

## 国际客流逐步恢复, 集团重组事项完成

### 投资要点

- **事件:** 上海机场公布 2022 三季度报告。公司三季度实现营收 29.6 亿元, 同比 -19.1%; 实现归母净利润-8.5 亿元, 实现扣非归母净利润-7.5 亿元。公司前三季度累计实现营收 41.3 亿元, 同比-32.1%; 实现归母净利润-21 亿元, 实现扣非归母净利润-21.3 亿元。
- **国际航线回暖, 复苏趋势明显。** 2022 年我国出入境政策持续放松, 6 月以来多家航司陆续恢复并新增多条国际航线, 7-9 月国际旅客运输量分别为 14.6、17.8、21.2 万人, 旅客周转量分别为 8.7、10.2、12.6 亿人公里, 国际航线复苏明显。
- **资产重组完成, 规模优势凸显。** 2021 年 6 月 9 日, 上海机场启动资产重组工作, 拟发行股份购买虹桥机场 100% 股权和物流公司 100% 股权。2022 年 4 月 25 日, 上海机场重大资产重组获中国证监会审批通过, 7 月 21 日完成资产交割, 8 月 8 日上海机场股东大会选举产生新一届董事会、监事会, 浦东、虹桥两场实现整体上市。疫情前上海浦东及虹桥两场为旅客吞吐量分列我国第 2、8 位, 整体上市后公司规模优势凸显。
- **产能优势明显, 客流量提升空间大。** 上海浦东国际机场四期扩建工程于 1 月 4 日开工, 该工程建成后, 预计可满足 2030 年浦东机场年旅客吞吐量 1.3 亿人次的保障需求, 并与未来的上海东站共同组成浦东综合交通枢纽。在产能优势的带动下, 上海机场有望进一步提升旅客吞吐量。
- **区位优势突出, 成长空间巨大。** 上海是我国最大的经济中心城市之一, 位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点, 直接服务的长三角地区是我国经济最具活力、开放程度最高、创新能力最强的区域之一, 是“一带一路”和“长江经济带”的重要交汇点。上海机场半径 300 公里的腹地内覆盖了长三角地区的 8 个主要工业、科技园区, 相关产业航空关联度高。
- **盈利预测与投资建议:** 我们看好航空服务行业发展和国际航线市场需求增长, 公司的区位优势、规模优势和非航业务拓展将支持其稳定扩张, 预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为-18、18.4、34.1 亿元, 对应的每股净资产为 20.1、21、22.3 元, 按照近 10 年公司平均 PB 3.3 倍, 给予目标价 69.3 元, 调高至“买入”评级。
- **风险提示:** 全球疫情反复风险、航空需求不及预期、重大安全生产事故等。

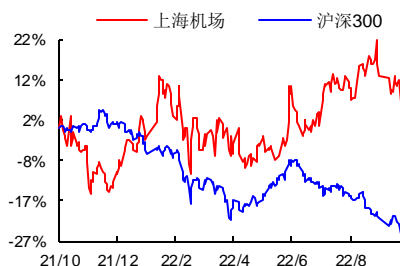
| 指标/年度         | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3727.80  | 4491.42  | 12196.72 | 14856.12 |
| 增长率           | -13.38%  | 20.48%   | 171.56%  | 21.80%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | -1710.94 | -1796.00 | 1842.95  | 3407.11  |
| 增长率           | -35.08%  | -4.97%   | 202.61%  | 84.87%   |
| 每股收益 EPS(元)   | -0.69    | -0.72    | 0.74     | 1.37     |
| 净资产收益率 ROE    | -5.86%   | -3.46%   | 3.32%    | 5.87%    |
| PE            | —        | —        | 76       | 41       |
| PB            | 5.11     | 2.81     | 2.69     | 2.54     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58352190  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 24.88       |
| 流通 A 股(亿股)   | 10.93       |
| 52 周内股价区间(元) | 43.16-62.43 |
| 总市值(亿元)      | 1,399.52    |
| 总资产(亿元)      | 514.26      |
| 每股净资产(元)     | 14.27       |

### 相关研究

1. 上海机场(600009): 虹桥注入事项推进, 集团持股将提升 (2021-12-01)

## 盈利预测及估值

关键假设：

1) 公司成功收购虹桥机场及物流公司，将给公司带来新的盈利增长点。考虑 2022 年疫情影响仍然持续，2023 年国际航线和国内航线逐步恢复，预计 2022-2024 年上海机场旅客吞吐量增长率为-25%、111%、7%。

2) 公司降本创新效果显著，非航业务未来也会成为新的增长点。考虑 2022 年疫情影响仍然持续，预计 2023 年国际航线逐步恢复，预测 2022-2024 年公司毛利率分别为-42.1%、+26.8%、+36.9%。

表 1：盈利预测

|             | 2019A          | 2020A         | 2021A         | 2022E         | 2023E          | 2024E          |
|-------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 航空性收入（百万元）  | 4,083.8        | 1,727.3       | 1,851.7       | 2,170.2       | 4,774.5        | 5,729.4        |
| YoY         |                | -57.7%        | 7.2%          | 17.2%         | 120.0%         | 20.0%          |
| 非航空性收入（百万元） | 6,860.8        | 2,576.2       | 1,876.1       | 2,313.2       | 7,402.2        | 9,104.7        |
| YoY         |                | -62.5%        | -27.2%        | 23.3%         | 220.0%         | 23.0%          |
| 收入合计（百万元）   | <b>10944.7</b> | <b>4303.5</b> | <b>3727.8</b> | <b>4491.4</b> | <b>12196.7</b> | <b>14856.1</b> |
| YoY         |                | -60.7%        | -13.4%        | 20.5%         | 171.6%         | 21.8%          |
| 成本合计（百万元）   | <b>5340.2</b>  | <b>6600.7</b> | <b>6077.1</b> | <b>6380.9</b> | <b>8933.3</b>  | <b>9380.0</b>  |
| YoY         |                | 23.6%         | -7.9%         | 5.0%          | 40.0%          | 5.0%           |
| 毛利率         | <b>51.2%</b>   | <b>-53.4%</b> | <b>-63.0%</b> | <b>-42.1%</b> | <b>26.8%</b>   | <b>36.9%</b>   |

数据来源：西南证券

我们看好航空服务行业发展和国际航线市场需求增长，公司的区位优势、规模优势和非航业务拓展将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为-18、18.4、34.1 亿元，对应的每股净资产为 20.1、21、22.3 元。

表 2：可比公司估值

| 证券代码             | 可比公司        | 股价（元）        | 每股净资产（元）    |             |           |             | 市净率（倍）   |            |            |            |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-----------|-------------|----------|------------|------------|------------|
|                  |             |              | 21A         | 22E         | 23E       | 24E         | 21A      | 22E        | 23E        | 24E        |
| 600004.SH        | 白云机场        | 14.29        | 7.7         | 7.4         | 7.7       | 8.3         | 1.8      | 1.8        | 1.8        | 1.6        |
| 000089.SZ        | 深圳机场        | 6.44         | 5.8         | 5.5         | 5.5       | 5.7         | 1.1      | 1.2        | 1.2        | 1.1        |
| 可比公司估值           |             |              |             |             |           |             | 1.5      | 1.5        | 1.5        | 1.4        |
| <b>600009.SH</b> | <b>上海机场</b> | <b>56.24</b> | <b>11.1</b> | <b>20.1</b> | <b>21</b> | <b>22.3</b> | <b>4</b> | <b>2.8</b> | <b>2.7</b> | <b>2.5</b> |

数据来源：Wind，西南证券整理

根据公司主营业务选取白云机场、深圳机场作为可比公司，可比公司 2023 年 PB 为 1.5 倍。我们看好公司的长期增长能力，按照近 10 年公司平均 PB 3.3 倍，给予目标价 69.3 元，调高至“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)      |                |                 |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
|               | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |                  | 2021A          | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
| 营业收入          | 3727.80         | 4491.42         | 12196.72        | 14856.12        | 净利润              | -1622.31       | -1741.03        | 1744.05        | 3252.19        |
| 营业成本          | 6077.07         | 6380.92         | 8933.29         | 9379.95         | 折旧与摊销            | 1342.41        | 1273.72         | 1273.72        | 1273.72        |
| 营业税金及附加       | 6.25            | 5.45            | 15.99           | 20.81           | 财务费用             | 434.75         | 237.02          | 253.11         | 282.67         |
| 销售费用          | 0.00            | 0.01            | 0.01            | 0.02            | 资产减值损失           | -17.29         | -5.76           | -7.68          | -10.24         |
| 管理费用          | 258.45          | 221.26          | 702.68          | 872.58          | 经营营运资本变动         | 4074.00        | 177.92          | -360.57        | -216.57        |
| 财务费用          | 434.75          | 237.02          | 253.11          | 282.67          | 其他               | -3900.63       | -24.09          | -22.28         | -19.77         |
| 资产减值损失        | -17.29          | -5.76           | -7.68           | -10.24          | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>310.93</b>  | <b>-82.22</b>   | <b>2880.36</b> | <b>4562.00</b> |
| 投资收益          | 776.82          | 30.00           | 30.00           | 30.00           | 资本支出             | 151.18         | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他               | -1009.60       | -323.26         | -436.27        | -462.44        |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-858.42</b> | <b>-323.26</b>  | <b>-436.27</b> | <b>-462.44</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>-2275.50</b> | <b>-2317.48</b> | <b>2329.31</b>  | <b>4340.34</b>  | 短期借款             | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -4.66           | -3.89           | -3.91           | -4.09           | 长期借款             | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>-2280.16</b> | <b>-2321.38</b> | <b>2325.40</b>  | <b>4336.25</b>  | 股权融资             | 0.00           | 24070.77        | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | -657.85         | -580.34         | 581.35          | 1084.06         | 支付股利             | 0.00           | 342.19          | 359.20         | -368.59        |
| 净利润           | -1622.31        | -1741.03        | 1744.05         | 3252.19         | 其他               | 2832.75        | -742.21         | -125.91        | -118.66        |
| 少数股东损益        | 88.63           | 54.96           | -98.90          | -154.92         | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>2832.75</b> | <b>23670.75</b> | <b>233.29</b>  | <b>-487.25</b> |
| 归属母公司股东净利润    | -1710.94        | -1796.00        | 1842.95         | 3407.11         | <b>现金流量净额</b>    | <b>2285.23</b> | <b>23265.27</b> | <b>2677.38</b> | <b>3612.30</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                  |                |                 |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标           |                |                 |                |                |
|               | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |                  | 2021A          | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 9940.91         | 33206.18        | 35883.55        | 39495.86        | <b>成长能力</b>      |                |                 |                |                |
| 应收和预付款项       | 1160.49         | 1274.64         | 3984.35         | 4556.00         | 销售收入增长率          | -13.38%        | 20.48%          | 171.56%        | 21.80%         |
| 存货            | 25.16           | 20.18           | 30.20           | 34.00           | 营业利润增长率          | -50.34%        | -1.84%          | 200.51%        | 86.34%         |
| 其他流动资产        | 466.11          | 561.60          | 1525.05         | 1857.57         | 净利润增长率           | -38.83%        | -7.32%          | 200.17%        | 86.47%         |
| 长期股权投资        | 3080.50         | 3080.50         | 3080.50         | 3080.50         | EBITDA 增长率       | -7.78%         | -61.89%         | 577.99%        | 52.92%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>      |                |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 19280.44        | 18083.80        | 16887.17        | 15690.54        | 毛利率              | -63.02%        | -42.07%         | 26.76%         | 36.86%         |
| 无形资产和开发支出     | 451.73          | 375.24          | 298.76          | 222.28          | 三费率              | 18.60%         | 10.20%          | 7.84%          | 7.78%          |
| 其他非流动资产       | 17020.76        | 17373.41        | 17839.08        | 18330.91        | 净利率              | -43.52%        | -38.76%         | 14.30%         | 21.89%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>51426.09</b> | <b>73975.55</b> | <b>79528.66</b> | <b>83267.66</b> | ROE              | -5.86%         | -3.46%          | 3.32%          | 5.87%          |
| 短期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA              | -3.15%         | -2.35%          | 2.19%          | 3.91%          |
| 应付和预收款项       | 1184.31         | 1273.01         | 2085.03         | 2337.06         | ROIC             | -14.71%        | 83.95%          | -73.08%        | -109.77%       |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入      | -13.37%        | -17.96%         | 31.62%         | 39.69%         |
| 其他负债          | 22535.85        | 22324.67        | 24962.52        | 25565.89        | <b>营运能力</b>      |                |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>23720.15</b> | <b>23597.68</b> | <b>27047.54</b> | <b>27902.95</b> | 总资产周转率           | 0.09           | 0.07            | 0.16           | 0.18           |
| 股本            | 1926.96         | 2488.48         | 2488.48         | 2488.48         | 固定资产周转率          | 0.20           | 0.26            | 0.75           | 0.99           |
| 资本公积          | 2575.50         | 26084.75        | 26084.75        | 26084.75        | 应收账款周转率          | 2.67           | 3.74            | 4.69           | 3.51           |
| 留存收益          | 23002.08        | 21548.27        | 23750.42        | 26788.95        | 存货周转率            | 265.44         | 262.01          | 331.61         | 277.36         |
| 归属母公司股东权益     | 27504.54        | 50121.50        | 52323.65        | 55362.18        | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 119.12%        | —               | —              | —              |
| 少数股东权益        | 201.40          | 256.36          | 157.46          | 2.54            | <b>资本结构</b>      |                |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>27705.94</b> | <b>50377.87</b> | <b>52481.12</b> | <b>55364.71</b> | 资产负债率            | 46.12%         | 31.90%          | 34.01%         | 33.51%         |
| 负债和股东权益合计     | 51426.09        | 73975.55        | 79528.66        | 83267.66        | 带息债务/总负债         | 0.00%          | 0.00%           | 0.00%          | 0.00%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 1.46           | 4.49            | 3.69           | 3.82           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 1.45           | 4.48            | 3.69           | 3.81           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率            | 0.00%          | 19.05%          | -19.49%        | 10.82%         |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 | 每股指标             |                |                 |                |                |
|               | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |                  |                |                 |                |                |
| EBITDA        | -498.34         | -806.74         | 3856.14         | 5896.73         | 每股收益             | -0.69          | -0.72           | 0.74           | 1.37           |
| PE            | —               | —               | 76.32           | 41.28           | 每股净资产            | 11.05          | 20.14           | 21.03          | 22.25          |
| PB            | 5.11            | 2.81            | 2.69            | 2.54            | 每股经营现金           | 0.12           | -0.03           | 1.16           | 1.83           |
| PS            | 37.73           | 31.32           | 11.53           | 9.47            | 每股股利             | 0.00           | -0.14           | -0.14          | 0.15           |
| EV/EBITDA     | —               | —               | 22.64           | 14.13           |                  |                |                 |                |                |
| 股息率           | 0.00%           | —               | —               | 0.26%           |                  |                |                 |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理     | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 高宇乐 | 销售经理       | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wywf@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张玉树 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理       | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理       | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理       | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |