

上海机场(600009)

报告日期: 2020 年 4 月 22 日

从生意模式、财务质量, 再谈上海机场投资价值

——上海机场深度报告

✍ : 姜楠 执业证书编号: S1230515120001
☎ : 021-80108129
✉ : jiangnan@stocke.com.cn

报告导读

核心资产上海机场估值已接近底部, 长期投资价值突出。

投资要点

□ 生意模式佳: 旅客提供流量, 免税支撑利润

上海机场的业务主要分为航空性业务和非航业务, 其中, 航空性业务提供流量, 覆盖基础设施成本; 非航业务依靠流量变现能力, 支撑机场利润, 并带来长期发展潜力。2019 年, 上海机场的利润占比为: 免税 70%、投资收益 22%、其他 8%。

□ 报表质量高: 现金充裕、利润率高, 扩建也无需依赖融资或补贴

2015 年开始建设、2019 年建成的 S1、S2 卫星厅, 全部由上海机场自有资金解决, 在上市机场最近一轮扩建中, 是唯一不需要依赖外部融资的机场。且在这 5 年中, 上海机场维持了每年现金分红比率 30% 左右。2019 年, 上海机场毛利率 51.2%, 净利率 48.1%, ROE (摊薄) 15.7%, ROIC 16.7%, 是重资产行业的利润率翘楚。

□ 发展前景好: 免税行业高景气, 机场人均尚低, 超预期概率大

2017-2019 年, 上海机场免税收入增速分别为 51%、36%、40%, 是支撑其利润增长的最关键业务。根据中国国旅 19 年报, 日上上海能从浦东机场的免税经营获取 8 亿元净利润。而上海机场则能获得净利润约 36 亿元。因此, 上海机场能分走约 82% 的利润, 日上上海分走 18%。在我们的预测中, 上海机场 2025 年人均免税消费额仅 595 元, 不及仁川机场 2018 年中国旅客人均免税消费额 (1244 元) 的一半, 未来免税消费额超我们预期的概率较大。

□ 盈利预测及估值

最悲观假设下的绝对估值已接近底部: 按照我们最悲观的假设——市内免税完全分流, 上海机场未来只能获得保底收入+市内免税 5% 提成收入, T3 资本开支 350-400 亿, 在 WACC 8%、永续 2% 情况下, DCF 估值 1174 亿元。中性假设下 DCF 1659 亿元。

相对估值: 我们预计上海机场 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96、2.84、3.24 元。在疫情扰动下, 给上海机场 2021 年 30 倍 PE, 对应股价 85.2 元, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

疫情恢复情况不及预期, 资本开支高于预期等。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	10945	8194	12896	14608
(+/-)	17.52%	-25.13%	57.38%	13.28%
净利润	5030	1859	5475	6241
(+/-)	18.88%	-63.05%	194.59%	13.98%
每股收益 (元)	2.61	0.96	2.84	3.24
P/E	25.77	69.75	23.68	20.77

评级

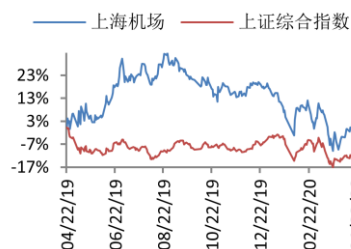
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 67.28

单季度业绩

元/股

4Q/2019	0.57
3Q/2019	0.70
2Q/2019	0.71
1Q/2019	0.75



公司简介

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

相关报告

报告撰写人: 姜楠

数据支持人: 李丹

正文目录

1. 旅客提供流量，免税支撑利润——上海机场商业模式探讨	4
1.1. 上海机场利润拆分：免税占比 70%，投资收益、有税商业亦有贡献	4
1.2. 机场的商业模式：航空性业务弥补成本、提供流量，非航支撑利润	5
1.2.1. 航空性业务：按政策收费，国际收费高于国内	5
1.2.2. 非航业务：免税是利润和成长性来源，卫星厅投产或将迎来二次爆发机遇	6
1.2.3. 投资收益：主要包含航油、广告业务，是上海机场另一重利润保障	8
1.3. 国际枢纽垄断地位突出，共享长三角发展红利	8
1.3.1. 全国首个“一市两场”城市，差异化定位增加浦东机场价值	8
1.3.2. 长三角最高等级核心枢纽，享长三角一体化发展红利	9
2. 现金充裕、利润率高，扩建也无需依赖融资或补贴	12
2.1. 上海机场百亿卫星厅扩建依靠自有资金解决，是上市机场中唯一	12
2.2. 资产负债率 13%、无有息负债、现金充沛	13
2.3. 毛利率 51%、净利率 48%，重资产行业利润率翘楚	13
2.4. 分红稳定，截至 2019 年已超百亿，资本市场青睐标的	14
3. 免税行业高景气，上海机场成攫取最大利润方	15
3.1. 免税行业过去几年经历大发展	15
3.2. 上海机场成为免税利润最大攫取方	16
3.3. 未来发展潜力仍十分巨大：机场人均免税消费额低，未来存超预期概率	16
4. 多种估值显示市值底部区域，长期配置价值突出	19
4.1. 绝对估值	19
4.2. 相对估值	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：上海机场 2019 年收入拆分（百万元）	4
图 2：上海机场 2014-2019 年各项业务收入趋势（百万元）	4
图 3：上海机场 2014-2019 年利润拆分（百万元）	4
图 4：上海机场 2014-2019 年各项业务利润占比	4
图 5：机场业务分类及收费方式	5
图 6：北上广深机场 2018-2019 年国际及地区旅客占比	6
图 7：2018 年北上广深机场单客航空性收入（元）	6
图 8：上海机场 2014-2019 年免税销售额增速	7
图 9：上海机场 2014-2019 年免税收入增速	7
图 10：油料公司 2014-2019 年净利润情况	8
图 11：德高动量 2014-2019 年净利润情况	8
图 12：上海虹桥和浦东机场旅客量对比	9
图 13：浦东机场国际及地区旅客量占比超 50%	9

图 14: 长三角 16 家机场 2019 年旅客量情况	9
图 15: 长三角 16 家机场 2019 夏秋航季日均国际航班量情况	9
图 16: 长三角地区机场空间布局示意图	10
图 17: 长三角 2016-2019 年 GDP 复合增速 10.3%	11
图 18: 2019 年长三角 GDP 总量远超粤港澳和京津冀	11
图 19: 上海机场 2010-2019 年的经营活动现金净流量和现金净增加额情况 (亿元)	12
图 20: 上海机场 2010-2019 年关键资本结构指标	13
图 21: 2010-2019 年上海机场企业自由现金流情况	13
图 22: 上海机场过去 5 年毛利率、净利率情况	14
图 23: 上海机场过去 5 年 ROE、ROIC 情况	14
图 24: 上海机场上市至今分红情况	14
图 25: 2011-2019 年上海机场与上证综指收益率对比情况	14
图 26: 国内居民出境人数 2010 年开始高速增长	15
图 27: 中国人均 GDP2011 年突破 5000 美元	15
图 28: 中国国旅免税收入从 2017 年开始高增长	16
图 29: 2019 年中国国旅免税门店收入占比 (亿元)	16
图 30: 2018 年中国人占全球奢侈品消费的 33%	17
图 31: 2018 年中国人免税消费占全球 35%	17
图 32: 中国消费者奢侈品消费渠道细分	17
图 33: 2018 年中国人在国内免税消费仅占 18%	17
图 34: 中国旅客在韩国市内免税店人均消费额情况	18
图 35: 2018 年韩国仁川机场人均免税消费额情况	18
图 36: 中国旅游逆差占整体服务逆差的比例逐年增加	18
图 37: 中国旅游收入稳定但支出猛增	18
图 38: 打击海外代购、启用电商法	18
表 1: 上海机场航空性业务收费标准	5
表 2: 同一机型飞国际/地区起降费收费显著高于国内	6
表 3: 上海机场免税保底收入情况	7
表 4: 上海机场航站楼、卫星厅免税面积一览	7
表 5: 上海机场卫星厅商业招商结果一览	8
表 6: 长三角地区机场类别	10
表 7: 北京、广州、深圳机场近期扩建融资情况汇总	13
表 8: 中国免税业发展历程	15
表 9: 上海机场各航站楼免税扣点率情况	16
表 10: 中性假设下上海机场 DCF 估值收入成本假设 (百万元)	20
表 11: 中性假设下上海机场 DCF 估值现金流假设 (百万元)	20
表 12: WACC 重要假设	21
表 13: 中性假设下上海机场 DCF 估值合理市值敏感性测算 (亿元)	21
表 14: 悲观假设下上海机场的现金流情况假设 (百万元)	22
表 15: 悲观假设下上海机场 DCF 估值合理市值敏感性测算 (亿元)	22
表附录: 三大报表预测值	23

1. 旅客提供流量，免税支撑利润——上海机场商业模式探讨

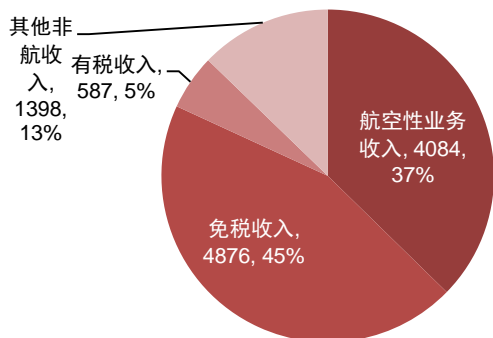
机场一般被视作公用事业类股票，但由于其利润构成已经发生了巨大变化——免税占利润的大头，我们认为，机场股已经向消费股转变。未来的成长空间很大程度上取决于免税销售的增长空间。

