

# 上海机场 (600009)

证券研究报告

2019年11月21日

## 中国核心国际空港，主业非航持续前行

### 上海机场，华东区域核心枢纽

上海机场运营浦东机场航站楼及跑道资产。浦东机场是我国华东地区核心国际空港，拥有两个航站楼，两个卫星厅及四条商用跑道，业务量不断创新高。从业绩两大驱动因素来看，航空性收入方面，随着卫星厅投产，公司地面保障能力得到大幅提升，时刻或将于2020年夏秋季逐步放量，拉动航空性收入持续爬坡。非航收入方面，免税租金收入目前是上海机场业绩的核心贡献点，我们测算2018年公司免税收入带来的利润占利润总额的比重达到六成，且预期该比例依旧会不断提升。

### 消费回流，需求增长，免税经济成长空间广阔

中国经济的持续发展催生了居民的消费需求。我国居民于境外的大量消费在一定程度上造成财富外流，而我国已经通过出台多个政策降低关税及大力发展免税行业吸引消费回流。免税品分为烟酒、香化、精品类。我们认为随着80年代后期至90年代初期出生的人口高峰期人群逐步进入壮年，并即将成为社会的中坚力量，对化妆品不论从质量还是数量的需求均在逐步提升，香化类产品增速仍将领跑免税品，并拉动免税销售持续增长。

### 机场享受租金红利，业绩将持续走高

中免与机场之间的关系较为复杂。一方面，机场收取的扣点率越高，对中免方的利润空间压缩就愈发明显；另一方面，随着免税品销售额的提升，中免的进货渠道议价优势会愈发显著，抬升中免利润空间。但无论如何，目前免税销售盈利中很大一部分依然被机场方拥有。机场免税店原则上只是为免税经销商提供一块经营场地，相比于大金额的提成收入，增量成本几乎可以忽略不计，增量收入即为增量利润。此外，中免与上海机场之间的新合约大幅提升免税品销售扣点率，放大租金体量，拉动业绩上行。

### 对标海外，估值溢价或成常态

2019年上海机场的上涨更多的是来自于估值水平的提升。我们分析国际几大枢纽机场的运营业态及估值水平，其中法兰克福机场业绩增速十分缓慢，动态估值水平仅为15倍左右；日本机场大厦在非航方面并非直接收取特许经营费，股价对应2021年预期业绩的PE估值达到33.5倍；泰国机场集团业务模式与上海机场相近，非航单客收入增速略低于上海机场，但业务量增速稍快于上海机场，股价对应2021年预期业绩的PE估值水平为26.5X。我们认为上海机场估值水平提升将呈现常态化，目标股价对应2021年EPS的PE估值为25X左右或相对合理。

### 盈利预测及投资建议

我们看好上海机场未来数年航空主业持续放量，同时认为机场免税销售仍将保持快速增长势头拉动公司业绩持续提升。相比于前次报告，我们小幅下调2019-2021年盈利预测2.3%、8.8%、3.7%至51.3亿、55.6亿、68.7亿，同比分别增长21.3%、8.3%、23.5%。参考海外核心枢纽机场估值水平，我们认为上海机场股价对应2021年EPS的PE估值25倍相对合理，下调目标价3.8%至89元，目标价对应2019-2021年EPS的PE估值分别为33.5X、30.8X、25X。

**风险提示：**航空主业放量慢于预期，免税低于预期，合同风险，安全事故

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,062.38	9,313.11	11,369.92	12,730.57	14,464.19
增长率(%)	15.98	15.51	22.09	11.97	13.62
EBITDA(百万元)	5,555.44	6,223.91	7,858.41	8,667.68	10,378.69
净利润(百万元)	3,683.41	4,231.43	5,134.38	5,562.32	6,867.17
增长率(%)	31.29	14.88	21.34	8.33	23.46
EPS(元/股)	1.91	2.20	2.66	2.89	3.56
市盈率(P/E)	39.81	34.66	28.56	26.36	21.35
市净率(P/B)	5.83	5.19	4.61	4.10	3.62
市销率(P/S)	18.19	15.75	12.90	11.52	10.14
EV/EBITDA	14.09	14.36	17.61	15.32	12.51

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/机场
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	76.37元
目标价格	89元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,926.96
流通A股股本(百万股)	1,093.48
A股总市值(百万元)	147,161.82
流通A股市值(百万元)	83,508.79
每股净资产(元)	16.07
资产负债率(%)	13.81
一年内最高/最低(元)	88.90/46.20

### 作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号:	S1110516110002
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	分析师
SAC执业证书编号:	S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《上海机场-季报点评:卫星厅投产抬升成本，利润增速放缓符合预期》2019-10-29
- 《上海机场-半年报点评:免税延续高速增长，业绩续创新高》2019-08-28
- 《上海机场-季报点评:免税收入延续强劲增长势头，业绩增长超三成》2019-04-27



## 内容目录

1. 核心观点.....	5
2. 历史沿革及股权结构.....	6
2.1. 始建于世纪之交，政策定位国际核心空港.....	6
2.2. 上海市机场集团为公司最大股东，外资成为中坚力量.....	7
3. 主业放量，免税加持，业绩连年增长.....	8
3.1. 民航需求拉动，长三角核心机场主业屡创新高.....	8
3.2. 免税租金收入加持，造就我国最赚钱的上市机场.....	10
4. 主业非航双驱动，预计业绩仍将持续稳定提高.....	11
4.1. 硬件设施持续改善，航空主业持续增长.....	11
4.2. 免税品销售攀升为公司创造长期价值.....	12
4.2.1. 上海机场国际航线高度发达带动免税销售持续增长.....	12
4.2.2. 政策助力、消费升级，免税商业前景广阔.....	13
4.2.3. 中免收购日上，力图做大做强，利好机场免税持续放量.....	15
4.2.4. 扣点率提升，带来提成收入大幅跃升.....	16
5. 海外枢纽对标，估值溢价或成为常态.....	17
5.1. 2019 年，不变的是业绩，变化的是估值.....	17
5.2. 法兰克福机场.....	17
5.3. 日本机场大厦.....	18
5.4. 泰国机场.....	20
5.5. 我们认为上海机场目标价对应 2021 年 25X 的估值水平相对合理.....	22
6. 盈利预测与投资建议.....	23
6.1. 收入端，预计航空主业放量，非航收入继续保持强劲增长.....	23
6.2. 成本费用端，S1S2 卫星厅带来成本增量，但金额可控.....	24
6.3. 油料及广告公司预计将持续贡献投资收益.....	25
6.4. 盈利预测.....	25
6.5. 长期展望，T3 带来新增收入成本增量可能在远期进入.....	26
6.6. 投资建议.....	26
7. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1：上海浦东机场示意图.....	6
图 2：上海机场股权结构.....	7
图 3：浦东机场历年起降架次及同比增速.....	8
图 4：浦东机场历年旅客吞吐量及同比增速.....	8
图 5：上海机场航空性收入构成（百万）.....	10
图 6：上海机场航空性收入及同比增速.....	10
图 7：各机场历年归母净利润.....	10

图 8: 上海机场历年非航收入及同比增速 .....	10
图 9: 上海机场免税收入及同比增速 .....	11
图 10: 上海机场免税收入比利润总额趋势 .....	11
图 11: 上海机场营业收入及同比增速 .....	11
图 12: 上海机场归母净利润及同比增速 .....	11
图 13: 浦东机场各航季时刻量及同比增速 .....	12
图 14: 各主要机场 2018 年国际线旅客吞吐量 .....	13
图 15: 浦东机场国际线构成 .....	13
图 16: 上海机场免税店概况 ( 平米 ) .....	14
图 17: 上海机场免税销售额 .....	14
图 18: 中国旅客境外消费额 .....	14
图 19: 韩国免税品消费额 .....	14
图 20: 我国烟酒类商品销售额及同比增速 .....	15
图 21: 我国香化类商品零售额及同比增速 .....	15
图 22: 上海机场历史对 2020 年业绩的一致预期 .....	17
图 23: 上海机场动态估值水平 .....	17
图 24: 法兰克福机场起降架次及同比增速 .....	17
图 25: 法兰克福机场旅客吞吐量及同比增速 .....	17
图 26: 法兰克福机场各业务收入 ( 百万欧元 ) .....	18
图 27: 法兰克福机场各业务 EBIT ( 百万欧元 ) .....	18
图 28: 法兰克福机场历史 PE 估值 .....	18
图 29: 法兰克福机场历史 PB 估值 .....	18
图 30: 羽田机场旅客吞吐量及同比增速 .....	19
图 31: 成田机场旅客吞吐量 .....	19
图 32: 日本机场大厦各分类收入变化 ( 百万日元 ) .....	19
图 33: 日本机场大厦各分类收入同比增速 .....	19
图 34: 日本机场大厦成本构成 ( 百万日元 ) .....	20
图 35: 日本机场大厦经营利润构成 ( 百万日元 ) .....	20
图 36: 日本机场大厦 PE .....	20
图 37: 日本机场大厦 PB .....	20
图 38: 泰国机场飞机起降架次 ( 万架次 ) .....	21
图 39: 泰国机场旅客吞吐量 ( 万人次 ) .....	21
图 40: 泰国机场收入构成及利润表现 ( 百万泰铢, 左柱右线 ) .....	21
图 41: 泰国机场集团 PE .....	22
图 42: 泰国机场集团 PB .....	22
表 1: 浦东机场硬件设施概览 .....	7
表 2: 机场收费标准 .....	9
表 3: 口岸免税店政策 .....	15
表 4: 上海机场免税店合同概况 .....	16
表 5: 上海机场免税提成及保底租金 .....	16

表 6: 各国际机场预期估值水平 (2019.11.19) .....	22
表 7: 上海机场业务量预测 .....	23
表 8: 上海机场收入测算 .....	24
表 9: 上海机场营业总成本测算 .....	25
表 10: 上海机场利润测算 .....	25

## 1. 核心观点

上海机场运营浦东机场航站楼及跑道资产。浦东机场是我国华东地区核心国际空港，拥有两个航站楼，两个卫星厅及四条商用跑道，业务量不断创新高。2018 年上海浦东机场完成飞机起降架次 50.48 万，同比增长 1.61%，完成旅客吞吐量 7401 万人次，同比增长 5.72%；2019 年上半年，完成起降架次 25.56 万，同比增长 1.92%，完成旅客吞吐量 3822 万人次，同比提高 4.16%。

机场的营收驱动力一方面来自于航空性收入，一方面来自于非航收入。航空性收入方面，随着卫星厅投产，公司地面保障能力得到大幅提升，时刻或将于 2020 年夏秋季逐步放量，拉动航空性收入持续爬坡。非航收入方面，免税租金收入目前是上海机场业绩的核心贡献点，我们测算 2018 年公司免税收入带来的利润占利润总额的比重达到六成，且预期该比例依旧会不断提升。

中国经济的持续发展催生了居民的消费需求。随着中国与世界的交融日趋深入，越来越多的国人选择走出国门，产生大量境外消费。高企的海外消费在一定程度上导致财富外流，因此如何将消费留在国内成为了国家政策层面的关注点。过去几年，我国已经通过出台多个政策降低关税及大力发展免税行业吸引消费回流。免税品分为烟酒、香化、精品类。我们认为随着 80 年代后期至 90 年代初期出生的人口高峰期人群逐步进入壮年，并即将成为社会的中坚力量，对化妆品不论从质量还是数量的需求均在逐步提升，香化类产品增速仍将领跑免税品，并拉动免税销售持续增长。

