

## Q2 亏损收窄，经营压力仍大

### 投资要点

- 业绩小结:** 上海机场发布 2021 年半年报。21H1 实现营收 18 亿元(同比-27%)，归母亏损 7.4 亿元，20H1 亏损 3.9 亿。与 2019H1 相比，营收下降 67%(19H1 为 55 亿)，净利润下降 127%(19H1 净利润为 27 亿)。分季度看，2021Q1/Q2 营收分别为 8.7 亿(同比-47.1%)/9.4 亿(+12.4%)，2021Q1/Q2 归母净利润分别为-4.4/-3.0 亿元。Q2 同环比亏损均有所收窄(20Q2 亏损 4.67 亿)，较 2019Q2 单季度 13.1 亿净利润仍有差距。
- 流量基本面:** 内线恢复至 2019 年同期 93% 水平，Q2 环比回暖：21H1 浦东机场起降同比 36.6%，恢复至 2019 年同期水平的 74%；旅客吞吐量 1825 万(同比+49.4%)，为 19 年同期的 48%。其中国内旅客 1749 万(+18.3%)，为 19 年同期的 93%，国际+地区旅客 76 万(同比-82%)，为 19 年同期的 4%。Q2 起降同比 64.1%，恢复至 19Q2 的 84%；旅客吞吐量 1157 万，为 19Q2 的 60%，其中国内 1112 万，较 19 年同期增长 16%；国际+地区 44 万，为 19 年同期的 5%。
- 收入端:** 21H1 上海机场营业收入 18.0 亿元，较 19 年下降 67%。①航空性收入 9.8 亿元，同比增长 16%、较 19 年下降 52%。②非航收入 8.3 亿元，同比下降 49%、较 19 年下降 76%，其中商业餐饮收入 3.2 亿元，同比下降 69%、较 19 年下降 89%，主要因免税店租金收入同比大幅下降，公司 Q1、Q2 免税店租金收入分别约 0.9、1.3 亿元；其他非航收入 5.1 亿元，同比下降 17%、较 19 年下降 22%，主要因部分航空配套及延伸服务收入尚未恢复所致。③投资收益：公司 2021H1 取得投资收益 4.3 亿元，同比增长 130%。其中机场广告、航油公司、联一投资分别贡献投资收益约 1.0 亿元、1.2 亿元、1.6 亿元。
- 成本端:** 刚性上涨但整体可控。21H1 营业总成本 33.0 亿(同比+4%)，其中人工成本 10.6 亿，增长 3.1%，主要为社保薪酬增加；摊销成本 10.4 亿，增加 4.1 亿，同比增长 64%，主要是卫星厅投产以及执行新租赁准则新增使用权资产折旧摊销成本所致(增加 163 亿使用权资产)；运营维护成本 9.4 亿，减少 6.5 亿，同比下降 40.8%，同样为新租赁准则下，租赁费支出减少。费用端，财务费用 2.06 亿(去年同期为收益+1.32 亿)，主要由于执行新租赁准则和发行超短融，同比新增租赁负债利息和债券利息费用所致。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年上海机场净利润分别为-17.5 亿元、-2.3 亿元、20.8 亿元，维持“持有”评级。
- 风险提示:** 国际流量恢复不及预期，重大安全生产事故。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,303.5	4,232.2	6,107.6	8,939.7
增长率	-60.7%	-1.7%	44.3%	46.4%
归属母公司净利润(百万元)	-1,266.7	-1,746.5	-233.6	2,080.8
增长率	-125.2%	-37.9%	86.6%	990.7%
每股收益 EPS(元)	-0.66	-0.91	-0.12	1.08
净资产收益率 ROE	-4.0%	-5.8%	-0.8%	6.5%
PE	-63.0	-45.7	-341.4	38.3
PB	2.7	2.9	2.9	2.7

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林  
执业证号: S1250518110001  
电话: 13916801840  
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	19.27
流通 A 股(亿股)	10.93
52 周内股价区间(元)	37.52-81.9
总市值(亿元)	797.57
总资产(亿元)	522.71
每股净资产(元)	14.78

### 相关研究

- 上海机场(600009): 免税合同重置, 议价能力下降 (2021-02-01)
- 上海机场(600009): 业绩触底, 关注后续国际线恢复 (2020-08-30)

**关键假设:**

- 1) 2021/22/23 年国际客流较 2019 年恢复分别为 5%/50%/80%
- 2) 2021/22/23 年机场广告、航油公司、联一投资的投资收益保持稳定。

**表 1: 上海机场公司收入拆分**

单位: 亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
航空主业收入	39.70	40.84	17.27	20.41	24.90	33.63
YOY	7%	3%	-58%	18%	22%	35%
架次相关收入	17.48	18.04	9.89	11.48	13.66	17.62
YOY	6%	3%	-45%	16%	19%	29%
旅客及货邮收入	22.22	22.79	7.38	8.93	11.24	16.01
YOY	7%	3%	-68%	21%	26%	42%
非航空性收入	53.44	68.61	25.76	21.92	36.18	55.77
YOY	23%	28%	-62%	-15%	65%	54%
商业租赁收入	39.86	54.63	12.68	8.70	22.30	41.20
YOY	33%	37%	-77%	-31%	156%	85%
其他非航收入	13.58	13.98	13.09	13.22	13.88	14.57
YOY	7%	6%	-6%	1%	5%	5%
<b>合计</b>	<b>93.13</b>	<b>109.45</b>	<b>43.03</b>	<b>42.32</b>	<b>61.08</b>	<b>89.40</b>
<b>YOY</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>	<b>-61%</b>	<b>-2%</b>	<b>44%</b>	<b>46%</b>

数据来源: 公司公告, 西南证券

**表 2: 上海机场公司成本拆分**

单位: 亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
人工成本	16.77	18.83	19.69	19.88	20.28	20.69
YOY	8%	12%	5%	1%	2%	2%
摊销成本	7.84	8.87	13.08	13.08	13.08	13.08
YOY	-6%	13%	48%	0%	0%	0%
运行维护成本 (原运行成本)	19.05	27.81	34.87	35.26	35.96	37.04
YOY	29%	46%	25%	1%	2%	3%
管理成本 (税金支出)	0.22	0.34	0.42	0.41	0.40	0.40
YOY	5%	51%	26%	-2%	-2%	0%
财务费用	-1.94	-2.09	-2.76	4.00	4.00	4.00
YOY	60%	8%	32%	0%	0%	0%
其他	0.57	0.31	0.32	0.32	0.32	0.32
YOY	-8%	-45%	3%	0%	0%	0%
<b>合计</b>	<b>45.72</b>	<b>54.07</b>	<b>65.63</b>	<b>72.96</b>	<b>74.05</b>	<b>75.54</b>
<b>YOY</b>	<b>9%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>11%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>

数据来源: 公司公告, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4303.47	4232.23	6107.62	8939.69	净利润	-1168.58	-1611.26	-215.53	1919.69
营业成本	6600.71	7145.79	7255.20	7403.64	折旧与摊销	1327.23	1496.48	1801.65	2106.81
营业税金及附加	4.49	5.18	6.80	10.18	财务费用	-276.07	-80.41	-116.04	-169.85
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	233.43	101.57	146.58	214.55	经营营运资本变动	-1151.98	1188.72	-724.89	-977.70
财务费用	-276.07	-80.41	-116.04	-169.85	其他	51.75	-870.00	-909.84	-997.08
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1217.66</b>	<b>123.52</b>	<b>-164.66</b>	<b>1881.86</b>
投资收益	589.70	870.00	910.00	997.00	资本支出	555.37	-5200.00	-11200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-339.64	870.00	910.00	997.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>215.72</b>	<b>-4330.00</b>	<b>-10290.00</b>	<b>797.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-1513.54</b>	<b>-2069.91</b>	<b>-274.92</b>	<b>2478.17</b>	短期借款	0.00	0.00	7419.76	-2612.23
其他非经营损益	-2.08	-3.73	-3.18	-3.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-1515.63</b>	<b>-2073.63</b>	<b>-278.10</b>	<b>2474.81</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-347.04	-462.37	-62.56	555.12	支付股利	-1522.30	0.00	0.00	46.72
净利润	-1168.58	-1611.26	-215.53	1919.69	其他	-179.78	80.41	116.04	169.85
少数股东损益	98.07	135.22	18.09	-161.10	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1702.07</b>	<b>80.41</b>	<b>7535.80</b>	<b>-2395.66</b>
归属母公司股东净利润	-1266.65	-1746.48	-233.62	2080.79	<b>现金流量净额</b>	<b>-2704.12</b>	<b>-4126.06</b>	<b>-2918.85</b>	<b>283.21</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7655.68	3529.62	610.76	893.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1666.13	1137.02	1763.52	2663.81	销售收入增长率	-60.68%	-1.66%	44.31%	46.37%
存货	17.18	18.76	18.91	19.42	营业利润增长率	-122.68%	-36.76%	86.72%	1001.42%
其他流动资产	485.24	477.20	688.66	1008.00	净利润增长率	-122.21%	-37.88%	86.62%	990.68%
长期股权投资	2966.41	2966.41	2966.41	2966.41	EBITDA 增长率	-106.29%	-41.41%	315.75%	212.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	19492.78	23278.91	32759.88	30935.68	毛利率	-53.38%	-68.84%	-18.79%	17.18%
无形资产和开发支出	494.33	413.32	332.31	251.31	三费率	-0.99%	0.50%	0.50%	0.50%
其他非流动资产	424.44	422.83	421.23	419.62	净利率	-27.15%	-38.07%	-3.53%	21.47%
<b>资产总计</b>	<b>33202.18</b>	<b>32244.07</b>	<b>39561.68</b>	<b>39158.20</b>	ROE	-3.95%	-5.77%	-0.78%	6.46%
短期借款	0.00	0.00	7419.76	4807.52	ROA	-3.52%	-5.00%	-0.54%	4.90%
应付和预收款项	1006.86	1446.18	1516.28	1699.90	ROIC	-7.23%	-8.27%	-1.14%	5.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-10.74%	-15.45%	23.10%	49.39%
其他负债	2636.43	2850.25	2893.54	2952.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3643.28</b>	<b>4296.43</b>	<b>11829.58</b>	<b>9459.69</b>	总资产周转率	0.12	0.13	0.17	0.23
股本	1926.96	1926.96	1926.96	1926.96	固定资产周转率	0.22	0.23	0.26	0.31
资本公积	2575.50	2575.50	2575.50	2575.50	应收账款周转率	2.60	3.05	4.26	4.08
留存收益	24713.02	22966.54	22732.92	24860.43	存货周转率	375.00	360.76	349.63	350.51
归属母公司股东权益	29215.48	27469.00	27235.38	29362.89	销售商品提供劳务收到现金营业收入	106.78%	—	—	—
少数股东权益	343.42	478.64	496.72	335.63	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>29558.90</b>	<b>27947.63</b>	<b>27732.10</b>	<b>29698.51</b>	资产负债率	10.97%	13.32%	29.90%	24.16%
负债和股东权益合计	33202.18	32244.07	39561.68	39158.20	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	62.72%	50.82%
					流动比率	2.71	1.21	0.26	0.49
					速动比率	2.71	1.20	0.26	0.48
					股利支付率	-120.18%	0.00%	0.00%	-2.25%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.66	-0.91	-0.12	1.08
					每股净资产	15.16	14.26	14.13	15.24
					每股经营现金	-0.63	0.06	-0.09	0.98
					每股股利	0.79	0.00	0.00	-0.02
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-462.38	-653.84	1410.69	4415.13					
PE	-62.97	-45.67	-341.40	38.33					
PB	2.73	2.90	2.93	2.72					
PS	18.53	18.85	13.06	8.92					
EV/EBITDA	-155.05	-115.96	61.07	18.86					
股息率	1.91%	0.00%	0.00%	—					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn