

超预期的疫情带来布局良机

投资要点

- **事件:** 上海机场发布 2019 年年报。经营数据方面: 2019 年起降架次 51.18 万 (+1.4%)，旅客吞吐量 7615 万人次 (+2.9%)，其中国内航线旅客增长 3.3%，国际航线旅客增长 4.7%，地区航线旅客下降 7.9%，国际+地区航线旅客 3851 万人次 (+2.5%)，占比 50.6%。高峰小时容量标准调整为 80 架次/小时 (原 76 架次)。财务数据方面: 营业收入 109.5 亿 (+17.5%)，归属净利 50.3 亿 (+18.9%)，扣非利润 49.9 亿元 (+17.7%)，与业绩预告保持一致。
- **收入端: 非航占比提升至 63%，投资收益高于预期。** (1) 上机 2019 年免税和有税商业收入共计 54.6 亿元 (+37%)。其中，T2 及卫星厅免税收入 37.88 亿元 (合同保底额为 35.25 亿元)，我们预计公司整体确认免税收入 50.9 亿元。(2) 上机 2019 年取得投资收益 11.5 亿元 (同比+2.6 亿元，增速+28.6%)。其中，广告贡献投资收益 4.66 亿元 (同比+0.6 亿)，航油贡献投资收益 4.96 亿元 (同比-0.4 亿)，各类投资基金合计贡献投资收益增量 2.3 亿元 (自贸区基金 0.85 亿、同比增加 1.4 亿，华东凯亚 0.53 亿，联一投资 0.4 亿)。
- **成本端: 卫星厅投产 19 年系成本冲击高峰。** 上机 2019 年总成本 54.1 亿元 (+18.3%)，其中人工成本 18.8 亿 (+12.2%)；摊销成本 8.9 亿 (+13.1%)，运维成本 27.8 亿 (+24.8%)，成本增量主要系卫星厅投产带来的相应折旧、场地及资产租赁费增加所致。卫星厅总体预算 151.21 亿元，已建成转固 118.5 亿元，预计未来仍有约 30 亿元增量转固金额。单看 Q4 成本 16.4 亿元，同比增加 4.6 亿、环比增加 2.9 亿元，运营成本增长略超我们的预期。
- **新冠疫情全球演绎的“黑天鹅”压制国际流量复苏。** 根据民航局 3 月 26 日发布的《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》，国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班。口岸均处于半封闭的实际状态，我们预计 2020 全年浦东机场的客流下降在 20-25%，免税方面没有保底条款的 T1 免税销售亦会随流量同步减少，疫情对机场经营的后续影响仍具有极高的不确定性。
- **盈利预测与投资建议。** 基于海外疫情冲击超预期，下调公司 2020、2021 年盈利预测分别为 20.6、56.7 亿元，对应当前 PE 分别为 58.0、21.1 倍，我们仍看好公司天然垄断地位和免税行业长期增长，疫情冲击和卫星厅投产带来的成本同比读数变化均为短期冲击，并不影响公司长期价值的内核：免税黄金渠道定位及公司良好的管理能力，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情冲击超预期，免税政策变化，时刻放量低于预期。

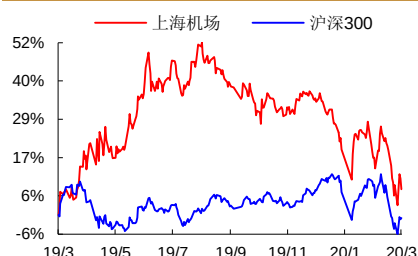
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10944.67	8026.06	13249.18	14749.03
增长率	17.52%	-26.67%	65.08%	11.32%
归属母公司净利润 (百万元)	5030.21	2063.08	5668.11	6459.97
增长率	18.88%	-58.99%	174.74%	13.97%
每股收益 EPS (元)	2.61	1.07	2.94	3.35
净资产收益率 ROE	16.21%	6.23%	14.62%	14.64%
PE	23.8	58.0	21.1	18.5
PB	3.7	3.5	3.0	2.7

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
 执业证号: S1250518110001
 电话: 13916801840
 邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.27
流通 A 股(亿股)	10.93
52 周内股价区间(元)	58.06-87.5
总市值(亿元)	1,196.45
总资产(亿元)	371.71
每股净资产(元)	16.61

相关研究

1. 上海机场 (600009): Q4 成本增长略超预期，疫情冲击不改长期价值 (2020-02-23)
2. 上海机场 (600009): 卫星厅转固提升成本，利润增速换挡符合预期 (2019-10-30)
3. 上海机场 (600009): 非航收入跃升，业绩符合预期 (2019-08-28)

关键假设：

假设 1：上机客流量增速方面，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为 -50%/-25%/-5%/+5%，2021 年同比增速反弹至 50%，2022 年增速为 3%。

假设 2：成本方面，卫星厅投产后月度折旧增量 0.58 亿元、运行人力成本增量 1 亿元。

假设 3：免税方面，2020 年 T2 及卫星厅免税抽成按照合约保底额 41.6 亿计算，T1 免税销售额与流量假设一致。2021/2022 年日上上海销售额分别为 165 亿/185 亿，增速分别为 50%/12%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：上海机场公司收入拆分