1.1. 上海机场利润拆分：免税占比 70%，投资收益、有税商业亦有贡献

在探讨上海机场的商业模式之前，我们先来拆分一下它 2019 年的收入利润构成，使得我们能对其商业模式能有更加直观的感受。

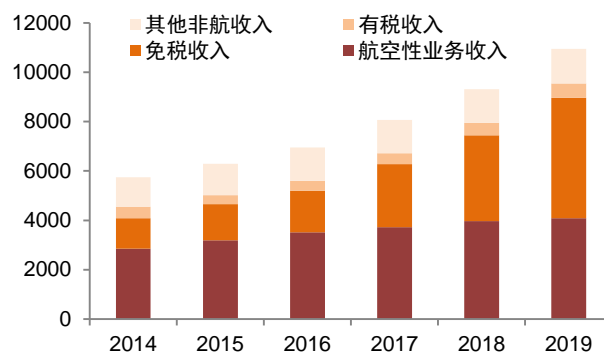
收入构成：商业租赁收入是总收入的驱动力，免税收入占商业租赁收入的 89%。2019 年，上海机场营业收入 109.4 亿元/+17.5%，其中，航空性业务收入 40.8 亿元/+2.9%，非航收入中，商业租赁收入 54.6 亿元/+37.1%，其他非航收入 14.0 亿元/+2.9%。我们可以发现，（1）商业租赁收入已经成为上海机场最大的收入模块，占到总收入的 50%；（2）商业租赁收入同比增速 37%，而除此之外的收入增速仅 2.9%，商业租赁收入是公司总收入增长的绝对驱动力。根据我们的测算再细拆商业租赁收入，其中，2019 年免税收入 48.8 亿元，同比增长 40.3%，占商业租赁收入的 89%；有税商业收入 5.9 亿元/+15.2%，占商业租赁收入的 11%。

图 1：上海机场 2019 年收入拆分（百万元）



资料来源：上海机场 2019 年报，浙商证券研究所

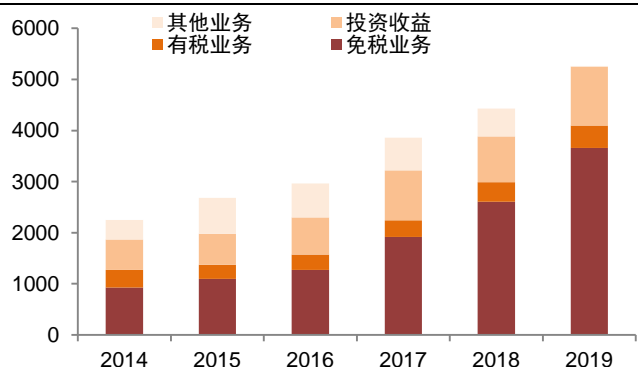
图 2：上海机场 2014-2019 年各项业务收入趋势（百万元）



资料来源：上海机场 2014-2019 年报，浙商证券研究所

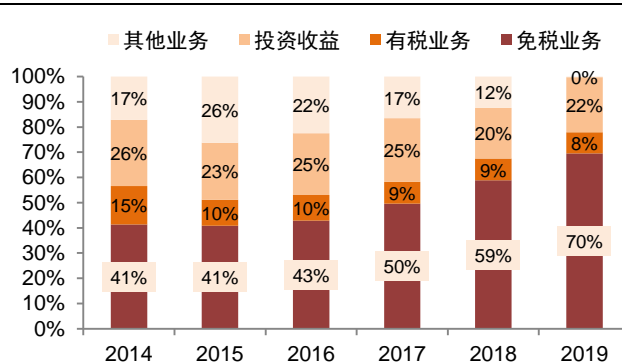
利润构成：免税占比 70%、投资收益占 22%。2019 年，上海机场净利润 52.6 亿元/+18.7%，归母净利润 50.3 亿元/+18.9%。其中，由于上海机场的航空性业务是其基础业务，基本所有的成本都与航空性业务相关，非航业务是机场的附加业务，基本都是特许经营模式，机场不直接参与经营，仅收取特许经营费。因此，我们将上海机场的成本归于特许经营业务以外的收入。在此基础上，我们对上海机场 2019 年的利润构成做了测算，其中，免税业务利润约 36.6 亿元，占比 70%；有税业务利润约 4.4 亿元，占比 8%；投资收益（主要是航油、广告业务）11.5 亿元，占比 22%；其他业务利润 0.1 亿元，占比 0%。

图 3：上海机场 2014-2019 年利润拆分（百万元）



资料来源：上海机场 2014-2019 年报，浙商证券研究所

图 4：上海机场 2014-2019 年各项业务利润占比

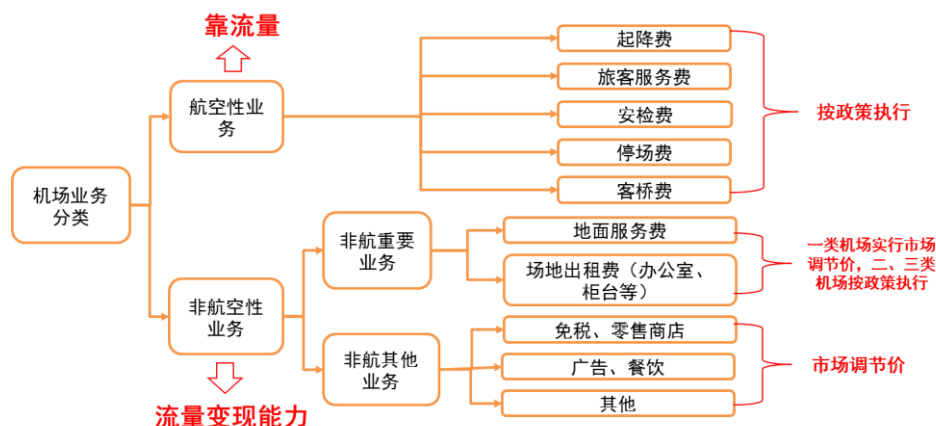


资料来源：上海机场 2014-2019 年报，浙商证券研究所

1.2. 机场的商业模式：航空性业务弥补成本、提供流量，非航支撑利润

根据我们如上的拆分可以发现，2019 年，由于上海机场卫星厅投产致成本上升，其航空性业务提供的收入基本用于覆盖成本；商业收入、投资收益为其提供利润。因此，我们对上海机场的盈利模式作如下总结——航空性业务提供流量，覆盖基础设施成本；非航业务依靠流量变现能力，支撑机场利润，并带来长期发展潜力。

图 5：机场业务分类及收费方式



资料来源：浙商证券研究所

1.2.1. 航空性业务：按政策收费，国际收费高于国内

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

表 1：上海机场航空性业务收费标准

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

资料来源：《民用机场收费标准调整方案的通知》，浙商证券研究所

从上表我们可以发现，同一机型，国际航班的收费明显高于国内航班。如国内最普遍的窄体机 A320，其最大起飞全重 77 吨，如果飞国内航班，则起降费 1848 元，若飞国际航班，则起降费 3280 元。如果是 A330 宽体机，其最大起飞全重 230 吨，如果飞国内航班，则起降费 5960 元，若飞国际航班，则起降费 10280 元。且由于窄体机满载航距过短，飞国际长航线一般都需要换大机型，因此，国际线的起降费收费会更高。

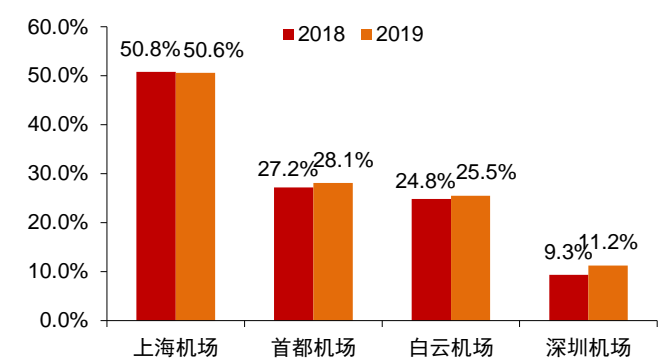
表 2：同一机型飞国际/地区起降费收费显著高于国内

机型	最大起飞全重（吨）	飞国内起降费（元）	飞国际/地区起降费（元）	满载航距（公里）
A320	77	1848	3280	5700
A330	230	5960	10280	10500

资料来源：《民用机场收费标准调整方案的通知》，浙商证券研究所

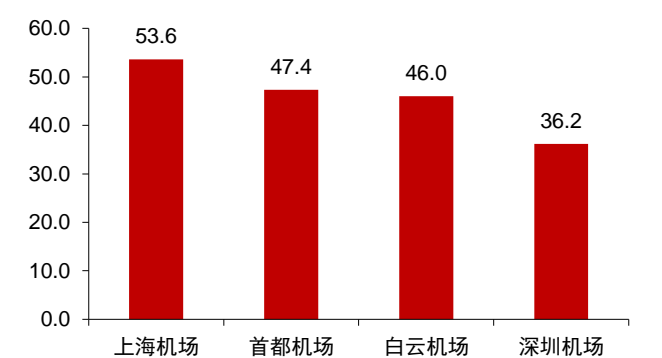
上海机场拥有国内机场中最高国际旅客占比，因此，其航空性收入和单客航空性收入都明显高于其他机场。2019 年，上海机场国际及地区旅客量 3851 万人次，占总旅客量的 50.6%，远高于首都机场、白云机场、深圳机场的 28.1%、25.5%、11.2%。因此，上海机场的单客航空性收入 53.6 元，也远高于首都机场、白云机场、深圳机场的 47.4、46.0、36.2 元。

图 6：北上广深机场 2018-2019 年国际及地区旅客占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：2018 年北上广深机场单客航空性收入（元）



资料来源：北上广深机场 2018 年报，浙商证券研究所

1.2.2. 非航业务：免税是利润和成长性来源，卫星厅投产或将迎来二次爆发机遇

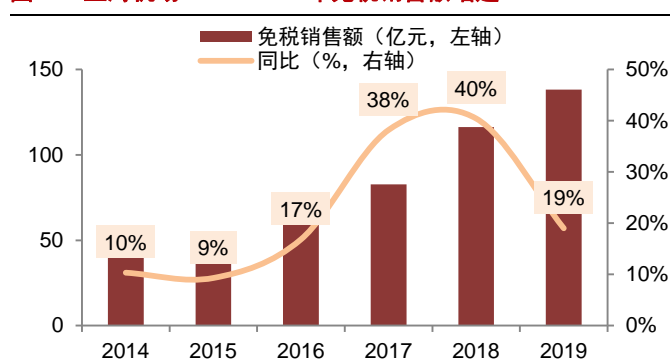
上海机场免税业务收入按照销售额提成和保底租金孰高，处高速增长阶段。2019 年，上海机场免税销售额约 138 亿元，同比增长约 19%，2017-2018 年销售额增速分别为 38%、40%。2018 年 9 月，上海机场与日上上海签订了《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》，自 2019 年至 2025 年，7 年免税保底收入 410 亿元，提成比例 42.5%（T1 航站楼自 2022 年起执行，2019 年公司实际提成比例约为 38%）。2019 年，上海机场免税收入按照保底 35.25 亿元，提成计算方式为： $138 \times 38\% / 1.06 = 49$ 亿元（6%为增值税），即按照提成 49 亿元收取免税收入，较 2018 年同比增长 40%。

表 3：上海机场免税保底收入情况

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

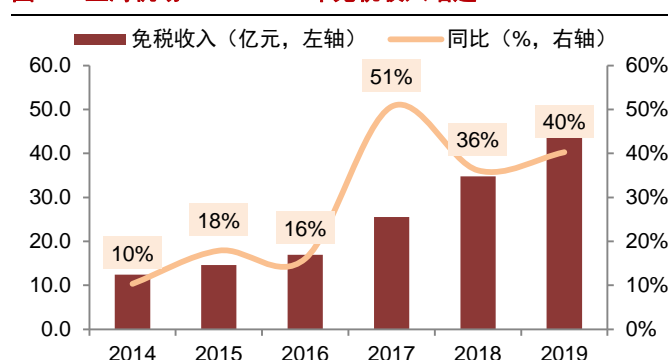
资料来源：《关于签订特别重大合同的公告》，浙商证券研究所

图 8：上海机场 2014-2019 年免税销售额增速



资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

图 9：上海机场 2014-2019 年免税收入增速



资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

卫星厅投产为免税二次爆发迎来良机。2019 年 9 月 16 日，上海机场卫星厅正式投产，我们认为将会为其免税带来 2 次成长良机。上海机场 T1、T2 航站楼共规划了 7853 平米免税面积，而卫星厅规划了 9062 平米。上海机场计划 2022 年底前，陆续引进 19 个奢华时装皮具品牌和 7 个顶级珠宝腕表品牌。在继续保持免税香化品的全球价格竞争力外，机场方面还将提高烟、酒、百货和食品类各 30 种共计 120 种畅销品在亚太区机场的价格竞争力，打造“亚太机场免税店最佳价格”品牌。

表 4：上海机场航站楼、卫星厅免税面积一览

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

资料来源：《关于签订特别重大合同的公告》，浙商证券研究所

此外，上海机场航站楼和卫星厅共有 6.6 万平米商业面积，天然具备作为商场的能力。因此，除免税商品外，可以在商业区域销售含税商品、餐饮、做广告展示等。2019 年，上海机场商业收入约为 6 亿元，同比增长 15。根据上海机场的招商公告，其卫星厅零售餐饮招商资源约 1.9 万平米，其中国际区域零售面积规划约为 5000 平米，国内区

域零售面积约为 4900 平米，餐饮项目规划约为 9200 平米。标段划分总计 55 个包括国内有税零售标段 19 个，国际有税零售标段 15 个，餐饮项目标段 21 个。总计为上海机场新增有税保底收入 3.26 亿元/年，加权平均扣点率 27%，本次签约期限 1825 天（5 年），总共为上海机场新增保底收入 16.3 亿元。

表 5：上海机场卫星厅商业招商结果一览

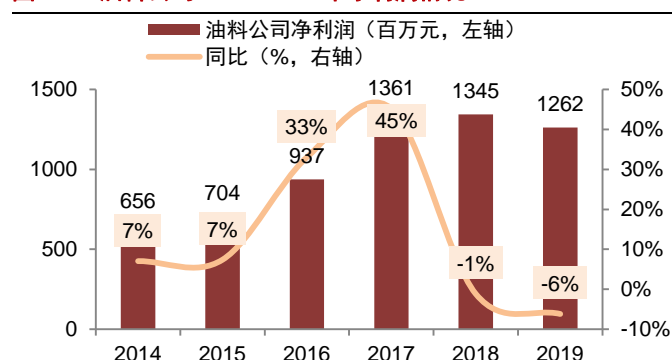
区域	面积（平米）	总中标保底金额（5 年，万元）	加权平均提成比例	合同期限（天）
国际零售	5000	54052.9	33.4%	1825
国内零售	4900	53469.8	24.6%	1825
餐饮	9200	55343.5	23.1%	1825
合计	19100	16.3 亿元	27.0%	

资料来源：上海机场集团官网，浙商证券研究所

1.2.3. 投资收益：主要包含航油、广告业务，是上海机场另一重利润保障

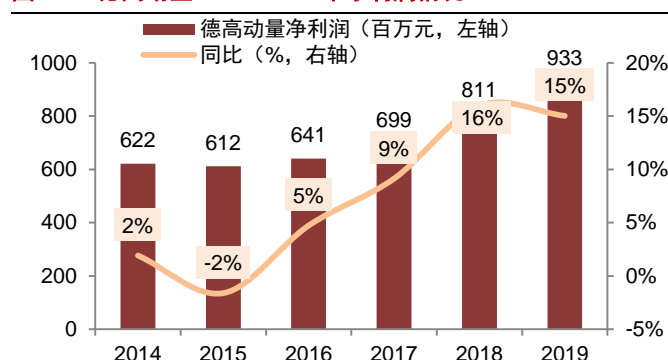
上海机场主要有两个参控股公司，其一是持股 40%的**油料公司**，2019 年实现净利润 12.6 亿元，同比下降 6.2%；另一个是**机场广告公司**，公司、集团持股比例分别为 51%、49%，机场广告公司的联营企业德高动量负责经营上海机场的广告业务，2019 年实现净利润 9.3 亿元，同比增长 15%。2019 年，公司分别从航油、广告公司获得投资收益 5.0 亿元、4.7 亿元。而 2019 年公司净投资收益 11.5 亿元，除以上两项贡献的 9.7 亿元外，有华东凯亚的一次性收益 0.5 亿元，剩余 1.3 亿元主要由上海机场投资的股权基金产生。

图 10：油料公司 2014-2019 年净利润情况



资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

图 11：德高动量 2014-2019 年净利润情况



资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

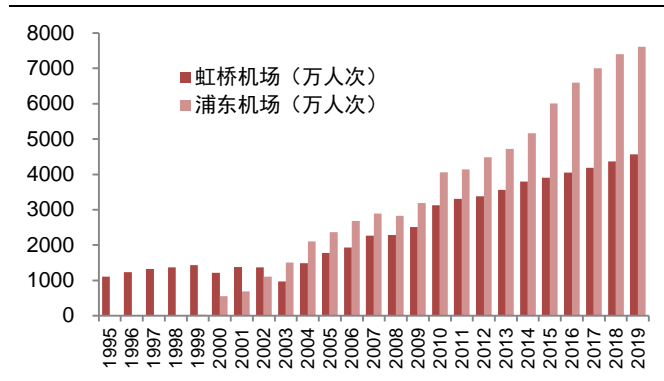
1.3. 国际枢纽垄断地位突出，共享长三角发展红利

1.3.1. 全国首个“一市两场”城市，差异化定位增加浦东机场价值

上海是我国首个拥有“一市两场”的城市，上海机场的前身是“虹桥国际机场股份有限公司”，于 1998 年 2 月上市，其 IPO 募集了 19 亿资金，其中 14 亿用于浦东机场的建设。浦东机场于 1999 年 9 月建成通航，2002 年 10 月 28 日起，民航局和上海市政府共同决定，将上海所有国际航班和港澳地区航班由虹桥机场转移到浦东国际机场起降，保留部分虹桥机场的国际机场备降功能。2004 年 1 月，上市公司将体内的虹桥机场与浦东机场&航油公司 40%股权做了资产置换。至此，上海机场上市公司体内资产由虹桥机场变更为浦东机场。

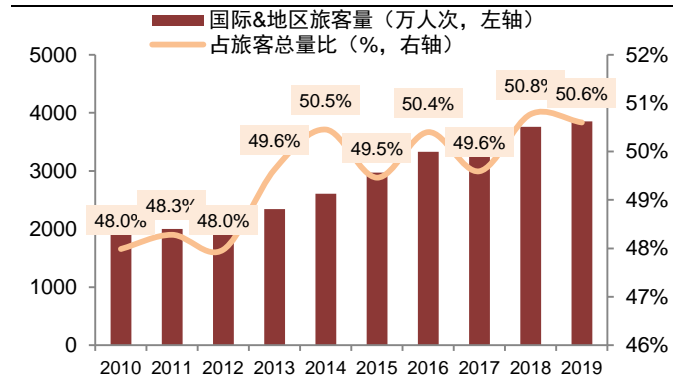
浦东主国际、虹桥主国内，差异化定位增加浦东机场价值。2004 年，上海市《浦东国际机场总体规划》表明，以浦东机场为主，构建“国际航线网络运营的国际枢纽机场”；以虹桥机场为辅，构建“点对点运营的国内枢纽机场”。这一政策使得浦东机场在上海两场中居于核心地位，虹桥机场的存在实为浦东机场疏散了部分低附加值的国内旅客。2017 年，上海两场国际及地区旅客量共 3794 万人次，其中浦东机场 3471.5 万人次，占比 91.5%。其中 2017 年浦东机场国际及地区旅客量占比 49.6%，虹桥机场占比 7.7%。

图 12：上海虹桥和浦东机场旅客量对比



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 13：浦东机场国际及地区旅客量占比超 50%

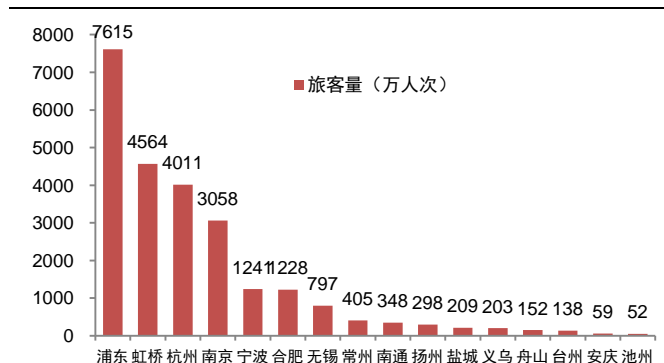


资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

1.3.2. 长三角最高等级核心枢纽，享长三角一体化发展红利

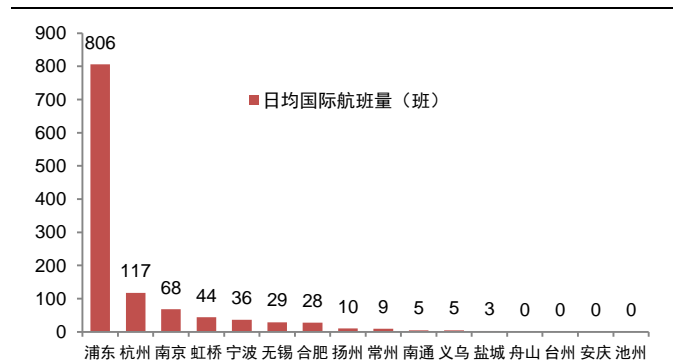
上海地处中国东部沿海经济发展带与长江经济带的交汇处，直接服务区是长三角地区。目前，长三角地区已建成通航 16 个民用机场，2019 年，长三角地区机场旅客吞吐量共计 2.4 亿人次，高于粤港澳大湾区的 2.02 亿和京津冀地区的 1.5 亿旅客量。而在长三角地区，上海机场拥有最高的机场等级、最高的旅客吞吐量和最密集的国际航班波，是长三角机场的核心。

图 14：长三角 16 家机场 2019 年旅客量情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：长三角 16 家机场 2019 夏秋航季日均国际航班量情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 6：长三角地区机场类别

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

资料来源：《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》，浙商证券研究所

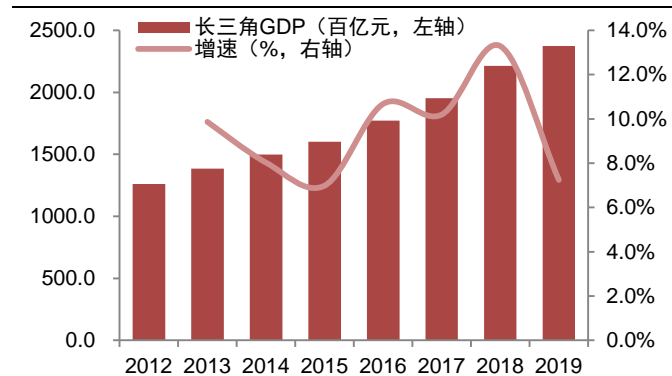
图 16：长三角地区机场空间布局示意图



资料来源：谷歌地图，《长三角机场群市场运营情况及未来发展建议》，浙商证券研究所

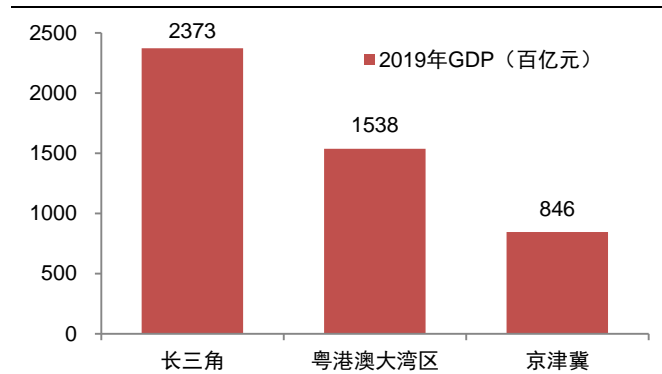
上海是我国最大的经济中心城市，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，地处中国东部沿海经济发展带与长江经济带的交汇处，直接服务区长三角地区是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的经济板块。间接服务区 2 小时飞行圈资源丰富，包括中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源和 90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和日本、韩国的大部分地区。2019 年，上海仍然是中国最大的航空市场，虹浦两场旅客吞吐量突破 1.2 亿人次。作为长三角唯一核心国际枢纽，上海机场能充分受益于其经济、金融中心的地位及直接服务区长三角发达的腹地经济。

图 17: 长三角 2016-2019 年 GDP 复合增速 10.3%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 2019 年长三角 GDP 总量远超粤港澳和京津冀



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 现金充裕、利润率高，扩建也无需依赖融资或补贴

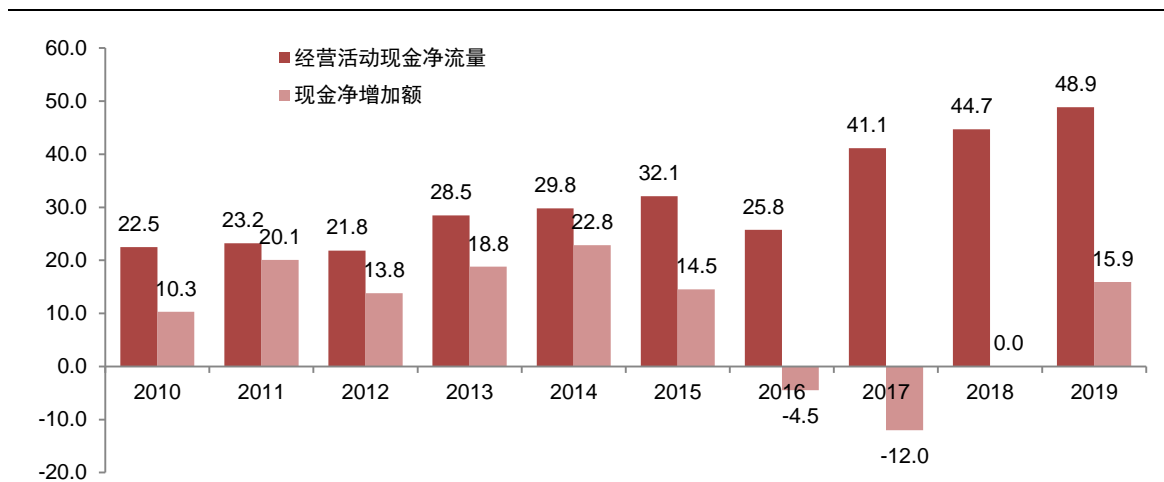
长期价值投资者喜欢的往往是“生意模式好，有很强自由现金流、无需依靠外部融资、依靠自己创造的现金流就可可持续发展的优质标的”。上一章我们总结了上海机场的生意模式，本章节我们重点考察其现金流情况。

2.1. 上海机场百亿卫星厅扩建依靠自有资金解决，是上市机场中唯一

2019 年，上海机场归属母公司净利润 50.3 亿元，经营活动现金净流量 48.9 亿元。上海机场自 1999 年建成通航以来，共有 2 次大型资本开支——2008 年建成的 T2 航站楼（二期扩建，转固资产 95.4 亿元）、2019 年建成的 S1、S2 卫星厅（三期扩建，转固资产约 120 亿元），均由上海机场上市公司作为建设主体出资。其中，T2 航站楼的建设，由于上海机场于 2004 年于虹桥机场资产置换完成，上市时间仅 3 年，其在 2007 年发行了 25 亿元 10 年期企业债券——这是上海机场（浦东）上市以来唯一一次融资。

