

上海机场（600009）

百年门户，静待花开

增持（首次）

2022年05月27日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璋

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,728	5,150	12,191	13,987
同比	-13%	38%	137%	15%
归属母公司净利润（百万元）	-1,711	-2,157	2,164	3,341
同比	-35%	-26%	200%	54%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.89	-1.12	1.12	1.73
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	-	43.95	28.46

投资要点

- 内地最大空中口岸，疫情前年起降架次超 50 万，旅客吞吐量超 7600 万：**上海作为我国最大经济中心城市，辐射最具经济活力、开放程度最高的长三角地区。浦东机场定位大型复合国际枢纽机场，是内地最大空中口岸，承载我国内地最多的国际及地区航班。国际+地区旅客吞吐量多年全国第一，2019 年占比高达 48%，为客流结构最优质口岸，在三大门户枢纽机场中变现能力、盈利能力最佳。疫情以来主营业务量价均受压制。
- 收购虹桥机场资产，上海两场经营管理权合二为一，有利于资源统一配置：**资产注入完成后，上市公司拥有资产包括（1）浦东机场、虹桥机场、物流公司经营管理权（2）浦东机场 T1 航站楼、第一跑道、第四跑道等自有土地使用权。
- 由于国际客流的大幅下滑，上海机场与免税商于 2021 年初友好商定并公告了免税合同的补充协议：**由之前的“保底+扣点”形式调整为“流量挂钩+封顶”模式。我们认为上海机场和中免签署的免税合同补充协议显示了上海机场对免税业务的重视和稳固第一大免税销售口岸的决心和执行力。上海机场免税店有望成为恢复国际通航后免税品销售的主阵地。
- 议价权的回归始于流量的回归：**线下商业流量为基，在当前抗击疫情攻坚战阶段，机场行业的客流承压导致的议价权边际下行在未来居民生产生活有序复苏、客流有序恢复的过程中有望回归。在客流、单客贡献恢复的过程中机场行业将整体进入业绩恢复期，在与免税商的租金谈判或下一轮招投标中议价权的回归有望释放业绩弹性。
- 短看国际航线恢复，长看长三角区域一体化发展：**上海国际航空枢纽建设是长三角区域一体化发展中重要基础设施建设项目。《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》明确提出“合力打造世界级机场群”，要求“巩固提升上海国际航空枢纽地位，增强面向长三角、全国乃至全球的辐射能力。长三角地区蓬勃发展的经济、开放包容的商业环境和旺盛的居民消费能力是上海机场及集团产业版图持续扩张的长期支撑。
- 盈利预测与投资评级：**基于当前租金协议下我们预测上海机场 2022-2024 年归母净利润为-21.6/21.6/33.4 亿元，2023-2024 年归母净利润对应 PE 为 44/28 倍，考虑虹桥资产注入后股本扩张至 24.9 亿股，对应 PE 为 57/37 倍。作为中国最大空中口岸，短期由于新冠疫情受损，中期随国际复航、出行复苏实现业绩恢复，议价权的回归有望释放业绩弹性，长期受益于长三角一体化发展，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济风险、其他运输方式竞争的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.35
一年最低/最高价	37.52/57.79
市净率(倍)	3.52
流通 A 股市值(百万元)	53,963.06
总市值(百万元)	95,095.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.01
资产负债率(%，LF)	44.46
总股本(百万股)	1,926.96
流通 A 股(百万股)	1,093.48

相关研究

内容目录

1. 上海机场：百年门户，世界枢纽	5
1.1. 上海机场历史沿革	5
1.2. 虹桥机场资产注入方案一览	8
1.3. 上海机场资产梳理	9
2. 航空性业务：内地最大空中口岸，受疫情影响暂承压	10
3. 非航业务：旅客结构决定变现效率，静待疫后复苏释放弹性	14
3.1. 非航业务拆分：商业租赁收入随旅客结构变化	14
3.2. 免税租金补充协议详解	15
3.3. 参控股公司：德高动量及航空油料贡献主要投资收益	19
4. 机场行业：客流结构独占鳌头，商业变现静待花开	20
4.1. 客流结构独占鳌头	20
4.2. 商业变现静待花开	21
5. 财务分析与业务展望：净利润随客流波动弹性较大	22
5.1. 财务分析：成本费用相对稳定，净利润跟随收入波动	22
5.2. 业务展望：短看国际航线恢复，长看长三角区域一体化发展	23
5.2.1. 国际旅游复苏展望：出境游黎明前夕	23
5.2.2. 上海机场集团在长三角地区一体化发展中承担重要任务	24
6. 盈利预测与投资建议	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 投资建议	27
7. 风险提示	28

图表目录

图 1:	上海机场发展历程.....	5
图 2:	2003 年上海机场与母公司机场集团签订《资产置换协议》.....	6
图 3:	浦东机场航站楼与卫星厅布局.....	7
图 4:	浦东机场五条跑道布局.....	7
图 5:	浦东机场 T3 航站楼规划示意图.....	7
图 6:	德高动量股权结构图（截至 2022 年 4 月）.....	9
图 7:	上海机场股权结构图（资产注入完成后，考虑募集配套资金）.....	10
图 8:	2016-2021 年浦东机场起降架次及同比增速.....	10
图 9:	2016-2021 年浦东机场旅客吞吐量及同比增速.....	11
图 10:	2016-2021 年浦东机场单机旅客人次及同比增速.....	11
图 11:	2016-2021 年浦东机场货邮吞吐量及同比增速.....	12
图 12:	2017-2021 年浦东机场架次相关收入及单架次收入.....	13
图 13:	2016-2021 年浦东机场旅客及货邮相关收入及单旅客收入.....	14
图 14:	2017-2021 年浦东机场收入结构（亿元）及非航空性收入占总营收比重.....	14
图 15:	2017-2021 年浦东机场非航空性收入及同比增速.....	15
图 16:	2017-2021 年日上上海向浦东机场支付租金及占非航业务收入的比例.....	15
图 17:	原合同约定的保底金额.....	16
图 18:	2020 年 3 月以来每月国际客流与 2019 年同期之比不超过 10%.....	17
图 19:	新旧两种方案在不同客国际客流条件下 2022 年的应计当月租金曲线模拟.....	18
图 20:	2016-2021 年德高动量营业收入及增速.....	19
图 21:	2016-2021 年德高动量净利润及增速.....	19
图 22:	2016-2021 年航空油料营业收入及增速.....	19
图 23:	2016-2021 年航空油料净利润及增速.....	19
图 24:	2016-2021 年德高动量及航空油料对投资收益贡献情况（单位：亿元）.....	20
图 25:	2019-2021 年三机场旅客吞吐量（万人次）.....	20
图 26:	2019-2021 年三机场国际+地区旅客吞吐量占比.....	20
图 27:	2019-2021 年首都及浦东机场非航业务收入（亿元）.....	21
图 28:	2019-2021 年非航业务单客贡献收入（元/人次）.....	21
图 29:	2016-2021 年上海机场营业总成本拆分.....	22
图 30:	2016-2021 年上海机场营业总成本及增速.....	22
图 31:	2016-2021 年上海机场及可比公司毛利率.....	22
图 32:	2016-2021 年上海机场及可比公司归母净利率.....	22
图 33:	2016-2021 年上海机场及可比公司摊薄 ROE.....	23
图 34:	全球范围旅行限制逐步有序放宽.....	24
图 35:	国际航空运输协会预测 2023 年全球航空旅客数量恢复至 2019 年的 105%.....	24
图 36:	上海市区位图及长三角城市群示意图.....	25
图 37:	2035 年上海航空枢纽设计年客运量和货运吞吐量及 2019/2021 年实际值.....	26
表 1:	浦东机场主要扩建项目概况（第四跑道资产注入前）.....	6
表 2:	上海机场注入资产明细（单位：亿元）.....	8
表 3:	上海机场收购虹桥机场交易要素.....	8

表 4: 上海机场与机场集团主要资产梳理 (资产注入完成后)	9
表 5: 浦东机场航空性收费标准	12
表 6: 虹桥机场航空性收费标准	13
表 7: 上海机场免税合同补充协议对月实收费用确定方式	16
表 8: 保底对应的客流区间表	17
表 9: 疫情前 (2020 年之前) 首都机场、浦东机场、白云机场免税业务租金条款	21
表 10: 上海机场关键经营数据假设及收入拆分预测	27
表 11: 可比公司估值表	28

1. 上海机场：百年门户，世界枢纽

1.1. 上海机场历史沿革

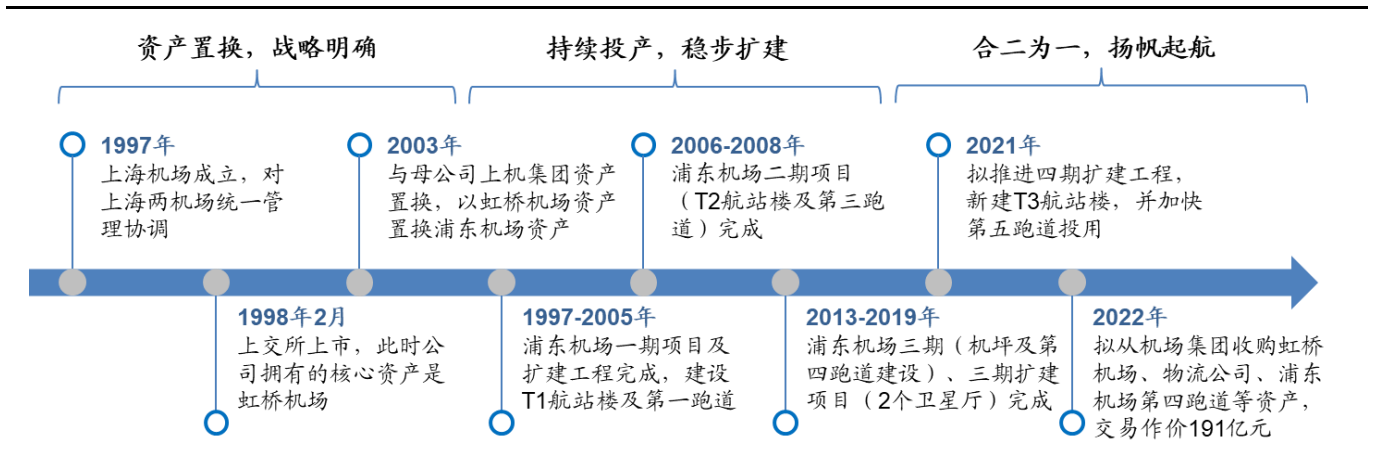
上海机场上市公司运营管理中国三大国际机场之一的浦东国际机场。上海浦东国际机场是国内重要的综合性交通枢纽。疫情以来，上海机场作为“外防输入”守道防线，承担了全国航空客运出入境吞吐量的 1/3，货运出入境吞吐量的 1/2，在逆境中展现强大韧性。

百年机场，百年征程。上海机场的发展历程是围绕着上海两大机场——虹桥机场和浦东机场而展开的：

- 上海虹桥机场：前身可追溯至 1907 年的军用机场，后于 1963 年改建为军民合用机场，并于 1963 年被国务院批准为民用机场。
- 上海浦东机场：国务院和中央军委 1995 年批准建设浦东机场。1999 年浦东机场正式通航。2001 年，《中国民用航空发展“十五”计划和十年规划》中指出，浦东机场定位国际大型航空枢纽。2002 年，上海航班逐步实现东移，浦东机场承载了全部国际和港澳地区航班以及部分国内航班。

复盘上海机场的发展历程，主要包括以下三个阶段：

图1：上海机场发展历程



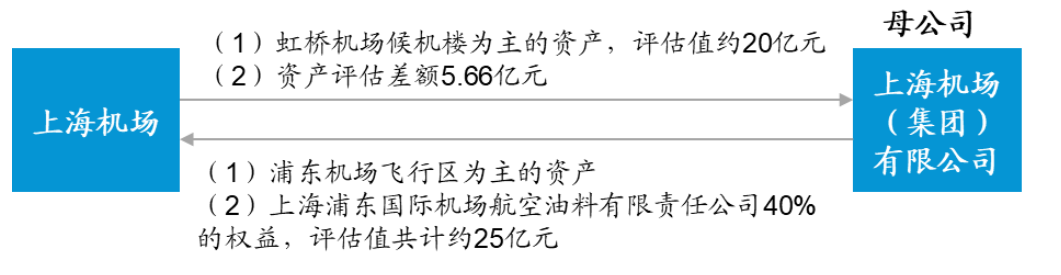
数据来源：公司公告，中国民航网，澎湃新闻，东吴证券研究所

（1）资产置换，押宝浦东

上海两场分工及定位改变，公司核心资产由虹桥机场置换为浦东机场。上海市政府于 1997 年正式成立了上海国际机场控股（集团）公司，对上海虹桥机场及浦东机场两大民用航空机场实行统一管理。1998 年公司上市，当时公司核心资产为虹桥机场。2003 年底，随着两个机场国际及国内航班分工进一步明确，上海机场与母公司机场集团签订资产置换协议，公司以虹桥机场候机楼为主的资产置换浦东机场飞行区为

主的资产及航油公司 40%股权，资产评估差额部分由公司出资 5.66 亿元补足。自此，公司核心资产转变为浦东机场。

图2：2003 年上海机场与母公司机场集团签订《资产置换协议》



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 稳步扩建，持续投产

自 2004 年资产置换完成后，浦东机场进入了持续扩建阶段。浦东机场的建设过程总共分为三期，首期 T1 航站楼项目于 1999 年通航。2005 年，浦东机场第二跑道项目投入使用。二期项目主要包括 T2 航站楼及第三跑道的建设，2008 年竣工后预计可满足 6000 万/年旅客吞吐量。三期项目主要包括新建东机坪、扩建南机坪工程以及跑道扩建工程。2011 年，浦东机场拟建的第四、第五跑道项目获发改委批复，第四跑道于 2015 年落地。此外，三期扩建项目主体为卫星厅工程，S1、S2 卫星厅总建面 62.2 万方，为截至 2021 年全球最大的单体卫星厅。2019 年卫星厅投入使用后，机场年旅客吞吐量保障能力达到 8000 万人次。至此，浦东机场总共拥有 2 个航站楼、5 条跑道及 2 个卫星厅。

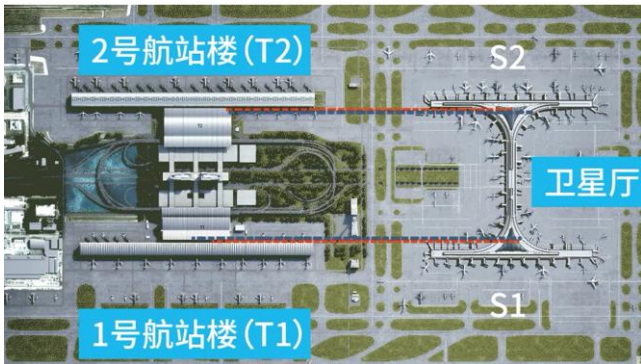
表1：浦东机场主要扩建项目概况（第四跑道资产注入前）

启动年份	使用年份	项目	投资总额 (亿元)	项目描述	资产归属
1997 年	1999 年	T1 航站楼及第一跑道	130.6	一期工程飞行区达 4E 等级标准，航站区能够满足 2005 年旅客吞吐量	上海机场
2004 年	2005 年	第二跑道	20.7	第二跑道长 3800 米，满足 4F 类飞行的使用要求	从集团租赁
2005 年	2008 年	T2 航站楼及第三跑道	197	T2 航站楼面积 48 万方，第三跑道满足 4F 类飞行使用要求，竣工后可满足 6000 万人次吞吐量	从集团租赁
2013 年	2015 年	第四跑道	27.7	第四跑道长 3800 米，满足 4F 类飞行的使用要求	从集团租赁
2014 年	2017 年试飞	第五跑道	67.5	第五跑道长 3400 米，满足 4E 类飞行的使用要求	从集团租赁
2015 年	2019 年	S1、S2 卫星厅	201	为截至 2021 年最大的单体卫星厅，面积共 62.2 万方，满足年旅客吞吐量 8000 万人次的运行需求	从集团租赁
2021 年规划	-	T3 航站楼	-	T3 航站楼面积达 119 万方，保障年客流量 5000 万人次	-

数据来源：公司公告，中国民航网，澎湃新闻，东吴证券研究所

注：资产归属时间截点为公司 2022 年 4 月披露的资产购买完成之前

图3: 浦东机场航站楼与卫星厅布局



数据来源: 网易航空, 东吴证券研究所

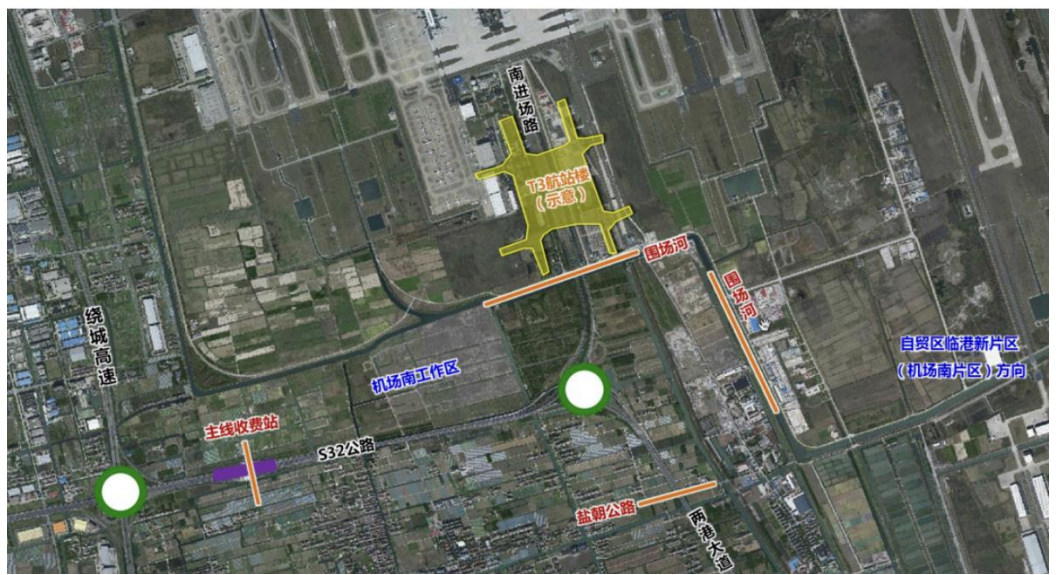
图4: 浦东机场五条跑道布局



数据来源: 民航资源网, 东吴证券研究所

2021年起, 浦东机场拟推进四期扩建工程, 聚焦 T3 航站楼建设及第五跑道投用。 2021年, 上海市政府印发《上海国际航运中心建设“十四五”规划》, 拟推进浦东机场四期扩建工程, 新建 T3 航站楼, 并加快推动浦东机场第五跑道投用。T3 航站楼位于卫星厅南侧, 面积达 119 万方, 保障年客流量 5000 万人次。此外, 浦东还将新增轨道交通枢纽上海东站, 与浦东机场组合形成“轨道+航空”的大型综合交通枢纽。

图5: 浦东机场 T3 航站楼规划示意图



数据来源: 澎湃新闻, 东吴证券研究所

(3) 合二为一, 扬帆起航

公司收购虹桥机场资产, 上海两场经营管理权合二为一, 有利于资源统一配置。2022年4月, 公司表示将从母公司方收购虹桥公司 100% 股权、机场集团物流发展公司 100% 股权及浦东机场第四跑道相关资产。浦东机场与虹桥机场在航线布局、运力调配等方面各有侧重, 二者合并有利于公司在浦东、虹桥两个机场优化航线航班的统一资源配置, 解决同业竞争问题, 有助于差异化发展, 提升运营效率。

1.2. 虹桥机场资产注入方案一览

2021年6月，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，将发行股份购买机场集团持有的以下资产，并募集配套资金：

表2：上海机场注入资产明细（单位：亿元）

公司	拟购股权	交易作价	业务简介	2021年1-9月营收	2021年1-9月净利润
虹桥公司	100%	145.16	主要业务包括航空性和非航空性业务	20.15	0.34
其中： 广告公司	49%	9.12	从事上海两场期刊广告发布及对外投资德高动量的管理工作，运营主体德高动量从事机场媒体规划和建设	0.004	1.4
物流公司	100%	31.19	物流公司的经营实体货站公司向客户提供货站操作服务及配套延伸服务	13.34	3.64
浦东机场第四跑道	-	14.97	2015年投入使用，满足4F类飞行的使用要求，2019/2021Q1-Q3执行航班架次分别为11.7/6.5万架次	-	-
小计		191.32			
泓宇航空产业基金		2	投资于以“四型机场”为核心的赋能产业领域的成长期企业和成熟期企业	-	-
合计		193.32			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(1) **虹桥公司 100%股权**，资产评估值 145.16 亿元。其中包括广告板块资产评估值 45.67 亿元（广告公司 49%股权价值 9.12 亿元+机场广告阵地使用权价值 36.55 亿元）、物流板块资产评估值 31.19 亿元；

(2) **机场集团物流发展公司 100%股权**，资产评估值 31.19 亿元；

(3) **浦东机场第四跑道**，资产评估值 14.97 亿元；

资产交易作价合计 191 亿元。公司收购资产的发行价格为 44.09 元/股，该方案已获得证监会条件审核通过。同时，公司拟向机场集团非公开发行股票募集配套资金，以 39.19 元/股的价格募资不超过 50 亿元。

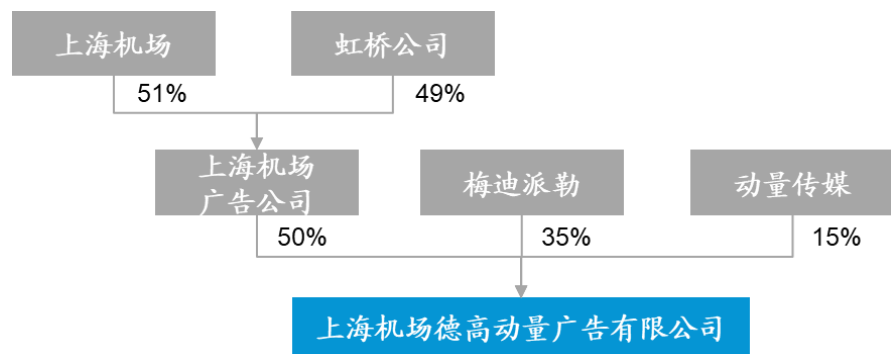
表3：上海机场收购虹桥机场交易要素

注入资产交易要素		募集配套资金交易要素	
交易作价（亿元）	191.32	募集资金（亿元）	不超过 50
发行股价（元）	44.09	发行股价（元）	39.19
发行股数（亿股）	4.34	发行股数（亿股）	不超过 1.28

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

通过注入机场广告公司 49%股权，上海机场对德高动量实占权益由之前的 25.5% 提升至 50%。此前，德高动量为上海机场控股的“上海机场广告公司”参与创建的主营机场媒体规划和建设的中外合作型企业，目前负责浦东、虹桥两机场的广告运营。其注入前股权架构图如下图，注入后，上市公司对其实占权益将提升至 50%。

图6: 德高动量股权结构图 (截至 2022 年 4 月)



数据来源: 公司公告, 天眼查, 东吴证券研究所

1.3. 上海机场资产梳理

资产注入完成后, 上市公司拥有资产包括 (1) 浦东机场、虹桥机场、物流公司经营管理权 (2) 浦东机场 T1 航站楼、第一跑道、第四跑道等自有土地使用权。除自有土地使用权资产外, 其余航站楼、跑道、货运站等主要资产均向机场集团租赁, 2021 年浦东机场第二-四跑道、T2 航站楼、机坪等主要场地产生产租金共 10.5 亿元。

