

上海机场 (600009.SH)

持有(首次评级)

静待枢纽价值回归

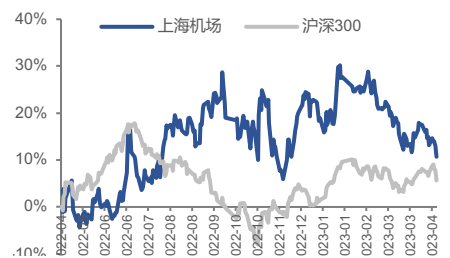
当前价格: 52.49 元

目标价格: 60.50 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2488/1927
总市值/流通市值 (百万元)	130620/101146
每股净资产 (元)	16.31
资产负债率 (%)	39.53
一年内最高/最低 (元)	63.18/46.4

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林

执业证书编号: S0210522050006

邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠

执业证书编号: S0210523040002

邮箱: lsl3916@hfzq.com.cne

投资要点:

- 百年门户，世界枢纽。**上海机场最早可追溯至1921年成立的虹桥机场，1997年在上海国资委支持下公司成立并于次年上市。2003年公司通过重大资产重组、近期两场合并提高公司航空业务完整度。
- 地处长三角核心区位，疫情扰动航空主业。**公司地缘优势确保宽护城河，2019年境外旅客占比超50%，远高国内可比机场。此外，扩张与协同充分发挥长三角优势：①公司22年完成两场合并，充分协调两场资源，同期开启四期扩建，保障远期1.3亿人次服务能力；②机场集团待建南通新机场，运营后可为上海两场“泄洪”与引流，助力打造世界级航空枢纽。然而受疫情短期扰动，“五个一”政策影响使得公司主要业务指标大幅下滑。长远看，随着疫情管控放开，疫情对公司航空主业影响将逐步消弭。
- 非航空业务免税价值仍在，静待疫后业绩弹性。**疫前：浦东机场人均免税消费额与坪效领先于国内外机场与重要购物中心，卫星厅投产进一步提高机场商业价值。疫中：2021年签订补充协议，把握中免核心优质客户，做大机场免税市场规模；2023年拟收购Uni-Champion与日上互联，有望实现“机场+免税”的进一步融合，增强机场的抗风险能力。疫后：国际客流恢复，机场商业价值回归，远期有望重夺机场议价权，预计下一轮招标采购“低扣点+高保底”模式，机场与免税商合作共赢，互利共生。
- 盈利预测与投资建议：**我们认为疫情影响逐步消弭，公司完成两场合并同时深化“免税+机场”业务，业绩将迎来较大弹性。预计公司2022-2024年EPS为-1.2/1.1/2.5元，对应PE为-43.8/47.2/20.8。考虑当前行业受疫情影响，公司当期业绩未能反映实际盈利情况，故按2024年业绩给予24倍估值，给予目标价60.50元，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行与疫情反复；收购不及预期；免税需求恢复不及预期；免税政策变化。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,303	3,728	5,480	13,747	17,969
增长率 (%)	-61%	-13%	47%	151%	31%
净利润 (百万元)	-1,267	-1,711	-2,980	2,766	6,273
增长率 (%)	-125%	-35%	-74%	193%	127%
EPS (元/股)	-0.51	-0.69	-1.20	1.11	2.52
市盈率 (P/E)	-103.1	-76.3	-43.8	47.2	20.8
市净率 (P/B)	4.5	4.7	5.3	4.8	3.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

相关报告

投资要件

关键假设：

浦东机场：我们预计 23-24 年飞机起降架次分别恢复至 19 年的 76%/107%；旅客吞吐量分别恢复至 19 年的 76%/107%，其中境外旅客吞吐量预计分别恢复至 2019 年的 63%/102%；货物吞吐量分别恢复至 19 年的 108%/119%。

虹桥机场：我们预计 23-24 年飞机起降架次分别恢复至 19 年的 90%/113%；旅客及货邮吞吐量分别恢复至 19 年的 90%/115%；商业餐饮业务分别恢复至 19 年的 90%/113%。

成本端：综合考虑 22Q3 公司并表虹桥公司和物流公司、及四期扩建工程启用，预计 2022 年营业总成本大幅上涨，此后年度成本逐渐恢复疫情前的稳定增长。22-24 年营业总成本同比分别+47%/+7%/+5%。

区别于市场的观点：

市场对机场未来免税板块业绩弹性较为悲观。**我们认为：**①两场合并提高公司飞行资产完整度，而四期扩容提高机场向上空间，从而提升公司下一轮免税招标周期议价能力；②补充协议是在疫情突发情况下签订，公司与免税商共担风险，激励免税商扩大机场免税规模，强化未来公司在机场免税市场地位；③公司拟收购 Uni-Champion 与日上互联，从免税业主方转为“业主方+经营方”，同时覆盖机场、市内、线上等多种免税渠道，避免业务单一性，分散风险汲取多业务发展红利，在后疫情国际客流、离岛消费恢复下改善免税业务有望取得较大业绩弹性。

股价上涨的催化因素：

疫情放开后客流恢复超预期；四期扩建工程启用；免税板块多元布局分散风险，高业绩弹性下下轮免税招标议价权有望回归。

估值和目标价格：

公司通过两场重大资产合并、启动第四期扩建工程、与中免深度绑定之后，实现了“机场+免税”的进一步融合。我们看好在疫情复苏的环境下，公司航空业务改善，免税议价能力提高，免税空间进一步扩大。**航空业务与免税业务并进，我们认为上海机场具备较高成长属性。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-30/28/63 亿元，对应 EPS 为-1.2/1.1/2.5 元，对应 PE 为-43.8/47.2/20.8。考虑当前行业受疫情影响，公司当期业绩未能反映实际盈利情况，故按 2024 年业绩给予 24 倍估值，给予目标价 60.50 元，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示：

宏观经济下行疫情反复；收购不及预期；免税需求恢复不及预期；免税政策变化。

正文目录

1	上海机场：国际枢纽机场，盈利能力领先	5
1.1	百年门户，重组做强	5
1.2	股权结构集中，旗下资产多元	6
1.3	疫前非航收入占比持续提升，盈利能力维持领先	7
2	航空业务：区位优势凸显，疫情扰动主业	8
2.1	地缘优势确保宽护城河，国际流量占比高	8
2.2	两场合并协同并进，四期扩建发挥规模效应	8
2.3	待建南通新机场，加快长三角区域互通互联	11
2.4	疫情扰动航空业务，静待疫后行业复苏	13
3	非航空业务：短期受限补充协议，中长期枢纽价值回归	15
3.1	机场免税价值仍在，商业规划持续变现	15
3.2	签订补充协议，激励做大机场免税市场	17
3.3	收购 Uni-Champion 与日上互联，释放“机场+免税”融合价值	19
3.4	市内免税店：政策利好，未来成长空间广阔	21
3.5	弹性测算：补充协议预计调整，免税业绩弹性可期	23
3.6	新合同预测：“低扣点+高保底”，上机与免税商共赢	25
4	投资收益：广告及航油公司运营稳健，持续贡献投资收益	26
5	盈利预测与投资建议	27
5.1	盈利预测	27
5.2	相对估值与投资建议	29
6	风险提示	30

图表目录

图表 1：	上海机场发展历程	5
图表 2：	上海机场四期扩建工程规划图	5
图表 3：	公司国际（地区）航线核心指标占全国比例	6
图表 4：	上海机场股权结构及重要子公司情况（截至 2022Q3）	6
图表 5：	上海机场营收及拆分（百万元）	7
图表 6：	三大机场归母净利率对比	7
图表 7：	上海机场 2019 年营业收入拆分细则	7
图表 8：	上海机场成本拆分（亿元）	7
图表 9：	亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点	8
图表 10：	四大机场 2019 年旅客吞吐量结构对比	8
图表 11：	上海机场国内航班航空性收费标准	8
图表 12：	上海机场国际级港澳航班航空性收费标准	8
图表 13：	公司发行股份购买资产情况	9
图表 14：	公司发行股份募集配套资金具体用途情况	9
图表 15：	合并后上海机场主要资产情况	9
图表 16：	2019 年机场旅客吞吐量 TOP10	10
图表 17：	2019 年机场货邮吞吐量 TOP10	10
图表 18：	浦东机场于拟建上海东站形成浦东综合交通枢纽	10
图表 19：	南通新机场（上海第三机场）重要事件梳理	11
图表 20：	南通新机场规划	12
图表 21：	沪渝蓉高铁上海至南京至合肥段（规划建设）	12
图表 22：	沪苏通铁路线路一期走向示意图（2020 年开通运营）	12

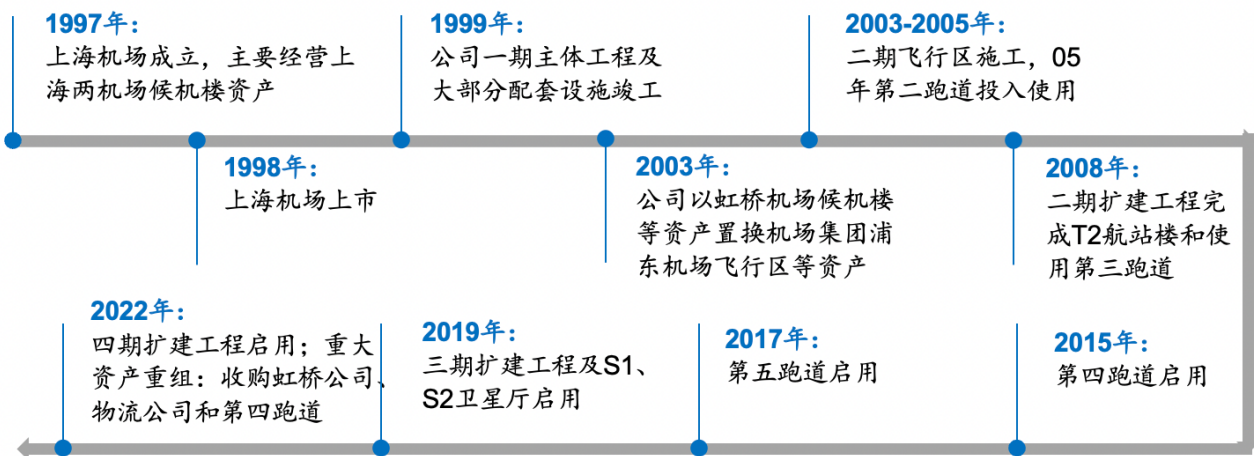
图表 23: 沪苏通铁路线路二期走向示意图 (2021 年获批)	12
图表 24: 2019 年长三角地区大部分机场都已接近饱和状态 (TOP15)	13
图表 25: 16-22 年公司飞机起降架次情况	13
图表 26: 16-22 年公司货邮吞吐量情况	13
图表 27: 16-22 年公司旅客吞吐量情况	14
图表 28: 16-21 年公司单架次收入及增速	14
图表 29: 中国民航 2022 年飞机起降架次、旅客 / 货邮吞吐量较 2019 年恢复度	14
图表 30: 上海机场与日上上海 2018 年签订的免税合同	15
图表 31: 2022 年重要机场免税店面积 (平方米)	15
图表 32: 日上上海营收 (亿元) 及增速	16
图表 33: 浦东机场人均免税销售额国际对比 (2019 年)	16
图表 34: 浦东机场与国内重要购物中心、百货坪效对比 (2019 年)	16
图表 35: 2019 年各机场免税店坪效对比	16
图表 36: 上海机场疫前免税租金收入及占比持续增长	16
图表 37: 补充协议下客流超过 2019 年 80% 情况下机场年保底销售提成	18
图表 38: 补充协议签订后公司国际客流量与免税收入 (亿元) 的对应关系	18
图表 39: 中国免税商品市场规模 (按渠道, 亿元)	19
图表 40: 上海机场收购 Uni-Champion 和日上互联项目概要	19
图表 41: 上海机场收购 Uni-Champion 后股权结构	20
图表 42: 上海机场收购日上互联后股权结构	20
图表 43: 市内免税利好政策	21
图表 44: 上海+北京市内免税空间计算	22
图表 45: 上海市内免税空间计算	23
图表 46: 北京市内免税空间计算	23
图表 47: 白云机场与中免签订补充协议月保底销售额计算方式	24
图表 48: 全球旅客吞吐量较 2019 年恢复程度 (分境内外)	24
图表 49: 全球旅客吞吐量较 2019 年比例 (分地区)	24
图表 50: 超额扣点率 5% 下上海机场免税业绩弹性测算	24
图表 51: 超额扣点率 10% 下浦东机场免税业绩弹性测算	25
图表 52: 超额扣点率 15% 下浦东机场免税业绩弹性测算	25
图表 53: 2026 年“低扣点+高保底”下免税商销售收入临界值测算 (亿元)	26
图表 54: 德高动量营收及增速	27
图表 55: 航油公司营收及增速	27
图表 56: 上海机场投资收益拆分 (亿元)	27
图表 57: 上海机场盈利预测	28
图表 58: 上海机场成本预测	29
图表 59: 上海机场相对估值与行业对比 (截至 2023 年 4 月 20 日)	29
图表 60: 财务预测摘要	31

1 上海机场：国际枢纽机场，盈利能力领先

1.1 百年门户，重组做强

公司管理中国三大国际机场之一浦东机场，2022年两场合并做优做强上市公司。1997年上海机场成立，次年于上交所上市。成立初期公司核心资产为1921年成立的虹桥机场以及1997年新建的浦东机场候机楼，2003年公司与机场集团签订重大资产置换，出置虹桥机场，置入浦东机场飞行区，集中精力以浦东机场作为核心资产实现跨越式发展，提高业务独立性。2019年，上海机场卫星厅投产后，机场可容纳8000万旅客吞吐量，较扩容前增加2000万人，缓解机场高负荷运转导致的机场延误问题。2022年，公司实现收购虹桥公司、物流公司以及浦东机场第四跑道，两场合并解决历史冗余问题，实现两场航班统一资源配置，强化上海国际航空枢纽的市场地位，从而提升公司盈利能力和核心竞争力。同期，上海机场四期扩建工程启用，拟增加T3航站楼，预计建成后2030年浦东机场旅客吞吐量为1.3亿人次，为上市主体带来更大增量空间。

图表 1：上海机场发展历程



数据来源：公司公告，中国民航网，华福证券研究所

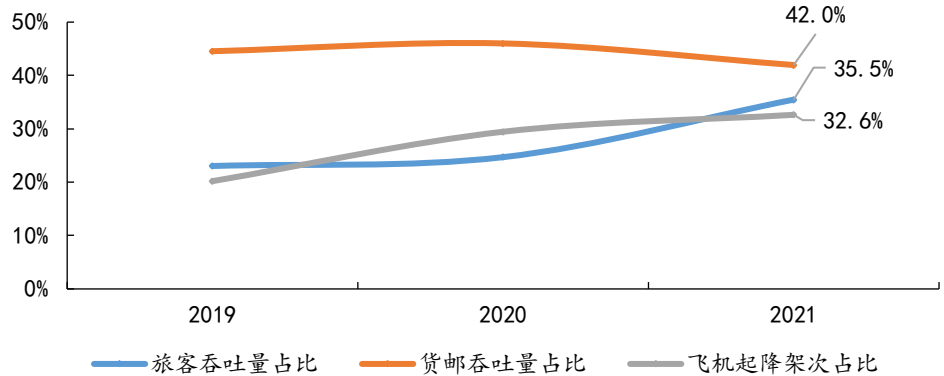
图表 2：上海机场四期扩建工程规划图



数据来源：中国民航报，华福证券研究所

此外，公司疫情期间承担我国出入境客运/货运主要工作，支撑出入境航线稳定运行。2021年，公司旅客吞吐量 / 货邮吞吐量 / 飞机起降架次分别占全国当年总量的 35% / 42% / 33%。

图表 3: 公司国际（地区）航线核心指标占全国比例

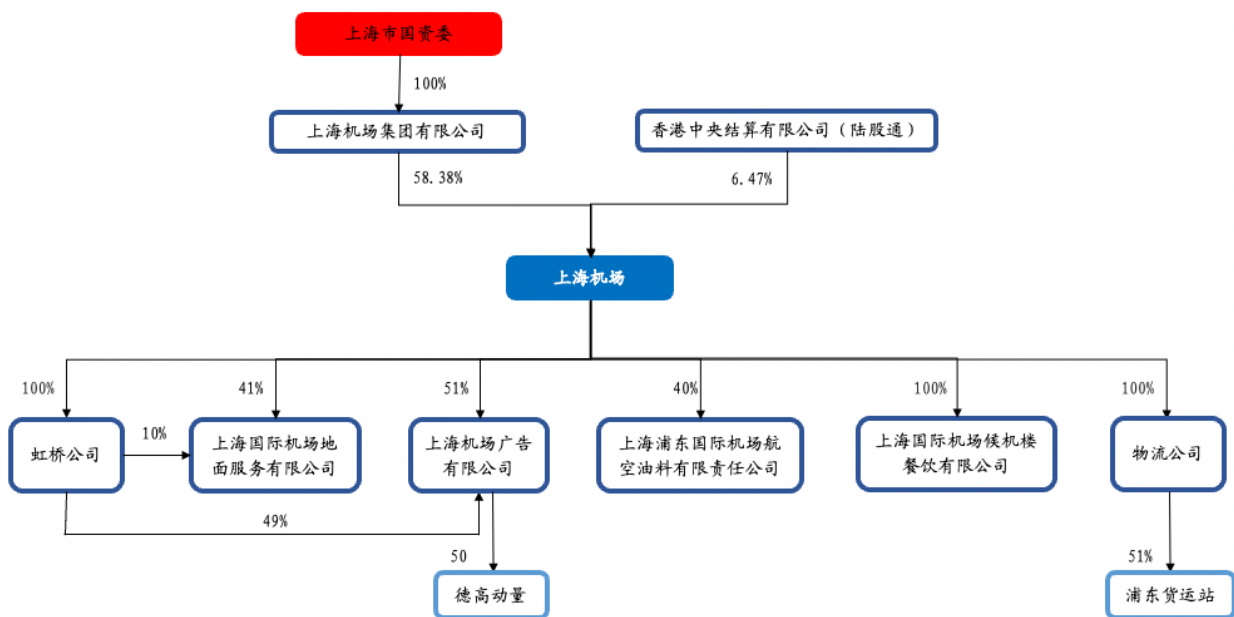


数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所（注：公司数据剔除不以营利为目的的通用航空飞行）

1.2 股权结构集中，旗下资产多元

实控人为上海国资委，股权结构集中，并购后丰富公司核心资产。2022年 Q3 公司向机场集团完成重大资产重组及募集配套资金后，机场集团持有公司股权从 2021 年底 46.25% 增加至 58.38%，股权结构更加集中。就子公司而言，2022 年重组前，公司主要覆盖航空油料、餐饮、广告公司等板块资产；重组后，公司对地面服务公司 / 广告公司 / 德高动量综合持股分别从 41% / 51% / 25.5% 增加至 51% / 100% / 50%，充实公司航空与非航业务组成成分，提高各业务整合与协调能力，为公司带来更多业绩增长点。

图表 4: 上海机场股权结构及重要子公司情况（截至 2022Q3）



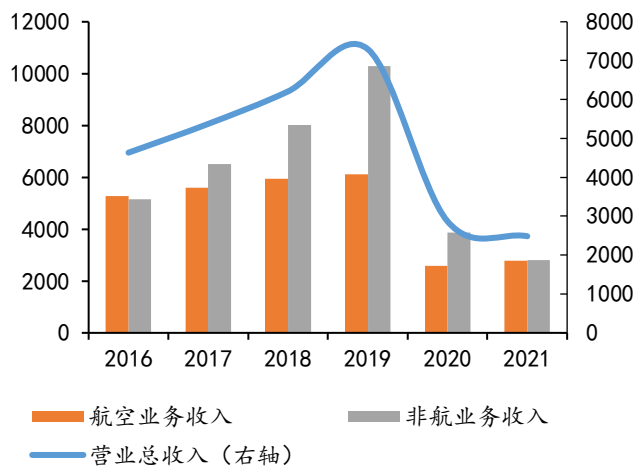
数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 疫前非航收入占比持续提升，盈利能力维持领先

非航近些年占比长期保持 50%以上，疫情前归母净利率较高。公司总营收及各板块营收平稳增长，2016-2019 年总营收 CAGR 为 16%，2022 前三季度营收 41 亿元。营收拆分来看，公司非航疫情前占比持续提高，2019 年非航业务营收占比高达 63%，具体看与免税相关的商业租赁占比近 50%，疫情开始后免税租金签订补充协议，商业租赁收入大幅下滑。就盈利能力而言，疫前公司归母净利率维持为 40%以上，整体远高于首都与白云两大机场。

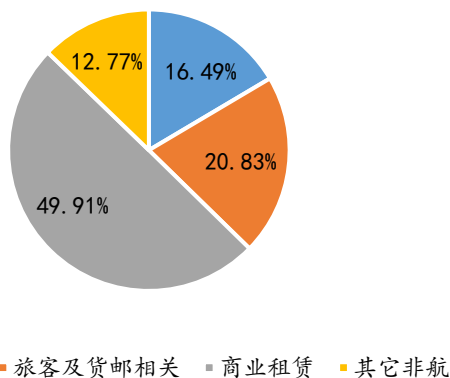
成本端:上海机场成本费用结构相对稳定,人工 / 摊销 / 运营占总成本 80%+。2019 年下半年卫星厅投产后: 1) 在建工程转固定资产使得折旧摊销成本上涨; 2) 投产运营后, 运营成本增加。二者拉动总成本大幅上涨。而 2021 年采用新租赁会计准则导致成本结构稍有变化, 场地租用费由原来的运营维护成本计入到摊销成本。

图表 5: 上海机场营收及拆分 (百万元)



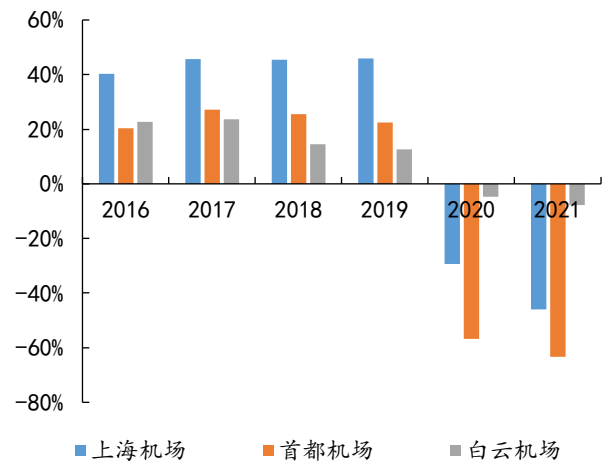
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 上海机场 2019 年营业收入拆分细则



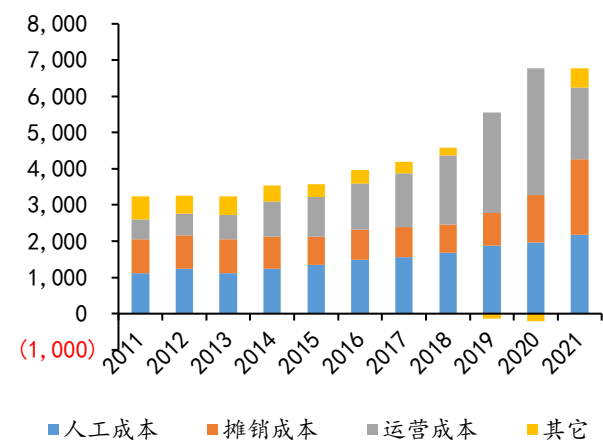
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 三大机场归母净利率对比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 上海机场成本拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 航空业务：区位优势凸显，疫情扰动主业

2.1 地缘优势确保宽护城河，国际流量占比高

长三角区域唯一国际枢纽，地理位置优越。上海是中国最大的经济中心城市，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，飞往欧洲和北美西海岸的航行时间约为 10 小时，飞往亚洲主要城市的时间在 2 至 5 小时内，航程适中。上海直接服务的长三角地区是我国经济最具活力、开放程度最高、创新能力最强的区域之一，是“一带一路”和“长江经济带”的重要交汇点；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。

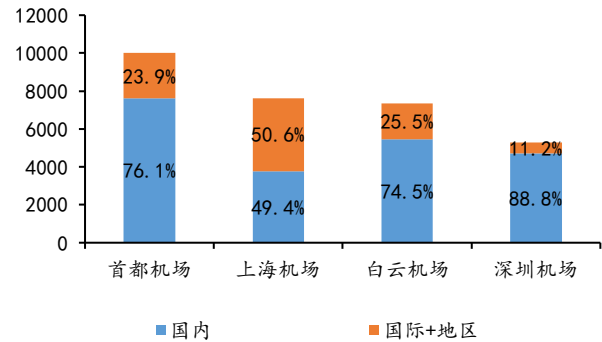
地缘优势促使机场境外旅客吞吐量占比领先。2019 年，上海机场国际+地区旅客吞吐量占比 51%，远高于可比机场 10~30% 的占比。此外，由于境外业务机场收费更高，而境内外机场成本差异不明显，境外飞机架次有利于增厚公司盈利水平，同时境外客流带动的免税销售进一步提升机场业绩。

图表 9：亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：四大机场 2019 年旅客吞吐量结构对比



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 11：上海机场国内航班航空性收费标准

项目/标准/机场类别	起降费 (元/架次)				停场费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	行李费 (元/人)	安检费 (元/吨)	
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨						
一类	240	650	1,200+24* (T-50)	2,400+25* (T-100)	5,000+32* (T-200)	2小时以内免收; 2-6(含)小时按照起降费的20%计费; 6-24(含)小时按照起降费的25%计费; 24小时以上, 每停场24小时按照起降费的25%计费。不足24小时按24小时计费。	单桥: 1小时内以内200元; 超过一小时每半小时100元。不足半小时按单桥标准的倍数计费。	34	8	53
二类	250	700	1,250+25* (T-50)	2,500+25* (T-100)	5,100+32* (T-200)		40	9	60	
三类	250	700	1,300+26* (T-50)	2,600+26* (T-100)	5,200+33* (T-200)		42	10	62	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12：上海机场国际级港澳航班航空性收费标准

项目/标准/机场类别	起降费 (元/架次)				停场费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	行李费 (元/人)	安检费 (元/吨)	
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨						
一类			2,200+44* (T-100)	4,200+44* (T-100)	8,600+56* (T-200)	2小时以内免收; 超过2小时, 每停场24小时按照起降费的15%计费。不足24小时按24小时计费。	单桥: 1小时内以内200元; 超过一小时每半小时100元。不足半小时按单桥标准的倍数计费。	70	12	70
二类	2,000	2,200								
三类										

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 两场合并协同并进，四期扩建发挥规模效应

一方面，上海机场 2022Q3，完成重大资产重组，主要分为两项：

①发行股份购买机场集团持有的虹桥公司 100% 股权、物流公司 100% 股权和浦东第四跑道，资产评估总值 191.32 亿元（对应 4.34 亿股）。其中，虹桥公司 / 物流公司 / 浦东第四跑道分别作价 145.16 / 31.19 / 14.97 亿元。

②发行股份募集配套资金，规模 50 亿元。为提高本次交易整合绩效，公司向机场集团非公开发行股票募集配套资金，主要用于上述资产重组后四型机场建设(13%)、智能货站(16%)、指挥物流园区综合提升(3%)、补充流动资金(66%)以及支付本次交易相关费用(2%)。

图表 13: 公司发行股份购买资产情况

项目	业务简介	交易作价(亿元)	2019年营收(亿元)	2019年净利润(亿元)
虹桥公司 100%股权	主营航空性及非航空性业务	145.16	31.38	5.15
物流公司 100%股权	主营航空货运地面综合服务相关业务	31.19	16.15	5.99
浦东机场第四跑道	2015年投入使用的 4F 飞行跑道	14.97	-	-
合计		191.32	-	-

数据来源:公司公告,华福证券研究所

图表 14: 公司发行股份募集配套资金具体用途情况

项目	投资总额(万元)	募集资金(万元)	占比
四型机场建设	66,231	65,100	13.0%
智能货站	80,000	80,000	16.0%
智慧物流园区综合提升	17,213	17,200	3.4%
支付本次交易相关费用	10,000	10,000	2.0%
补充流动资金	327,700	327,700	65.5%
合计		500,000	100.0%

数据来源:公司公告,华福证券研究所

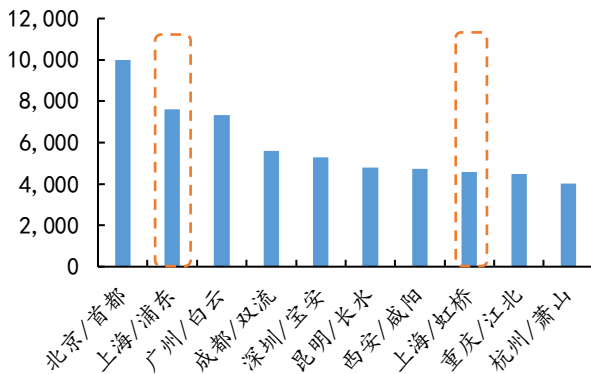
重组完成,上海机场掌握更多核心自有机场资产,在航空业务上可优化航空资源调配。1) 资产注入后,公司将自有浦东机场 T1 航站楼、第一跑道资产及土地使用权,增加第四跑道地上资产,将增强上市公司独立性,减少与机场集团关联交易。其余跑道及航站楼以年支付租金方式向机场集团租赁。2) 公司新增虹桥机场经营管理权,解决历史遗留问题、发挥协同效应。浦东和虹桥机场为我国客运/货运两大支柱机场,目前二者在航线布局、运力调配等方面各有侧重,重组后公司将结合市场需求统筹调整航线结构,合理实现商业资源配置,提高二者协同能力,解决同业竞争问题,最大化公司盈利能力。

图表 15: 合并后上海机场主要资产情况

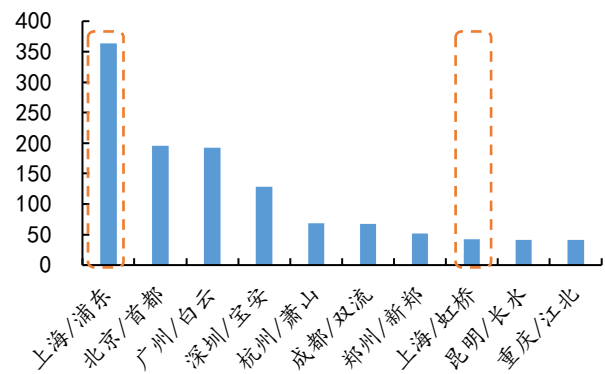
		资产	面积/规格	上市公司	集团	租金安排
浦东机场	跑道	第一跑道	4000*60	跑道及土地	-	①场地租赁(2021年):二、三、四跑道, T2 航站楼, 西货机坪、南机坪、东机坪、临时停车场等 43 幅场地及第四跑道、南机坪、东机坪、三期扩建飞行区港湾站坪等主体工程相关设施。租赁合同每年一签, 2021 年支付租金 10.54 亿元。
		第二跑道	3800*60	-	跑道及土地	
		第三跑道	3400*60	-	跑道及土地	
		第四跑道	3800*60	跑道	土地	
		第五跑道	3400*45	-	跑道及土地	
	航站楼	T1	34.6 万平, 208 个值机柜台, 28 个登机桥	航站楼及土地	-	②资产租赁: 建筑物设备及场地。租赁合同每年一签, 2021 年支付租金 8254.79 万元。
		T2	48.6 万平, 352 个值机柜台	-	航站楼及土	

			台, 42 个登机桥		地	
		S1/S2 卫星厅	62.2 万平, 固定端 83 座, 机位 98-125		土地	
虹桥 机场	跑道	东跑道	4E 类飞行使用标准		土地	土地使用权: 虹桥机场内飞行区、公务机基地、交通中心、1 号航站楼、2 号航站楼等 12 幅土地, 总面积 664.43 万平方米, 租赁期限自 2021 年 7 月 1 日起 5 年, 年租金 3.84 亿元。
		西跑道			土地	
	航站楼	T1	总建筑面积约 44.46 万方		土地	
		T2			土地	

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 2019 年机场旅客吞吐量 TOP10


数据来源: CAAC, 华福证券研究所

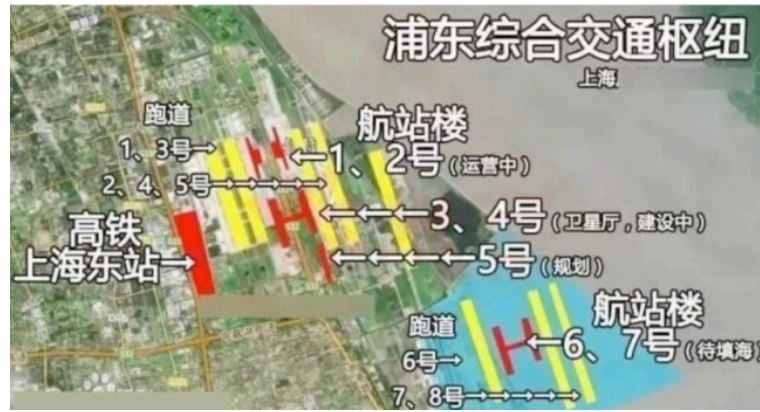
图表 17: 2019 年机场货邮吞吐量 TOP10


数据来源: CAAC, 华福证券研究所

另一方面, 2022 年年初浦东机场推进四期扩建工程, 机场扩容提高航空性业务远期边界, 进一步发挥规模效应。2021 年, 上海市人民政府印发《上海国际航运中心建设“十四五”规划》, 拟推进浦东机场四期扩建工程。四期扩建工程主要包括航站区、飞行区、旅客捷运、市政配套、新东货运区、附属配套等六大项目, 聚焦 T3 航站楼建设与加快第五跑道投入使用进程, 为对标全球卓越城市、建设世界一流的国际航空枢纽提供基础保障。该工程于 2022 年年初开工, 预计建成后 2030 年浦东机场旅客吞吐量为 1.3 亿人次。2019 年卫星厅投产后, 上海机场仅可容纳 8000 万旅客吞吐量, 而当年旅客吞吐量已达 7615 万人, 供给约束限制了航空性业务发展, 四期扩建将释放增量空间, 做大做强机场主业。

同时, 2021 年国家发展和改革委员会发布《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》, 拟建上海东站, 浦东机场将于虹桥机场东西呼应, 同新建铁路共同组成浦东综合交通枢纽, 打造“轨道上的机场”。

图表 18: 浦东机场于拟建上海东站形成浦东综合交通枢纽



数据来源：腾讯网，华福证券研究所

2.3 待建南通新机场，加快长三角区域互通互联

沪苏拟合建南通新机场，成为上海国际航空枢纽的重要组成部分，巩固提升上海国际航空枢纽地位，增强面向长三角、全国乃至全球的辐射能力。2018年，沪苏首次沟通南通新机场事宜，在2019年《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》推动下，南通新机场规划提上议程。之后陆续确定南通新机场选址、规划、建设方案以及运营主体等多方事项。2023年初，上海机场集团与南通城建集团签署合资协议，拟共同新设合营企业，前者持股51%，南通新机场将确定性打造为“上海第三机场”，合力打造世界级机场群，进一步强化上海机场群区位优势、规模优势。

