

## 上海机场(600009)

# 免税合同重大变更，或为长远计

## ——上海机场与日上上海免税补充协议深度点评

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003  
☎️：021-80108040  
✉️：lidan02@stocke.com.cn

### 报告导读

1月29日，中国中免与上海机场同时公告，基于不可抗力事件及重大情势变更，上海机场与中国中免子公司日上上海签订免税补充协议。补充协议修改了未来5年上海机场免税收入的计算方式，简单而言，未来5年，上海机场的免税收入不再与免税销售额挂钩，仅与国际客流量挂钩。

### 投资要点

#### □ 未来5年上海机场的免税收入只与客流量挂钩，不与实际销售额挂钩

基于疫情的客观原因，使得原410亿合同的履行基本成为了不可能。未来5年上海机场免税收入的变量变为客流量，而非原合同的“保底与提成孰高”。

#### □ 合约规定了“客流调节系数”、“面积调节系数”，作用是在客流过低时放大系数，避免上海机场免税收入过低。

由于疫情恢复存在不确定性，因此，在客流低于80%时，补充合约规定了“客流调节系数”和“面积调节系数”，且在极端低的客流（低于30%）和开业面积（低于10%）的情况下，系数最高，因此，确保了只要上海机场国际线不停航，就会有不低于（135.28\*国际客流）的收入。我们测算2020年“客流调节系数”\*“面积调节系数”为2.28，并预计2021年免税收入约20亿元。

#### □ 短期议价权下滑，但不改中期护城河

上海机场的护城河来自垄断下强劲的国际客流，而这个国际客流精准对接了免税店的需求，因此，免税运营商不得不让渡大部分利益给上海机场。短期，受疫情影响，国际客流大幅下滑，使得议价权下滑，是符合商业逻辑的——任何一个与承租人长期合作的出租人，在遇到疫情的时候，都会选择与承租人分担。

同样，上海机场的护城河来自国际客流，一旦国际客流恢复，上机的议价能力亦会恢复。纵观全球（韩国、泰国最典型），无论有多少个市内免税店，机场都能获得高额的特许经营权租金，特别是在免税运营商数量逐渐增加的情况下，这是稀缺资源带来的护城河，是公开竞价下博弈的结果。

#### □ 未来5年收入上限锁定，或为长远计

一直以来，上海机场的重要目标都是做大机场免税销售额，因为最质朴的商业逻辑就是，只有把盘子做大，才能实现共赢。21-25年，由于疫情结束时间的不确定性，疫情期内都无法实现做大销售规模的目标，而在疫情期间，中免等免税运营商积极发展其他销售渠道。为鼓励在机场免税店销售，上海机场相当于在疫情结束后的2年左右，只收取固定租金。而对于中免而言，未来在上海机场的边际销售成本几乎为0，因此，利于销售规模向机场倾斜。

下一轮招标或将在2025年开启，若那时疫情结束，客流恢复正常，留给机场定制招标规则的余地很大，我们认为大概率仍然按照保底提成的方式进行，重新释放免税收入弹性。

#### □ 盈利预测及估值

根据新合同，我们对2021-2025年的国际客流预测为973万、2198万、4395万、5274万、5734万人次，分别为2019年的25%、57%、114%、137%、149%。其中

### 评级

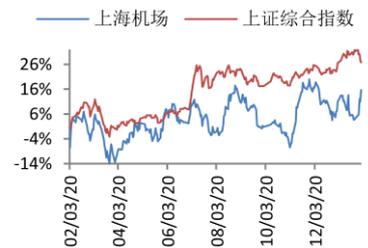
### 增持

上次评级 买入  
当前价格 ¥79.00

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	-0.18
2Q/2020	-0.24
1Q/2020	0.06
4Q/2019	0.57



### 公司简介

公司是中国最大的三个国际中转枢纽航空港之一。

### 相关报告

- 《上海机场 20Q3 业绩点评：Q3 减亏幅度略低于预期，投资收益成亮点》  
2020.10.31
- 《上海机场 2020 中报点评：上市 20 多年来首个亏损季度，业绩符合预期》  
2020.08.29
- 《上海机场 20Q1 业绩点评：免税基于谨慎按提成计收入，业绩符合预期》  
2020.04.28