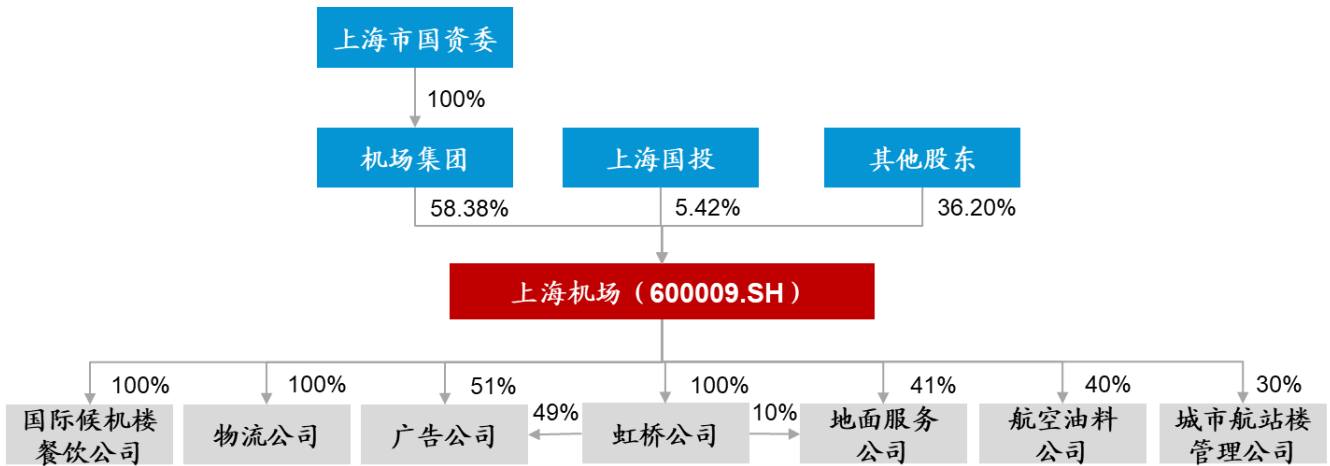
表4: 上海机场与机场集团主要资产梳理 (资产注入完成后)

上海机场		机场集团	
资产简称	业务简介	资产简称	资产简介
浦东机场	主要业务包括航空性和非航空性 (免税、餐饮等) 业务, 2021Q1-Q3 二者收入占比分别为 49.7%/50.3%	浦东机场 T2 航站楼	面积为 48 万方, 约为 T1 航站楼的 2 倍, 可满足 6000 万/年旅客吞吐量
虹桥机场	主要业务包括航空性和非航空性 (餐饮、广告等) 业务, 2021Q1-Q3 二者收入占比分别为 45.5%/54.5%	浦东机场第二、三、五跑道	三条跑道分别满足 4F、4F、4E 类飞行使用标准, 目前第五跑道尚未投入使用
物流公司	盈利来自于代理航空公司的货运操作费以及货物的仓储费	虹桥机场 T1、T2 航站楼	总建筑面积约 44.46 万方, 2019/2021Q1-Q3 旅客吞吐量分别为 4564、2563 万人次
浦东机场 T1 航站楼	建筑面积 27.8 万方, 收购后减少上海机场向机场集团的租赁费用	虹桥机场东、西跑道	满足 4E 类飞行使用标准
浦东机场第一、四跑道	分别满足 4E、4F 类飞行使用标准, 收购后减少上海机场向机场集团的租赁费用		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司实控人为上海市国资委, 股权结构稳定。在虹桥公司、物流公司等资产注入完成后, 考虑募集配套资金, 大股东上海机场集团持有上海机场股权比例由 2021 年底的 46.25% 增加到 58.38%。从控股及参股公司角度来看, 上海机场持有餐饮、航空油料、航站楼公司股权比例分别为 100%、40%、30%, 在注入资产后, 上海机场拥有了虹桥机场和物流公司的经营管理权, 同时间接持有广告公司 100%、地面服务公司 51% 股权, 子公司分工明确有助于公司资源的统一调配与协调。

图7: 上海机场股权结构图 (资产注入完成后, 考虑募集配套资金)

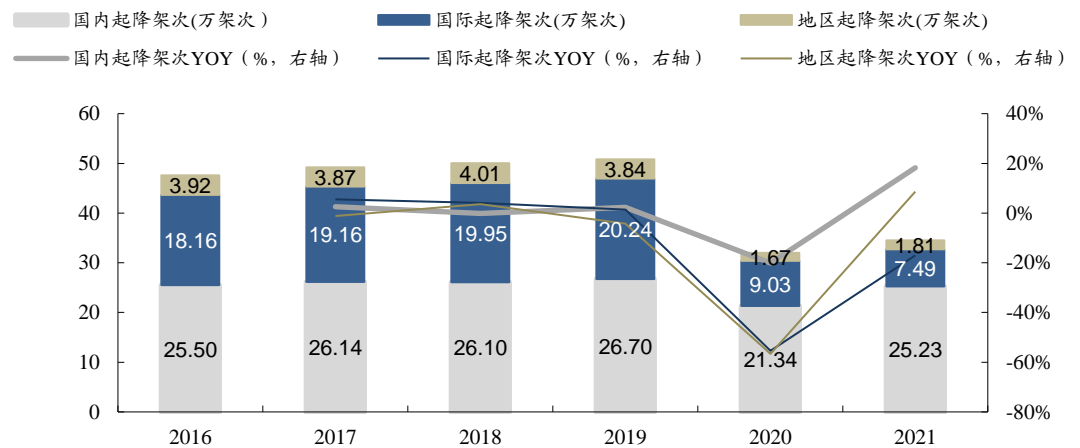


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 航空性业务: 内地最大空中口岸, 受疫情影响暂承压

内地最大空中口岸, 疫情前年起降架次超 50 万, 其中国际起降架次超 20 万。上海作为我国最大经济中心城市, 辐射最具经济活力、开放程度最高的长三角地区。浦东机场定位大型复合国际枢纽机场, 是内地最大空中口岸, 承载我国内地最多的国际航班。2019 年国内、国际+地区航班起降架次分别为 26.70/24.08 万, 2020/2021 受到疫情冲击, 国内航班起降架次降至 21.34/25.23 万, 国际+地区航班起降架次降至 10.70/9.30 万, 下滑幅度较大。

图8: 2016-2021 年浦东机场起降架次及同比增速



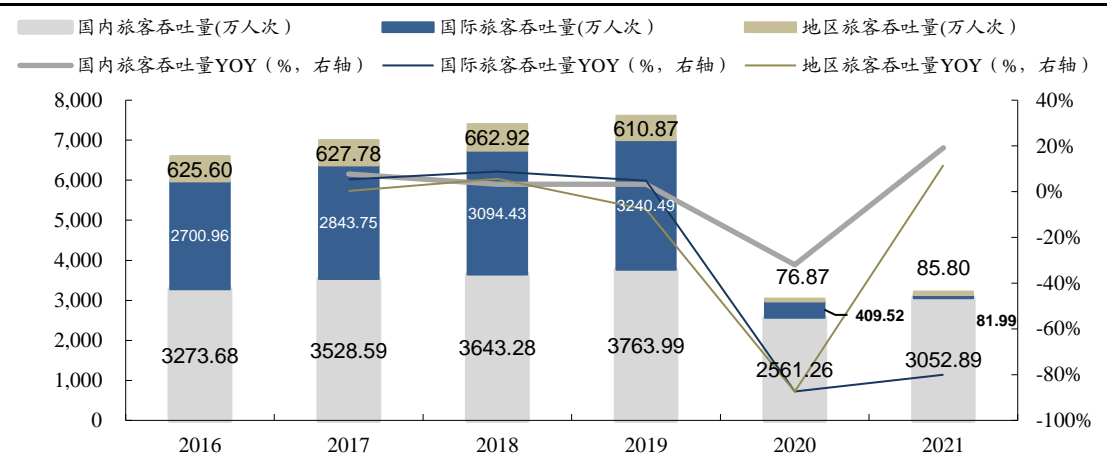
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 排除不以营利为目的的通用航空飞行

国际+地区旅客吞吐量全国第一, 受疫情影响出现较大下滑。疫情前, 浦东机场有着内地机场最高的国际+地区旅客占比。2019 年国内、国际+地区旅客吞吐量分别为 3764/3851 万, 国际及地区旅客占整体比例达到 48%。2020/2021 受到疫情冲击, 国内

旅客吞吐量降至 2561/3053 万，国际+地区航班起降架次降至 486/168 万。

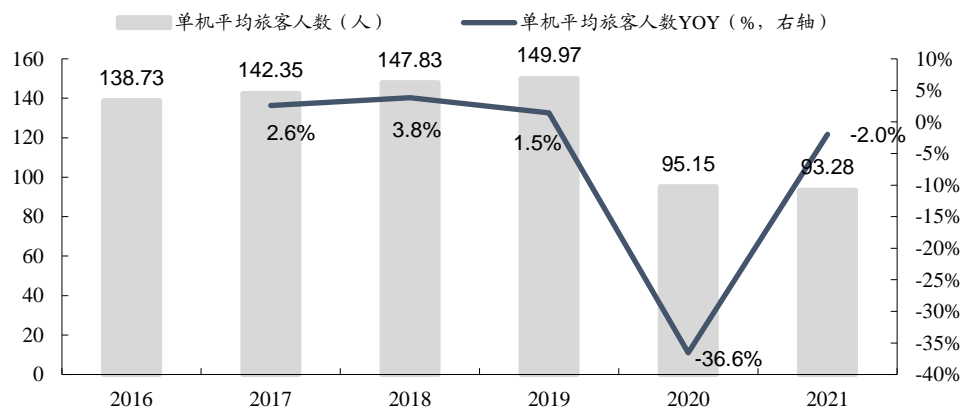
图9：2016-2021 年浦东机场旅客吞吐量及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情前，由于逐年增长的国际+地区起降架次，单机平均旅客人次逐年上涨。由于国际及地区相较于内地航线而言更多使用 200 座以上的大型飞机执飞，当国际及地区航班占比走高时单机旅客人数逐年提升。2017-2019 年，浦东机场单机旅客人次为 142/148/150 人，疫情后，由于国际及地区航班缩减及居民出行意愿阶段性下降，浦东机场单机旅客人数下滑至不超过 100 人次。

图10：2016-2021 年浦东机场单机旅客人次及同比增速

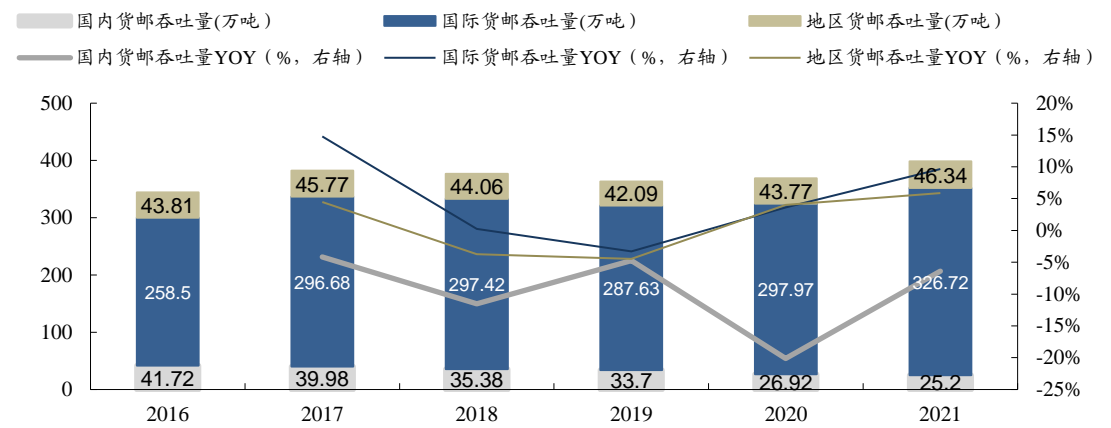


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：单机平均旅客人数=总旅客吞吐量/总起降架次，总起降架次排除不以营利为目的的通用航空飞行

货运航班接棒客运，缓冲疫情压力。2019-2021 年，浦东机场货邮吞吐量分别为 363.42/368.66/398.26 万吨，同比增速分别为-3.6%/1.4%/8.0%，其中国际及地区货邮吞吐量为主要部分，是疫情以来支撑国际及地区航班班次数量的重要来源。根据国家民航局公布数据，2021 年浦东机场货运吞吐量为全国民用运输机场第一，较第二名白云机场的 204.49 万领先较大，以上海为代表的长三角地区经济活力持续验证。

图11: 2016-2021年浦东机场货邮吞吐量及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

国际及地区航班单架次各项收费显著高于国内航班。根据民航局发布的民用机场收费标准, 国际及港澳航班收费标准从起降费、停场费、旅客服务费、安检费等大多数费用显著高于内地航班。下表为作为一类1级机场的浦东机场航空性收费标准。

表5: 浦东机场航空性收费标准

收费项目		国内航班	国际及港澳航班
起降费 (元/架次)	T: 飞机最大起飞全重	25吨以下	240
		26-50吨	650
		51-100吨	1200+24*(T-50)
		101-200吨	2400+25*(T-100)
		201吨以上	5000+32*(T-200)
停场费(元/架次)		2小时以内免收; 2-6(含)小时按照起降费的20%计收; 6-24(含)小时按照起降费的25%计收; 24小时以上, 每停场24小时按照起降费的25%计收。 不足24小时按24小时计收	2小时以内免收; 超过2小时, 每停场24小时按照起降费的15%计收; 不足24小时按24小时计收。
客桥费(元/小时)		单桥: 1小时以内200元; 超过一小时每半小时100元。不足半小时按半小时计收。 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	单桥: 1小时以内200元; 超过一小时每半小时100元。不足半小时按半小时计收。 多桥: 按单桥标准的倍数计收。
旅客服务费(元/人)		34	70
安检费	旅客行李(元/人)	8	12
	货物邮件(元/吨)	53	70

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

虹桥机场作为一类2级机场, 收费标准较浦东略有不同。主要体现在国内航班的收费标准上相较一类1级略高, 国际及港澳航班与浦东机场一致。

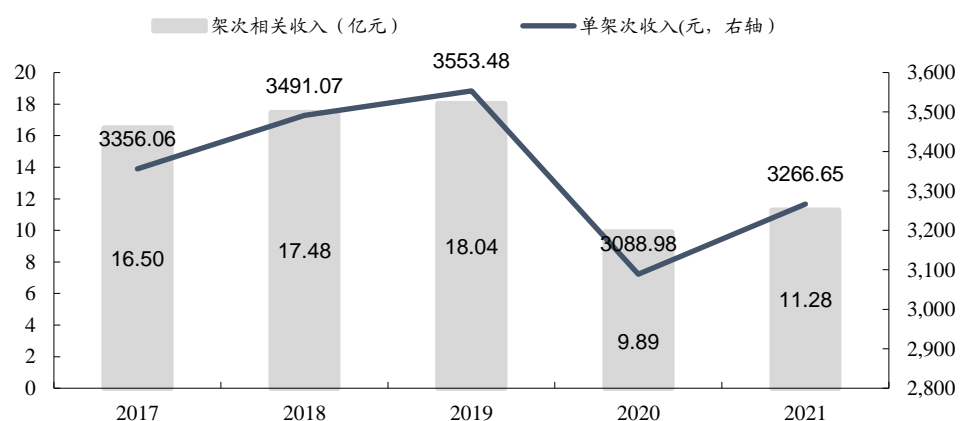
表6: 虹桥机场航空性收费标准

收费项目		国内航班	国际及港澳航班	
起降费 (元/ 架次)	T: 飞机最大起飞全重	25 吨以下	250	2000
		26-50 吨	700	2200
		51-100 吨	1250+25*(T-50)	2200+44*(T-100)
		101-200 吨	2500+25*(T-100)	4200+44*(T-100)
		201 吨以上	5100+32*(T-200)	8600+56*(T-200)
停车场费 (元/架次)		2 小时以内免收; 2-6 (含) 小时按照起降费的 20% 计收; 6-24 (含) 小时按照起降费的 25% 计收; 24 小时以上, 每停场 24 小时按照起降费的 25% 计收。 不足 24 小时按 24 小时计收	2 小时以内免收; 超过 2 小时, 每停场 24 小时按照起降费的 15% 计收; 不足 24 小时按 24 小时计收。	
客桥费 (元/小时)		单桥: 1 小时以内 200 元; 超过一小时每半小时 100 元。不足半小时按半小时计收。 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	单桥: 1 小时以内 200 元; 超过一小时每半小时 100 元。不足半小时按半小时计收。 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	
旅客服务费 (元/人)		40	70	
安检费	旅客行李 (元/人)	9	12	
	货物邮件 (元/吨)	60	70	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

由于国际及地区起降架次大幅下降, 浦东机场单架次承压。浦东机场 2019-2021 年架次相关收入分别为 18.04/9.89/11.28 亿元, 对应单架次收入分别为 3553/3089/3267 元, 系国际及地区航班架次结构上占比下降。即在架次收入上量价两方面均受到疫情影响。

图12: 2017-2021 年浦东机场架次相关收入及单架次收入



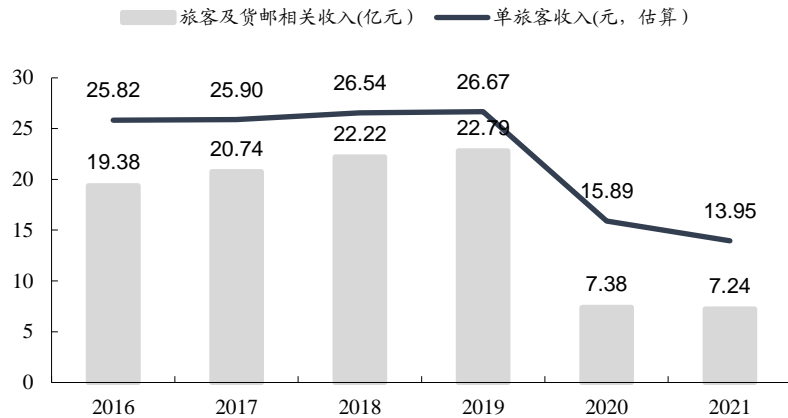
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 单架次收入=架次相关收入/总起降架次, 总起降架次排除不以营利为目的的通用航空飞行

浦东机场旅客及货邮相关收入下滑幅度较大。浦东机场 2019-2021 年旅客及货邮相关收入分别为 22.79/7.38/7.24 亿元, 对应单客收入分别为 26.67/15.89/13.95 元, 旅

客相关航空性收入上量价也均受到疫情影响。

图13: 2016-2021年浦东机场旅客及货邮相关收入及单旅客收入



注: 单旅客收入采用(旅客及货邮相关收入-估算货邮收入)/旅客吞吐量估算

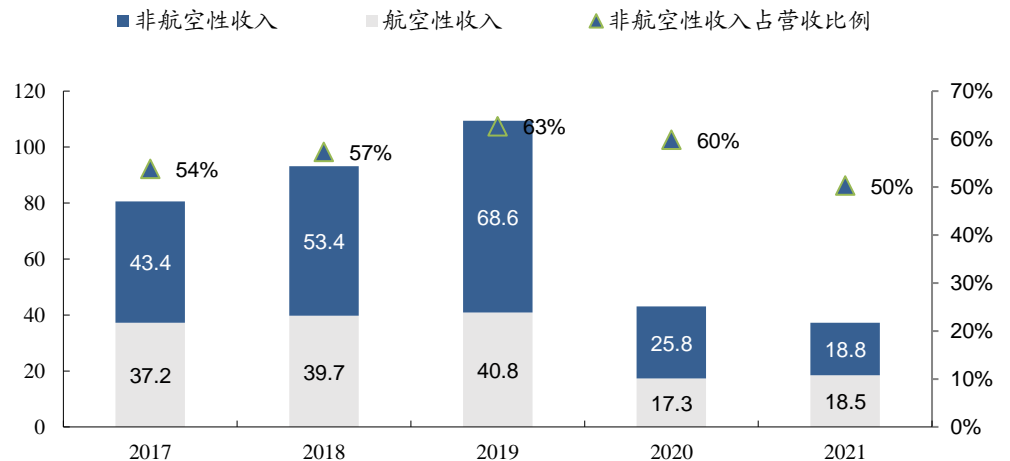
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 非航业务: 旅客结构决定变现效率, 静待疫后复苏释放弹性

3.1. 非航业务拆分: 商业租赁收入随旅客结构变化

非航空性业务收入是机场客流变现效率的体现, 构成机场营收的主要部分。2017-2021, 非航空性业务的收入规模均超过航空性收入, 且在客流正常增长的年份出收入弹性, 最高占收入的比重达到63%。

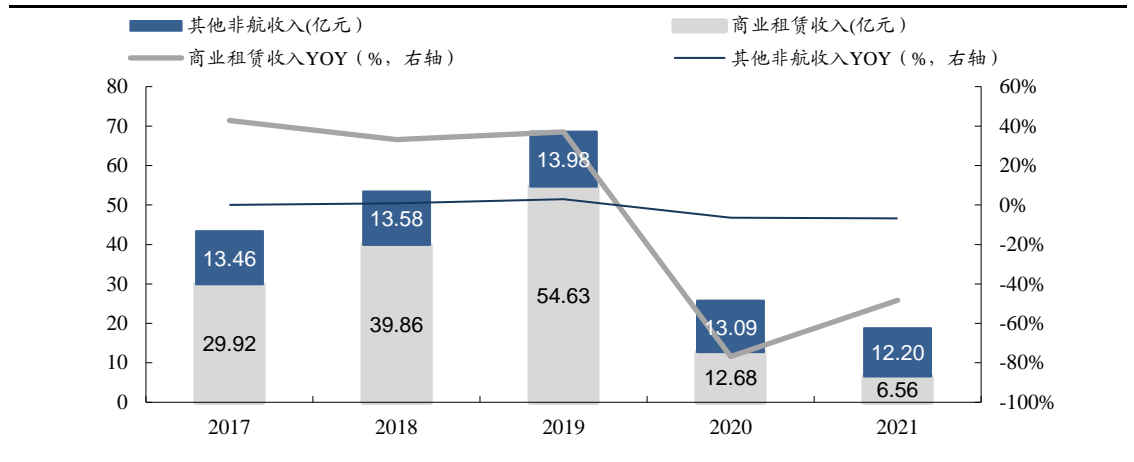
图14: 2017-2021年浦东机场收入结构(亿元)及非航空性收入占总营收比重



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

非航空性收入主要分为商业租赁收入及其他，其中商业租赁收入主要来源于免税、餐饮、零售等商户；其他则主要包括航空配套延伸服务。疫情前，商业租赁收入为最主要的非航收入组成部分，占非航收入比重接近 80%。后由于疫情影响旅客结构，对免税租金签订补充协议，商业租赁收入大幅下滑。其他非航收入相对稳定，仅有小幅度的下滑。

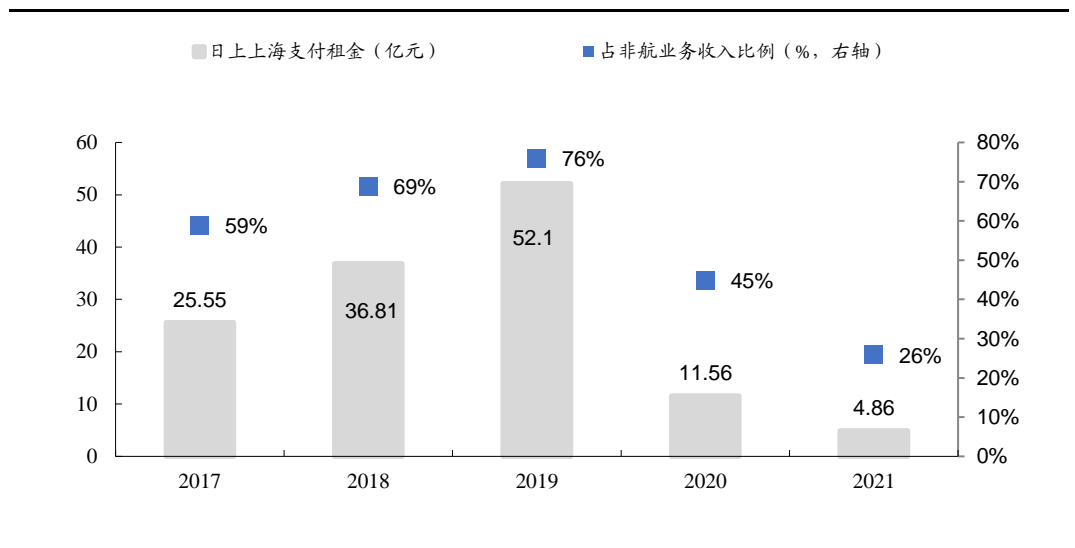
图15: 2017-2021 年浦东机场非航空性收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免税租金为商业租赁收入中最主要部分，下滑幅度较大。根据公司披露，浦东机场免税运营商，中国中免的控股子公司日上上海向公司支付的租金从 2017-2021 年分别为 25.55/36.81/52.1/11.56/4.86 亿元，占非航业务收入比例在疫情前 2017-2019 年分别为 59%/69%/76%，逐年提升。后因考虑疫情与日上上海签订补充协议，实收租金大幅下降。

图16: 2017-2021 年日上上海向浦东机场支付租金及占非航业务收入的比例

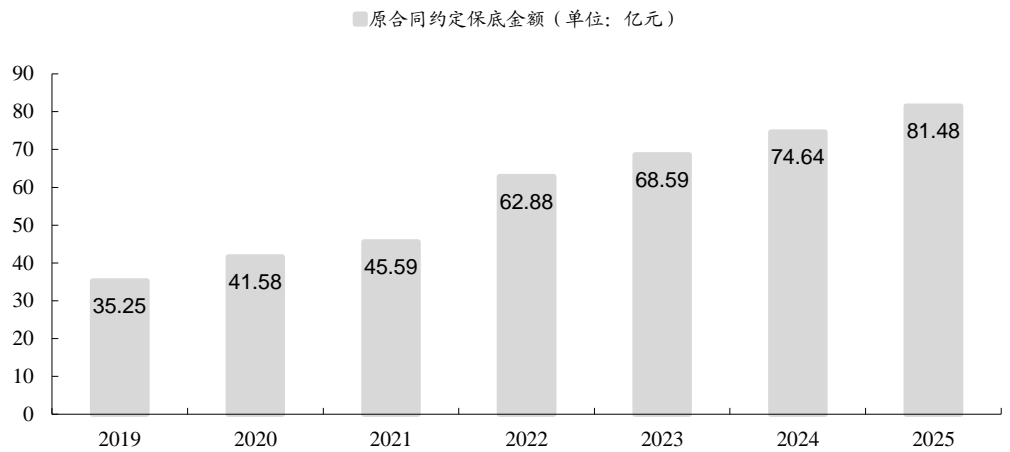


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 免税租金补充协议详解

由于国际客流的大幅下滑，上海机场与免税商于 2021 年初友好商定并公告了免税合同的补充协议。合同于 2021 年 1 月 29 日由中免的控股子公司日上免税行（上海）有限公司与上海机场签订。由之前的“保底+扣点”形式调整为“流量挂钩+封顶”模式。原有的“保底+扣点”模式以销售额固定比例扣点额与保底孰高原则确定，原定的保底金额见下图，综合扣点率为 42.5%，上不封顶。

图17: 原合同约定的保底金额



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

新“流量挂钩+封顶”模式让渡疫情恢复年份的部分收益，在疫情受损年份一定程度保证机场利益。补充协议中新的免税店租金确认模式以 2019 年的月均 320.9 万国际及地区客流的 80%，即 256.7 万为分界线，对月实际客流不及分界线和超过分界线的两种情况确认了两种不同的租金模式。客流不及分界线时，根据具体客流乘以多项系数确定租金；客流超过分界线时，按具体情况对应的月保底销售额确定租金。

表7: 上海机场免税合同补充协议对月实收费用确定方式

客流条件	租金确认公式
当月国际客流 < 256.7 万人	$\text{按月实际销售提成} = 135.28 (\text{人均贡献, 单位: 元/客}) \times \text{当月实际客流} \times \text{客流调节系数} \times \text{面积调节系数}$ <p>其中客流调节系数按月实际国际客流与 2019 年同月客流之比从低于 30% 至高于 120% 由高到低递减对应不同系数；面积调节系数按实际开业面积占免税场地总面积的比例低于 10% 至高于 70% 由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积为 0 时面积调节系数为 0。</p>
当月国际客流 > 256.7 万人	$\text{月保底销售提成} = \text{当年保底销售提成} \div 12 \text{个月}$ <p>其中当年保底销售提成确定模式见表 11</p>

数据来源: 上海机场公告、东吴证券研究所

当月客流超过分界线时，保底确认模式为:

- 若当年国际客流 $X >$ 下表对应客流区间最小值，取当年对应的年保底额；
- 若当年国际客流 $X \leq$ 等于下表对应客流区间最小值，取 X 所在区间对应年保底额；
- 若 2022 及之后年份的当年客国际客流 X 落在 2019-2021 年所对应的区间内，则对应年度保底额额外乘以 1.2411 为系数，以调整卫星厅投入使用造成的影响。

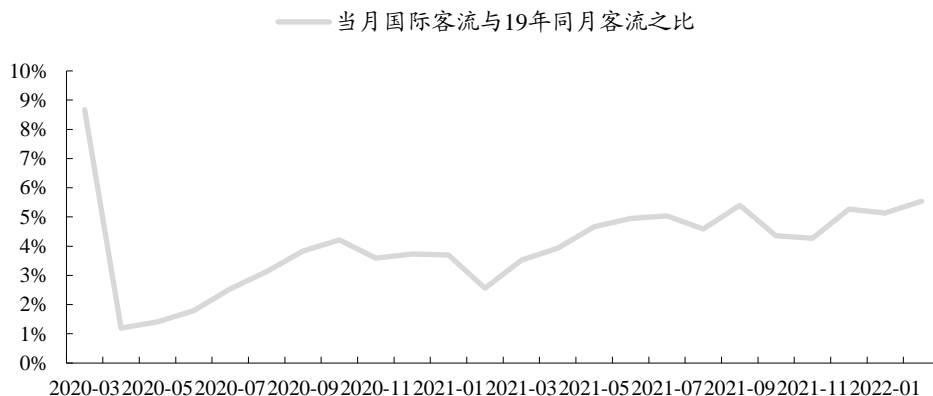
表8: 保底对应的客流区间表

年度	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (单位: 亿元人民币)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

该补充协议自 2020 年 3 月生效,根据该协议确认 2022 年免税租金为 11.56 亿元,较原定的 41.58 亿元保底大幅下降。主要由于自 2020 年 3 月以来,单月国际客流均未超过 19 年同期国际客流的 80%,甚至也远低于 30%。根据计算公式,2020 年 3 月以来,日上上海每月实付租金应为“每月销售提成=135.28 × 当月客流 × 最高一档客流调节系数 × 当月面积调节系数”。面积调节系数未公开披露,我们假设 2020 年全年免税开业面积基本一致,以 2020 年全年租金反推,最高一档客流调节系数 × 20 年平均面积调节系数估算为 2.6 左右。依此估算的 2021 年全年免税租金约在 5.9 亿元左右。

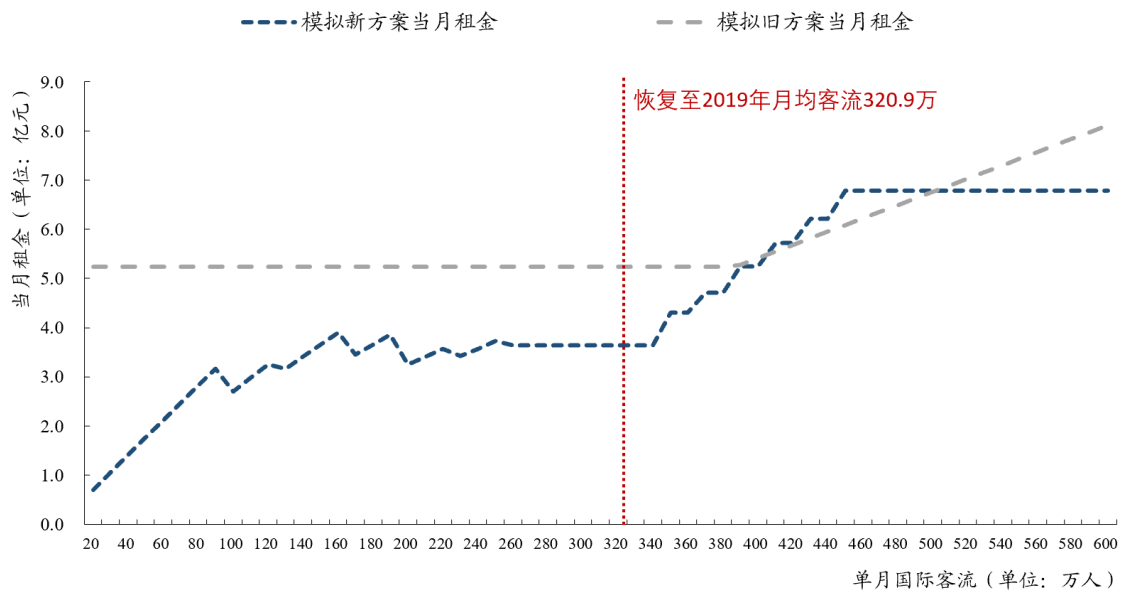
图18: 2020 年 3 月以来每月国际客流与 2019 年同期之比不超过 10%



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

对比新旧两种方案，中免在多数客流状况下承担租金有不同程度的降低。依照此补充协议，可模拟出 2022 年单月租金与当月客流量曲线，如下图（由于部分关键参数未披露，曲线基于一定程度的假设绘制，仅供参考趋势）。2023-2025 年租金曲线走势类似，实际具体金额需要调整。比照原本的“保底+扣点”模式租金曲线可看出，中免在补充协议框架下承担的租金在大部分客流情况下更低。

图19：新旧两种方案在不同客国际客流条件下 2022 年的应计当月租金曲线模拟



数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

注：旧方案中仍假设人均贡献为 2019 年的 135.28 元/客，若有提升/下降则曲线相应上/下移

新方案在客流和销售额超预期的情况下租金封顶，有助于将上海机场免税规模做大。上图中旧方案租金中附带假设单客贡献与 2019 年的 135.28 元/客相同，实际操作中若机场免税经过优化运营后渗透率和客单价持续提升，上行曲线斜率将更大，上海机场和中免日上均为多售多得的局面。但新方案在国际客流超过一定数值后租金不再随客流或单客贡献提升而提升，进行了封顶设置。我们认为此举意在鼓励中免日上对上海机场免税店倾斜更多运营和库存资源，提升中免的边际收益，进而将上海机场的免税规模持续做大，进一步稳固其国内第一大免税销售口岸的地位，以期 2025 年在新一轮免税招标中占有显著的议价权。

同时，补充协议也约定了新一轮磋商的条件：

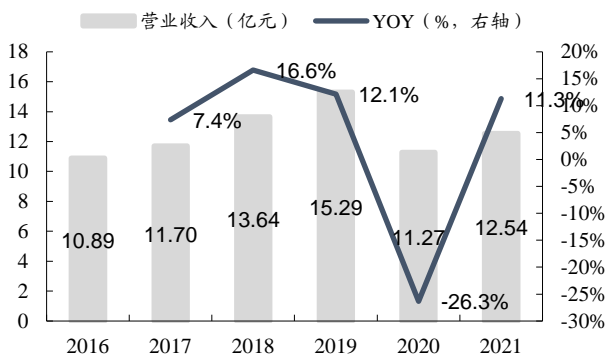
- “新冠病毒疫情”在 2023 年 12 月 31 日仍未全面结束；
- 因疫情导致供应商产品生产、运输严重之后，无法满足日上上海采购需要；
- 与免税相关的国内外税收政策发生重大变更；
- 其他非日上上海经营能力原因而导致其无法经营或经营困难。

上海机场有望成为恢复国际通航后免税品销售主阵地。我们认为上海机场和中免签署的免税合同补充协议显示了上海机场对免税业务的重视和稳固第一大免税销售口岸的决心和执行力。上海机场免税店有望成为恢复国际通航后免税品销售的主阵地。同时我们认为新一轮磋商的条件并非定量式的硬条件，而是相对模糊的软性条件，在客流大幅恢复后存在双方友好协商的可能性。

3.3. 参控股公司：德高动量及航空油料贡献主要投资收益

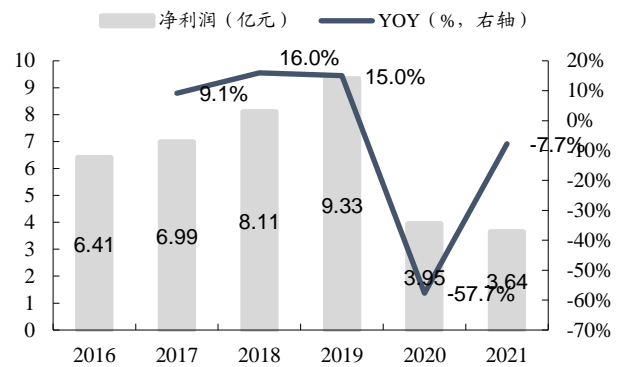
德高动量为上市公司控股的上海机场广告公司与梅迪派勒广告、动量传媒国际合资的合营企业，目前负责浦东、虹桥两机场的广告运营。德高动量净利润的 50% 进入上市公司报表投资收益科目。

图20: 2016-2021 年德高动量营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

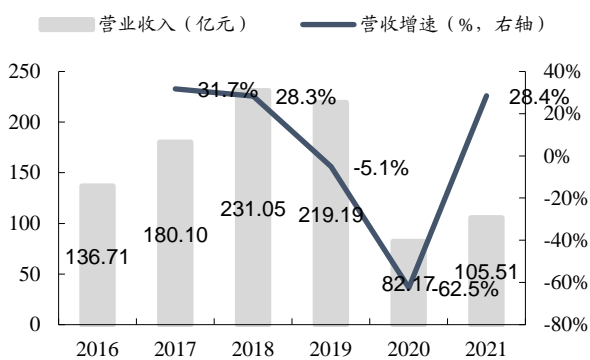
图21: 2016-2021 年德高动量净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

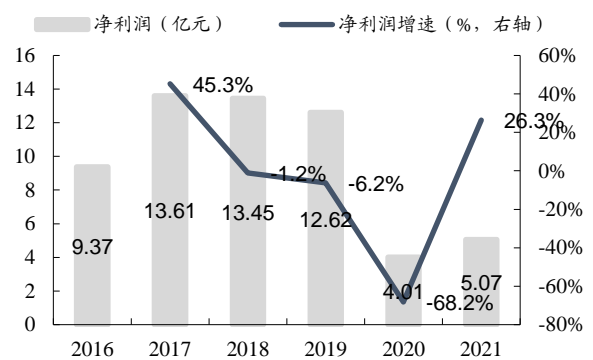
航空油料公司为上市公司联营企业，目前负责建设与经营浦东国际机场供油设施及相关项目。其净利润的 40% 进入上市公司报表投资收益科目。

图22: 2016-2021 年航空油料营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: 2016-2021 年航空油料净利润及增速

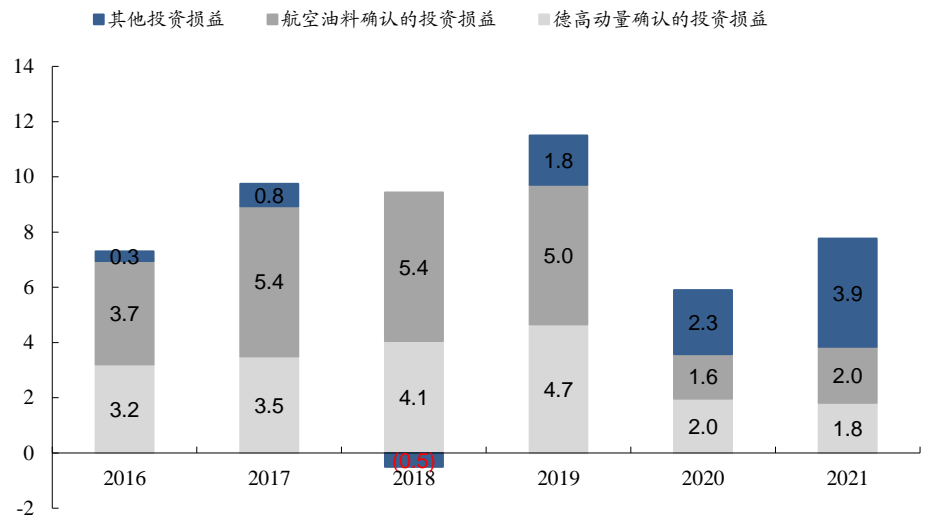


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

疫情前，德高动量及航空油料贡献绝大部分投资收益。2016-2019 年，两公司贡献总投资收益为 6.9/8.9/9.5/9.7 亿元，为上海机场报表投资收益的绝大部分。后跟随航空

性业务阶段承压有所下降，但仍有显著盈利。

图24：2016-2021年德高动量及航空油料对投资收益贡献情况（单位：亿元）



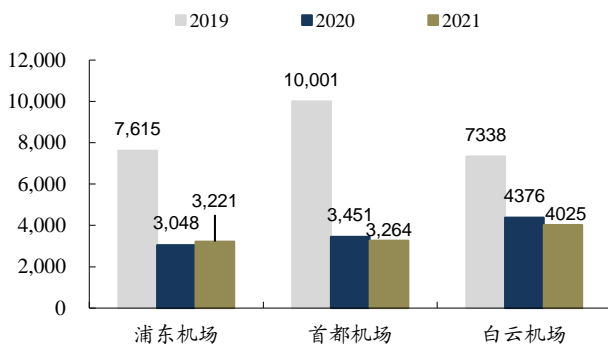
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 机场行业：客流结构独占鳌头，商业变现静待花开

4.1. 客流结构独占鳌头

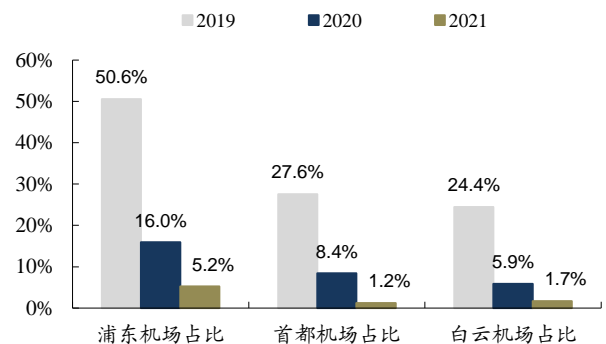
我国三大一类1级机场为北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场，定位中国三大门户复合枢纽机场。从客流上横向比较，首都机场年吞吐量过亿人次，由于本地还有虹桥机场作为补充，浦东机场年旅客吞吐量与白云机场规模相仿。但从代表中高端商旅需求的国际+地区旅客吞吐量占整体客流比重来看，上海机场在疫情前有着远超另外两场的高端客流占比，因而单客变现价值和潜力都相对更大。

图25：2019-2021年三机场旅客吞吐量（万人次）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2019-2021年三机场国际+地区旅客吞吐量占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 商业变现静待花开

从商业变现的主力业态免税业务租金条款来看，机场能够享受远超线下商业的平均扣点率。根据各公司公告，疫情前三大机场的租金模式均为“保底+扣点”模式，下有保底上上无上限。远超线下商业的扣点率是机场流量高价值的证明。虽目前受到疫情影响，但随着疫后复苏进程，国内、国际客流逐步回归，机场流量价值也将相应释放。

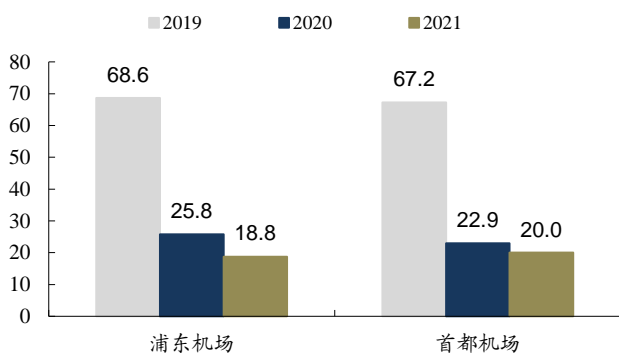
表9：疫情前（2020年之前）首都机场、浦东机场、白云机场免税业务租金条款

机场	标段	保底及销售提成	扣点率	经营期限	经营方
首都机场	T2	首年保底 8.3 亿元	47.50%	2018-2025 年	中免
	T3	首年保底 22 亿元	42.50%		日上中国
浦东机场	T1	合同期内保底销售提成总额 410 亿元	42.50%	2022-2025 年	日上上海
	T2			2019-2025 年	
	卫星厅			启用日-2025 年	
白云机场	T1 入境	T2 启用前：首年保底销售额 3244 万元/月，按年递增； T2 启用后：首年保底销售额 2356 万元/月，按年递增	2018 年前：39%； 2018 年后：42%	2018-2024 年 (可再延 3 年)	中免
	T2 入境	首年保底销售额 3292 万元/月	42%		
	T2 出境	2018 年 8 月起，保底销售额 3292 万元/月，按年递增	35%	2018-2026 年 (可再延 2 年)	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

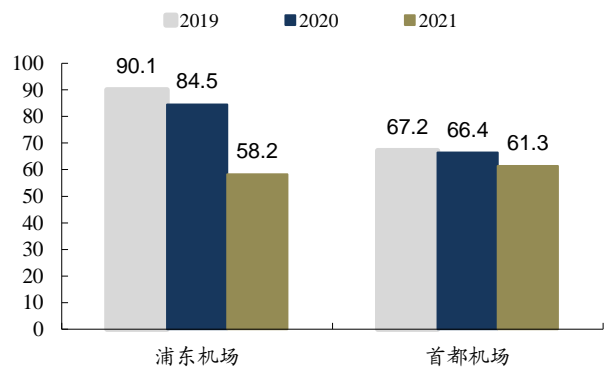
以浦东和首都机场披露数据比较，浦东机场 2019 年以首都机场 76% 的旅客吞吐量实现了更高的非航业务收入。我们以单客贡献非航业务收入作为机场变现效率的粗略刻画，浦东机场 2019-2021 年的单客贡献为 90.1/84.5/58.2 元，在 2019/2020 年都显著高于首都机场。但 2020 年 2 月新冠疫情爆发后国际客流大幅下滑，叠加免税租金补充协议，导致浦东机场当前单客贡献非航收入低于首都机场。

图27：2019-2021 年首都及浦东机场非航业务收入(亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：2019-2021 年非航业务单客贡献收入(元/人次)



注：计算方式为非航业务收入/旅客吞吐量

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

议价权的回归始于流量的回归。线下商业流量为基，在当前抗击疫情攻坚战阶段，

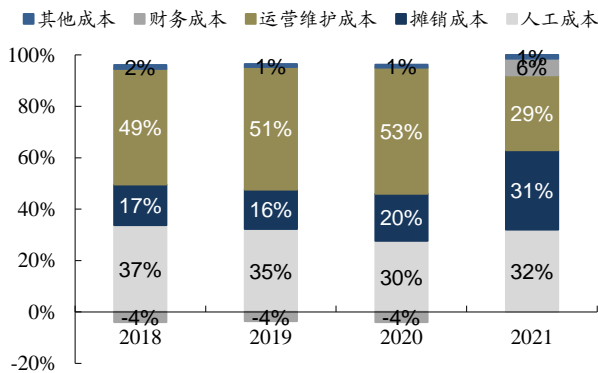
机场行业的客流承压导致的议价权边际下行在未来居民生产生活有序复苏、客流有序恢复的过程中有望回归。在客流、单客贡献恢复的过程中机场行业将整体进入业绩恢复期，在与免税商的租金谈判或下一轮招投标中议价权的回归有望释放业绩弹性。

5. 财务分析与业务展望：净利润随客流波动弹性较大

5.1. 财务分析：成本费用相对稳定，净利润跟随收入波动

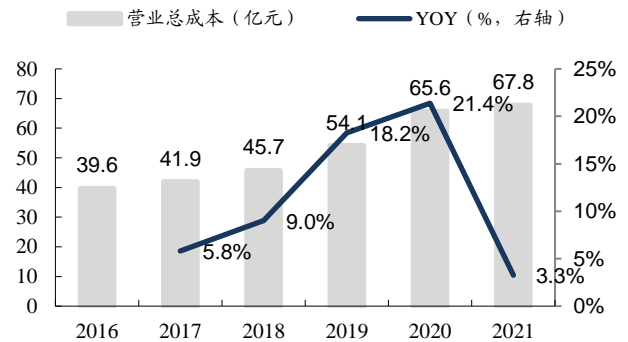
由于其重资产、流量变现的基本运营特征，上海机场的营业总成本刚性慢涨，净利润随收入波动较大。其主要成本包括运营维护成本、人工成本、摊销成本。2020 年以前，浦东机场三期扩建工程的卫星厅投入运营，租赁费、维护费等运营费用支出增加，带动运营维护成本持续攀升。2021 年，公司执行新租赁准则，租赁费列示由运营维护成本调整至摊销成本和财务成本，因此营业成本结构有所变化。

图29：2016-2021 年上海机场营业总成本拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：其他成本包括管理成本、税金及其他

图30：2016-2021 年上海机场营业总成本及增速

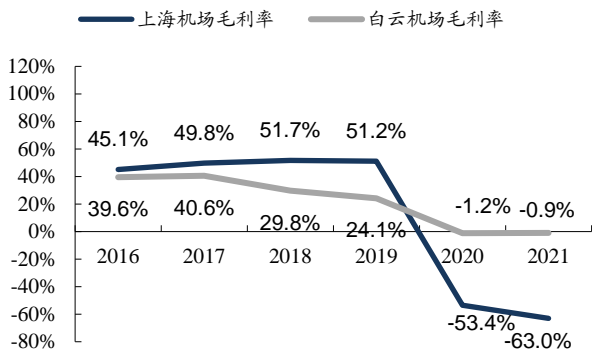


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

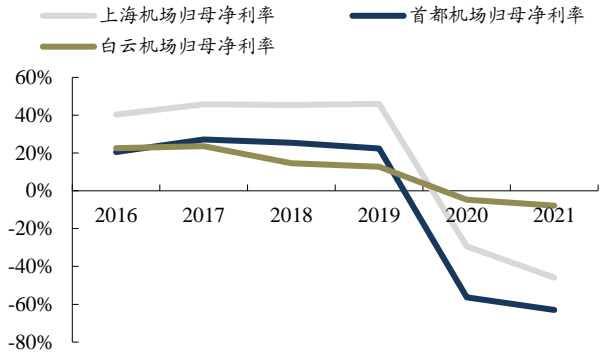
2016 年至 2019 年，公司毛利率保持提升趋势，主因在于免税等高毛利的非航空性业务占比逐年提升。非航空性业务收入占总收入比例自 2016 年的 49% 提升至 2019 年的 63%，带动整体毛利率由 2016 年的 45% 增长到 2019 年的 51%，消费属性显著。2020 年及 2021 年，公司主要业务受到疫情的持续冲击，旅客吞吐量及飞机起降架次下降，导致毛利率及归母净利率有所降低。未来随着疫情的逐步恢复，国内及国际航班班次将呈现复苏态势，也将利好非航业务扩张。

图31：2016-2021 年上海机场及可比公司毛利率

图32：2016-2021 年上海机场及可比公司归母净利率



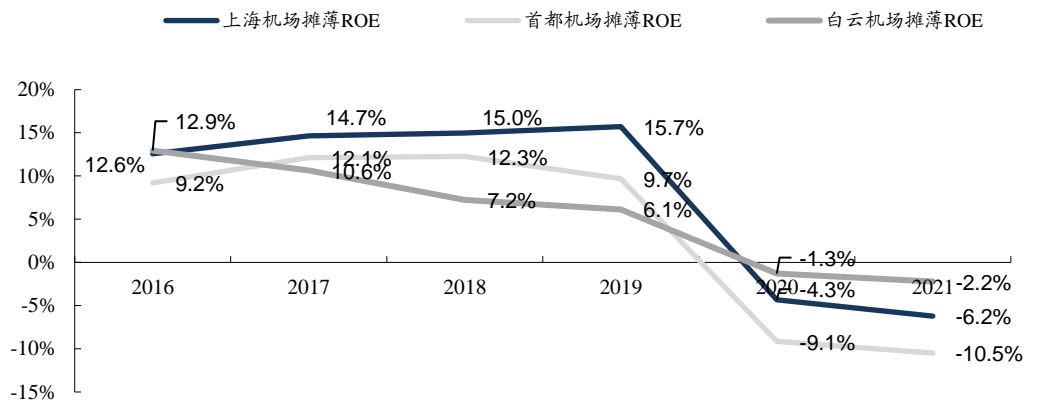
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年以前，公司 ROE（摊薄）随业务拓展、项目投产而持续提升。2020 年以来，在疫情反复持续影响下，公司净利润下滑导致 ROE（摊薄）收窄。未来，随着疫情向好后旅游业及免税业复苏，同时注入虹桥机场后公司龙头地位进一步稳固，ROE（摊薄）有望企稳回升。

图33：2016-2021 年上海机场及可比公司摊薄 ROE



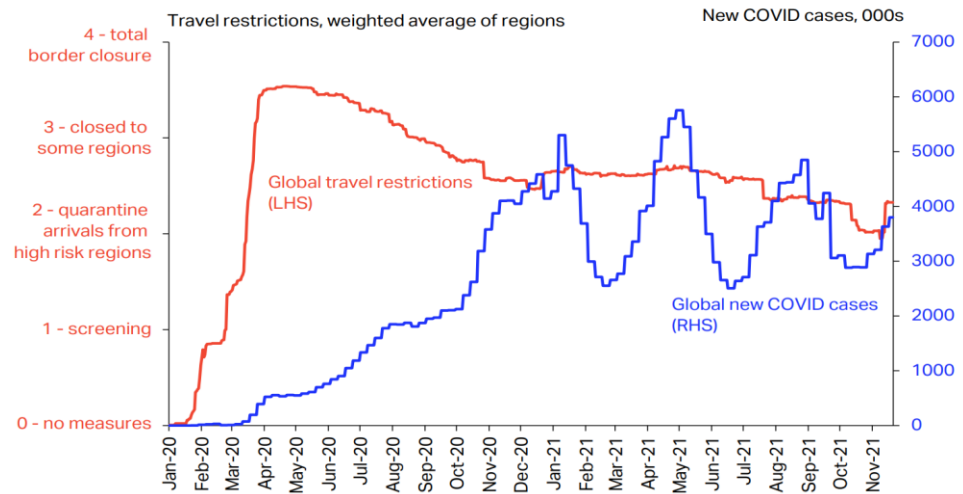
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 业务展望：短看国际航线恢复，长看长三角区域一体化发展

5.2.1. 国际旅游复苏展望：出境游黎明前夕

疫情期间，国际旅游由于全球范围内不同程度的旅行禁令受到压制，但目前各国旅行禁令有序放宽。国际航空运输协会（缩写 IATA）将全球范围内旅行限制程度划分为 5 级：0-无限制、1-筛查、2-高风险地区抵达隔离、3-对部分地区关闭、4-完全关闭边境，并经过不同地区的加权平均量化计算全球范围的旅行限制等级。根据 IATA 测算，全球旅行限制程度从疫情初期多国关闭边境的影响下迅速提升至 3.5 左右，后随着多国逐步放开边境、放松管控，目前缓慢降至 2-2.5 区间，即大多数国家采取对高风险地区抵达者隔离措施，且并未因后续多次疫情反复出现旅行限制的大规模收紧。

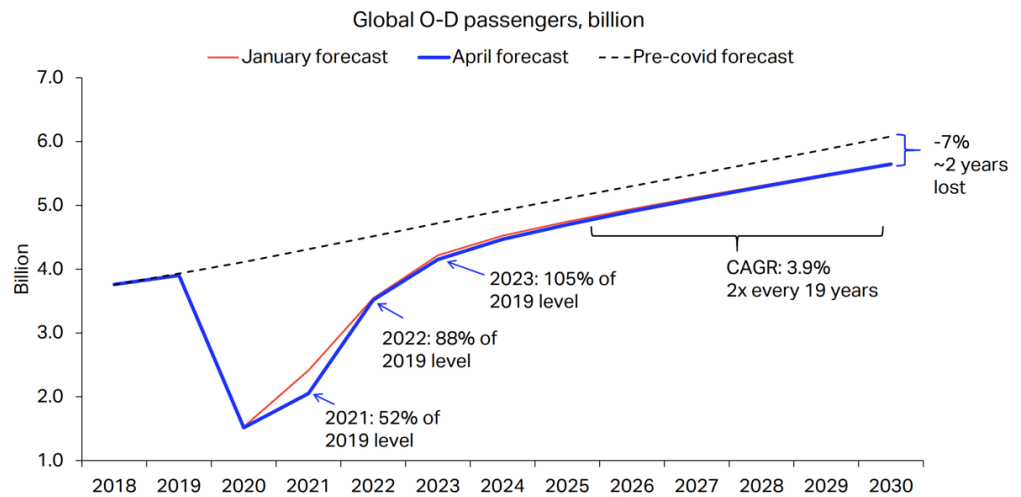
图34: 全球范围旅行限制逐步有序放宽



数据来源：国际航空运输协会、牛津大学、东吴证券研究所

国际航空协会预测 2023 年航空旅客数量将恢复至疫情前水平。根据国际航空协会 2021 年 5 月 26 日发表的《Covid-19——近乎完全恢复的航空旅行前景已现》研究报告预测，全球航空旅客数量在 2022/2023 年将恢复至 2019 年的 88%/105%水平，主要驱动力为国际航线的陆续恢复。

图35: 国际航空运输协会预测 2023 年全球航空旅客数量恢复至 2019 年的 105%



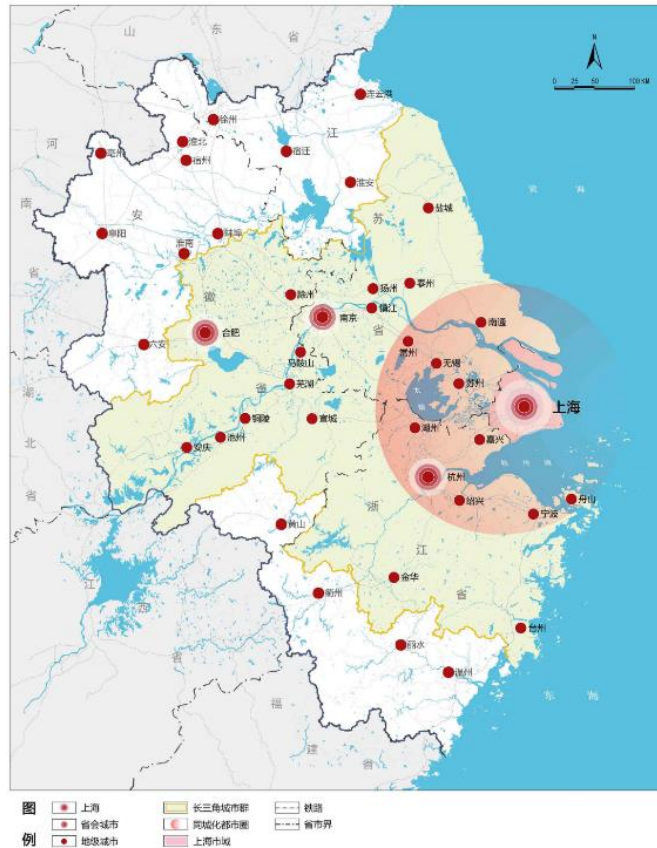
数据来源：国际航空运输协会、东吴证券研究所

虽然不可否认的是，2019 年的新冠疫情对航空和旅游业的打击史无前例，但我们相信寒冬终将会过去。在新的变异病毒重症率与死亡率走低、全球疫苗普及率持续提升、新冠特效药陆续获批、检测手段和策略继续进化的背景下，我们有理由相信黎明就在前方不远处。

5.2.2. 上海机场集团在长三角地区一体化发展中承担重要任务

上海国际航空枢纽建设是长三角区域一体化发展中重要基础设施建设项目。长三角地区是我国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一。2018年11月5日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会上宣布，支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略。2019年，中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，规划明确提出“合力打造世界级机场群”，要求“巩固提升上海国际航空枢纽地位，增强面向长三角、全国乃至全球的辐射能力。规划建设南通新机场，成为上海国际航空枢纽的重要组成部分”。

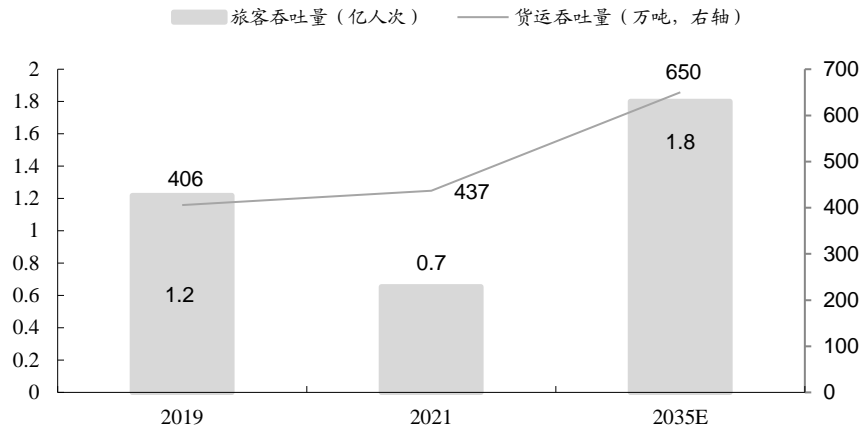
图36：上海市区位图及长三角城市群示意图



数据来源：《上海市城市总体规划（2017-2035年）》、东吴证券研究所

上海市城市总体规划（2017-2035年）提出至2035年，上海航空枢纽设计年客运吞吐能力1.8亿人次、货运吞吐量650万吨左右。主要通过浦东机场的扩建、南通新机场的建设实现。上海机场集团“十四五期间”将推进浦东机场四期扩建工程，积极筹备南通新机场项目。

图37: 2035年上海航空枢纽设计年客运量和货运吞吐量及2019/2021年实际值



数据来源:《上海市城市总体规划(2017-2035)》、东吴证券研究所

注: 2019/2021年实际值指上海虹桥、浦东机场旅客吞吐量、货运吞吐量总和

长三角地区蓬勃发展的经济、开放包容的商业环境和旺盛的居民消费能力是上海机场及集团产业版图持续扩张的长期支撑。根据2020年11月交通运输部《关于上海市开展推进长三角交通一体化等交通强国建设试点工作的意见》中,同意上海机场(集团)有限公司作为六个试点单位之一协同推进长三角交通一体化,推进世界级机场群建设,形成浦东综合交通枢纽。上海机场集团及上市公司将长期受益长三角一体化发展国家大战略,和长三角城市群在中国经济中的高地优势。

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

主要假设:

出行预期: 基于国内疫情影响逐步可控,国外疫情“流感化”的情境下,预期2022年4-6月受疫情影响较为严重,后国内航班逐步恢复,2023年开始有序放开国际航班,2024全年起降架次基本恢复到2019年水平。

经营数据: 浦东机场2022-2024年飞机起降架次分别为33.1/48.4/53.8万架次,旅客吞吐量分别为2119/6321/7340万人,货邮吞吐量分别为357/418/414万吨;虹桥机场2022-2024年飞机起降架次分别为19.7/24.6/26.5万架次,旅客吞吐量分别为2158/4101/4183万人,货邮吞吐量分别为33/41/44万吨

收入拆分: 在当前租金协议框架下预测上海机场收入2022-2024年分别为51.5/121.9/139.9亿元。

成本项：主要变化为虹桥机场、物流公司等资产的并表，在此基础上逐年微涨。

收购资产并表时间：发行股份购买虹桥机场及物流公司资产方案已于 2022 年 4 月 25 日得到证监会核准，假设自 2022 年 6 月完成收购并表。

表10：上海机场关键经营数据假设及收入拆分预测

经营数据-浦东	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
飞机起降架次（万架次）	51.2	32.6	35.0	33.1	48.4	53.8
YoY		-36.4%	7.3%	-5.3%	46.1%	11.1%
旅客吞吐量（万人）	7615	3048	3221	2119	6321	7340
YoY		-60.0%	5.7%	-34.2%	198.3%	16.1%
货邮（万吨）	363	369	398	357	418	414
YoY		1.4%	8.0%	-10.3%	17.1%	-1.1%
经营数据-虹桥	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
飞机起降架次（万架次）	27.3	21.9	23.1	19.7	24.6	26.5
YoY		-19.6%	5.4%	-15.0%	25.0%	8.0%
旅客吞吐量（万人）	4564	3117	3321	2158	4101	4183
YoY		-31.7%	6.5%	-35.0%	90.0%	2.0%
货邮（万吨）	42	34	38	33	41	44
YoY	0	-20.1%	13.2%	-15.0%	25.0%	8.0%
机场收入拆分-浦东	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
航空性收入（亿元）	40.8	17.3	18.5	16.4	33.2	38.5
YoY		-57.7%	7.2%	-11.7%	103.2%	16.0%
非航空性收入（亿元）	68.6	25.8	18.8	18.6	35.5	46.5
YoY		-62.5%	-27.2%	-1.1%	91.2%	31.0%
机场收入拆分-虹桥(假设 2022 年下半年并表)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
航空性收入（亿元）	16.6	10.4	11.2	8.1	14.2	15.2
YoY		-37.1%	7.7%	-28.0%	75.3%	7.2%
非航空性收入（亿元）	14.8	11.4	13.9	9.1	17.2	17.6
YoY		-23.1%	22.7%	-35.0%	90.0%	2.0%
物流板块收入（亿元，假设 2022 年下半年并表）				16.0	21.8	22.1
YoY					36.1%	1.4%
收入总计（亿元）	109.5	43.0	37.3	51.5	121.9	139.9

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

6.2. 投资建议

基于当前租金协议下我们预测上海机场 2022-2024 年归母净利润为-21.6/21.6/33.4 亿元，2023-2024 年归母净利润对应 PE 为 44/28 倍，考虑虹桥资产注入后股本扩张至 24.9 亿股，2023-2024 年归母净利润对应 PE 为 57/37 倍。作为中国最大空中口岸，短

期由于新冠疫情受损，中期随国际复航、出行复苏实现业绩恢复，议价权的回归有望释放业绩弹性，长期受益于长三角一体化发展，首次覆盖给予“增持”评级。

从可比公司估值角度来看，当前上海机场估值一致预期 PE 较北京首都机场股份和白云机场更高。但当前市场一致预期是基于上海机场已调整租金协议，而首都、白云两机场未调整的现实情况下做的盈利预测。我们提示在国际客流大幅恢复的过程中按照常规商业逻辑有重新协商的可能性，且在当前条款中为重谈留有空间，因此上海机场仍应作为出行复苏核心标的予以重视。

表11: 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
0694.HK	北京首都 机场股份	163	4.18	-9.77	9.32	14.57	-	17	11
600004.SH	白云机场	279	11.63	-0.69	7.32	14.45	-	38	19
	平均						-	28	15
600009.SH	上海机场	951	49.20	-21.57	21.64	33.41	-	44	28

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 可比公司归母净利润预测来自 Wind 一致预期, 数据截至 2022 年 5 月 26 日; 北京首都机场股份收盘价单位为港元, 其余货币单位均为人民币, 2022 年 5 月 26 日 1 港币=0.86 人民币

7. 风险提示

国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险: 疫情出于意外的爆发和政府针对疫情管控政策的持续可能影响整体出行意愿。

宏观经济风险: 经济需求收缩、预期转弱, 可能对公司生产经营产生负面影响。

其他运输方式竞争的风险: 与其他运输方式尤其是高铁的竞争可能对航空运输需求产生影响。

上海机场三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,593	13,761	17,356	11,799	营业总收入	3,728	5,150	12,191	13,987
货币资金及交易性金融资产	9,941	11,771	14,894	9,421	营业成本(含金融类)	6,077	7,589	9,072	9,526
经营性应收款项	1,150	1,566	2,004	1,916	税金及附加	6	51	24	14
存货	25	21	25	26	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	258	309	390	406
其他流动资产	477	403	433	435	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	39,833	43,329	42,413	41,490	财务费用	435	545	605	440
长期股权投资	3,081	3,181	3,281	3,381	加:其他收益	14	0	0	0
固定资产及使用权资产	33,968	37,114	35,147	33,175	投资净收益	777	659	731	769
在建工程	1,261	1,561	2,561	3,561	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	452	402	352	302	减值损失	-18	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	-2,275	-2,685	2,830	4,371
其他非流动资产	1,066	1,066	1,066	1,066	营业外净收支	-5	0	0	0
资产总计	51,426	57,090	59,768	53,288	利润总额	-2,280	-2,685	2,830	4,371
流动负债	7,967	10,725	12,196	12,307	减:所得税	-658	-591	623	962
短期借款及一年内到期的非流动负债	800	800	800	800	净利润	-1,622	-2,094	2,208	3,409
经营性应付款项	888	1,132	1,360	1,307	减:少数股东损益	89	63	44	68
合同负债	5	4	5	5	归属母公司净利润	-1,711	-2,157	2,164	3,341
其他流动负债	6,274	8,790	10,031	10,194	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.89	-1.12	1.12	1.73
非流动负债	15,753	20,753	19,753	9,753	EBIT	-2,600	-2,203	3,391	4,743
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	-505	-169	5,638	6,995
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	-63.02	-47.36	25.58	31.89
租赁负债	15,660	20,660	19,660	9,660	归母净利率(%)	-45.90	-41.89	17.75	23.89
其他非流动负债	93	93	93	93	收入增长率(%)	-13.38	38.14	136.73	14.74
负债合计	23,720	31,478	31,949	22,059	归母净利润增长率(%)	-35.08	-26.08	200.30	54.43
归属母公司股东权益	27,505	25,347	27,511	30,852					
少数股东权益	201	264	308	377					
所有者权益合计	27,706	25,612	27,819	31,229					
负债和股东权益	51,426	57,090	59,768	53,288					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	311	2,246	5,326	5,528	每股净资产(元)	14.27	13.15	14.28	16.01
投资活动现金流	-858	-4,871	-599	-561	最新发行在外股份(百万股)	1,927	1,927	1,927	1,927
筹资活动现金流	2,833	4,455	-1,605	-10,440	ROIC(%)	-5.02	-3.77	5.55	8.22
现金净增加额	2,285	1,830	3,123	-5,473	ROE-摊薄(%)	-6.22	-8.51	7.86	10.83
折旧和摊销	2,095	2,034	2,247	2,253	资产负债率(%)	46.12	55.14	53.45	41.40
资本开支	-1,503	-5,430	-1,230	-1,230	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	43.95	28.46
营运资本变动	550	-169	-213	34	P/B(现价)	3.46	3.75	3.46	3.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