而 2015 年开始建设、2019 年建成的 S1、S2 卫星厅，全部由上海机场自有资金解决。且在这 5 年中，上海机场维持了每年现金分红比率 30% 左右。在整个三期扩建过程中，上海机场仅 2016、2017 年的现金净增加额为负值，分别为 -4.5 亿元、-12.0 亿元。而根据 2019 年报，上海机场目前账面的货币资金还有 103.6 亿元。

图 19：上海机场 2010-2019 年的经营活动现金净流量和现金净增加额情况（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

对比其他一线城市的上市机场，上海机场是唯一一个最近一轮扩建无需外部融资的机场。广州白云机场最近一次扩建完成是 2018 年的 T2 航站楼，转固资产约 145 亿元，白云机场在 2016 年发行了 35 亿元的可转债、并在 2017-2018 年多次发行短期融资券，共计 70 亿元。深圳机场最近一次扩建完成是 2013 年的 T3 航站楼，转固资产约 59 亿元，深圳机场在 2011 年发行了 20 亿可转债，于 2012 年发行了 6 亿 3 年期公司债，并于 2011-2014 年共 3 次发行总额 8 亿元短期融资券。北京首都机场在近 10 年内没有大型资本开支，北京大兴机场于 2019 年投产，计划总投资 800 亿元，其中资本金出资比例 50%、企业自有资金 30 亿元、银行贷款 399.8 亿元。

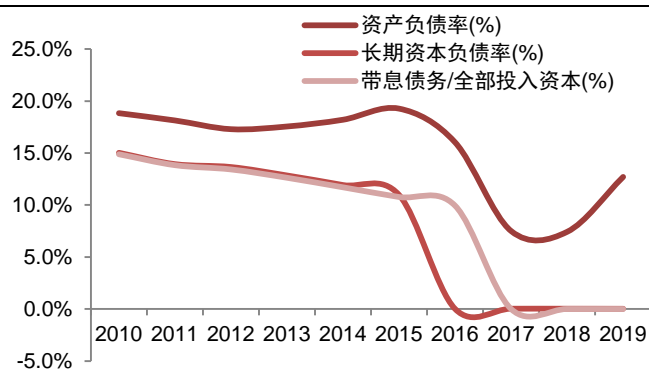
表 7：北京、广州、深圳机场近期扩建融资情况汇总

机场	扩建项目	转固规模	完成时间	融资类型	融资规模
上海机场	S1、S2 卫星厅	约 120 亿元	2019 年	无	无
白云机场	第三跑道	第三跑道约 10 亿元	第三跑道 2015 年	可转债	35 亿元
	T2 航站楼	T2 航站楼约 145 亿元	T2 航站楼 2018 年	超短融	70 亿元
				可转债	20 亿元
深圳机场	T3 航站楼	约 59 亿元	2013 年	公司债	6 亿元
				超短融	8 亿元
北京大兴机场	航站楼+跑道	约 800 亿元	2019 年	资本金	约 400 亿元
				银行贷款	399.8 亿元

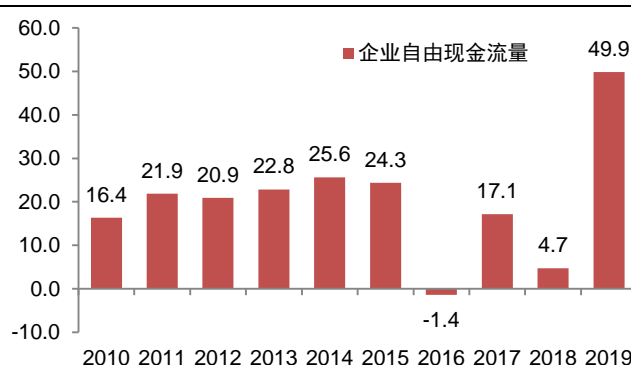
资料来源：《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》，浙商证券研究所

2.2. 资产负债率 13%、无有息负债、现金充沛

截至 2019 年，上海机场资产负债率 12.7%，带息债务为 0，企业自由现金流 49.9 亿元，账面货币资金 103.6 亿元。资产负债率较 2018 年增加 5.3pct 的主要原因是，2019 年公司账面增加了 30 亿元的其他应付款，主要来自卫星厅的应付工程款、卫星厅投产后的资产租赁费有所增长。

图 20：上海机场 2010-2019 年关键资本结构指标


资料来源：Wind，浙商证券研究所

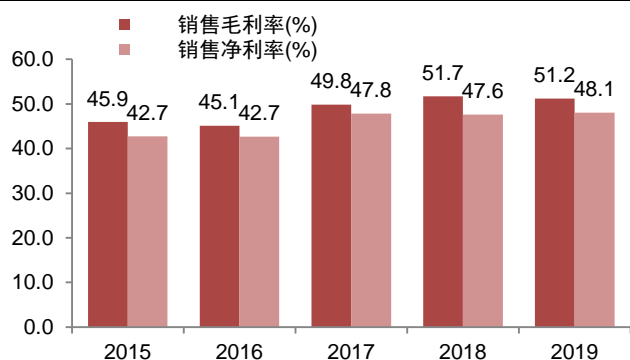
图 21：2010-2019 年上海机场企业自由现金流情况


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 毛利率 51%、净利率 48%，重资产行业利润率翘楚

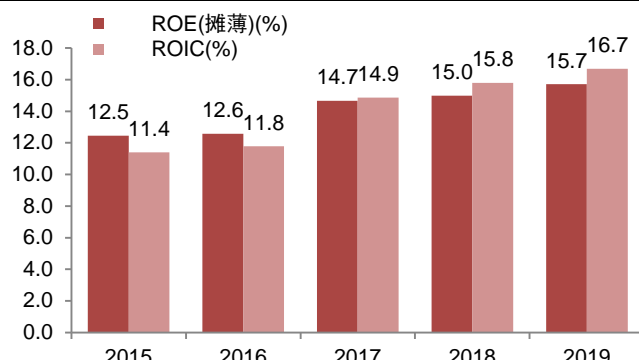
大量重资产公司都有一个共同问题，即没有拿到跟自身重资产规模相匹配的净利率，上海机场是其中的例外。2019 年，上海机场毛利率 51.2%，净利率 48.1%，ROE（摊薄）15.7%，ROIC 16.7%。2015-2019 过去 5 年，上海机场毛利率均超 45%，净利率超 40%，ROE 超 12%，ROIC 超 10%。

图 22：上海机场过去 5 年毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：上海机场过去 5 年 ROE、ROIC 情况

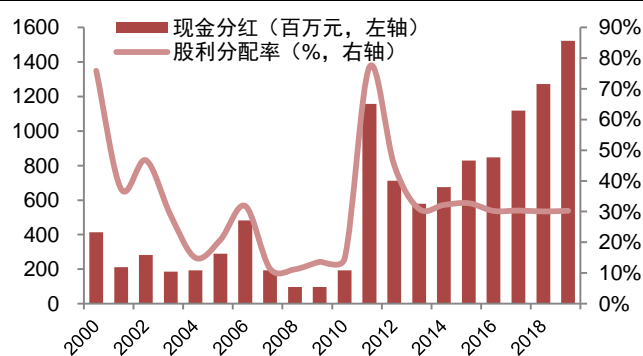


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4. 分红稳定，截至 2019 年已超百亿，资本市场青睐标的

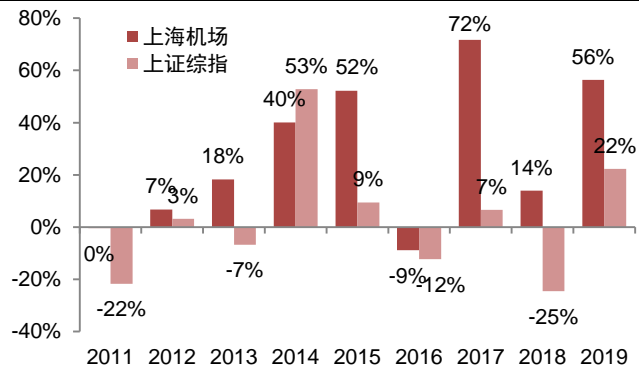
上海机场上市至今已有 21 年（含虹桥），20 次现金分红共计 113.5 亿元，远超其向市场融资规模。良好的商业模式、优异的现金流，使其成为了资本市场青睐的标的。2015 年，上海机场成为 A 股首支被沪港通买至上限的股票。上海机场优异的市场表现也回馈了投资者的信赖，1998 年上市至 2019 年底，上海机场股价累计上涨 24 倍，年化复合收益率 15.5%。2011 年以来，上海机场国际及地区旅客量正式突破 2000 万人次，进入大型国际枢纽机场行列，2011-2019 年化复合收益率 28.7%，其年涨幅仅 1 次（2014 年）略跑输大盘。

图 24：上海机场上市至今分红情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：2011-2019 年上海机场与上证综指收益率对比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

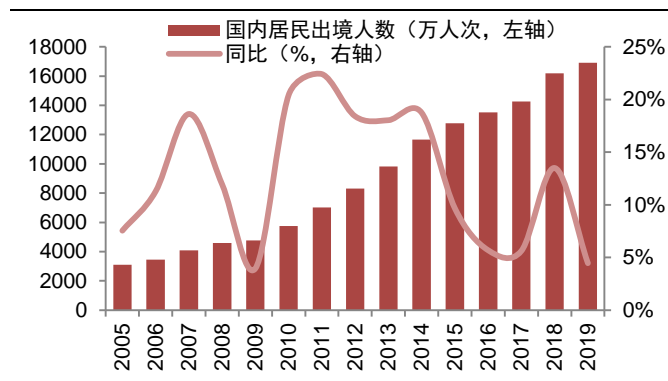
3. 免税行业高景气，上海机场成攫取最大利润方

前文我们已重点提到，2019 年，上海机场免税业务已占其利润的 70%，且收入规模维持 40% 的高速增长，成为收入、利润占比最高的业务，亦是未来上海机场最主要的看点。本章我们将重点讨论上海机场的免税业务。

3.1. 免税行业过去几年经历大发展

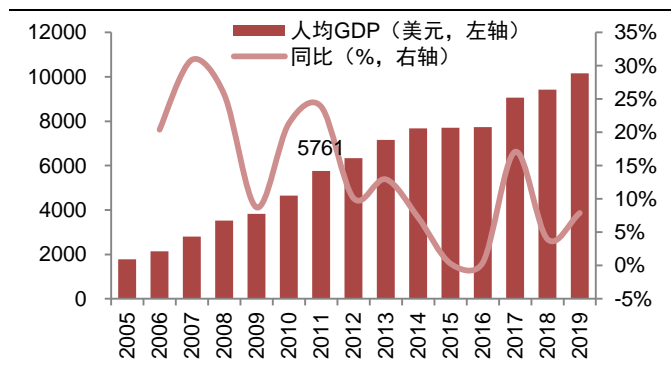
免税是一个依赖政策的行业，早在 1999 年，日上免税行就在上海机场开设了免税店。但由于那时我国出境游尚不发达，免税对于机场的贡献尚不起眼。国际经验表明，人均 GDP 达到 5000 美元以上时，出境游开始爆发。我国人均 GDP 自 2011 年超过 5000 美元，2012 年起，中国连续多年称谓世界第一大出境旅游消费国。2019 年，中国出境旅游人数为 1.69 亿人次，同比增长 4.5%。

图 26：国内居民出境人数 2010 年开始高速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：中国人均 GDP 2011 年突破 5000 美元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2016 年后，中国免税行业加速发展。2011 年起，中国决定在三亚开放离岛免税政策；2014 年，三亚海棠湾免税店开业，中国免税行业首次进入全球视野；2016 年，开放 19 个进境免税口岸；后中国国旅相继在 2017 年收购了日上中国（经营首都机场免税店）51% 股权、2018 年收购了日上上海（经营上海机场免税店）51% 股权、接受海南国资委无偿划转海免公司 51% 股权，中国免税行业加速发展。

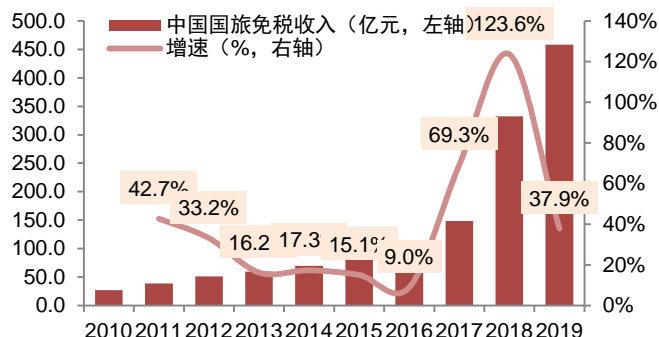
表 8：中国免税业发展历程

时间	事件
1999.6	日上上海成立，主要经营上海机场免税店
2005.11	日上中国成立，主要经营首都机场免税店
2011.4	海南离岛免税额度 5000 元，其中非岛内居民旅客每人每年限购 2 次，岛内居民每人每年限购 1 次。
2012.10	海南规定是每人每次 8000 元的免税购物限额，其中非岛内居民旅客每人每年限购 2 次，岛内居民每人每年限购 1 次。
2014.9	三亚海棠湾免税店开业
2016.2	海南调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元人民币。
2016.2	财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合发布关于印发《口岸进境免税店管理暂行办法》的通知，决定增设和恢复口岸进境免税店（包含广州白云、杭州萧山等 19 个口岸进境免税店），合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2017.7	中免收购日上中国 51% 股权
2018.2	中免收购日上上海 51% 股权
2018.10	中国国旅接受海南国资委无偿划转的海免公司 51% 股权
2018.12	将海南离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。

资料来源：免税零售专家，中免集团官网，海关总署，中国国旅公告，浙商证券研究所

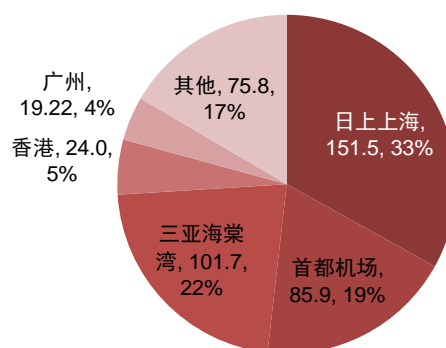
2018 年，中国国旅免税业务收入 332 亿元，占全国免税销售额 395 亿元的 84%，是国内免税行业经营的绝对龙头。2017-2018 年，国旅相继收购了日上中国、日上上海，免税收入增速分别达到 69%、124%，国内免税行业开启了高景气周期。

图 28：中国国旅免税收入从 2017 年开始高增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 29：2019 年中国国旅免税门店收入占比（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 上海机场成为免税利润最大攫取方

扣点率提升叠加免税高景气，上海机场自 2017 年迎来 3 年长牛。上海机场的免税业务采取特许经营模式，一般和免税运营商签订 6-8 年特许经营协议，免税收入取保底和提成孰高。2018 年是上海机场免税合同到期的年份，市场自 2017 年开始对其免税到期重新招商存预期。在免税合约到期前，正值国内对免税业态认知度提升、免税行业景气度提升、免税运营商大力整合阶段，上海机场免税销售额大幅增长，2017-2018 年免税销售额增速分别达到 38%、42%。

2018 年 9 月，上海机场免税重招正式落地，日上上海以 7 年 410 亿元保底合同，综合扣点率 42.5% 中标。新扣点率较上一轮合同扣点率 32% 左右提升超 10pct。

表 9：上海机场各航站楼免税扣点率情况

航站楼	上一轮扣点率	到期时间	本轮扣点率	执行时间
T1 航站楼	约 32%	2021 年 12 月 31 日	42.5%	2022-2025
T2 航站楼	约 32%	2018 年 12 月 31 日	42.5%	2019-2025
卫星厅	--	--	42.5%	卫星厅启用-2025

资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

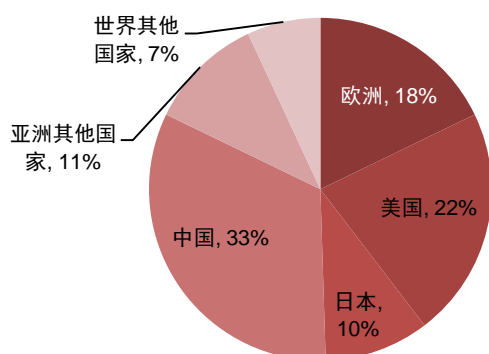
上海机场能从浦东机场的免税利润中拿走 82%。根据中国国旅 2019 年报，日上上海（含浦东机场、虹桥机场）2019 年免税销售额 151.5 亿元，归母净利润 4.5 亿元。则日上上海净利润 8.8 亿元，净利率 5.8%。其中浦东机场 2019 年免税销售额约 138 亿元，则日上上海能从浦东机场的免税经营获取 8 亿元净利润。而上海机场则能获得免税收入 49 亿元，净利润约 36 亿元。因此，日上上海、上海机场作为整个浦东机场免税销售的利益获取方，上海机场能拿走约 82% 的利润，日上上海分走 18%。

3.3. 未来发展潜力仍十分巨大：机场人均免税消费额低，未来存超预期概率

中国人奢侈品购买额占全球 33%、免税品购买额占全球 35%。展望未来中国免税行业的空间，我们认为发展潜力巨大。首先，中国人购买奢侈品的热情不减。根据贝恩咨询，2018 年，全球奢侈品市场规模共 2600 亿欧元，其中中国人消费占比 33%。而 2000 年，这一占比仅 1%。中国人成为全球最大的奢侈品买家。其次，由于奢侈品的税率较高，且原产国以欧美为主，国内居民在本国消费奢侈品价格往往显著高于海外。由于免税店免征进口环节的增值税、

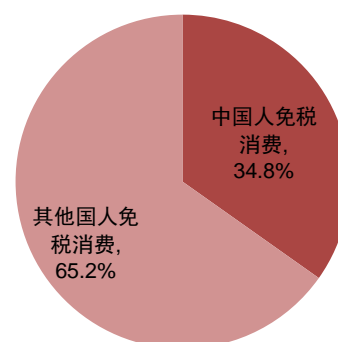
关税、消费税，其价格优势明显，因此，国人更偏好在免税渠道购买奢侈品。2018 年，中国居民境外购买免税品总体规模已经超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 35%。

