

上海机场 (600009)

公司研究/点评报告

业绩承压，等待国际线恢复

—上海机场一季报点评

点评报告/交通运输

2021年04月29日

一、事件概述

公司4月28日发布21年一季报，公司实现营业收入8.7亿元/同比-47%；实现归母净利润-4.4亿元。

二、分析与判断

➤ Q1 疫情反复部分影响客流恢复进展，国际线放开仍需等待

Q1 受疫情反复影响，公司实现航班量 8.16 万，旅客吞吐量 668.4 万，环比 4Q20 恢复进展有所放缓。其中国际+地区旅客 31.5 万，对应免税租金收入 0.92 亿元，根据之前公司与中免签署的协议，当客流低于 2019 年月均 80% 时，月实际收入按月实际销售提成=人均贡献 (135.28) × 月实际国际客流 (31.5) × 客流调节系数 × 面积调节系数，估算客流+面积调节系数为 2.16。预计全年受海外疫情影响仍难全面放开，非航收入仍将承压。

➤ 成本环比略降，财务费用因会计准则调整上升

Q1 公司营业成本 14.74 亿，环比 4Q20 减少 2.45 亿，成本压力略有缓解。费用端，财务费用同比增加 1.4 亿，主要是公司执行新租赁准则，确认租赁负债在租赁期内的利息费用所致，公司销售及管理费用仍保持稳定。公司 Q1 投资收益 1.50 亿，环比亦有减少。

三、投资建议

受公司在年报中提及上海机场免税红利难以为继影响，市场认为上海机场的免税渠道估值逻辑已被打破。但我们仍维持 2019 年深度报告《中国机场免税业深度报告：竞争格局与空间展望》中的判断，即机场作为优质流量集散地，在品牌以及全球免税渠道中地位卓著。而在中国的免税业运行体制中，机场与免税运营商更多的是合作共赢，而非零和博弈，中国的机场运营方与免税运营商的共同目标仍是合作扩大机场免税销售规模，以响应国家的消费回流战略。以年初上海机场与中免签署的新协议为例，在疫情持续期间双方通过新的租金计算方式，为中免及减轻了经营负担。同时，一旦客流恢复超 80%，则无论免税店销售情况如何，上机至少可以收取保底租金，这意味着双方在 2018 年的免税租赁合同中约定的隐含扣点率得以维持。至于 2025 年后的免税租赁合同谈判，我们亦维持此前观点，即 2018 年免税经营合同的扣点率长期看仍是均衡水平。目前我们预计公司 2021-2023 年 EPS 各为 -0.28/1.08/1.18 元，考虑到疫情对国际客流的恢复影响仍有较大不确定性，我们下调至“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

疫情反复超预期；免税经营合同重签时点仍有较大不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,303	5,336	8,511	8,752
增长率 (%)	-60.7%	24.0%	59.5%	2.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	(1,267)	(539)	2,082	2,269
增长率 (%)	-125.2%	-57.4%	-486.0%	9.0%
每股收益 (元)	(0.66)	(0.28)	1.08	1.18
PE (现价)	(75.8)	(178.6)	46.3	42.5
PB	3.3	3.4	3.1	2.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

谨慎推荐 下调评级

当前价格： 50.0 元

交易数据 2021-4-28

近 12 个月最高/最低 (元)	81.9/49.6
总股本 (百万股)	1,927
流通股本 (百万股)	1,093
流通股比例 (%)	56.75
总市值 (亿元)	963
流通市值 (亿元)	547

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证 S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

- 1.上海机场 (600009) Q3 业绩点评：业务量逐步回升，关注免税租金谈判进展
- 2.上海机场(600009):业绩最差时点已过，等待非航免税协商进展

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,303	5,336	8,511	8,752
营业成本	6,601	6,688	6,866	7,053
营业税金及附加	4	6	9	9
销售费用	0	0	0	0
管理费用	233	243	280	290
研发费用	0	0	0	0
EBIT	(2,535)	(1,600)	1,357	1,400
财务费用	(276)	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	590	920	1,012	1,164
营业利润	(1,514)	(626)	2,440	2,658
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	(1,516)	(631)	2,435	2,654
所得税	(347)	(144)	558	608
净利润	(1,169)	(486)	1,878	2,046
归属于母公司净利润	(1,267)	(539)	2,082	2,269
EBITDA	(1,208)	(250)	2,971	3,189
资产负债表 (百万元)				
货币资金	7656	5153	9331	6906
应收账款及票据	1648	1202	2156	2513
预付款项	6	12	7	9
存货	17	1841	(696)	3047
其他流动资产	388	388	388	388
流动资产合计	9824	8608	11391	12922
长期股权投资	2966	3886	4898	6062
固定资产	19039	24303	26570	30335
无形资产	494	543	608	645
非流动资产合计	23378	24413	24210	24495
资产合计	33202	33021	35602	37417
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	618	674	691	694
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3620	3925	4628	4397
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	3643	3948	4651	4421
股本	1927	1927	1927	1927
少数股东权益	343	396	192	(31)
股东权益合计	29559	29072	30950	32996
负债和股东权益合计	33202	33021	35602	37417

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-60.7%	24.0%	59.5%	2.8%
EBIT 增长率	-147.6%	-36.9%	-184.8%	3.2%
净利润增长率	-125.2%	-57.4%	-486.0%	9.0%
盈利能力				
毛利率	-53.4%	-25.3%	19.3%	19.4%
净利率	-29.4%	-10.1%	24.5%	25.9%
总资产收益率 ROA	-3.8%	-1.6%	5.8%	6.1%
净资产收益率 ROE	-4.3%	-1.9%	6.8%	6.9%
偿债能力				
流动比率	2.7	2.2	2.5	2.9
速动比率	2.7	1.7	2.6	2.2
现金比率	2.1	1.3	2.0	1.6
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	138.4	78.6	88.7	101.9
存货周转天数	0.9	50.0	30.0	60.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
每股指标 (元)				
每股收益	(0.7)	(0.3)	1.1	1.2
每股净资产	15.2	14.9	16.0	17.1
每股经营现金流	(0.6)	(0.5)	2.4	(0.8)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	(75.8)	(178.6)	46.3	42.5
PB	3.3	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	(73.4)	(364.8)	29.3	28.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	(1,169)	(486)	1,878	2,046
折旧和摊销	1,327	1,350	1,614	1,789
营运资金变动	(408)	(982)	2,098	(4,186)
经营活动现金流	(1,217)	(1,033)	4,582	(1,511)
资本开支	1,325	1,470	404	914
投资	242	0	0	0
投资活动现金流	216	(1,470)	(404)	(914)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(1,702)	0	0	0
现金净流量	(2,703)	(2,503)	4,178	(2,425)

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。