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

2024、2025 年分别达到新合同获得当年保底的 下限。

则，我们预测上海机场 21-25 年获得的免税收入分别为 20 亿、45 亿、52 亿、75 亿、81 亿元。2021-2022 年净利润分别为 5.3 亿元、27.9 亿元。

DCF 假设 2026 年开始，上海机场免税收入恢复到原合同模式，WACC8%，得到 DCF 估值 1625 亿元，对应股价 84.33 元，“增持”评级。

#### □ 风险提示

客流恢复不及预期，2025 年后重新招标结果不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	10945	4409	6563	10028
(+/-)	17.52%	-59.72%	48.87%	52.79%
净利润	5030	-1213	534	2788
(+/-)	18.88%	-	-	422.40%
每股收益(元)	2.61	-0.63	0.28	1.45
P/E	30.26	-125.51	285.28	54.61

## 1. 补充协议要点：取消提成机制，未来 5 年免税收入仅与客流量挂钩

1月29日，日上上海（中免持股51%）与上海机场签订免税补充协议。

协议要点如下：

- 签订补充协议的原因：疫情不可抗力事件及重大情势变更
- 补充协议实施日期：2020.3.1-2025.12.31
- 2020年确认的免税收入：11.56亿元（原合同保底41.58亿元）

2020年3月起，租金确认的主要条款：

### 1、月实际客流 $\leq$ 2019年月均实际国际客流 $\times$ 80%时，

（2019年国际及地区旅客量3851万，月均国际客320.9万人，80%为256.7万人。）

“月实际销售提成”按照以下公式确定：

$$\text{月实际销售提成} = \text{人均贡献} \times \text{月实际国际客流} \times \text{客流调节系数} \times \text{面积调节系数}$$

其中，“人均贡献”以2019年为基准，2019年上海机场免税收入52.1亿元，对应国际客流3851万，得“人均贡献”=135.28元。

“客流调节系数”按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数，“面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时，面积调节系数为0。

即，当客流极端小但仍然有店在开业的时候，客流调节系数、面积调节系数会变高，避免上海机场实际收入过低。

### 2、月实际国际客流 $>$ 2019年月均实际国际客流 $\times$ 80%时，

（即，月实际国际客流高于256.7万人，年国际客流高于3080.8万人）

“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”按以下公式确定：  
月保底销售提成 = 当年保底销售提成  $\div$  12个月

即，上海机场的免税收入在国际客流大于80%后按保底收取。

其中，“当年保底销售提成”按如下顺序确定：

若当年实际国际客流(X)大于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；

若当年实际国际客流(X)小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成额。

若 2022 年以后(含)的年实际国际客流(X)在 2019-2021 年所对应的区间内,则对应年度的年保底销售提成的计算公式为:

$$\text{年保底销售提成} = \text{对应年度保底销售提成} \times (1 + 24.11\%)$$

(注: 24.11%为原合同中 T1 航站楼免税店规划面积与 T2 航站楼 +S1 卫星厅+S2 卫星厅免税店规划面积之比。)

**表 1: 上海机场客流量超过 80%后与免税收入的对应关系**

年度	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (单位: 亿元)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

资料来源: 上海机场公告, 浙商证券研究所

以上条款, 总结下来, 即, 上海机场 2021-2025 年的免税收入与国际客流量直接相关, 客流区间与收入的关系总结如下表:

**表 2: 上海机场客流量与免税收入的对应关系**

客流量区间	2021	2022	2023	2024	2025
<3080.8	135.28*实际国际客流*客流调节系数*面积调节系数				
3080.8~4172	35.25	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411
4172~4404	41.58	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411
4404~4636	45.59	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411
4636~4868	45.59	62.88	62.88	62.88	62.88
4868~5100	45.59	62.88	68.59	68.59	68.59
5100~5360	45.59	62.88	68.59	74.64	74.64
>5360	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48

资料来源: 上海机场公告, 浙商证券研究所

此外, 双方还约定, 如果出现下列情形, 双方可以进行新一轮磋商, 以作出更为客观的调整:

- (1) “新冠病毒疫情”在 2023 年 12 月 31 日仍未全面结束;
- (2) 因疫情导致供应商产品生产、运输严重滞后, 无法满足日上上海采购需要;
- (3) 与免税相关的国内外税收政策发生重大变更;
- (4) 其他非日上上海经营能力原因导致其无法经营或经营困难的。

## 2. 点评：短期议价权下降，或为长远计

### 2.1. 未来 5 年上海机场的免税收入只与客流量挂钩，不与实际销售额挂钩

一基于疫情的客观原因，上海机场和中免都是疫情的受害者，使得原 410 亿合同的履行基本成为了不可能。如表 2，未来 5 年上海机场免税收入的变量变为客流量，而非原合同的“保底与提成孰高”。

### 2.2. 合约规定了“客流调节系数”、“面积调节系数”，作用是在客流过低时放大系数，避免上海机场免税收入过低

由于疫情恢复存在不确定性，因此，在客流低于 80% 时，补充合约规定了“客流调节系数”和“面积调节系数”，且在极端低的客流（低于 30%）和开业面积（低于 10%）的情况下，系数最高，因此，确保了只要上海机场国际线不停航，就会有不低于（135.28\*国际客流）的收入。——这也是 2020 年免税销售额不足 20 亿元情况下，能收到比 11.56 亿元免税收入的原因。

我们具体计算一下 2020 年的系数：

由于合约 2020.3.1 开始执行，2020 年一些参数如下：

- 1 月销售额约 12.8 亿元
- 2 月销售额约 3 亿元
- 3-12 月销售额一共约 2.6 亿元
- 2020 年 3-12 月国际客流量 109.35 万人次，为 19 年同期的 3.4%。

2020 年 1-2 月按照原合同执行，1 月按提成，2 月按保底，合计免税收入约为 4.72+3.465=8.185 亿元。

2020 年 3 月起，按照新合同，免税收入为 11.56-8.185=3.375 亿元

$3.375 \text{ 亿元} = 135.28 \text{ 元} * 109.35 \text{ 万人次} * \text{系数}$

因此，我们得出，2020 年“客流调节系数” \* “面积调节系数” = 2.28

推算 2021 年的免税收入，我们估算国际客流为 973 万人次（2019 年的 25%），按照系数 1.5，得出 2021 年免税收入约 20 亿元。

### 2.3. 短期议价权下滑，但不改中期护城河

上海机场的护城河来自垄断下强劲的国际客流，而这个国际客流精准对接了免税店的需求，因此，免税运营商不得不让渡大部分利益给上海机场。短期，受疫情影响，国际客流大幅下滑，使得议价权下滑，是符合商业逻辑的。——任何一个与承租人长期合作的出租人，在遇到疫情的时候，都会选择与承租人分担。

同样，上海机场的护城河来自国际客流，一旦国际客流恢复，上机的议价能力亦会恢复。纵观全球（韩国、泰国最典型），无论有多少个市内免税店，机场都能获得高额的特许经营权租金，特别是在免税运营商数量逐渐增加的情况下，这是稀缺资源带来的护城河，是公开竞价下博弈的结果。

### 2.4. 未来 5 年收入上限锁定，或为长远计

一直以来，上海机场的重要目标都是做大机场免税销售额，因为最质朴的商业逻辑就是，只有把盘子做大，才能实现共赢。21-25 年，由于疫情结束时间的不确定性，疫情期内都无法实现做大销售规模的目标，而在疫情期间，中免等免税运营商积极发展其他销售渠道。为鼓励在机场免税店销售，上海机场相当于在疫情结束后的 2 年左右，只收取固定租金。而对于中免而言，未来在上海机场的边际销售成本几乎为 0，因此，利于销售规模向机场倾斜。

下一轮招标或将在 2025 年开启，若那时疫情结束，客流恢复正常，留给机场定制招标规则的余地很大，我们认为大概率仍然按照保底提成的方式进行，重新释放免税收入弹性。

### 3. 盈利预测与投资建议

根据新合同,我们对 2021-2025 年的国际客流预测为 973 万、2198 万、4395 万、5274、5734 万人次,分别为 2019 年的 25%、57%、114%、137%、149%。其中 2024、2025 年分别达到新合同获得当年保底的 下限。

则,我们预测上海机场 21-25 年获得的免税收入分别为 20 亿、45 亿、52 亿、75 亿、81 亿元。2021-2022 年净利润分别为 5.3 亿元、27.9 亿元。

DCF 假设 2026 年开始,上海机场免税收入恢复到原合同模式,WACC8%,得到 DCF 估值 1625 亿元,对应股价 84.33 元,“增持”评级。

### 4. 风险提示

客流恢复不及预期,2025 年后重新招标结果不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	12468	10331	10900	11625	<b>营业收入</b>	10945	4409	6563	10028
现金	10360	9296	9474	9710	营业成本	5340	6643	6755	7216
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	10	9	12	16
应收账款	1662	645	955	1472	营业费用	0	1	1	2
其它应收款	13	5	7	11	管理费用	265	220	197	241
预付账款	1	28	19	17	研发费用	0	0	0	0
存货	14	26	25	25	财务费用	(209)	(309)	(266)	(191)
其他	418	331	420	390	资产减值损失	17	2	5	9
<b>非流动资产</b>	24703	23882	24889	28682	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	1	1	1	投资净收益	1150	502	791	918
长期投资	3930	3304	3493	3576	其他经营收益	4	3	3	3
固定资产	19769	18599	17415	16122	<b>营业利润</b>	6675	-1653	654	3657
无形资产	499	498	499	500	营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
在建工程	465	1465	3465	8465	<b>利润总额</b>	6668	(1660)	647	3650
其他	40	15	16	18	所得税	1407	(541)	-36	683
<b>资产总计</b>	37171	34213	35789	40306	<b>净利润</b>	5261	(1120)	683	2967
<b>流动负债</b>	4715	2512	3565	5952	少数股东损益	231	93	149	179
短期借款	0	209	1165	3477	<b>归属母公司净利润</b>	5030	(1213)	534	2788
应付款项	575	619	679	725	EBITDA	7227	(569)	1799	4887
预收账款	14	3	5	9	EPS (最新摊薄)	2.61	-0.63	0.28	1.45
其他	4126	1682	1716	1742	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	7	8	7	7		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	7	8	7	7	营业收入	17.52%	-59.72%	48.87%	52.79%
<b>负债合计</b>	4722	2519	3572	5959	营业利润	18.46%	-124.77%	139.55%	459.31%
少数股东权益	445	539	688	867	归属母公司净利润	18.88%	-	-	422.40%
归属母公司股东权益	32004	31155	31529	33480	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	37171	34213	35789	40306	毛利率	51.21%	-50.67%	-2.93%	28.05%
					净利率	48.07%	-25.40%	10.40%	29.58%
					ROE	16.47%	-3.78%	1.67%	8.38%
					ROIC	15.62%	-4.23%	1.23%	7.61%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	12.70%	7.36%	9.98%	14.78%
					净负债比率	0.00%	8.28%	32.61%	58.34%
					流动比率	2.64	4.11	3.06	1.95
					速动比率	2.64	4.10	3.05	1.95
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.32	0.12	0.19	0.26
					应收帐款周转率	7.35	3.82	8.16	8.18
					应付帐款周转率	10.38	11.13	10.41	10.28
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	2.61	-0.63	0.28	1.45
					每股经营现金	2.54	-0.97	0.39	1.49
					每股净资产	16.61	16.17	16.36	17.37
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.26	-125.51	285.28	54.61
					P/B	4.76	4.89	4.83	4.55
					EV/EBITDA	19.63	-252.71	80.40	30.05

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>