

上海机场（600009）：收购虹桥有助减亏，国际航线重开还有较大不确定性

2022年4月18日

中性/维持

上海机场 公司报告

事件：公司2021年实现营收37.28亿元，同比下降13.4%，归母净利润为-17.1亿元，较去年同期的-12.7亿继续扩大。公司亏损的主要原因是疫情反复导致国际航线无法正常运作。

国内航线需求恢复至19年80%以上，但国际线受限严重：国内需求方面，浦东机场全年实现国内旅客吞吐量3053万人次，恢复到19年的81.1%，较20年同期的2561万人次也有提升。但国际线方面（不包括港澳台），全年旅客吞吐量仅82万人次，远低于19年的3240万人次，也低于20年同期的410万人次（2020年前2个月未实施“五个一”）。国际线受限依旧是公司面临的最严重考验，因为这关系到公司最大的盈利来源免税业务。

新免税协议全年仅贡献收入4.68亿元：公司与中免签订了免税补充协议，新协议下，免税收入不再挂钩于机场的免税销售额，而是与公司国际旅客吞吐量直接相关。因此在目前情况下，公司能够获得的免税收入远低于疫情前。全年贡献收入仅4.68亿元。

人工成本与财务费用有较大提升：本年度公司成本中提升最大的是人工成本。公司在职人工数量基本持平，但人工成本由19.68亿元提升至21.74亿元，提升超10%，主要是由于本期员工社保支持同比增加。

公司财务费用大幅提升主要是由于会计准则变更，租赁的资产以使用权资产的形式入表，导致公司使用权资产增加167亿元。原来公司应支付给机场集团的场地租赁费拆分为场地租金与租赁负债利息支出两部分。本期公司承担租赁负债利息支出约5.7亿元，导致财务费用由去年的-2.8亿元提升到今年的4.3亿元。

投资收益符合预期：公司全年实现投资收益共计7.8亿元，较去年同期的5.9亿元提升约32%。德高动量贡献投资收益1.82亿元，略低于去年同期；航油公司贡献收益1.93亿元，较去年同期增长27%。

注入虹桥机场能够加快扭亏进程：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。粗略估计收购在非疫情时期能为公司带来超10亿的利润增量，疫情影响下也能有5-6亿的利润增量，大大加快公司扭亏的进程。收购作价191亿元，符合预期。

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2022-2024年净利润分别为-12.3、10.3和30.1亿元，对应EPS分别为-0.64、0.53和1.56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

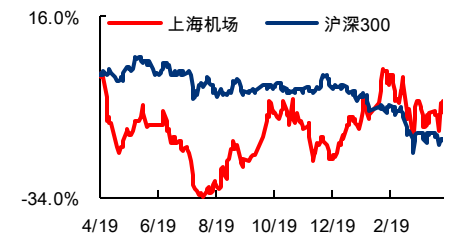
公司简介：

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）

交易数据

52周股价区间（元）	57.79-37.52
总市值（亿元）	1,015.7
流通市值（亿元）	576.37
总股本/流通A股（万股）	192,696/192,696
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.88

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,303.5	3,727.8	4,168.3	7,442.1	9,962.1
增长率(%)	-60.68%	-13.38%	11.82%	78.54%	33.86%
归母净利润(百万元)	(1,266.7)	(1,710.9)	(1,230.7)	1,027.4	3,008.9
增长率(%)	-122.21%	38.83%	-29.05%	-199.66%	174.82%
净资产收益率(%)	-4.34%	-6.22%	-4.68%	3.81%	10.34%
每股收益(元)	(0.66)	(0.89)	(0.64)	0.53	1.56
PE	(79.86)	(59.22)	(82.53)	98.86	33.76
PB	3.48	3.69	3.87	3.76	3.49

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		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	9824	11593	11782	14259	18377	营业收入	4303	3728	4168	7442	9962
货币资金	7656	9941	10699	12718	16482	营业成本	6601	6077	6126	6426	6663
应收账款	1648	1144	571	1019	1365	营业税金及附加	4	6	10	19	25
其他应收款	12	10	12	21	28	营业费用	0	0	0	1	1
预付款项	6	7	7	7	7	管理费用	233	258	156	186	249
存货	17	25	27	28	29	财务费用	-276	435	294	266	208
其他流动资产	388	383	383	383	383	研发费用	0	-17	0	0	0
非流动资产合计	23378	39833	37162	34213	30947	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	2966	3081	3081	3081	3081	公允价值变动收益	590	777	870	893	1160
固定资产	19039	18019	16973	15882	14776	投资净收益	-1514	-2275	-1535	1452	3990
无形资产	494	452	-368	-1246	-2309	加:其他收益	1	1	0	0	0
其他非流动资产	1	2	0	0	0	营业利润	3	5	0	0	0
资产总计	33202	51426	48944	48472	49324	营业外收入	-1516	-2280	-1535	1452	3990
流动负债合计	3620	7967	7439	7107	6805	营业外支出	-347	-658	-384	305	838
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	-1169	-1622	-1151	1147	3152
应付账款	618	716	587	616	639	所得税	98	89	80	120	144
预收款项	130	173	173	173	173	净利润	-1267	-1711	-1231	1027	3009
一年内到期的非流动负债	0	800	800	800	800	少数股东损益	-499	-529	845	3868	6538
非流动负债合计	23	15753	14950	13971	12875	归属母公司净利润	-188.3	-174.9	108.4	23.2	13.1
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	3643	23720	22389	21078	19680	成长能力					
少数股东权益	343	201	281	401	544	营业收入增长	-60.7%	-13.4%	11.8%	78.5%	33.9%
实收资本(或股本)	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	-122.7	50.3%	-32.6%	-194.6%	174.8%
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润增长	-28.1%	-183.5%	-28.1%	-183.5%	192.9%
未分配利润	23403	21692	20462	21181	23287	获利能力					
归属母公司股东权益合计	29215	27505	26274	26993	29099	毛利率(%)	-53.4%	-63.0%	-47.0%	13.7%	33.1%
负债和所有者权益	33202	51426	48944	48472	49324	净利率(%)	-27.2%	-43.5%	-27.6%	15.4%	31.6%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)					
						偿债能力					
经营活动现金流	-1218	311	401	1880	3885	资产负债率(%)	11.0%	46.1%	45.7%	43.5%	39.9%
净利润	-1169	-1622	-1151	1147	3152	流动比率	2.7	1.5	1.6	2.0	2.7
折旧摊销	876	1291	1312	2091	2155	速动比率	2.7	1.5	1.6	2.0	2.7
财务费用	-276	435	294	266	208	营运能力					
应收账款减少	0	0	572	-448	-345	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	2.6	2.7	4.9	9.4	8.4
投资活动现金流	216	-858	651	713	990	应付账款周转率	7.2	5.6	6.4	12.4	15.9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.7	-0.9	-0.6	0.5	1.6
投资收益	590	777	870	893	1160	每股净现金流(最新摊薄)	-1.4	1.2	0.4	1.0	2.0
筹资活动现金流	-1702	2833	-294	-574	-1111	每股净资产(最新摊薄)	15.2	14.3	13.6	14.0	15.1
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	-79.9	-59.2	-82.5	98.9	33.8
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.5	3.7	3.9	3.8	3.5
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-188.3	-174.9	108.4	23.2	13.1
现金净增加额	-2704	2285	759	2018	3765						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	上海机场：国内起降利润弹性有限，静待国际航线逐步放开	2021-09-01
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 2 月数据点评：2 月数据优于去年同期，但 3、4 月行业面临严峻挑战	2022-3-20
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 1 月数据点评：春运情况优于去年，春秋数据表现较好	2022-2-18
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 12 月数据点评：需求缓慢恢复，春节+冬奥导致防疫趋严	2022-01-18
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 11 月数据点评：客运严重承压，但国际货运需求旺盛	2021-12-17
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 9 月数据点评：需求逐步恢复，但局部疫情影响复苏进度	2021-10-19

资料来源：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，6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。现兼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、未来也将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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

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