中免整合日上免税，大力发展海南离岛免税，力图做大中国免税市场。中免与机场之间的关系较为复杂。一方面，机场收取的扣点率越高，对中免方的利润空间压缩就愈发明显；另一方面，随着免税品销售额的提升，中免的进货渠道议价优势会愈发显著，抬升中免利润空间。但不论如何，目前免税销售盈利中很大一部分依然被机场方拥有。机场免税店原则上只是为免税经销商提供一块经营场地，相比于大金额的提成收入，增量成本几乎可以忽略不计，增量收入即为增量利润，未来随着居民消费回流的趋势延续、上海机场国际线旅客量进一步提升及中免对规模扩张的诉求的共同刺激下将继续快速增长。此外，中免与上海机场之间的新合约大幅提升免税品销售扣点率，放大租金体量，业绩提升。

回顾历史，2019 年上海机场的上涨更多的是来自于估值水平的上行。我们分析了国际几大枢纽机场的运营业态及估值水平，其中法兰克福机场业绩增速缓慢，动态估值水平仅为 15 倍左右；日本机场大厦在非航方面并非直接收取特许经营费，股价对应 2021 年预期业绩的 PE 估值达到 33.5 倍；泰国机场集团业务模式与上海机场相近，非航单客收入增速略低于上海机场，但航空业务量增速稍快于上海机场，股价对应 2021 年预期业绩的 PE 估值水平为 26.5X。综合考虑各机场的业态及估值水平，我们认为上海机场的估值提升将呈现常态化，目标股价对应 2021 年 EPS 的 PE 估值为 25X 左右或相对合理。

**盈利预测：**浦东机场远期规划旅客吞吐量 1.3 亿人次，当前 T1、T2+卫星厅是显然难以承担如此大量的客流。浦东机场 T3 航站楼建设目前处于讨论阶段，有望在远期投产，衔接高铁上海东站，成为上海东部地区类似虹桥的空铁核心枢纽，带来新增收入及成本增量。仅就未来两年而言，我们对综合考虑上海机场的收入成本变化，测算上海机场 2019-2021 年的归母净利润分别为 51.3 亿、55.6 亿、68.7 亿，同比分别增长 21.3%、8.3%、23.4%，EPS 分别为 2.66 元、2.89 元、3.56 元。

**投资建议：**我们看好上海机场未来数年航空主业持续放量，同时认为机场免税销售仍将保持快速增长势头拉动公司业绩持续提升。相比于前次报告，我们小幅下调 2019-2021 年盈利预测 2.3%、8.8%、3.7%至 51.3 亿、55.6 亿、68.7 亿，同比分别增长 21.3%、8.3%、23.5%。参考海外核心枢纽机场估值水平，我们认为上海机场股价对应 2021 年 EPS 的 PE 估值 25 倍相对合理，下调目标价 3.8%至 89 元，目标价对应 2019-2021 年 EPS 的 PE 估值分别为 33.5X、30.8X、25X。

## 2. 历史沿革及股权结构

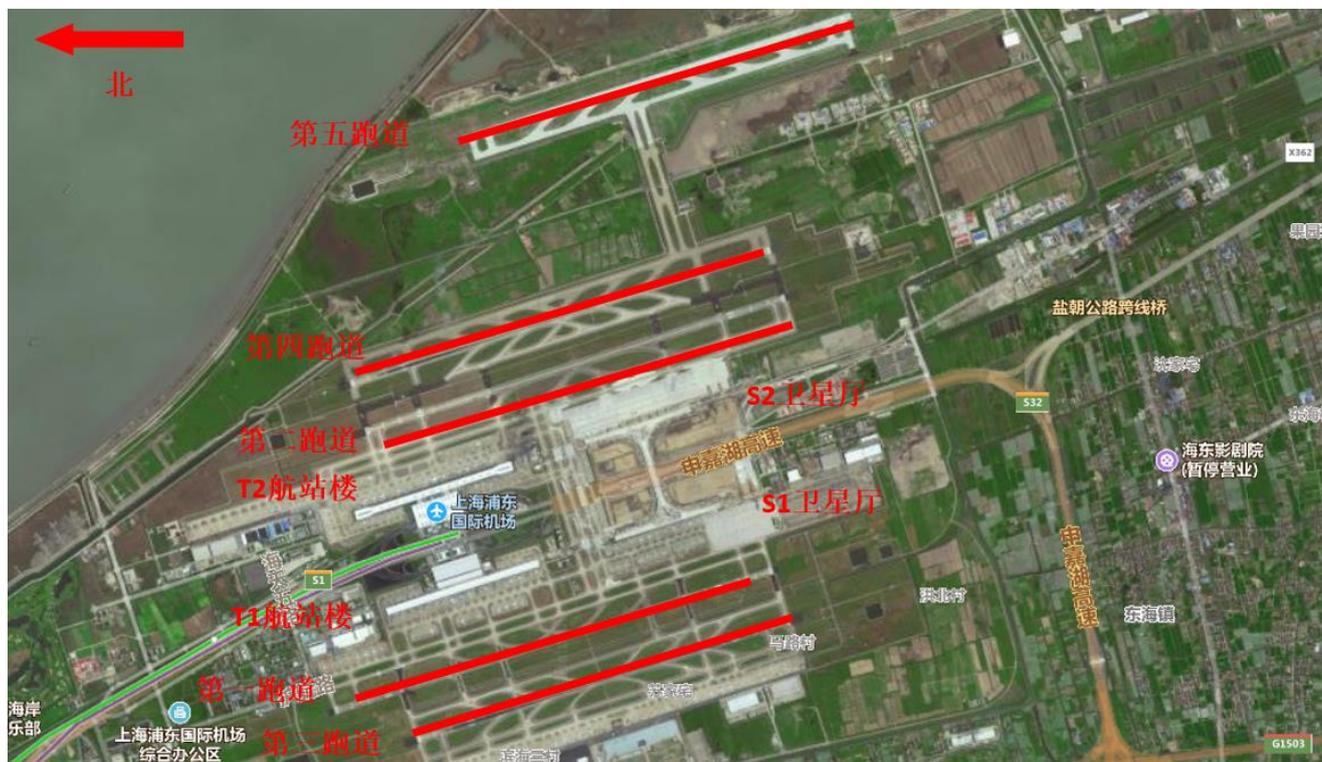
### 2.1. 始建于世纪之交，政策定位国际核心空港

上海作为我国的经济中心，经济发展领先。民用机场方面，虹桥机场早在 1921 年便已建成，而龙华机场的前身是陆军机场，也于 1929 年转为民用机场。解放初期，虹桥机场转军用，1963 年转为军民合用，1971 年正式转为民航专用机场。由于龙华机场距离市区太近，无法适应大型航空器起降，因此在 1963 年，国务院批准扩建虹桥为民航国际机场，龙华机场逐步停用，虹桥机场长期作为上海地区的唯一航空枢纽运行。随着时间推移，虹桥机场逐步饱和，在上海新建一座机场提上日程。

早在民国时期便有建议提出浦东地区应添加民用机场以图发展。1986 年上海市人民政府已经决定在浦东地区建设机场。历经周折后，1996 年 6 月，国务院、中央军委下发了《关于同意新建浦东国际机场的批复》。1997 年 8 月 10 日，国务院批准浦东机场正式开工。同年 10 月 15 日，浦东机场奠基，并于 1999 年竣工，当年 10 月 1 日正式投入运行。

投入运行以后，上海地区形成了一市双枢纽的格局。浦东机场被定义为国际核心枢纽，主要承担国际航线航班起降，虹桥机场则作为公商务干线枢纽，主要承担国内线航班起降。自投产以来，浦东机场的旅客吞吐量持续走高，但彼时机场基础设施仅有一个航站楼一条跑道。2005 年 3 月二跑道投入使用，但持续走高的旅客量也使得机场逐步拥挤。2008 年 T2 航站楼及三跑道建成，业务量再上台阶。2015 年第四跑道投入运行，2017 年第五跑道建成并供中国商飞 C919 试飞使用。2019 年 9 月 16 日，浦东机场 S1、S2 卫星厅投入使用。目前上海机场拥有两个航站楼，两个卫星厅，五条跑道（其中四条商用）。

图 1：上海浦东机场示意图



资料来源：百度地图，天风证券研究所

表 1: 浦东机场硬件设施概览

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

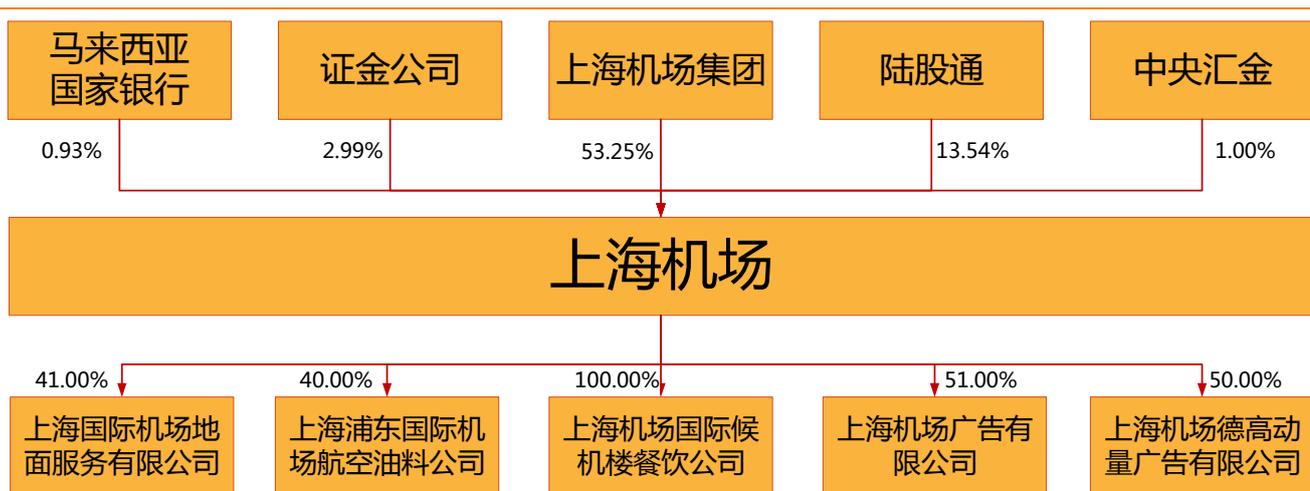
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.2. 上海市机场集团为公司最大股东，外资成为中坚力量

上海机场（600009.SH）是经上海市人民政府以沪府[1997]28 号文批准，由上海机场控股（集团）公司独家发起、拟采用募集方式而设立的一家股份有限公司。成立之初，公司运营虹桥机场及浦东机场航站楼资产。2003 年公司完成资产置换，置出虹桥机场候机楼等资产，置入浦东机场跑道、专机坪、机场集团持有的航油公司 40% 股权等资产。目前上海机场上市公司运行浦东机场两个航站楼、两个卫星厅，四条跑道，为各航空公司民航客机提供起降服务，为旅客提供过港及安检服务及为各大运营商提供商业、广告、免税业务经营场地。