单位：亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
航空主业收入	40.84	33.20	49.80	52.12
YOY	2.9%	-18.7%	50.0%	4.7%
架次相关收入	18.04	14.73	22.10	22.76
YOY	3.2%	-18.3%	50.0%	3.0%
旅客及货邮相关收入	22.79	18.46	27.70	29.36
YOY	2.6%	-19%	50%	6%
非航空性收入	68.61	47.06	82.70	95.37
YOY	28.4%	-31.4%	75.7%	15.3%
商业租赁收入	54.63	31.69	65.78	76.76
YOY	37.1%	-42.0%	107.6%	16.7%
其他非航收入	13.98	15.38	16.91	18.61
YOY	6%	10%	10%	10%
合计	109.45	80.26	132.49	147.49
YOY	17.5%	-26.7%	65.1%	11.3%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：上海机场公司成本拆分

单位：亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
人工成本	18.83	19.39	20.55	21.79
YOY	12.2%	3.0%	6.0%	6.0%
摊销成本	8.87	10.61	10.61	10.61
YOY	13.1%	19.6%	0.0%	0.0%
运行维护成本（原运行成本）	27.81	36.73	39.67	42.85
YOY	46.0%	32.1%	8.0%	8.0%
管理成本（税金支出）	0.34	0.34	0.33	0.32
YOY	51.0%	0.0%	-2.1%	-2.1%
财务费用	-2.09	-2.09	-2.09	-2.09
YOY	7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	0.31	0.31	0.31	0.31

单位：亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
YOY	-45%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	54.07	65.29	69.39	73.79
YOY	18.2%	20.8%	6.3%	6.3%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10944.67	8026.06	13249.18	14749.03	净利润	5260.86	2157.68	5928.01	6756.18
营业成本	5340.22	6379.20	6788.71	7228.73	折旧与摊销	890.66	943.50	1248.87	1554.24
营业税金及附加	10.07	13.56	20.51	21.98	财务费用	-208.71	-152.50	-251.73	-280.23
销售费用	0.08	0.06	0.09	0.10	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	265.03	192.63	317.98	353.98	经营营运资本变动	2197.22	1291.11	-316.21	131.69
财务费用	-208.71	-152.50	-251.73	-280.23	其他	-3255.00	-1148.97	-1148.92	-1150.69
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4885.05	3090.81	5460.02	7011.18
投资收益	1149.91	1149.89	1150.00	1150.00	资本支出	-3593.95	-5200.00	-11200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1784.26	1149.89	1150.00	1150.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1809.69	-4050.11	-10050.00	950.00
营业利润	6674.59	2743.01	7523.62	8574.47	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.01	-6.18	-6.46	-6.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6667.58	2736.83	7517.16	8568.10	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1406.71	579.15	1589.14	1811.92	支付股利	0.00	0.00	0.00	-1133.62
净利润	5260.86	2157.68	5928.01	6756.18	其他	-1481.10	152.50	251.73	280.23
少数股东损益	230.65	94.60	259.90	296.21	筹资活动现金流净额	-1481.10	152.50	251.73	-853.39
归属母公司股东净利润	5030.21	2063.08	5668.11	6459.97	现金流量净额	1594.28	-806.80	-4338.25	7107.79
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10359.80	9553.00	5214.75	12322.54	成长能力				
应收和预付款项	1675.70	1202.30	1980.63	2213.91	销售收入增长率	17.52%	-26.67%	65.08%	11.32%
存货	14.34	16.22	16.23	18.11	营业利润增长率	18.46%	-58.90%	174.28%	13.97%
其他流动资产	417.99	306.53	506.00	563.29	净利润增长率	18.72%	-58.99%	174.74%	13.97%
长期股权投资	3929.95	3929.95	3929.95	3929.95	EBITDA 增长率	18.12%	-51.96%	141.11%	15.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	20233.86	24539.75	34540.29	33235.45	毛利率	51.21%	20.52%	48.76%	50.99%
无形资产和开发支出	499.35	451.91	404.47	357.04	三费率	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%
其他非流动资产	40.24	38.28	36.32	34.36	净利率	48.07%	26.88%	44.74%	45.81%
资产总计	37171.23	40037.95	46628.65	52674.64	ROE	16.21%	6.23%	14.62%	14.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.15%	5.39%	12.71%	12.83%
应付和预收款项	1714.39	1839.65	2272.25	2448.45	ROIC	27.74%	9.93%	21.00%	20.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	67.22%	44.03%	64.31%	66.77%
其他负债	3007.11	3590.89	3820.99	4068.22	营运能力				
负债合计	4721.50	5430.55	6093.24	6516.67	总资产周转率	0.32	0.21	0.31	0.30
股本	1926.96	1926.96	1926.96	1926.96	固定资产周转率	0.77	0.41	0.53	0.48
资本公积	2575.50	2575.50	2575.50	2575.50	应收账款周转率	7.35	5.64	8.43	7.11
留存收益	27501.97	29565.04	35233.15	40559.50	存货周转率	295.56	405.32	383.89	384.00
归属母公司股东权益	32004.42	34067.50	39735.61	45061.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.53%	—	—	—
少数股东权益	445.30	539.90	799.81	1096.02	资本结构				
股东权益合计	32449.72	34607.40	40535.41	46157.98	资产负债率	12.70%	13.56%	13.07%	12.37%
负债和股东权益合计	37171.23	40037.95	46628.65	52674.64	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.64	2.04	1.27	2.32
					速动比率	2.64	2.04	1.27	2.32
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	17.55%
					每股指标				
					每股收益	2.61	1.07	2.94	3.35
					每股净资产	16.61	17.68	20.62	23.39
					每股经营现金	2.54	1.60	2.83	3.64
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.59
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	7356.55	3534.02	8520.75	9848.48					
PE	23.79	57.99	21.11	18.52					
PB	3.74	3.51	3.01	2.66					
PS	10.93	14.91	9.03	8.11					
EV/EBITDA	14.85	31.15	13.43	10.90					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.95%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn