

## 免税合同重置，议价能力下降

### 投资要点

- **事件:** ①公司发布2020年业绩预亏公告; ②公司与日上上海签订《免税店项目经营权转让合同之补充协议》。
- **流量基本面:** 全年飞机起降32.6万架次(同比-36.4%), 旅客吞吐量3047.6万(同比-60%), 其中国内客流量同比下降31.9%, 国际+地区的客流量同比下降87.4%。单看2020Q4, 起降架次9.1万(同比-28.5%), 旅客831万(同比-54.5%), Q4受浦东疫情影响流量恢复低于预期。
- **2020年免税租金大幅低于市场预期。** 预计全年亏损12.1-12.9亿, 扣非为亏损13.3-14.1亿, 2019年扣非净利润为49.8亿。其中公司确认免税店租金收入11.6亿(合同保底收入为42亿), 业绩低于预期。
- **2020-2025免税合同计算方式调整, 机场议价能力减弱。** 2018年旧免税合同系保底与销售分成二者取高模式, 新免税合同则变更为: 当国际客流 $\leq$ 2019年流量的80%时, 取销售分成; 当国际客流 $>$ 2019年80%时, 取保底。整体上看, 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。

①低流量时取分成, 分成金额与实际销售额脱钩, 而是以2019年人均免税收入为基准, 与实际国际客流挂钩, 同时添加了客流/面积调节系数。②高流量时取保底, 保底金额与2018年协议相同, 但由免税收入由下限保底变为上限, 在流量完全恢复的理想情况下则变成了固定租金合约, 不再具有免税销售额向上增长带来的弹性。

- **盈利预测与投资建议。** 短期看, 国际客流恢复不确定, 且离岛免税、市内店等渠道减弱中免对机场流量依赖, 机场免税租金议价能力减弱。中期看, 新合约下机场免税收入压力系于自身流量的恢复情况, 而对人均免税销售额的增长不设考核, 是机场议价能力实质性降低的体现。长期看, 机场渠道贯彻做大免税销售额的商业逻辑, 可以在2026年下一轮免税渠道谈判周期中发挥基础作用, 机场优质流量这一稀缺资源的定价将回归合理。预计2020-2022年上海机场EPS分别为-0.64元、-0.05元、1.27元, 下调至“持有”评级。

- **风险提示:** 国际流量恢复不及预期, 重大安全生产事故。

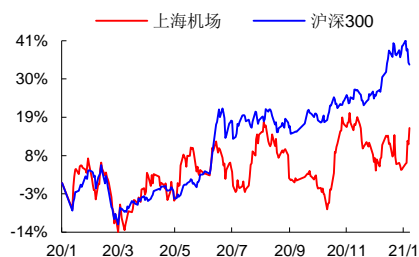
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,944.7	4,266.7	5,435.0	9,032.8
增长率	17.5%	-61.0%	27.4%	66.2%
归属母公司净利润(百万元)	5,030.2	-1,230.7	-99.1	2,440.9
增长率	18.9%	-124.5%	91.9%	2562.0%
每股收益EPS(元)	2.61	-0.64	-0.05	1.27
净资产收益率ROE	16.2%	-4.1%	-0.3%	7.6%
PE	30.3	-123.7	-1535.5	62.4
PB	4.8	4.9	5.0	4.6

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)	59.31-81.9
总市值(亿元)	1,522.30
总资产(亿元)	345.61
每股净资产(元)	15.44

### 相关研究

1. 上海机场(600009): 业绩触底, 关注后续国际线恢复 (2020-08-30)
2. 上海机场(600009): 超预期的疫情带来布局良机 (2020-03-29)
3. 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)

《补充协议》重新确定 20-25 年免税业务收入计算模式。根据《补充协议》，相关费用修订自 2020 年 3 月 1 日起实施，**2021 年-2025 年免税店业务收入的实现主要取决于浦东机场国际客流量的恢复情况：**

**①当实际年客流低于 2019 年国际旅客 80%（对应 3081 万人）时**

月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数。

其中：“人均贡献”参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元（客单价\*实际扣点），“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。

**②当实际年客流高于 2019 年国际旅客 80%（对应 3081 万人）的时候，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取**

月保底销售提成=当年保底销售提成÷12 个月

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：年保底销售提成=对应年度保底销售提成×（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：客流超过 2019 年 80% 情况下机场年保底销售提成**

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

数据来源：公司公告，西南证券

**关键假设：**

假设：2021-22 年国际客流较 2019 年恢复 20%/80%。

**表 2：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	14.29	21.44	25.72
YOY	3%	-65%	50%	20%
架次相关收入	18.04	6.38	9.57	11.49
YOY	3%	-65%	50%	20%
旅客及货邮相关收入	22.79	7.91	11.86	14.23
YOY	3%	-65%	50%	20%
非航空性收入	68.61	28.38	32.91	64.61
YOY	28%	-59%	16%	96%
商业租赁收入	54.63	13.00	16.00	46.00
YOY	37%	-76%	23%	188%
其他非航收入	13.98	15.38	16.91	18.61
YOY	6%	10%	10%	10%
合计	109.45	42.67	54.35	90.33
YOY	18%	-61%	27%	66%

