

**证券研究报告—动态报告**

交通运输

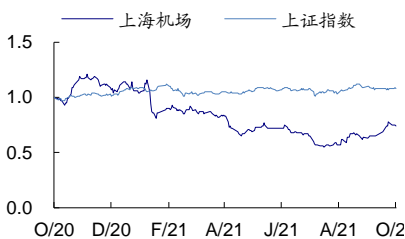
航空机场

**上海机场(600009)**
**买入**

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月24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)	96,464/54,739
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12个月最高/最低(元)	82.99/36.60

**相关研究报告:**

《上海机场-600009-2021年中报点评:亏损小幅收窄,静待国门开放》——2021-09-02  
 《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

**证券分析师:姜明**

电话:  
 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**

电话:  
 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**

# 亏损环比扩大,看好长期空间

**● 上海机场披露三季报**

上海机场披露 2021 年三季报,前三季度营业收入 27.5 亿,同比下降 20.1%,实现归母净利润-12.5 亿,其中第三季度营业收入 9.44 亿,同比下降 2.5%,实现归母净利润-5.1 亿,亏损幅度相比二季度稍有扩大。

**● 疫情导致暑运客流下滑,收入环比承压**

三季度因 7 月中旬起南京疫情扩散,民航客流整体出现显著下降,且国门尚未放开,公司受到明显冲击。三季度浦东机场航班起降架次 7.79 万,同比下降 18.8%,旅客吞吐量 723.9 万,同比下降 27.3%,预计公司航空主业收入同比出现一定下滑,叠加国际客流仍处低位,免税确认 1.49 亿收入,仍远低于疫情前,导致公司营收规模出现下降。

**● 成本费用整体波动不大,业绩基本符合预期**

三季度公司营业成本 16.6 亿,同比下降 0.5 亿。因收入环比承压,公司毛利润环比下滑。费用端,公司管理、财务费用均保持稳定。预计航油公司贡献投资收益环比下滑,公司三季度投资收益 1.81 亿,环比有所下降。受国门暂未开放及暑期疫情影响,公司业绩基本符合预期。

**● 投资建议**

枢纽机场的业绩绽放仍需等待国门放开,有朝一日疫情终将结束,国门终将开放,业绩终将回归。考虑到疫情影响持续,国门开放暂无明确时点,暂不考虑虹桥注入及增发,调整盈利预测,预计 2021-2023 年归母净利润-14.7 亿、0.4 亿、33.4 亿。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	3,932	5,841	10,521
(+/-%)	17.5%	-60.7%	-8.6%	48.5%	80.1%
净利润(百万元)	5030	-1267	-1469.94	3.51	3339.99
(+/-%)	18.9%	-125.2%	--	-100.2%	95028.3%
摊薄每股收益(元)	2.61	-0.66	-0.76	0.00	1.73
EBIT Margin	48.7%	-58.9%	-76.7%	-20.5%	29.9%
净资产收益率(ROE)	15.7%	-4.3%	-5.3%	0.0%	11.1%
市盈率(PE)	15.4	-61.2	-52.7	22079.4	23.2
EV/EBITDA	13.2	-66.8	-48.8	929.9	20.3
市净率(PB)	2.42	2.65	2.79	2.79	2.58

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

### 上海机场披露三季报，三季度亏损幅度小幅扩大

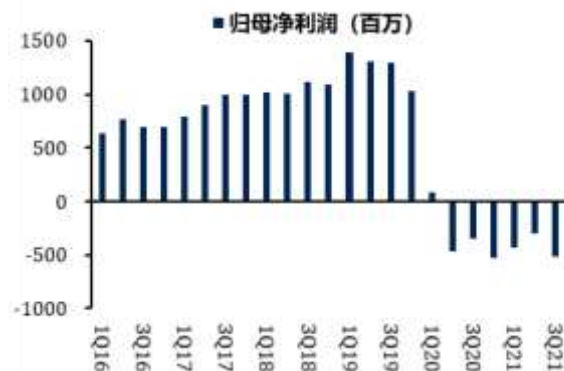
上海机场披露 2021 年三季报，前三季度营业收入 27.5 亿，同比下降 20.1%，实现归母净利润-12.5 亿，其中第三季度营业收入 9.44 亿，同比下降 2.5%，实现归母净利润-5.1 亿，亏损幅度相比二季度稍有扩大。

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

### 疫情导致暑运客流下滑，收入环比承压

三季度因 7 月中旬起南京疫情扩散，民航客流整体出现显著下降，且国门尚未放开，公司客流受到明显冲击。三季度浦东机场航班起降架次 7.79 万，同比下降 18.8%，其中国内线航班起降架次 5.62 万，同比下降 24.3%，国际及地区航线起降架次 2.17 万，同比升 5.7%；吞吐量方面，三季度浦东机场旅客吞吐量 723.9 万，同比下降 27.3%，其中国内航线 674.1 万，同比下降 30.1%，国际及地区航线 55.9 万，同比上升 78.7%。

因客流量下降，我们认为公司航空主业收入同比出现一定下滑，叠加国际客流仍处低位，免税确认 1.49 亿收入，同比提升约 0.69 亿，但仍远低于疫情前，导致公司营收规模出现下降。

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

### 成本呈现刚性，毛利润下降，费用稳定，归母业绩符合预期

机场成本呈现刚性，三季度公司营业成本 16.6 亿，环比提高 1.65 亿，同比下降 0.5 亿。因收入环比承压，公司毛利润水平环比出现下滑，三季度为-7.2 亿，环比下降 1.6 亿，同比提升 0.25 亿。费用端，公司管理、财务费用均保持稳定，分别为 0.63 亿，1.08 亿，环比分别下降 0.01 亿和 0.03 亿。

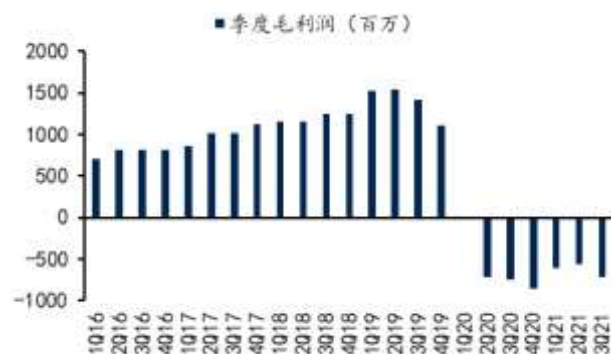
三季度因航班量环比下降，预计航油公司贡献投资收益环比下滑，公司三季度投资收益 1.81 亿，环比下降 0.96 亿，同比提高 0.10 亿。整体来看，受国门暂未开放及暑期疫情影响，公司业绩基本符合预期。

图 5：上海机场季度营业成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：上海机场季度毛利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议

目前国内疫情散发，国内防疫政策暂未放松，国门开放尚需等待，预计四季度大概率仍延续亏损。枢纽机场的业绩绽放仍需等待国门放开，我们无法预期国门开放的具体时点，但随着全球疫苗接种率的不断提高，有朝一日疫情终将结束，国门终将开放，业绩终将回归。

机场客流入口的垄断地位并未因疫情而改变，而近期疫情前国际客不足 300 万的郑州机场 T2 出境店招标，中出服力压中免获取经营权说明机场免税招标仍在吸引多方竞争，而出境店 27% 的扣点率或许在一定程度上说明即便在海南离岛免税大幅扩张的当下，一旦疫情恢复，机场免税合理扣点率仍大概率在 30% 以上，机场流量仍具备相当强的流量变现能力。

考虑到疫情持续时间超出前期预期，国门开放暂无明确时间点但国门一旦选择放开，客流恢复可能快于我们前期预期。暂不考虑虹桥注入对业绩的增厚及增发摊薄，我们下调公司 2021-2022 年盈利预测，自 4.3 亿、21.5 亿下调至-14.7 亿、0.4 亿，自 30.1 亿上调 2023 年盈利预测 10% 至 33.4 亿。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	8927	8981	8521	营业收入	4303	3932	5841	10521
应收款项	1660	840	1040	1730	营业成本	6601	6766	6851	7050
存货净额	17	27	22	22	营业税金及附加	4	4	6	11
其他流动资产	492	256	292	526	销售费用	0	0	1	1
<b>流动资产合计</b>	<b>9824</b>	<b>10050</b>	<b>10335</b>	<b>10799</b>	管理费用	233	177	183	314
固定资产	19493	20622	23787	27905	财务费用	(276)	(207)	(85)	51
无形资产及其他	494	480	465	450	投资收益	590	879	1119	1287
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
<b>资产总计</b>	<b>33202</b>	<b>34743</b>	<b>38378</b>	<b>43145</b>	营业利润	(1514)	(1929)	4	4380
短期借款及交易性金融负债	0	1238	4938	7070	营业外净收支	(2)	1	1	1
应付款项	618	904	765	712	<b>利润总额</b>	<b>(1516)</b>	<b>(1928)</b>	<b>5</b>	<b>4381</b>
其他流动负债	3002	4526	4597	4860	所得税费用	(347)	(405)	1	920
<b>流动负债合计</b>	<b>3620</b>	<b>6668</b>	<b>10299</b>	<b>12642</b>	少数股东损益	98	(53)	0	121
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1267)</b>	<b>(1470)</b>	<b>4</b>	<b>3340</b>
其他长期负债	23	23	25	26					
<b>长期负债合计</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3643</b>	<b>6691</b>	<b>10324</b>	<b>12668</b>	净利润	(1267)	(1470)	4	3340
少数股东权益	343	306	306	391	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	29215	27746	27748	30086	折旧摊销	1320	1290	1295	1302
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33202</b>	<b>34743</b>	<b>38378</b>	<b>43145</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(276)	(207)	(85)	51
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1523)	2855	(298)	(711)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	230	(37)	0	85
每股收益	-0.66	-0.76	0.00	1.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1240)</b>	<b>2638</b>	<b>1000</b>	<b>4015</b>
每股红利	0.88	0.00	0.00	0.52	资本开支	(512)	(2405)	(4445)	(5405)
每股净资产	15.16	14.40	14.40	15.61	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	-7%	-9%	-3%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>452</b>	<b>(2605)</b>	<b>(4645)</b>	<b>(5605)</b>
ROE	-4%	-5%	0%	11%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	-53%	-72%	-17%	33%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	-59%	-77%	-21%	30%	支付股利、利息	(1702)	0	(1)	(1002)
EBITDA Margin	-28%	-44%	2%	42%	其它融资现金流	1488	1238	3700	2132
收入增长	-61%	-9%	49%	80%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1916)</b>	<b>1238</b>	<b>3699</b>	<b>1130</b>
净利润增长率	-125%	--	-100%	95028%	<b>现金净变动</b>	<b>(2704)</b>	<b>1271</b>	<b>54</b>	<b>(460)</b>
资产负债率	12%	20%	28%	30%	货币资金的期初余额	10360	7656	8927	8981
息率	2.2%	0.0%	0.0%	1.3%	货币资金的期末余额	7656	8927	8981	8521
P/E	-61.2	-52.7	22079.4	23.2	企业自由现金流	(2670)	(642)	(4397)	(2330)
P/B	2.7	2.8	2.8	2.6	权益自由现金流	(1181)	760	(630)	(239)
EV/EBITDA	-66.8	-48.8	929.9	20.3					

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。

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。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