈利能力还有提升空间

上海机场航油业务主要由持股 40% 的浦东国际机场航空油料公司实施。浦东国际机场航空油料公司专营为浦东机场中外航空公司提供飞机加油服务，拥有垄断型优势。2019 年，浦东航油年末总资产为 67.43 亿元，净资产为 52.61 亿元，2019 年营收为 219.19 亿元，净利润为 12.62 亿元。据此计算 2019 年浦东航油的净利率为 5.76%，ROE 为 24%，浦东航油的超额收益主要来自国际航线航油（市场定价）的高盈利能力。随着浦东机场的国际航班占比继续提升，预计盈利能力还有提升空间。2019 年浦东航油实现投资收益 4.96 亿元，占上海机场同期利润总额（66.68 亿元）的 7.44%。

5 投资建议

5.1 核心假设

基于对航空性业务、免税业务及其他非航业务的基本面分析，为拆分 2020-2022 年上海机场各项业务业绩，对各项业务做出如下核心假设：

假设 1：预计新冠疫情对国内航班影响为 2020 年 6 月开始复苏，而国际航班预计在 2020 年 8 月复苏，据此预计 2020 飞机起降/旅客吞吐量增速分别为 -14.85%/-19.08%。免收停场费，将降低同期上海机场航空性收费比例为 9.4%。

假设 2：由于 2010-2019 年上海机场飞机起架增速落后于旅客量增速约 2.32pct，且 2019 年 Q3 末东方航空窄体机数量占比高达 86.97%。据此预计 2021-2022 年飞机起架增速落后于旅客量增速约 2pct。

假设 3：由于浦东机场跑道的产能利用率还有 15% 的提升空间，卫星厅投产将带来短期内增量时刻的释放，预计 2021 年、2022 年的时刻资源增速 5%（基准为 2019 年）、3%。

假设 4：2020 年将比 2019 年新增 5.37 亿折旧成本。

假设 5：根据免税合同，2020-2022 年免税保底提成分别为 41.58 亿元、45.59 亿元、62.88 亿元。考虑到 2019 年免税实际收入较保底收入高出 7.46%，而 2020 年新冠疫情对

免税行业造成重大冲击。据此预计 2020-2022 年免税收入分别为 33.26 亿元、48.99 亿元、67.57 亿元，分别较免税保底提成变动-20%（可能的租金减免）、7.46%、7.46%。

假设 6：重新签订广告合同，将增厚 2020 年、2021 年上海机场归母净利润为 1.57 亿元、1.88 亿元。

假设 7：航油业务的业绩规模与浦东机场的时刻增速相匹配。

表 15：2020-2022 年，上海机场各项业务的业绩预测

业务大类	2019E		2020E		2021E		2022E	
	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)						
非航—免税业务	37.88	28.41	33.26	24.95	48.99	36.74	67.57	50.68
非航—非免税业务	30.74	9.97	24.87	9.64	32.89	12.55	34.54	13.08
与架次相关收入	18.04	2.83	13.92	(3.07)	18.94	2.98	19.51	3.07
与旅客及货邮相关收入	22.79	3.58	18.44	(3.02)	24.39	3.83	25.60	4.02
上海机场广告（德高动量）		1.78		1.44		1.78		1.78
航空油料		3.72		3.17		3.91		4.02
合计	109.45	50.30	90.49	33.11	125.21	61.79	147.22	76.66

资料来源：财信证券

5.2 投资建议

预计 2020-2022 年净利润分别为 33.11 亿元、61.79 亿元、76.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.72 元、3.21 元、3.98 元，当前股价对应 PE 分别为 38.16X、20.45X、16.48X，对应 BVPS 分别为 17.81 元、20.05 元、22.82 元，对应 PB 分别为 3.68X、3.27X、2.87X。公司短期虽受新冠疫情影影响，但长期盈利前景较好，给予 2020 年底 4.0-4.1X 市净率估值，对应合理股价区间在 71.2-73.0 元，维持【谨慎推荐】评级。