图表 19: 南通新机场（上海第三机场）重要事件梳理

时间	事件详情
2018.04	苏沪省际交通基础设施对接座谈会在上海召开，就南通新机场等重大交通事项沟通交流。
2019.01	推动南通新机场规划建设“写入江苏省政府2019年工作报告”。
2019.07	南通新机场（枢纽）建设指挥部揭牌。
2019.12	中共中央、国务院正式印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，其中规划建设南通新机场，成为上海国际航空枢纽的重要组成部分。
2020.06	南通新机场合作共建协议，由江苏省南通市人民政府、上海机场（集团）有限公司共同签约。
2020.09	中国民用航空局已批复，同意将通州二甲场址作为南通新机场的推荐场址。
2021.03	《南通市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》正式印发，提及加快建设南通新机场，“三场”统一规划，打造“轨道上的机场”。
2021.06	国家发展和改革委员会发布《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》，长三角拟建上海东站、南京北站、南通新机场站等。
2021.08	上海机场集团通场建设管理有限公司注册成立。
2021.11	国家发改委批复了新建上海至南京至合肥高速铁路可行性研究报告。
2022.02	江苏省政府办公厅印发《2022-2024年全省交通重点项目前期工作三年滚动推进计划的通知》，确定南通新机场将于2023年11月开工建设。
2023.01	上海机场集团与南通城建集团签署合资协议，拟共同新设合营企业。

数据来源：城市日历，华福证券研究所

南通新机场预期2023年11月开工建设，“轨道上的机场”将在“十四五”期间建成。新机场占地面积67万 m^2 ，是南通兴东机场的10倍多，比虹桥机场还大16万 m^2 。预计“十四五”末期新机场首期2条4F跑道将投入使用，可容纳4000万人

次客运、50万吨货邮。交通方面,《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》发布,长三角拟建上海东站、南京北站等,多条高铁或城际铁路正在规划筹建中,打通南通与上海交通网络。2020年7月沪苏通铁路一期已开通,可直接连接上海虹桥站和上海站,沪苏两地之间铁路出行最短时间从3.5小时左右压缩到1小时6分钟;规划筹建的沪苏通铁路二期可连接浦东机场和上海东站,沪渝蓉高铁可连接上海宝山站。南通新机场与上海两场三角协同,实现南通新机场与上海市以轨道交通为骨干的综合交通运输体系的有效衔接,建设“轨道上的机场”。

图表 20: 南通新机场规划

南通新机场规划	
总投资额	500亿元
机场面积	67万m ²
跑道规划	首期建设2条远距4F跑道,远期预留两条跑道和卫星厅
开工时期	2023年11月
建设工期	4-5年
投产时间	2026-2027年
预计产能	近期: 客运4000万人次、货邮50万吨; 远期: 客运8000万人次、货邮150万吨
交通规划	铁路: 沪苏通铁路一期(上海至苏州至南通铁路,2020年7月运营); 沪苏通铁路二期(上海至南通铁路太仓至四团段); 沪渝蓉高铁(2022年9月开工) 地铁: 南通地铁2号线连接南通新机场

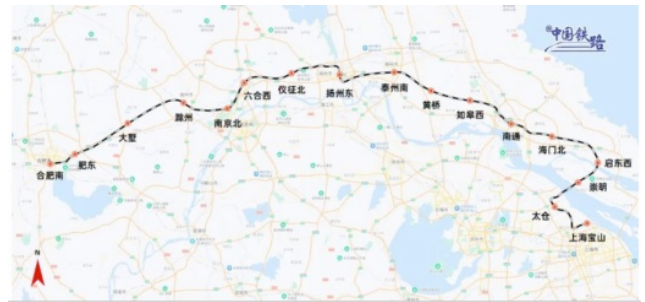
数据来源: 今日南通, 搜狐, 澎湃, 光明网, 华福证券研究所

图表 22: 沪苏通铁路线路一期走向示意图(2020年开通运营)



数据来源: 澎湃, 华福证券研究所

图表 21: 沪渝蓉高铁上海至南京至合肥段(规划建设)



数据来源: 铁路 12306, 华福证券研究所

图表 23: 沪苏通铁路线路二期走向示意图(2021年获批)



数据来源: 光明网, 华福证券研究所

我们认为,南通新机场运营后将为上海两场“泄洪”与中转引流,助力上海机场打造世界级枢纽。2019年,长三角大部分机场已超负荷运转,浦东和虹桥机场旅客吞吐量分别超过设计水平的27%/14%(未考虑卫星厅投入运营)。尽管浦东机场四期扩建已开工,但预计2030年才能正式运营,期间疫情后期机场需求逐步增加,上海两场面临较大运营压力。而南通新机场与上海两场区域航空运输协同,将承载两场客运与货运需求外溢,或以国际航班及国际中转客流为主,改善浦东机场国际航线结构问题,全面提升上海空港的国际运输能力,成为重要的国际航运中转站。

图表 24: 2019 年长三角地区大部分机场都已接近饱和状态 (TOP15)

	2019年旅客吞吐量(人次)	规划设计年旅客吞吐量(人次)	占比
上海浦东国际机场	76153455	60000000	126.92%
上海虹桥国际机场	45637882	40000000	114.09%
杭州萧山国际机场	40108405	33000000	121.54%
南京禄口国际机场	30581685	30000000	101.94%
温州龙湾国际机场	12291707	13000000	94.55%
宁波栎社国际机场	12414007	12000000	103.45%
合肥新桥国际机场	12282384	10000000	122.82%
苏南硕放国际机场	7973446	10000000	79.73%
常州奔牛国际机场	4052342	4900000	82.70%
徐州观音国际机场	3005875	4600000	65.35%
南通兴东国际机场	3484484	4000000	87.11%
扬州泰州国际机场	2979668	3000000	99.32%
盐城南阳国际机场	2090304	2800000	74.65%
舟山普陀山国际机场	1521949	2000000	76.10%
淮安涟水国际机场	2347566	1300000	180.58%

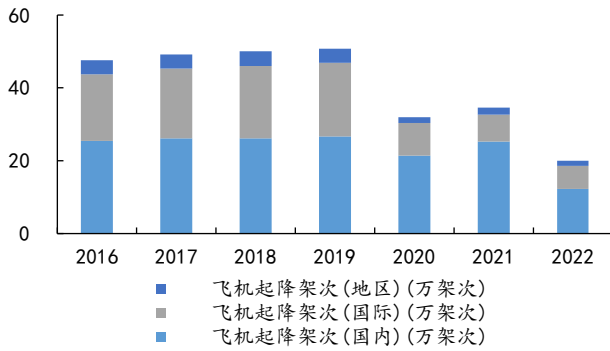
数据来源: 中国民用航空局, 华福证券研究所 (注: 浦东机场未考虑卫星厅 2019 年下半年投产, 投产后, 规划设计年旅客吞吐量为 8000 万人次)

2.4 疫情扰动航空业务, 静待疫后行业复苏

疫后客运、飞机起降架次大幅下滑, 国际业务受限承压单架次收入。上海是我国最大的经济中心城市, 服务长三角最具活力、开放、创新的区域, 地处亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点。然而, 疫情发生后我国实施“五个一”政策极大限制国际(地区)航空飞行, 上海机场国际(地区)飞机起降架次和客运量急剧下滑。2020-2022 年, 公司国际(地区)飞机起降架次分别为 11 / 9 / 8 万架次; 国际(地区)客运吞吐量分别为 486 / 168 / 135 万人。此外, 由于国际航班更多是大型飞机, 承载客群更多, 同时机场对国际航班收费更高, 在国际航班受阻下, 公司 2020 年单架次收入下滑 13%, 2021 年恢复至 2019 年的 92%。

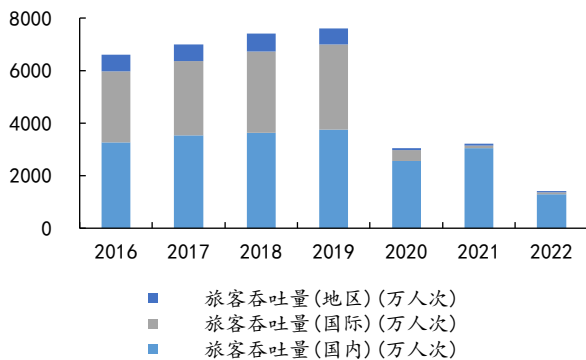
公司国际及地区货邮吞吐量凸显韧性, 逆势增长。疫情发生后, 浦东机场担负我国出入境货邮运输重要任务。2020-2021 年公司国际(地区)货邮吞吐量分别为 341.7 / 373.1 万吨, 是第二名白云机场的 2 倍左右。出入境规模不降反升, 逆势增长, 增速分别为 3.7% / 9.2%。

图表 25: 16-22 年公司飞机起降架次情况
图表 26: 16-22 年公司货邮吞吐量情况

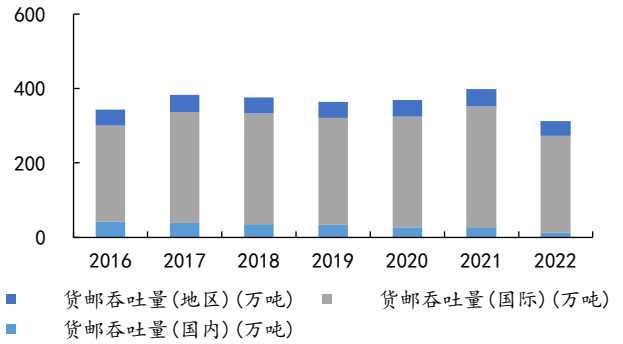


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27: 16-22 年公司旅客吞吐量情况

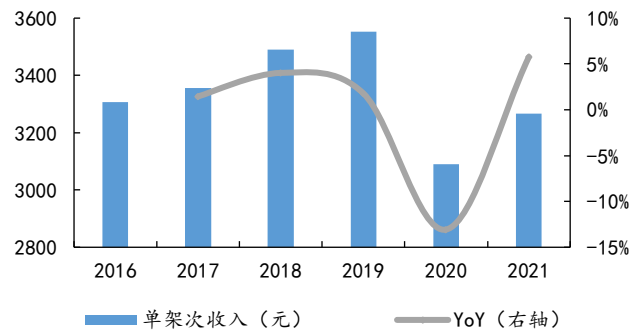


数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

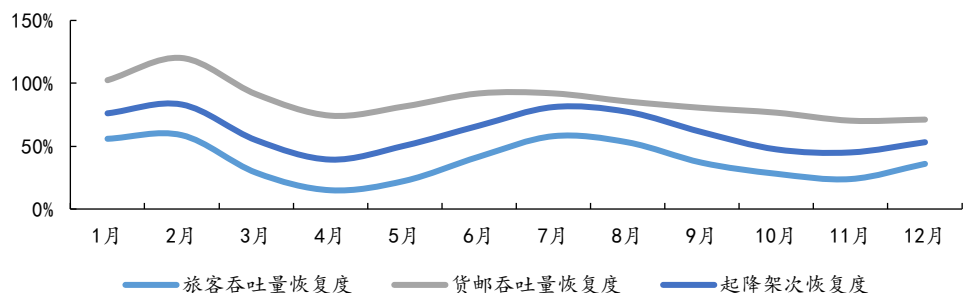
图表 28: 16-21 年公司单架次收入及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：单架次收入=架次相关收入/总飞行起降架次；总飞行起降架次排除不以营利为目的的通用航空飞行）

疫情管控放松，机场行业处在底部复苏阶段，公司作为三大门户之一航空业务有望迎来较大弹性。自 2022 年 11 月发布“二十条”以来，我国不断加码放松疫情出行限制，2023 年 1 月 8 日新冠正式成为“乙类乙管”。从核心指标来看，随着疫情管控放松，2022 年 12 月我国民航飞机起降架次、旅客 / 货邮吞吐量均取得较大弹性。在元旦假期间，携程显示跨境机票预订量同比增长 145%，春运跨境游热度则更高，预订量同比增长超过 260%。民航局披露实际春运（农历除夕至正月初六），民航运输旅客 900 万人次，比 2022 年春节同期增长 79.8%。由此可见，疫后航空运输业将逐步复苏，催化上游机场业绩增长。在此背景下公司顺利完成重组，同时拥有浦东和虹桥两大机场，地处长三角地区，将进一步显示区域优势，打造品质与规模领先的世界级航空枢纽，释放航空业务发展活力。

图表 29: 中国民航 2022 年飞机起降架次、旅客 / 货邮吞吐量较 2019 年恢复度



数据来源：CAAC，华福证券研究所

3 非航空业务：短期受限补充协议，中长期枢纽价值回归

3.1 机场免税价值仍在，商业规划持续变现

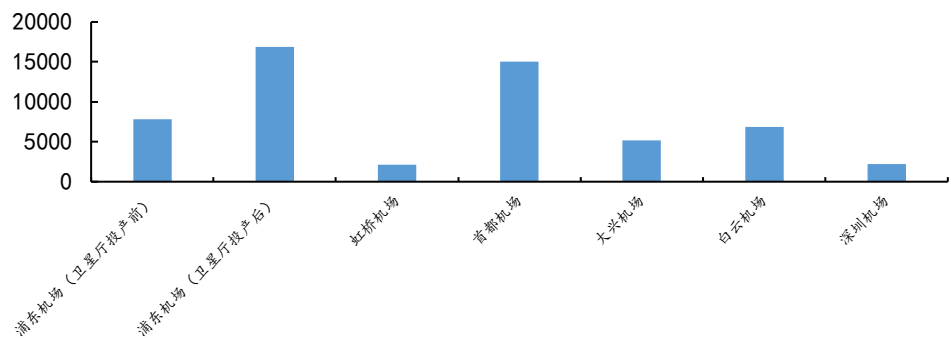
上海机场非航空业务主要由商业租赁收入组成，其中主要由免税租金构成。从经营面积来看，浦东机场 2019 卫星厅投产后免税店经营面积增加 1.15 倍，将覆盖 T1、T2 航站楼及两大卫星厅免税区域，超越首都机场成为我国第一大机场免税店。就运营商而言，公司与日上上海合作关系稳定，2018 年日上上海再次中标公司免税店经营权。

图表 30：上海机场与日上上海 2018 年签订的免税合同

所属区域	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	2465.3	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	3431.07	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025 年 12 月 31 日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025 年 12 月 31 日
总计	-	16915.37	-

数据来源：公司公告，华福证券研究所

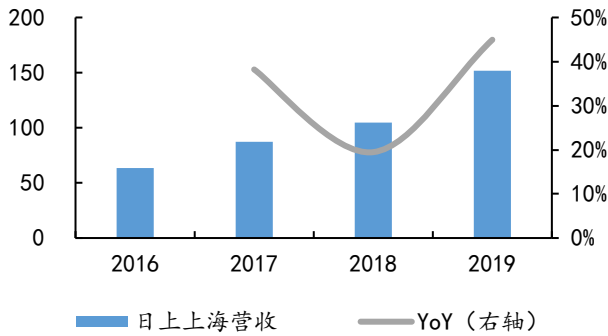
图表 31：2022 年重要机场免税店面积（平方米）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

不仅如此，上海机场免税店经营效率在国内外保持领先，免税店扩张为公司未来变现提供支持。

1) 人均免税销售额：得益于上海机场持续增长的国际客流与消费能力的提升，日上上海营业收入 2017-2019 年 CAGR 为 34%，2019 年浦东机场人均免税销售额为 358 元位居国际前列。具体来看，泰国机场以 146 亿元超过浦东机场 138 亿元的免税店销售收入，而考虑到国际旅客人均贡献，浦东机场单人收入居前，凸显商业价值。

图表 32: 日上上海营收 (亿元) 及增速


数据来源: 中国中免公司公告, 华福证券研究所

图表 33: 浦东机场人均免税销售额国际对比 (2019 年)

机场	免税店销售额 (亿元)	国际旅客吞吐量 (万人次)	人均免税销售额 (元)
浦东机场	138	3851	358
北京机场	86	2844	302
泰国机场	146	8405	174
香港机场	104	7150	145
白云机场	19	1794	107

数据来源: 各公司公告, DFNI, 华福证券研究所 (注: 北京机场包括首都和大兴机场)

2) 坪效: 对比国内外机场与国内顶级商圈, 浦东机场坪效领先多个量级。2019 年北京 SKP 以 153 亿销售额稳居国内购物中心第一 (2020 年已超过伦敦哈罗德百货位居全球高端百货第一), 然而其坪效仅有 8.5 万元/平方米, 其余购物中心坪效均低于此值。相对而言, 浦东机场与虹桥机场分别以 131.3/65.3 万元/平方米的坪效领先数十倍量级。同期, 可比类似机场, 上海两场坪效亦处于领先地位。

图表 34: 浦东机场与国内重要购物中心、百货坪效对比 (2019 年)

	销售额 (亿元)	面积 (万平方米)	坪效 (万元/平方米)
浦东机场	138	1.0	131.3
虹桥机场	14	0.2	65.3
北京SKP	153	18.0	8.5
南京德基广场	122	15.0	8.2
北京国贸商城	117	23.0	5.1
深圳万象城	91	20.8	4.4
杭州大厦	90	14.0	6.4

数据来源: 联商网, 数位观察, 商城官网, 公司公告, 华福证券研究所

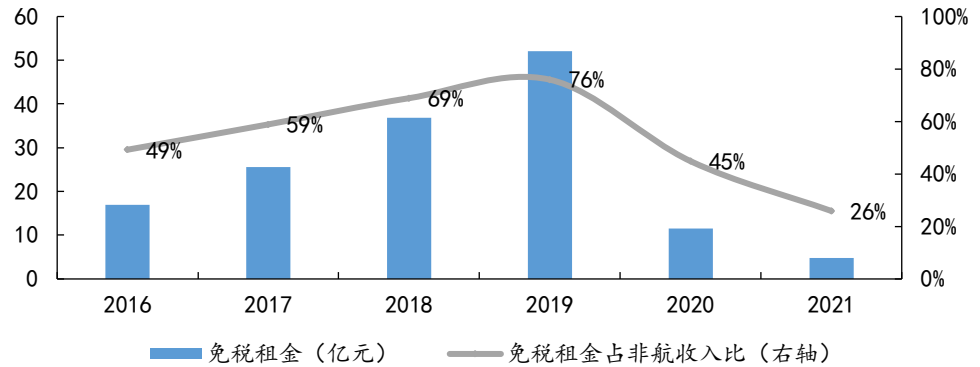
图表 35: 2019 年各机场免税店坪效对比

	免税店收入 (亿元)	免税店面积 (万平方米)	坪效 (万元/平方米)
浦东机场	138	1.0	131
虹桥机场	14	0.2	65
泰国机场	146	2.4	61
北京机场	86	2.0	43
白云机场	19	0.5	41

数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

机场免税渠道具有消费者独特、消费场景隔离、价格优势等特点, 稳定国际客流在相比其它交通方式较长候机时间中, 对于价格优惠免税品易产生消费冲动, 从而保障机场可持续收入。上海机场占据区位优势, 同时人均免税收入与坪效领先, 体现较高商业价值, 在原免税合同下免税租金收入不断增长, 2019 年免税租金占非航收入达到最高点 76%。因此我们认为, 上海机场具备持续变现能力, 在目前国际客流恢复与免税面积扩张双重红利下, 免税租金收入将恢复高速增长。

图表 36: 上海机场疫前免税租金收入及占比持续增长



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 签订补充协议，激励做大机场免税市场

2021年1月，因不可抗力事件及重大情势变更等因素影响，上海机场和日上上海签订免税补充协议，免税租金由原先“保底+扣点”模式，转变为“国际客流挂钩+封顶”模式。

根据补充协议，相关费用修订自**2020年3月1日起实施**，据此2020年免税租金收入确定为11.56亿元，同比大幅下滑。**2021-2025年免税店业务收入实现主要取决于浦东机场国际客流量的恢复情况：**

①当月实际客流低于2019年国际旅客80%（对应256.75万人/月）时

月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数。

其中：“人均贡献”参照2019年人均贡献水平设定为135.28元（客单价*实际扣点），“客流调节系数”按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数，“面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时，面积调节系数为0。

②当月实际客流高于2019年国际旅客80%（对应256.75万人/月）的时候，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取

月保底销售提成=当年保底销售提成÷12个月

其中，“当年保底销售提成”按如下顺序确定：

若当年实际国际客流（X）大于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；若当年实际国际客流（X）小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成额。

若2022年以后（含）的年实际国际客流（X）在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：年保底销售提成=对应年度保底销售提成×（1+24.11%）。（注：24.11%为原合同中T1航站楼免税店规划面积与T2航站楼+S1卫星厅+S2卫星厅免税店规划面积之比）

对比旧合同 42.5%扣点率下的 2019-2025 年共 410 亿的保底租金，补充协议的当年保底销售提成调整为公司免税租金封顶上限。

图表 37: 补充协议下客流超过 2019 年 80%情况下机场年保底销售提成

年度	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (单位: 亿元)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

以上条款综合来看, 公司免税合同计算方式与免税销售额脱钩, 仅与国际客流量挂钩, 实际上削弱公司短期议价能力, 不再能享受免税销售额向上带来的业绩弹性。公司疫前国际门户区域优势凸显, 机场免税市场具有先天条件, 而疫后国际客流大幅下滑, 从而公司议价能力下降。

图表 38: 补充协议签订后公司国际客流量与免税收入 (亿元) 的对应关系

客流量区间 (万人/年)	2021	2022	2023	2024	2025
<3081	135.28*实际国际客流*客流调节系数*面积调节系数				
3081~4172	35.25	43.75	43.75	43.75	43.75
4172~4404	41.58	51.60	51.60	51.60	51.60
4404~4636	45.59	56.58	56.58	56.58	56.58
4636~4868	45.59	62.88	62.88	62.88	62.88
4868~5100	45.59	62.88	68.59	68.59	68.59
5100~5360	45.59	62.88	68.59	74.64	74.64
>5360	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48

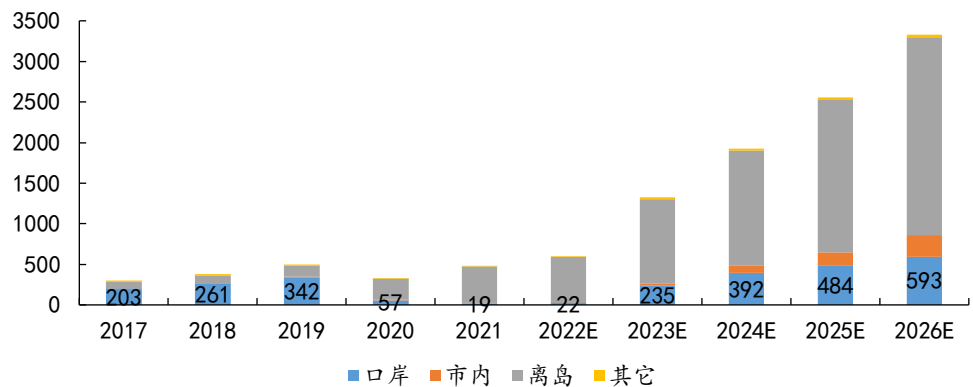
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

我们认为, 公司在突发扰动下选择与免税商共担风险, 虽短期降低公司免税租金收入弹性, 但中长期有利于巩固公司核心市场竞争力, 做大机场免税市场规模。2020 年 3 月起执行补充协议合同, 当年公司免税店租金仅为 11.56 亿元, 同比下降 78%。而从中长期来看, 补充协议推动公司与免税商协同并进, 共同做大机场免税市场规模, 增强公司下一轮免税合同重谈议价能力。

①补充协议增强公司与中免合作关系。疫情下国际客流大幅下滑, 公司原先 410 亿保底提升难以维系, 若未有补充协议, 日上上海难以长久支付高额保底租金 (以 2020 年为例, 原合同保底免税租金为 41.58 亿元, 日上上海当年净利润仅为 12.46 亿元), 或会选择支付 5 亿元违约金。2021 年, 中国中免以 24.6% 份额占据全球旅游零售市场第一, 在我国免税市场独占鳌头, 公司签订补充协议避免流失中免绝对优势客户。实际上, 补充协议下调节系数亦为公司租金收入提供安全垫, 2020 / 2021 年“客流调节系数*面积调节系数分别为 1.76 及 2.14, 均大于 1。”

②补充协议反向激励免税商做大机场渠道规模，提高免税市场竞争力。随着海南的离岛免税、市内的免税店以及跨境电商，还有进口关税持续下降等多重因素的影响，机场口岸免税消费的购买力已经发生了变化，浦东机场此前免税红利难以以为继，亟需扩大公司机场免税市场规模，以此巩固免税市场竞争力。据弗若斯特沙利文数据，2019-2026年口岸/市内/离岛免税市场CAGR分别为8%/90%/51%，口岸免税市场增速放缓。免税租金=免税商收入*扣点率，公司原合同42.5%高扣点率在口岸免税店优势弱化下遏制免税商做大机场免税市场规模意愿。签订的补充协议调整为免税租金上限，降低扣点率将反向激励中免做大公司机场免税市场，也支撑下一轮合约重谈机场议价能力的提升，释放公司业绩弹性。

图表 39: 中国免税商品市场规模（按渠道，亿元）



数据来源：中国中免招股书，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

3.3 收购 Uni-Champion 与日上互联，释放“机场+免税”融合价值

公司 2023 年 1 月 13 日发布公告，决定与上海机场投资有限公司（以下简称“投资公司”）于上海共同投资设立合资公司“上海尚冕”，并由上海尚冕在中国香港设立一家全资子公司（以下简称“香港公司”），计划上海尚冕收购日上互联 12.48% 股权，香港公司收购境外公司 Uni-Champion 32% 已发行股权。本次交易总额合计 16.98 亿元，其中标的公司交易对价 16.92 亿元，以及标的公司所需运营资金 596.8 万元。本次交易公司出资 13.58 亿元，出资额占比 80%。

图表 40: 上海机场收购 Uni-Champion 和日上互联项目概要

项目	交易作价 (万元)	2021 年营收 (亿元)	2021 年净利润 (亿元)	收购 PE
Uni-Champion 32% 股权	135008.0	24.14	11.71	3.6X
日上互联 12.48% 股权	34195.2	5.04	2.54	7.2X
运营资金	596.8	-	-	-
合计	169800	-	-	-

数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：收购 PE 基于 2021 年净利润计算；日上互联 2021 年 4 月 29 日成立，收购 PE 计算时将 2021 年净利润年化 12 个月）

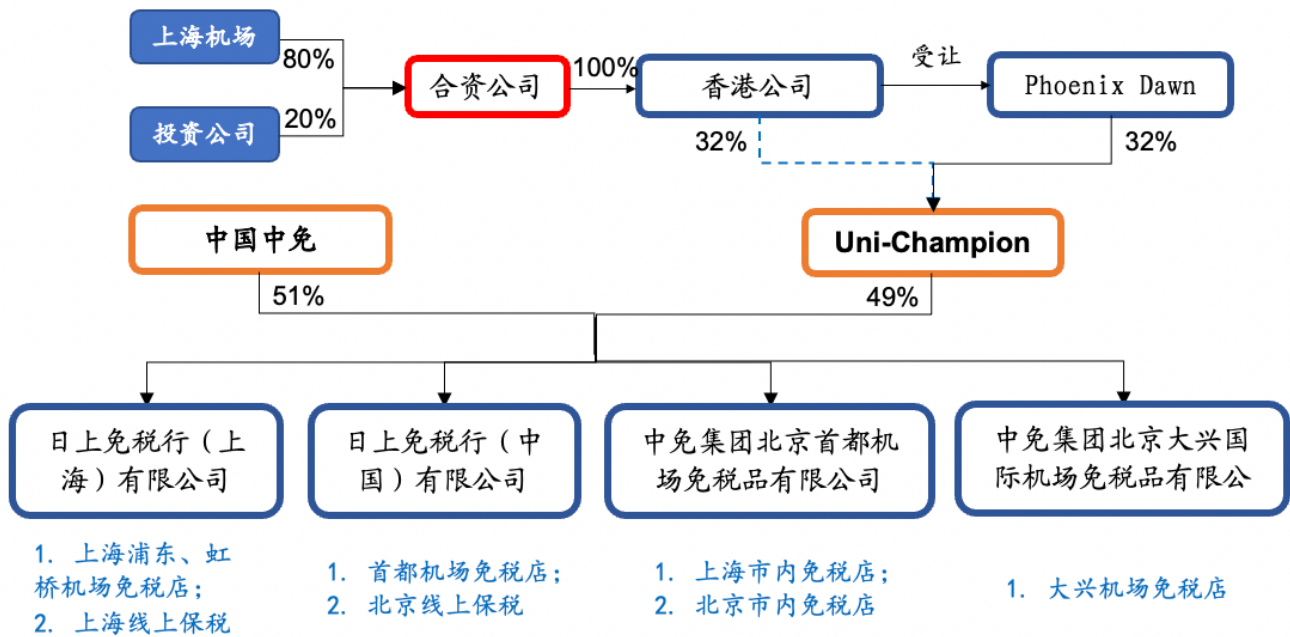
具体来看，公司受让 Phoenix Dawn 的 Uni-Champion 32% 股权，Uni-Champion 核心资产为日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 49% 股权，主要从事上海两场、北京两场（首都机场、大兴机场）的线下免税店销售经营业务、上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务。收购后，上海机场将穿透持有上述

核心资产 15.68%股权或权益。

公司通过合资公司受让天津博裕所持有的日上互联 12.48%股权，日上互联主要从事线上电商平台的专业化运营服务。日上互联依托“中免日上 APP”，将口岸免税销售延伸至线上保税品销售业务，成为公司“线下免税+线上保税”的重要组成部分。

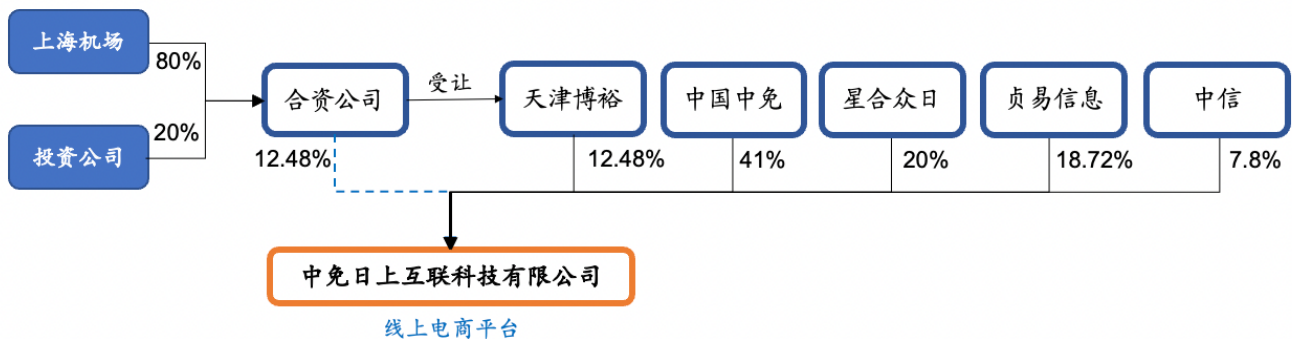
截至 2023 年 4 月交割情况：上海机场与 Phoenix Dawn 及天津博裕约定本次交易的交割日是 2023 年 3 月 31 日，Uni-Champion 32%已发行股份已于交割日完成变更登记，日上互联 12.48%股权将在交割日后 30 个工作日内提交工商变更申请。

图表 41：上海机场收购 Uni-Champion 后股权结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 42：上海机场收购日上互联后股权结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：截至公告 2023 年 4 月，收购未完成，以上股权结构为模拟）

本次交易完成后，上海机场将进一步发挥与标的公司核心资产的协同效应，通过布局线下免税品销售及线上保税进口商品销售经营业务打造上海机场特色品牌，实现“机场+免税”的进一步融合。

①在免税板块，公司有望由免税“业主方”转为“业主方+经营方”，与核心客户中免形成新的利益结构，增强二者关联，降低未来合作关系不确定性。公司不仅可以逐步做大规模的优质免税商取得“免税租金+投资收益”双重收益，而且可以缓解口岸免税店增速放缓影响，汲取市内店、线上店等多渠道快速增长发展红利，减少对其它免税渠道分流的影响。

②在疫情影响渐弱国际客流恢复下，公司免税业务有望提质增效，在下一轮招标周期本轮补充协议具有重谈可能性。

③Uni-Champion 从事业务包括上海和北京市内免税经营，在市内免税店政策利好环境下有助于公司借此涉足市内免税业务。

总体而言，本次收购推动公司航空服务主业做大做强，在提升上海机场服务品质的同时，增强上海机场的抗风险能力，从而形成机场运营投资可持续发展的良性循环。

3.4 市内免税店：政策利好，未来成长空间广阔

我国市内免税店主要分两种：1) 出境市内免税店：以中免为代表，只面向出境外国人、港澳台同胞。2) 回国补购型市内免税店/外汇免税商店：包括中出服、中侨免（原为港中旅旗下，2021年底被中免收购），面向持中国护照入境的中国旅客。

2020年以来市内免税利好政策不断出台，市内免税规模增长可期。

图表 43：市内免税利好政策

发布时间	发布机构	政策文件	政策内容
2020/3/1	国家发展改革委等二十三个部门	《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。
2020/4/23	上海市政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2020/4/1	青岛市委、市政府	《青岛市2020年激发消费潜力促进消费增长行动计划》	积极争取政策支持建设中国特色市内免税店，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品。支持在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020/5/1	广东省商务厅	《广东省加快发展流通促进商业消费政策措施》	制定广东培育建设国际消费中心城市的实施方案，积极推动国际品牌集聚，支持有条件的地市争取设立市内免税店。
2020/9/1	国务院	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2020/10/17	江苏省人民政府	《省政府关于同意中国（常州）、中国（连云港）、中国（淮安）、中国（盐城）、中国（宿迁）跨境电子商务综合试验区实施方案的批复》	支持建设具有盐城特色的市内免税店，在南洋机场免税店设立市内免税店离境提货点。
2021/3/1	深圳罗湖区工业和信息化局	《罗湖区产业发展“十四五”规划（征求意见稿）》	拟打造跨境消费中心，加快推进国贸免税城项目，建设粤港澳大湾区免税城。积极争取市内免税政策落地，支持有条件

			的龙头企业申请免税品经营资质。
2021/5/1	深圳市商务局	《深圳市关于加快商贸高质量发展建设国际消费中心城市的若干措施（征求意见稿）》	积极争取国家政策支持，规划建设粤港澳大湾区免税城，打造服务湾区、辐射全球的国际高端商品和国货精品展销平台，探索中国特色市内免税店“深圳样本”。
2021/8/20	山西省人民政府	《山西省“十四五”“一带一路”开放型经济发展及对外开放新高地建设规划》	积极跟踪国家免税店政策，争取建设山西特色市内免税店。
2021/9/2	北京市商务局	《北京市“十四五”时期商业服务业发展规划》	优化市内免税店布局并且鼓励免税店增设国货精品专区，提高国内品牌国际知名度，建设空港型国际消费。利用首都国际机场以及天竺综保区等资源用来加强免税店。
2021/9/15	江西省政府办公厅	《江西省“十四五”消费升级发展规划》	支持免税经济发展，推动内外销产品“同线同标同质”，鼓励有条件的地区建设市内免税店、符合条件的口岸争取增设免税店，积极吸引海外中高端消费回流。
2021/9/24	中共北京市委办公厅	《北京培育建设国际消费中心城市实施方案(2021—2025年)》	推动建设特色鲜明的市内免税店，丰富扩大口岸免税店商品品类和规模，提高离境提货便利度，促进境外消费回流，推动免税店增设国货精品销售专区。
2021/12/8	湖北省人民政府	《促进全省消费扩容升级三年行动方案》	做大武汉天河国际机场出境免税店，支持武汉申报建设进境和市内免税店
2022/4/25	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

数据来源：国务院，各政府官网，华福证券研究所

2023年3月14日，中国中免通过了以12.28亿元收购中出服49%股权的议案，进一步完善了市内免税店布局，补充了国人入境市内免税牌照，市内免税业务或将受益新政。作为中国唯一的全国性市内外汇免税运营商，中服免税在北京、上海、杭州、南京等12个城市设有市内免税店。

2023年3月31日，上海机场收购Uni-Champion32%已发行股份已完成交割；上海机场可借此涉足市内免税业务，与机场免税业务协同发展。我们采用比例系数法和敏感性测试两种方式对市内免税空间进行预测，综合以下两种测算方法，暂不考虑后续市内免税政策，预计2024-2025年上海/北京市内店免税销售额将分别达239.1亿元/147.2亿元，为上海机场市内免税业务提供广阔的空间：

