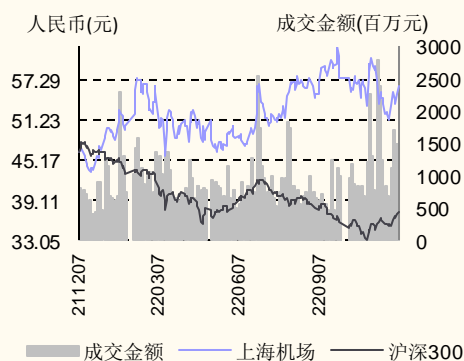


市场价格(人民币): 56.42元

目标价格(人民币): 66.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	24.88
已上市流通A股(亿股)	10.93
总市值(亿元)	1,404.00
年内股价最高最低(元)	62.43/43.46
沪深300指数	3968
上证指数	3213



免税业务价值仍在, 重组增强经营能力

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,303	3,728	6,327	13,133	17,050
营业收入增长率	-60.68%	-13.38%	69.72%	107.58%	29.82%
归母净利润(百万元)	-1,267	-1,711	-2,904	1,806	4,722
归母净利润增长率	-125.18%	35.08%	69.75%	N/A	161.40%
摊薄每股收益(元)	-0.657	-0.888	-1.167	0.726	1.897
每股经营性现金流净额	-0.63	0.16	-0.57	1.54	3.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.34%	-6.22%	-7.42%	4.49%	10.97%
P/E	NA	NA	NA	77.73	29.74
P/B	4.99	3.27	3.59	3.49	3.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **盈利能力行业领先, 疫情影响业绩承压。** 公司是上海浦东机场和上海虹桥机场的运营方。以10年(2009-2019)为维度, 公司股价涨幅为434%, 在交运上市公司中排名第1。2019年公司旅客吞吐量为7615万人次, 其中国际地区旅客吞吐量为3851万人次, 占比为51%, 均排名全国第1。2019年公司营业收入109亿元, 归母净利润50亿元, 净利率48%, 位居行业第1。受国内疫情冲击, 以及国际客流大幅缩减影响, 2022年前三季度公司营业收入为41亿元, 同比下降32%; 归母净利润为-21亿元, 同比增亏。
- **免税业务优势明显, 长期看议价权将回归。** 公司免税业务优势明显: 1、旅客购买力高, 2019年人均免税销售额约为393元, 位居行业第1; 2、国际地区客流规模大, 位居全国第1。2019年公司免税租金收入为52亿元, 受疫情影响, 2022年前三季度免税收入仅为2.06亿元。2021年初签订的补充协议限制了至2025年的免税收入弹性。近期防疫措施优化, 预计2023年国际客流将加速恢复, 叠加四期扩建工程预计于“十四五”期间投用, 长期看国际客流将超越疫情前水平, 公司免税业务议价权将回归, 价值仍在。
- **重组注资增强经营能力, 投资收益边际改善。** 2022年7月, 公司以发行股份购买资产的方式完成了对虹桥公司、物流公司以及浦东机场第四跑道资产的收购, 合计交易对价为191亿元, 并于9月完成对机场集团定增50亿元。虹桥公司的注入是机场集团及公司兑现历史承诺、解决历史遗留问题的重要举措, 其中虹桥公司疫情期间受影响小于浦东机场, 物流公司稳定盈利, 均将提升公司疫情期间的经营能力。另外本次重组完成后, 公司对德高动量的穿透持股将从25.5%增至50%, 投资收益及并表利润将边际增厚。

投资建议

- 公司免税业务优势明显, 且长期流量空间大, 国际放开后有望再获免税议价权, 展现业绩弹性。预计2022-2024年实现归母净利润-29亿元、18亿元、47亿元, 给予目标价人民币66元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期风险, 免税业务经营风险, 扩建影响超预期风险, 收费价格管制风险, 航油政策风险, 股票交易被实施其他风险警示风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

内容目录

一、国际客流占比过半，免税驱动非航高增	5
1.1 上海两场的运营方，国际地区客流全国第一	5
1.2 疫情前净利率领跑行业，疫情显著影响业绩	7
1.3 重大资产重组顺利完成，疫情期间改善经营	9
二、区位优势显著，流量有望持续增长	12
2.1 区位优势显著，流量有望持续增长	12
2.2 伴随经济发展，国际航线开拓可期	14
三、免税业务优势明显，疫情不改长期价值	16
3.1 免税商品价格优势明显，机场渠道助力消费回流	16
3.2 公司疫情前免税业务收入高增长	18
3.2 疫情下免税议价权下降，补充协议短期影响收入弹性	21
四、广告投资收益将增加，航油投资收益稳定	22
4.1 投资收益占比稳定	22
4.2 重组后，广告投资收益将进一步增加	23
4.3 航油投资收益稳定增长	23
五、盈利预测与估值分析	24
5.1 业务预测	24
5.2 收入预测	26
5.3 成本利润预测	27
5.4 估值分析与投资建议	28
六、风险提示	29

图表目录

图表 1: 2022 年 7 月公司完成重大资产重组，成为虹桥机场和浦东机场的运营方	5
图表 2: 股价复盘：2014-2019 年公司股价上涨 672%	5
图表 3: 2009-2019 年交运板块涨幅前五公司：公司股价涨幅位居第 1	6
图表 4: 公司股价上涨主要源于盈利提升	6
图表 5: 疫情前公司旅客吞吐量排名全国第 2	6
图表 6: 疫情前公司国际地区旅客占比排名全国第 1	6
图表 7: 2017 年起非航收入高于航空性收入	7
图表 8: 疫情前免税店租金收入占比近半	7
图表 9: 疫情前公司营收保持稳步增长	7
图表 10: 疫情前公司旅客吞吐量持续增长	8
图表 11: 2016-2019 年公司收入增速高于客流增速	8
图表 12: 2009-2019 年净利保持稳定增长	8
图表 13: 疫情前净利率增长至 48%	8

图表 14: 疫情前公司营业收入位居国内枢纽机场第一.....	8
图表 15: 疫情前公司净利率领先.....	8
图表 16: 发行股份购买资产概况.....	9
图表 17: 募集配套资金的具体用途 (亿元).....	9
图表 18: 公司控股股东为上海机场集团 (截至 2022 年 9 月).....	9
图表 19: 重组方案注入资产概览.....	10
图表 20: 2020 年虹桥机场旅客吞吐量同比下降 32%.....	10
图表 21: 2019 年虹桥公司飞机起降架次与旅客吞吐量超过浦东机场 50%....	10
图表 22: 虹桥公司过去三年的营收.....	10
图表 23: 虹桥公司过去三年的净利润.....	10
图表 24: 物流公司持有浦东货运站 51% 股权.....	11
图表 25: 物流公司过去三年经营数据基本稳定.....	11
图表 26: 物流公司过去三年的营收.....	11
图表 27: 物流公司过去三年的净利润.....	11
图表 28: 2022-2024 年机场集团对物流、广告板块明确做出业绩承诺.....	11
图表 29: 公司区位优势显著.....	12
图表 30: 各国人均乘机次数与人均 GDP 正相关.....	12
图表 31: IMF 预测中国人均 GDP 将继续维持增长.....	12
图表 32: 长三角地区人均 GDP 水平较高.....	13
图表 33: 上海浦东机场国际地区航班数量较高.....	13
图表 34: 长三角地区高铁发达, 吸引旅客前往上海乘机.....	14
图表 35: 四期扩建工程: T3 设计旅客吞吐量 5000 万人次.....	14
图表 36: 浦东机场四期扩建工程示意图.....	14
图表 37: 日本疫情前出境游旅客人数变化趋势与 GDP 变化趋势基本一致	15
图表 38: 与全球城市枢纽机场对比, 上海两场的旅客吞吐量有较大提升空间 (2019).....	15
图表 39: 与全球城市枢纽机场对比, 上海两场的国际客流占比有较大提升空间 (2019).....	15
图表 40: 国际航班收费标准高于国内航班 (以上海浦东机场为例).....	16
图表 41: 机场行业商业模式.....	16
图表 42: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (十亿元).....	17
图表 43: 购买奢侈品选择的门店占比 (%) (2018 年).....	17
图表 44: 各类产品税率.....	17
图表 45: 《电子商务法》部分规定.....	18
图表 46: 免税限额以及品类.....	18
图表 47: 公司的欧美航班量占比较高, 仅次于首都机场 (2019 年).....	19
图表 48: 公司国际航线相对优质, 旅客购买力高 (2019 年).....	19
图表 49: 卫星厅启用后, 公司免税店面积翻倍增长.....	19
图表 50: 公司人均免税销售额持续增长.....	19

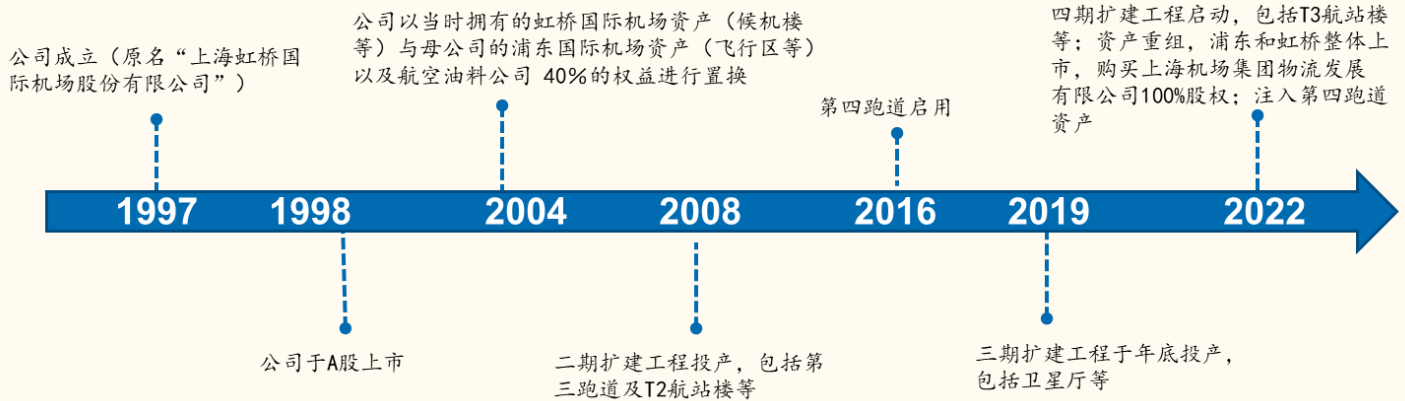
图表 51: 公司 2018 年签约的免税合同情况.....	20
图表 52: 分类销售提成比例.....	20
图表 53: 原协议的保底销售提成.....	20
图表 54: 疫情前公司免税收入持续增长, 2019 年占比 48%.....	20
图表 55: 2021 年 1 月免税协议的变更.....	21
图表 56: 免税主要业态为口岸、离岛、市内.....	22
图表 57: 中国中免机场免税营收占比明显下降.....	22
图表 58: 中国机场免税市场规模将恢复增长.....	22
图表 59: 2008-2019 年公司投资收益稳中有升.....	23
图表 60: 公司投资收益主要由机场广告和航空油料构成.....	23
图表 61: 公司广告业务的主要利润来源.....	23
图表 62: 疫情前航空油料公司营收及增速.....	24
图表 63: 疫情前航空油料公司净利润及增速.....	24
图表 64: 浦东机场的航油进销差价 230 元/吨.....	24
图表 65: 疫情前航空油料公司 ROE 保持 20%以上.....	24
图表 66: 国务院联防联控机制公布进一步优化防控工作的二十条措施.....	24
图表 67: 浦东机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测.....	25
图表 68: 虹桥机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测.....	26
图表 69: 公司起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测.....	26
图表 70: 公司收入预测 (百万元).....	27
图表 71: 公司成本利润预测 (百万元).....	28
图表 72: 投资收益预测 (百万元).....	28
图表 73: 公司现金流量折现法.....	28
图表 74: 折现现金流法核心假设.....	29
图表 75: 敏感性分析.....	29

一、国际客流占比过半，免税驱动非航高增

1.1 上海两场的运营方，国际地区客流全国第一

- 公司是上海浦东机场和上海虹桥机场的运营方。上海机场成立于 1997 年，于 1998 年上市。2004 年公司通过与集团资产重组，成为浦东机场的运营方，并承诺择机将虹桥机场注入上市公司，2022 年 7 月虹桥机场等资产顺利注入公司，公司正式成为上海两场的运营方。

图表 1: 2022 年 7 月公司完成重大资产重组，成为虹桥机场和浦东机场的运营方



来源：公司公告，国金证券研究所

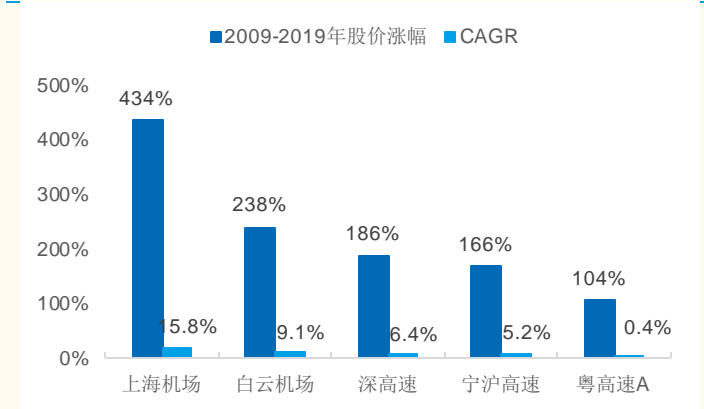
- 公司股票是交运行业备受投资人青睐的投资标的，2014-2019 年公司股价上涨 672%。以 10 年为维度，2009-2019 年公司股价在交运上市公司中涨幅第 1，达到 434%，主要受盈利提升驱动。受新冠疫情影响，2020 年以来公司股价明显回调，2021 年初公司公告与中国中免签署免税补充协议后，股价进一步回落，近日伴随国际放开预期逐步增强，公司股价持续回升。

