

上海机场（600009）：中报充分体现悲观预期，关注后续业绩回升

2020年08月29日

推荐/维持

上海机场

公司报告

事件：上半年公司实现营收 24.7 亿元（-54.7%），归母净利-3.86 亿元，由盈转亏。二季度单季营收 8.34 亿元，归母净利-4.66 亿元。

航班显著减少，航空性收入大幅下滑：上半年公司飞机起降架次同比减少 45.6%，导致架次相关收入同比下滑 43%；旅客吞吐量同比减少 68.1%，导致旅客及货邮收入同比下滑 70.4%。上半年公司航空性收入较去年同期减少 11.8 亿元。

“五个一”政策对免税收入确认造成较大影响：免税收入是公司重要的收入组成部分。“五个一”政策执行导致二季度国际旅客同比下滑 98% 以上，机场免税销售难以开展，进而对公司免税收入的确认方式产生了明显影响。上半年公司确认免税收入 7.5 亿元，其中一季度 6.6 亿元（去年同期 10.1 亿），但二季度仅 0.9 亿元（去年同期 9.2 亿）。

二季度免税收入的确认未考虑保底的因素，导致营收较一季度大幅下降，是公司一季度能够维持盈利但二季度转为亏损的重要原因。中国中免方面同样以谨慎性原则确认了大额其他应付款。对于协议中保底收入如何确认的问题双方有待进一步协商。

卫星厅投产造成成本刚性增长，下半年同比影响逐渐淡化：上半年公司营业成本同比增长 30.2%（增加 7.35 亿元），其中比较主要的包括：折旧摊销同比增长 2.88 亿元，运营维护成本增长 3.97 亿元，人工成本增长 0.96 亿元。成本大幅增长主要系卫星厅投产带来了大量刚性成本，我们认为公司成本增长符合预期，且卫星厅于去年三季度投产，故下半年同比影响会逐渐淡化。

投资收益受疫情影响大幅下降：受疫情影响，公司投资收益明显下降，其中上半年确认德高动量投资收益 0.96 亿元（去年同期 2.24 亿元），确认油料公司投资收益 0.16 亿元（去年同期 2.70 亿元）。上半年公司投资收益共计 1.86 亿元（-66%）。下半年随着航班数量的恢复，预计投资收益较上半年会有明显好转。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,313.11	10,944.67	5,683.78	11,490.27	14,183.28
增长率（%）	15.51%	17.52%	-48.07%	102.16%	23.44%
归母净利润（百万元）	4,231.43	5,030.21	278.95	4,825.68	6,525.32
增长率（%）	14.88%	18.72%	-96.45%	2608.43%	34.07%
净资产收益率（%）	14.98%	15.72%	0.87%	13.56%	16.25%
每股收益（元）	2.20	2.61	0.14	2.50	3.39
PE	36.11	30.44	548.83	31.73	23.46
PB	5.42	4.78	4.75	4.30	3.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司的经营范围是为国内外航空运输企业及旅客提供地面保障服务，经营出租机场内航空营业场所、商业场所和办公场所，国内贸易；广告经营，货运代理、代理报关、代理报检业务，长途客运站，停车场管理及停车延伸服务等。

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

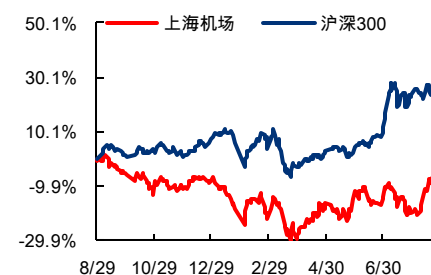
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	85.13-58.71
总市值（亿元）	1,530.97
流通市值（亿元）	868.77
总股本/流通 A 股（万股）	192,696/109,348
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

执业证书编号：

研究助理：李蔚

执业证书编号：

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

S1480519050005

liwei_yjs@dxzq.net.cn

S1480119050016

盈利预测与评级：上海机场盈利的最大优势在于高比例的国际航线以及由此带来的丰厚免税收入，也因此成为国内受海外疫情扩散影响最大的机场。由于海外疫情至今未得到完全控制，我们下调今年盈利预测。我们认为今年公司存在无法获得全额保底收入的可能性，在具体盈利预测中，我们暂时以保底收入的 60% 计入营收。