1) 参考2019年疫情前稳态下的韩免，机场和市内免税销售额比例为5:1。考虑到相比于成熟的韩免，我国市内免税店仍处于发展起步阶段，2021年海免机场和市内免税销售额比例为2.2，我们预计我国机场和市内免税销售额比例约为1.5:1，则上海/北京市内免税销售空间分别为226.5亿元/129.0亿元。

图表 44: 上海+北京市内免税空间计算

	2019年机场国际客流(万人次)	机场免税销售额(亿元)	市内免税销售额测算(亿元)	比例系数
上海	4,193	151	226.5	1.5
北京	2,757	86	129.0	1.5

数据来源：Wind，华福证券研究所

2) 市内店规模=客流量*渗透率*客单价。①客流量：选取疫情前(2019年)上海/北京机场国际客流，分别为4193.4万人次。②渗透率：经测算，2019年三亚海

棠湾渗透率约 11%，考虑到市内免税店客流量更大、停留时间更长、存在租金优势等特点，我们假设上海/北京市内免税店渗透率水平在 10-20%。③客单价：经测算，2020-2022 年海南离岛免税客单价水平在 6000-8000 元，考虑到与海南离岛免税相比上海/北京市内店发展相对不成熟，我们假设上海/北京市内免税店客单价在 2000-6000 元。根据敏感性测试及客单价和渗透率的中性假设，我们预计上海/北京市内免税店规模分别有望达 251.6 亿元/165.4 亿元；随着利好政策逐步释放、市内免税门店落地，规模或将分别达 503.2 亿元/330.9 亿元。

图表 45: 上海市内免税空间计算

		上海市内店免税渗透率				
		10%	13%	15%	17%	20%
上海市内店客单价	2000	83.9	109.0	125.8	142.6	167.7
	3000	125.8	163.5	188.7	213.9	251.6
	4000	167.7	218.1	251.6	285.2	335.5
	5000	209.7	272.6	314.5	356.4	419.3
	6000	251.6	327.1	377.4	427.7	503.2

数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 46: 北京市内免税空间计算

		北京市内店免税渗透率				
		10%	13%	15%	17%	20%
北京市内店客单价	2000	55.1	71.7	82.7	93.8	110.3
	3000	82.7	107.5	124.1	140.6	165.4
	4000	110.3	143.4	165.4	187.5	220.6
	5000	137.9	179.2	206.8	234.4	275.7
	6000	165.4	215.1	248.2	281.3	330.9

数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.5 弹性测算：补充协议预计调整，免税业绩弹性可期

我们认为：从远期 2025 年来看，公司可能与日上上海重新调整部分合同细则，免税租金预计在补充协议下有一定上升空间，主要驱动力：

①公司与日上上海具有长期合作关系，过往合作履约率 100%，企业诚信度较高。二者可能会综合考虑长期合作关系在疫情后期进一步磋商补充协议条款。

②机场旅客吞吐量快速恢复，提高机场议价力。IATA 预计 2024 年全球旅客吞吐量将恢复至 2019 年水平，从区域来看，北美、欧洲、亚太地区均表现较好。客流恢复是机场价值的直接体现，从而有利于提高机场议价能力。

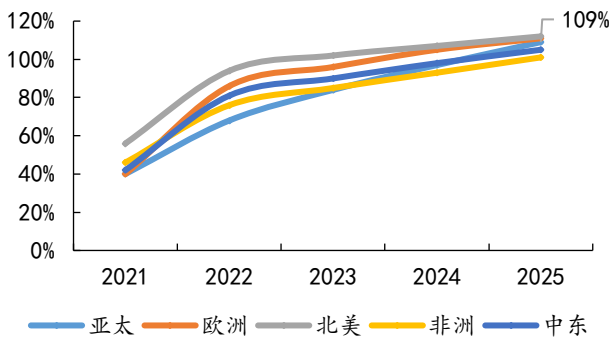
③对标 2022 年初中免与白云机场补充协议，白云机场保留了基准中“保底与实际销售额”取较高值做法，扣点率不变。由此来看，白云机场仍具备“国际客流恢复+客单价值提升”双重红利，上海机场作为可比机场亦可能重调协议。

图表 47: 白云机场与中免签订补充协议月保底销售额计算方式

白云机场与中免签订补充协议月保底销售额计算方式	
月保底销售额 R=原协议约定的月保底销售额基数 Y*月客流调节系数*月面积调节系数	
月保底销售额基数	2021 年的月保底销售额基数 Y 执行 2019 年 12 月的月保底销售额; 以后年度当 (上年度国际客流量/2019 年国际客流量) <0.8 时, 本年度月保底销售额基数 Y 执行上年度的月保底销售额基数; 当上数 >=0.8 时, 本年度的月保底销售额在上年度的基础上根据原协议条款递增。
月客流调节系统	月客流比例=白云机场当月实际国际客流量+白云机场 2019 年月均国际客流量; 月客流调节系数根据月客流比例进行调节, 调节系数从 0-1 不等。
月面积调节系数	月面积调节系数=当月实际开业店铺面积+合同约定店铺总面积; 当月面积调节系数不低于同月客流调节系数。

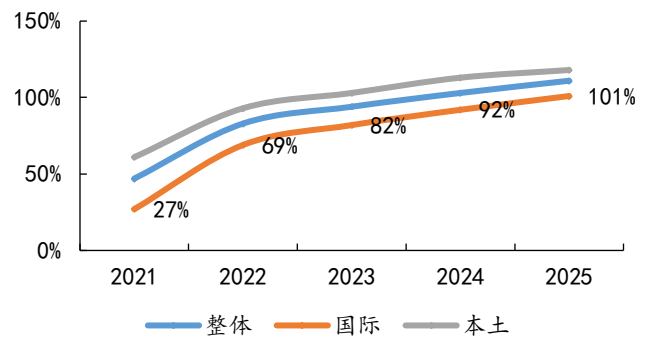
数据来源: 白云机场公司公告, 华福证券研究所

图表 48: 全球旅客吞吐量较 2019 年恢复程度 (分境内外)



数据来源: IATA, 华福证券研究所

图表 49: 全球旅客吞吐量较 2019 年比例 (分地区)



数据来源: IATA, 华福证券研究所

因而, 在上述基础上我们对上海机场做出如下假设:

- ①考虑到补充协议调整的可能, 我们假设 2025 年免税租金增设一定超额扣点率, 分别为 5% / 10% / 15%;
- ②国际客流持续修复, 2025 年国际客流恢复至 19 年 100%-154%;
- ③机场人均免税销售额 19-25 年 CAGR 为 10%-16%。

可知, 相比公司 2019 年 52.1 亿元免税租金, 在国际客流确定性恢复、人均免税销售额增长以及超额扣点率下, 公司免税租金收入及业绩贡献弹性空间较大。具体而言, 免税租金可为公司贡献 63.8 至 159.1 亿元收入, 49.1 至 122.5 亿元利润。

图表 50: 超额扣点率 5% 下上海机场免税业绩弹性测算

国际客流较 2019 年恢复率	19-25 年人均免税销售额 CAGR	国际客流 (万人次)	人均免税销售额 (元)	免税销售额 (亿元)	免税保底租金 (亿元)	估算扣点率	超额扣点率	免税租金收入	税率	免税租金贡献利润
100%	10%	3851.4	634.1	244.2	51.6	21.1%	5%	63.8	23%	49.1
109%	11%	4198.0	669.5	281.1	51.6	18.4%	5%	65.7	23%	50.6
118%	12%	4544.6	706.5	321.1	56.6	17.6%	5%	72.6	23%	55.9
127%	13%	4891.2	745.2	364.5	68.6	18.8%	5%	86.8	23%	66.8
136%	14%	5237.8	785.7	411.5	74.6	18.1%	5%	95.2	23%	73.3

145%	15%	5584.5	827.9	462.4	81.5	17.6%	5%	104.6	23%	80.5
154%	16%	5931.1	872.1	517.2	81.5	15.8%	5%	107.3	23%	82.7

数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：由于疫情时期浦东机场承接虹桥机场国际客流运载任务，以上数据基于浦东机场计算而来）

图表 51：超额扣点率 10%下浦东机场免税业绩弹性测算

国际客流 较 2019 年 恢复率	19-25 年人 均免税销售 额 CAGR	国际客流 (万人 次)	人均免税销 售额 (元)	免税销售额 (亿元)	免税保底租 金 (亿元)	估算扣 点率	超额扣 点率	免税租金 收入	税率	免税租金 贡献利润
100%	10%	3851.4	634.1	244.2	51.6	21.1%	10%	76.0	23%	58.5
109%	11%	4198.0	669.5	281.1	51.6	18.4%	10%	79.7	23%	61.4
118%	12%	4544.6	706.5	321.1	56.6	17.6%	10%	88.7	23%	68.3
127%	13%	4891.2	745.2	364.5	68.6	18.8%	10%	105.0	23%	80.9
136%	14%	5237.8	785.7	411.5	74.6	18.1%	10%	115.8	23%	89.2
145%	15%	5584.5	827.9	462.4	81.5	17.6%	10%	127.7	23%	98.3
154%	16%	5931.1	872.1	517.2	81.5	15.8%	10%	133.2	23%	102.6

数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：由于疫情时期浦东机场承接虹桥机场国际客流运载任务，以上数据基于浦东机场计算而来）

图表 52：超额扣点率 15%下浦东机场免税业绩弹性测算

国际客流 较 2019 年 恢复率	19-25 年人 均免税销售 额 CAGR	国际客流 (万人 次)	人均免税销 售额 (元)	免税销售额 (亿元)	免税保底租 金 (亿元)	估算扣 点率	超额扣 点率	免税租金 收入	税率	免税租金 贡献利润
100%	10%	3851.4	634.1	244.2	51.6	21.1%	15%	88.2	23%	67.9
109%	11%	4198.0	669.5	281.1	51.6	18.4%	15%	93.8	23%	72.2
118%	12%	4544.6	706.5	321.1	56.6	17.6%	15%	104.7	23%	80.7
127%	13%	4891.2	745.2	364.5	68.6	18.8%	15%	123.3	23%	94.9
136%	14%	5237.8	785.7	411.5	74.6	18.1%	15%	136.4	23%	105.0
145%	15%	5584.5	827.9	462.4	81.5	17.6%	15%	150.8	23%	116.1
154%	16%	5931.1	872.1	517.2	81.5	15.8%	15%	159.1	23%	122.5

数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：由于疫情时期浦东机场承接虹桥机场国际客流运载任务，以上数据基于浦东机场计算而来）

3.6 新合同预测：“低扣点+高保底”，上机与免税商共赢

展望下一轮免税招标，我们认为上海机场或难回归疫前 42.5%综合扣点率。这主要源于 2019 年 5 月财政部等主管部门发布《口岸出境免税店管理暂行办法》，其中规定“合理规范口岸出境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求‘价高者得’”、“租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍”，因而机场高扣点率难以维系。政策约束机场方销售扣点率，但给予租金一定弹性。我们认为，公司下一轮合同可能以“低扣点+高保底”模式展开，延续本轮合同与补充协议，综合考虑疫后免税增量市场。该模式增强机场与免税商共存关系，共同汲取机场免税红利。

对于免税商而言，低扣点反映为较低边际成本，高保底为较高沉没成本。免税商

有动力使得销售规模超过保底金额，增量销售逐步下滑平均成本。因而，“低扣点+高保底”模式赋予免税商一定销售门槛，从而起到激励免税商做大机场免税规模作用。

对于机场而言，高保底为机场利润筑基，而低扣点反映向上利润弹性。在免税商致力于扩大销售规模过程中，机场亦能取得超过保底边际增量。

综合而言，“低扣点+高保底”模式一方面机场让利免税商，降低免税商边际成本，另一方面免税商做大市场规模，机场获取增量盈利。该模式增强二者关联度，实现合作共赢，互利共生。

