

## 公司研究

## 短期盈利承压，长期竞争壁垒仍在

## ——上海机场（600009.SH）2021年中报点评

## 要点

◆**事件：公司发布2021年中报。**公司2021年上半年营业收入为18.0亿，同比下降27.0%；归母净利润亏损7.4亿，亏损同比增加约3.5亿；扣非归母净利润亏损7.4亿，亏损同比增加约3.6亿。公司2021年半年度不派息。

◆**国内航空需求恢复，航空性收入同比增长。**公司2021年上半年飞机起降架次约19.0万架次，较20年同期增长36.6%，较19年同期下降25.7%；旅客吞吐量约1,825万人次，较20年同期增长49.5%，较19年同期下降52.2%，其中国内、地区、国际旅客吞吐量分别较19年同期下降7.0%、97.8%、88.1%；由于国际客运航班仍受到严格管制，全货机货运需求依然旺盛，公司21年上半年货邮吞吐量同比增加24.4%。综合以上因素，公司21年上半年航空性收入约9.8亿，较20年同期增长16.1%，较19年同期下降51.8%。

◆**免税业务处于低位。**根据修订后的免税经营协议，21年上半年公司免税店租金收入2.21亿元，环比20年下半年减少1.85亿元。受此影响，公司21年上半年非航收入为8.3亿元，较20年同期下降49.2%，较19年同期下降75.8%。

◆**部分成本刚性，经营租赁进表带来负面冲击。**公司21年上半年航空运输业成本同比增加3.97%，除人工成本较为刚性外（同比增长3.08%），执行新租赁准则对摊销成本、运维成本带来较大影响，其中摊销成本同比增长63.9%，运维成本同比减少40.8%。合并计算公司21年上半年摊销成本、运维成本和财务成本约为21.9亿元，较上年同期增加4.6%，综合以上，公司21年上半年综合毛利率为-64.6%，同比20年上半年减少36.1pct，环比20年下半年增加22.5pct。

◆**虹桥机场、浦东货站等机场注入将增厚公司业绩。**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年虹桥机场公司实现营业收入约31.3亿元，实现净利润5.1亿元；浦东机场货运站公司19年实现营业收入约16.2亿元，实现净利润约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。

◆**投资建议：**国内疫情反复导致公司股价短期超跌，但公司的区位优势和竞争优势并未因疫情发生本质变化，随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏和一线机场价值重估是确定性事件。考虑新冠疫情持续时间超出预期，（暂不考虑资产重组和大股东注资的影响）我们下调公司21-23年EPS分别为-0.60元、0.53元、2.04元（原为-0.03元、1.51元、2.27元）；基于浦东机场的区位优势，我们认为公司的竞争壁垒仍在，我们维持公司“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；机场小时容量提升缓慢；海外航线旅客吞吐量增长缓慢。

## 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	4,177	7,368	11,366
营业收入增长率	17.52%	-60.68%	-2.93%	76.40%	54.26%
净利润（百万元）	5,030	-1,267	-1,151	1,030	3,923
净利润增长率	18.88%	-	-	-	280.98%
EPS（元）	2.61	-0.66	-0.60	0.53	2.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.72%	-4.34%	-4.10%	3.54%	12.00%
P/E	16	-	-	77	20
P/B	2.5	2.7	2.8	2.7	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

## 增持（维持）

当前价：41.39元

## 作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

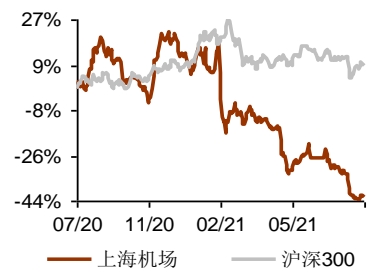
021-52523841

chengxx@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	19.27
总市值(亿元)	797.57
一年最低/最高(元)	36.97/83.83
近3月换手率	49.21%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.86	17.03	5.43
绝对	7.45	7.45	7.45

资料来源：Wind

## 相关研报

航空需求恢复短期承压，机场航司布局正在当下——航空运输业2021年7月经营数据点评（2021-08-17）

钢筋铁骨，依然如故——交通运输行业2021年中期投资策略（2021-07-15）

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（2021-06-10）

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	4,177	7,368	11,366
营业成本	5,340	6,601	6,511	6,834	7,039
折旧和摊销	883	1,320	1,398	1,393	1,384
税金及附加	10	4	4	7	11
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	265	233	84	147	227
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-209	-276	17	114	107
投资收益	1,150	590	880	1,100	1,200
营业利润	6,675	-1,514	-1,510	1,366	5,181
利润总额	6,668	-1,516	-1,518	1,358	5,173
所得税	1,407	-347	-319	285	1,086
净利润	5,261	-1,169	-1,199	1,073	4,086
少数股东损益	231	98	-48	43	163
归属母公司净利润	5,030	-1,267	-1,151	1,030	3,923
EPS(按最新股本计)	2.61	-0.66	-0.60	0.53	2.04

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,885	-1,218	370	1,558	3,526
净利润	5,030	-1,267	-1,151	1,030	3,923
折旧摊销	883	1,320	1,398	1,393	1,384
净营运资金增加	-723	-4,822	-802	2,789	4,448
其他	-306	3,550	926	-3,652	-6,230
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	-17	-114	-429
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	-158	788	105
净现金流	1,594	-2,704	733	2,020	3,796

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	51.2%	-53.4%	-55.9%	7.2%	38.1%
EBITDA 率	56.9%	-24.4%	-24.1%	24.0%	48.1%
EBIT 率	48.7%	-55.3%	-57.5%	5.1%	36.0%
税前净利润率	60.9%	-35.2%	-36.3%	18.4%	45.5%
归母净利润率	46.0%	-29.4%	-27.6%	14.0%	34.5%
ROA	14.2%	-3.5%	-3.8%	3.2%	10.9%
ROE (摊薄)	15.7%	-4.3%	-4.1%	3.5%	12.0%
经营性 ROIC	15.0%	-8.0%	-9.1%	1.3%	12.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	13%	11%	11%	13%	12%
流动比率	2.64	2.71	2.80	2.92	3.94
速动比率	2.64	2.71	2.79	2.91	3.93
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

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	37,171	33,202	31,845	33,706	37,575
货币资金	10,360	7,656	8,389	10,409	14,205
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,662	1,648	821	1,519	2,474
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	73	109	19	25	32
存货	14	17	29	28	27
其他流动资产	358	388	388	388	388
流动资产合计	12,468	9,824	9,727	12,451	17,203
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	3,485	4,273	4,378
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	575	618	537	623	670
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	14	130	28	57	105
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	4,715	3,620	3,477	4,266	4,370
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	28,360	29,432	33,197
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	22,252	23,282	26,883
归属母公司权益	32,004	29,215	28,064	29,094	32,695
少数股东权益	445	343	295	338	502

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	2.42%	5.42%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-1.91%	-6.41%	0.41%	1.54%	0.95%
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	0.17	0.64
每股经营现金流	2.54	-0.63	0.19	0.81	1.83
每股净资产	16.61	15.16	14.56	15.10	16.97
每股销售收入	5.68	2.23	2.17	3.82	5.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	16	-	-	77	20
PB	2.5	2.7	2.8	2.7	2.4
EV/EBITDA	12.3	-69.6	-72.4	41.6	13.5
股息率	1.9%	0.0%	0.0%	0.4%	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的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