

证券研究报告—动态报告

交通运输

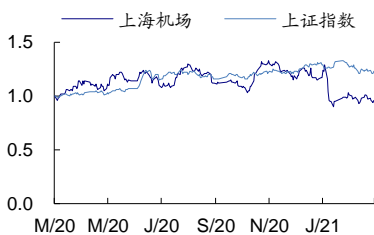
航空机场

上海机场(600009)
买入

2020 年年报点评

(调高评级)

2021 年 03 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,927/1,093
总市值/流通(百万元)	113,209/64,242
上证综指/深圳成指	3,418/13,770
12 个月最高/最低(元)	82.99/54.70

相关研究报告:

《上海机场-600009-20 年业绩预告点评: 新免税补充协议锁定近期业绩, 长期趋势依旧不改》——2021-02-01
 《上海机场-600009-20 年三季报财报点评: 三季度业绩环比改善, 期待后续恢复》——2020-11-02
 《上海机场-600009-财报点评: 二季度业绩转亏, 不改长期价值》——2020-08-30
 《上海机场-600009-2013 年半年报点评: 业绩料将前低后高, 但估值安全边际缩小》——2013-08-29
 《上海机场-600009-估值安全成长持续, 上调评级至“推荐”》——2013-06-26

证券分析师: 姜明

电话:
 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

电话:
 E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩落地, 静待国门放开

● 2020 年疫情冲击客流, 业绩下降

2020 年疫情冲击下主业及商业租赁收入显著下降, 拖累收入及业绩表现。当期营收 43.0 亿 (-60.7%), 实现归母净利润-12.7 亿 (-125.2%)。

● 客流下降拖累收入表现

即便在国内市场逐步复苏之时, 浦东机场受国门关闭影响仍然较大。2020 年起降架次 32.0 万 (-36.9%), 旅客吞吐量 3048 万 (-60.0%), 其中国际客流 486.4 万 (-87.4%), 受其影响, 航空主业收入 17.3 亿 (-57.7%)。由于免税合约调整, 公司并未获得全部保底收入, 导致非航收入 25.8 亿 (-62.5%), 其中商业餐饮收入 12.7 亿 (-76.8%)。

● 折旧、防疫成本开支导致成本有所提升

19 年卫星厅投产推高折摊成本, 且由于浦东机场承载了大量国际航线任务, 防疫开支较大, 导致营业成本有所提升。其中, 人工成本 19.7 亿(+4.6%), 摊销成本 13.1 亿(+47.5%), 运维成本 34.9 亿(+25.4%)。

● 21 年成本或较稳定, 业绩恢复仍需静待国门放开

2021 年公司营业成本大概率稳定, 业绩表现更多取决于收入变动。公司国际航线恢复之日方为业绩快步复苏之时, 而即便疫苗接种提速, 我国国门开放仍尚需时日, 因此业绩显著改善需静待国门放开。

● 免税合约修订阶段性压制业绩, 长期空间不改

免税合约修订压制了短期业绩恢复速度, 但机场是国际客流的核心集散地, 流量垄断地位无可比拟, 未来机场免税再度启动招标之时, 如当前运营方提供的租金水平过低, 则机场方拥有选择权。我们认为疫情消退后, 机场议价能力有望全面提升, 持续提升收入利润预期。

● 投资建议

假设 22 年起国际线有序恢复, 下调 21 年-22 年盈利预测 3.7%、3.7%, 引入 23 年预测, 预计 21-23 年归母净利润分别为 4.3 亿、21.5 亿、30.1 亿。假设 WACC=8%, 永续增长率 2.5%, 根据 DCF 模型得出合理市值 1481 亿, 上调评级至“买入”, 下调目标价 11.7%至 76.86 元。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,945	4,303	6,846	9,247	10,689
(+/-%)	17.5%	-60.7%	59.1%	35.1%	15.6%
净利润(百万元)	5030	-1267	431.05	2149.66	3007.57
(+/-%)	18.9%	-125.2%	-134.0%	398.7%	39.9%
摊薄每股收益(元)	2.61	-0.66	0.22	1.12	1.56
EBIT Margin	48.7%	-58.9%	-7.0%	17.9%	25.4%
净资产收益率(ROE)	15.7%	-4.3%	1.5%	6.9%	9.0%
市盈率(PE)	30.3	-120.2	353.2	70.8	50.6
EV/EBITDA	25.3	-128.3	184.8	53.3	39.7
市净率(PB)	4.76	5.21	5.13	4.89	4.58

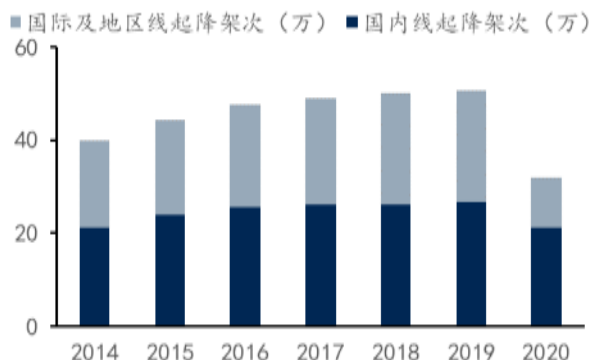
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年疫情冲击客流，业绩下降：

2020 年疫情冲击下主业及商业租赁收入显著下降，拖累收入及业绩表现。全年航班起降架次 32.0 万，同比下降 36.9%，旅客吞吐量 3048 万，同比下降 60.0%，其中国际客流 486.4 万，同比下降 87.4%。单四季度公司营业收入 8.66 亿，同比下降 68.4%，实现归母净利润-5.29 亿。

图 1：上海机场起降架次



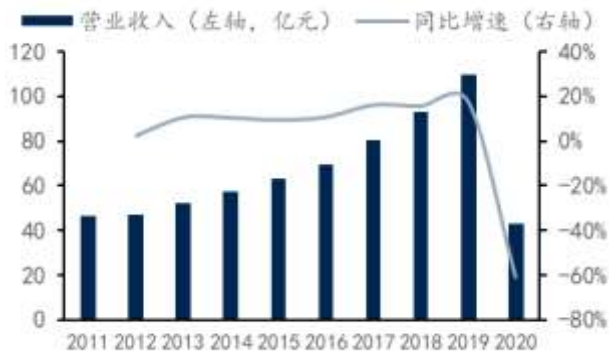
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：上海机场旅客吞吐量



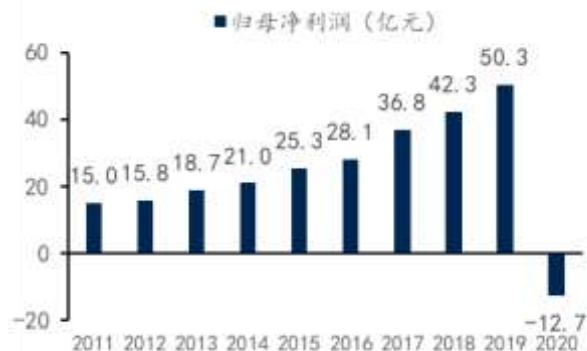
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：上海机场营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：上海机场归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 上海机场单季度起降架次



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 上海机场单季度旅客吞吐量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 上海机场单季度营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 上海机场单季度归母净利润



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

即便在国内市场逐步复苏之时, 浦东机场受国门关闭影响仍然较大, 且由于免税合约调整, 公司并未获得全部保底收入, 导致非航收入 25.8 亿 (-62.5%), 其中商业餐饮收入 12.7 亿 (-76.8%)。

图 9：上海机场航空性收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：上海机场非航空性收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

折旧、防疫成本开支导致成本有所提升

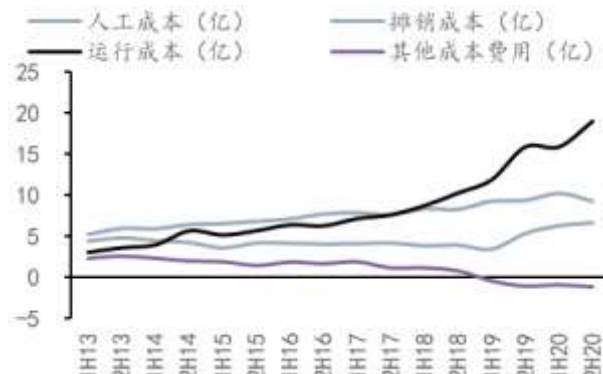
19 年卫星厅投产推高折摊成本，且由于浦东机场承载了大量国际航线任务，防疫开支较大，导致营业成本有所提升。其中，人工成本 19.7 亿 (+4.6%)，摊销成本 13.1 亿 (+47.5%)，运维成本 34.9 亿 (+25.4%)。其他成本中，其他营业成本 0.3 亿，同比变化较小，销售费用为零，管理费用仍处于较低水平，财务费用则继续保持负值，为-2.76 亿（2019 年为-2.09 亿）。综合来看，由于折旧摊销、运营费用增长，公司成本出现一定上升，拖累业绩表现。

图 11：上海机场营业总成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：上海机场细分成本表现

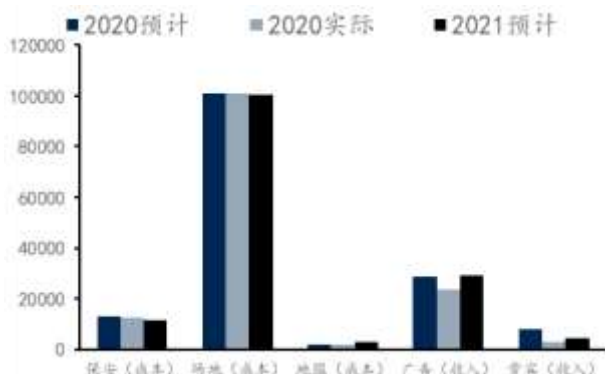


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

21 年成本或较稳定，业绩恢复仍需静待国门放开

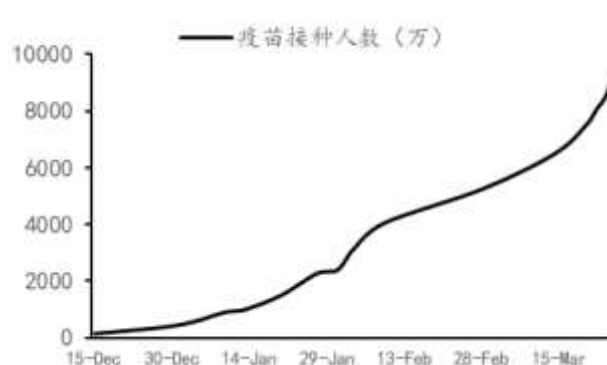
2020 年公司无大额资本开支，且未来防疫工作仍需继续，同时公司对 2021 年关联交易事项的预测中，外包成本及场地租金等均无明显变化，因此 2021 年公司营业成本大概率稳定，业绩表现更多取决于收入变动。公司国际航线恢复之日方为业绩快步复苏之时，而即便疫苗接种提速，我国国门开放仍尚需时日，因此业绩显著改善需静待国门放开。

图 13: 2021 年部分关联交易项目



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 我国疫苗接种情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

免税合约修订阶段性压制业绩，长期空间不改

免税合约修订压制了短期业绩恢复速度，但机场是国际客流的核心集散地，流量垄断地位无可比拟，未来机场免税再度启动招标之时，如当前运营方提供的租金水平过低，则机场方拥有选择权。我们认为疫情消退后，机场议价能力有望全面提升，持续提升收入利润预期。

表 1: 上海机场国际客流及保底租金计算

区间	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
客流 (万)	3851.4	486.4			租金计算方式 (百万)		
	客流 ≤ 3081		按系数计算	按系数计算	按系数计算	按系数计算	按系数计算
	3081 < 客流 ≤ 4172		3525	4375	4375	4375	4375
	4172 < 客流 ≤ 4404		4158	5160	5160	5160	5160
估算客流 (万)	4404 < 客流 ≤ 4636		4559	5658	5658	5658	5658
	4636 < 客流 ≤ 4868		4559	6288	6288	6288	6288
	4868 < 客流 ≤ 5100		4559	6288	6859	6859	6859
	5100 < 客流 ≤ 5360		4559	6288	6859	7464	7464
	5360 < 客流		4559	6288	6859	7464	8148

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

因国门尚未开放，因此公司短期业绩仍有压力。假设 22 年起国际线有序恢复，下调 21 年-22 年盈利预测 3.7%、3.7%，引入 23 年预测，预计 21-23 年归母净利润分别为 4.3 亿、21.5 亿、30.1 亿。假设 WACC=8%，永续增长率 2.5%，根据 DCF 模型得出合理市值 1481 亿，考虑到前期公司股价因免税合约修订明显走低，因此上调评级至“买入”，但下调目标价 11.7%至 76.86 元。

表 2: 上海机场盈利预测

单位(亿)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	93.1	109.4	43.0	68.5	92.5	106.9	120.9	150.6	197.5	220.9	243.7
其中航空性收入	39.7	40.8	17.3	25.1	34.1	44.8	50.1	55.2	59.1	62.2	64.6
非航空性收入	53.4	68.6	25.8	43.4	58.3	62.1	70.8	95.3	138.4	158.6	179.0
营业成本	45.0	53.4	66.0	68.2	71.2	74.3	77.4	85.8	105.8	124.0	130.6
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理及研发费用	2.4	2.7	2.3	2.7	2.6	3.0	3.5	4.4	5.7	6.4	6.8
财务费用	-1.9	-2.1	-2.8	-2.1	-1.9	-1.1	-0.1	0.9	1.3	-0.5	-3.6
投资收益	8.9	11.5	5.9	8.4	9.8	11.2	12.9	14.2	15.4	16.3	16.9
利润总额	56.3	66.7	-15.2	5.7	28.2	39.5	50.0	69.8	94.8	101.3	120.5
所得税	12.0	14.1	-3.5	1.2	5.9	8.3	10.5	14.7	19.9	21.3	25.3
净利润	44.3	52.6	-11.7	4.5	22.3	31.2	39.5	55.2	74.9	80.0	95.2
少数股东权益	2.0	2.3	1.0	0.2	0.8	1.1	1.4	1.9	2.6	2.8	3.3
归母净利润	42.3	50.3	-12.7	4.3	21.5	30.1	38.1	53.2	72.3	77.2	91.9

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

疫情反复, 民航需求不及预期, 免税运行不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7656	9174	8981	8521	营业收入	4303	6846	9247	10689
应收款项	1660	1463	1647	1757	营业成本	6601	7026	7306	7648
存货净额	17	28	24	24	营业税金及附加	4	8	9	11
其他流动资产	492	445	462	534	销售费用	0	1	1	1
流动资产合计	9824	11110	11114	10837	管理费用	233	294	279	319
固定资产	19493	20576	23689	27750	财务费用	(276)	(210)	(190)	(110)
无形资产及其他	494	480	465	450	投资收益	590	836	977	1124
投资性房地产	424	424	424	424	资产减值及公允价值变动	0	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	2966	3166	3366	3566	其他收入	156	0	0	0
资产总计	33202	35756	39059	43028	营业利润	(1514)	564	2819	3944
短期借款及交易性金融负债	0	0	1654	3185	营业外净收支	(2)	1	1	1
应付款项	618	940	820	779	利润总额	(1516)	565	2820	3945
其他流动负债	3002	4793	4999	5296	所得税费用	(347)	119	592	828
流动负债合计	3620	5732	7474	9260	少数股东损益	98	16	78	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(1267)	431	2150	3008
其他长期负债	23	23	25	26					
长期负债合计	23	23	25	26	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3643	5756	7498	9286	净利润	(1267)	431	2150	3008
少数股东权益	343	354	409	485	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	29215	29647	31151	33257	折旧摊销	1320	1337	1346	1358
负债和股东权益总计	33202	35756	39059	43028	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(276)	(210)	(190)	(110)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1523)	2345	(108)	75
每股收益	-0.66	0.22	1.12	1.56	其它	230	11	55	76
每股红利	0.88	0.00	0.33	0.47	经营活动现金流	(1240)	4124	3442	4517
每股净资产	15.16	15.39	16.17	17.26	资本开支	(512)	(2405)	(4445)	(5405)
ROIC	-7%	-1%	5%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-4%	1%	7%	9%	投资活动现金流	452	(2605)	(4645)	(5605)
毛利率	-53%	-3%	21%	28%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-59%	-7%	18%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	-28%	12%	32%	38%	支付股利、利息	(1702)	0	(645)	(902)
收入增长	-61%	59%	35%	16%	其它融资现金流	1488	0	1654	1531
净利润增长率	-125%	-134%	399%	40%	融资活动现金流	(1916)	0	1009	628
资产负债率	12%	17%	20%	23%	现金净变动	(2704)	1519	(193)	(460)
息率	1.1%	0.0%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	10360	7656	9174	8981
P/E	-120.2	353.2	70.8	50.6	货币资金的期末余额	7656	9174	8981	8521
P/B	5.2	5.1	4.9	4.6	企业自由现金流	(2670)	896	(1902)	(1831)
EV/EBITDA	-128.3	184.8	53.3	39.7	权益自由现金流	(1181)	1062	(98)	(213)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032