6 风险提示

国内外新冠疫情持续失控风险；航空性收费持续降低风险。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9313.11	10944.67	9049.09	12520.53	14721.68	成长性					
减: 营业成本	4,499.35	5,340.22	5,403.57	5,043.63	5,251.65	营业收入增长率	15.5%	17.5%	-17.3%	38.4%	17.6%
营业税费	22.18	10.07	17.83	22.00	22.81	营业利润增长率	16.4%	18.5%	-30.7%	86.5%	24.0%
销售费用	1.07	0.08	3.05	1.92	2.44	净利润增长率	14.9%	18.9%	-34.2%	86.6%	24.1%
管理费用	243.30	265.03	241.65	321.55	375.90	EBITDA 增长率	12.0%	18.3%	-33.2%	80.0%	22.1%
财务费用	-193.99	-208.71	-255.21	-322.33	-441.72	EBIT 增长率	15.2%	19.1%	-32.6%	90.1%	23.5%
资产减值损失	0.36	-	0.32	0.23	0.18	NOPLAT 增长率	13.9%	19.1%	-35.8%	90.1%	23.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.8%	11.2%	-0.7%	5.0%	-7.5%
投资和汇兑收益	893.25	1,149.91	987.34	1,174.71	1,190.34	净资产增长率	12.4%	13.3%	7.6%	13.2%	14.4%
营业利润	5,634.44	6,674.59	4,625.22	8,628.24	10,700.75	利润率					
加: 营业外净收支	-4.53	-7.01	-3.85	-5.13	-5.33	毛利率	51.7%	51.2%	40.3%	59.7%	64.3%
利润总额	5,629.91	6,667.58	4,621.38	8,623.11	10,695.42	营业利润率	60.5%	61.0%	51.1%	68.9%	72.7%
减: 所得税	1,198.53	1,406.71	1,155.34	2,155.78	2,673.86	净利润率	45.4%	46.0%	36.6%	49.4%	52.1%
净利润	4231.43	5030.21	3311.17	6179.23	7665.76	EBITDA/营业收入	66.8%	67.3%	54.4%	70.7%	73.4%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	58.4%	59.2%	48.3%	66.3%	69.7%
货币资金	8,765.51	10,359.80	12,996.66	16,502.13	23,923.21	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	340	465	776	546	452
应收帐款	1,314.33	1,662.03	810.53	2,591.65	1,417.12	流动营业资本周转天数	-22	-50	-96	-40	-28
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	400	380	531	485	554
预付帐款	18.95	0.82	44.06	19.90	14.93	应收帐款周转天数	49	49	49	49	49
存货	19.96	14.34	30.14	8.94	30.28	存货周转天数	1	1	1	1	0
其他流动资产	517.95	430.84	337.33	428.71	398.96	总资产周转天数	1,130	1,120	1,502	1,171	1,124
可供出售金融资产	1.80	-	1.20	1.00	0.73	投资资本周转天数	706	689	874	645	541
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3,244.92	3,929.95	3,929.95	3,929.95	3,929.95	ROE	15.0%	15.7%	9.6%	16.0%	17.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.3%	14.2%	9.0%	15.0%	16.4%
固定资产	8,511.57	19,768.91	19,257.73	18,746.55	18,235.37	ROIC	25.6%	25.7%	14.9%	28.5%	33.5%
在建工程	8,155.81	464.95	464.95	464.95	464.95	费用率					
无形资产	347.92	499.35	458.95	418.54	378.14	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	30.02	40.24	24.36	19.37	14.99	管理费用率	2.6%	2.4%	2.7%	2.6%	2.6%
资产总额	30,928.73	37,171.23	38,355.86	43,131.69	48,808.63	财务费用率	-2.1%	-1.9%	-2.8%	-2.6%	-3.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	0.5%	0.5%	-0.1%	0.0%	-0.4%
应付帐款	454.05	574.75	1,055.25	831.02	494.66	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	7.4%	12.7%	9.0%	8.4%	7.4%
其他流动负债	1,832.68	4,140.19	2,384.49	2,787.45	3,104.14	负债权益比	8.0%	14.6%	9.9%	9.2%	8.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.65	2.64	4.13	5.40	7.16
其他非流动负债	7.50	6.56	7.55	7.20	7.10	速动比率	4.64	2.64	4.12	5.40	7.16
负债总额	2,294.22	4,721.50	3,447.29	3,625.67	3,605.90	利息保障倍数	-28.04	-31.04	-17.12	-25.77	-23.23
少数股东权益	388.50	445.30	592.42	875.72	1,223.62	分红指标					
股本	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	DPS(元)	0.66	0.79	0.52	0.97	1.20
留存收益	26,319.05	30,077.47	32,389.19	36,703.34	42,052.15	分红比率	30.1%	30.3%	30.2%	30.2%	30.2%
股东权益	28,634.51	32,449.72	34,908.56	39,506.02	45,202.73	股息收益率	1.0%	1.2%	0.8%	1.5%	1.8%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4,431.38	5,260.86	3,311.17	6,179.23	7,665.76	EPS(元)	2.20	2.61	1.72	3.21	3.98
加: 折旧和摊销	787.36	890.66	551.58	551.58	551.58	BVPS(元)	14.66	16.61	17.81	20.05	22.82
资产减值准备	0.36	-	-	-	-	PE(X)	29.86	25.12	38.16	20.45	16.48
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.47	3.95	3.68	3.27	2.87
财务费用	-0.07	-0.02	-255.21	-322.33	-441.72	P/FCF	115.19	44.85	36.37	24.87	13.46
投资收益	-893.25	-1,149.91	-987.34	-1,174.71	-1,190.34	P/S	13.57	11.55	13.96	10.09	8.58
少数股东损益	199.95	230.65	154.86	288.10	355.81	EV/EBITDA	18.95	15.81	23.15	12.50	9.59
营运资金的变动	316.40	2,272.73	-391.27	-1,642.98	1,178.29	CAGR(%)	13.4%	15.1%	-3.5%	13.4%	15.1%
经营活动产生现金流量	4,467.52	4,885.05	2,383.79	3,878.90	8,119.39	PEG	2.22	1.66	-10.90	1.52	1.09
投资活动产生现金流量	-3,202.55	-1,809.69	986.14	1,174.91	1,190.60	ROIC/WACC	2.44	2.45	1.42	2.71	3.19
融资活动产生现金流量	-1,263.49	-1,481.10	-733.07	-1,548.35	-1,888.91	REP	2.44	2.16	3.68	1.78	1.53

资料来源：贝格数据，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财信中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438