

上海机场 (600009.SH)

全年亏损小幅扩大，看好国门重启后枢纽机场投资价值

核心观点

上海机场披露 2021 年报。2021 年全年营业收入 37.3 亿，同比下降 13.4%，实现归母净利润-17.1 亿，亏损幅度小幅扩大。

国际线维持低位，客流整体下滑，营收承压。2021 年上海浦东机场航班起降架次 34.5 万架次，同比增 7.8%，旅客吞吐量 3221 万人次，同比增 5.7%，货邮吞吐量 398.3 万吨，同比增 8.3%。由于增量旅客主要由国内线贡献，国际客流量进一步降低，拖累免税租金收入，为 4.86 亿元，同比下降 6.7 亿。公司航空性收入同比增 7.2%至 18.5 亿，但非航收入下降 27.2%至 18.8 亿。整体收入 37.3 亿，同比降 13.4%。

成本基本稳定，业绩下滑基本符合预期。2021 年公司营业成本 60.8 亿，同比下降 7.9%，细分来看，公司人工成本略有提高，运行成本因经租进表，租金费用下降而显著降低，摊销成本因经租进表折旧费用增长有所提高。全年公司毛利率-63.0%，同比下降 9.6pct。费用端，公司管理费用绝对金额小幅增长，且因收入下滑，费用率有所上升，财务费用因经租进表产生利息，费用率显著提升。

公司的主要参股公司中，油料公司实现净利润 5.07 亿，同比有所提高，地服公司净利润 0.12 亿，实现扭亏，广告公司净利润 1.81 亿，同比小幅下降，公司投资收益 7.77 亿，同比提高 1.87 亿。总体来看，因国际线低迷，公司业绩下滑基本符合预期。

风险提示：宏观经济下滑，疫情持续超预期，免税销售不及预期。

投资建议：当前政策层面坚持“动态清零”，预计上海浦东机场国际线客流量仍阶段性低迷。如有朝一日政策转变，预计上海机场国际线旅客量将迅猛回升，拉动航空及非航收入回归常态并再创新高。在不考虑免税合约重谈及增发收购虹桥机场及物流公司的前提下，鉴于国门开放时点延后，相比于前次报告，自 3.5 亿、33.4 亿分别下调 2022-2023 年盈利预测至-13.6 亿、12.3 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司归母净利润 42.3 亿。我们持续看好枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位和机场免税长期发展空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,303	3,728	4,401	8,014	11,946
(+/-%)	-60.7%	-13.4%	18.1%	82.1%	49.1%
净利润(百万元)	-1267	-1711	-1357.17	1225.15	4231.72
(+/-%)	-125.2%	35.1%	--	-190.3%	245.4%
每股收益(元)	-0.66	-0.89	-0.70	0.64	2.20
EBIT Margin	-58.9%	-70.1%	-50.3%	14.0%	41.2%
净资产收益率 (ROE)	-4.3%	-6.2%	-5.2%	4.5%	14.1%
市盈率 (PE)	-80.2	-59.4	-74.8	82.9	24.0
EV/EBITDA	-86.6	-97.8	-674.8	41.7	19.3
市净率 (PB)	3.48	3.69	3.88	3.76	3.39

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

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	72.86 - 72.86 元
收盘价	52.71 元
总市值/流通市值	101572/57612 百万元
52 周最高价/最低价	59.08/36.60 元
近 3 个月日均成交额	893.49 百万元

市场走势



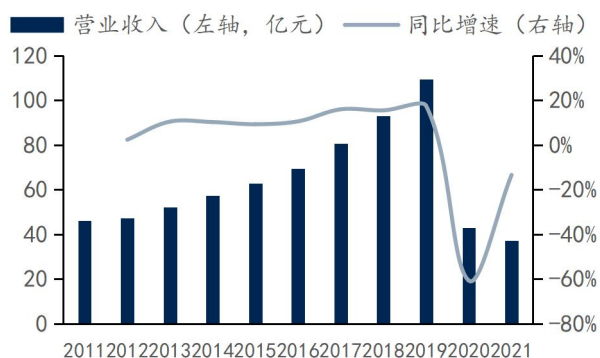
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《上海机场-600009-重大事件快评：收购方案细则披露，虹浦两场合二为一》——2021-12-01
- 《上海机场-600009-2021 年三季报点评：亏损环比扩大，看好长期空间》——2021-10-24
- 《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