我们在该模式基础上，计算免税商在一定保底金额和扣点率下销售临界值，该临界值反映机场刚好取得保底租金时对应的免税商销售规模。可以看到，该模式下平均扣点率虽为 20%左右，大幅低于 42.5%扣点率，而免税商依旧可以维持较高增速，销售规模较 2019 年 GAGR 为 15.57%至 24.73%。考虑免税商降低平均成本动力，该增速有较大向上空间，同时赋予机场业绩弹性。

图表 53: 2026 年“低扣点+高保底”下免税商销售收入临界值测算（亿元）

保底金额 扣点率	85	95	105	115	125	135	145
10%	850	950	1050	1150	1250	1350	1450
15%	567	633	700	767	833	900	967
20%	425	475	525	575	625	675	725
25%	340	380	420	460	500	540	580
30%	283	317	350	383	417	450	483
35%	243	271	300	329	357	386	414
40%	213	238	263	288	313	338	363
平均销售额	417	466	513	564	614	663	712
较 2019 年 CAGR	15.57%	17.42%	19.11%	20.67%	22.12%	23.47%	24.73%
平均扣点率	20.37%	20.37%	20.37%	20.37%	20.37%	20.37%	20.37%

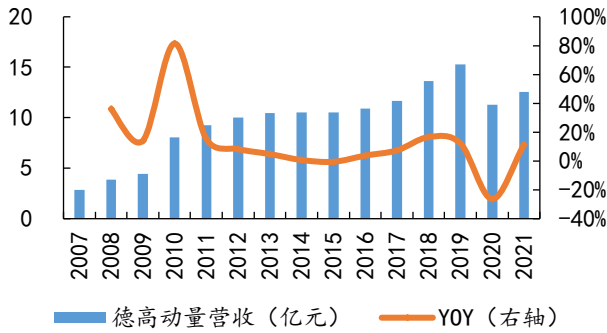
数据来源：中国中免年报，华福证券研究所（注：临界值收入=保底金额/扣点率）

4 投资收益：广告及航油公司运营稳健，持续贡献投资收益

德高动量及航油公司是公司投资收益的主要来源。得益于民航需求增长，2008-2019 年德高和航油公司营收 CAGR 分别为 15% / 4%，经营稳健为公司持续贡献投资收益。德高净利润 50%（其中，两场合并前 49%计入公司少数股东收益，合并后该部分不计入少数股东收益）和航油公司 40%计入公司投资收益，2019 年两者合计贡献近 85%投资收益。

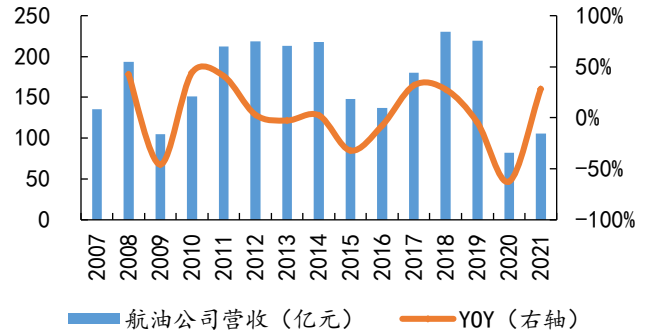
疫情中德高和航油公司虽盈利能力下滑，然依旧贡献 50%左右投资收益。2021 年公司投资收益中由德高动量、航空油料贡献的数额分别为 1.82 亿元、2.03 亿元，合计贡献占比 49.5%；由其他联营公司贡献的投资收益为 3.92 亿元。

图表 54: 德高动量营收及增速



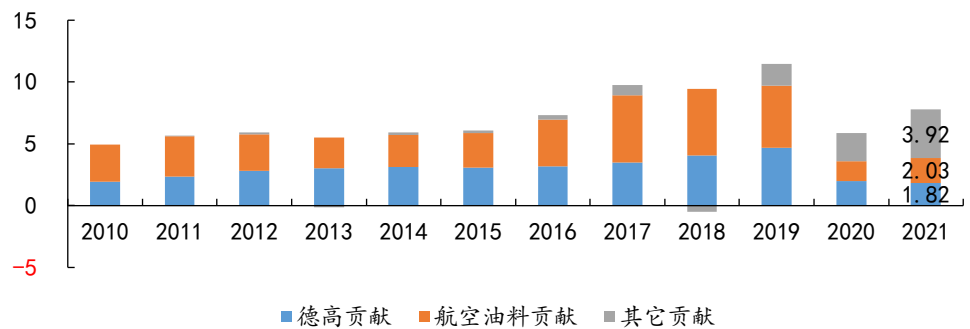
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 55: 航油公司营收及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 56: 上海机场投资收益拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

核心假设:

浦东机场: 随着疫情可控度提升, 预计收入逐步恢复。1) 航空业务: 我们预计 22-24 年单架次收入分别为 2019 年的 80%/95%/110%; 23-24 年飞机起降架次分别恢复至 19 年的 76%/107%, 旅客吞吐量分别恢复至 19 年的 76%/107%, 货物吞吐量分别恢复至 19 年的 108%/119%。2) 非航业务: 我们预计 23-24 年境外旅客吞吐量预计分别恢复至 2019 年的 63%/102%。因此, 我们预计浦东机场 2022-2024 年航空业务收入分别为 9/34/47 亿元, 同比分别-53%/+287%/+41%; 非航业务收入分别为 16/55/70 亿元, 同比分别-38%/+245%/+28%, 其中免税租金分别为 4/39/44 亿元, 同比分别-14%/+820%/+14%。

虹桥机场: 1) 航空业务: 我们预计架次相关收入 22 年同比-70%, 23-24 年分别恢复至 19 年的 90%/113%; 旅客及货邮相关收入 22 年同比-60%, 23-24 年分别恢复至 19 年的 90%/115%。2) 非航业务: 我们预计商业餐饮收入 22 年同比-70%, 23-24 年分别恢复至 19 年的 90%/113%。因此, 我们预计虹桥机场 2022-2024 年航空业务收入分别为 4/15/19 亿元; 非航业务收入分别为 11/18/22 亿元。

图表 57: 上海机场盈利预测

单位:亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
浦东机场	109.45	43.03	37.28	24.56	88.39	117.78
YOY	18%	-61%	-13%	-43%	260%	33%
航空性业务收入	40.84	17.27	18.52	8.66	33.53	47.40
YOY	3%	-58%	7%	-53%	287%	41%
架次相关收入	18.04	9.89	11.28	5.76	13.01	21.18
YOY	3%	-45%	14%	-49%	126%	63%
旅客及货邮相关收入	22.79	7.38	7.24	2.90	20.51	26.21
YOY	3%	-68%	-2%	-60%	609%	28%
非航空性业务收入	68.61	25.76	18.76	15.90	54.86	70.39
YOY	28%	-62%	-27%	-38%	245%	28%
商业餐饮收入	54.63	12.68	6.56	4.92	42.78	54.69
YOY	37%	-77%	-48%	-25%	769%	28%
其他非航收入	13.98	13.09	12.20	10.98	12.08	15.70
YOY	6%	-6%	-7%	-10%	10%	30%
虹桥机场				15.70	33.09	41.12
YOY					111%	24%
航空性业务收入				4.45	14.93	18.96
YOY				-64%	236%	27%
非航空性业务收入				11.26	18.16	22.16
YOY				-23%	61%	22%
物流公司				14.54	15.99	20.79
YOY				9%	10%	30%
营业总收入	109.45	43.03	37.28	54.80	137.47	179.69
YOY		-60.7%	-13.4%	47.0%	150.9%	30.7%
营业总成本	54.07	65.63	67.77	99.60	106.03	111.32
YOY		21.4%	3.3%	47.0%	6.5%	5.0%
归母净利润	50.30	-12.67	-17.11	-29.80	27.66	62.73
YOY		-125%	-35%	-74%	193%	127%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (注: 2022 年虹桥公司及物流公司并表)

物流公司: 我们预计公司 2022-2024 年收入为 15/ 16 / 21 亿元, 同比分别+9% / +10% / +30%。

成本项: 综合考虑 22Q3 公司并表虹桥公司和物流公司、及四期扩建工程启用, 预计 2022 年营业总成本大幅上涨, 此后年度成本逐渐恢复疫情前的稳定增长。2022-2024 年营业总成本分别为 100/106/111 亿元, 同比分别+47%/+7%/+5%。

投资收益: 我们预计 2022 年德高公司和航油公司净利润同比分别-70%/-60%, 2023-2024 年均分别恢复至 2019 年的 60%/110%; 预计 2022-2024 年德高+航油投资收益占比分别为 70%/75%/80%。

综上, 我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 54.8/137.5/179.7 亿元, 同比分别+47%/+151%/+31%; 归母净利润分别为 -29.8/27.7/62.7 亿元, 同比分别-

74%/+193%/+127%。

图表 58: 上海机场成本预测

单位:亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
人工成本	18.83	19.69	21.75	31.54	33.11	34.77
YOY	12%	5%	10%	45%	5%	5%
摊销成本	8.87	13.08	20.86	30.25	31.77	33.35
YOY	13%	48%	59%	45%	5%	5%
运行维护成本	27.81	34.87	19.79	31.66	34.83	36.57
YOY	46%	25%	-43%	60%	10%	5%
管理成本	0.34	0.42	0.55	0.79	0.83	0.87
YOY	51%	26%	29%	45%	5%	5%
财务成本	-2.09	-2.76	4.35	4.67	4.81	4.57
YOY	-8%	-32%	257%	8%	3%	-5%
其他	0.31	0.32	0.47	0.68	0.68	0.68
YOY	-45%	3%	46%	45%	0%	0%
合计	54.07	65.63	67.77	99.60	106.03	111.32
YOY	18%	21%	3%	47%	6%	5%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

5.2 相对估值与投资建议

疫情影响逐步消弭, 国际客流预期加速恢复为公司免税业务注入弹性, 增强业务成长属性。我们选取北京首都机场股份、白云机场和深圳机场作为可比公司。公司具有以下看点: ①国内最大空中口岸, 顺利合并上海两场, 并启动第四期扩建工程, 凭借上海优质区位, 随着境内外航班复苏, 做大航空业务主业; ②签订补充协议深化与中免优质客户合作, 激励免税商做大机场渠道规模; ③拟收购 Uni-Champion 和日上互联, 未来有望覆盖口岸、市内店、线上等多渠道免税业务, 增强业务抗风险能力, 实现“机场+免税”进一步融合, 在客流恢复背景下预期回归价值, 提高下一轮免税招标议价权增强可能性。

基于此, 当前公司航空业务与免税业务并进, 我们认为上海机场具备较高成长属性。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-30/28/63 亿元, 对应 EPS 为-1.2/1.1/2.5 元, 对应 PE 为-43.8/47.2/20.8。考虑当前行业受疫情影响, 公司当期业绩未能反映实际盈利情况, 故按 2024 年业绩给予 24 倍估值, 给予目标价 60.50 元, 首次覆盖给予“持有”评级。

图表 59: 上海机场相对估值与行业对比 (截至 2023 年 4 月 24 日)

代码	公司名称	收盘价 (港币/元)	EPS (元)				市盈率 PE			
			21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
0694.HK	首都机场	5.91	-0.46	-0.77	-0.03	0.33	-12.8	-7.7	-181.3	17.7
600004.SH	白云机场	14.94	-0.17	-0.45	0.25	0.69	-87.9	-33.2	59.3	21.5
000089.SZ	深圳机场	7.25	-0.02	-0.56	0.02	0.20	-431.5	-13.0	313.9	35.5
平均值							-177.4	-18.0	64.0	24.9
600009.SH	上海机场	52.49	-0.69	-1.20	1.11	2.52	-76.3	-43.8	47.2	20.8

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：首都机场、白云机场和深圳机场为披露过 2022 年年报后的数据；

6 风险提示

1) 宏观经济下行与疫情反复。上海作为国内重要航空枢纽，疫情反复及宏观经济下行抑制居民外出需求，将影响国内外上海机场旅客量，

2) 收购不及预期。公司计划收购 Uni-Champion 与日上互联仍在进行时，存在无法完成的风险。

3) 免税需求恢复不及预期。免税租金作为公司营收重要组成部分，免税需求恢复不足将牵制公司业绩改善。

4) 免税政策变化。免税政策可能改变免税渠道格局，使得公司业务面临风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn