

中性 (首次)

非航业务成重要利润增长点 重点关注免税店与广告业务

2019 年 02 月 28 日

机场行业分析

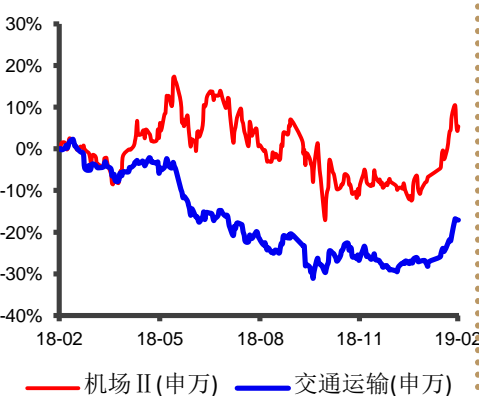
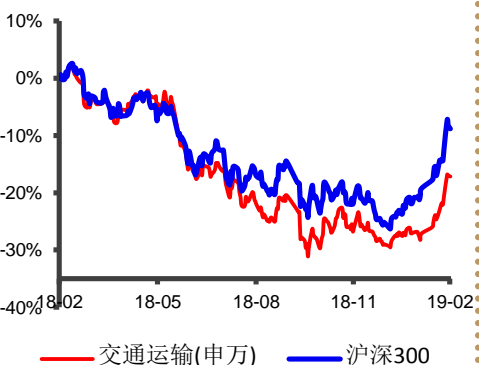
分析师: 张紫薇

电话: (024) 2295-5450

邮箱: zhangziwei@wxzq.com

证书编号: S0650517060001

指数表现



### 国内机场运营现状分析

- ☞ 分类管理，两级分化现象严重
- ☞ 成本端相对固化，利润增长高度依赖收入增长
- ☞ 机场的公共属性定位使得航空业务收入偏低
- ☞ 枢纽机场非航业务收入重要性凸显

### 投资关注

- ☞ 国际航线业务占比及旅客结构影响航空与非航业务收入增长
- ☞ 提升运营效率将是提升航空业务收入的关键

### 风险提示

- ☞ 新建产能释放不及预期风险
- ☞ 空域紧张风险。

## 目 录

一、国内机场运营现状分析 .....	3
(一) 分类管理，两级分化现象严重.....	3
(二) 成本端相对固化，利润增长高度依赖收入增长.....	4
(三) 机场的公共属性定位使得航空业务收入偏低.....	7
(四) 枢纽机场非航业务收入重要性凸显.....	8
二、投资关注 .....	8
(一) 国际航线业务占比及旅客结构影响航空与非航业务收入增长.....	8
(二) 提升运营效率将是提升航空业务收入的关键.....	11
三、风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1 2017 年机场吞吐量对比 .....	3
图表 2 机场分类目录 .....	4
图表 3 分类价格制定标准 .....	4
图表 4 内地航空公司内地航班航空性业务收费标准基准价 .....	4
图表 5 2017 年度上海机场营业总成本分析图 .....	5
图表 6 2017 年度白云机场营业成本分析图 .....	5
图表 7 近 10 年营业成本变化图 .....	6
图表 8 营业成本增长率对比图 .....	6
图表 9 上海机场营业总收入、营业总成本、营业利润增长率图.....	6
图表 10白云机场营业总收入、营业总成本、营业利润增长率图 .....	7
图表 11内航外线与外航外线收费标准基准价 .....	7
图表 12旅客吞吐量及旅客结构对航空业务与非航业务收入影响示意图 .....	8
图表 13上海机场预计每年保底销售提成（亿元） .....	9

## 一、国内机场运营现状分析

### （一）分类管理，两级分化现象严重

根据中国民航局发布的 2017 年民航机场生产统计公报，截至 2017 年底，我国境内民用航空定期航班通航机场共 228 个，定期航班通航城市 224 个。从旅客吞吐量看，两级分化现象十分严重。枢纽机场时刻供不应求、旅客吞吐量超过设计上限的情况明显，而占据多数的中小机场，则明显供过于求。

图表 1 2017 年机场吞吐量对比

年旅客吞吐量人次	机场数	吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的百分比	场均吞吐量占全部境内机场旅客吞吐量的百分比
首都机场、浦东机场、白云机场、虹桥机场	4	23.82%	5.96%
其他年旅客吞吐量人次 1000 万以上	28	57.16%	2.04%
年旅客吞吐量人次 200 万~1000 万	26	11.76%	0.45%
年旅客吞吐量人次 200 万以下（含停航的陕西安康机场）	171	7.25%	0.04%

资料来源：民航局 2017 年民航机场生产统计公报、网信证券研究发展部

国内盈利机场只占一小部分，大部分机场处于盈亏平衡或对补贴有高度依赖的状况。即使作为枢纽机场的白云机场与首都机场，也同样对民航发展基金返还作收入处理政策有高度依赖（政策 2018.11 月底止）。根据白云机场发布的公告，其在 2015~2017 年收到的返还金额分别为 6.98 亿元、7.77 亿元、8.37 亿元，占当年收入总额的 12.42%、12.60%、12.38%，占当期营业利润的 39.95%、40.79%、38.64%。根据上市公司 2017 年年报，净利润最高的上海机场年度净利润为 36.83 亿，与此同时，根据 2019 年中小机场补贴预算方案，预计对 168 家中小机场提供 246 万~1770 万不等的补贴，合计补贴金额达到 15.18 亿元。

我国对机场施行分类管理制度，分为一类 1 级、一类 2 级、二类

与三类机场，根据机场分类及业务的不同，规定使用政府指导价还是市场调节价，同时根据分类由高到低的不同，针对航空业务中的起降费、旅客服务费与安检费的收费标准由低到高。

图表 2 机场分类目录

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

资料来源：民航局《民用机场收费标准调整方案》

图表 3 分类价格制定标准

	航空业务（起降费、 停场费、客桥费、旅 客服务费、安检费）	内地航空公司内 地航班地面服务 基本项目	非航空性业务重要收 费项目（除内地航空 公司内地航班地面服 务基本项目外）
一类 1 级	政府指导价	市场调节价	市场调节价
一类 2 级	政府指导价	市场调节价	市场调节价
二类	政府指导价	政府指导价	市场调节价
三类	政府指导价	政府指导价	市场调节价

资料来源：民航局《民用机场收费标准调整方案》，网信证券研究发展部

图表 4 内地航空公司内地航班航空性业务收费标准基准价

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）	安检费	
	T：飞机最大起飞全重								旅客行李 （元/人）	货物邮件 （元/吨）
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上					
一类 1 级	240	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）小时按照起降费的 25% 计收；24 小时以上，每停场 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，不足半小时按半小时计收。 多桥：按单桥标准的倍数计收。	34	8	53
一类 2 级	250	700	1250+25×(T-50)	2500+25×(T-100)	5100+32×(T-200)			40	9	60
二类	250	700	1300+26×(T-50)	2600+26×(T-100)	5200+33×(T-200)			42	10	62
三类	270	800	1400+26×(T-50)	2700+26×(T-100)	5300+33×(T-200)			42	10	63

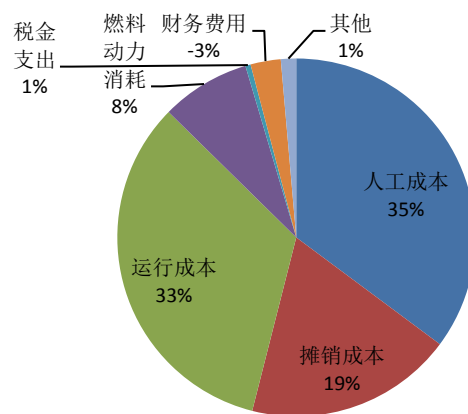
资料来源：民航局《民用机场收费标准调整方案》

（二）成本端相对固化，利润增长高度依赖收入增长

分析上海机场与白云机场的营业成本,可以看出人工成本与折旧合计占比接近 60% (上海机场 54%, 白云机场 57%), 这两者属于刚性成本, 基本没有下降空间, 再加之运行成本、水电费之类开销, 也基本属于不可控、但在经营状况无明显变化的前提下不会大幅上升的成本。因此理论上来说, 机场的营业成本没有明显下降空间, 将会基本保持一个稳中有升的状态。

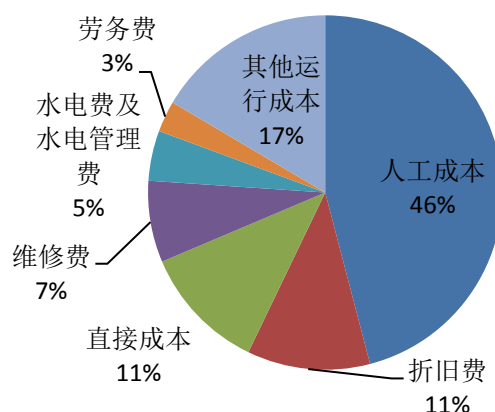
由于成本端刚性, 机场类上市公司利润的增长高度依赖于收入增长。在没有重大基建开支的前提下, 机场进入成熟期后, 其成本的增长幅度可以大致预期。收入增长率超过成本增长率的前提下, 利润的收入弹性大于 1。

图表 5 2017 年度上海机场营业总成本分析图



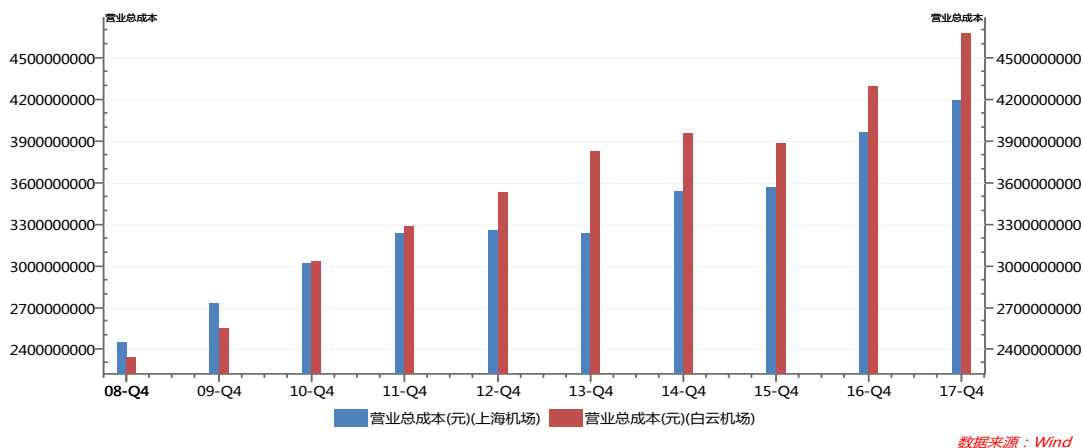
资料来源: 公司 2017 年年度报告, 网信证券研究发展部

图表 6 2017 年度白云机场营业成本分析图



资料来源: 公司 2017 年年度报告, 网信证券研究发展部

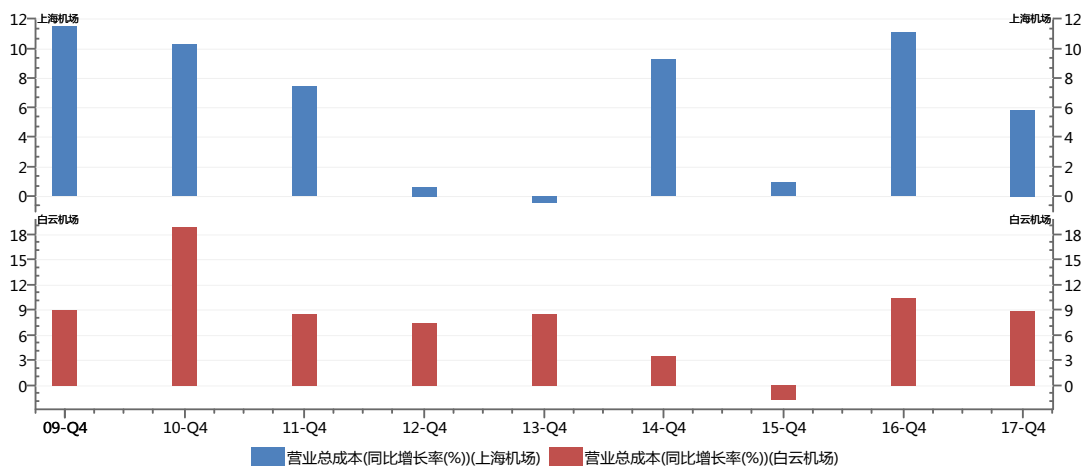
图表 7 近 10 年营业成本变化图



数据来源: Wind

资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

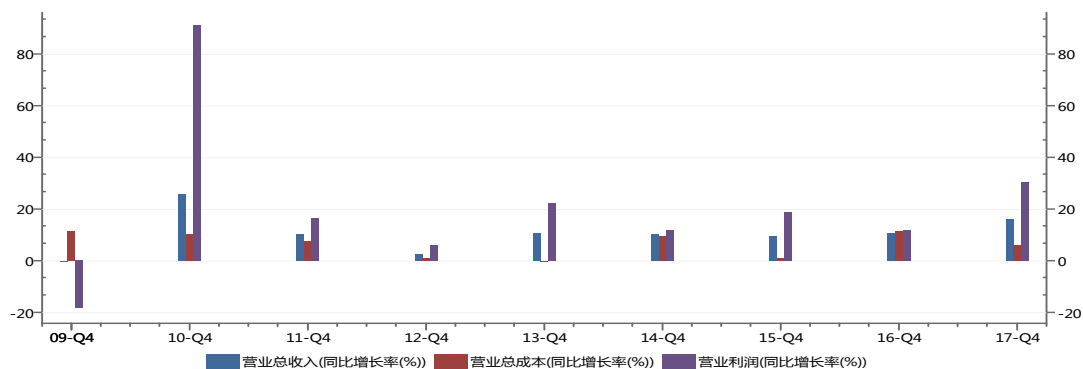
图表 8 营业成本增长率对比图



数据来源: Wind

资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

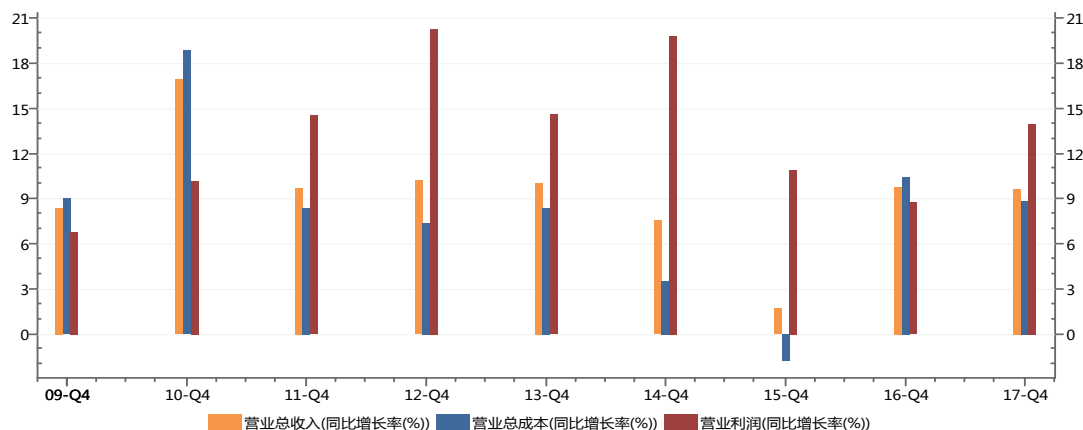
图表 9 上海机场营业总收入、营业总成本、营业利润增长率图



数据来源: Wind

资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

图表 10 白云机场营业总收入、营业总成本、营业利润增长率图



数据来源: Wind

资料来源: WIND, 网信证券研究发展部

### (三) 机场的公共属性定位使得航空业务收入偏低

国内机场收入由航空及相关业务收入与非航空性业务收入两大部分组成, 其中航空业务收入包括机场收取的起降费、停机费、客桥费、旅客服务费、安检费。无论是内航内线、还是内航外线、外航外线, 我国对机场的航空性收入都规定了政府指导基准价, 除针对内航内线的起降费收费标准规定了不超过 10% 的上漲幅度, 针对备降航班, 签署备降协议的规定了不超过 10% 的上漲幅度、未签署备降协议的规定了不超过 30% 的上漲服务外, 其余均为固定价格。

图表 11 内航外线与外航外线收费标准基准价

项目 标准 机场类别	起降费 (元/架次)					停机费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	安检费	
	T: 飞机最大起飞全重								旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上					
一类 1 级						2 小时以内免收; 超过 2 小时, 每停机 24 小时按照起降费的 15% 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。 不足半小时按半小时计收。 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	70	12	70
一类 2 级										
二类	2000	2200	2200+40×(T-50)	4200+44×(T-100)	8600+56×(T-200)					
三类										

资料来源: 民航局《内地航空公司及港澳航班航空性业务收费标准基准价》

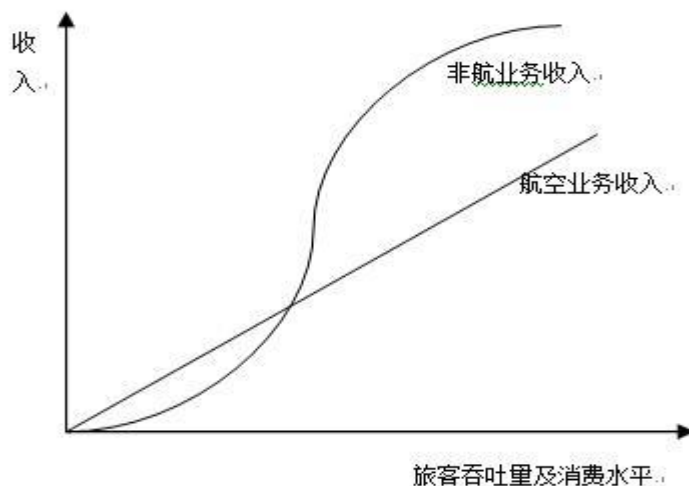
经过了 2013 年内航外线与外航外线收费标准的并轨, 2017 年内航内线价格调整, 航空性收入有了一定提高, 但仍明显低于亚太主

流机场的收费标准。起降费与旅客服务费、旅客行李安检费是航空收入的主要组成部分，与机型及客座率高度相关。计算一类 1 级机场同一机型、其他条件均相同的情况下，内航内线的收入约是内航/外航外线收入的 50%~70%之间；内航/外航外线收入与亚太地区主流的香港机场、仁川机场、樟宜机场相比，与仁川机场收费水平大体相当，远低于香港机场与樟宜机场的收费水平。

#### （四）枢纽机场非航业务收入重要性凸显

非航空性收入包括非航基础业务（地面服务费、场地出租费）与特许经营业务（免税店、广告业务、餐饮业务），特许经营业务收入对枢纽机场非航业务收入的重要性十分明显，原因是枢纽机场具有较高量级的旅客吞吐量，根据 2017 年数据，首都机场超过 9500 万、浦东机场超过 7000 万，白云机场超过 6500 万，旅客吞吐量增长及消费水平（或出入境旅客占比）优化对于航空收入的增长影响基本呈线性，而对于非航业务的增长影响则是非线性的。6000 万/年~1 亿人次/年的旅客吞吐量对应非航业务收入快速增长阶段。

图表 12 旅客吞吐量及旅客结构对航空业务与非航业务收入影响示意图



资料来源：网信证券研究发展部

## 二、投资关注

### （一）国际航线业务占比及旅客结构影响航空与非航业务收入增长



总量供给限定的前提下，国际航线业务占比与旅客结构对于航空业务与非航业务收入均有明显影响。对于航空业务来说，根据目前收费标准进行的测算，显示内线收费仅为外线收费的 50%~70%，取中间数 60%计，如果外线占比提升 10%，航空业务收入将提高约 5.5%。考虑到无论是国际航线还是国内航线，机场提供航空业务的成本基本没有区别，因此增长的收入将全部转化为营业利润，国际航线占比提升将会使得航空业务的毛利率明显提高。

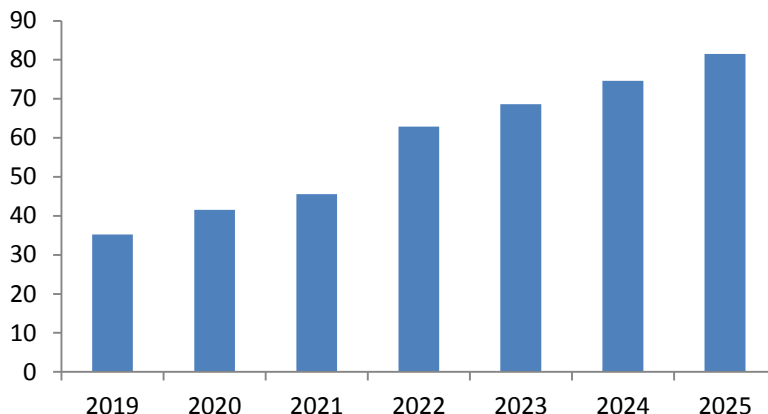
对于非航业务来说，特许经营业务中的免税店、广告业务是弹性很大的收入，也是十分具有想象与增长空间的收入。

首先看免税店，三大枢纽机场与深圳机场都拥有出境免税店及入境免税店。以出入境旅客占比最高的上海机场为例，日上免税行（上海）2015-2017 年向公司支付的免税店租金分别为 14.6 亿元、16.94 亿元和 25.55 亿元，占公司 2015-2017 年营业收入的比重分别为 23.30%、24.38%和 31.69%。

根据公司 2018 年关于签订特别重大合同的公告，其与日上免税行（上海）签署《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》，合同期限为 2019 年 1 月 1 日~2025 年 12 月 31 日。合同金额按月结算支付，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，根据保底销售提成计算，合同期间预计将合计为公司带来 410 亿元的销售提成收入，测算的销售提成收入逐年递增，首年为 35.25 亿元。

结合日上免税行（上海）向公司支付的免税店租金情况及公司 2018 年重新签订的合同约定的保底销售提成，可见免税店收入对于公司营收的贡献巨大且增长可期。

图表 9 上海机场预计每年保底销售提成（亿元）



资料来源：公司公告，网信证券研究发展部

对比未来同期白云机场免税店的预计收入（保底收入），只有约 34 亿，甚至低于上海（浦东）机场新签合同对应的首年免税店预计收入。尽管上海机场与白云机场旅客吞吐量基本相同，免税店收入差异除了运营成熟度、商品品类的差异外，二者不同的旅客结构是一个很重要的原因。由于上海“一市两场”的规划，上海机场定位于国际航空枢纽，其国际旅客占比国内排名第一，远超白云机场的国际旅客占比。

对于广告收入部分，三大枢纽机场与深圳机场采用了不同的广告业务经营模式，上海机场由控股子公司及合营企业直接运营，首都机场由其子公司进行广告招商、特许经营，白云机场采取子公司直接运营与特许经营相结合的模式（特许经营权由上海机场合营企业获得），深圳机场采取特许经营模式（特许经营权由其集团控股子公司获得）。经营模式的区别对利润分配方式、计入报表的利润有影响，对广告位价值没有明显影响。

对于机场广告业务的价值，可以将机场与商业地产的模式进行类比：

- 1、商业地产面积增加，单位租金收入不变前提下总租金收入增长——机场可以投放广告的航站楼面积增加，广告收入增长。
- 2、影响商业地产单位价值的因素包括区位不同引起的客流量、租客群体等差异——影响机场广告价值的因素包括机场的客流量与旅客结构差异造成的目标广告投放商差异等。

## （二）提升运营效率将是提升航空业务收入的关键

机场具有一定的公共属性，航空业务时刻资源作为机场提供的垄断产品，加之优质机场资源呈高度集中的现状，为了社会整体运行效率的提升，并平衡机场与航空公司的利益关系，对于航空业务，一定范围内实行政府指导价是必要的。

参考 2015 年底民航局将白云机场与浦东机场作为航班时刻资源市场配置改革试点的模式，对 2016 年每周新增的 196 个起飞/降落时刻中的 50% 进行市场配置，用于国内干支线客运飞行，另外 50% 实行行政配置，用于国际地区飞行。其中白云机场以“时刻拍卖”模式开展，浦东机场以“时刻抽签+使用费”模式开展。白云机场的“时刻拍卖”模式可以说是对时刻资源完全市场化定价，从最终的拍卖结果来看，以 9000 万的最高成交价计算，3 年使用时间，每周 7 趟航班，单趟航班的使用费价格超过 8 万。因此航空业务的收费完全市场化放开目前来看并不可行，从国际上大多数国家来看，很少有完全放开的先例，多有行政指导价。

民航局在 2017 年对内航内线的航空业务收费基准价进行了上调，并放开了一类机场基本地面服务的收费，由政府指导价调整为市场调节价。尽管从收费标准看，内航内线的收费标准仍低于亚太地区主流机场的收费水平，但预计短期内收费标准不会再有重大变化。

在空域管制、时刻供给总量严格限制的客观外部环境下，合理规划基建、充分利用产能、优化航班波等提升运营效率的方式才是未来提升航空业务收入的关键。

## 三、风险提示

新建产能释放不及预期风险、空域紧张风险。

## 【评级体系说明】

### 股票投资评级：

- 强烈推荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上
- 推 荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间
- 中 性——预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间
- 回 避——预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上

### 行业投资评级：

- 强于大市——预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上
- 中 性——预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数表现在±5%之间
- 弱于大市——预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 【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，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，在本公司及本人知情范围内，本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的股票没有利害关系，特此声明。

## 【法律声明】

网信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告作为其做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对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。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“网信证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。