上海机场披露 2021 年报。2021 年全年营业收入 37.3 亿，同比下降 13.4%，实现归母净利润-17.1 亿，亏损幅度小幅扩大。

图1：上海机场营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

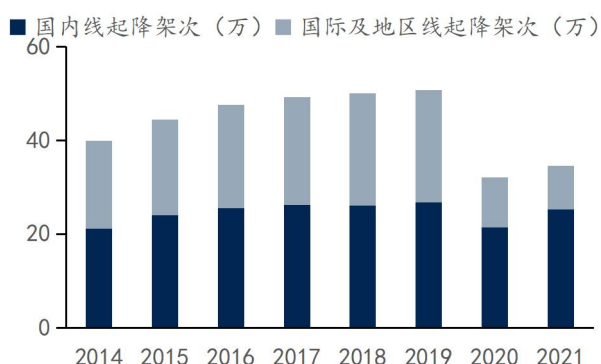
图2：上海机场归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

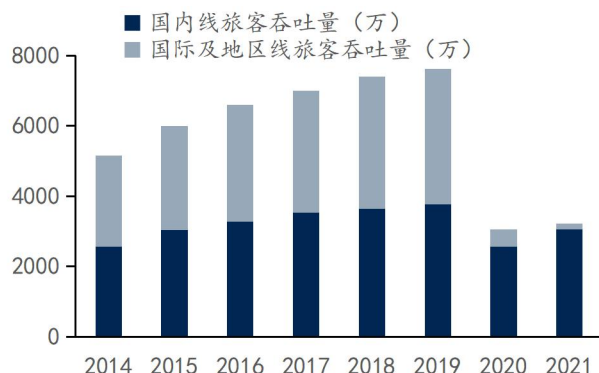
国际线维持低位，客流整体下滑，营收承压。2021 年上海浦东机场航班起降架次 34.5 万架次，同比增 7.8%，旅客吞吐量 3221 万人次，同比增 5.7%，货邮吞吐量 398.3 万吨，同比增 8.3%。由于增量旅客主要由国内线贡献，国际客流量进一步降低，拖累免税租金收入，为 4.86 亿元，同比下降 6.7 亿。公司航空性收入同比增 7.2%至 18.5 亿，但非航收入下降 27.2%至 18.8 亿。整体收入 37.3 亿，同比降 13.4%。

图3：上海机场航班起降架次



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

成本基本稳定, 业绩下滑基本符合预期。2021 年公司营业成本 60.8 亿, 同比下降 7.9%, 细分来看, 公司人工成本略有提高, 运行成本因经租进表, 租金费用下降而显著降低, 摊销成本因经租进表折旧费用增长有所提高。全年公司毛利率-63.0%, 同比下降 9.6pct。费用端, 公司管理费用绝对金额小幅增长, 且因收入下滑, 费用率有所上升, 财务费用因经租进表产生利息, 费用率显著提升。

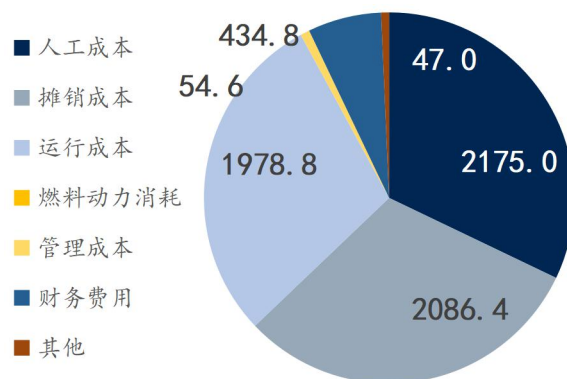
公司的主要参股公司中, 油料公司实现净利润 5.07 亿, 同比有所提高, 地服公司净利润 0.12 亿, 实现扭亏, 广告公司净利润 1.81 亿, 同比小幅下降, 公司投资收益 7.77 亿, 同比提高 1.87 亿。总体来看, 因国际线低迷, 公司业绩下滑基本符合预期。

图7: 上海机场营业成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 上海机场 2021 年成本结构 (百万)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 当前政策层面坚持“动态清零”, 预计上海浦东机场国际线客流量仍阶段性低迷。如有朝一日政策转变, 预计上海机场国际线旅客量将迅猛回升, 拉动航空及非航收入回归常态并再创新高。在不考虑免税合约重谈及增发收购虹桥机场及物流公司的前提下, 鉴于国门开放时点延后, 相比于前次报告, 自 3.5 亿、

33.4 亿分别下调 2022-2023 年盈利预测至-13.6 亿、12.3 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司归母净利润 42.3 亿。我们持续看好枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位和机场免税长期发展空间，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，疫情持续超预期，免税销售不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	7656	9941	9319	8972	9410	营业收入	4303	3728	4401	8014	11946
应收款项	1660	1154	940	1427	1964	营业成本	6601	6077	6351	6511	6681
存货净额	17	25	21	18	18	营业税金及附加	4	6	4	8	12
其他流动资产	492	473	440	641	717	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	9824	11593	10721	11058	12109	管理费用	233	258	260	371	329
固定资产	19493	19281	21722	25119	29610	财务费用	(276)	435	505	635	699
无形资产及其他	494	452	439	426	413	投资收益	590	777	932	1109	1314
投资性房地产	424	17020	17020	17020	17020	资产减值及公允价值变动	0	17	6	8	10
长期股权投资	2966	3081	3281	3481	3681	其他收入	156	(21)	0	0	0
资产总计	33202	51426	53182	57104	62832	营业利润	(1514)	(2275)	(1781)	1606	5550
短期借款及交易性金融负债	0	800	5828	8471	10949	营业外净收支	(2)	(5)	1	1	1
应付款项	618	716	596	617	576	利润总额	(1516)	(2280)	(1780)	1607	5551
其他流动负债	3002	6451	4591	4860	4982	所得税费用	(347)	(658)	(374)	337	1166
流动负债合计	3620	7967	11015	13948	16507	少数股东损益	98	89	(49)	44	153
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(1267)	(1711)	(1357)	1225	4232
其他长期负债	23	15753	15853	15953	16053						
长期负债合计	23	15753	15853	15953	16053	现金流量表（百万元）					
负债合计	3643	23720	26868	29901	32559	净利润	(1267)	(1711)	(1357)	1225	4232
少数股东权益	343	201	167	198	305	资产减值准备	0	17	(2)	(2)	(2)
股东权益	29215	27505	26147	27005	29967	折旧摊销	1320	1332	2024	2030	2040
负债和股东权益总计	33202	51426	53182	57104	62832	公允价值变动损失	0	(17)	(6)	(8)	(10)
						财务费用	(276)	435	505	635	699
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1523)	3214	(1632)	(296)	(433)
每股收益	(0.66)	(0.89)	(0.70)	0.64	2.20	其它	230	88	(33)	33	109
每股红利	0.88	0.16	0.00	0.19	0.66	经营活动现金流	(1240)	2923	(1005)	2983	5935
每股净资产	15.16	14.27	13.57	14.01	15.55	资本开支	0	(1079)	(4445)	(5405)	(6505)
ROIC	-7%	-7%	-6%	3%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-4%	-6%	-5%	5%	14%	投资活动现金流	964	(1193)	(4645)	(5605)	(6705)
毛利率	-53%	-63%	-44%	19%	44%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	-59%	-70%	-50%	14%	41%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-28%	-34%	-4%	39%	58%	支付股利、利息	(1702)	(315)	0	(368)	(1270)
收入增长	-61%	-13%	18%	82%	49%	其它融资现金流	976	1185	5028	2643	2478
净利润增长率	-125%	35%	—	-190%	245%	融资活动现金流	(2428)	555	5028	2275	1209
资产负债率	12%	47%	51%	53%	52%	现金净变动	(2704)	2285	(622)	(347)	439
息率	1.7%	0.3%	0.0%	0.4%	1.2%	货币资金的期初余额	10360	7656	9941	9319	8972
P/E	(80.2)	(59.4)	(74.8)	82.9	24.0	货币资金的期末余额	7656	9941	9319	8972	9410
P/B	3.5	3.7	3.9	3.8	3.4	企业自由现金流	0	1608	(5802)	(2783)	(1009)
EV/EBITDA	(86.6)	(97.8)	(674.8)	41.7	19.3	权益自由现金流	0	2793	(778)	(286)	1233

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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