

修订免税经营协议增加短期收入，核心资产仍具备配置价值

——上海机场（600009.SH）2020年业绩预告及免税协议修订点评

要点

◆**事件：公司发布2020年业绩预亏公告。**预计2020年归母净利润亏损12.9亿-12.11亿，预计2020年扣非归母净利润亏损14.0亿-13.3亿，同比19年由盈转亏。

◆**新冠疫情是公司亏损主要原因。**受新冠疫情影响，居民航空出行需求大幅下降。2020年浦东机场飞机起降架次同比下降约36%，旅客吞吐量同比下降约60%。2020年7月起，随着国内疫情逐渐得到控制，国内航线业务量逐渐好转，但受限于全球疫情状况，国际航线业务量仍受较大影响。2020年浦东机场国内旅客量同比下降约32%，国际、地区旅客量均同比下降约87%。另外公司按照政策要求，减免了部分航空性项目收费以及对非公中小等企业租金费用进行了减免。

◆**修订免税经营协议，短期免税提成收入增加。**因不可抗力事件及重大情势变更等因素影响，公司与日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》。根据《补充协议》，相关费用修订自2020年3月1日起实施，公司据此确认2020年度免税店租金收入11.56亿元，较疫情前有大幅下滑。2021年-2025年免税店业务收入取决于浦东机场国际及港澳台地区航线客流的恢复情况，其中上海机场原合同约定的2022-2025年收入下限在《补充协议》中调整为收入上限（分别为62.88亿元、68.59亿元、74.64亿元、81.48亿元）。在海外旅客需求恢复不确定的情况下，公司放弃未来免税业务或有的超额收益转而获取短期确定性收入，经营策略略显保守。

◆**新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定。**虽然国内部分地区出现疫情反复，对春运需求带来负面冲击，但随着疫苗接种的稳步推进，‘旅客信心’将逐步恢复，进而推动国内航空需求的恢复。展望海外市场，疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在2021年同步发生，公司基本面将发生反转。在此过程中，海外航线相关收入占比较高的公司盈利弹性较大，上海机场与海外航线旅客量相关的航空性收入以及非航收入都会快速恢复。

◆**盈利预测和投资建议：**修订免税经营协议，公司短期免税提成收入增加；随着新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定，公司基本面将在2021年发生反转。考虑新冠疫情持续时间超出预期，我们下调公司20-22年eps分别为-0.64、0.03、2.43元，基于浦东机场的区位优势，我们认为公司仍能享受一定的估值溢价，维持公司‘增持’评级。

◆**风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；机场小时容量提升缓慢；海外航线旅客吞吐量增长缓慢；机场免税店人均消费额增长缓慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,313	10,945	4,590	6,323	12,155
营业收入增长率	15.51%	17.52%	-58.06%	37.76%	92.24%
净利润（百万元）	4,231	5,030	-1,235	65	4,687
净利润增长率	14.88%	18.88%	-124.54%	-	7090.55%
EPS（元）	2.20	2.61	-0.64	0.03	2.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.98%	15.72%	-4.22%	0.22%	13.79%
P/E	36	30	-	2,335	32
P/B	5.4	4.8	5.2	5.2	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-29

增持（维持）

当前价：79.00元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.27
总市值(亿元)	1522.30
一年最低/最高(元)	58.00/83.83
近3月换手率	57.80%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.24	11.12	-20.02
绝对	4.42	25.10	25.08

资料来源：Wind

相关研报

国内疫情反复，航空需求恢复短期承压——航空运输业2020年12月经营数据点评（2021-01-18）

东海扬尘，春回大地——交通运输行业2021年投资策略（2021-01-14）

大巧若拙，重剑无锋——飞机租赁行业深度报告（2020-12-18）

卫星厅投产增加刚性成本，免税业务发展长期逻辑不变——上海机场（600009.SH）2020年中报点评（2020-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,313	10,945	4,590	6,323	12,155
营业成本	4,499	5,340	6,511	6,958	7,095
折旧和摊销	784	883	1,229	1,234	1,243
税金及附加	22	10	9	13	24
销售费用	1	0	0	1	2
管理费用	243	265	229	253	243
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-194	-209	-112	-114	-144
投资收益	893	1,150	400	880	1,250
营业利润	5,634	6,675	-1,620	94	6,188
利润总额	5,630	6,668	-1,628	86	6,180
所得税	1,199	1,407	-342	18	1,298
净利润	4,431	5,261	-1,286	68	4,883
少数股东损益	200	231	-51	3	195
归属母公司净利润	4,231	5,030	-1,235	65	4,687
EPS(按最新股本计)	2.20	2.61	-0.64	0.03	2.43

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,468	4,885	-1,421	525	4,728
净利润	4,231	5,030	-1,235	65	4,687
折旧摊销	784	883	1,229	1,234	1,243
净营运资金增加	827	-1,539	-1,719	473	2,335
其他	-1,375	510	304	-1,247	-3,537
投资活动产生现金流	-3,203	-1,810	390	855	1,250
净资本支出	-3,569	-2,301	0	0	0
长期投资变化	3,245	3,930	0	0	0
其他资产变化	-2,878	-3,439	390	855	1,250
融资活动现金流	-1,263	-1,481	-1,311	114	124
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	228	2,427	-1,772	486	869
净现金流	2	1,594	-2,342	1,494	6,102

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	51.7%	51.2%	-41.9%	-10.0%	41.6%
EBITDA 率	57.3%	56.9%	-20.3%	5.3%	49.7%
EBIT 率	48.9%	48.7%	-47.1%	-14.2%	39.4%
税前净利润率	60.5%	60.9%	-35.5%	1.4%	50.8%
归母净利润率	45.4%	46.0%	-26.9%	1.0%	38.6%
ROA	14.3%	14.2%	-3.9%	0.2%	12.5%
ROE (摊薄)	15.0%	15.7%	-4.2%	0.2%	13.8%
经营性 ROIC	17.6%	18.7%	-8.7%	-3.8%	19.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	7%	13%	9%	11%	11%
流动比率	4.65	2.64	3.02	3.10	4.08
速动比率	4.64	2.64	3.01	3.09	4.07
归母权益/有息债务	-	-	292.48	293.13	339.80
有形资产/有息债务	-	-	321.46	327.12	384.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	30,929	37,171	32,691	33,244	38,976
货币资金	8,766	10,360	8,018	9,512	15,614
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	1,314	1,662	677	938	1,801
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	54	73	6	8	14
存货	20	14	35	34	33
其他流动资产	463	358	358	358	358
流动资产合计	10,637	12,468	9,184	10,943	17,916
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3,245	3,930	3,930	3,930	3,930
固定资产	8,512	19,769	18,673	17,542	16,379
在建工程	8,156	465	349	262	196
无形资产	348	499	483	467	451
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	10	10	10	10
非流动资产合计	20,292	24,703	23,506	22,301	21,060
总负债	2,294	4,722	3,049	3,535	4,404
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	454	575	461	542	608
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	3	14	14	4	8
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	2,287	4,715	3,041	3,526	4,396
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	7	7	7	7
非流动负债合计	8	7	9	9	9
股东权益	28,635	32,450	29,641	29,709	34,572
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
公积金	3,885	3,885	3,886	3,886	3,886
未分配利润	22,434	26,192	23,435	23,501	28,167
归属母公司权益	28,246	32,004	29,248	29,313	33,980
少数股东权益	389	445	394	397	592

主要指标

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.01%	-	0.01%	0.02%	0.02%
管理费用率	2.61%	2.42%	5.00%	4.00%	2.00%
财务费用率	-2.08%	-1.91%	-2.43%	-1.80%	-1.19%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	21%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.66	0.79	0.00	0.01	0.76
每股经营现金流	2.32	2.54	-0.74	0.27	2.45
每股净资产	14.66	16.61	15.18	15.21	17.64
每股销售收入	4.83	5.68	2.38	3.28	6.31

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	36	30	-	2335	32
PB	5.4	4.8	5.2	5.2	4.5
EV/EBITDA	27.1	23.0	-153.4	425.5	23.0
股息率	0.8%	1.0%	0.0%	0.0%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