

上海机场（600009）：收购免税资产股权，机场免税协同进一步加深

2023年1月16日

推荐/上调

上海机场

公司报告

事件：公司决定与上海机场投资有限公司投资设立合资公司(公司占比 80%)，收购中免日上互联科技有限公司 12.48% 股权以及境外公司 Uni-Champion 的 32% 股份。本次交易总投资金额为 16.98 亿，公司出资 13.58 亿。

收购资产价格合理且有较强成长性，性价比高：收购资产中，Uni-Champion 的 32% 股权穿透后为日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴四个实体的 15.68% 权益，作价 13.5 亿元；日上互联主要为日上免税店提供线上电商平台服务，其 12.48% 股权作价 3.42 亿元。

2020、2021 和 2022H1 Uni-Champion 净利润分别为 3.37 亿、11.7 亿和 2.2 亿，假设 22 年全年盈利在 4.5 亿左右，则收购价对应 2022 年 10 倍左右 PE。Uni-Champion 盈利主要依靠日上上海及日上中国贡献，疫情期间国际客流下降必然影响到相关资产的盈利，而随着后续客流的恢复，预计 Uni-Champion 的盈利会有持续提升。

日上互联公司 2021 和 2022H1 净利润分别为 2.54 亿和 1.43 亿，收购价对应 21 年 PE 约 11 倍。公司营收主要为中免支付的电子商务结算服务费，2022H1 公司净利润率接近 40%。公司收购日上互联股权主要是希望拓展与中免的合作，构建“线下免税+线上保税”的新业态。

收购加强了与中免的利益绑定，并弥补扣点率不足的影响：口岸进境、出境免税店管理暂行办法发布后，可以预见 26 年的免税协议重签时，不会再出现之前 40% 以上的高扣点率。在上海机场通过免税补充协议对中免实现让步的情况下，免税链条中的利益分配由疫情前的明显偏向机场端，转变为目前的机场与免税商合作共赢的局面。

在此基础上，公司进一步通过参股的方式加强与中免的利益绑定，有助于弥补补充协议下公司扣点受限的问题，同时增强抗风险能力，提升业绩确定性；中免方面也乐于深度绑定上海这一重要枢纽。收购完成后，机场与免税商之间的利润分配机制更加合理，有助于两者继续加深业务合作，做大免税蛋糕。

国际客流的恢复或许会比预期更快：新冠防疫实现“乙类乙管”后，国内放开的速度明显快于预期，我们认为国际航线的放开进度也有望超预期，乐观估计可能在今年年末恢复至接近 19 年的水平。由于公司的业绩恢复非常依赖国际航线的客流复苏，今年公司业绩预计会呈现逐季攀升的趋势。

盈利预测及投资评级：由于放开进度超预期，我们上调盈利预测。在预计上海机场全年国际旅客吞吐量恢复至 19 年 50% 左右的假设下，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 -26.4、17.0 和 39.0 亿元，对应 EPS 分别为 -1.37、0.88 和 2.02 元，并上调公司评级至“推荐”。

风险提示：国际航线放开进度不及预期，政策变化

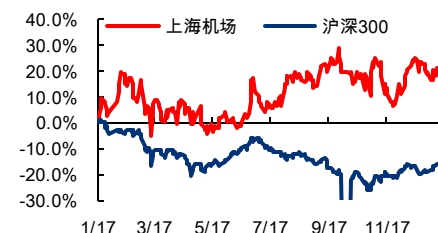
公司简介：

公司是中国最大的三个国际中转枢纽航空港之一，资产主体是“上海浦东机场”，拥有浦东机场的候机楼及跑道等资产，业务集中于浦东国际机场的经营管理与地面保障业务。公司借鉴国内外民航业的先进经验，结合自身安全工作特点，建立了安全管理体系，包含安全政策、风险管理、安全保证、安全促进等维度。公司拥有完善的全员创新机制，规范透明的内部管理，努力为中外旅客提供卓越的机场真情服务体验，积极推出“十大服务新举措”，提升浦东机场整体服务品质。（资料来源：iFinD）

交易数据

52 周股价区间 (元)	62.43-45.72
总市值 (亿元)	1,443.32
流通市值 (亿元)	634.22
总股本/流通 A 股 (万股)	248,848/248,848
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.76

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,303.5	3,727.8	6,170.8	12,386.4	15,412.4
增长率(%)	-60.68%	-13.38%	65.53%	100.73%	24.43%
归母净利润(百万元)	(1,266.7)	(1,710.9)	(2,638.8)	1,699.6	3,895.2
增长率(%)	-122.21%	38.83%	57.74%	-171.09%	122.00%
净资产收益率(%)	-4.34%	-6.22%	-10.61%	6.52%	13.53%
每股收益(元)	(0.66)	(0.89)	(1.37)	0.88	2.02
PE	(87.88)	(65.17)	(42.35)	65.76	28.69
PB	3.83	4.06	4.49	4.29	3.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	9824	11593	9103	14016	17316	营业收入	4303	3728	6171	12386	15412						
货币资金	7656	9941	7725	11767	14642	营业成本	6601	6077	9819	10266	10657						
应收账款	1648	1144	845	1697	2111	营业税金及附加	4	6	15	31	39						
其他应收款	12	10	17	35	43	营业费用	0	0	1	1	2						
预付款项	6	7	7	7	7	管理费用	233	258	309	310	385						
存货	17	25	43	45	47	财务费用	-276	435	323	382	392						
其他流动资产	388	383	383	383	383	研发费用	0	-17	0	0	0						
非流动资产合计	23378	39833	37992	35931	33738	资产减值损失	0	0	0	0	0						
长期股权投资	2966	3081	3081	3081	3081	公允价值变动收益	590	777	870	893	1160						
固定资产	19039	18019	16973	15882	14776	投资净收益	-1514	-2275	-3412	2303	5112						
无形资产	494	452	462	472	482	加:其他收益	1	1	0	0	0						
其他非流动资产	1	2	0	0	0	营业利润	3	5	0	0	0						
资产总计	33202	51426	47095	49947	51053	营业外收入	-1516	-2280	-3412	2303	5112						
流动负债合计	3620	7967	6998	9520	8852	营业外支出	-347	-658	-853	484	1074						
短期借款	0	0	0	3435	3495	利润总额	-1169	-1622	-2559	1819	4039						
应付账款	618	716	942	984	1022	所得税	98	89	80	120	144						
预收款项	130	173	173	173	173	净利润	-1267	-1711	-2639	1700	3895						
一年内到期的非流动负债	0	800	800	800	800	少数股东损益	-499	-529	-1832	3946	6771						
非流动负债合计	23	15753	14950	13971	12875	归属母公司净利润	-208.7	-194.2	-57.2	26.4	15.0						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
负债合计	3643	23720	21948	23491	21727	成长能力											
少数股东权益	343	201	281	401	544	营业收入增长	-60.7%	-13.4%	65.5%	100.7%	24.4%						
实收资本(或股本)	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	-122.7	50.3%	49.9%	-167.5%	122.0%						
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润增长	54.2%	-164.4%	54.2%	-164.4%	129.2%						
未分配利润	23403	21692	19053	20243	22970	获利能力											
归属母公司股东权益合计	29215	27505	24866	26055	28782	毛利率(%)	-53.4%	-63.0%	-59.1%	17.1%	30.9%						
负债和所有者权益	33202	51426	47095	49947	51053	净利率(%)	-27.2%	-43.5%	-41.5%	14.7%	26.2%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润率(%)	-3.8%	-3.3%	-5.6%	3.4%	7.6%						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	-4.3%	-6.2%	-10.6%	6.5%	13.5%						
经营活动现金流	-1218	311	-2544	786	3385	偿债能力											
净利润	-1169	-1622	-2559	1819	4039	资产负债率(%)	11.0%	46.1%	46.6%	47.0%	42.6%						
折旧摊销	876	1291	1312	1261	1266	流动比率	2.7	1.5	1.3	1.5	2.0						
财务费用	-276	435	323	382	392	速动比率	2.7	1.5	1.3	1.5	2.0						
应收帐款减少	0	0	298	-851	-415	营运能力											
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3						
投资活动现金流	216	-858	651	713	990	应收账款周转率	2.6	2.7	6.2	9.7	8.1						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.2	5.6	7.4	12.9	15.4						
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	590	777	870	893	1160	每股收益(最新摊薄)	-0.7	-0.9	-1.4	0.9	2.0						
筹资活动现金流	-1702	2833	-323	2543	-1501	每股净现金流(最新摊薄)	-1.4	1.2	-1.2	2.1	1.5						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.2	14.3	12.9	13.5	14.9						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	-87.9	-65.2	-42.4	65.8	28.7						
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.8	4.1	4.5	4.3	3.9						
现金净增加额	-2704	2285	-2216	4042	2875	EV/EBITDA	-208.7	-194.2	-57.2	26.4	15.0						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	【东兴证券】上海机场：受疫情冲击严重，国际航班管控政策优化或带来转机	2022-09-02
公司普通报告	【东兴交运】上海机场：收购虹桥有助减亏，国际航线重开还有较大不确定性	2022-04-18
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 11 月数据点评：需求触底反弹，供给有序恢复	2022-12-20
行业普通报告	【东兴交运】交通运输 2023 年度策略：疫后复苏仍是主线，预期兑现程度将决定股价走势	2022-11-29
行业普通报告	航空机场 10 月数据点评：景气度处于低位，防疫 20 条有望带来行业转机	2022-11-17
行业普通报告	【东兴交运】航空业三季报点评：需求与油汇皆不友好，三季度航司承压依旧严重	2022-11-02
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 9 月数据点评：国际航线有序增开航班提振市场信心	2022-10-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，6年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526