图 30：2018 年中国人占全球奢侈品消费的 33%



资料来源：贝恩咨询，浙商证券研究所

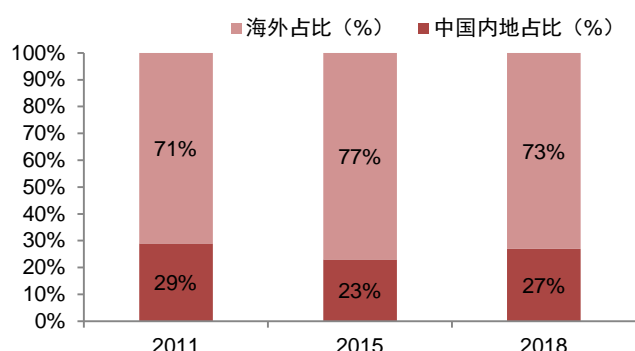
图 31：2018 年中国人免税消费占全球 35%



资料来源：上海市商委，浙商证券研究所

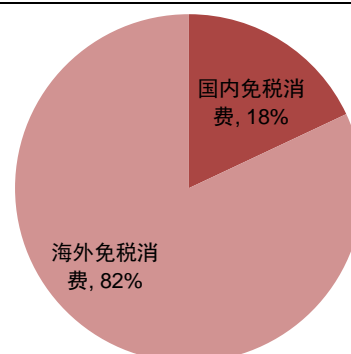
中国人购买力非常强，但是对国内奢侈品、免税品的销售额贡献较低。2018 年，中国内地奢侈品消费仅占中国奢侈品市场规模的 27%，即中国内地奢侈品消费仅占全球的 9%；2018 年中国免税品去年销售额 395 亿元，仅占中国人免税消费总额的 18%。

图 32：中国消费者奢侈品消费渠道细分



资料来源：贝恩咨询，浙商证券研究所

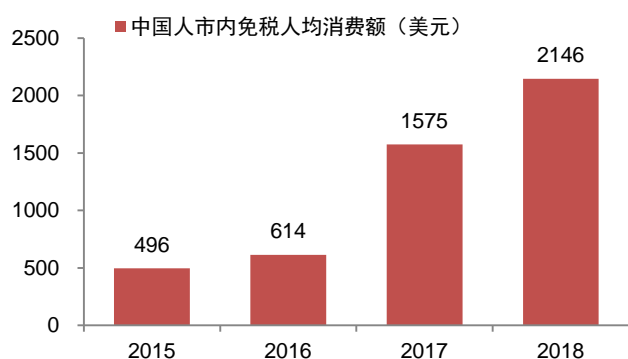
图 33：2018 年中国人在国内免税消费仅占 18%



资料来源：上海市商委，浙商证券研究所

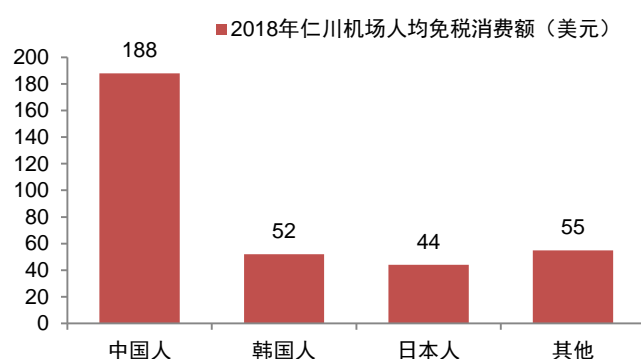
免税消费外流严重，国内机场人均免税消费额尚低。2018 年，中国人占韩国免税消费总额的 7 成（约 800 亿元），人均在韩国市内免税店消费 2146 美元（约合 1.42 万人民币），在韩国市内免税店充分分流机场免税店后，2018 年，中国旅客在韩国仁川机场的人均免税消费额亦有 188 美元（约合 1244 元人民币）。对比国内机场，2018 年上海机场人均免税消费额 309 元、首都机场 269 元，国内机场的人均免税消费额尚低。

图 34：中国旅客在韩国市内免税店人均消费额情况



资料来源：穆迪大卫，浙商证券研究所

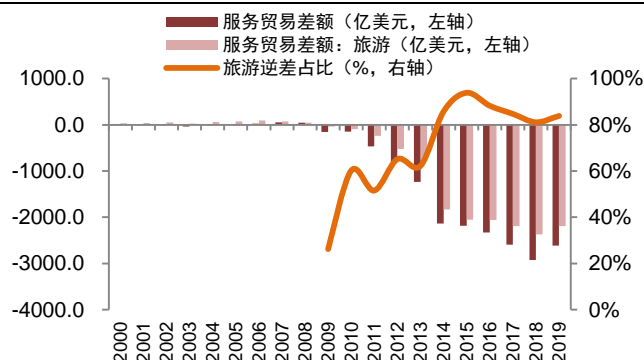
图 35：2018 年韩国仁川机场人均免税消费额情况



资料来源：TFWA，浙商证券研究所

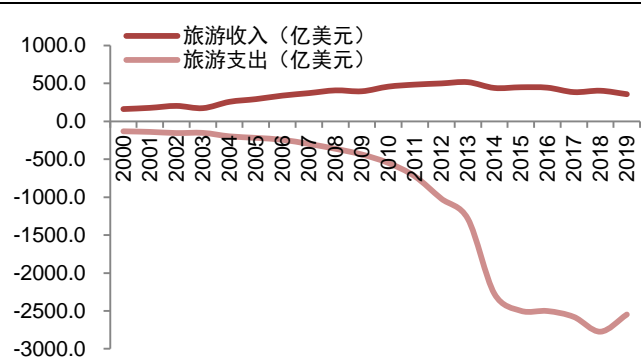
面对巨大的消费外流和旅游逆差，政府引导消费回流迫在眉睫。随着中国出境游的大爆发，国内旅游逆差占整体服务逆差的比例从 2009 年的 26% 上升至 2015 年的 94%。出境游无非三大必备消费要素——飞机（交通工具）、酒店、购物。其中航空市场国内外竞争较为均衡，酒店必须至目的地消费，购物是最有潜力回流的一大要素。因此，政府出台了一系列引导消费回流的政策。目前看来，主要有 3 项大的措施：（1）打击海外代购——机场海关检查力度明显加强；（2）颁布电商法，于 2019 年 1 月 1 日正式启用；（3）不断放宽国内免税市场，额度不断增加，鼓励国旅多点布局——离岛免税、市内免税、机场免税。

图 36：中国旅游逆差占整体服务逆差的比例逐年增加



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 37：中国旅游收入稳定但支出猛增



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 38：打击海外代购、启用电商法



资料来源：中免集团官网，浙商证券研究所

4. 多种估值显示市值底部区域，长期配置价值突出

4.1. 绝对估值

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

我们认为，上海机场做 DCF 测算的关键在于对其免税做预测。目前，市场对于其免税的最大疑虑是市内免税对其影响无法准确量化。关于市内免税的问题，将在下一篇机场行业报告做详细阐述。本篇报告，我们仅在（1）中性假设，市内免税正常分流、且市内免税的销售额给上海机场一定的提成（我们假设提成率 5%）；（2）悲观假设（用于测算上海机场的价值底部），市内免税完全吸引了出境旅客，上海机场在合同期内只能收到保底，多余的销售额都在市内店完成，同时，市内店的销售额给上海机场 5%提成。

关键假设中，我们对于资本开支的假设是上海机场将建设 T3 航站楼，在 2021-2027 年资本开支共 350-400 亿元，2027 年投产。

中性假设的收入成本假设、现金流假设如下：

表 10：中性假设下上海机场 DCF 估值收入成本假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
核心假设											
旅客吞吐量（万人次）	5325	8345	8917	9479	10074	10711	11288	11849	12377	12922	13430
YOY	-30.1%	56.7%	6.9%	6.3%	6.3%	6.3%	5.4%	5.0%	4.5%	4.4%	3.9%
其中：国际占比	44%	48%	48%	49%	49%	50%	51%	51%	52%	52%	53%
收入成本指标											
收入合计	8193.9	12895.9	14608	16673	18367	20109	22159	25473	27873	29865	31751
YOY	-25%	57%	13%	14%	10%	9%	10%	15%	9%	7%	6%
航空及相关收入	2974.2	4389.0	4663	4932	5217	5523	5815	6092	6348	6613	6851
YOY	-27.2%	47.6%	6.2%	5.8%	5.8%	5.9%	5.3%	4.8%	4.2%	4.2%	3.6%
其中：架次相关收入	1403.8	1875.3	1970	2059	2143	2233	2324	2408	2485	2565	2633
YOY	-22.2%	33.6%	5.0%	4.5%	4.1%	4.2%	4.1%	3.6%	3.2%	3.2%	2.7%
旅客及货邮相关收入	1570.4	2513.7	2693	2874	3074	3291	3491	3684	3863	4048	4218
YOY	-31.1%	60.1%	7.1%	6.7%	7.0%	7.0%	6.1%	5.5%	4.9%	4.8%	4.2%
非航收入	5219.8	8507.0	9945	11741	13150	14585	16344	19381	21525	23253	24900
YOY	-23.9%	63.0%	16.9%	18.1%	12.0%	10.9%	12.1%	18.6%	11.1%	8.0%	7.1%
其中：免税	3018.2	6055.5	7412.3	9138.2	10467.2	11836.8	13526.4	16065.4	18120.2	19754.7	21305.3
YOY	-38%	101%	22%	23%	15%	13%	14%	19%	13%	9%	8%
其他非航	2201.6	2451.5	2533.1	2602.5	2682.6	2748.6	2817.3	3315.3	3404.7	3497.8	3594.8
YOY	10.9%	11.4%	3.3%	2.7%	3.1%	2.5%	2.5%	17.7%	2.7%	2.7%	2.8%
总成本合计	6778	6924	7682	8085	8508	8976	9416	13264	13704	14155	14652
YOY	26.2%	2.2%	11.0%	5.2%	5.2%	5.5%	4.9%	40.9%	3.3%	3.3%	3.5%
人工成本	1976.7	2095.3	2221	2354	2496	2645	2804	2972	3151	3340	3540
YOY	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
折旧	1418.1	1383.1	1397	1369	1342	1315	1315	3287	3221	3157	3094
YOY	59.9%	-2.0%	1.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%	150.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他成本	3382.7	3445.3	4064.3	4361.3	4670.8	5015.7	5297.3	7004.8	7332.3	7659.0	8018.7
YOY	30.0%	1.8%	18.0%	7.3%	7.1%	7.4%	5.6%	32.2%	4.7%	4.5%	4.7%
净利润	2162	5809	6591	7923	8950	9983	11262	11146	12699	13941	15070
YOY	-58.9%	168.7%	13.5%	20.2%	13.0%	11.5%	12.8%	-1.0%	13.9%	9.8%	8.1%