公司大股东为上海机场集团，持股比例为 53.25%。其余股东中，沪港通外资持股及国内核心公募基金持股比例较高。2019 年三季报显示沪港通持股比例达到总股本的 13.54%。参股及控股公司方面，公司持有上海国际机场地面服务有限公司 41% 的股权，持有上海机场广告公司 51% 的股权，持有浦东机场航油公司 40% 的股权。

图 2: 上海机场股权结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 主业放量，免税加持，业绩连年增长

#### 3.1. 民航需求拉动，长三角核心机场主业屡创新高

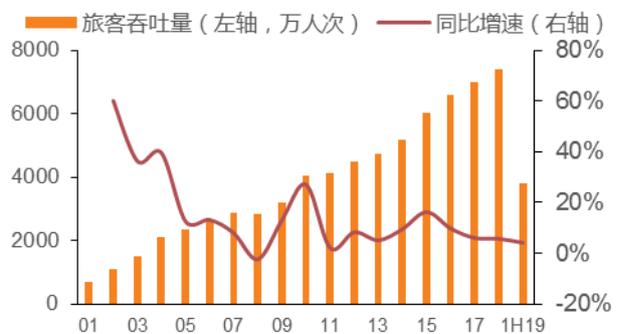
民用机场为民航航空器提供起降场地，业务量直接取决于当地民航发展速度。上海作为我国的经济中心，经济发达程度高，居民消费能力强。2017 年上海市城镇居民人均可支配收入 62596 元，远高于全国城镇居民 36396 元的平均水平。相对发达的经济拉动民航需求持续增长伴随着硬件保障能力的不断改进，浦东机场业务量不断创新高。2018 年，上海浦东机场完成飞机起降架次 50.48 万，同比增长 1.61%，完成旅客吞吐量 7401 万人次，同比增长 5.72%，完成货邮吞吐量 376.9 万吨，同比下降 1.46%。2019 年上半年，完成起降架次 25.56 万，同比增长 1.92%，完成旅客吞吐量 3822 万人次，同比提高 4.16%，完成货邮吞吐量 170.2 万吨，同比下降 8.05%。

图 3：浦东机场历年起降架次及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：浦东机场历年旅客吞吐量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

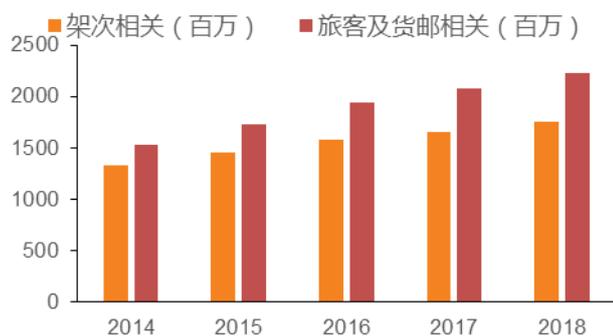
机场上市公司的收入端分为航空业务收入和非航收入，其中航空业务收入包括为飞机提供起降服务收取的起降费、为旅客提供过港服务收取的旅客服务费、安检服务收取的旅客及货邮安检费、为飞机离场、靠桥收取的离场费、廊桥费及为飞机离场提供地面服务收取的地面服务费用等。根据 2017 年 4 月民航局发布的《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》，上海浦东机场是我国三大枢纽机场之一，为一类一级机场，同时考虑到国际线航班起降费等相关费用收取标准基本为国内线的二倍，因此伴随着上海浦东机场整体旅客量及国际线业务占比的持续高位，公司航空业务收入不断提升，2018 年为 39.7 亿元，同比增长 6.6%。

表 2：机场收费标准

国内线航空业务		一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
起降费	25 吨以下	240	250	250	270
	26-50 吨	650	700	700	800
	51-100 吨	1200+24* (T-50)	1250+25* (T-50)	1300+26 (T-50)	1400+26* (T-50)
	101-200 吨	2400+25* (T-100)	2500+25* (T-100)	2600+26* (T-100)	2700+26* (T-100)
	200 吨以上	5000+32* (T-200)	5100+32* (T-200)	5200+33* (T-200)	5300+33* (T-200)
停车场费	2 小时内免费, 2-6 小时, 起降费 20%; 6-24 小时 25%; 24 小时以上, 每 24 小时 25%				
客桥费	单桥	不足 24 小时, 按 24 小时计 1 小时 200 元, 后续每 0.5 小时 100 元			
	多桥	不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计 单桥标准倍数计收			
旅客服务费		34	40	42	42
安检费	旅客行李 (元/人)	8	9	10	10
	货物邮件 (元/吨)	53	60	62	63
国际线航空业务		一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
起降费	25 吨以下		2000		
	26-50 吨		2200		
	51-100 吨		2200+40* (T-50)		
	101-200 吨		4200+44* (T-100)		
200 吨以上			8600+56* (T-200)		
	停车场费	2 小时内免费, 后续每停 24 小时, 按起降费 15%			
客桥费	单桥	不足 24 小时, 按 24 小时计 1 小时 200 元, 后续每 0.5 小时 100 元			
	多桥	不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计 单桥标准倍数计收			
旅客服务费			70		
安检费	旅客行李 (元/人)		12		
	货物邮件 (元/吨)		70		
非航空性业务		一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
头等舱、公务舱	内地航班	700	600	500	400
	休息室出租 (元/平方米)	800	700	600	500
办公室出租 (元/平方米)	内地航班	600	300	200	100
	国际及港澳航班		市场调节		
售票柜台出租 (元/个月)	内地航班	10000	9000	7800	7000
	国际及港澳航班	10900	9900	8600	8000
值机柜台出租 (元/个月)	内地航班	11000	10400	9000	7000
	国际及港澳航班	12000	11400	9900	8000

资料来源: CAAC, 天风证券研究所

图 5：上海机场航空性收入构成（百万）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：上海机场航空性收入及同比增速

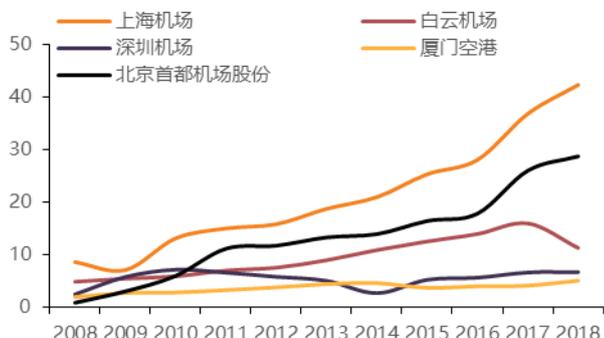


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 免税租金收入加持，造就我国最赚钱的上市机场

回顾过去十年我国四家 A 股上市机场及 H 股上市的首都机场股份的利润表现，我们发现唯有上海机场及首都机场的业绩基本实现持续上行态势，且上海机场业绩持续遥遥领先于其他机场。究其奥秘，一方面过去十年(2009-2018)公司无大规模在建项目落地，2019 年 9 月卫星厅方才投产；另一方面，非航收入的快速提升是上海机场业绩不断增长的源泉。2018 年公司非航收入达到 53.4 亿，同比增长 23.2%，占营业收入的比重达到 57.4%，同比提升 3.6pct，且仍呈现持续上升势头。

图 7：各机场历年归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：上海机场历年非航收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

非航收入中，免税租金成为核心贡献点，我们测算免税租金收入占非航收入的超六成。所谓免税租金收入，即是上海机场关外区域提供场地，供日上免税经营免税商品。上海机场公司根据日上的免税品销售额等比例抽取的租金收入。该商业模式十分优质，完全依托客流量及旅客消费能力，几乎无增量成本，因此增量收入即为增量利润。如按此逻辑推断，我们测算 2018 年公司免税收入带来的利润占利润总额的比重达到 60.9%，且预期该比例依旧会不断提升。

图 9：上海机场免税收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：上海机场免税收入比利润总额趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

在航空及非航收入的共同带动下，2018 年公司实现营业收入 93.1 亿，同比提高 15.5%，实现归母净利润 42.3 亿，同比提高 14.9%。2019 年在免税销售延续较高增速及免税提成比率一次性抬升的共同刺激下，上海机场上半年实现营业收入 54.6 亿，同比增长 21.1%，实现归母净利润 27.0 亿，同比增长 33.5%。公司 ROE 水平持续稳定在较高位置，2018 年为 15.85%，同比提高 0.32pct。

图 11：上海机场营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：上海机场归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 主业非航双驱动，预计业绩仍将持续稳定提高

### 4.1. 硬件设施持续改善，航空主业持续增长

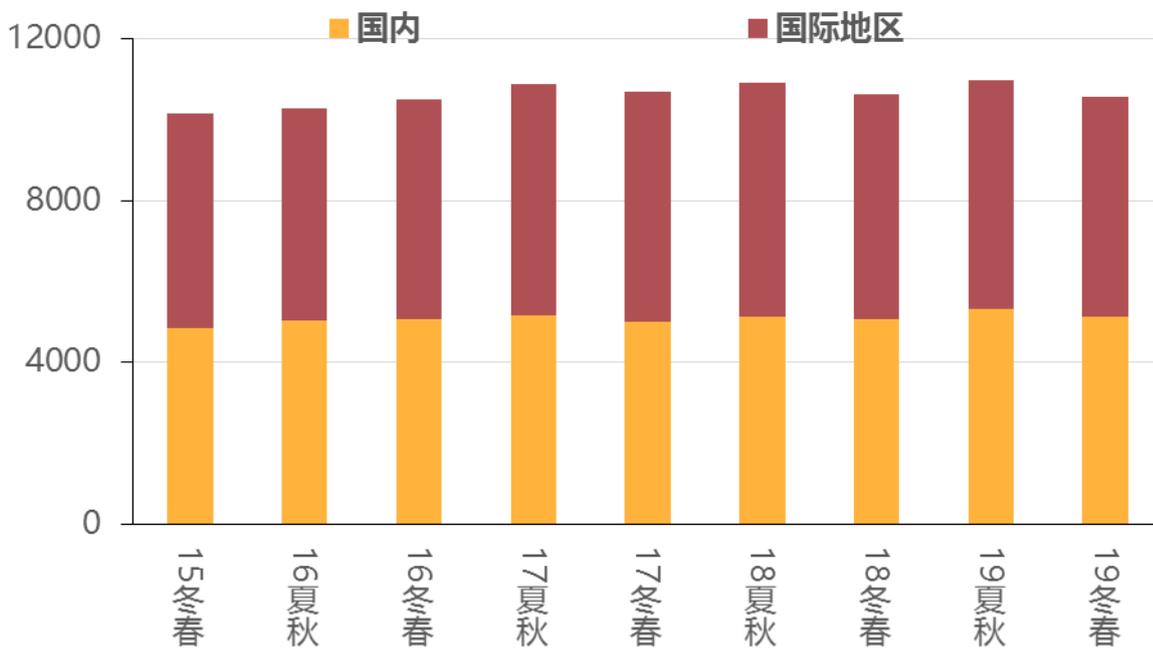
从机场的业绩驱动力来看，一个刚刚跨过产能瓶颈期的机场，未来几年的业绩会是航空主业及非航收入共同驱动。卫星厅投产后，预计上海浦东机场的飞机靠桥率将大幅提升，机场内硬件保障能力上一台阶，预计将对航班正常性产生积极影响。

上海浦东机场时刻总量基本保持平稳，周度航班总量 10569 班次，同比微降 0.5%，其中国内线小幅上升 1%，国际线及地区线小幅下降 2%。从时刻分布来看，2019 年冬春航季白天航班量同比 2018 年冬春季基本没有明显变化，但夜间航班量有所下滑，其中凌晨 3 时航班量有明显下降，0-5 时航班量减量基本占全天航班减量的约 8 成。参考时刻表，凌晨航班多为国际线货机，结合上海机场前三季度-6.3%的货邮吞吐量降幅，我们认为夜间国际线货机航班减班是机场计划时刻量及国际时刻量下滑的核心原因，预计客运方面将保持稳定。

参考白云机场 T2 航站楼于 2018 年 4 月投产,2018 年冬春季计划时刻同比增量仅为 1.9%,但在 2019 夏秋季便提高至 6.6%,2019 年冬春季在时刻偏紧的情况下依然达到了 6.8% 的时刻增长。这或意味着上海浦东机场短期或仍需一段时间的运营去争取容量提升,如进展顺利,有望于 2020 年夏秋或冬春季迎来时刻放量,航空主业有望进一步爬坡。

从长期来看,上海机场目前拥有四条跑道,为两组窄距跑道,但当前高峰小时计划起降架次尚不足 80 架次,具备较大的提升空间。如进展顺利,预计随着民航需求的不断增长及机场供给端保障能力的不断提升,上海机场的飞机起降架次及旅客吞吐量均将不断上行。从更长远的角度看,根据近期浦东国际机场总体规划修编评委会上提出的目标,至 2030 年浦东机场年吞吐量达到 1.3 亿人次,飞机起降架次 80.5 万架次,货邮吞吐量 590 万吨。

图 13: 浦东机场各航季时刻量及同比增速



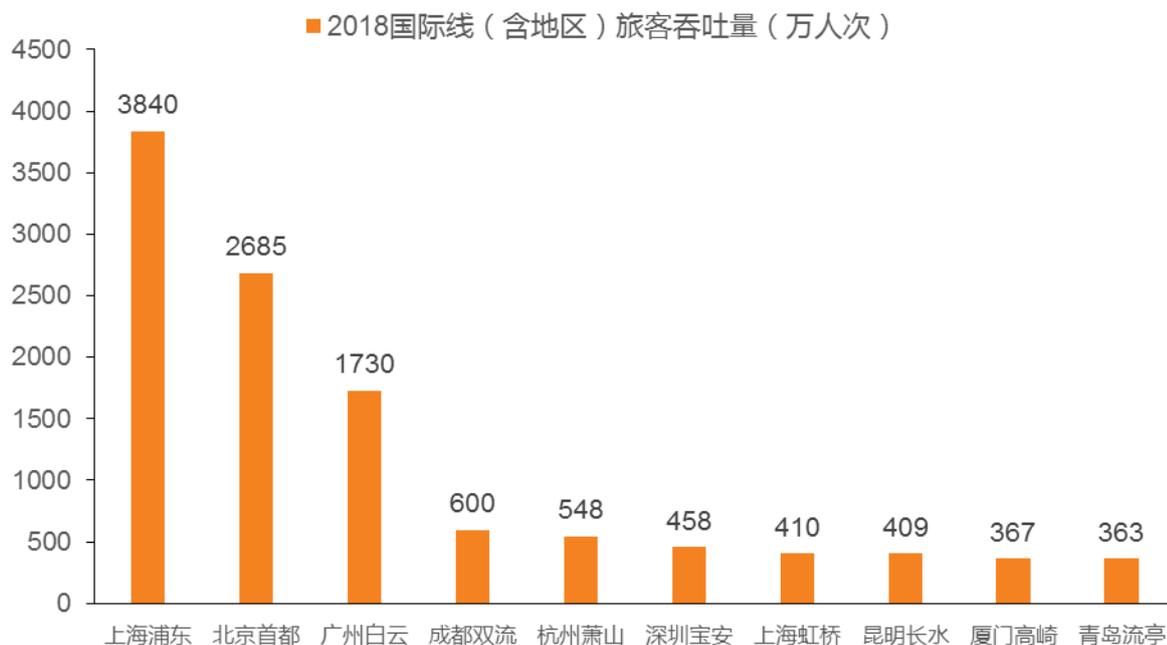
资料来源: Pre-flight, 天风证券研究所

## 4.2. 免税品销售攀升为公司创造长期价值

### 4.2.1. 上海机场国际航线高度发达带动免税销售持续增长

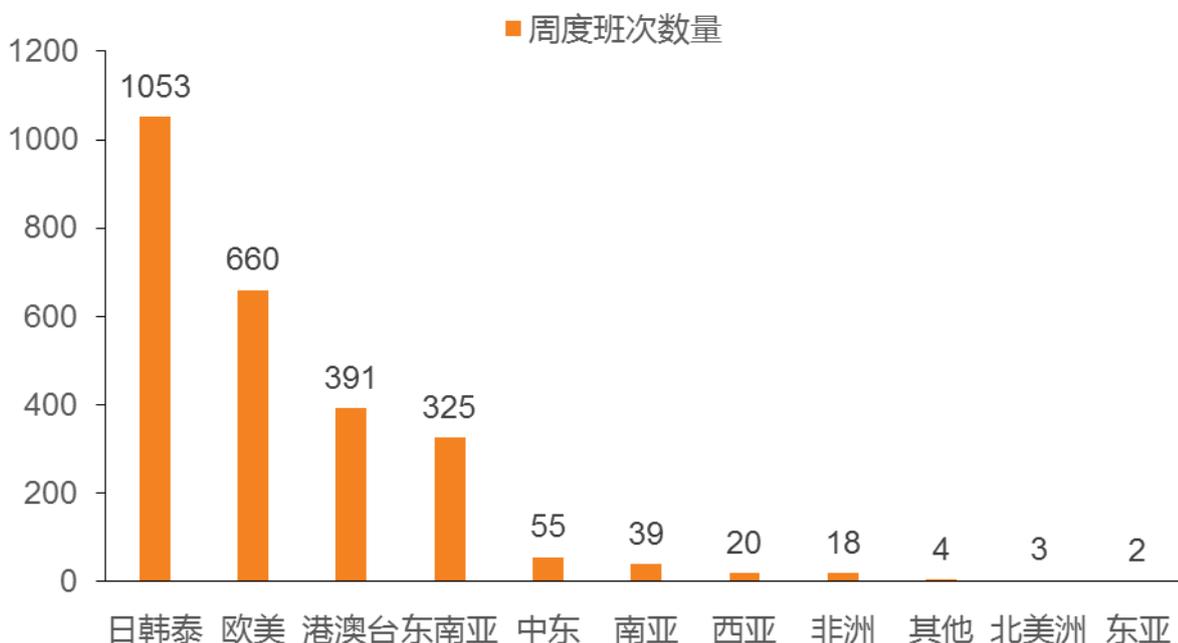
上海机场国际线旅客吞吐量雄踞我国内地机场第一,其中欧美长航线及日韩泰旅游航线占比较高。2019 年夏秋航季上海机场国际线航班计划时刻量占总时刻量的 49%。国际航线细分方面,欧美澳航线占比 26%、日韩泰航线占比 21%,东南亚航线占比 13%,港澳台航线占比 15%。高频次的高端人士出行及因私出行催生了机场免税店的蓬勃增长。

图 14：各主要机场 2018 年国际线旅客吞吐量



资料来源：民航资源网，天风证券研究所

图 15：浦东机场国际线构成



资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

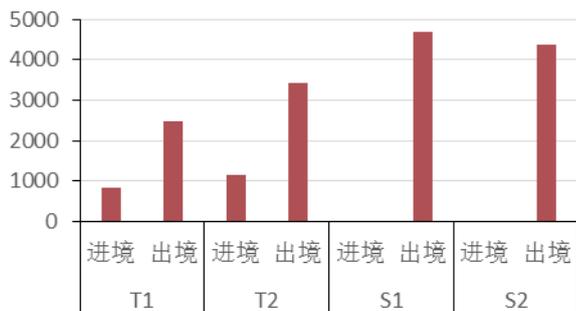
#### 4.2.2. 政策助力、消费升级，免税商业前景广阔

免税品目前已被大家熟知。相比于市内专柜，免税品价格中不含关税、消费税及进口环节增值税，优势显著，因此旅客出入境往往选择在各口岸为自己、亲友购买名烟名酒，化妆品等商品。随着我国人民对高品质生活的追求热情升温，利用好这一条购买到既保真又便宜的名品的购物渠道，何乐不为？因此伴随着居民收入水平的不断提高，中国的免税品市场持续扩张，2018 年已经达到 395 亿元，同比增长 26.5%。在整个免税市场的构成中，

如剔除海南离岛免税，机场免税几乎是当前我国免税销售市场的核心构成部分，不论是上海浦东、北京首都还是广州白云机场，免税销售均节节攀升。

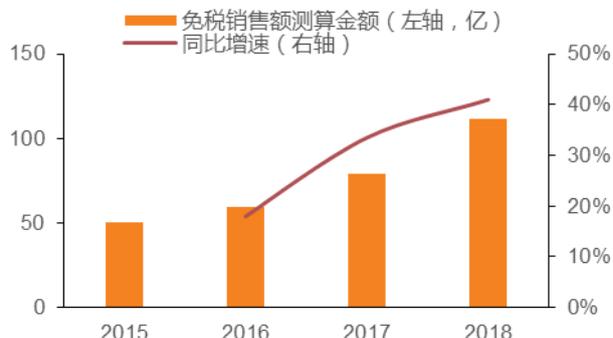
上海机场免税租金收入均来自于上海浦东机场 T1、T2 航站楼进出境免税店，根据国旅公告及我们的测算数据。上海浦东机场免税店销售额过去几年实现快速增长，2018 年预计在 110 亿左右，同比增速约 40%左右，我们测算 2019 年上半年也维持着约 30%的增速。

图 16：上海机场免税店概况（平米）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：上海机场免税销售额



资料来源：Wind，天风证券研究所测算

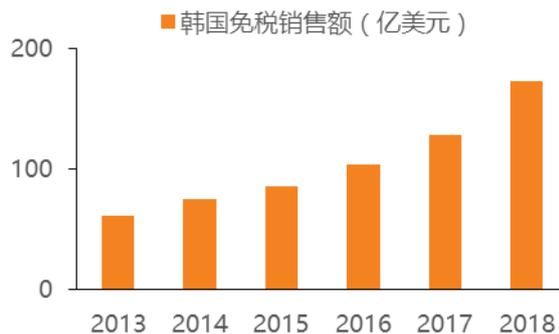
中国经济的发展催生了居民的消费需求，随着中国与世界的交融日趋深入，越来越多的国人选择走出国门。国外尤其是欧美、日韩发达国家部分商品类别长期比国内更加丰富，且相比于国内商品质量、价格均具备优势，吸引大量国人前往购买，部分地区如韩国等已经形成了针对外国尤其是中国人的商业产业链，国人海外消费量持续上升。根据联合国旅游组织数据，2018 年我国居民海外消费达到 2773 亿美元，同比增长 5.2%，而免税品方面，以韩国为例，我国居民在韩国消费免税品金额于 2018 年达到 13.92 万亿韩元，占韩国免税销售额的 73.4%，并拉动韩国免税行业销售额屡创新高。

图 18：中国旅客境外消费额



资料来源：UNWTO，天风证券研究所

图 19：韩国免税品消费额



资料来源：路透社，天风证券研究所

高企的海外消费在一定程度上导致财富外流，因此如何将消费留在国内成为了国家政策层面的关注点。过去几年，我国已经通过出台多个政策降低关税及大力发展免税行业吸引消费回流。以机场免税店为例，2015 年底国务院同意在广州白云、深圳宝安等多个机场新开进境免税店；2016 年出台政策提高居民进境免税限额，自进境物品 5000 人民币不变的基础上，允许其在进境免税店增加一定数量的免税购物额，合计不超过 8000 元。我们认为未来免税政策有望不断放开，利好免税销售进一步扩张。

表 3：口岸免税店政策

	政策	内容
出境免税政策	《关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》	海关隔离区奶销售免税品及提取免税品，不征收增值税。
进境免税政策	《国务院关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复》	同意在白云机场、深圳机场等多个机场口岸增设一家进境免税店。
进境免税政策	《关于口岸进境免税店政策的公告》	增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，维持旅客进境物品 5000 元免税限额的基础上允许其在进境免税店增加一定数量的购物金额，连同境外免税购物金额不超过 8000 元。

资料来源：国务院网站，天风证券研究所

于机场销售的免税品可大致分为烟酒食品类、香化类和精品类。从三个细分子版块来看，随着居民健康意识的增强，我国烟酒类商品消费额增速较慢，2019 年前三季度全国限额以上批发零售企业烟酒类商品销售金额为 2865 亿，同比增长 0.4%，而对于免税烟酒而言，由于我国目前仍严格管控免税烟的购买数量，因此该部分商品销售增速预计相对有限。

香化类商品方面，随着 80 年代后期至 90 年代初期出生的人口高峰期人群逐步进入壮年，并即将成为社会的中坚力量，对化妆品不论从质量还是数量的需求均在逐步提升，2019 年前三季度全国限额以上批发零售企业化妆品类商品销售额 2151 亿，同比增长 15.1%，同样机场免税店中销售最为火爆的也往往为香化类柜台。

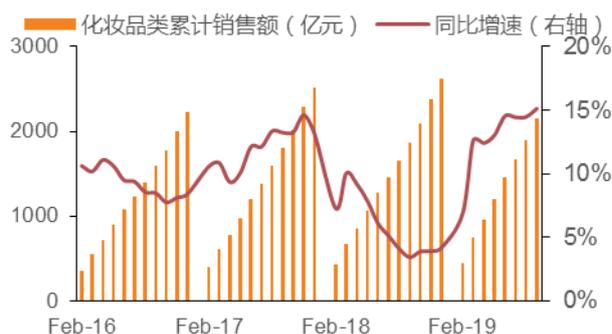
精品类方面，我国机场免税店布局也尚不能满足高端奢侈品商店大批量入驻，品类优势不明显，且由于目前我国入境免税限额仍不足一万元，因此精品类尤其是高价格的名包、名表等产品依然无法在机场入境免税店立足，所以我们认为未来一段时间香化类产品销售的高速增长仍将是支撑机场免税店增速的核心驱动力。当然，如政策层面进一步放松免税购物金额，或机场通过招商吸引更多商铺进驻丰富品类，预计精品类商品也有望迅速放量。

图 20：我国烟酒类商品销售额及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：我国香化类商品零售额及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.2.3. 中免收购日上，力图做大做强，利好机场免税持续放量

2017 年 3 月中免收购日上（中国）51% 股权，2018 年 2 月再度收购日上（上海）51% 股权，并通过招标及续约的方式获取北京首都机场 T2、T3 航站楼免税店、上海浦东机场、虹桥机场免税店经营权，此外，中免还运营或通过招标获得北京大兴机场、广州白云机场等其他部分枢纽机场免税店经营权，截至 2018 年，中免占我国国内免税市场超八成市场份额，在机场免税的份额占比更高。

中免目前大力发展海南离岛免税及机场免税，离岛免税方面，中免在进一步做大三亚海棠湾、美兰机场免税店之外，开辟海口市内免税店，免税销售额快速提升，2018 年达到 332.3 亿元，2019 年上半年达到 243.4 亿元，同比增长 15.5%。机场店方面，即便要支付高额提成，中免依然在机场店大力促销，力图获得规模优势，未来在采购渠道上获得规模优势，谋求更大的议价权。

中免与机场之间的关系较为复杂。从利益关系上看，机场收取的扣点率越高，对中免方的利润空间压缩就愈发明显。同样，随着免税品销售额的提升，中免的进货渠道议价优势会愈发显著，抬升中免利润空间。但不论如何目前免税销售盈利的大部分依然被机场方拥有。机场免税店原则上只是为免税经销商提供一块经营场地，相比于大金额的提成收入，增量成本几乎可以忽略不计，增量收入即为增量利润，未来随着居民消费回流的趋势延续、上海机场国际线旅客量进一步提升及中免对规模扩张的诉求的共同刺激下将继续快速增长。

#### 4.2.4. 扣点率提升，带来提成收入大幅跃升

2018 年上海机场与中免签订免税店经营合同，中免获得上海机场免税店运营权直至 2025 年。总保底租金金额 410 亿元，综合提成率约 42.5%。对中免而言，承担如此高的租金，势必要争取更大的销售额进而提高自身对于进货渠道的议价权保障盈利。对上海机场而言，公司需要做的更多的通过更紧密的合作配合中免将免税店做大做强，并享受租金红利。因此免税重新谈判对上海机场公司而言是单边利好。

表 4：上海机场免税店合同概况

航站楼	区域性质	面积 (m <sup>2</sup> )	合同期
T1	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	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	出境店	4678	启用日-2025 年 12 月 31 日
S2	出境店	4384	启用日-2025 年 12 月 31 日
合计		16915.37	

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：上海机场免税提成及保底租金

分类提成	综合提成比例	分类提成比例
香化、烟酒、食品	42.5%	45.0%
百货		25.0%
<b>合同期间保底租金</b>		
2019		35.25
2020		41.58
2021		45.59
2022		62.88
2023		68.59
2024		74.64
2025		81.48
合计		410.01

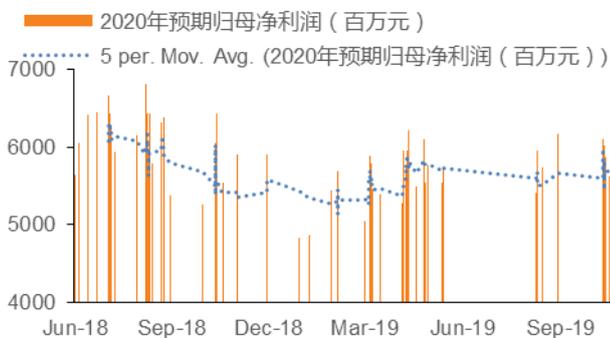
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 海外枢纽对标，估值溢价或成为常态

### 5.1. 2019 年，不变的是业绩，变化的是估值

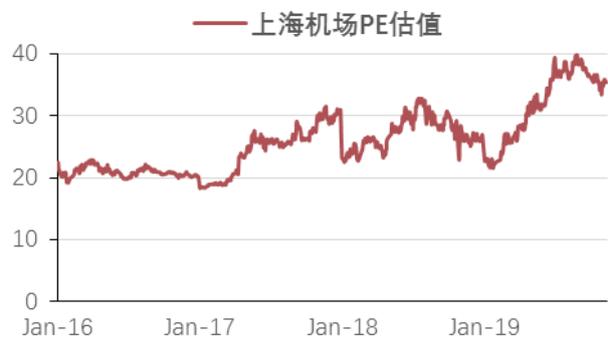
2017-2018 年上海机场因免税销售额快速增长及免税店招标扣点提升，公司迎来戴维斯双击，2017 年上涨 72%，2018 年上涨 14%。2018 年涨幅虽不及 2017 年，但年中最大涨幅也达到 44%。步入 2019 年，前十个月涨幅达到 51%，最大涨幅 76%。不同于 2017-2018 年的戴维斯双击，2019 年上海机场在市场一致盈利预测方面并无太大波动，更多的是估值上行。我们持续看好公司业绩具备不断提升的动能，而在此部分我们通过对标国际上几大枢纽机场的盈利业态和估值水平，认为上海机场的估值相比过去明显提升将成为常态化。

图 22：上海机场历史对 2020 年业绩的一致预期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：上海机场动态估值水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 5.2. 法兰克福机场

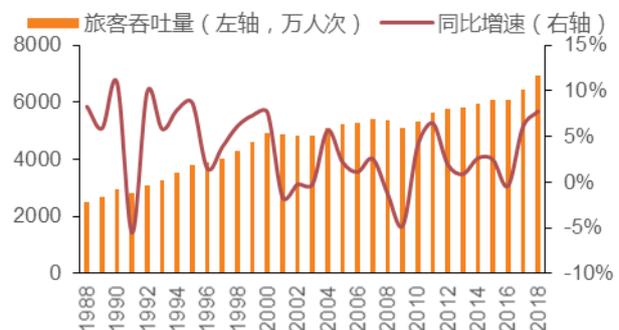
法兰克福机场集团（FRA.DF）上市公司运营德国法兰克福机场资产，控股及参股多个德国国内及其他国家机场。2018 年法兰克福机场飞机起降架次 51.2 万，旅客吞吐量 6951 万人次，同比增长 7.8%。

图 24：法兰克福机场起降架次及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：法兰克福机场旅客吞吐量及同比增速

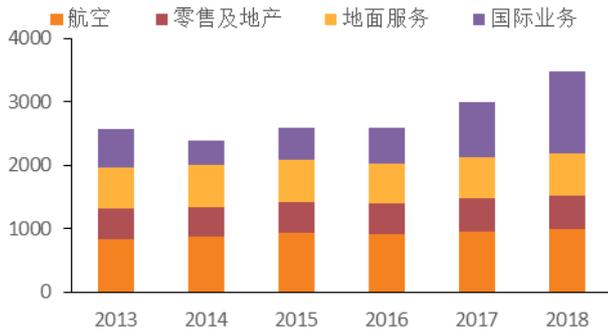


资料来源：Wind，天风证券研究所

从收入结构来看，公司收入分为四大类：航空性收入、零售及房地产、地面服务、国际业务四大板块。航空性收入略不同于我国的政府刚性定价，法兰克福机场收费标准每年略有调整，其中 2017 年调整幅度为 1.9%、2015 年为 2.9%、2014 年为 2.9%，此部分收入的

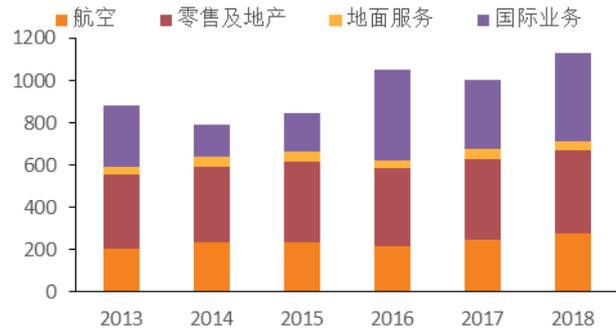
发展前景应优于航空服务收费刚性定价我国机场；零售及房地产方面，由于法兰克福机场的免税店由机场公司与 Gebr Heinemann 免税集团合资运营，但收入增速并不快，2018 年零售收入 5.07 亿欧元，同比下降 2.8%，远不及我国枢纽机场表现亮眼；地面服务方面，纵使收费标准每年有所调整，但其依然是一个低利润率的业务项目，2018 年 EBIT 仅为 0.7 百万欧元；国际业务及服务主要包括在全球范围内提供投资管理、机场设施管理、战略咨询服务等，该项收入是我国机场普遍缺少的收入来源，但其不论从收入规模上还是利润贡献上都贡献了较大的权重，2018 年法兰克福机场国际业务收入 12.91 亿欧元，同比增长 58%（扣除合并口径变化增 20.1%），EBIT 贡献值为 2.90 亿欧元。

图 26：法兰克福机场各业务收入（百万欧元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27：法兰克福机场各业务 EBIT（百万欧元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

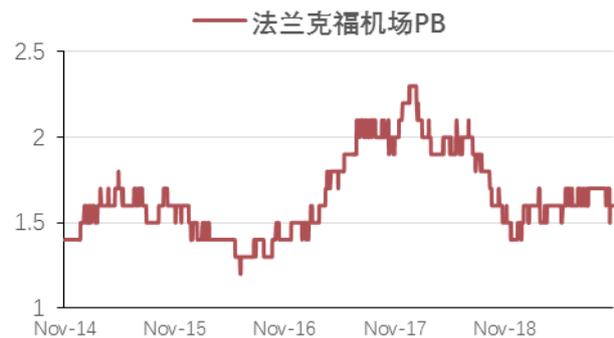
各业务板块中，与我国机场类似，零售及地产业务利润率较高，地面服务业务利润率较低。从历史估值来看，法兰克福过去 5 年静态 PE 估值在 15-25 倍区间震荡，目前维持在略超 15 倍的水平，PB 估值在 1.5-2 倍左右，目前保持在略超 1.5 倍的水平。从业绩预期对应的估值水平来看，目前市场对法兰克福机场未来两年的业绩预期为保持较低增速。因此远期预期业绩的 EPS 对应的估值水平分别为 2019 年 16.4X、2020 年 15.2X、2021 年 14.9X。

图 28：法兰克福机场历史 PE 估值



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 29：法兰克福机场历史 PB 估值



资料来源：彭博，天风证券研究所

### 5.3. 日本机场大厦

日本机场大厦（9076.JP）主要负责运营东京羽田机场候机楼建设及运营管理、为航空公司等单位提供办公、店铺、停车场租赁，在东京羽田、东京成田、大阪关西、名古屋中部国际机场经营商品零售、免税店业务及其他航空相关业务。2018 年，东京羽田机场旅客吞吐量 8489 万，同比增长 2.1%，成田机场吞吐量 4260 万，大阪关西机场吞吐量约 3000 万，名古屋机场吞吐量略超 1000 万。

图 30: 羽田机场旅客吞吐量及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

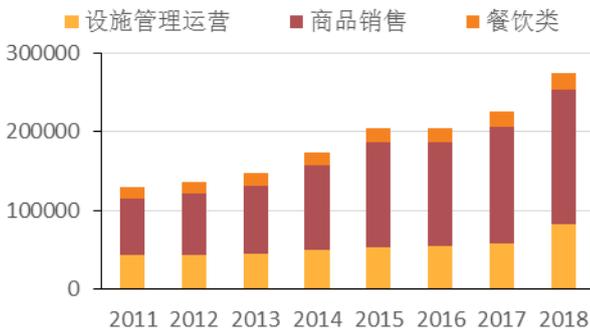
图 31: 成田机场旅客吞吐量



资料来源: Wind, 天风证券研究所

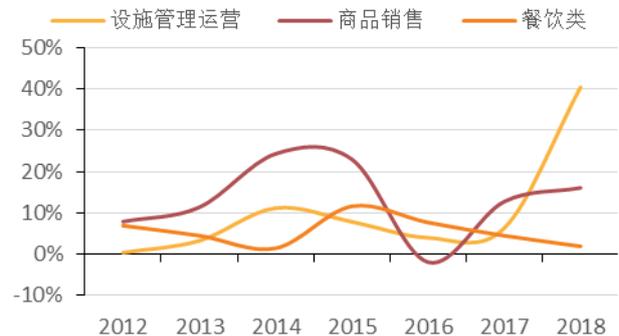
从收入构成来看,商业零售及餐饮业务是日本机场大厦的核心构成。2018 年合并 TIAT 后,公司营业收入大增,达到 2736.2 亿日元,同比增长 21%,其中商品销售类收入 1714.7 亿,占收入比重的 62.7%。其他板块方面,2018 年设施运营管理收入,包括机场设施管理业务、酒店、广告、休息室、停车场收入,达到 820.5 亿日元,同比增长 40.4%,餐饮收入 200.9 亿日元,同比增长 1.9%。如不考虑合并子公司的影响,仅观察 2011-2017 年数据,我们观察到设施运营管理类收入及餐饮类收入增速相对较慢,但商品销售类收入则整体保持较快增速,2011-2017 年实现收入倍增。

图 32: 日本机场大厦各分类收入变化 (百万日元)



资料来源: 日本机场官网, 天风证券研究所

图 33: 日本机场大厦各分类收入同比增速

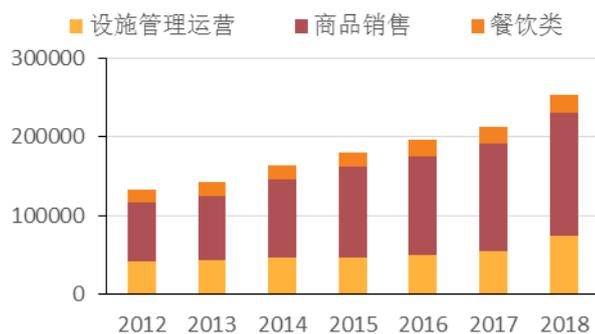


资料来源: 日本机场官网, 天风证券研究所

值得注意的是,2014-2015 年日本机场大厦商品销售类收入快速增长,与此相对应,这两年是中国旅客赴日出游的高增长之年。2014 年羽田机场中国旅客增速高达 57.3%,成田机场中国旅客增速 24.5%,关西机场中国旅客增速更是高达 73.7%;2015 年羽田机场中国旅客增速 91.8%,成田机场为 32.2%,关西机场为 83.7%。日本机场大厦中国旅客的高购买力拉动了机场商业的快速发展。

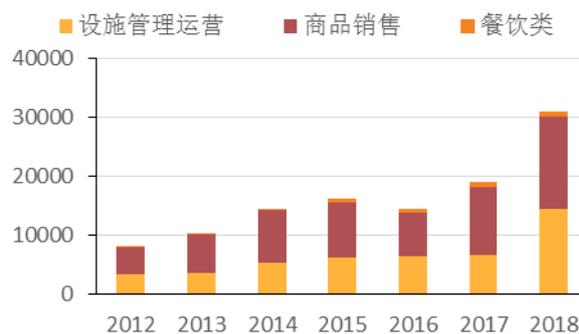
从利润来看,纵使日本机场大厦公司拥有千亿日元级别(约合超 170 亿人民币),但利润依然较薄,2018 年归母净利润 330 亿日元(约合人民币 21 亿元),2017 年合并 TIAT 之前归母净利润仅为 68 亿日元。究其原因,不同于我国机场的商业免税的收佣模式,日本机场大厦并不以收取特许经营费的方式获取收入,增量收入同样伴随着增量成本,利润率相对维持在一个稳定的水平,最终导致利润率低于我国核心枢纽机场。从利润构成来看,商品销售业务一直是公司业绩的主要来源,但在 2018 年 TIAT 合并后,设施管理运营收入中的设备使用费收入大增,拉动设施管理运营利润显著提升。展望未来,公司在 2018 年报中预期 2019 年因成本增加,归母净利润 80 亿日元(约合人民币略超 5 亿元),同比下降 75.8%。

图 34：日本机场大厦成本构成（百万日元）



资料来源：日本机场大厦官网，天风证券研究所

图 35：日本机场大厦经营利润构成（百万日元）



资料来源：日本机场大厦官网，天风证券研究所

从业务模式来看，目前的日本机场大厦更类似一个商品销售企业而非机场运营企业。从利润率来看，由于业务模式为经营而非收租，利润率也并不算高，仅可称之为相对稳定。从估值的角度看，历史上日本机场大厦估值水平波动较为剧烈，目前估值水平在 50 倍以上，PB 估值目前保持在 2.5X 左右。从预期业绩对应的估值来看，公司 2019-2021 年一致预期业绩对应的 PE 估值分别为 56.1X、38.7X、33.5X。

图 36：日本机场大厦 PE



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 37：日本机场大厦 PB

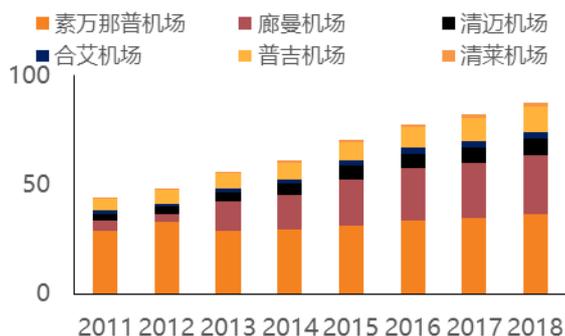


资料来源：彭博，天风证券研究所

## 5.4. 泰国机场

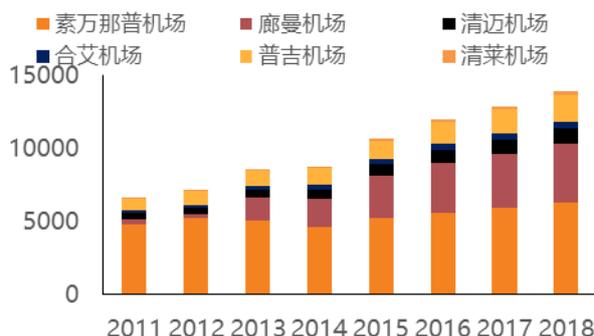
泰国机场（AOT）旗下共运营六个机场，包括曼谷新机场（素万那普机场）、曼谷旧机场（廊曼国际机场）、清迈国际机场、普吉国际机场、合艾国际机场、清莱国际机场。2018 财年数据显示，六大机场全年保障航班起降 87.5 万架次，同比增长 6.24%，完成旅客吞吐量 1.395 亿人次，同比增长 8%。

图 38: 泰国机场飞机起降架次 (万架次)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 39: 泰国机场旅客吞吐量 (万人次)

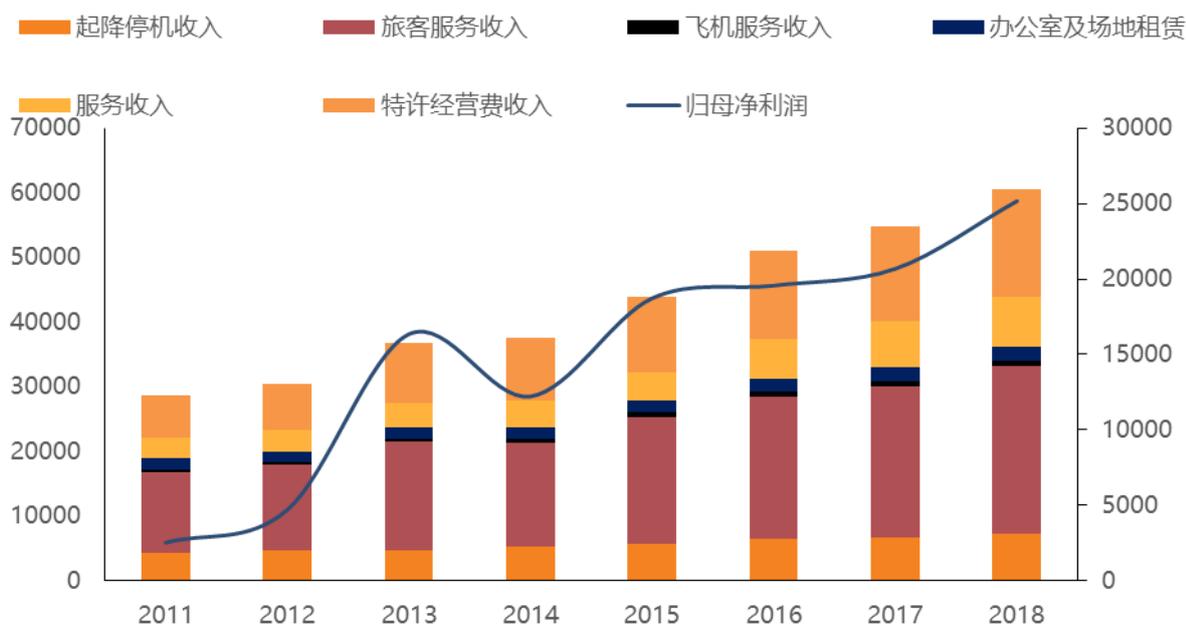


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从业务构成看, 泰国机场的收入结构与我国枢纽机场较为类似, 在为航班起降及旅客服务方面收取费用的同时, 进行航站楼内设施租赁, 并向商铺收取特许经营费。2018 年公司营业收入 605.4 亿泰铢 (约合人民币 140 亿元), 同比增长 10.2%, 实现净利润 251.7 亿泰铢 (约合人民币 58 亿元), 同比增长 21.7%。从收入构成来看, 旅客服务收入是公司收入的核心构成部分, 2018 年为 258.5 亿泰铢, 占收入比重的 42.7%, 此外, 泰国王权免税几乎垄断泰国机场免税店经营权, 公司收取特许经营权收入, 2018 年为 167.1 亿泰铢, 占收入的 27.6%。

考虑到王权免税的垄断地位, 过去公司获取的提成比例相对较低, 历史上在 15-20%的水平, 特许经营权收入虽有增长, 但主要来自于旅客量增长及客单价提高。目前泰国机场免税店重启招标, 招标后公司保底收入大幅提升, 也恰恰是在免税重启招标的消息披露后, 公司股价以较快速度实现翻倍。

图 40: 泰国机场收入构成及利润表现 (百万泰铢, 左柱右线)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

成本端方面, 公司每年主要成本增量来自于员工福利费用及外包费用的刚性增长, 但成本增速明显低于收入增速, 因此公司利润过去持续保持上升, 股价也走出了长牛态势。整体

来看，泰国机场更类似我国枢纽机场，且优于我国机场是主业业务量增速暂时还未受到机场保障能力限制而持续增长，增量利润来源一方面来自于航空主业的放量，亦来自于特许经营收入的不提高；但不及我国机场免税客单价快速提升的现状，泰国机场特许经营收入虽有显著增长，但增长的动力在很大程度上依赖旅客数量的增加，客单价的提升并不是那么显著。因此我们认为泰国机场的质地与上海机场较为类似。

从估值的角度看，鉴于目前市场已经将免税提成提高拉动业绩的预期充分反应，公司动态估值水平保持在 40X 左右，PB 估值在 7X 以上。从预期的业绩对应的估值来看，公司当前股价对应 2019-2021 年一致预期盈利预测的 PE 估值为 40.7、29.9X、26.5X。

图 41：泰国机场集团 PE



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 42：泰国机场集团 PB



资料来源：彭博，天风证券研究所

### 5.5. 我们认为上海机场目标价对应 2021 年 25X 的估值水平相对合理

综合各个机场的商业模式，我们认为上海机场与泰国机场的业务模式相近，业绩的主要驱动力来自于特许经营权佣金收入，具备消费属性。唯一不足的是上海机场的业务量增速可能因空域资源等因素限制慢于泰国机场。因此我们认为上海机场的合理估值水平或应接近于泰国机场，且应明显高于业绩增长乏力的法兰克福机场。因此我们认为上海机场目标价对应 2021 年 EPS 的 PE 估值为 25X 左右相对合理。

表 6：各国际机场预期估值水平（2019.11.19）

公司	PE2019E	PE 2020E	PE 2021E	PB 估值
上海机场	27.9	25.4	22.5	4.8
首都机场	13.2	18.7	21.7	1.2
白云机场	42.3	30.2	24.9	2.3
深圳机场	24.8	23.3	23.5	1.7
泰国机场	40.7	29.9	26.5	7.7
越南机场集团	27	22.6	18.1	5.4
日本机场大厦	56.1	38.7	33.5	2.7
马来西亚机场控股	24.8	20.9	19.3	1.7
法兰克福机场	16.4	15.2	14.9	1.6
巴黎机场	29.4	26.6	24.6	3.7
维也纳机场	19.4	18.5	17.9	2.5

资料来源：彭博，天风证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 收入端，预计航空主业放量，非航收入继续保持强劲增长

2019 年公司航空性收入因主业依旧难以放量保持较慢增速，但鉴于公司航空主业有望在 2020 年迎来放量，我们预测未来几年机场旅客吞吐量将实现稳步增长，预计浦东机场 2025 年吞吐量有望突破一亿人次，国内、国际线增速基本同步。

表 7：上海机场业务量预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>起降架次</b>	491744	500627	509649	525725	547167	569054	591816	615489	640108	665712
国内线	261424	260986	268816	276880	287955	299473	311452	323910	336867	350342
国际线	191608	199523	201518	207564	215866	224501	233481	242820	252533	262634
地区线	38712	40118	39316	41281	43345	45079	46882	48758	50708	52736
<b>旅客吞吐量（万）</b>	7000.13	7400.65	7650.27	7969.14	8367.60	8785.98	9225.28	9686.54	10170.87	10679.41
国内线	3528.59	3643.27	3789.00	3940.56	4137.59	4344.47	4561.69	4789.78	5029.27	5280.73
国际线	2843.75	3094.45	3218.23	3346.96	3514.30	3690.02	3874.52	4068.25	4271.66	4485.24
地区线	627.79	662.93	643.04	681.62	715.71	751.49	789.07	828.52	869.94	913.44
<b>货邮吞吐量（万吨）</b>	382.43	376.61	350.25	357.25	364.40	371.69	379.12	386.70	394.44	402.32
国内线	39.98	35.39	32.91	33.57	34.24	34.93	35.63	36.34	37.07	37.81
国际线	296.69	297.17	276.37	281.90	287.53	293.28	299.15	305.13	311.24	317.46
地区线	45.76	44.05	40.97	41.79	42.62	43.47	44.34	45.23	46.13	47.06
<b>YOY</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
起降架次	3.4%	1.8%	1.8%	3.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
国内线	2.5%	-0.2%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
国际线	5.5%	4.1%	1.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
地区线	-1.2%	3.6%	-2.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
旅客吞吐量	6.1%	5.7%	3.4%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
国内线	7.8%	3.3%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
国际线	5.3%	8.8%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
地区线	0.3%	5.6%	-3.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
货邮吞吐量	11.2%	-1.5%	-7.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
国内线	-4.2%	-11.5%	-7.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
国际线	14.8%	0.2%	-7.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
地区线	4.5%	-3.7%	-7.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

在航空主业持续稳步放量的假设基础上，我们测算公司航空性收入仍将保持稳定增长。非航收入方面，鉴于国民消费升级趋势不改，市内免税暂未向国人开放且市场培育需要相当长的时间，因此我们继续看好机场免税销售的增长势头拉动租金收入不断提升。其他非航收入方面，由于卫星厅投产，预计未来几年含税商业租金收入也会有明显增量。

表 8：上海机场收入测算

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	9364	11370	12731	14464	16120	17571	18967	20711	23020
航空收入	4020	4106	4270	4464	4664	4873	5093	5322	5562
非航收入	5344	7264	8460	10000	11456	12697	13874	15389	17458
YOY	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	15.0%	21.4%	12.0%	13.6%	11.4%	9.0%	7.9%	9.2%	11.1%
航空收入	5.8%	2.1%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
非航收入	23.2%	35.9%	16.5%	18.2%	14.6%	10.8%	9.3%	10.9%	13.4%
非航收入（百万）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
商业租赁	3986	5974	7170	8646	10034	11204	12306	13743	15730
其他收入	1358	1290	1290	1354	1422	1493	1568	1646	1729
合计	5344	7264	8460	10000	11456	12697	13874	15389	17458
商业租赁测算（百万）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
免税	3431	5364	6499	7874	9185	10287	11315	12673	14574
其他商业	555	610	671	772	849	917	991	1070	1156
其他商业 YOY	-0.7%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
其他收入 YOY	0.9%	-5.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
免税测算（百万）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
免税销售额	11156	13833	16599	19919	22907	25656	28222	31608	36350
YOY	41.0%	24.0%	20.0%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	12.0%	15.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

## 6.2. 成本费用端，S1S2 卫星厅带来成本增量，但金额可控

考虑到卫星厅投产，预计公司人工、折旧、运营成本及水电等成本都会有一定提升，但参考白云机场 T2 航站楼投产后，3Q18-3Q19 完整年度成本增量相比两年前同期为略超 19 亿元，考虑到上海浦东机场卫星厅投资目前来看略低于白云机场 T2 航站楼，因此其投产后，预计 2020 年成本相比 2018 年有超过 15 亿元的增长，其后稳定自然增长，成本增长基本可控。

表 9：上海机场营业总成本测算

单位 (百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
人工成本	1560.2	1677.3	1950.6	2109.8	2282.0	2468.2	2669.6	2887.4	3453.4	3950.6
摊销成本	833.4	784.2	1163.1	1418.2	1425.4	1433.9	1497.2	1564.5	2409.9	2486.1
运行成本	1481.5	1905.0	2095.5	2347.0	2534.7	2712.2	2902.0	3105.2	3415.7	3654.8
燃料动力消耗	357.2	320.9	369.0	553.5	570.1	587.2	604.8	623.0	685.3	705.8
税金支出	21.1	22.2	11.4	15.3	20.2	22.6	24.6	26.6	29.0	32.2
财务费用	-121.1	-194.0	-195.4	-261.4	-362.8	-459.3	-550.4	-637.8	-724.9	-837.2
其他	61.3	56.7	53.8	57.1	60.5	64.1	68.0	72.1	76.4	81.0
合计	4193.6	4572.3	5448.1	6239.4	6530.2	6828.8	7215.8	7640.9	9344.7	10073.3
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
人工成本	4.5%	7.5%	16.3%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	19.6%	14.4%
摊销成本	0.7%	-5.9%	48.3%	21.9%	0.5%	0.6%	4.4%	4.5%	54.0%	3.2%
运行成本	16.4%	28.6%	10.0%	12.0%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%	10.0%	7.0%
燃料动力消耗	-4.6%	3.0%	15.0%	50.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	10.0%	3.0%
税金支出	-66.4%	15.5%	-48.7%	34.4%	32.6%	11.4%	9.0%	7.9%	9.2%	11.1%
财务费用	-17.4%	60.1%	0.7%	33.8%	38.8%	26.6%	19.8%	15.9%	13.7%	15.5%
其他	-22.5%	-7.5%	-5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	5.8%	9.0%	19.2%	14.5%	4.7%	4.6%	5.7%	5.9%	22.3%	7.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

### 6.3. 油料及广告公司预计将持续贡献投资收益

公司参股公司中，油料公司负责为虹浦两场航班提供航油供应，盈利与两场业务量挂钩，预计随着浦东机场逐步放量，航油公司带来的投资收益将持续提升。广告公司方面，历史上广告公司利润保持稳定增长态势，伴随着卫星厅投产，广告阵地有望持续增加，广告公司利润水平有望再上台阶。

### 6.4. 盈利预测

综合考虑上海机场的收入成本变化，我们测算上海机场 2019-2021 年的归母净利润分别为 51.3 亿、55.6 亿、68.7 亿，同比分别增长 21.3%、8.3%、23.4%，EPS 分别为 2.66 元、2.89 元、3.56 元。

表 10：上海机场利润测算

单位 (百万)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	9313	11370	12731	14464	16120	17571	18967	20711	23020
营业成本	4499	5358	6179	6524	6877	7318	7795	9541	10324
销售费用	1	1	1	1	2	2	2	2	2
管理费用	243	273	306	347	387	422	455	497	552
财务费用	-194	-195	-261	-363	-459	-459	-459	-459	-459
投资收益	893	983	1038	1397	1467	1540	1617	1698	1783
归母净利润	4231	5134	5562	6867	7918	8711	9444	9494	10673
EPS	2.20	2.66	2.89	3.56	4.11	4.52	4.90	4.93	5.54

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

## 6.5. 长期展望，T3 带来新增收入成本增量可能在远期进入

浦东机场远期规划旅客吞吐量达到 1.3 亿人次，当前 T1、T2+卫星厅显然难以承担如此大量的客流。浦东机场 T3 航站楼建设目前处于讨论阶段，有望在远期投产，衔接高铁上海东站，成为上海东部地区类似虹桥的空铁核心枢纽，带来新增收入及成本增量。

## 6.6. 投资建议

我们看好上海机场未来数年航空主业持续放量，同时认为机场免税销售仍将保持快速增长势头拉动公司业绩持续提升。相比于前次报告，我们小幅下调 2019-2021 年盈利预测 2.3%、8.8%、3.7%至 51.3 亿、55.6 亿、68.7 亿，同比分别增长 21.3%、8.3%、23.5%。参考海外核心枢纽机场估值水平，我们认为上海机场股价对应 2021 年 EPS 的 PE 估值 25 倍相对合理，下调目标价 3.8%至 89 元，目标价对应 2019-2021 年 EPS 的 PE 估值分别为 33.5X、30.8X、25X。

## 7. 风险提示

时刻放量低于预期的风险：虽然目前浦东机场地面保障能力有所提高，准点率持续上升，但时刻容量评估需要多方审批，鉴于浦东机场上方的华东区空域相对紧张，时刻放量的进度及力度存在不确定性。

免税销售低于预期的风险：过去两年上海机场免税销售额增速较快，但如后续免税销售额增速低于预期，将明显拉低业绩增速。

成本增量高于预期的风险：机场人工成本逐年上升，且未来 T3 建设的资本开支如主要由上市公司承担，将拉高远期成本预期，压缩业绩上行空间。

公共场所面临的安全事故、疫情的风险：机场作为公共场所，一旦出现安全事故或重大疫情，客流量可能受到显著负面影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,763.97	8,765.51	8,888.63	14,733.98	18,045.53	营业收入	8,062.38	9,313.11	11,369.92	12,730.57	14,464.19
应收票据及应收账款	1,188.79	1,314.33	1,793.28	967.29	2,169.21	营业成本	4,045.92	4,499.35	5,358.06	6,178.74	6,524.12
预付账款	33.53	18.95	25.67	35.18	29.71	营业税金及附加	21.05	22.18	11.37	15.28	20.25
存货	18.70	19.96	31.48	25.93	36.29	营业费用	7.17	1.07	1.14	1.27	1.45
其他	74.61	517.95	554.85	392.36	489.18	管理费用	240.03	243.30	272.88	305.53	347.14
<b>流动资产合计</b>	<b>10,079.61</b>	<b>10,636.69</b>	<b>11,293.91</b>	<b>16,154.73</b>	<b>20,769.91</b>	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2,737.27	3,244.92	3,456.92	3,478.92	3,500.92	财务费用	(121.15)	(193.99)	(195.37)	(261.42)	(362.76)
固定资产	9,058.77	8,511.57	19,619.36	18,369.25	17,177.93	资产减值损失	0.58	0.36	0.25	0.40	0.34
在建工程	5,310.38	8,155.81	426.23	723.85	2,933.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	347.36	347.92	325.09	301.87	278.25	投资净收益	974.80	893.25	982.57	1,037.62	1,397.15
其他	14.01	31.82	31.26	22.00	17.53	其他	(1,947.64)	(1,786.85)	(1,965.14)	(2,075.24)	(2,794.29)
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,467.79</b>	<b>20,292.04</b>	<b>23,858.86</b>	<b>22,895.88</b>	<b>23,907.76</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,841.61</b>	<b>5,634.44</b>	<b>6,904.16</b>	<b>7,528.39</b>	<b>9,330.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>27,547.40</b>	<b>30,928.73</b>	<b>35,152.76</b>	<b>39,050.62</b>	<b>44,677.68</b>	营业外收入	0.28	0.77	1.60	0.88	1.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.28	5.30	1.40	2.33	3.01
应付票据及应付账款	286.67	454.05	159.04	637.55	249.67	<b>利润总额</b>	<b>4,841.61</b>	<b>5,629.91</b>	<b>6,904.36</b>	<b>7,526.94</b>	<b>9,328.87</b>
其他	1,771.38	1,832.68	2,511.50	1,779.90	2,672.16	所得税	984.35	1,198.53	1,522.41	1,708.62	2,145.64
<b>流动负债合计</b>	<b>2,058.05</b>	<b>2,286.72</b>	<b>2,670.54</b>	<b>2,417.45</b>	<b>2,921.83</b>	<b>净利润</b>	<b>3,857.26</b>	<b>4,431.38</b>	<b>5,381.95</b>	<b>5,818.33</b>	<b>7,183.23</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	173.85	199.95	247.57	256.01	316.06
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,683.41</b>	<b>4,231.43</b>	<b>5,134.38</b>	<b>5,562.32</b>	<b>6,867.17</b>
其他	8.58	7.50	6.08	7.39	6.99	每股收益(元)	1.91	2.20	2.66	2.89	3.56
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.58</b>	<b>7.50</b>	<b>6.08</b>	<b>7.39</b>	<b>6.99</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,066.63</b>	<b>2,294.22</b>	<b>2,676.62</b>	<b>2,424.84</b>	<b>2,928.82</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	348.56	388.50	636.07	892.08	1,208.14	<b>成长能力</b>					
股本	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	营业收入	15.98%	15.51%	22.09%	11.97%	13.62%
资本公积	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50	2,575.50	营业利润	30.24%	16.38%	22.54%	9.04%	23.94%
留存收益	23,205.25	26,319.05	29,913.12	33,806.74	38,613.76	归属于母公司净利润	31.29%	14.88%	21.34%	8.33%	23.46%
其他	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	(2,575.50)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>25,480.77</b>	<b>28,634.51</b>	<b>32,476.14</b>	<b>36,625.78</b>	<b>41,748.86</b>	毛利率	49.82%	51.69%	52.88%	51.47%	54.89%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>27,547.40</b>	<b>30,928.73</b>	<b>35,152.76</b>	<b>39,050.62</b>	<b>44,677.68</b>	净利率	45.69%	45.44%	45.16%	43.69%	47.48%
						ROE	14.66%	14.98%	16.13%	15.57%	16.94%
						ROIC	24.85%	25.64%	26.36%	23.85%	31.58%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	7.50%	7.42%	7.61%	6.21%	6.56%
净利润	3,857.26	4,431.38	5,134.38	5,562.32	6,867.17	净负债率	-34.39%	-30.61%	-27.37%	-40.23%	-43.22%
折旧摊销	836.75	787.36	1,149.61	1,400.72	1,410.65	流动比率	4.90	4.65	4.23	6.68	7.11
财务费用	89.07	(0.07)	(195.37)	(261.42)	(362.76)	速动比率	4.89	4.64	4.22	6.67	7.10
投资损失	(974.80)	(893.25)	(982.57)	(1,037.62)	(1,397.15)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	547.52	(266.44)	(151.14)	742.00	(795.18)	应收账款周转率	7.27	7.44	7.32	9.22	9.22
其它	(241.79)	408.53	247.57	256.01	316.06	存货周转率	411.55	481.80	442.12	443.48	464.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,114.02</b>	<b>4,467.52</b>	<b>5,202.48</b>	<b>6,662.01</b>	<b>6,038.80</b>	总资产周转率	0.30	0.32	0.34	0.34	0.35
资本支出	2,585.33	3,591.33	4,718.42	445.69	2,427.40	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	374.96	507.64	212.00	22.00	22.00	每股收益	1.91	2.20	2.66	2.89	3.56
其他	(4,650.26)	(7,301.52)	(8,664.85)	122.93	(3,479.25)	每股经营现金流	2.13	2.32	2.70	3.46	3.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,689.97)</b>	<b>(3,202.55)</b>	<b>(3,734.43)</b>	<b>590.62</b>	<b>(1,029.85)</b>	每股净资产	13.04	14.66	16.52	18.54	21.04
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	135.41	208.25	209.63	275.68	377.02	市盈率	39.81	34.66	28.56	26.36	21.35
其他	(3,761.71)	(1,471.74)	(1,554.58)	(1,682.96)	(2,074.41)	市净率	5.83	5.19	4.61	4.10	3.62
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,626.30)</b>	<b>(1,263.49)</b>	<b>(1,344.94)</b>	<b>(1,407.27)</b>	<b>(1,697.39)</b>	EV/EBITDA	14.09	14.36	17.61	15.32	12.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	16.58	16.43	20.62	18.27	14.47
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,202.24)</b>	<b>1.48</b>	<b>123.11</b>	<b>5,845.35</b>	<b>3,311.55</b>						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com