图表 2: 股价复盘：2014-2019 年公司股价上涨 672%



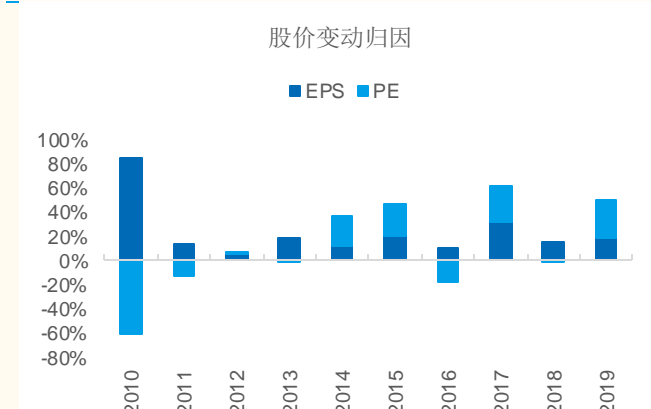
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3: 2009-2019 年交运板块涨幅前五公司: 公司股价涨幅位居第 1



来源: Wind, 国金证券研究所

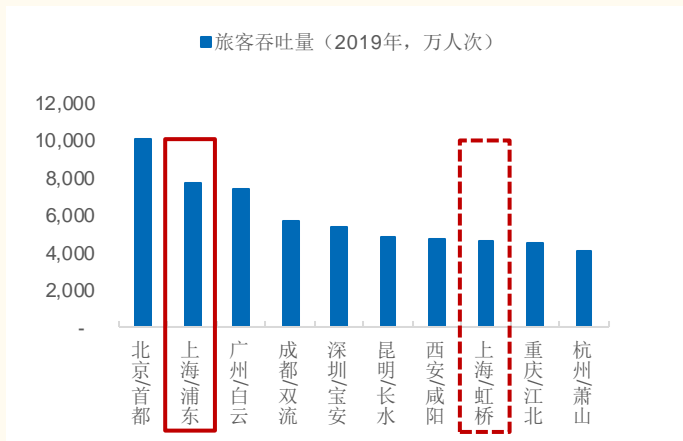
图表 4: 公司股价上涨主要源于盈利提升



来源: Wind, 国金证券研究所

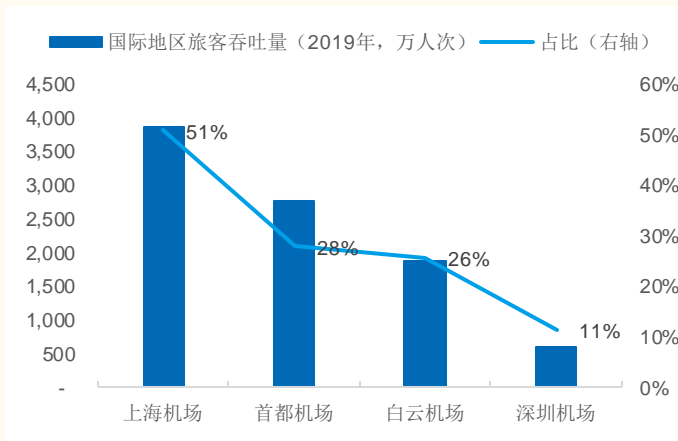
- 疫情前公司旅客吞吐量排名全国第 2, 国际地区旅客排名全国第 1。2019 年, 公司国内地区旅客吞吐量为 7615 万人次, 仅次于首都机场, 排名全国第 2。2019 年, 公司的国际地区旅客吞吐量为 3851 万人次, 占比为 51%, 占比及规模均排名全国第 1。

图表 5: 疫情前公司旅客吞吐量排名全国第 2



来源: CAAC, 国金证券研究所 备注: 2022 年 7 月公司完成对虹桥机场的收购。

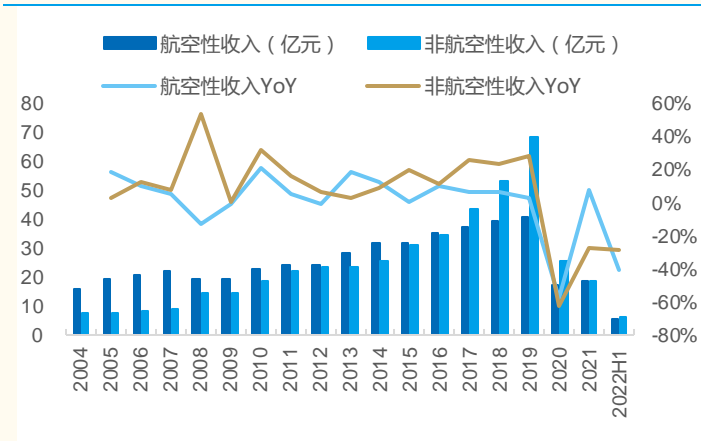
图表 6: 疫情前公司国际地区旅客占比排名全国第 1



来源: 公司公告, CAAC, 国金证券研究所

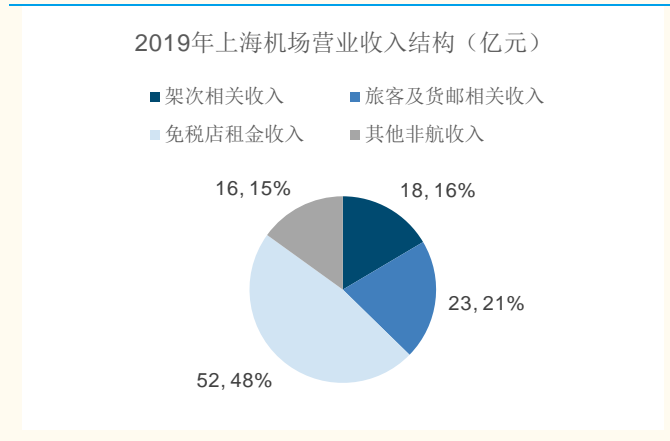
- 公司收入分为航空性收入与非航空性收入。航空性业务收入包含起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费等, 定价依据政府指导价, 依靠机场流量驱动; 非航空性业务包含有税商业、免税商业、广告等, 定价依据市场调节价, 是流量变现的主要方式。
- 疫情前公司免税店租金收入占比 48%。新冠疫情前公司非航收入占比持续提升, 2019 年公司航空性收入占比 37%, 非航空性收入占比 63%, 其中免税店租金收入为 52 亿元, 占营收的 48%。

图表 7: 2017 年起非航收入高于航空性收入



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 疫情前免税店租金收入占比近半

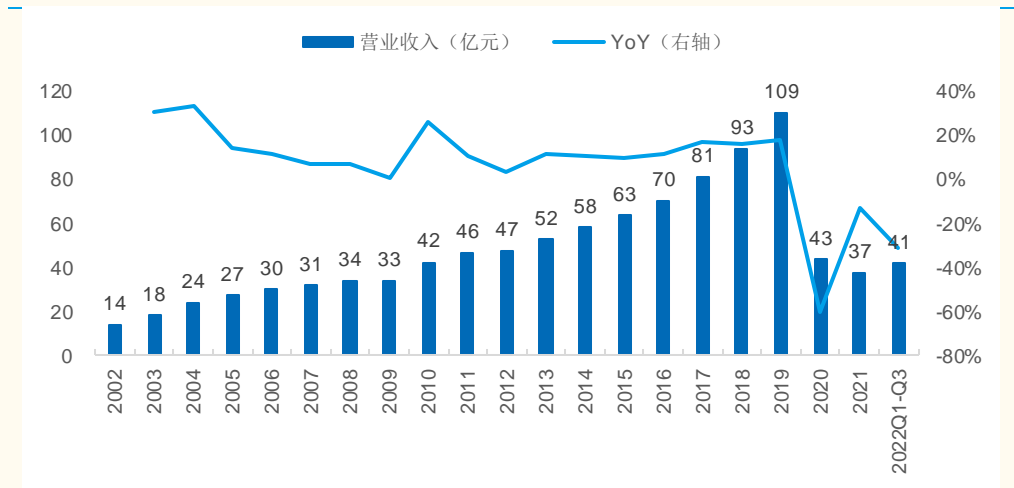


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 疫情前净利率领跑行业, 疫情显著影响业绩

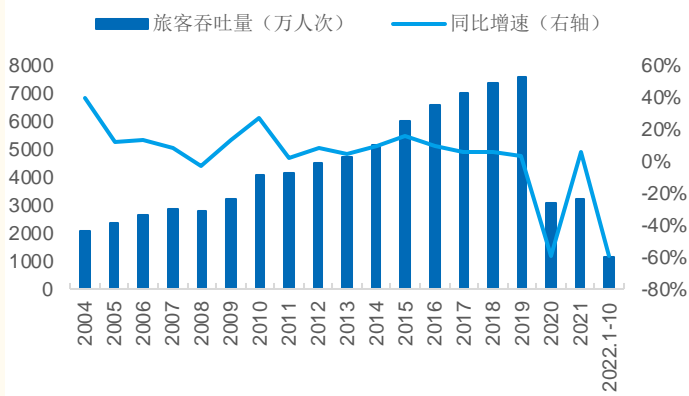
- 公司营收连续 17 年保持稳步增长。公司的营业收入从 2002 年的 13.7 亿元增长至 2019 年的 109.4 亿元, 2002-2019 年 CAGR 达 13%。其中, 2019 年公司营业收入为 109.4 亿元, 同比增长 18%, 位居枢纽机场第 1。2022 年国际客班数量有限叠加国内疫情反复, 前三季度公司营收为 41 亿元, 同比降低 32%。
- 2016 年后收入增速高于客流增速。疫情前公司旅客吞吐量持续增长, 2019 年旅客吞吐量达 0.76 亿人次, 同比增长 3%。2004-2016 年, 公司收入增速与客流增速同步变化, 2017 年后公司收入增速高于客流增速, 源于免税租金收入增长。

图表 9: 疫情前公司营收保持稳步增长



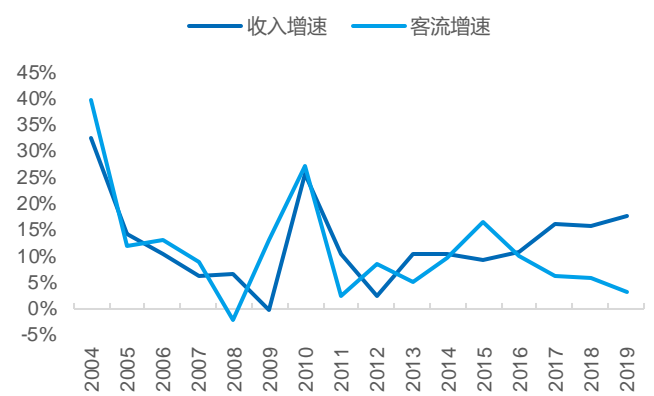
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 疫情前公司旅客吞吐量持续增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

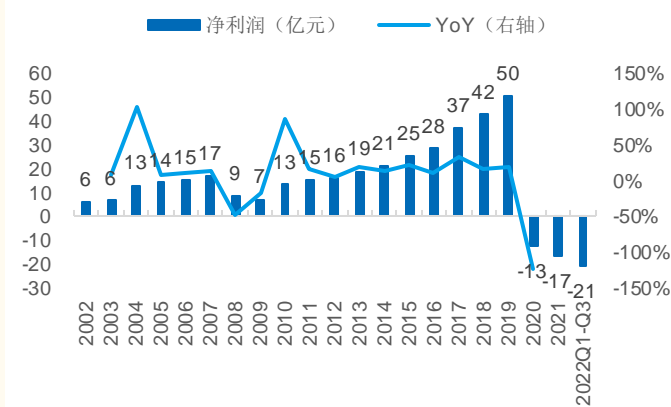
图表 11: 2016-2019 年公司收入增速高于客流增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

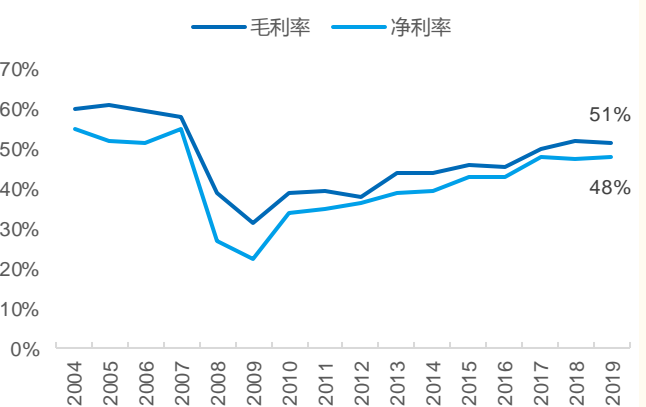
- 疫情前公司净利保持稳步增长。2008-2009 年受扩建工程投产影响, 公司折旧、运营成本增加, 净利下降。自 2009 年起, 公司净利保持稳步增长。2019 年归母净利润达 50 亿元, 净利率为 48%, 领先于可比公司。
- 疫情导致连续亏损。新冠疫情影响下, 公司收入大幅下降, 同时成本较为刚性, 导致连续亏损。2020 年公司净亏损 13 亿元, 2021 年净亏损 17 亿元。2022 年前三季度净亏损 21 亿元, 同比增亏 10.3 亿元。

图表 12: 2009-2019 年净利保持稳定增长



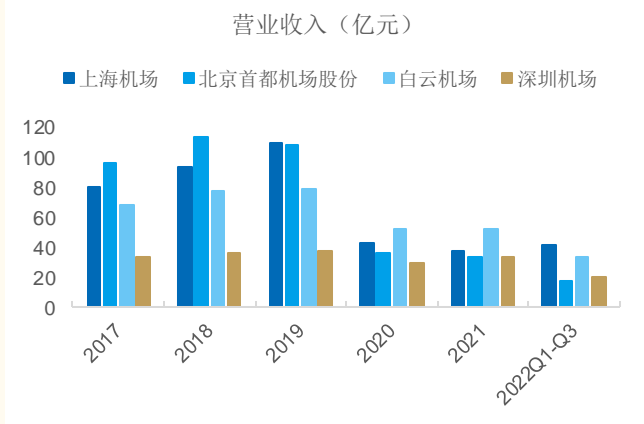
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 疫情前净利率增长至 48%