资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

表 11：中性假设下上海机场 DCF 估值现金流假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
净利润	2162	5809	6591	7923	8950	9983	11262	11146	12699	13941	15070
折旧	1418	1383	1397	1369	1342	1315	1315	3287	3221	3157	3094
资本开支	1000	2000	5000	8000	8000	8000	5000	500	500	500	500
营运资本增加	1519	556	353	200	200	200	200	200	200	200	200
净现金流	1061	4636	2635	1092	2091	3098	7377	13733	15220	16398	17464

资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

如表 13，我们在不同 WACC 假设和 2030 年永续现金流假设下，对上海机场 DCF 估值做敏感性测算。在我们中性假设 WACC 8.0%，永续增长 2% 下，我们得出上海机场合理价值 1659 亿元，对应股价 86.10 元。

表 12: WACC 重要假设

假设	数据	依据
D/A	12.70%	2019 年报资产负债表
E/A	87.30%	2019 年报资产负债表
市场收益率	9.2%	10 年沪深 300 平均收益率
无风险利率	2.55%	参考十年期国债收益率
Beta	0.96	参考 Wind 数据
权益资本成本	8.9%	
权益负债成本	2.38%	参考上海机场集团 2019 年超短期融资券利率
税率	25%	
WACC	8.0%	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 13: 中性假设下上海机场 DCF 估值合理市值敏感性测算 (亿元)

合理市值 WACC 假设	2030 年后永续增长假设		
	1%	2%	3%
7%	1809	2104	2547
8%	1467	1659	1928
9%	1217	1348	1523
10%	1027	1120	1240

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

悲观假设中，市内免税对于上海机场分流严重，自 2021 年起，机场免税销售刚好覆盖合同保底金额，剩余免税销售额均在市内完成，但市内免税需要给机场提货 5% 的扣点率。2020-2025 年按照最新保底合同，2026-2030 年每年在 2025 年的基础上保底金额上浮 8%。到 2030 年，上海市整体免税销售额达到 650 亿元左右。按此假设，现金流及 DCF 测算如表 14、15。测算得知，在完全分流假设下，上海机场合理市值 1174 亿元，对应股价 60.91 元。

表 14：悲观假设下上海机场的现金流情况假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
上海市免税销售额	10500	19425	22339	27923	32112	36929	42468	48838	53722	59094	65004
上海机场保底收入	4158	4559	6288	6859	7464	8148	8800	9504	11405	12317	13302
市内免税给上海机场的提成	0	107	283	486	615	765	956	1181	1173	1321	1485
机场免税总收入	3326	4666	6571	7345	8079	8913	9756	10685	12578	13638	14788
净利润	2400	4777	5973	6579	7159	7791	8434	7111	8542	9354	10182
折旧	1418	1383	1397	1369	1342	1315	1315	3287	3221	3157	3094
资本开支	1000.0	2000.0	5000.0	8000.0	8000.0	8000.0	5000.0	500.0	500.0	500.0	500.0
营运资本增加	1519	556	353	200	200	200	200	200	200	200	200
净现金流	1299	3604	2017	-252	300	906	4549	9698	11063	11811	12576

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 15：悲观假设下上海机场 DCF 估值合理市值敏感性测算（亿元）

合理市值	2030 年后永续增长假设		
WACC 假设	1%	2%	3%
7%	1280	1493	1812
8%	1036	1174	1367
9%	857	951	1077
10%	721	788	874

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2. 相对估值

我们预计，上海机场 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96、2.84、3.24 元。从上海机场 2017 年大家重视免税逻辑后，上海机场的 PE 估值不断提升，2017-2019 年平均估值分别为 23、26、29 倍。由于疫情关系，2020 年上海机场将受到一次性冲击，迎来业绩低点，我们无法按照非正常年份给上海机场估值；因此，我们假设 2021 年疫情已经完全结束，当前上海机场的市值对应 2021 年 PE 估值仅 23.7 倍。我们给予上海机场 2021 年 30 倍 PE，对应股价 85.2 元，给予“买入”评级。

我们认为在 DCF 中性预测下（86.1 元），与相对估值下目标价相差不大，我们按照相对估值给上海机场估值。同时，我们已经考虑了上海机场在被市内免税完全分流条件下，上海机场最低股价 60.91 元，下跌空间非常有限。

在我们的中性假设下，2025 年上海机场人均免税销售额仅 596 元，不及 2018 年中国人在仁川机场的人均免税购物额（1244 元）的一半，因此，长期来看，免税销售超预期的概率较大。

5. 风险提示

疫情恢复情况不及预期，资本开支高于预期等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12468	12867	16238	17056
现金	10360	11275	13884	14466
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1662	1198	1877	2141
其它应收款	13	9	13	16
预付账款	1	28	19	18
存货	14	26	25	26
其他	418	331	420	390
非流动资产	24703	23889	24901	28690
金额资产类	0	1	1	1
长期投资	3930	3304	3493	3576
固定资产	19769	18599	17415	16122
无形资产	499	498	499	500
在建工程	465	1465	3465	8465
其他	40	21	27	27
资产总计	37171	36756	41139	45745
流动负债	4715	2695	2912	2799
短期借款	0	0	0	0
应付款项	575	624	679	753
预收账款	14	5	10	13
其他	4126	2065	2222	2033
非流动负债	7	8	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	7	8	7	7
负债合计	4722	2702	2919	2807
少数股东权益	445	748	1082	1432
归属母公司股东权	32004	33306	37138	41507
负债和股东权益	37171	36756	41139	45745
现金流量表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4885	787	5147	6057
净利润	5261	2162	5809	6591
折旧摊销	891	1401	1418	1429
财务费用	(209)	(162)	(189)	(212)
投资损失	(1150)	(1106)	(1339)	(1410)
营运资金变动	2233	(1519)	(556)	(353)
其它	(2141)	11	5	13
投资活动现金流	(1810)	504	(1083)	(3811)
资本支出	(3566)	(1200)	(2200)	(5100)
长期投资	(683)	625	(189)	(82)
其他	2440	1080	1306	1372
筹资活动现金流	(1481)	(377)	(1455)	(1666)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1481)	(377)	(1455)	(1666)
现金净增加额	1594	915	2610	581

利润表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10945	8194	12896	14608
营业成本	5340	6702	6756	7497
营业税金及附加	10	16	23	23
营业费用	0	3	2	2
管理费用	265	219	331	373
研发费用	0	0	0	0
财务费用	(209)	(162)	(189)	(212)
资产减值损失	17	5	9	14
其他经营收益	0	0	0	0
投资净收益	1150	1106	1339	1410
营业利润	4	3	3	3
营业外收入	6675	2521	7306	8325
营业外支出	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	6668	2514	7299	8318
所得税	1407	352	1490	1727
净利润	5261	2162	5809	6591
少数股东损益	231	303	333	350
归属母公司净利润	5030	1859	5475	6241
EBITDA	7403	3752	8528	9534
EPS (元)	2.61	0.96	2.84	3.24
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	17.52%	-25.13%	57.38%	13.28%
营业利润	18.46%	-62.23%	189.82%	13.96%
归属母公司净利润	18.88%	-63.05%	194.59%	13.98%
获利能力				
毛利率	51.21%	18.21%	47.61%	48.68%
净利率	48.07%	26.38%	45.04%	45.12%
ROE	16.47%	5.59%	15.15%	15.38%
ROIC	16.05%	6.07%	15.24%	15.47%
偿债能力				
资产负债率	12.70%	7.35%	7.10%	6.14%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.64	4.78	5.58	6.09
速动比率	2.64	4.77	5.57	6.08
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.22	0.33	0.34
应收帐款周转率	7.35	5.72	8.34	7.20
应付帐款周转率	10.38	11.18	10.37	10.47
每股指标(元)				
每股收益	2.61	0.96	2.84	3.24
每股经营现金	2.54	0.41	2.67	3.14
每股净资产	16.61	17.28	19.27	21.54
估值比率				
P/E	25.77	69.75	23.68	20.77
P/B	4.05	3.89	3.49	3.12
EV/EBITDA	19.16	31.75	13.70	12.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn