

# 上海机场 (600009.SH)

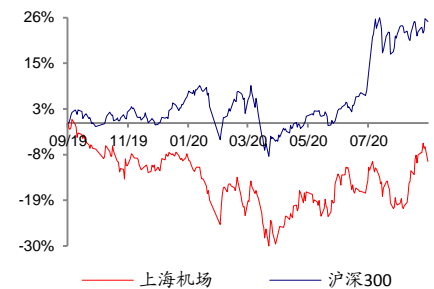
上半年业绩受疫情冲击较大，看好疫情转  
好后非航业务复苏

## 公司评级

增持

当前价格	75.81 元
合理价值	84.8 元
前次评级	增持
报告日期	2020-09-01

## 相对市场表现



SAC 执证号: S0260520050002



021-60750602



zengjingke@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622

guoz@gf.com.cn

监察委员会的注

册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究:

上海机场 (600009.SH):Q4 2020-02-22

单季成本环增 2.9 亿，固定

资产与 Q3 期末相当，归母

净利润同减 5.06%

上海机场 (600009.SH):扩 2019-10-29

产转固金额低于预期，免税

业务有望伴随卫星厅转场逐

步改善

联系人: 徐君

xjun@gf.com.cn

## 核心观点:

- 2020H1 公司营收同比下降 54.72%至 24.70 亿元; 归母净利润同比下降 114.29%至-3.86 亿元, 扣非净利润同比下降 114.54%至-3.85 亿元。
- 受疫情冲击, 上半年归母净利润同降 114.29%。2020H1, 上海机场旅客吞吐量 0.12 亿人次/同比-68%; 海外疫情蔓延, 致使国际线旅客量锐减, 上半年国际及地区旅客吞吐量 419.88 万人次/同比-78%。
- 国际旅客减少, 致使非航业务受到较大冲击。目前公司暂估上半年 T2 和卫星厅免税收入为 7.5 亿元 (一季度为 6.6 亿元, 二季度为 0.9 亿元)。参考中国中免半年报披露数据, 日上上海上半年收入 68.67 亿元/同比-11.2%, 同比下滑幅度低于上海机场免税销售下滑水平, 预计与中免发力线上直销和跨境电商的执行具备一定的不确定性。
- 卫星厅投产致使营业成本同增 33.3%。三期扩建工程项目主体工程投入运营, 致使上半年公司营业成本同增 33.3%至 31.7 亿元; 其中, 摊销成本同增 83.09%至 6.36 亿元, 人工成本同比增长 10.24%至 10.3 亿元, 运营维护成本同比增长 33.4%至 15.9 亿元。

盈利预测与投资建议: 受“疫情”政策,

影响二季度客流量和非航业务表现。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.58 元、2.59 元和 3.10 元, 对应 PE 为 132X、29X、25X。疫情冲击和卫星厅投产带来的影响均为短期冲击。长期看, 公司非航收入增长稳定, 国际航线占比对公司盈利能力具备较好支撑。结合 PE 和 DCF 两种估值方法, 公司的合理价值为 84.8 元/股, 给予“增持”评级。

- 风险提示。航空需求不及预期, 时刻增速显著低于预期, 旅客消费意愿大幅萎缩。

## 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,313	10,945	7,283	12,909	14,462
增长率 (%)	15.5	17.5	-33.5	77.2	12.0
EBITDA (百万元)	5,335	6,220	1,103	6,943	8,269
归母净利润 (百万元)	4,231				
增长率 (%)	14.9	18.9	-77.8	347.7	19.7
EPS (元/股)	2.20	2.61	0.58	2.59	3.10
市盈率 (P/E)	23.12	30.17	132.00	29.48	24.64
ROE (%)	15.0	15.7	3.4	13.7	14.6
EV/EBITDA	16.69	22.73	126.79	19.98	16.56

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、受疫情冲击，上半年归母净利同降 114.29%.....	4
二、国际旅客同比下降 89.1%，致使非航业务受冲击.....	5
三、卫星厅投产致使运营成本明显提升.....	5
四、盈利预测和投资建议.....	6
五、风险提示 .....	8

## 图表索引

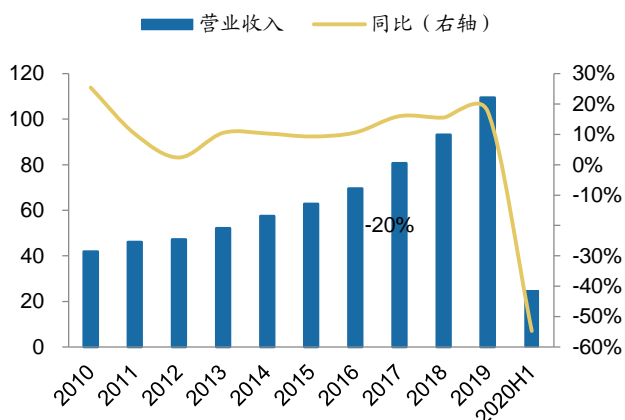
图 1: 2020H1 上海机场营业收入同比下降 54.72% (亿元) .....	4
图 2: 2021H1 上海机场归母净利润同比下降 114.29% (亿元) .....	4
图 3: 2016-2020H1 上海机场经营数据情况 .....	4
图 4: 2021H1 上海机场国际及地区航班同降 47.71% (架次) .....	5
图 5: 2020H1 上海机场国际及地区旅客吞吐量同降 78.37% (万人次) .....	5
图 6: 2020H1 上海机场营业成本同增 33.3% (亿元) .....	6
表 1: 上海机场主要业务及假设 (亿元) .....	7
表 2: 上海机场 DCF 测算 (百万元) .....	7
表 3: 可比公司估值对比.....	8

## 一、受疫情冲击，上半年归母净利同降 114.29%

2020H1上海机场营收同比下降54.72%至24.70亿元；营业成本同比增长33.82%至31.72亿元；归母净利润同比下降114.29%至-3.86亿元，扣非净利同比下降114.54%至-3.85亿元。

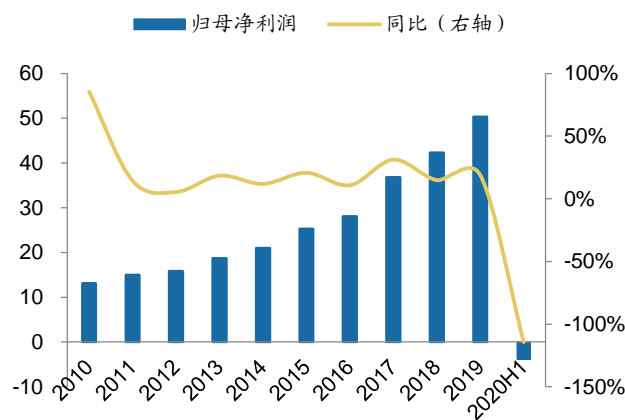
受疫情影响，公司报告期内共保障飞机起降13.91万架次，同比下降45.59%；旅客吞吐量1,221.22万人次，同比下降68.05%。其中国内旅客吞吐量801.34万人次，同比下降57.40%。国际及地区旅客吞吐量419.88万人次，同比下降78.37%；货邮吞吐量170.91万吨，同比增长0.42%。

图1：2020H1上海机场营业收入同比下降54.72%（亿元）



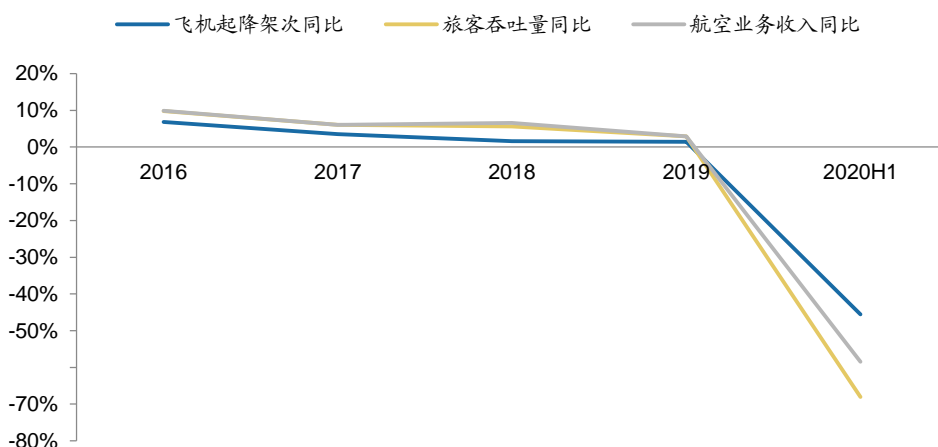
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2021H1上海机场归母净利润同比下降114.29%（亿元）



广发证券发展研究中心

### 2020H1经营数据情况

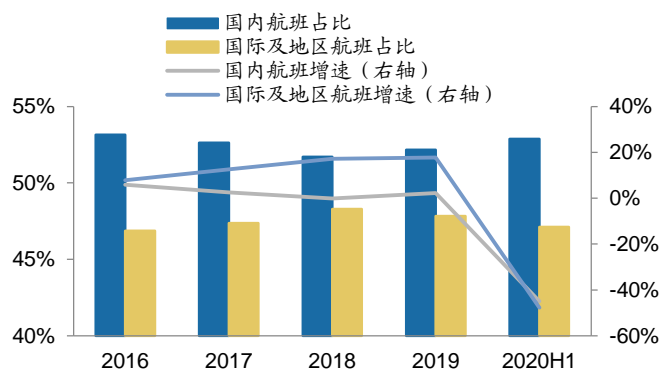


数据来源：Wind，公司年报，公司半年报，广发证券发展研究中心

## 二、国际旅客同比下降 89.1%，致使非航业务受冲击

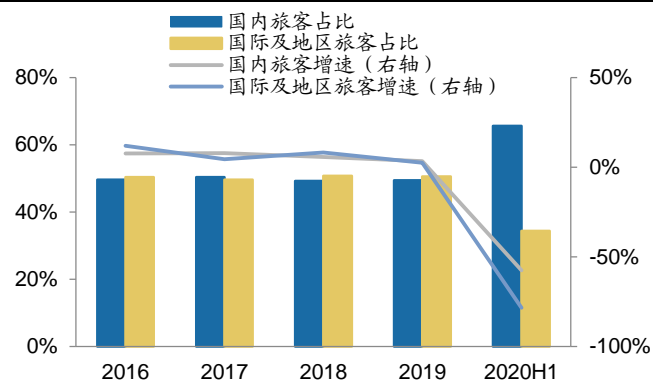
由于海外疫情蔓延，致使国际线旅客量锐减，上海机场上半年国际及地区线起降架次为6.27万架次，同比下降47.71%；旅客吞吐量419.88万人次，同比下降78.37%。对比而言，7月国内旅客吞吐量已经恢复至去年同期的85%，国内航线有望逐季好转。

图4: 2021H1上海机场国际及地区航班同降47.71%(架次)



数据来源: Wind, 公司年报, 公司半年报, 广发证券发展研究中心

图5: 2020H1上海机场国际及地区旅客吞吐量同降78.37%



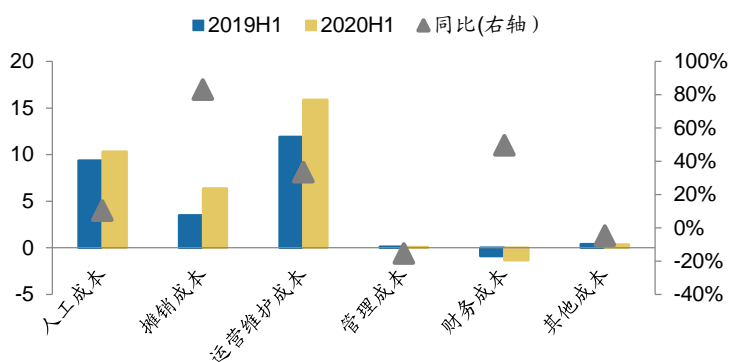
数据来源: Wind, 公司年报, 公司半年报, 广发证券发展研究中心

截止2019年底，公司非航业务贡献增量收入占比达92.97%，主要来源于机场向日上免税店收取的租金与免税品销售额抽成。目前，上海机场暂估上半年T2和卫星厅免税收入为7.5亿元（一季度为6.6亿元，二季度为0.9亿元）。参考中国中免半年报披露数据，日上上海上半年累计收入68.67亿元，同比下降11.2%，同比下滑幅度明显低于上海机场免税销售下滑水平，预计与中免发力线上跨境电商或直邮业务有关。

## 三、卫星厅投产致使运营成本明显提升

三期扩建工程项目主体工程投入运营，致使报告期内公司营业成本同增33.3%至31.7亿元；其中，摊销成本同增83.09%至6.36亿元，人工成本同比增长10.24%至10.3亿元，运营维护成本同比增长33.4%至15.9亿元。

图6: 2020H1上海机场营业成本同增33.3% (亿元)



数据来源:Wind, 公司半年报, 广发证券发展研究中心

报告期内, 公司投资收益降低66%至1.86亿元, 其中油料公司盈利0.52亿, 同比降低94%, 预计主要和起降架次下降以及空煤油进销差价基准价降低有关。其他投资收益部分, 德高动量贡献的投资收益同比下降57%至0.92亿元, 自贸基金合计贡献投资收益1.1亿元。

## 四、盈利预测和投资建议

国际疫情爆发以及民航局采取“五个一”政策影响, 影响二季度客流量和非航业务表现。二季度公司整体旅客吞吐量和国际旅客吞吐量分别同比下滑78.7%和98.8%, 导致二季度公司收入同比下滑69%, 降幅高于一季度的55%。

我们预计2020-2022年营业收入分别为72.8亿元/129.1亿元/144.6亿元, 2020年与

2021年分别较前次预测下降31%和6%, 以反映疫情对今明两年收入端影响。我们预计2020-2022年EPS分别为0.58元、2.59元和3.10元, 对应PE为132X、29X、25X。

考虑到机场行业具备经营风险低、现金流稳定的特征, 疫情冲击和卫星厅投产带来的影响均为短期冲击。长期看, 公司非航收入增长稳定, 国际航线占比对公司盈利能力具备较好支撑, 这将有望为公司带来一定的估值溢价。根据DCF估值, 公司合理价值为78.95元/股。

上市的机场公司中, 我们选取白云机场、深圳机场和北京首都机场股份进行参考。由于国际航线占比较高, 上海机场航空业务受到疫情影响的程度大于其他一线机场。若国际疫情得到控制, 上海机场国际航班起降架次和国际旅客吞吐量有望逐渐回暖。由于成本端较为刚性, 公司业绩有望进一步反弹。6月8日以来, 民航局逐渐开始放松对外国航空公司的航班禁令。8月20日, 美国交通部日前发布公告称, 允许中国航

周8班, 此前中美两国航空公司每周各运营

4班, 我们预计国际航班下半年有望逐步恢复。考虑到2020年业绩受疫情影响, 参考行业平均水平, 我们给予上海机场2021年35xPE, 对应合理价值为90.65元/股。PE和DCF两种估值方法各按50%权重, 公司合理价值为84.8元/股, 给予“增持”评级。

表1: 上海机场主要业务及假设 (亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	80.6	93.1	109.4	72.8	129.1	144.6
YOY	16.0%	15.5%	17.5%	-33.5%	77.2%	12.0%
航空及相关收入	37.2	39.7	40.8	32.6	43.9	46.4
YOY	6.0%	6.6%	2.9%	-20.2%	34.7%	5.6%
架次相关收入	16.50	17.48	18.04	14.45	19.76	20.06
YOY	4.9%	5.9%	3.2%	-19.9%	36.7%	4.3%
旅客及货邮相关收入	20.74	22.22	22.79	18.13	24.13	25.75
YOY	7.0%	7.1%	2.6%	-20.5%	33.1%	6.7%
商业租赁收入	29.9	39.9	54.6	20.7	63.7	76.3
YOY	42.8%	33.2%	37.1%	-62.1%	207.7%	19.8%
营业成本	40.5	45.0	53.4	66.2	72.8	76.1
YOY	6.1%	11.2%	18.7%	24.0%	10.0%	4.6%
折旧及摊销	8.2	7.6	8.9	16.3	17.7	18.1
YOY	0.2%	-7.4%	17.3%	83.2%	9.2%	2.0%
员工工资	15.6	16.8	18.8	20.7	22.8	24.6
YOY	4.5%	7.5%	12.2%	10.0%	10.0%	8.0%
租赁费						
YOY	7.7%	-0.3%	49.9%	7.8%	3.0%	3.0%

数据来源: Wind, 公司年报, 公司半年报, 广发证券发展研究中心

表2: 上海机场DCF测算 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2027E	2029E
营业收入	10,945	7,283	12,909	14,462	15,943	17,094	18,346	19,488	20,711
息前税后利润	4,205	372	4,177	5,104	6,012	6,722	7,447	8,122	8,801
FCFF	-16,173	-3,621	5,449	6,253	7,187	7,810	8,396	9,021	9,617

贴现假设									
股权 Beta	0.62	无风险利率 Rf	3.09%	风险溢价	7.40%	WACC	7.47%	公司整体	78.95
股票贴现率 Ke	7.68%	债务利率 Kd	4.50%	目标负债率	5.0%	TV 增长率	2.0%		

数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 风险溢价选取 2002 年以来上证综指回报率-十年期国债收益率的均值; 无风险利率取 10 年期国债收益率; 债务利率参考公司债利率水平; 目标债务比例参考 2019 有息债务率确定。

表3: 可比公司估值对比

公司名称	公司代码	单位	股价	EPS（元/股）					PE（LYR）				PB
			2020/9/1	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	(LF)	
白云机场	600004.SH	人民币	14.98	0.48	0.13	0.33	0.58	31.44	115.23	45.39	25.83	1.93	
深圳机场	000089.SZ	人民币	9.09	0.29	0.01	0.21	0.21	32.16	909.00	43.29	43.29	1.63	
北京首都 机场股份	00694.HK	人民币	5.32	0.55	0.09	0.27	0.35	9.04	59.11	19.70	15.20	0.98	
均值								24.21	361.11	36.13	28.10	1.51	
上海机场	600009.SH	人民币	75.81	2.61	0.58	2.59	3.10	30.17	132.00	29.48	24.64	5.01	

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 可比公司 EPS 采用 wind 一致预期, 股价均取 2020 年 09 月 01 日数值, EPS 与股价单位均统一为人民币元。

## 五、风险提示

航空需求不及预期, 时刻增速显著低于预期, 旅客消费意愿大幅萎缩。



资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,637	12,468	8,785	14,731	20,732	经营活动现金流	4,468	4,885	-456	1,558	2,836
货币资金	8,766	10,360	7,336	8,489	10,264	净利润	4,431	5,261	1,350	5,244	6,238
应收及预付	1,333	1,663	1,007	1,766	1,978	折旧摊销	787	891	632	1,646	1,795
存货	20	14	25	27	28	营运资金变动	139	-132	-1,438	-4,190	-4,009
其他流动资产	518	431	416	4,449	8,462	其它	-890	-1,134	-1,001	-1,142	-1,187
非流动资产	20,292	24,703	27,358	25,997	24,939	投资活动现金流	-3,203	-1,810	-2,286	857	450
长期股权投资	3,245	3,930	4,030	4,130	4,230	资本支出	-3,569	-2,301	-3,192	-192	-643
固定资产	8,512	19,769	22,261	20,766	19,627	投资变动	-538	41	-100	-100	-100
在建工程	8,156	465	538	581	574	其他	905	451	1,007	1,149	1,193
无形资产	348	499	490	480	468	筹资活动现金流	-1,263	-1,481	-282	-1,263	-1,511
其他长期资产	32	40	40	40	40	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	30,929	37,171	36,143	40,728	45,671	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	2,287	4,715	2,618	3,222	3,438	其他	-1,263	-1,481	-282	-1,263	-1,511
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	1	1,594	-3,024	1,153	1,776
应付及预收	457	589	566	653	686	期初现金余额	8,764	8,766	10,360	7,336	8,489
其他流动负债	1,830	4,126	2,052	2,569	2,752	期末现金余额	8,766	10,360	7,336	8,489	10,264
非流动负债	8	7	7	7	7						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	8	7	7	7	7						
负债合计	2,294										
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927						
资本公积	2,575	2,575	2,575	2,575	2,575						
留存收益	23,744	27,502	28,335	32,066	36,531						
归属母公司股东权益	28,246	32,004	32,838	36,569	41,033						
少数股东权益	389	445	680	931	1,194						
负债和股东权益	30,929	37,171	36,143	40,728	45,671						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,313	10,945	7,283	12,909		成长能力					
营业成本	4,499	5,340	6,622	7,281	7,615	营业收入	15.5%	17.5%	-33.5%	77.2%	12.0%
营业成本	22	10	7	12	13	营业利润	16.4%	18.5%	-74.3%	287.3%	18.9%
营业税金及附加	1	0	0	0	0	归母净利润	14.9%	18.9%	-77.8%	347.7%	19.7%
销售费用	243	265	183	319	361	获利能力					
管理费用	0	0	0	0	0	毛利率	51.7%	51.2%	9.1%	43.6%	47.3%
研发费用	-194	-209	-237	-207	-247	净利率	47.6%	48.1%	18.5%	40.6%	43.1%
财务费用	0	0	0	0	0						
资产减值损失	0	0	0	0	0	ROIC	18.0%	19.0%	1.4%	14.4%	16.0%
公允价值变动收益	893	1,150	1,007	1,149	1,193	偿债能力					
营业利润	5,634	6,675	1,719	6,656	7,917	资产负债率	7.4%	12.7%	7.3%	7.9%	7.5%
营业外收支	-5	-7	-6	-6	-6	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	5,630					流动比率	4.65	2.64	3.36	4.57	6.03
所得税	1,199	1,407	362	1,406	1,673	速动比率	4.63	2.64	3.34	4.56	6.02
净利润	4,431	5,261	1,350	5,244	6,238	营运能力					
少数股东损益	200	231	235	250	263	总资产周转率	0.32	0.32	0.20	0.34	0.33
归属母公司净利润	4,231	5,030	1,115	4,994	5,975	应收账款周转率	7.44	7.35	7.37	7.38	7.37
EBITDA	5,335	6,220	1,103	6,943	8,269	存货周转率	232.77	311.39	260.10	269.63	272.39
EPS (元)	2.20	2.61	0.58	2.59	3.10	每股指标 (元)					
						每股收益	2.20	2.61	0.58	2.59	3.10
						每股经营现金流	2.32	2.54	-0.24	0.81	1.47
						每股净资产	14.66	16.61	17.04	18.98	21.29
						估值比率					
						P/E	23.12	30.17	132.00	29.48	24.64
						P/B	3.46	4.74	4.48	4.03	3.59
						EV/EBITDA	16.69	22.73	126.79	19.98	16.56

## 广发交通运输行业研究小组

郭 镇：资深分析师，清华大学工学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: guoz@gf.com.cn。  
曾 靖 珂：高级分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zengjingke@gf.com.cn。  
徐 君：南开大学会计学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xjun@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。