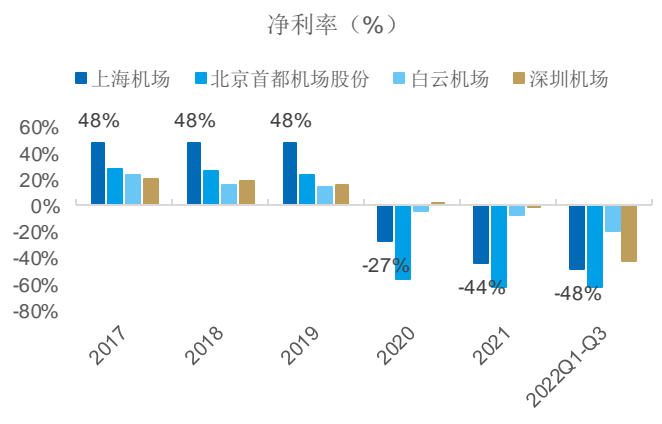
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 疫情前公司营业收入位居国内枢纽机场第一



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 疫情前公司净利率领先



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 重大资产重组顺利完成，疫情期间改善经营

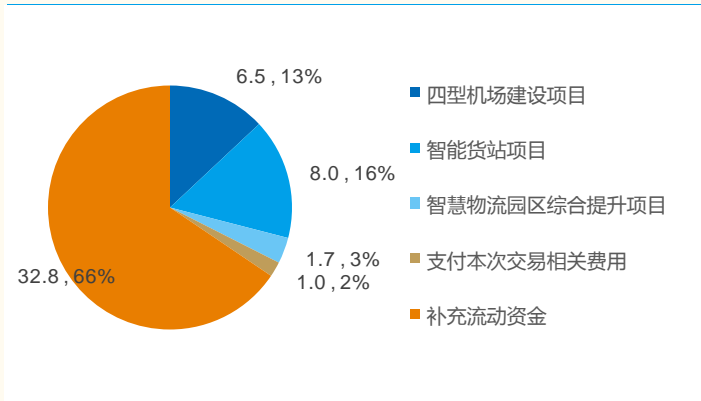
- 根据 2022 年 9 月 27 日公告，公司已完成重大资产重组，方案分为两部分：
 - 1、发行股份购买资产：公司向集团增发购买虹桥公司、物流公司及浦东第四跑道并募集配套资金，资产作价 191 亿元（对应 4.34 亿股）。其中，虹桥公司 100% 股权最终确定交易作价为 145.16 亿元、物流公司 31.19 亿元、浦东机场第四跑道 14.97 亿元，合计交易作价为 191.32 亿元。
 - 2、募集配置资金概况：募集配套资金 50 亿元，将用于四型机场建设项目（13%）、智能货站项目（16%）、智慧物流园区综合提升项目（3%）、补充流动资金（66%）及支付本次交易相关费用（2%）。

图表 16: 发行股份购买资产概况

购买资产	交易作价 (亿元)
虹桥公司 100% 股权	145.16
物流公司 100% 股权	31.19
浦东机场第四跑道	14.97
合计	191.32

来源：公司公告，国金证券研究所

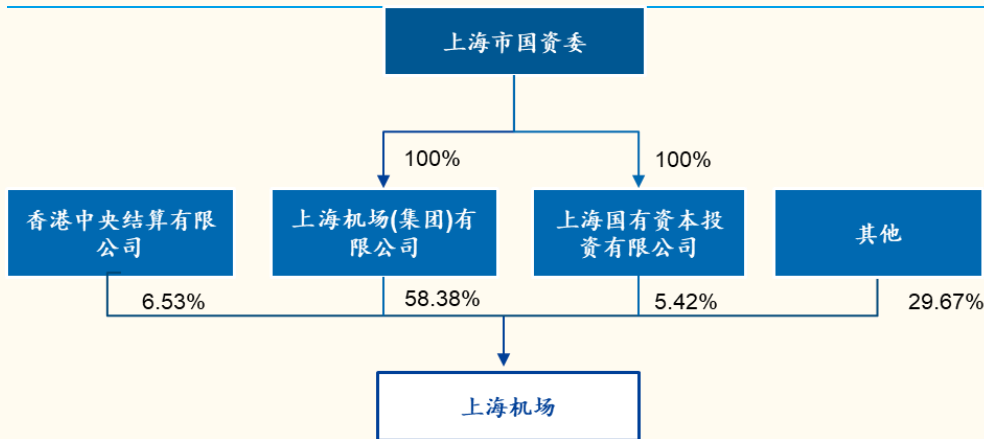
图表 17: 募集配套资金的具体用途 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 重组及定增落地后，公司控股股东仍为上海机场（集团）有限公司，持股比例为 58%，实际控制人为上海市国资委。

图表 18: 公司控股股东为上海机场集团 (截至 2022 年 9 月)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 虹桥公司的前身系机场集团下属虹桥分公司，从事虹桥机场的管理运营工作，拥有 2 条平行跑道及 2 座航站楼，设计旅客吞吐量 3000 万人次。2019 年飞机起降 27.29 万架次，旅客吞吐量 4563.79 万人次，货邮吞吐量 42.36 万吨，分别占浦东机场的 53%、60% 和 12%。2019-2021 年前三季度，净利润分别为 5.15 亿元、-2.15 亿元、0.34 亿元。
- 物流公司拥有浦东货运站 51% 股权，浦东货运站主要为航空公司及货运代理公司提供包括货站操作及配套延伸业务等在内的航空货运地面综合服务。物流公司业务量相对稳定，2019-2021 年前三季度，进出港货物量合计为 177.16 万吨、174.26 万吨、134.35 万吨，净利润分别为 5.99 亿元、5.68 亿元、3.64 亿元，归母净利润分别为 2.38 亿元、2.26 亿元、1.49 亿元。

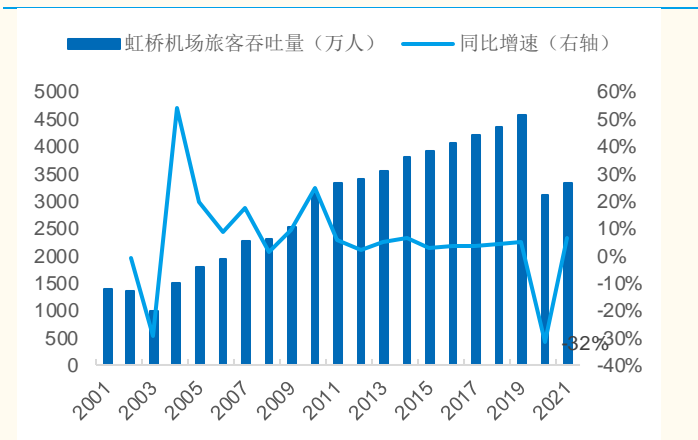
- 浦东第四跑道于 2015 年起投入使用，位于浦东机场 T2 航站楼东侧，可起降包括空客 A380 在内的各大类机型。过去公司向机场集团租赁浦东第四跑道相关资产及相应土地使用权。本次交易完成后，公司将拥有浦东第四跑道相关资产，增强上市公司资产独立性，减少上市公司关联交易。

图表 19: 重组方案注入资产概览

收购标的	评估值 (万元)	2019 年营收 (万元)	2019 年净利润 (万元)
虹桥公司 100% 股权	1,451,589.32	313,751.99	51,545.81
物流公司 100% 股权	311,900.00	161,531.45	59,907.87
浦东机场第四跑道	149,749.17	-	-
合计	1,913,238.49	475,283.44	111,453.68

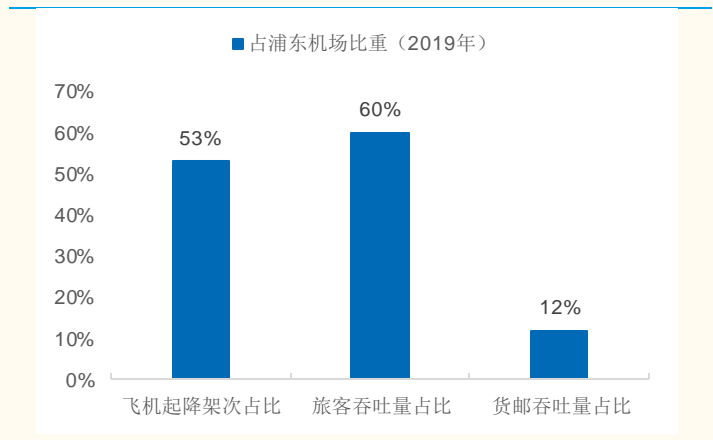
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 2020 年虹桥机场旅客吞吐量同比下降 32%



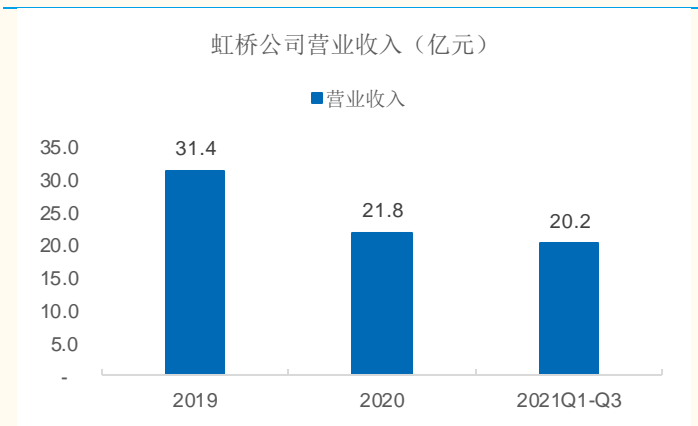
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 2019 年虹桥公司飞机起降架次与旅客吞吐量超过浦东机场 50%



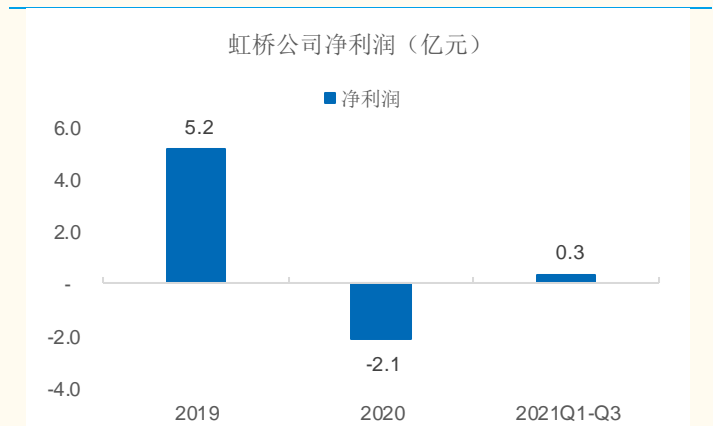
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 虹桥公司过去三年的营收



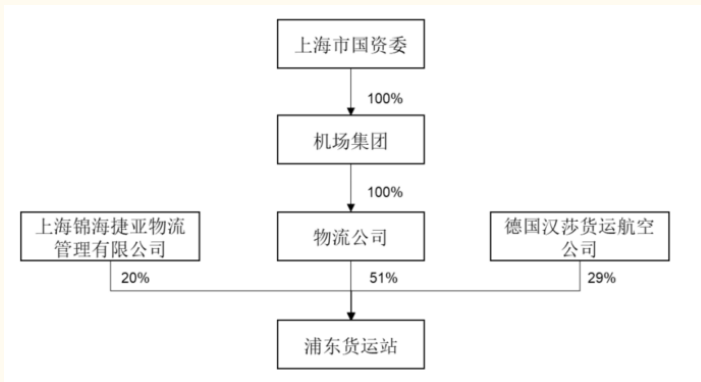
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 虹桥公司过去三年的净利润



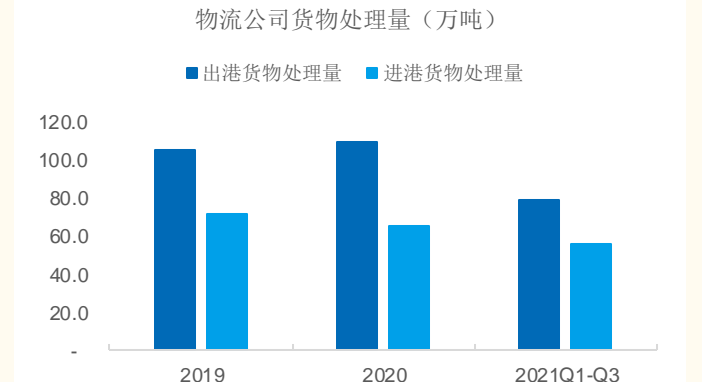
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 物流公司持有浦东货运站 51% 股权



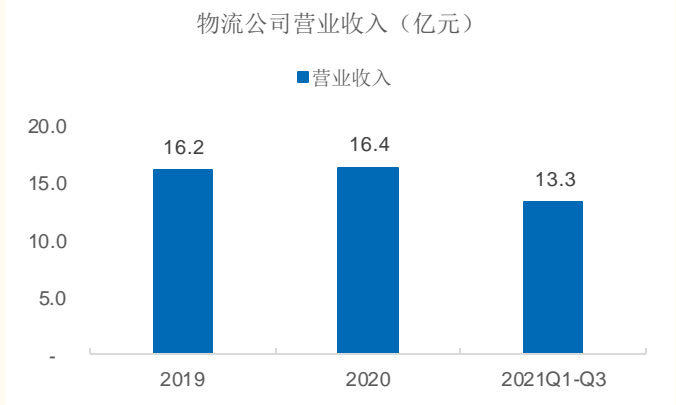
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 物流公司过去三年经营数据基本稳定



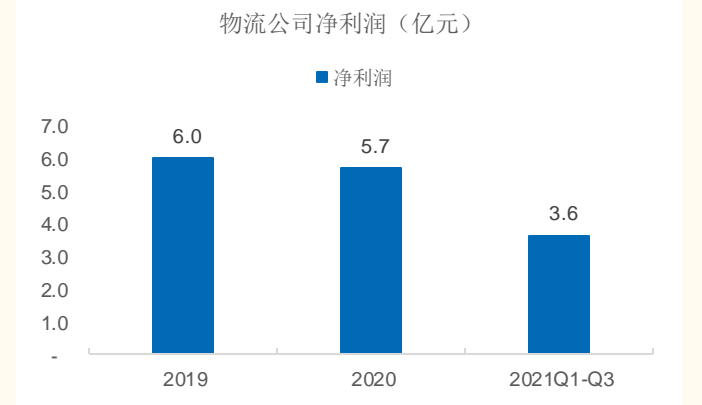
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 物流公司过去三年的营收



