

上海机场（600009）：国内起降利润弹性有限，静待国际航线逐步放开

2021 年 9 月 1 日

中性/维持

上海机场

公司报告

事件：公司 2021 年 H1 实现营收 18.0 亿元，同比下降 27%，归母净利润为 7.4 亿。其中二季度亏损 3.0 亿，较一季度的亏损 4.4 亿有所收窄。

二季度国内航线需求改善，但国内业务利润弹性有限：浦东机场二季度国内旅客吞吐量超 1100 万人次，较一季度的 636 万人次大幅提升 75%，同比 19 年同期的 959 万人次也有 16% 的提升。但二季度营收相比一季度仅增长了约 8%，可以看出国内起降业务对于公司的盈利弹性比较有限。

国际旅客吞吐依旧处于较低水平，新免税协议上半年实现收入 2.21 亿：国际航线由于五个一政策依旧维持了极低的吞吐量水平。上半年国际旅客吞吐量 35.5 万人次，仅相当于 19 年同期的 2.2%。公司年初与中免签订了免税补充协议，新协议下上半年免税业务实现收入 2.21 亿元，较疫情前有较大差距。国际航线停摆导致的免税收入大幅下降是公司亏损的主要原因。

年初时由于疫苗的出现，我们对今年的防疫形势较为乐观，但随着新冠病毒变异的出现，国际抗疫可能会长期化。在这种情况下，国门的打开必然是一个循序渐进的过程，为此我们调低了对未来两年公司国际航线旅客吞吐量的预测，并相应下调了盈利预测。

投资收益略超预期：公司上半年投资收益共计 4.27 亿元，较去年同期的 1.86 亿元明显提升。其中德高动量贡献投资收益 0.96 亿元，与去年同期基本持平；航油公司贡献收益 1.18 亿元，较去年同期的 0.16 亿元明显增长。此外，上海联一投资中心贡献投资收益 1.62 亿元（去年同期为-0.14 亿元），是上半年投资收益最大的增量来源。

新租赁准则导致成本项目重分类，总成本保持稳定：新准则下公司部分运营维护成本转移至折旧摊销与财务费用，导致各成本项变化较大。但调整后后营业总成本相对稳定，今年较去年同期增长 4.1%。

注入虹桥机场能够加快扭亏进程，但具体影响有待交易对价确定：公司计划发行股份购买机场集团持有的虹桥公司、物流公司和浦东四跑道。粗略估计收购能为公司带来超 10 亿的利润增量，大大加快公司扭亏的进程。但由于交易对价还未确定，收购对公司造成的影响还有待观察。

公司盈利预测及投资评级：暂不考虑收购资产的情况下，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 -12.0、4.7 和 21.1 亿元，对应 EPS 分别为 -0.63、0.25 和 1.10 元。长期来看，公司作为中国最大的国际旅客入口，在免税产业链上的地位难以动摇。但短期由于疫情较大的不确定性，我们出于谨慎维持公司的“中性”评级。

风险提示：疫情持续时间超预期，防疫成本超预期

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，资产主体是“上海浦东机场”，拥有浦东机场的候机楼及跑道等资产，业务集中于浦东国际机场的经营管理与地面保障业务。公司借鉴国内外民航业的先进经验，结合自身安全工作特点，建立了安全管理体系，包含安全政策、风险管理、安全保证、安全促进等维度。公司拥有完善的全员创新机制，规范透明的内部管理，努力为中外旅客提供卓越的机场真情服务体验，积极推出“十大服务新举措”，提升浦东机场整体服务品质。（资料来源：Wind）

未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-10-30 披露 2021 年三季度报

发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	82.9-36.6
总市值（亿元）	837
流通市值（亿元）	475
总股本/流通 A 股（万股）	192,696/109,348
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.17%

