

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

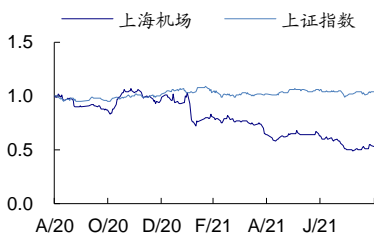
上海机场(600009)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,927/1,093
总市值/流通(百万元)	77,522/43,991
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	82.99/36.60

相关研究报告:

《上海机场-600009-2021 年一季报点评: 国门尚未开放, 阶段压力延续》——2021-04-29

《上海机场-600009-2020 年年报点评: 业绩落地, 静待国门开放》——2021-03-29

《上海机场-600009-20 年业绩预告点评: 新免税补充协议锁定近期业绩, 长期趋势依旧不改》——2021-02-01

《上海机场-600009-20 年三季报财报点评: 三季度业绩环比改善, 期待后续恢复》——2020-11-02

《上海机场-600009-财报点评: 二季度业绩转亏, 不改长期价值》——2020-08-30

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

 E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

亏损小幅收窄, 静待国门开放

● 上海机场中报亏损, 二季度小幅减亏

上海机场上半年营业收入 18.0 亿, 同比降 27%, 归母净利-7.41 亿。2Q 营业收入 9.35 亿, 同比升 12.1%, 归母净利-3.07 亿, 环比减亏。

● 国内线逐步放量, 带动营收逐步恢复

虽然国门暂未放开, 但上半年国内线客流同比增长 118%至 1749 万人次, 相比 19 年仅下降 7%, 其中 2Q 客流同比增 179%至 1112 万人次, 相比 2019 年上升 17.0%, 国内航线的发力带动公司单季度营收提升 12.1%。细分来看, 上半年航空性收入因业务量及结构变化同比明显上升, 但由于国际线客流仍然低迷及新免税合约生效, 免税收入 2.21 亿 (-5.29 亿), 非航收入同比仍明显下降, 其中商业租赁收入下降 68.9%。

● 费用成本整体波动不大, 业绩基本符合预期

机场成本相对稳定, 经租进表导致成本费用核算口径发生一定改变, 成本有所降低, 费用有所提高, 但营业总成本基本稳定, 为 32.95 亿, 同比微升 1.26 亿。由于航班量恢复, 公司投资收益恢复至 4.27 亿 (+2.41 亿), 整体来看业绩基本符合预期。

● 投资建议

机场投资更宜着眼长期, 其国际客流量垄断地位并未改变, 未来疫情消退机场免税再度启动招标之时, 如当前运营方提供的租金水平过低, 则机场方拥有选择权, 议价能力有望全面提升, 持续提升收入利润预期。考虑到国门放开时点难以预测, 增发落地时点尚不明确, 因此暂不修改盈利预测, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 国门开放慢于预期, 免税运营低于预期, 疫情反复
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,945	4,303	6,846	9,247	10,689
(+/-%)	17.5%	-60.7%	59.1%	35.1%	15.6%
净利润(百万元)	5030	-1267	431.05	2149.66	3007.57
(+/-%)	18.9%	-125.2%	-134.0%	398.7%	39.9%
摊薄每股收益(元)	2.61	-0.66	0.22	1.12	1.56
EBIT Margin	48.7%	-58.9%	-7.0%	17.9%	25.4%
净资产收益率(ROE)	15.7%	-4.3%	1.5%	6.9%	9.0%
市盈率(PE)	15.4	-61.2	179.8	36.1	25.8
EV/EBITDA	13.2	-66.8	97.4	28.4	21.3
市净率(PB)	2.42	2.65	2.61	2.49	2.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上海机场中报亏损，二季度小幅减亏

上海机场上半年营业收入 18.0 亿，同比降 27%，归母净利-7.41 亿。2Q 营业收入 9.35 亿，同比升 12.1%，归母净利-3.07 亿，环比减亏。

图 1：上海机场季度营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：上海机场季度归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内线逐步放量，带动营收逐步恢复

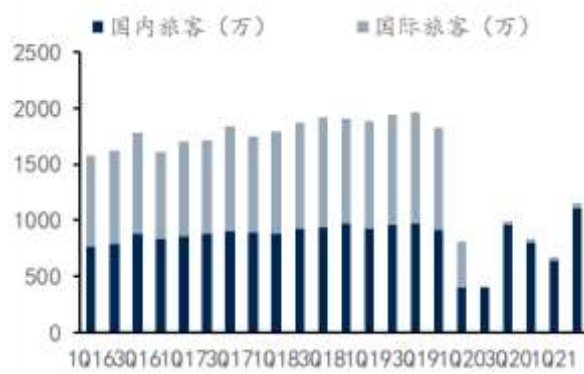
虽然国门暂未放开，但上半年国内线客流同比增长 118%至 1749 万人次，相比 19 年仅下降 7%，其中 2Q 客流同比增 179%至 1112 万人次，相比 2019 年上升 17.0%，国内航线的发力带动公司单季度营收提升 12.1%。细分来看，上半年航空性收入因业务量及结构变化同比明显上升，但由于国际线客流仍然低迷及新免税合约生效，免税收入 2.21 亿 (-5.29 亿)，非航收入同比仍明显下降，其中商业租赁收入下降 68.9%。

图 3：上海机场起降架次



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：上海机场旅客吞吐量



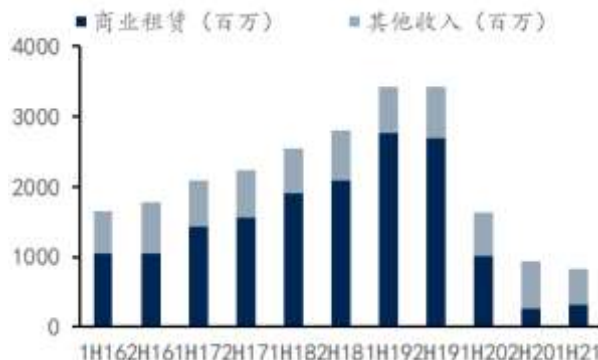
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：上海机场航空性收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：上海机场非航空性收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本压力略有缓解，费用因会计准则调整有所提高

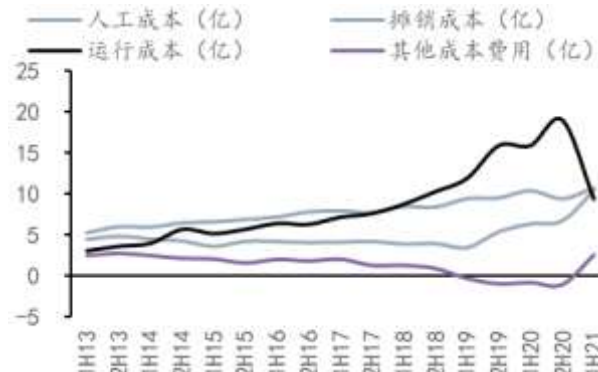
一季度公司营业成本 14.74 亿，环比 2020 年四季度下降 2.45 亿，成本压力略有缓解。费用端，公司销售及管理费用基本稳定，但财务费用因会计准则调整，经租进表确认利息费用导致有所上升，一季度为 9516 万，同比提高 1.40 亿。由于航班量及客流量环比下降，航油公司及广告公司贡献的投资收益大概率出现下滑，公司一季度投资收益 1.50 亿，环比四季度有所降低。综合来看，公司业绩基本符合预期。

图 7：上海机场营业总成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：上海机场成本分拆



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

机场投资更宜着眼长期，其国际客流量垄断地位并未改变，未来疫情消退机场免税再度启动招标之时，如当前运营方提供的租金水平过低，则机场方拥有选择权，议价能力有望全面提升，持续提升收入利润预期。考虑到国门放开时点难以预测，增发落地时点尚不明确，因此暂不修改盈利预测，维持“买入”评级。

风险提示

国门开放慢于预期，免税运营低于预期，疫情反复

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7656	9174	8981	8521	营业收入	4303	6846	9247	10689
应收款项	1660	1463	1647	1757	营业成本	6601	7026	7306	7648
存货净额	17	28	24	24	营业税金及附加	4	8	9	11
其他流动资产	492	445	462	534	销售费用	0	1	1	1
流动资产合计	9824	11110	11114	10837	管理费用	233	294	279	319
固定资产	19493	20576	23689	27750	财务费用	(276)	(210)	(190)	(110)
无形资产及其他	494	480	465	450	投资收益	590	836	977	1124
投资性房地产	424	424	424	424	资产减值及公允价值变动	0	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	2966	3166	3366	3566	其他收入	156	0	0	0
资产总计	33202	35756	39059	43028	营业利润	(1514)	564	2819	3944
短期借款及交易性金融负债	0	0	1654	3185	营业外净收支	(2)	1	1	1
应付款项	618	940	820	779	利润总额	(1516)	565	2820	3945
其他流动负债	3002	4793	4999	5296	所得税费用	(347)	119	592	828
流动负债合计	3620	5732	7474	9260	少数股东损益	98	16	78	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(1267)	431	2150	3008
其他长期负债	23	23	25	26					
长期负债合计	23	23	25	26	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3643	5756	7498	9286	净利润	(1267)	431	2150	3008
少数股东权益	343	354	409	485	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	29215	29647	31151	33257	折旧摊销	1320	1337	1346	1358
负债和股东权益总计	33202	35756	39059	43028	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(276)	(210)	(190)	(110)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1523)	2345	(108)	75
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	230	11	55	76
每股收益	-0.66	0.22	1.12	1.56	经营活动现金流	(1240)	4124	3442	4517
每股红利	0.88	0.00	0.33	0.47	资本开支	(512)	(2405)	(4445)	(5405)
每股净资产	15.16	15.39	16.17	17.26	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	-7%	-1%	5%	7%	投资活动现金流	452	(2605)	(4645)	(5605)
ROE	-4%	1%	7%	9%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	-53%	-3%	21%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	-59%	-7%	18%	25%	支付股利、利息	(1702)	0	(645)	(902)
EBITDA Margin	-28%	12%	32%	38%	其它融资现金流	1488	0	1654	1531
收入增长	-61%	59%	35%	16%	融资活动现金流	(1916)	0	1009	628
净利润增长率	-125%	-134%	399%	40%	现金净变动	(2704)	1519	(193)	(460)
资产负债率	12%	17%	20%	23%	货币资金的期初余额	10360	7656	9174	8981
息率	2.2%	0.0%	0.8%	1.2%	货币资金的期末余额	7656	9174	8981	8521
P/E	-61.2	179.8	36.1	25.8	企业自由现金流	(2670)	896	(1902)	(1831)
P/B	2.7	2.6	2.5	2.3	权益自由现金流	(1181)	1062	(98)	(213)
EV/EBITDA	-66.8	97.4	28.4	21.3					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032