我们预计公司 20-22 年的公司归母净利润分别为 2.8 亿元，48.3 亿元和 65.2 亿元，EPS 分别为 0.14 元，2.50 元以及 3.39 元。虽然 2020 年公司业绩不可避免遭遇重创，但行业的至暗时刻已经过去，国内航线快速恢复将显著缓解公司经营压力，而新冠疫苗的推出则将引领国际线的复苏，届时公司业绩将快速回升。疫情不会改变上海机场是我国最大国际航空枢纽的事实，故维持“推荐”评级。

风险提示：疫情持续时间过长；民航政策变化；无法获得免税保底收入。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	10637	12468	13672	18404	24338	营业收入	9313	10945	5684	11490	14183
货币资金	8766	10360	12440	16368	21929	营业成本	4499	5340	6226	6722	7012
应收账款	1314	1662	779	1574	1943	营业税金及附加	22	10	14	29	35
其他应收款	7	13	7	13	17	营业费用	1	0	1	1	2
预付款项	19	1	1	1	1	管理费用	243	265	213	287	355
存货	20	14	27	29	31	财务费用	-194	-209	-219	-288	-383
其他流动资产	463	358	358	358	358	研发费用	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	20292	24703	23625	22549	21464	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3245	3930	3930	3930	3930	公允价值变动收益	893.25	1149.91	780.65	1657.82	1415.03
固定资产	8512	19769	18669	17559	16490	投资净收益	5634	6675	233	6400	8581
无形资产	348	499	484	470	457	加:其他收益	0.77	2.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	10	0	0	0	营业利润	5.30	9.42	0.00	0.00	0.00
资产总计	30929	37171	37296	40953	45802	营业外收入	5630	6668	233	6400	8581
流动负债合计	2287	4715	4737	4785	4813	营业外支出	1199	1407	47	1344	1802
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	4431	5261	187	5056	6779
应付账款	454	575	597	645	672	所得税	200	231	-92	231	254
预收款项	3	14	14	14	14	净利润	4231	5030	279	4826	6525
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	6545	7814	1250	7356	9452
非流动负债合计	8	7	7	7	7	归属母公司净利润	22.05	18.27	112.56	18.59	13.88
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2294	4722	4744	4791	4819	成长能力					
少数股东权益	389	445	353	584	837	营业收入增长	15.51%	17.52%	-48.07%	102.16%	23.44%
实收资本(或股本)	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	16.38%	18.46%	-96.50%	2642.72	34.07%
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润增长	-94.45	1629.94	-94.45%	1629.94	35.22%
未分配利润	22434	26192	26387	29765	34333	获利能力					
归属母公司股东权益合计	28246	32004	32200	35578	40145	毛利率(%)	51.69%	51.21%	-9.53%	41.50%	50.56%
负债和所有者权益	30929	37171	37296	40953	45802	净利率(%)	47.58%	48.07%	3.28%	44.01%	47.80%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	13.68%	13.53%	0.75%	11.78%	14.25%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.98%	15.72%	0.87%	13.56%	16.25%
经营活动现金流	4468	4885	1324	3599	5891	偿债能力					
净利润	4431	5261	187	5056	6779	资产负债率(%)	7%	13%	13%	12%	11%
折旧摊销	1104.32	1348.57	0.00	1219.10	1229.90	流动比率	4.65	2.64	2.89	3.85	5.06
财务费用	-194	-209	-219	-288	-383	速动比率	4.64	2.64	2.88	3.84	5.05
应收帐款减少	0	0	883	-795	-369	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.32	0.15	0.29	0.33
投资活动现金流	-3203	-1810	621	1488	1245	应收账款周转率	7	7	5	10	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.15	21.28	9.70	18.51	21.54
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	893	1150	781	1658	1415	每股收益(最新摊薄)	2.20	2.61	0.14	2.50	3.39
筹资活动现金流	-1263	-1481	135	-1160	-1575	每股净现金流(最新摊薄)	0.00	0.83	1.08	2.04	2.89
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.66	16.61	16.71	18.46	20.83
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	36.11	30.44	548.83	31.73	23.46
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.42	4.78	4.75	4.30	3.81
现金净增加额	1	1594	2080	3928	5561	EV/EBITDA	22.05	18.27	112.56	18.59	13.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	上海机场（600009）：疫情影响超预期，下调 20 年盈利预测	2020-03-29
公司普通报告	【东兴交运】上海机场：卫星厅投产促进客单价提升，成本增长略超预期	2020-02-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，3 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券，2019 年加盟东兴证券研究所

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526