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 物流公司过去三年的净利润



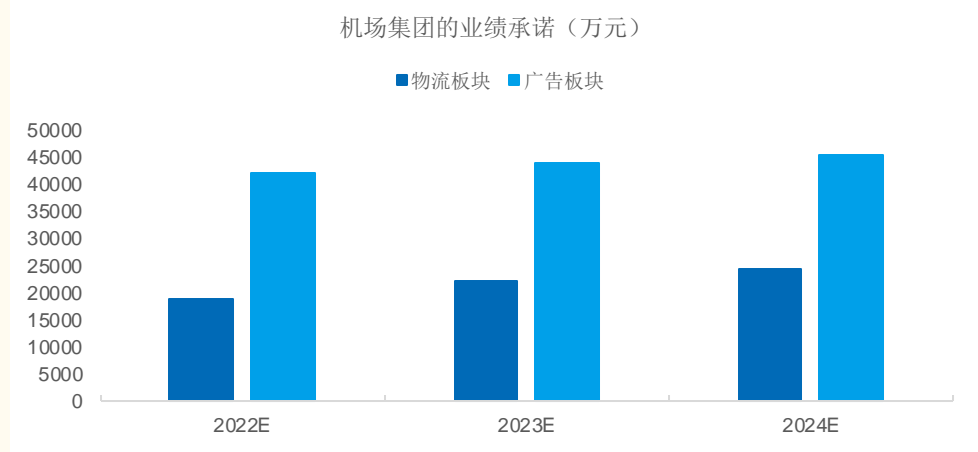
来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 根据重组方案, 机场集团对物流和广告板块做出明确业绩承诺:

物流板块资产在 2022-2024 年实现扣除非经常性损益后的归母净利润分别不低于 18,736.87 万元、21,879.40 万元以及 24,301.64 万元。

广告板块资产在 2022-2024 年实现扣除非经常性损益后的归属于虹桥公司的净利润分别不低于 41,664.29 万元、43,518.85 万元和 44,969.77 万元。

图表 28: 2022-2024 年机场集团对物流、广告板块明确做出业绩承诺



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 积极履行历史承诺，聚焦主业做大做强。积极推动机场集团核心资产上市，解决同业竞争问题，是机场集团及公司兑现历史承诺、解决历史遗留问题的重要举措。通过本次重组，将机场集团内航空主营业务及资产整合至公司，有利于公司聚焦航空主业、实现自身跨越式发展。
- 重组有望提升公司盈利能力。虹桥机场具有良好的发展前景和较强盈利能力，物流公司围绕上海机场开展货运业务，与上海两场具有较强的协同效益。收购完成后，公司的资产规模将得以提升，业务规模将得以扩大，持续盈利能力和抗风险能力也将有所提高。

二、区位优势显著，流量有望持续增长

2.1 区位优势显著，流量有望持续增长

- 公司区位优势显著。上海是我国最大的经济中心城市，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，航程适中，区位优势显著。

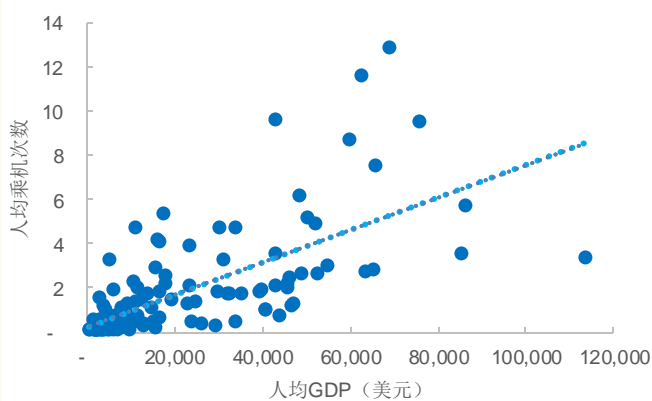
图表 29：公司区位优势显著



来源：公司公告，国金证券研究所

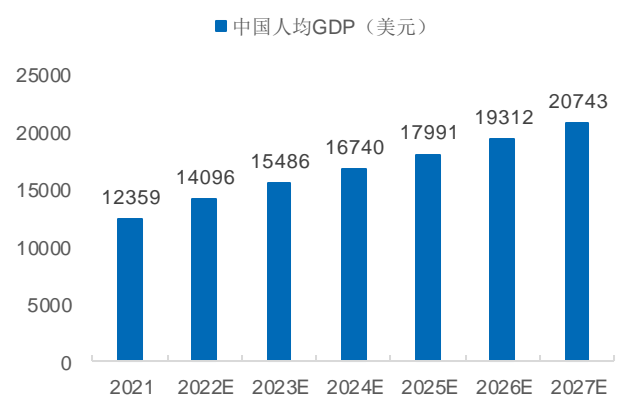
- 航空出行需求与经济发展高度相关。商务出行和因私出行均与经济发展相关度高。（1）商务旅客的出行需求与宏观经济相关度高，经济周期的波动会对商务旅客航空出行需求造成影响；（2）因私出行旅客的出行需求多来自旅游，随着人均 GDP 的不断提升，消费水平随之提升，旅游出行的人数和比例将保持稳定增长，推动航空客运需求持续上行。
- 中国公民乘机次数存在提升空间。公民人均乘机次数与人均 GDP 呈正相关的关系，经济越发达，则人均乘机次数越高。按照 IMF 的预测，中国人均 GDP 将持续增长，故中国公民的人均乘机次数也将伴随经济发展而增长。

图表 30：各国人均乘机次数与人均 GDP 正相关



来源：世界银行，国金证券研究所

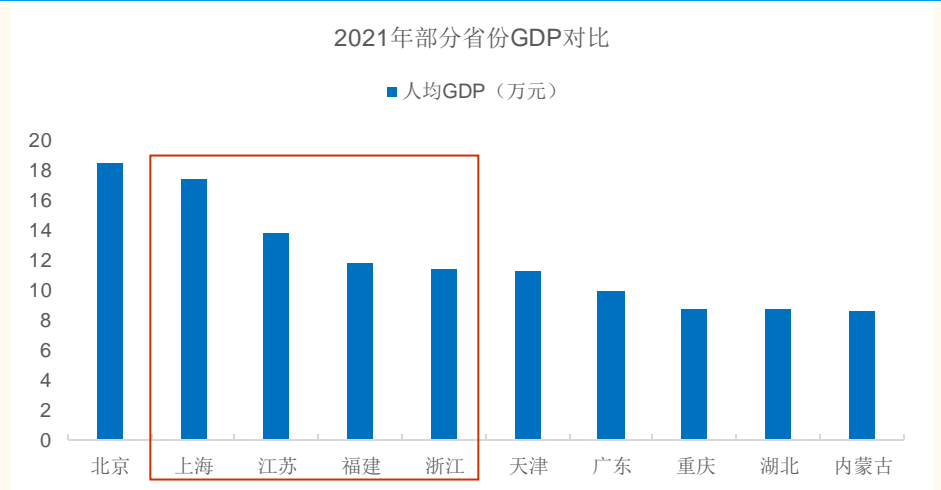
图表 31：IMF 预测中国人均 GDP 将继续维持增长



来源：IMF，国金证券研究所

- 长三角地区人均 GDP 较高。长三角地区是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的经济板块。2021 年长三角地区的上海、江苏、浙江的人均 GDP 水平分别位列全国第 2、3、5 名，为民航业发展提供了经济基础。

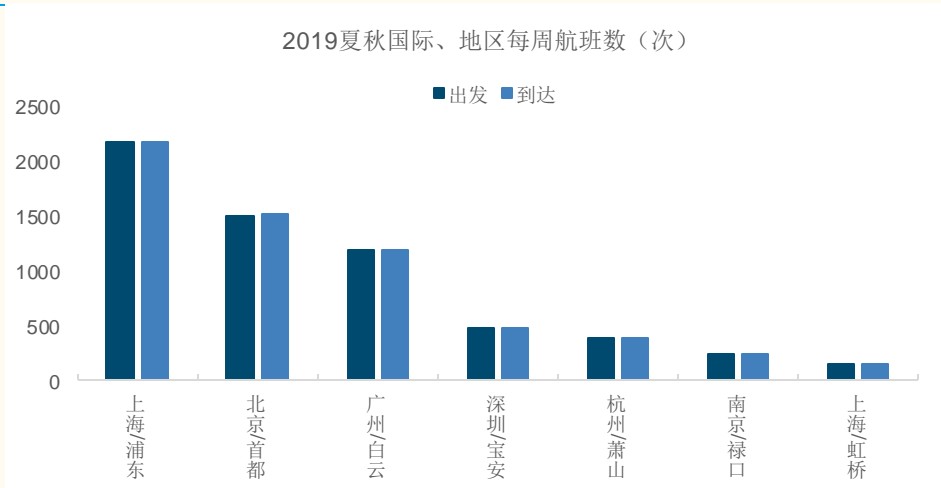
图表 32: 长三角地区人均 GDP 水平较高



来源: Wind, 国金证券研究所

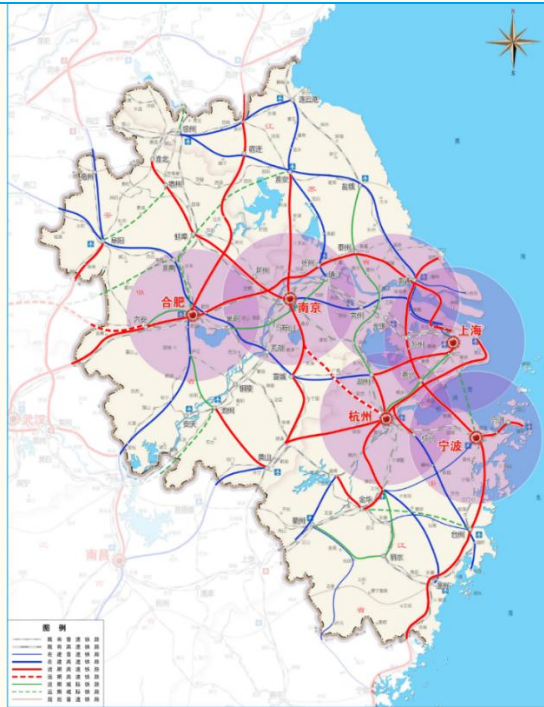
- 国际航线稀缺性凸显，发达高铁输送潜在客源。上海浦东机场的航线密度和广度优势明显，2019 年夏秋国际和地区航班数量显著高于其他枢纽机场。周边省市的市民航空出行可选择上海虹桥机场或浦东机场，而发达的高铁网络为公司带来大量客流。“十四五”期间，浦东机场周边还将新增国家沿海通道上的铁路上海东站，与浦东国际机场组合形成浦东综合交通枢纽。

图表 33: 上海浦东机场国际地区航班数量较高



来源: CAAC, 国金证券研究所

图表 34: 长三角地区高铁发达, 吸引旅客前往上海乘机

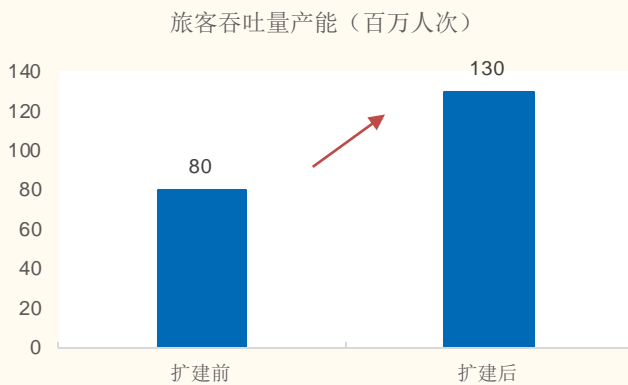


来源:《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》, 国金证券研究所 备注: 红色为高铁线路, 蓝色为在建高铁线路。

- 四期扩建工程开工, 产能将增长 62.5%。2022 年 1 月浦东机场四期扩建工程开工, 其中 T3 航站楼的规划面积为 119 万平方米, 设计保障能力 5000 万人次; 同时四期扩建还将建设 103 万平方米交通中心。上海浦东机场的设计产能将从 8000 万人次增长至 1.3 亿人次, 增幅达 62.5%。公司区位优势显著, 产能释放后将更好满足长三角地区的航空出行需求。

图表 35: 四期扩建工程: T3 设计旅客吞吐量 5000 万人次

图表 36: 浦东机场四期扩建工程示意图



来源: 公司公告, 政府网站, 国金证券研究所

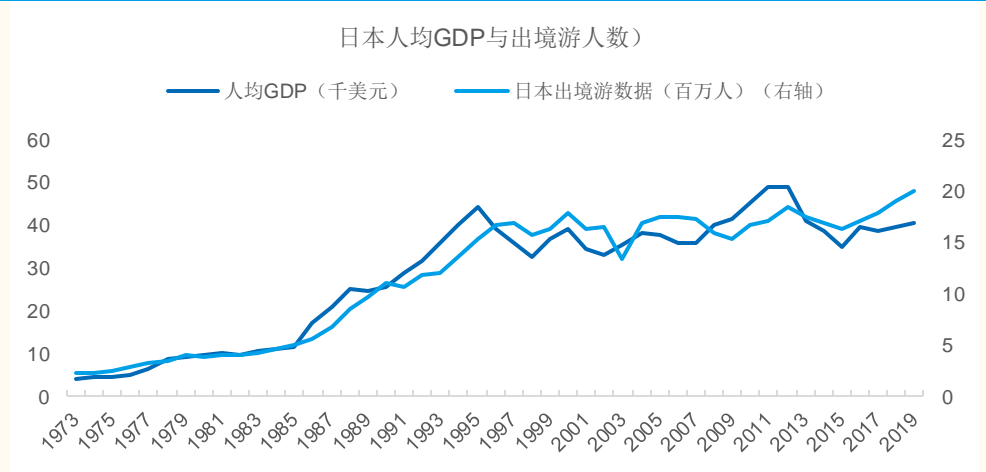
来源: 百度图片, 国金证券研究所

2.2 伴随经济发展, 国际航线开拓可期

- 伴随经济的发展, 国际旅客增长是趋势。随着国家经济发展水平的提高, 进行跨国旅游活动的旅客会呈现增长趋势。以日本为例, 自 1973 年以来, 日本人均 GDP 呈初期快速增长, 后在 4 万美元水平上下波动。疫情前, 日本出境游人数变化趋势基本符合人均 GDP 的变化趋势, 因此随着经济继续发展, 国际旅客将随之增长。
- 相较于国际其他大城市, 上海两场的国际旅客占比偏低。2019 年, 上海两场的整体旅客量以及国际旅客占比均低于伦敦、纽约、东京等, 仍然具备

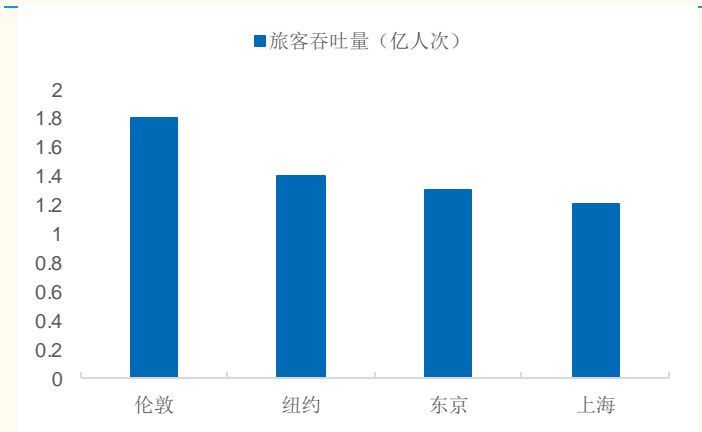
增长的空间。伴随经济的进一步发展，上海两场的国际旅客数量和占比有望进一步提升。

图表 37: 日本疫情前出境游旅客人数变化趋势与 GDP 变化趋势基本一致



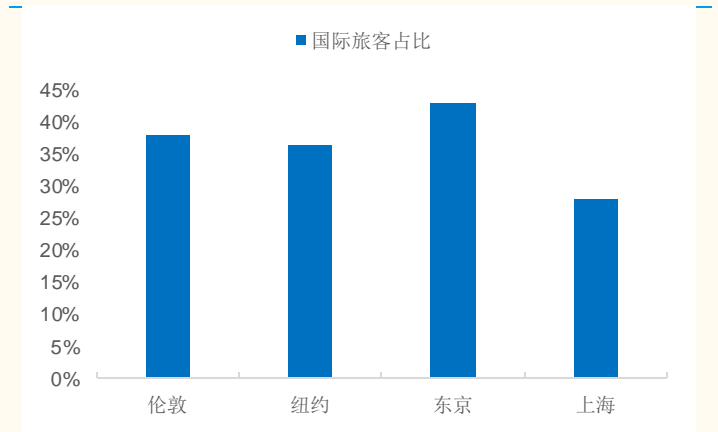
来源: World Bank, 日本国家旅游局, 国金证券研究所

图表 38: 与全球城市枢纽机场对比, 上海两场的旅客吞吐量有较大提升空间 (2019)



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

图表 39: 与全球城市枢纽机场对比, 上海两场的国际客流占比有较大提升空间 (2019)



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

- 若国际旅客占比提升, 收入结构将进一步优化。航空服务方面, 由于国际航线的航距较长, 必须采用宽体机执飞, 其起降费标准更高, 对机场的收入贡献高于窄体机, 同时, 国际航班的航空性收费标准远高于国内航班。非航服务方面, 国际航班旅客是免税产品的消费主力, 更多出入境旅客也意味着更多流量变现的机会, 国际旅客占比提升将改善公司的收入质量。

图表 40: 国际航班收费标准高于国内航班 (以上海浦东机场为例)

收费项目	国内航班	国际航班
1.起降费 (元/架次)		
<25 吨	240	2000
26-50 吨	650	2200
51-100 吨	1200+24* (T-50)	2200+40* (T-50)
101-200 吨	2400+25* (T-100)	4200+44* (T-100)
>200 吨	5000+32* (T-200)	8600+56* (T-200)
2.旅客服务费 (元/人)	34	70
3.安检费		
旅客行李 (元/人)	8	12
货物邮件 (元/吨)	53	70

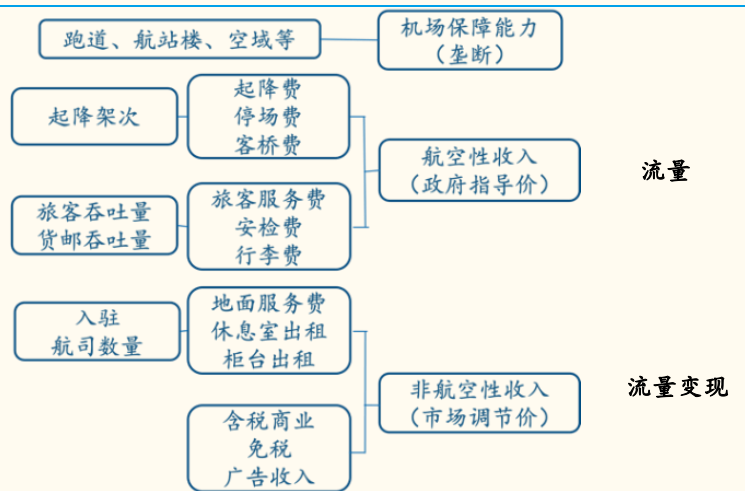
来源: CAAC, 国金证券研究所

三、免税业务优势明显, 疫情不改长期价值

3.1 免税商品价格优势明显, 机场渠道助力消费回流

- 非航收入决定盈利水平差异。机场收入主要分为起降费、停车场费、旅客服务费等航空性收入和免税租金、广告收入等非航空性收入。其中, 机场的区位决定了客流量及航空性业务收入规模, 而非航业务则起到流量变现的作用。同时, 由于其高毛利的特性, 非航收入决定了机场的盈利水平差异, 非航收入占比高的机场通常盈利能力更强。

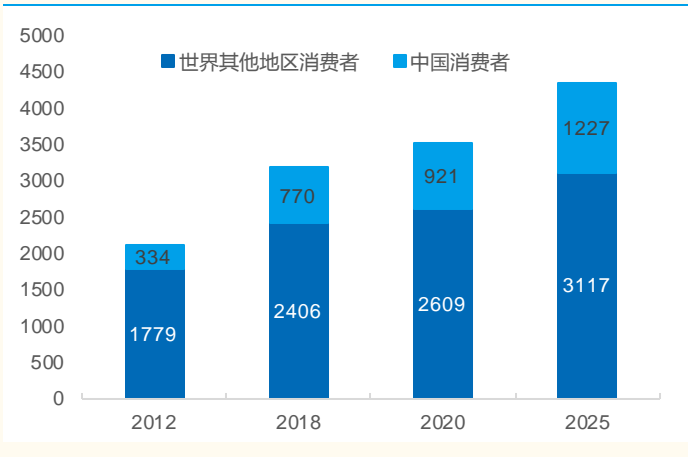
图表 41: 机场行业商业模式



来源: 国金证券研究所

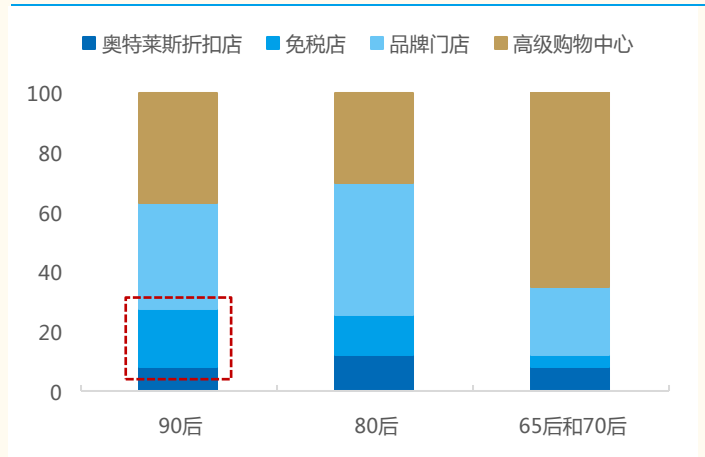
- 非航业务中最核心的是免税零售业务, 影响免税收入的因素主要有国际和地区旅客量、客单价、渗透率、扣点率和保底金额等。公司国际和地区旅客人数连年增长, 叠加人均免税消费额的提升以及高扣点率, 带动了公司 2019 年免税业务收入的高速增长。
- 中国奢侈品消费市场空间大。2018 年中国消费者奢侈品消费市场规模为 7700 亿元人民币, 麦肯锡预测到 2025 年将增长到 1.2 万亿元, 中国奢侈品消费的全球占比将提升至 2025 年 28%。其中, 90 后更倾向于从免税店购物, 占比约为 20%。

图表 42: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (十亿元)



来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

图表 43: 购买奢侈品选择的门店占比 (%) (2018 年)



来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

- 免税商品价格优势明显, 发展潜力大。中国的进口税制以及品牌定价策略导致产品价格差异, 进而带动境外消费。而免税产品主要免去了关税、消费税、增值税, 相比而言很具有价格优势。机场口岸设置免税店, 有望助力相关的消费回流。

图表 44: 各类产品税率

关税		消费税	增值税
烟	卷烟、雪茄烟、烟丝及其他烟 50%	甲类卷烟 (出厂价 70 元/条 (含) 以上)、税率为 56% 加 0.003 元/支, 乙类卷烟 (出厂价 70 元/条以下) 税率为 36% 加 0.003 元/支; 雪茄烟的税率为 36%; 烟丝的税率为 30%。另外, 在卷烟批发环节按 5% 的税率予以征收	
酒及酒精	啤酒 50%, 葡萄酒 50%, 清酒 50%	白酒按 20% 比例税率加 0.5 元/500 克, 黄酒按 240 元/吨, 甲类啤酒按 250 元/吨, 乙类啤酒按 220 元/吨, 其他酒按 10% 税率	销售或进口货物: 13% 销售或进口农产品、部分能源产品、出版物类: 9%
化妆品	完税价格 > 10 元/毫升 (克), 税率 50% 完税价格 < 10 元/毫升 (克), 税率 25%	高档护肤类化妆品税率为 30%	
贵重首饰及珠宝玉石	金银 15%, 钻石及钻石首饰 25%, 贵重首饰及珠宝玉石 50%	金银首饰、铂金首饰、钻石及钻石饰品税率为 5%; 其他贵重首饰和珠宝玉石税率为 10%	
高档手表	高档手表 50%, 其他手表 25%	销售价格 (不含增值税) 每只在 10000 (含) 元以上的各类手表, 税率为 20%	

来源: 财政部, 中国海关, 国金证券研究所

- 《电子商务法》实施限制代购消费回流。《电子商务法》自 2019 年 1 月 1 日起施行, 海关对代购检查更加严格。我国海关规定连同境外免税购物总额总计不超过 8000 元人民币。超出 8000 元部分需要缴税。该法将有力限制海外代购, 也有助于消费回流机场免税渠道。

图表 45: 《电子商务法》部分规定

电子商务经营者	⑩指通过互联网等信息网络从事销售商品或者提供服务的经营活动的自然人、法人和非法人组织，包括电子商务平台经营者、平台内经营者以及通过自建网站、其他网络服务销售商品或者提供服务的电子商务经营者
证照要求	⑩电子商务经营者从事经营活动，依法需要取得相关许可的，应当依法取得行政许可
纳税要求	⑩电子商务经营者应当履行纳税义务，并依法享受税收优惠
●法律责任	⑩对平台内经营者未尽到资质资格审核义务，或者对消费者未尽到安全保障义务的，可以处五万元以上五十万元以下的罚款；情节严重，责令停业整顿，并处五十万元以上二百万元以下的罚款

来源：《电子商务法》，国金证券研究所

图表 46: 免税限额以及品类

进境居民旅客携带在境外获取的个人自用进境物品，总值在5000元人民币以内（含5000元）的海关予以免税放行，单一品种限自用、合理数量，但烟草制品、酒精制品以及国家规定应当征税的20种商品等另按有关规定办理。

进境居民旅客携带超出5000元人民币的个人自用进境物品，经海关审核确属自用的，海关仅对超出部分的个人自用进境物品征税，对不可分割的单件物品，全额征税。

有关短期内多次来往旅客行李物品免税规定、验放标准等事项另行规定。

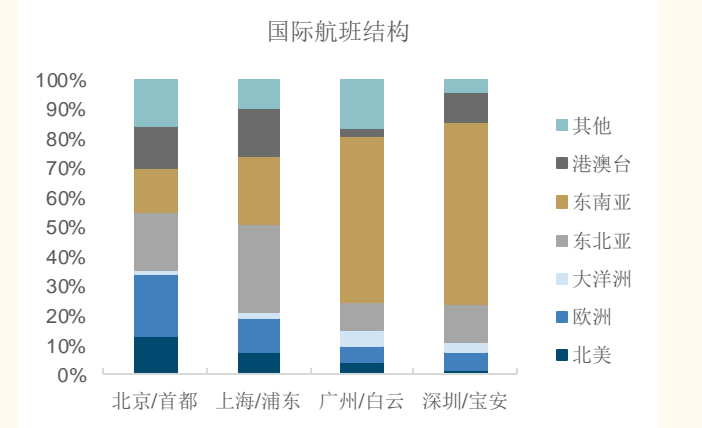
在维持居民旅客进境物品5000元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税消费额，连同境外免税购物额总计不超过8000元人民币。

来源：《电子商务法》，国金证券研究所

3.2 公司疫情前免税业务收入高增长

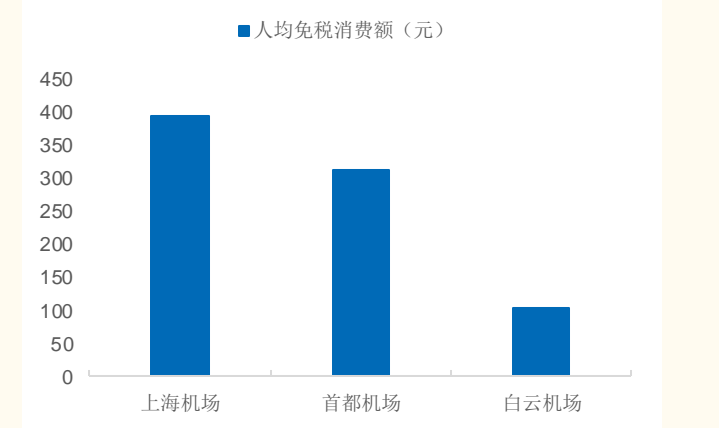
- 公司国际航线相对优质，旅客购买力高。国际航班按地区分，公司港澳台航线占比 16%、东北亚占比 30%、东南亚占比 23%、欧洲占比 11%、北美占比 8%、大洋洲占比 2%、其他地区占比 10%。相较于其他机场，公司欧美航线占比高，仅次于首都机场。通常而言欧美航线的旅客购买力相对较高。公司人均免税销售额估算为 393 元，高于可比公司。

图表 47: 公司的欧美航班量占比较高, 仅次于首都机场 (2019 年)



来源: CAAC, 国金证券研究所

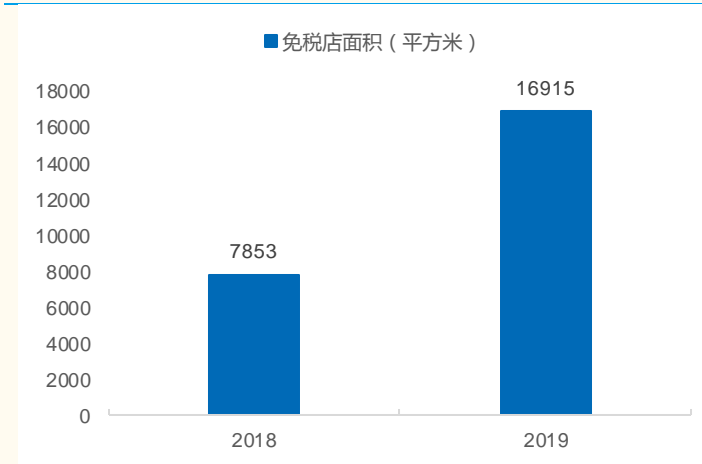
图表 48: 公司国际航线相对优质, 旅客购买力高 (2019 年)



来源: 公司公告, CAAC, 国金证券研究所

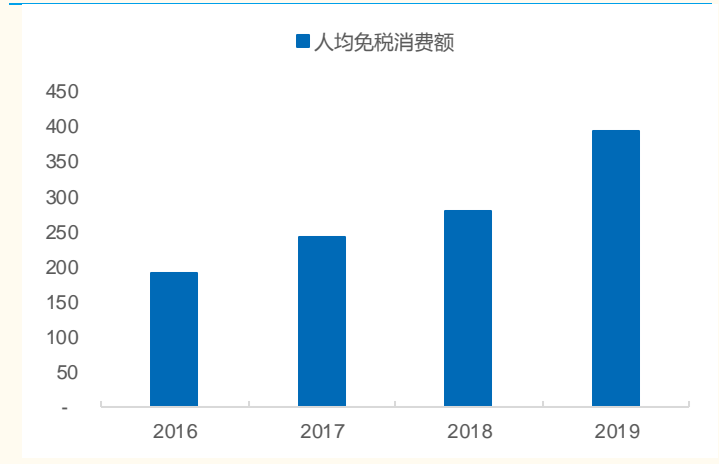
- 卫星厅启用, 免税面积大幅增加。目前公司免税业务经营面积达到 16915.37 平方米, 较投用前翻倍。人均免税销售额与免税店等购物环境有关。随着卫星厅免税店启用, 免税店面积增加, 相应的产品种类会更加丰富, 将改善旅客购物体验, 促进免税商品销售, 人均免税销售额有望进一步提升。

图表 49: 卫星厅启用后, 公司免税店面积翻倍增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 50: 公司人均免税销售额持续增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所 备注: 根据中国中免公告估算。

- 2018 年签订免税协议, 保底金额扣点率提升。2018 年 9 月 7 日, 公司与日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》, 日上上海将在上海浦东机场经营面积为 16915.37 平方米的免税店, 合同履行期限自 2019 年 1 月 1 日起始至 2025 年 12 月 31 日止, 其中上海浦东机场 T1 航站楼进出境免税场地自 2022 年 1 月 1 日零时起, 卫星厅自启用日起。
- 公司采用保底与提成取其高的收入确认方式。根据 2018 年的合同约定, 免税租金收入的确认方式为保底与提成取其高, 即:
 - 1、当月实际销售提成 \geq 月保底销售提成时: 月实收费用 = 月实际销售提成。
 - 2、当月实际销售提成 $<$ 月保底销售提成时: 月实收费用 = 月保底销售提成, 月实际销售提成 = \sum (各分类月实际销售额 \times 对应分类销售提成比例)。
- 协议实施后, 公司免税收入大幅增长。2019 年, 公司免税租金收入为 52 亿元, 占收入的 48%, 远超出保底销售提成对应的 35 亿元的水平。

图表 51: 公司 2018 年签订的免税合同情况

所属区域	区域性质	面积 (m ²)	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	2465.3	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	3431.07	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025 年 12 月 31 日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025 年 12 月 31 日
总计		16915.31	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 52: 分类销售提成比例

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.5%	45%
百货		25%

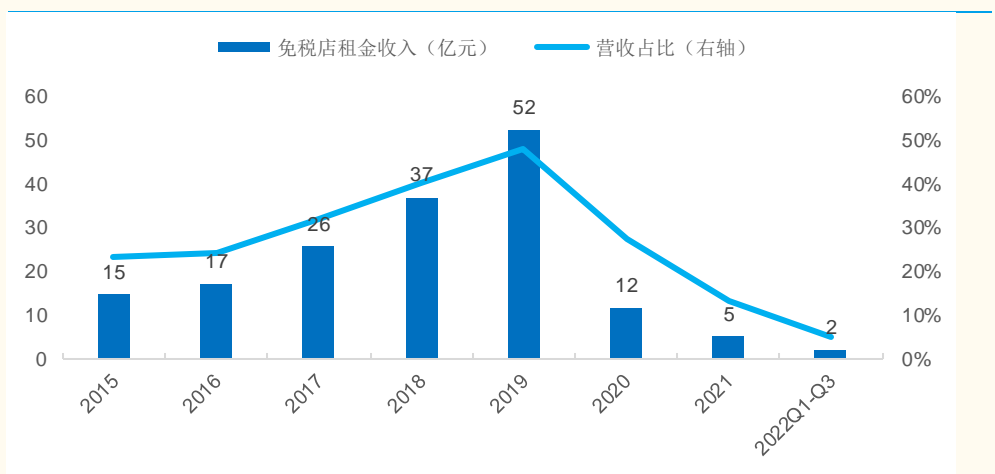
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 原协议的保底销售提成

年度	保底销售提成 (亿元)
2019	35.25
2020	41.58
2021	45.59
2022	62.88
2023	68.59
2024	74.64
2025	81.48

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 54: 疫情前公司免税收入持续增长, 2019 年占比 48%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 疫情下免税议价权下降，补充协议短期影响收入弹性

- 2021 年签订免税补充协议，重新计算租金收入。2021 年初，公司公告免税店租金补充协议，取消了保底与分成二者取高模式，改为：

1、当月实际国际客流 ≤ 2019 年月均国际客流 $\times 80\%$ 时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，月实际销售提成 = 人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数。其中“人均贡献”参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元；

2、当月实际国际客流 > 2019 年月均国际客流 $\times 80\%$ 时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，月保底销售提成 = 当年保底销售提成 $\div 12$ 个月。其中，“当年保底销售提成”按如下顺序确定：

1) 若当年实际国际客流 (X) 大于当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；

2) 若当年实际国际客流 (X) 小于等于图中当年度对应的客流区间最小值，则取 X 所在区间对应的年保底销售提成额。

新协议导致免税业务弹性暂时消失。根据新协议，保底金额变为收入上限，若疫情影响消除，即若 2024 年国际客流恢复，且超过 5100 万人次，免税收入计为 74.64 亿元，而不能采用实际销售额 \times 扣点率计算。

受疫情影响，公司免税店租金收入出现下滑。2020 年确认的免税店租金收入为 11.56 亿元，低于保底。2021 年免税店租金为 4.86 亿元，2022 年前三季度免税店租金收入为 2.06 亿元。

图表 55: 2021 年 1 月免税协议的变更

年度	国际客流 X (万人次)	保底销售提成 (亿元)
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

来源：Wind，国金证券研究所 备注：已考虑 T1 启用后的影响。

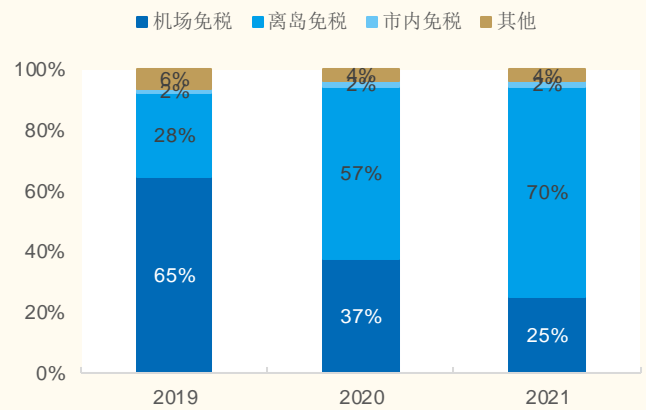
- 机场免税渠道议价权暂时下滑。免税业态可分为口岸免税、离岛免税和市内免税。以中免为例，2019 年之前机场（口岸）免税一直是最主要的免税渠道，占比超过 60%，2020 年之后伴随海南离岛免税兴起，叠加国际客班大幅减少，中免的机场免税渠道收入占比下滑至 25%。
- 我们认为口岸免税规模下滑为暂时性现象。免税收入下滑主要源于“五个一”政策导致的国际客流大幅降低。预计待国际航线明显恢复后，中国口岸免税市场规模也将恢复增长。根据弗若斯特沙利文预测，2024 年机场免税市场规模将超过 2019 年水平，2026 年将达到 593 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 36.1%。
- 公司坐拥优质客流，核心价值不改。对于免税商而言，机场渠道流量大，有助于提升经营的规模效应，且伴随着免税牌照的放开，机场渠道将形成竞争。预计伴随国际客流的恢复，公司有望自 2026 年起重新获得免税议价权，免税租金收入有望恢复保底+提提取其高的形式。

图表 56: 免税主要业态为口岸、离岛、市内

业态	说明
口岸店	机场、陆路边境、火车站、跨境汽车站和港口等出入境旅游零售商店
离岛店	有资格在指定区域（通常是岛屿）经营免税与旅游零售业务的旅游零售商店，而免税品限于正在离开指定区域的顾客方能购买，该等商店一般位于市中心位置或指定区域的机场
市内店	获得具有有效身份证明文件及出境交通凭证快将出境的外籍人士，及本国人士自国外返回后一段时间内光顾、位于市中心的旅游零售商店
其他	邮轮、渡轮或飞机上的旅游零售商店

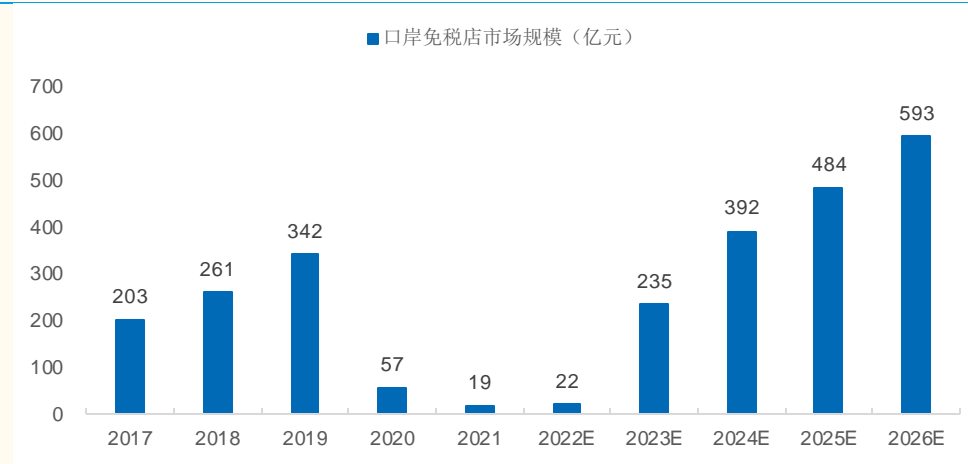
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57: 中国中免机场免税营收占比明显下降



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 58: 中国机场免税市场规模将恢复增长



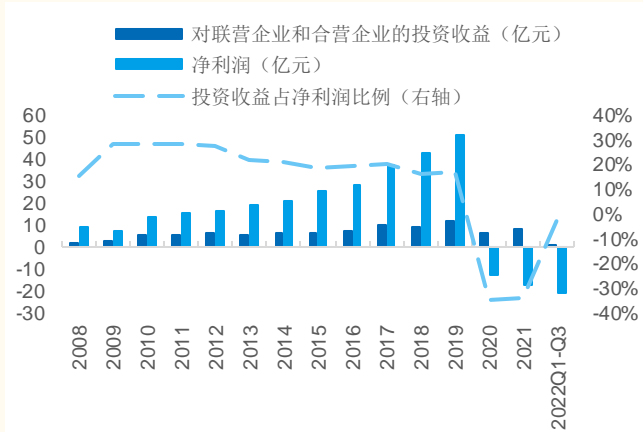
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

四、广告投资收益将增加，航油投资收益稳定

4.1 投资收益占比稳定

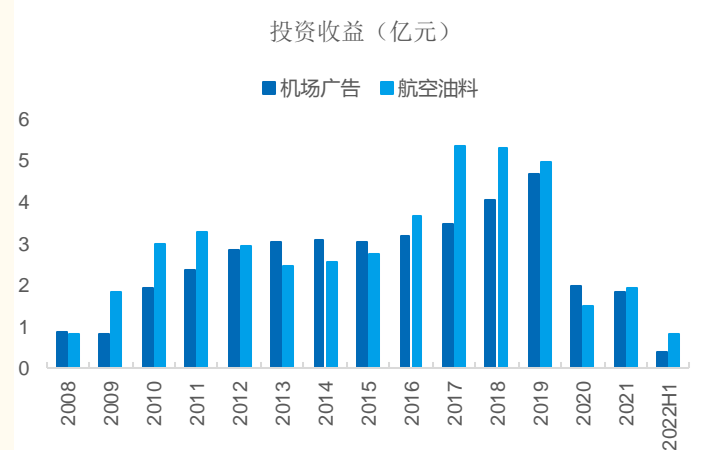
- 公司投资收益持续贡献利润。近年来，公司投资收益（税后）占比保持 16% 以上比重，2019 年公司投资收益占净利润比重为 17%。公司投资收益主要来源于上海机场德高动量广告有限公司、上海浦东国际机场航空油料有限责任公司，2019 年分别贡献 4.66 亿元、4.96 亿元投资收益。

图表 59: 2008-2019 年公司投资收益稳中有升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 60: 公司投资收益主要由机场广告和航空油料构成



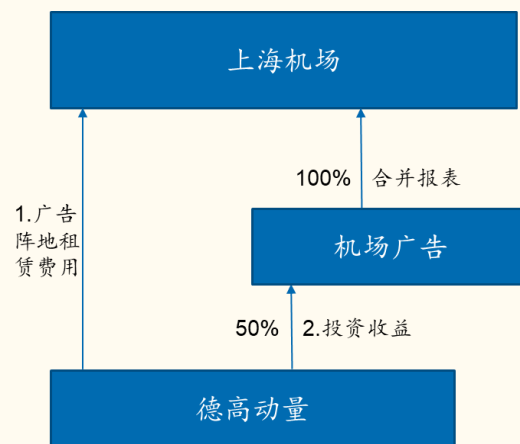
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 重组后, 广告投资收益将进一步增加

- 重组后, 公司将间接持有德高动量 50% 的股权。公司的广告业务的主要利润来源于两部分: (1) 公司向德高动量收取的广告阵地租赁收入 (含税广告发布收入*55%); (2) 子公司机场广告对德高动量的投资收益。两项收益都将公司的广告价值转换为公司业绩。
- 其中, 根据 2021 年 1 月 18 日机场集团与梅迪派勒、动量传媒签订的商业约定, 自 2021 年起, 虹桥机场、浦东机场阵地费为当年广告发布收入 (含税) 的 55% 进行核算, 故较疫情前, 公司的广告收入将增长, 而对应的投资收益下降。

德高动量成立于 2005 年, 是由广告公司、梅迪派勒广告有限公司以及动量传媒国际有限公司共同创建的中外合作型企业, 主营业务包括机场媒体规划和建设, 媒体种类丰富, 涵盖灯箱、展台、广告牌等传统媒体以及电子屏等数码媒体等广告发布模式。

图表 61: 公司广告业务的主要利润来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

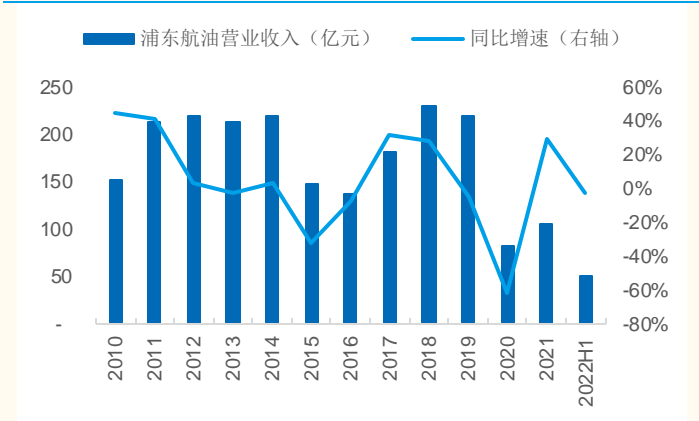
4.3 航油投资收益稳定增长

- 公司 2004 年通过与机场集团的资产置换, 拥有浦东航油公司 40% 的股权。2019 年航空油料公司营收 219 亿元, 净利润 12.6 亿元, 贡献投资收益为 4.96 亿元。疫情以来由于飞机起降架次缩减, 航油投资收益下降, 预计行业恢复常态后, 航油投资收益将回升。
- 航空油料公司的收入主要来自油料的进项差价。一般而言, 内地航班航油售价 (政府指导价) = 国内航油出厂价 + 进销差价, 其中北京首都、天津滨

海、上海浦东、广州白云和深圳宝安机场较为特殊，是以新加坡市场离岸价和海上运保费为基础，加进销差价；国际航线航油售价为市场调节价。“进销差价”依据供油公司的供油成本及合理利润确定，是航空油料公司稳定的利润来源。

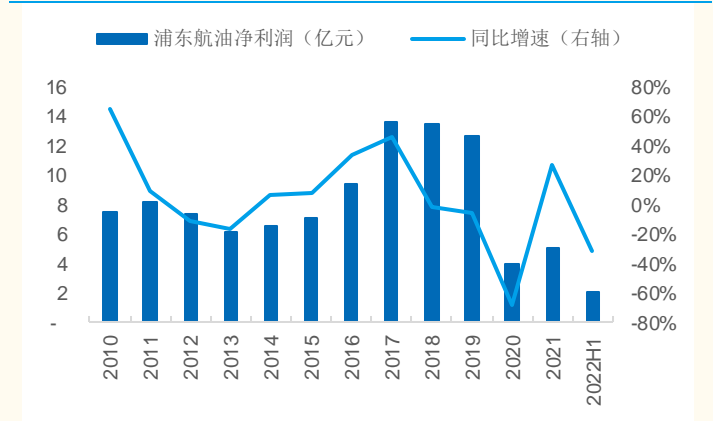
- 垄断性决定长期超额利润。浦东航油作为上海浦东机场唯一航油供应商和加注服务商，疫情前十年浦东航油 ROE 始终在 20% 以上。预计疫情影响消除后，航油公司将继续稳定贡献利润。

图表 62: 疫情前航空油料公司营收及增速



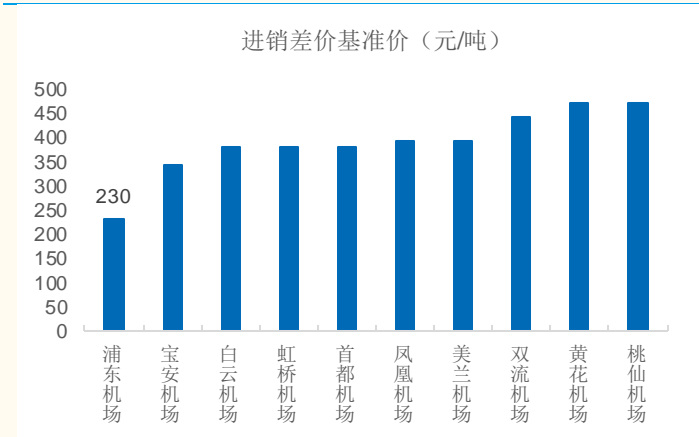
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 63: 疫情前航空油料公司净利润及增速



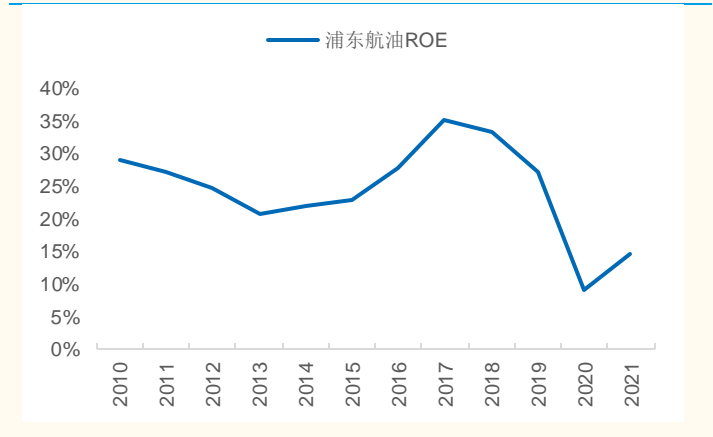
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 64: 浦东机场的航油进销差价为 230 元/吨



来源: 民航局, 国金证券研究所

图表 65: 疫情前航空油料公司 ROE 保持 20% 以上



来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、盈利预测与估值分析

5.1 业务预测

- 客流假设: 11 月 11 日, 国家卫健委发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》要求, 对部分防控措施作出优化, 入境及密接者隔离缩短为“5+3”, 整治“一刀切”、“层层加码”等。随着各地疫情防控措施的调整, 若国内疫情控制良好, 预计国内旅客量有望超过 2019 年同期水平。考虑熔断措施取消, 新航季航司加密或复航国际航班, 预计 2023 年国际客流明显恢复。

图表 66: 国务院联防联控机制公布进一步优化防控工作的二十条措施

针对内容	具体措施
密接、次密接及高风险区外	1.对密切接触者, 将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”。

溢人员	2.及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。 3.将高风险区外港人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”。 4.结束闭环作业的高风险岗位从业人员由“7天集中隔离或7天居家隔离”调整为“5天居家健康监测”。
风险区域	1.将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。 2.高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大。 3.高风险区连续5天未发现新增感染者，降为低风险区。
无疫情地区	1.不得扩大核酸检测范围。 2.一般不按行政区域开展全员核酸检测，只在感染来源和传播链条不清，社区传播时间较长等疫情底数不清时开展。 3.纠正“一天两检”，“一天三检”等不科学做法。
入境要求	1.取消入境航班熔断机制，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明。 2.对入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”。
医疗相关	1.加强医疗资源建设，做好住院床位和重症床位准备，增加救治资源。 2.制定加快推进疫苗接种的方案，加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。 3.加快新冠肺炎治疗相关药物储备，尤其满足重症高风险和老年患者治疗需求。
防控管理措施	1.落实“四早”要求，减少疫情规模和处置时间，面向跨省流动人员开展“落地检”。 2.加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。严禁各类层层加码行为，加大通报、公开曝光力度，对造成严重后果的依法依规严肃追责。 3.加强封控隔离人员服务保障，优化校园疫情防控措施、落实企业和工业园区防控措施等。

来源：政府网站，国金证券研究所

- 我们预计 2022-2024 年公司旅客吞吐量分别为 3338 万人次、10082 万人次、13339 万人次，同比分别+4%、+202%、+32%。
- 旅客吞吐量假设：预计 2022-2024 年浦东机场旅客吞吐量分别为 1651 万人次、5689 万人次、8564 万人次，预计 2023 年国际地区客流恢复至 2019 年 50%，2024 年恢复至超过 2019 年 10%。参考 2030 年旅客吞吐量规划目标以及扩建计划，预计浦东机场远期旅客吞吐量同比增速假设为 6%。预计 2022-2024 年虹桥机场旅客吞吐量分别为 1687 万人次、4393 万人次、4775 万人次，考虑虹桥机场新增产能有限，预计远期旅客吞吐量同比增速假设为 1%。
- 飞机起降架次假设：伴随着单机载容量回升至正常水平，我们预计 2022-2024 年起降架次分别为 36 万架次、68 万架次、86 万架次，同比分别+2%、+91%、+27%。考虑枢纽机场时刻释放偏紧，四期扩建投产前浦东机场的飞机起降架次同比增速假设为 3%，投产后同比增速假设为 5%。远期看，虹桥机场飞机起降架次与客流增速相一致，均假设为 1%。

图表 67：浦东机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
起降架次 (万架次)	51.18	32.57	34.95	22.32	41.39	57.63
yoy	1%	-36%	7%	-36%	85%	39%
国内	27	21	26	14	27	31
yoy	2%	-20%	20%	-46%	93%	15%
国际地区	24.5	11.2	9.3	8.5	14.7	26.9
yoy	0%	-54%	-17%	-8%	73%	83%
旅客吞吐量 (万人次)	7,615	3,048	3,221	1,651	5,689	8,564
yoy	3%	-60%	6%	-49%	245%	51%
国内	3,764	2,561	3,053	1,504	3,764	4,328

yoy	3%	-32%	19%	-51%	150%	15%
国际地区	3,851	486	168	147	1,926	4,236
yoy	2%	-87%	-65%	-13%	1213%	120%
货邮吞吐量 (万吨)	363	369	399	317	363	401
yoy	-4%	1%	8%	-20%	14%	10%
国内	34	27	25	17	34	39
yoy	-5%	-20%	-6%	-34%	104%	15%
国际地区	330	342	373	301	330	363
yoy	-3%	4%	9%	-19%	10%	10%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 68：虹桥机场起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
起降架次 (万架次)	27.29	21.94	23.13	13.29	26.66	28.58
yoy		-20%	5%	-43%	101%	7%
旅客吞吐量 (万人次)	4,564	3,117	3,321	1,687	4,393	4,775
yoy		-32%	7%	-49%	160%	9%
货邮吞吐量 (万吨)	42	34	38	19	42	44
yoy		-20%	13%	-50%	119%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 69：公司起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
起降架次 (万架次)	51.18	32.57	34.95	35.61	68.05	86.21
yoy	1%	-36%	7%	2%	91%	27%
国内	26	27	21	39	40	54
yoy	0%	2%	-20%	83%	1%	36%
国际地区	24.5	11.2	9.3	8.5	15.6	28.5
yoy	0%	-54%	-17%	-8%	84%	82%
旅客吞吐量 (万人次)	7,615	3,048	3,221	3,338	10,082	13,339
yoy	3%	-60%	6%	4%	202%	32%
国内	3,764	2,561	3,053	3,191	7,985	8,761
yoy	3%	-32%	19%	5%	150%	10%
国际地区	3,851	486	168	147	2,097	4,578
yoy	2%	-87%	-65%	-13%	1330%	118%
货邮吞吐量 (万吨)	363	369	399	337	406	446
yoy	-4%	1%	8%	-16%	21%	10%
国内	34	27	25	36	73	80
yoy	-5%	-20%	-6%	42%	104%	10%
国际地区	330	342	373	301	331	364
yoy	-3%	4%	9%	-19%	10%	10%

来源：公司公告，国金证券研究所 备注：2019-2021 年仅为浦东机场数据。

5.2 收入预测

- 航空性收入：航空性收入伴随流量而变化，定价参考历史数据。我们预计 2022-2024 年航空业务收入分别为 17 亿元、44 亿元和 63 亿元，同比分别

-8%、+157%、+45%。其中，2023-2024 年超过 2019 年水平，主要源于虹桥公司及物流公司并表。

- 非航收入：预计 2022-2024 年非航业务收入分别为 25 亿元、66 亿元和 85 亿元，同比分别增加+35%、+160%、+29%。其中免税收入分别为 3.4 亿元、36 亿元、52 亿元，其中 2022-2023 年依据国际客流量和人均免税额估算，2024 年依据免税补充协议确定。远期看，恢复常态后，我们预计人均免税销售额将以 5%的增速持续提升，扣点率在 2026 年及以后降为 30%。
- 物流公司收入：参考公司重组报告，预计 2022-2024 年物流公司收入分别为 21 亿元、22 亿元和 22 亿元，2023-24 年同比分别+4%、+1%。
- 营业收入：预计 2022-2024 年营业收入分别为 63 亿元、131 亿元和 171 亿元，同比分别增加+70%、+108%和+30%。

图表 70：公司收入预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
航空性收入	4,084	1,727	1,852	1,698	4,372	6,330
yoy	3%	-58%	7%	-8%	157%	45%
架次相关收入	1,804	989	1,128	927	1,885	2,632
yoy	3%	-45%	14%	-18%	103%	40%
旅客及货邮相关收入	2,279	738	724	771	2,487	3,698
yoy	3%	-68%	-2%	6%	223%	49%
非航空性收入	6,861	2,576	1,876	2,528	6,585	8,512
yoy	28%	-62%	-27%	35%	160%	29%
商业餐饮收入	5,463	1,268	656	700	4,380	6,159
其中免税销售收入	5,210	1,156	486	340	3,591	5,160
yoy	42%	-78%	-58%	-30%	955%	44%
其中含税销售收入	253	112	170	359	789	999
yoy	-17%	-56%	53%	111%	120%	27%
其他非航收入	1,398	1,309	1,220	1,828	2,204	2,353
yoy	3%	-6%	-7%	50%	21%	7%
物流公司收入				2,101	2,177	2,207
yoy					4%	1%
收入合计	10,945	4,303	3,728	6,327	13,133	17,050
yoy	18%	-61%	-13%	70%	108%	30%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.3 成本利润预测

- 资本开支假设：我们预计 2027 年四期工程投产，其中估算 T3 航站楼等四期扩建工程的资本开支为 300 亿元。
- 成本假设：预计 2022-2024 年成本项逐步增长至恢复到 2019 年水平，预计 2026 年四期工程投建后，将产生折旧费、劳务费、水电费等，2026 年营业成本将大幅增加。
- 投资收益假设：投资收益来源于德高动量、航空油料等公司，预计 2022-2024 年投资收益为 6.9 亿元、8.2 亿元和 9.4 亿元，同比分别-11%、+19%、+14%。德高动量公司的投资收益预测参考公司重组公告，航空油料公司的投资收益预测依据飞机起降架次变动趋势。
- 盈利假设：预计 2022-2024 年公司净利润为-29 亿元、18 亿元、47 亿元。

图表 71: 公司成本利润预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
人工成本	1,883	1,969	2,175	3,216	3,290	3,366
摊销成本	887	1,308	2,086	2,807	2,787	2,775
运行成本	2,781	3,487	1,979	2,685	2,821	2,963
物流公司成本				1,354	1,318	1,258
营业总成本	5,551	6,764	6,240	10,062	10,216	10,363
yoy	18%	22%	-8%	61%	2%	1%
毛利润	5,394	-2,461	-2,512	-3,735	2,917	6,687
毛利率	49%	-57%	-67%	-59%	22%	39%
归母净利润	5,030	-1,267	-1,711	-2,896	1,822	4,738
净利率	46%	-29%	-46%	-46%	14%	28%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 72: 投资收益预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
德高动量	466	197	182	147	151	157
航空油料	496	152	194	124	230	320
其他	188	241	401	421	442	464
合计	1,150	590	777	692	823	941
yoy	29%	-49%	32%	-11%	19%	14%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

5.4 估值分析与投资建议

- 采用 DCF 估值。机场长期经营相对稳定, 采用 DCF 模型进行估值, 其中 WACC=6.55%, 永续增长率为 2%。其中无风险利率为 2.5%, β 参考行业平均水平取 0.74, 永续增长率采用 2%。
- 运用 DCF 估值得出目标价为 66 元/股, 现价为 56.42 元, 股价上行空间为 17%。

图表 73: 公司现金流量折现法

单位: 人民币百万元		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
息税折摊前利润 EBIT	a	-4,305	2,313	6,056	6,666	6,364	4,024	5,050	6,194	7,471	8,896
所得税率 T	b	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT*(1-T)	c=a*(1-b)	-3,228	1,735	4,542	4,999	4,773	3,018	3,788	4,646	5,603	6,672
加: 折旧与摊销	d	2,807	2,787	2,775	2,766	3,777	4,789	4,787	4,786	4,787	4,789
营运资本变动	e	-823	-1,101	825	-2,040	409	1,341	-23	-32	-42	-55
资本开支	f	-9,198	-600	-600	-597	-30,597	-597	-597	-597	-597	-597
公司自由现金流	g=c+d+e+f	-10,442	2,821	7,543	5,129	-21,638	8,552	7,954	8,803	9,750	10,809
现金流现值	h=g/(1+WACC) ⁱ	-10,442	2,647	6,644	4,240	-16,787	6,227	5,436	5,645	5,868	6,106
终值	i	242,223									
终值现值	j=i/(1+WACC) ⁿ	136,826									
企业价值	k=h+j	152,410									
净负债	l	-12,312									
少数股东权益	m	485									
归母股权价值	n=k-l-m	164,237									
总股数 (百万股)	o	2,488									
每股价值	p=n/o	66.00									

来源：Wind，国金证券研究所

图表 74：折现现金流法核心假设

参数名称	取值
显性期年数	10
终值期增长率	2.00%
Beta	0.74
无风险利率	2.50%
市场风险溢价	5.50%
股权成本	6.55%
债权成本	5.00%
WACC	6.55%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 75：敏感性分析

DCF	最差情形	一般情形	最佳情形
TV 增长率 g:	1.50%	2.00%	2.50%
贝塔 β :	0.74	0.74	0.74
Ke:	6.55%	6.55%	6.55%
WACC:	6.55%	6.55%	6.55%
FCFF 现值:	15,584	15,584	15,584
TV:	217,179	242,223	273,448
TV 现值:	122,679	136,826	154,464
企业价值:	138,264	152,410	170,048
归母股权价值:	150,090	164,237	181,875
额外考虑因素:	-	-	-
总股数 (百万股):	2,488	2,488	2,488
每股价值:	60.31	66.00	73.09

来源：Wind，国金证券研究所

- **投资建议：**机场具有区域垄断性、流量变现空间大等特点，具备长期投资价值。公司流量优势明显，国际放开后预计有望展现业绩弹性。预计 2022-2024 年实现归母净利润-29 亿元、18 亿元、47 亿元，给予目标价人民币 66 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

- 疫情影响超预期风险。国内疫情反复、全球疫情持续、病毒变异、疫苗与药物进展不及预期等，均可能影响公司的正常运营与恢复。
- 免税业务经营风险。免税业务是公司主要盈利来源，未来市内免税店政策、跨境电商税收政策等都可能影响行业自然增速。此外，公司尚未进行新一轮免税业务谈判，未来与免税商的协议也存在不确定性。
- 扩建影响超预期风险。公司四期工程投产后，将产生大量折旧、摊销等成本，可能影响公司短期利润率。如果四期工程扩建规模过大，将影响公司长期投资回报率。
- 收费价格管制风险。机场行业的航空性业务收费标准由民航局严格管制。若价格发生调整，将直接影响机场公司航空主业盈利能力。
- 航油政策风险。目前内地航班航油的进销差价（航油公司毛利空间）实行政府指导价，若相关规定变更，将影响航油业务的投资收益。

- 股票交易被实施其他风险警示风险。自新冠疫情以来，公司业绩承压，预计 2020-2022 年均亏损，根据上海证券交易所《股票上市规则》2020 年修订版本，交易所可能对股票交易实施其他风险警示。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,945	4,303	3,728	6,327	13,133	17,050	货币资金	10,360	7,656	9,941	13,546	15,245	20,686
增长率		-60.7%	-13.4%	69.7%	107.6%	29.8%	应收款项	1,735	1,757	1,237	2,565	3,814	2,990
主营业务成本	-5,340	-6,601	-6,077	-10,062	-10,216	-10,363	存货	14	17	25	36	36	37
%销售收入	48.8%	153.4%	163.0%	159.0%	77.8%	60.8%	其他流动资产	358	395	389	30	30	30
毛利	5,604	-2,297	-2,349	-3,735	2,917	6,687	流动资产	12,468	9,824	11,593	16,176	19,125	23,743
%销售收入	51.2%	n.a	n.a	n.a	22.2%	39.2%	%总资产	33.5%	29.6%	22.5%	24.1%	28.2%	33.8%
营业税金及附加	-10	-4	-6	-63	-79	-85	长期投资	3,930	2,966	3,081	2,946	2,946	2,946
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	1.0%	0.6%	0.5%	固定资产	20,234	19,493	19,281	26,488	25,172	23,823
销售费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	54.4%	58.7%	37.5%	39.5%	37.1%	33.9%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	519	510	458	541	622	701
管理费用	-265	-233	-258	-506	-525	-546	非流动资产	24,703	23,378	39,833	50,903	48,716	46,541
%销售收入	2.4%	5.4%	6.9%	8.0%	4.0%	3.2%	%总资产	66.5%	70.4%	77.5%	75.9%	71.8%	66.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	37,171	33,202	51,426	67,080	67,841	70,283
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	0	800	1,137	1,091	1,047
息税前利润 (EBIT)	5,329	-2,535	-2,614	-4,305	2,313	6,056	应付款项	3,575	3,229	2,687	4,578	4,371	4,154
%销售收入	48.7%	n.a	n.a	n.a	17.6%	35.5%	其他流动负债	1,140	391	4,480	2,745	3,100	3,319
财务费用	209	276	-435	-583	-599	-512	流动负债	4,715	3,620	7,967	8,459	8,562	8,520
%销售收入	-1.9%	-6.4%	11.7%	9.2%	4.6%	3.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-17	0	-18	0	0	0	其他长期负债	7	23	15,753	19,001	18,237	17,503
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	4,722	3,643	23,720	27,460	26,799	26,023
投资收益	1,150	590	777	692	823	941	普通股股东权益	32,004	29,215	27,505	39,134	40,218	43,051
%税前利润	17.2%	-38.9%	-34.1%	-19.8%	28.8%	13.8%	其中：股本	1,927	1,927	1,927	2,488	2,488	2,488
营业利润	6,675	-1,514	-2,275	-3,494	2,861	6,809	未分配利润	26,192	23,403	21,692	18,788	19,872	22,705
营业利润率	61.0%	n.a	n.a	n.a	21.8%	39.9%	少数股东权益	445	343	201	485	824	1,209
营业外收支	-7	-2	-5	0	0	0	负债股东权益合计	37,171	33,202	51,426	67,080	67,841	70,283
税前利润	6,668	-1,516	-2,280	-3,494	2,861	6,809							
利润率	60.9%	n.a	n.a	n.a	21.8%	39.9%	比率分析						
所得税	-1,407	347	658	874	-715	-1,702		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	21.1%	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	5,261	-1,169	-1,622	-2,621	2,145	5,107	每股收益	2.610	-0.657	-0.888	-1.167	0.726	1.897
少数股东损益	231	98	89	284	339	385	每股净资产	16.609	15.161	14.274	15.726	16.162	17.300
归属于母公司的净利润	5,030	-1,267	-1,711	-2,904	1,806	4,722	每股经营现金净流	2.535	-0.632	0.161	-0.568	1.536	3.435
净利率	46.0%	n.a	n.a	n.a	13.8%	27.7%	每股股利	0.790	0.000	0.000	0.000	0.290	0.759
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.7%	-4.3%	-6.2%	-7.4%	4.5%	11.0%
净利润	5,261	-1,169	-1,622	-2,621	2,145	5,107	总资产收益率	13.5%	-3.8%	-3.3%	-4.3%	2.7%	6.7%
少数股东损益	231	98	89	284	339	385	投入资本收益率	13.0%	-6.6%	-6.5%	-7.9%	4.1%	10.0%
非现金支出	908	1,327	2,113	2,807	2,787	2,775	增长率						
非经营收益	-1,151	-967	-730	-777	-8	-159	主营业务收入增长率	17.5%	-60.7%	-13.4%	69.7%	107.6%	29.8%
营运资金变动	-132	-409	550	-823	-1,101	825	EBIT增长率	17.2%	-147.6%	3.1%	64.7%	-153.7%	161.9%
经营活动现金净流	4,885	-1,218	311	-1,413	3,824	8,548	净利润增长率	18.9%	-125.2%	35.1%	69.8%	N/A	161.4%
资本开支	-2,301	-1,325	-1,503	-9,198	-600	-600	总资产增长率	20.2%	-10.7%	54.9%	30.4%	1.1%	3.6%
投资	41	242	115	135	0	0	资产管理能力						
其他	451	1,299	530	692	823	941	应收账款周转天数	49.6	140.4	136.7	140.0	100.0	60.0
投资活动现金净流	-1,810	216	-858	-8,371	223	341	存货周转天数	1.2	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
股权募资	0	0	0	4,946	0	0	应付账款周转天数	35.2	33.0	40.1	50.0	40.0	30.0
债权募资	0	0	4,000	327	-46	-44	固定资产周转天数	659.3	1,614.8	1,764.4	1,420.7	647.9	470.1
其他	-1,481	-1,702	-1,167	8,828	-1,537	-2,671	偿债能力						
筹资活动现金净流	-1,481	-1,702	2,833	14,101	-1,583	-2,715	净负债/股东权益	-31.9%	-25.9%	-33.0%	-31.3%	-34.5%	-44.4%
现金净流量	1,594	-2,704	2,285	4,318	2,463	6,175	EBIT利息保障倍数	-25.5	9.2	-6.0	-7.4	3.9	11.8
							资产负债率	12.7%	11.0%	46.1%	40.9%	39.5%	37.0%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	8	24	27	51
增持	1	5	10	13	2
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.50	1.34	1.37	1.11

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402