数据来源：公司公告，西南证券

**表 3：上海机场公司成本拆分**

单位:亿元	2019A	2020E	2021E	2022E
人工成本	18.83	18.83	19.03	20.18
YOY	12%	0%	1%	6%
摊销成本	8.87	10.61	10.61	10.61
YOY	13%	20%	0%	0%
运行维护成本（原运行成本）	27.81	36.15	36.55	39.47
YOY	46%	30%	1%	8%
管理成本（税金支出）	0.34	0.34	0.33	0.32
YOY	51%	0%	-2%	-2%
财务费用	-2.09	-2.09	-2.09	-2.09
YOY	8%	0%	0%	0%
其他	0.31	0.31	0.31	0.31
YOY	-45%	0%	0%	0%
合计	54.07	64.15	64.74	68.80
YOY	18%	19%	1%	6%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10944.67	4266.69	5434.96	9032.81	净利润	5260.86	-1287.16	-103.69	2552.84
营业成本	5340.22	6264.58	6324.36	6730.27	折旧与摊销	890.66	1470.14	1775.51	2080.88
营业税金及附加	10.07	7.21	8.41	13.46	财务费用	-208.71	-81.07	-103.26	-171.62
销售费用	0.08	0.03	0.04	0.06	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	265.03	102.40	130.44	216.79	经营营运资本变动	2195.38	1636.66	-99.23	-132.93
财务费用	-208.71	-81.07	-103.26	-171.62	其他	-3253.16	-400.00	-799.84	-1000.08
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4885.05</b>	<b>1338.58</b>	<b>669.49</b>	<b>3329.09</b>
投资收益	1149.91	400.00	800.00	1000.00	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	400.00	800.00	1000.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1809.69</b>	<b>-4800.00</b>	<b>-10400.00</b>	<b>800.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>6674.59</b>	<b>-1626.47</b>	<b>-125.02</b>	<b>3243.85</b>	短期借款	0.00	0.00	3191.30	-3191.30
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
<b>利润总额</b>	<b>6667.58</b>	<b>-1632.65</b>	<b>-131.48</b>	<b>3237.48</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1406.71	-345.49	-27.80	684.64	支付股利	-1271.79	0.00	0.00	19.83
净利润	5260.86	-1287.16	-103.69	2552.84	其他	-209.30	81.07	103.26	171.62
少数股东损益	230.65	-56.43	-4.55	111.93	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1481.10</b>	<b>81.07</b>	<b>3294.57</b>	<b>-2999.85</b>
归属母公司股东净利润	5030.21	-1230.73	-99.14	2440.92	<b>现金流量净额</b>	<b>1594.28</b>	<b>-3380.36</b>	<b>-6435.94</b>	<b>1129.24</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10359.80	6979.44	543.50	1672.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1675.70	643.48	816.21	1358.65	销售收入增长率	17.52%	-61.02%	27.38%	66.20%
存货	14.34	17.14	17.16	18.47	营业利润增长率	18.46%	-124.37%	92.31%	2694.59%
其他流动资产	417.99	162.95	207.57	344.98	净利润增长率	18.72%	-124.47%	91.94%	2562.04%
长期股权投资	3929.95	3929.95	3929.95	3929.95	EBITDA 增长率	18.12%	-103.23%	751.77%	233.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	20233.86	24040.87	33542.51	31738.78	毛利率	51.21%	-46.83%	-16.36%	25.49%
无形资产和开发支出	499.35	424.15	348.96	273.76	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%	-30.17%	-1.91%	28.26%
<b>资产总计</b>	<b>37171.23</b>	<b>36236.27</b>	<b>39442.18</b>	<b>39371.69</b>	ROE	16.21%	-4.13%	-0.33%	7.59%
短期借款	0.00	0.00	3191.30	0.00	ROA	14.15%	-3.55%	-0.26%	6.48%
应付和预收款项	1714.39	1547.21	1631.92	1952.00	ROIC	27.74%	-6.75%	-0.71%	8.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	67.22%	-5.56%	28.47%	57.05%
其他负债	3007.11	3526.49	3560.08	3788.15	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4721.50</b>	<b>5073.70</b>	<b>8383.30</b>	<b>5740.15</b>	总资产周转率	0.32	0.12	0.14	0.23
股本	1926.96	1926.96	1926.96	1926.96	固定资产周转率	0.77	0.22	0.22	0.31
资本公积	2575.50	2575.50	2575.50	2575.50	应收账款周转率	7.35	3.72	7.58	8.42
留存收益	27501.97	26271.24	26172.10	28632.85	存货周转率	281.26	356.31	331.59	340.29
归属母公司股东权益	32004.42	30773.70	30674.56	33135.30	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	388.87	384.32	496.25	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>32449.72</b>	<b>31162.57</b>	<b>31058.88</b>	<b>33631.55</b>	资产负债率	12.70%	14.00%	21.25%	14.58%
负债和股东权益合计	37171.23	36236.27	39442.18	39371.69	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	38.07%	0.00%
					流动比率	2.64	1.54	0.19	0.59
					速动比率	2.64	1.54	0.19	0.59
					股利支付率	25.28%	0.00%	0.00%	-0.81%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.61	-0.64	-0.05	1.27
					每股净资产	16.61	15.97	15.92	17.20
					每股经营现金	2.54	0.69	0.35	1.73
					每股股利	0.66	0.00	0.00	-0.01
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	7356.55	-237.39	1547.23	5153.11					
PE	30.26	-123.69	-1535.47	62.37					
PB	4.76	4.95	4.96	4.59					
PS	13.91	35.68	28.01	16.85					
EV/EBITDA	19.28	-611.78	100.09	29.21					
股息率	0.84%	0.00%	0.00%	—					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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知情范围内，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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn