

上海机场(600009)

点评报告

行业公司研究—机场II行业

证券研究报告

经营收益首次出现亏损, 静待国际客流现恢复拐点

——上海机场 2020 年报点评

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

报告导读

上海机场公布 2020 年报, 公司 2020 年实现营业收入 43.0 亿元, 同比下降 61%; 实现归母净利润-12.7 亿元, 同比下降 125%; 扣非归母净利润-13.8 亿元, 同比下降 128%, 其中 Q4 为-6.3 亿元, 同比下降 161%。

投资要点

国内线业务量现好转趋势, 国际及地区旅客吞吐量低位徘徊

受新冠肺炎疫情冲击, 浦东机场 2020 年主要业务量出现较大负增长, 公司全年共保障飞机起降约 32.6 万架次, 同比减少 36.4%; 旅客吞吐量 3047.7 万人次, 同比减少 60.0%, 在全国机场中排名第 9 位(19 年为第 2 位); 货邮吞吐量 368.7 万吨, 同比增加约 1.4%。

随着国内疫情逐渐得到控制, 国内航线业务量逐渐好转。国内航线方面, 2020 年飞机起降约 21.3 万架次/-20%, 旅客吞吐量为 2156 万人次/-32%, 货邮吞吐量 26.9 万吨/-20%。其中, 20 年 5 月起降幅明显收窄, 8-10 月同比增速回正; 受疫情反复、21 年春节就地过年倡议叠加淡季影响, 20 年 11 月-21 年 2 月均出现同比下降。

国际及地区航线旅客吞吐量低位徘徊, 但全年出入境旅客量仍为全国第一。

2020 年旅客吞吐量 486.4 万人次/-87%, 占总量的 16%, 同比下降 34.6pct; 21 年 2 月旅客吞吐量同比下降 97%, 仍处低位徘徊。

航空性收入与业务量挂钩, 免税租金重议致商业餐饮收入同比下降 77%

2020 年, 上海机场实现营业收入 43.0 亿元, 同比下降 60.7%, 其中 Q4 约 8.7 亿元, 同比下降 68%。其中, 航空性收入、非航空性收入分别为 17.3 亿元/-58%、25.8 亿元/-62%, 分别占比 40%/+3pct、60%/-3pct。

航空性收入 (占比 40%): 20H1、20H2 分别为 8.4、8.9 亿元, 同比分别下降 59%、57%, 我们认为主要原因是在正常情况下上海机场国际及地区旅客吞吐量占比全国机场最高(2019 年上海浦东、北京首都、广州白云机场国际及地区旅客吞吐量分别占比 50.6%、27.6%、25.5%), 故在疫情严重影响国际及地区航班时收入受损严重。由于飞机起降架次同比下降, 以及按相关政策要求免除了相关项目收费并降低了部分项目收费标准, 全年架次相关收入 9.9 亿元/-45%, 其中 H1、H2 分别为 5.0 亿元/-43%、4.9 亿元/-47%; 由于旅客吞吐量下降 32%, 旅客及货邮相关收入 7.4 亿元/-68%, 其中 H1、H2 分别为 3.4 亿元/-70%、4.0 亿元/-65%。

非航收入 (占比 60%): 2020 年, 商业餐饮收入、其他非航收入分别为 12.7 亿元/-77%、13.1 亿元/-6%, 占比分别为 49%、51%, 而 19 年分别为 80%、20%。其中商业餐饮收入同比减少主要是因不可抗力事件及重大情势变更等因素影响, 公司与日上上海签署《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》, 据此确认的 2020 年度免税店租金收入为 11.56 亿元, 较疫情前有大幅下滑(原合同保底 41.58 亿元), 以及按政策要求对非公中小等企业减免了 7873 万元租金费用; 其他非航收入同比减少主要是因业务量下降致停车楼租赁以及桥载等配套收入同比减少所致。

评级

买入

上次评级 增持
当前价格 ¥58.75

单季度业绩

元/股

4Q/2020 -0.28
3Q/2020 -0.18
2Q/2020 -0.24
1Q/2020 0.04



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

- 《免税合同重大变更, 或为长远计》2021.01.30
- 《Q3 减亏幅度略低于预期, 投资收益成亮点》2020.10.31
- 《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
- 《上海机场深度: 从商业模式、财务质量, 再谈上海机场投资价值》2020.04.22

报告撰写人: 李丹

联系人: 李丹

□ 19年卫星厅投产致使20年成本增加21%，关联交易费用同比增加

2020年，公司**营业总成本**65.6亿元，同比增加21%。其中，占比53%的**运营维护成本**34.9亿元，同比增加25%，主要原因是卫星厅自19年9月投产后，租赁费、维护费等运营费用支出同比增加以及新增大量新冠肺炎疫情防控支出所致；全年**人工成本**为19.7亿元，同比增加4.6%，主要是公司员工结构调整及薪酬同比增加所致；**摊销成本**13.1亿元，同比增加48%，主要原因是卫星厅投产带来的折旧摊销增加。

关联交易方面，2020年因**采购商品或接受劳务**支付关联交易业务费用约1.8亿元/+29%，根据公司公告，2021年因接收劳务预计发生1.6亿元；因**承租集团场地及资产**支付11.4亿元，同比增加8%，根据公司公告，2021年预计支付10.9亿元。

□ 经营收益首次出现亏损，广告、航油投资收益大幅下滑

受疫情影响，公司经营收益首次出现亏损。2020年，公司实现归母净利润-12.7亿元/-125%，其中Q4为-5.3亿元/-151%。扣非归母净利润-13.8亿元/-128%，与归母净利的差异主要来源于政府补助1.56亿元，其中Q4为-6.3亿元/-161%，四季度降幅为全年最大的主要原因为：1)受疫情反复影响，20Q4业务量环比下降导致航空性收入环比下滑，其中飞机起降架次环比下降6%，旅客吞吐量环比下降17%；2)免税租金计算方式出现重大变更，其中前三季度为按照原合同计算的暂估值，而Q4进行了部分调整。

2020年**其他收益**取得约1.6亿元，同比增加4.2倍，主要原因是公司当年收到政府补助约1.56亿元，同比大幅增加3.3倍。公司实现**投资收益**5.9亿元，同比下降49%，其中广告投资收益2亿元/-57%，航空油料业务投资收益4亿元/-68%，我们认为主要是民航局自2020年1月23日起执行境内航司境内航班航空煤油进销差价基准价降低8%、及上海机场航班量大幅下降所致。

□ 盈利预测及估值

国内航线方面，21年春节流量呈前低后高趋势，3月1-13日民航累计发送旅客约1792万人次，较2019年下降20%；随着国内疫苗接种推进（当前接种率超6.1%）、3月中旬起国内疫情管控措施放宽，我们认为国内商旅出行将趋于正常化，2021年内行业需求将迎来确定性复苏。国际及地区航线方面，随着海外疫情形势缓和、国内外疫苗接种持续推进，我们认为国际航线管控有望于2021年内出现松动。在疫情不影响2023年经营的前提下，我们预计公司21-23年归母净利润分别为4.4、29.6、51.9亿元，对应的EPS分别为0.23、1.54、2.69元/股，给予公司正常经营年份2023年PE30倍，对应目标股价为80.7元/股，给予“买入”评级。

□ **风险提示：客流恢复不及预期，2025年后免税重新招标结果不及预期。**

财务摘要

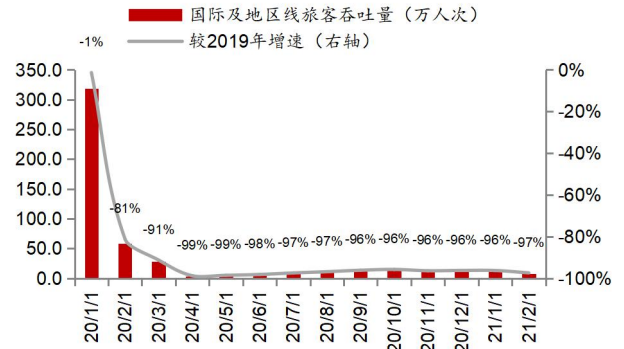
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4303	6444	9464	12802
(+/-)	-60.68%	49.73%	46.87%	35.27%
净利润	-1267	438	2964	5192
(+/-)	-	-	577.28%	75.14%
每股收益(元)	-0.66	0.23	1.54	2.69
P/E	-89.38	258.65	38.19	21.81

图 1：2020.1-2021.2 上海机场国内线旅客吞吐量



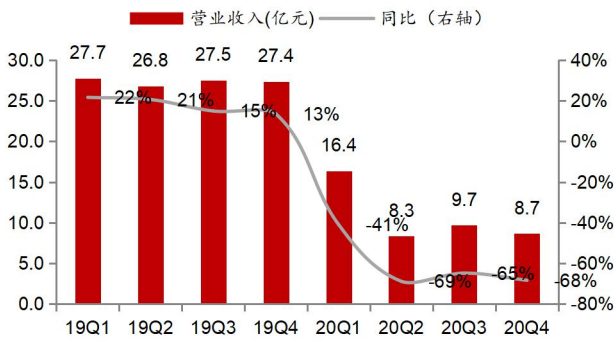
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：2020.1-2021.2 上海机场国际及地区线旅客吞吐量



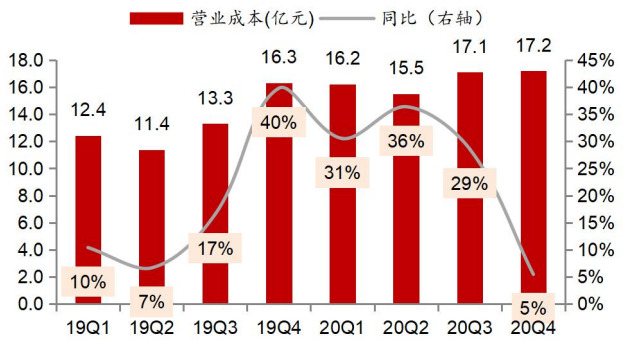
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：19Q1-20Q4 上海机场营业收入



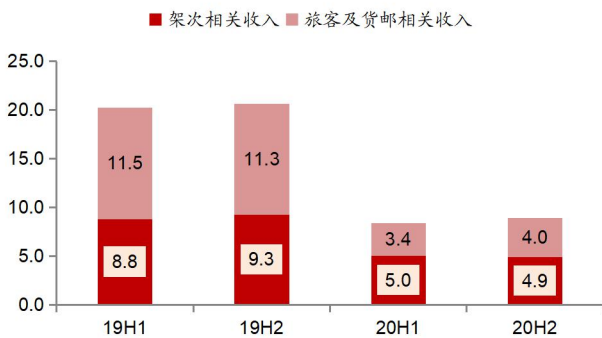
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：19Q1-20Q4 上海机场营业成本



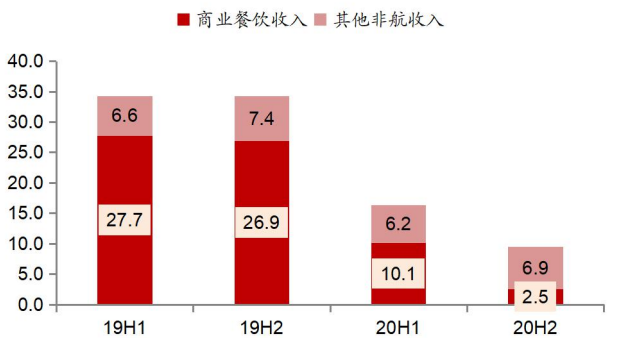
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：上海机场航空性收入情况



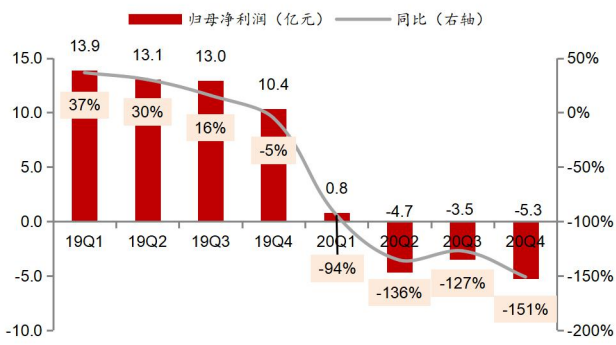
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：上海机场非航收入情况



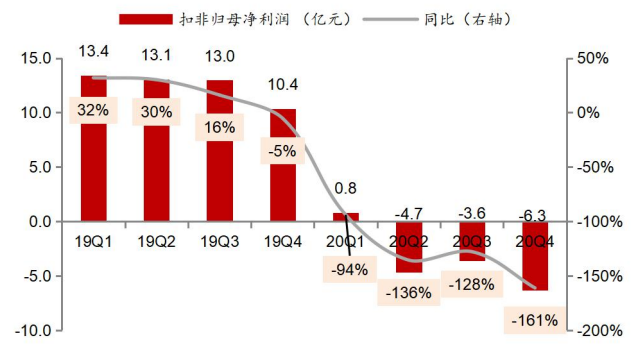
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：19Q1-20Q4 上海机场归母净利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：19Q1-20Q4 上海机场扣非归母净利润



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9824	10897	11890	12742
现金	7656	8927	8981	8521
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1648	1455	2408	3692
其它应收款	12	10	18	27
预付账款	6	12	7	9
存货	17	21	19	21
其他	485	471	458	471
非流动资产	23378	23391	24333	27960
金额资产类	0	1	0	0
长期投资	2966	3380	3425	3257
固定资产	19039	17919	16786	15543
无形资产	494	476	458	436
在建工程	454	1454	3454	8454
其他	425	160	209	269
资产总计	33202	34288	36223	40702
流动负债	3620	4311	4012	4664
短期借款	0	1873	1499	2120
应付款项	618	672	696	735
预收账款	132	69	135	238
其他	2870	1696	1682	1572
非流动负债	23	13	14	17
长期借款	0	0	0	0
其他	23	13	14	17
负债合计	3643	4324	4026	4681
少数股东权益	344	443	601	790
归属母公司股东权益	29215	29521	31596	35231
负债和股东权益	33202	34288	36223	40702
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(1218)	121	2125	3782
净利润	(1169)	536	3122	5381
折旧摊销	1327	1369	1388	1402
财务费用	(276)	(445)	(439)	(436)
投资损失	(590)	(584)	(1047)	(1228)
营运资金变动	(1137)	(1001)	(849)	(1271)
其它	626	245	(51)	(65)
投资活动现金流	216	(1034)	(1241)	(3745)
资本支出	741	(1200)	(2200)	(5100)
长期投资	964	(415)	(45)	168
其他	(1489)	581	1003	1187
筹资活动现金流	(1702)	2185	(829)	(497)
短期借款	0	1873	(374)	621
长期借款	0	0	0	0
其他	(1702)	312	(456)	(1117)
现金净增加额	(2704)	1271	54	(460)

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4303	6444	9464	12802
营业成本	6601	6675	6916	7474
营业税金及附加	4	9	11	15
营业费用	0	0	0	0
管理费用	233	322	284	307
研发费用	0	0	0	0
财务费用	(276)	(445)	(439)	(436)
资产减值损失	(0)	(3)	(6)	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	590	584	1047	1228
其他经营收益	156	54	71	94
营业利润	(1514)	523	3816	6768
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	(1516)	521	3814	6766
所得税	(347)	(16)	692	1384
净利润	(1169)	536	3122	5381
少数股东损益	98	99	158	189
归属母公司净利润	(1267)	438	2964	5192
EBITDA	(434)	1671	5000	7978
EPS (最新摊薄)	-0.66	0.23	1.54	2.69
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-60.68%	49.73%	46.87%	35.27%
营业利润	-122.56%	134.53%	630.23%	77.34%
归属母公司净利润	-	-	577.28%	75.14%
获利能力				
毛利率	-53.38%	-3.60%	26.92%	41.62%
净利率	-27.15%	8.32%	32.99%	42.04%
ROE	-4.09%	1.47%	9.54%	15.22%
ROIC	-4.65%	0.99%	8.93%	14.00%
偿债能力				
资产负债率	10.97%	12.61%	11.11%	11.50%
净负债比率	0.00%	43.32%	37.24%	45.29%
流动比率	2.71	2.53	2.96	2.73
速动比率	2.71	2.52	2.96	2.73
营运能力				
总资产周转率	0.12	0.19	0.27	0.33
应收账款周转率	2.60	4.16	4.92	4.21
应付账款周转率	11.07	10.35	10.11	10.44
每股指标(元)				
每股收益	-0.66	0.23	1.54	2.69
每股经营现金	-0.63	0.06	1.10	1.96
每股净资产	15.16	15.32	16.40	18.28
估值比率				
P/E	-89.38	258.66	38.19	21.81
P/B	3.88	3.83	3.58	3.21
EV/EBITDA	16.87	63.81	21.27	13.49

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“本公司”）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>