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,944.7	4,303.5	3,967.7	6,199.4	8,750.9
增长率（%）	17.52%	-60.68%	-7.80%	56.25%	41.16%
归母净利润（百万元）	5,030.2	(1,266.7)	(1,204.7)	473.5	2,111.9
增长率（%）	18.72%	-122.21%	-4.46%	-154.27%	274.80%
净资产收益率（%）	15.72%	-4.34%	-4.30%	1.67%	7.08%
每股收益(元)	2.61	(0.66)	(0.63)	0.25	1.10
PE	16.58	(65.56)	(69.21)	176.10	39.48
PB	2.61	2.85	2.98	2.94	2.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	12468	9824	9684	11236	13962	营业收入	10945	4303	3968	6199	8751
货币资金	10360	7656	8610	9850	12218	营业成本	5340	6601	6181	6414	6653
应收账款	1662	1648	544	849	1199	营业税金及附加	10	4	10	15	22
其他应收款	13	12	11	17	24	营业费用	0	0	0	1	1
预付款项	1	6	6	6	6	管理费用	265	233	149	155	219
存货	14	17	27	28	29	财务费用	-209	-276	337	315	279
其他流动资产	358	388	388	388	388	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	24703	23378	22359	21293	20227	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	3930	2966	2966	2966	2966	公允价值变动收益	1150	590	1066	1312	1142
固定资产	19769	19039	18063	17038	16013	投资净收益	6675	-1514	-1489	767	2874
无形资产	499	494	455	416	376	加：其他收益	2	1	0	0	0
其他非流动资产	10	1	0	0	0	营业利润	9	3	0	0	0
资产总计	37171	33202	32043	32529	34189	营业外收入	6668	-1516	-1489	767	2874
流动负债合计	4715	3620	3595	3617	3640	营业外支出	1407	-347	-372	161	604
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	5261	-1169	-1116	606	2271
应付账款	575	618	593	615	638	所得税	231	98	88	132	159
预收款项	14	130	130	130	130	净利润	5030	-1267	-1205	473	2112
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	7353	-481	85	2316	4388
非流动负债合计	7	23	6	6	6	归属母公司净利润	9.9	-157.4	875.6	31.7	16.2
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4722	3643	3600	3622	3645	成长能力					
少数股东权益	445	343	432	564	723	营业收入增长	17.5%	-60.7%	-7.8%	56.2%	41.2%
实收资本（或股本）	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	18.5%	-122.7%	-1.7%	-151.5%	274.8%
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润增长	-4.9%	-139.3%	-4.9%	-139.3%	346.0%
未分配利润	26192	23403	22199	22530	24008	获利能力					
归属母公司股东权益合计	32004	29215	28011	28342	29821	毛利率(%)	51.2%	-53.4%	-55.8%	-3.5%	24.0%
负债和所有者权益	37171	33202	32043	32529	34189	净利率(%)	48.1%	-27.2%	-28.1%	9.8%	25.9%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	13.5%	-3.8%	-3.8%	1.5%	6.2%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	15.7%	-4.3%	-4.3%	1.7%	7.1%
经营活动现金流	4885	-1218	446	555	2310	偿债能力					
净利润	5261	-1169	-1116	606	2271	资产负债率(%)	12.7%	11.0%	11.2%	11.1%	10.7%
折旧摊销	783	887	1308	1234	1235	流动比率	2.6	2.7	2.7	3.1	3.8
财务费用	-209	-276	337	315	279	速动比率	2.6	2.7	2.7	3.1	3.8
应收帐款减少	0	0	1104	-306	-350	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3
投资活动现金流	-1810	216	846	1142	972	应收账款周转率	7.4	2.6	3.6	8.9	8.5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.3	7.2	6.6	10.3	14.0
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	1150	590	1066	1312	1142	每股收益(最新摊薄)	2.6	-0.7	-0.6	0.2	1.1
筹资活动现金流	-1481	-1702	-337	-457	-913	每股净现金流(最新摊薄)	0.8	-1.4	0.5	0.6	1.2
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	16.6	15.2	14.5	14.7	15.5
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	16.6	-65.6	-69.2	176.1	39.5
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.6	2.9	3.0	2.9	2.8
现金净增加额	1594	-2704	955	1239	2369	EV/EBITDA	9.9	-157.4	875.6	31.7	16.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，5 年投资研究经验，曾就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现担任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526