民生证券 MINSHENG SECURITIES

上海机场（600009）

公司研究/点评报告

业绩最差时点已过，等待非航免税协商进展

—上海机场半年报点评

点评报告/交通运输　　2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

8 月 28 日，公司发布 2020 年半年报：1H20 实现营业收入 24.7 亿，同比降 55%，实现归母净利-3.9 亿；其中 2Q20 实现营业收入 8.3 亿，同比降 69%，实现归母净利-4.7 亿。

二、分析与判断

➢ “五个一”政策致国际航线承压，免税租金收入仍待谈判确定

由于民航局 Q2 继续对国际航线执行“五个一”政策影响，公司二季度运营数据虽逐月好转，但国际客运航线仍接近停滞状态。其中，Q2 公司整体航班起降架次 6.41 万架次，同比降 50%，国际线 2.7 万架次，同比降 56%；整体旅客吞吐量 414 万人次，同比降 79%，其中国内线逐月改善，Q2 同比降 58%，国际+地区 14.4 万人次，同比降 99%。受此影响，公司上半年免税租金收入出于谨慎性原则，暂按扣点比例计提 7.5 亿元，且该项收入是否正常按合同履约，仍待公司与中免集团年底协商结果，全年收入存较大不确定性。

➢ 成本刚性难有进一步缩减空间，投资收益随运营数据下滑

公司 Q2 公司营业成本 15.5 亿元，同比增 36%，环比 Q1 减少 0.7 亿元。其中，成本同比增长主要因卫星厅折旧于去年三季度末开始进入成本，环比减少部分我们预计主要与公司尽最大努力节余不必要成本相关，但机场成本结构刚性特征下，空间有限。费用方面整体平稳，仅利息收入增长幅度较大。投资受益方面，上半年同比降 66%，其中地服公司亏损 0.1 亿，广告公司盈利 0.92 亿，油料公司盈利 0.52 亿。

三、投资建议

暂不考虑免税租金协商影响，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.43、2.78、3.35 元，对应 PE 为 186、29、24 倍。我们认为上海机场受益其特殊的区位条件，长期价值不会因短期疫情而产生变化，叠加非航免税业务受益海外消费回流、免税运营商运营能力改善阶段，一旦居民出行需求恢复，业绩受成本刚性驱动有望快速修复，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

居民出境需求恢复低于预期；免税租金合同协商进度低于预期；国内其他免税渠道分流风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,945	7,477	13,220	15,011
增长率（%）	17.5%	-31.7%	76.8%	13.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,044	821	5,366	6,458
增长率（%）	19.2%	-83.7%	553.4%	20.4%
每股收益（元）	2.61	0.43	2.78	3.35
PE（现价）	30.4	186.4	28.5	23.7
PB	4.8	4.7	4.0	3.4

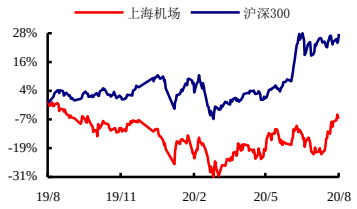
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　79.45 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低(元)	86.0/59.31
总股本（百万股）	1,927
流通股本（百万股）	1,093
流通股比例（%）	56.75
总市值（亿元）	1,531
流通市值（亿元）	869

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：　S0100519080001

电话：　021-60876718

邮箱：　guximin@mszq.com

相关研究

1.上海机场(600009):业绩因疫情承压,租金相关事宜仍不确定

2.上海机场(600009):等待布局时点

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,945	7,477	13,220	15,011
营业成本	5,340	6,862	7,181	7,534
营业税金及附加	10	7	13	15
销售费用	0	0	0	0
管理费用	265	187	331	375
研发费用	0	0	0	0
EBIT	5,329	420	5,696	7,087
财务费用	(209)	(207)	(163)	(157)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,150	460	1,265	1,322
营业利润	6,688	1,088	7,124	8,566
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	6,681	1,088	7,124	8,566
所得税	1,407	227	1,502	1,800
净利润	5,274	860	5,622	6,766
归属于母公司净利润	5,044	821	5,366	6,458
EBITDA	6,220	2,166	7,548	8,847

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10360	8140	15679	24627
应收账款及票据	1662	1017	1791	2038
预付款项	1	29	21	18
存货	14	28	28	28
其他流动资产	418	418	418	418
流动资产合计	12468	9640	17949	27144
长期股权投资	3930	3930	3930	3930
固定资产	19769	24269	24269	24269
无形资产	499	516	543	590
非流动资产合计	24703	27350	25570	23898
资产合计	37171	36990	43519	51042
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	575	532	613	651
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4715	3673	4580	5337
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	4722	3680	4587	5344
股本	1927	1927	1927	1927
少数股东权益	445	484	741	1049
股东权益合计	32450	33310	38932	45699
负债和股东权益合计	37171	36990	43519	51042

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	17.5%	-31.7%	76.8%	13.5%
EBIT 增长率	17.2%	-92.1%	1255.0%	24.4%
净利润增长率	19.2%	-83.7%	553.4%	20.4%
盈利能力				
毛利率	51.2%	8.2%	45.7%	49.8%
净利润率	46.1%	11.0%	40.6%	43.0%
总资产收益率 ROA	13.6%	2.2%	12.3%	12.7%
净资产收益率 ROE	15.8%	2.5%	14.0%	14.5%
偿债能力				
流动比率	2.6	2.6	3.9	5.1
速动比率	2.6	2.6	3.9	5.1
现金比率	2.2	2.2	3.4	4.6
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	49.6	49.6	49.4	49.6
存货周转天数	1.2	1.5	1.4	1.4
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
每股指标（元）				
每股收益	2.6	0.4	2.8	3.4
每股净资产	16.6	17.0	19.8	23.2
每股经营现金流	2.5	0.9	3.3	4.0
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.4	186.4	28.5	23.7
PB	4.8	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	22.9	66.9	18.2	14.5
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,261	860	5,622	6,766
折旧和摊销	891	1,745	1,852	1,761
营运资金变动	(132)	(428)	137	509
经营活动现金流	4,868	1,717	6,346	7,714
资本开支	2,301	4,392	72	89
投资	41	0	0	0
投资活动现金流	(1,810)	(3,932)	1,193	1,233
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1,481)	(5)	0	0
现金净流量	1,577	(2,220)	7,539	8,947

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。