

公司研究

完成股改承诺，增厚公司业绩

——上海机场（600009.SH）重大资产重组点评

要点

◆**事件：公司发布重大资产重组停牌公告。**公司公告筹划发行股份购买上海机场（集团）有限公司（以下简称“上机集团”）持有的上海虹桥国际机场有限责任公司（暂定名）100%股权、上海机场集团物流发展有限公司（暂定名）100%股权及上海浦东国际机场第四跑道相关资产；同时公司拟非公开发行股份募集配套资金。其中，上海虹桥国际机场有限责任公司（暂定名）将由上海机场（集团）成立，作为上海虹桥国际机场的运营主体，承接上海虹桥国际机场的主要经营性资产、负债及相关业务。若重组完成，虹桥机场主要经营性资产将注入上市公司。

◆**上机集团注入虹桥机场承诺由来已久。**上海机场（600009.SH）在上市初期运营的主要资产即为虹桥机场，但公司于2003年与上机集团签订《资产置换协议》，置出虹桥机场相关资产并置入浦东机场相关资产，由于未解决同业竞争，机场集团承诺：实现通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产、解决同业竞争的目标。2006年上海机场实行股权分置改革，上机集团承诺：上海机场集团未来将通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产。

不过此后上机集团并未实现该承诺，2014年8月上机集团回复上海证监局《关于对上海机场（集团）有限公司采取责令公开说明措施的决定》，表示将“积极履行承诺，实现通过一个上市公司整合集团内航空主营业务及资产”。受此影响，上机集团持有的上市公司43.3%股份一直无法解禁。

◆**资产注入将增厚上市公司业绩。**19年虹桥机场旅客吞吐量约4564万人次，国内排名第八，落后于浦东机场（旅客吞吐量约7615万人次，国内排名第二）。19年上机集团实现营业收入约178.3亿元（其中机场经营收入约139.7亿元，测算虹桥机场的航空性收入和非航收入分别约16.6亿元、11.2亿元），实现毛利约80.0亿元（其中机场经营业务毛利约62.7亿元，测算虹桥机场的毛利约6.7亿元）；另外浦东机场货运站公司19年净利润约5.99亿元。以上资产注入将增厚上市公司业绩。不过考虑到虹桥机场免税收入占比较低，在海外航空需求恢复的情况下，虹桥机场盈利能力将弱于浦东机场。

◆**资产重组将奠定公司长期发展基础。**根据《上海市综合交通发展“十四五”规划》，上海将推进浦东机场四期扩建，规划2025年上海枢纽的航空旅客吞吐量达到1.3亿人次以上。此次资产重组将为完成“十四五”规划打下坚实基础。

◆**投资建议：**公司拟注入虹桥机场等资产，将增厚上市公司业绩，为公司长期成长打下坚实基础；随着新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定，公司最艰难时期已过。暂不考虑资产重组对公司的影响，我们维持公司21-23年预测EPS分别为-0.03、1.51元、2.27元，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；海外航线旅客吞吐量增长缓慢；资产重组能否实施尚存在不确定性。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,945	4,303	6,114	10,321	12,349
营业收入增长率	17.52%	-60.68%	42.07%	68.82%	19.65%
净利润（百万元）	5,030	-1,267	-55	2,919	4,377
净利润增长率	18.88%	-	-	-	49.95%
EPS（元）	2.61	-0.66	-0.03	1.51	2.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.72%	-4.34%	-0.19%	9.10%	12.31%
P/E	19	-	-	32	22
P/B	2.9	3.2	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-09

增持（维持）

当前价：48.85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)	941.32
一年最低/最高(元)	44.40/83.83
近3月换手率	52.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.04	-20.32	-65.05
绝对	9.92	-14.98	-35.01

