

上海机场(600009)

重组后短期增厚 EPS，聚焦主业发展

——上海机场重大资产重组点评

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

报告导读

2021年6月24日，上海机场发布《上海机场发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，上市公司拟通过发行股份的方式以44.09元/股的价格购买机场集团持有的虹桥公司100%股权、物流公司100%股权和浦东第四跑道，并以39.19元/股的价格向集团募集配套资金不超过60亿元。

投资要点

□ **事件：上海机场筹划重大资产重组，拟以44.09元/股的价格向机场集团发行股份收购虹桥公司、物流公司、浦东第四跑道，并以39.19元/股的价格向机场集团募集配套资金不超过60亿元**

2021年6月9日，上海机场发布《上海机场重大资产重组停牌公告》，拟通过发行股份的方式购买机场集团持有的三块资产，同时公司拟非公开发行股份募集配套资金。此次重大资产重组拟交易标的包括：1) **虹桥公司100%股权**：机场集团拟成立虹桥公司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，并将其100%股权注入上市公司。2) **物流公司100%股权**：机场集团拟成立物流公司作为航空物流业务的运营主体，承接上海浦东国际机场货运站有限公司51%股权，并将物流公司100%股权注入上市公司。3) **浦东第四跑道**：浦东第四跑道为机场集团持有的上海浦东国际机场第四跑道相关资产。

2021年6月24日，公司发布《上海机场发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，本次重组方案由发行股份购买资产以及募集配套资金两部分组成，发行对象均为机场集团。1) **发行股份购买资产**：本次发行价格为44.09元/股（不低于定价基准日前20个交易日上市公司股票交易均价的90%），但是，鉴于本次交易标的资产的审计、评估工作尚未完成，具体的标的资产交易价格及股份支付数量均尚未确定。机场集团在本次重组中以标的资产认购取得的上市公司非公开发行的股份，锁定期为自发行结束之日起36个月。2) **募集配套资金**：为提高本次交易整合绩效，上海机场拟向机场集团非公开发行股票募集配套资金，本次募集配套资金规模预计不超过60亿元，根据本次募集配套资金发行价格为39.19元/股（不低于定价基准日前20个交易日上市公司股票交易均价的80%）测算，发行数量不超过约1.53亿股。本次募集配套资金拟发行的股份数量不超过本次重组前公司总股本的30%，募集配套资金总额不超过本次交易拟以发行股份购买资产交易价格的100%。本次募集配套资金发行对象认购的股份自发行结束之日起18个月内不得转让。

□ **重组背景：货运站资产较优，疫情下虹桥机场与物流公司业绩恢复速度超过上市公司，当前是解决历史遗留问题的较佳时间点**

此次重大资产重组完成将能兑现对股东的承诺。2003年，上海机场与第一大股东机场集团进行资产置换，置出体内的虹桥机场资产（资产评估值约20.1亿元），置入浦东机场候机楼及一期跑道、航油公司40%股权（资产评估值约为25.5亿元），资产评估值差额部分由公司现金抵补。2006年，上海机场实行股权分

评级

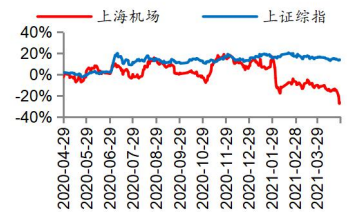
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥48.85

单季度业绩

元/股

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|-------|
| 1Q/2021 | -0.23 |
| 4Q/2020 | -0.28 |
| 3Q/2020 | -0.18 |
| 2Q/2020 | -0.24 |



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

- 《Q1 免税店收入 0.92 亿元，3 月国内需求反超 19 年同期》2021.04.29
- 《2020 年报点评：经营收益首次出现亏损，静待国际客流现恢复拐点》2021.03.29
- 《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
- 《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

置改革,承诺未来将通过一个上市公司整合集团航空主营业务及资产。2014年,公司公开说明,由于机场行业固有的占地面积大,且具有极强土地专用属性的特征,客观上增加了将集团内航空主营资产整合进入上市公司的难度。

2019年,浦东机场盈利能力优于此次交易标的资产。1)浦东机场国际客占比过半,核心商业模式是免税业务。2019年,浦东机场旅客吞吐量7615万人次/+2.9%,其中国际及地区旅客吞吐量3851万人次,占比50.6%;总收入109.4亿元,归母净利润50.3亿元,净利润率为48.1%,ROE为16.7%。受益于优质国际客流的高消费能力,浦东机场2019年非航业务收入68.6亿元,占总收入的62.7%,其中免税收入52.1亿元,占非航收入的74.5%、占总收入的47.6%。**2)虹桥机场以国内客为主,核心业务是航空性业务。**虹桥公司运营的虹桥国际机场拥有两条长3400米的平行跑道、两座相对独立的客运航站楼,候机面积超过40万平方米。2019年,虹桥机场旅客吞吐量4564万人次/+4.6%,其中国际及地区旅客吞吐量342万人次,占比7.5%。航空性业务是虹桥公司的核心业务,收入与经营数据挂钩,收费标准由民航局制定,弹性较小。2019年,公司净资产79亿元,营业收入31.4亿元,净利润约5.1亿元,净利润率约为16.2%,ROE约为6.4%,远低于上市公司。**3)物流公司资产较优:**机场集团向物流公司无偿划转浦东货运站51%股权,以此对其实际财务情况模拟计算可得,2019年,公司净资产19.3亿元,营业收入16.2亿元,净利润约6亿元,净利润率约37%,ROE约为31%,盈利能力较为优异。

疫情下国际航班尚未恢复,当前是虹桥机场、物流公司盈利能力反超浦东机场的罕见时机,是解决历史遗留问题的较佳时间点。随着国内疫情逐渐得到控制,国内航线业务量逐渐好转,但受限全球疫情状况,我国国际航班受“五个一”政策严格管控,国际航线业务量仍受较大影响。2020年,浦东机场旅客吞吐量3048万人次/-60%,其中国际客仅486万人次/-87%,营业收入43亿元/-61%;虹桥机场旅客吞吐量3117万人次/-32%,营业收入22亿元/-30%,净利润约-2.3亿元,受损程度更小,率先实现反弹;受益于疫情期间货运需求上涨,物流公司货运业务保持增长,实现收入16.4亿元/+1.9%,净利润约5.7亿元/-5%,净利润率约为34.8%/-2.4pct,ROE为31.1%/-1.6pct,受疫情影响较小。

□ 展望:短期提振上市公司盈利能力、增厚EPS,国际客流恢复后免税业务或被稀释,但虹桥机场国际功能未来有望恢复,重点关注收购价格

疫情期间提升上市公司盈利能力,短期增厚业绩。受疫情影响,我国国际航班严格实行“五个一”政策,上海机场国际旅客吞吐量断崖式下降,2020年3月-2025年浦东机场免税租金收入与客流量挂钩,且上限被锁定。考虑到国际航班恢复尚需时日,我们认为,注入短期盈利能力较强的资产将改善上市公司盈利能力,短期有望增厚上市公司业绩。如表1所示,基于2019年经营情况,通过敏感性测算得到,在不考虑募集配套资金时,当收购价格超过187亿元时,EPS将被摊薄。考虑募集配套资金60亿元时,当收购价格超过120亿元时,EPS将被摊薄。

解决同业竞争问题,优化上海机场整体客货运资源配置,提升航空枢纽竞争力。通过本次重组将机场集团内航空主营业务及资产整合至上市公司,同业竞争问题将得到有效解决,合并后上市公司将能一体化考虑上海机场发展,统筹调配浦东、虹桥两个机场的客货运资源,实现两场统一规划管理,协同效应释放将有望为上海机场主业发展赋能,并更好的带动非航业务的提升,提高上市公司运营效率及盈利能力,提高上海机场枢纽的竞争力。

增强上市公司资产独立性,减少上市公司关联交易。浦东第四跑道于2015年起正式投入使用,本次交易完成后,上市公司将拥有浦东第四跑道相关资产,增强上市公司资产独立性;同时,将减少上市公司的租赁成本,有助于提升上市公司业绩水平。

长期来看,上市公司免税业务或被稀释;但是,未来虹桥机场国际功能亦有望恢复。由于虹桥机场旅客主要为国内客,整体消费能力和潜力弱于国际旅客,虹桥机场注入上市公司后,待国际客流恢复,上机原来的核心免税业务将被稀释,整体盈利能力或被削弱。但是,《虹桥国际开放枢纽建设总体方案》明确优化拓展虹桥机场的航运服务,强化虹桥与浦东两机场联动,提升对虹桥国际开

放枢纽的国际服务功能支撑，我们认为未来虹桥机场国际功能亦有望恢复，国际旅客占比有望提升。

□ 盈利预测及投资建议

国内民航出行已恢复至疫情前水平，局部疫情不影响整体市场需求；在海外疫情形势与全球持续推进疫苗接种背景下，国际航班恢复时间仍具有不确定性。在疫情不影响 2023 年经营的前提下，在中性假设下，以 140 亿元收购标的资产、并募集 60 亿元配套资金，假设 22 年并表，我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 4.4、41.9、69.1 亿元，对应的 EPS 分别为 0.23、2.18、3.59 元/股，给予公司正常经营年份 2023 年 PE 23 倍，对应目标市值为 1589 亿元，折现到 2021 年对应市值 1350 亿元，考虑摊薄后，对应股价 56.31 元/股，维持“增持”评级。

□ 风险提示

重大资产重组被暂停、中止或取消，交易作价超预期，客流恢复不及预期，2025 年后免税重新招标结果不及预期等。

财务摘要

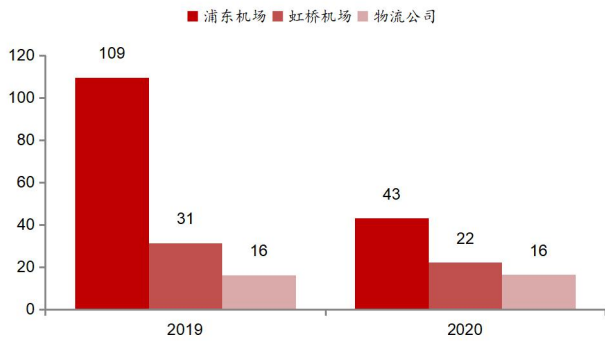
| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|---------|--------|---------|--------|
| 主营收入 | 4303 | 6444 | 11099 | 14708 |
| (+/-) | -60.68% | 49.73% | 72.25% | 32.51% |
| 净利润 | -1267 | 438 | 4192 | 6910 |
| (+/-) | - | - | 857.71% | 64.84% |
| 每股收益(元) | -0.66 | 0.23 | 2.18 | 3.59 |
| P/E | -74.32 | 215.07 | 22.46 | 13.62 |

表 1：此次重大资产重组对上市公司业绩影响的敏感性测算

| 上市公司情况 | | 此次重大资产重组情况 | | | | | |
|---------------------------|----------|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 总股本 | 19.27 亿股 | 收购资产发行价格 | 44.09 元/股 | | | | |
| 2019 年上市公司归母净利润 | 50.3 亿元 | 募集资金发行价格 | 39.19 元/股 | | | | |
| 2019 年 EPS | 2.61 元/股 | 募集资金 | 60 亿元 | | | | |
| 2019 年上市公司+虹桥机场+物流公司归母净利润 | 61.4 亿元 | | | | | | |
| 仅考虑收购资产的 EPS 敏感性测算 | | | | | | | |
| 标的资产对价假设(亿元) | 100 | 120 | 140 | 160 | 180 | 187 | 200 |
| 发行数量(亿股) | 2.3 | 2.7 | 3.2 | 3.6 | 4.1 | 4.2 | 4.5 |
| 发行后的总股本(亿股) | 21.5 | 22.0 | 22.4 | 22.9 | 23.4 | 23.5 | 23.8 |
| EPS | 2.85 | 2.79 | 2.74 | 2.68 | 2.63 | 2.61 | 2.58 |
| 增厚/摊薄 | 9.2% | 6.9% | 4.8% | 2.7% | 0.7% | 0.03% | -1.2% |
| 考虑募集配套 60 亿元后的 EPS 敏感性测算 | | | | | | | |
| 按 60 亿元募集资金后的总股本 | 23.1 | 23.5 | 24.0 | 24.4 | 24.9 | 25.0 | 25.3 |
| EPS | 2.66 | 2.61 | 2.56 | 2.51 | 2.47 | 2.45 | 2.42 |
| 增厚/摊薄 | 1.9% | 0.0% | -1.9% | -3.7% | -5.5% | -6.1% | -7.2% |

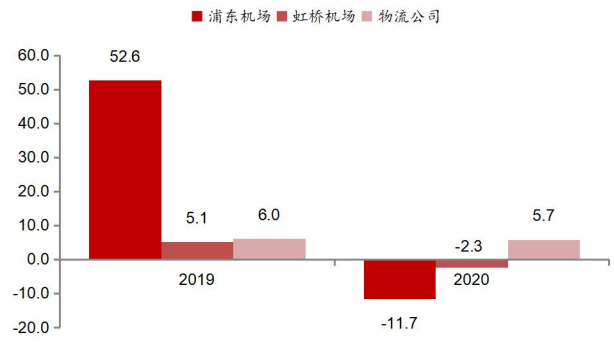
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 1：浦东机场、虹桥机场、物流公司收入（亿元）



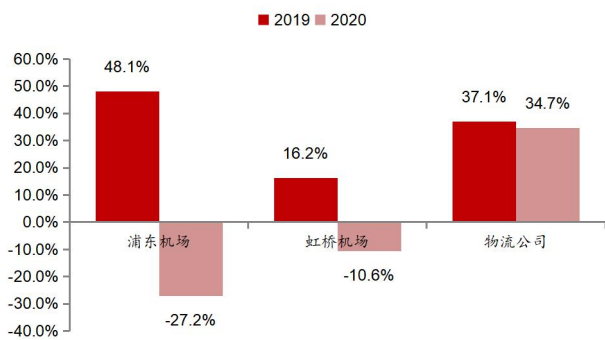
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：浦东机场、虹桥机场、物流公司净利润（亿元）



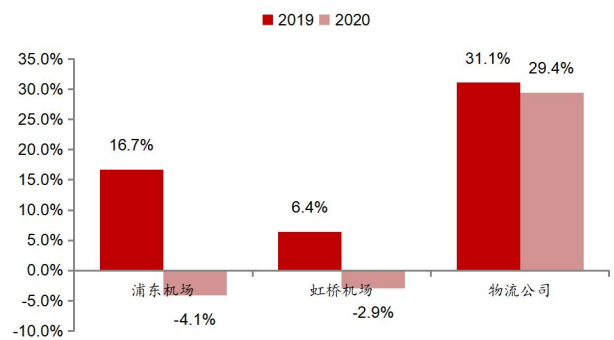
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：浦东机场、虹桥机场、物流公司净利润率



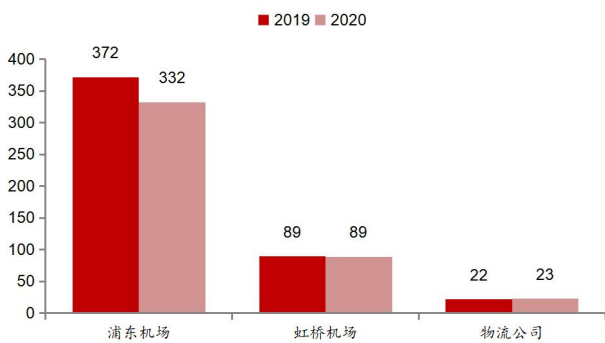
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：浦东机场、虹桥机场、物流公司 ROE



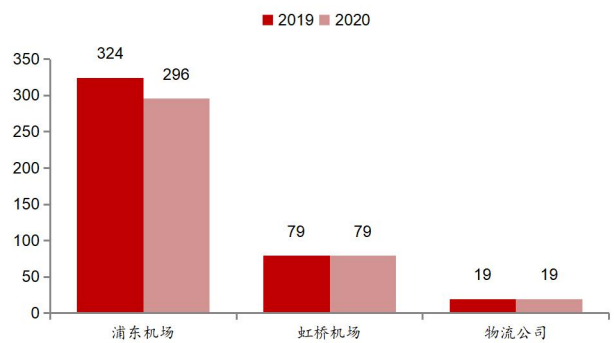
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：浦东机场、虹桥机场、物流公司总资产（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：浦东机场、虹桥机场、物流公司净资产（亿元）



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 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 9824 | 10897 | 12309 | 13295 | 营业收入 | 4303 | 6444 | 11099 | 14708 |
| 现金 | 7656 | 8927 | 8981 | 8521 | 营业成本 | 6601 | 6675 | 6872 | 7454 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 4 | 9 | 13 | 18 |
| 应收账款 | 1648 | 1455 | 2823 | 4241 | 营业费用 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其它应收款 | 12 | 10 | 21 | 30 | 管理费用 | 233 | 322 | 333 | 353 |
| 预付账款 | 6 | 12 | 7 | 9 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 17 | 21 | 19 | 21 | 财务费用 | (276) | (445) | (447) | (465) |
| 其他 | 485 | 471 | 458 | 471 | 资产减值损失 | (0) | (3) | (8) | (6) |
| 非流动资产 | 23378 | 23391 | 24337 | 27966 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 金额资产类 | 0 | 1 | 0 | 0 | 投资净收益 | 590 | 584 | 1047 | 1516 |
| 长期投资 | 2966 | 3380 | 3425 | 3257 | 其他经营收益 | 156 | 54 | 71 | 94 |
| 固定资产 | 19039 | 17919 | 16786 | 15543 | 营业利润 | (1514) | 523 | 5453 | 8962 |
| 无形资产 | 494 | 476 | 458 | 436 | 营业外收支 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 在建工程 | 454 | 1454 | 3454 | 8454 | 利润总额 | (1516) | 521 | 5451 | 8960 |
| 其他 | 425 | 160 | 213 | 275 | 所得税 | (347) | (16) | 1101 | 1861 |
| 资产总计 | 33202 | 34288 | 36646 | 41260 | 净利润 | (1169) | 536 | 4350 | 7099 |
| 流动负债 | 3620 | 4311 | 3866 | 3930 | 少数股东损益 | 98 | 99 | 158 | 189 |
| 短期借款 | 0 | 1873 | 1207 | 1239 | 归属母公司净利润 | (1267) | 438 | 4192 | 6910 |
| 应付款项 | 618 | 672 | 692 | 733 | EBITDA | (434) | 1671 | 6629 | 10143 |
| 预收账款 | 132 | 69 | 158 | 273 | EPS (最新摊薄) | (0.66) | 0.23 | 2.18 | 3.59 |
| 其他 | 2870 | 1696 | 1809 | 1685 | | | | | |
| 非流动负债 | 23 | 13 | 14 | 17 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 其他 | 23 | 13 | 14 | 17 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 3643 | 4324 | 3880 | 3947 | 营业收入 | (60.68%) | 49.73% | 72.25% | 32.51% |
| 少数股东权益 | 344 | 443 | 601 | 790 | 营业利润 | (122.56%) | 134.53% | 943.39% | 64.36% |
| 归属母公司股东权益 | 29215 | 29521 | 32165 | 36523 | 归属母公司净利润 | - | - | 857.71% | 64.84% |
| 负债和股东权益 | 33202 | 34288 | 36646 | 41260 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | (53.38%) | (3.59%) | 38.09% | 49.32% |
| | | | | | 净利率 | (27.15%) | 8.32% | 39.19% | 48.27% |
| | | | | | ROE | (4.09%) | 1.47% | 13.36% | 19.72% |
| | | | | | ROIC | (4.65%) | 0.99% | 12.53% | 18.34% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 10.97% | 12.61% | 10.59% | 9.57% |
| | | | | | 净负债比率 | 0.00% | 43.32% | 31.10% | 31.40% |
| | | | | | 流动比率 | 2.71 | 2.53 | 3.18 | 3.38 |
| | | | | | 速动比率 | 2.71 | 2.52 | 3.18 | 3.38 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.12 | 0.19 | 0.31 | 0.38 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2.60 | 4.16 | 5.21 | 4.18 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 11.07 | 10.35 | 10.07 | 10.46 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | (0.66) | 0.23 | 2.18 | 3.59 |
| | | | | | 每股经营现金 | (0.63) | 0.06 | 1.59 | 2.62 |
| | | | | | 每股净资产 | 15.16 | 15.32 | 16.69 | 18.95 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | (74.32) | 215.07 | 22.46 | 13.62 |
| | | | | | P/B | 3.22 | 3.19 | 2.93 | 2.58 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16.87 | 52.39 | 13.12 | 8.64 |

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>