资料来源：Wind

相关研报

国内疫情出现反复，客运需求恢复或将放缓——交通运输行业周报 20210606（2021-06-06）

4月民航需求继续恢复，国内局部疫情反复影响有限——航空运输业2021年4月经营数据点评（2021-05-16）

航空出行需求有望继续释放，快递行业价格战有望缓和——交通运输行业2020年报及2021年一季度业绩综述（2021-05-05）

免税协议修订落地，静待海外需求恢复——上海机场（600009.SH）2020年报点评（2021-03-27）

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（2021-01-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,945	4,303	6,114	10,321	12,349
营业成本	5,340	6,601	6,957	7,376	7,744
折旧和摊销	883	1,320	1,398	1,393	1,384
税金及附加	10	4	12	21	25
销售费用	0	0	1	2	2
管理费用	265	233	306	413	247
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-209	-276	-216	-243	-244
投资收益	1,150	590	880	1,100	1,200
营业利润	6,675	-1,514	-64	3,857	5,780
利润总额	6,668	-1,516	-72	3,849	5,772
所得税	1,407	-347	-15	808	1,212
净利润	5,261	-1,169	-57	3,041	4,560
少数股东损益	231	98	-2	122	182
归属母公司净利润	5,030	-1,267	-55	2,919	4,377
EPS(按最新股本计)	2.61	-0.66	-0.03	1.51	2.27

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,885	-1,218	1,110	3,035	3,941
净利润	5,030	-1,267	-55	2,919	4,377
折旧摊销	883	1,320	1,398	1,393	1,384
净营运资金增加	-1,539	-1,501	205	1,734	1,367
其他	510	230	-437	-3,012	-3,188
投资活动产生现金流	-1,810	216	380	575	700
净资本支出	-2,301	-1,325	-500	-500	-500
长期投资变化	3,930	2,966	0	0	0
其他资产变化	-3,439	-1,425	880	1,075	1,200
融资活动现金流	-1,481	-1,702	216	243	-668
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	2,427	-1,078	52	876	-5
净现金流	1,594	-2,704	1,707	3,853	3,973

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	51.2%	-53.4%	-13.8%	28.5%	37.3%
EBITDA 率	56.9%	-24.4%	3.9%	37.8%	46.3%
EBIT 率	48.7%	-55.3%	-19.0%	24.4%	35.1%
税前净利润率	60.9%	-35.2%	-1.2%	37.3%	46.7%
归母净利润率	46.0%	-29.4%	-0.9%	28.3%	35.4%
ROA	14.2%	-3.5%	-0.2%	8.2%	11.2%
ROE (摊薄)	15.7%	-4.3%	-0.2%	9.1%	12.3%
经营性 ROIC	18.7%	-8.9%	-4.7%	9.7%	16.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	13%	11%	11%	12%	11%
流动比率	2.64	2.71	3.00	3.48	4.47
速动比率	2.64	2.71	3.00	3.47	4.47
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	37,171	33,202	33,197	37,114	40,756
货币资金	10,360	7,656	9,362	13,215	17,189
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,662	1,648	1,195	2,112	2,666
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	73	109	22	29	33
存货	14	17	31	29	29
其他流动资产	358	388	388	388	388
流动资产合计	12,468	9,824	11,079	15,859	20,383
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3,930	2,966	2,966	2,966	2,966
固定资产	19,769	19,039	18,271	16,692	15,184
在建工程	465	454	340	593	782
无形资产	499	494	478	462	447
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	10	1	1	1	1
非流动资产合计	24,703	23,378	22,118	21,254	20,372
总负债	4,722	3,643	3,695	4,571	4,566
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	575	618	573	672	737
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	14	130	40	80	114
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	4,715	3,620	3,688	4,563	4,558
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	7	6	6	6	6
非流动负债合计	7	23	8	8	8
股东权益	32,450	29,559	29,502	32,543	36,190
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927
公积金	3,885	3,885	3,885	3,885	3,885
未分配利润	26,192	23,403	23,348	26,268	29,733
归属母公司权益	32,004	29,215	29,161	32,080	35,545
少数股东权益	445	343	341	463	645

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	-	0.00%	0.01%	0.02%	0.02%
管理费用率	2.42%	5.42%	5.00%	4.00%	2.00%
财务费用率	-1.91%	-6.41%	-3.54%	-2.36%	-1.98%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	21%	23%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.79	0.00	0.00	0.47	0.71
每股经营现金流	2.54	-0.63	0.58	1.57	2.05
每股净资产	16.61	15.16	15.13	16.65	18.45
每股销售收入	5.68	2.23	3.17	5.36	6.41

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	19	-	-	32	22
PB	2.9	3.2	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	13.7	-	357.4	21.2	14.0
股息率	1.6%	0.0%	0.0%	1.0%	1.5%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE