

上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

参股免税经营主体,共享免税行业红利

事件

2022年1月13日,公司公告拟投资设立合资公司,并通过合资公司收购 Uni-Champion 32%股份以及日上互联 12.48%股权。交易总金额为 16.98 亿元,其中公司出资 13.58 亿元,占比 80%。

点评

参股免税经营主体,投资收益边际增加。公司拟投资设立合资公司并参股 Uni-Champion 及日上互联: 1) Uni-Champion 穿透后的核心资产为日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 15.68% 股权或权益,收益主要来自分红收益。2020 年、2021 年、2022H1, Uni-Champion 的归母净利润分别为 3.4 亿元、11.7 亿元、2.2 亿元。Uni-Champion 的全部权益价值评估为 42.19 亿元,增值率 43.25%,对应 2021 年 PE 倍数为 3.6x; 2) 日上互联成立于 2021 年 4 月,为日上免税店等口岸免税门店的线上业务提供专业电商服务,2021 年、2022H1 归母净利润分别为 2.5 亿元、1.4 亿元。全部权益价值评估为 27.4 亿元,增值率 430%,对应 2021 年 PE 倍数为 10.8x。若以 2021 年业绩测算,估算股权合作后带来的投资收益增量约为 3.3 亿元。

巩固现有口岸免税业务,共享免税行业增长红利。Uni-Champion 旗下的核心资产主要从事上海虹桥机场、上海浦东机场、北京首都机场、北京大兴机场的线下免税品销售经营业务、上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务,涉及机场口岸、市内免税及线上等多种渠道。本次交易完成后,公司将发挥与免税业态的协同效应,巩固现有口岸免税业务,增强抗风险能力,也将进一步加深与中免的合作关系,共享免税行业增长红利。**防疫政策放开,业绩有望持续恢复。**近日随着防疫放宽及春运启动,民航客流迅速提升,春运首周民航客流约为 2019 年春运同期 65%,同比 2022 年增长 34%。自 1 月 8 日起新冠实施“乙类乙管”,中外人员往来管理优化,预计国际客班将持续增加,将带动口岸免税业务恢复增长,公司业绩将持续恢复,且国际客流恢复后拟收购标的公司的利润也将相应提升,公司也有望受益。

盈利预测、估值与评级

公司免税业务优势明显,且长期流量空间大,国际放开后有望再现已业绩弹性。考虑本次交易影响,上调 2022-2024 年归母净利润至-29/22/53 亿元(原-29/18/47 亿元),维持“买入”评级。

风险提示

疫情影响超预期,免税业务经营风险,扩建影响超预期风险,收费价格管制,航油政策风险,收购不确定风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师:王凯婕(执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币): 58.00 元

相关报告:

1.《免税业务价值仍在,重组增强经营能力-上海机场深度报告》,2022.12.8



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	6,201	13,133	17,050
营业收入增长率	-60.68%	-13.38%	66.34%	111.80%	29.82%
归母净利润(百万元)	-1,267	-1,711	-2,909	2,181	5,258
归母净利润增长率	-125.18%	35.08%	70.00%	N/A	141.07%
摊薄每股收益(元)	-0.657	-0.888	-1.169	0.876	2.113
每股经营性现金流净额	-0.63	0.16	-0.57	1.53	3.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.34%	-6.22%	-7.43%	5.39%	12.06%
P/E	NA	NA	NA	65.85	27.32
P/B	4.99	3.27	3.67	3.55	3.29

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,945	4,303	3,728	6,201	13,133	17,050
增长率		-60.7%	-13.4%	66.3%	111.8%	29.8%
主营业务成本	-5,340	-6,601	-6,077	-10,062	-10,216	-10,363
%销售收入	48.8%	153.4%	163.0%	162.3%	77.8%	60.8%
毛利	5,604	-2,297	-2,349	-3,861	2,917	6,687
%销售收入	51.2%	n.a	n.a	n.a	22.2%	39.2%
营业税金及附加	-10	-4	-6	-62	-79	-85
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	1.0%	0.6%	0.5%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-265	-233	-258	-496	-525	-546
%销售收入	2.4%	5.4%	6.9%	8.0%	4.0%	3.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	5,329	-2,535	-2,614	-4,419	2,313	6,056
%销售收入	48.7%	n.a	n.a	n.a	17.6%	35.5%
财务费用	209	276	-435	-583	-607	-527
%销售收入	-1.9%	-6.4%	11.7%	9.4%	4.6%	3.1%
资产减值损失	-17	0	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,150	590	777	735	1,166	1,449
%税前利润	17.2%	-38.9%	-34.1%	-20.6%	36.5%	19.8%
营业利润	6,675	-1,514	-2,275	-3,565	3,195	7,302
营业利润率	61.0%	n.a	n.a	n.a	24.3%	42.8%
营业外收支	-7	-2	-5	0	0	0
税前利润	6,668	-1,516	-2,280	-3,565	3,195	7,302
利润率	60.9%	n.a	n.a	n.a	24.3%	42.8%
所得税	-1,407	347	658	940	-675	-1,659
所得税率	21.1%	n.a	n.a	n.a	21.1%	22.7%
净利润	5,261	-1,169	-1,622	-2,625	2,520	5,643
少数股东损益	231	98	89	284	339	385
归属于母公司的净利润	5,030	-1,267	-1,711	-2,909	2,181	5,258
净利率	46.0%	n.a	n.a	n.a	16.6%	30.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,261	-1,169	-1,622	-2,625	2,520	5,643
少数股东损益	231	98	89	284	339	385
非现金支出	908	1,327	2,113	2,807	2,787	2,775
非经营收益	-1,151	-967	-730	-820	-351	-667
营运资金变动	-132	-409	550	-781	-1,144	825
经营活动现金净流	4,885	-1,218	311	-1,419	3,813	8,577
资本开支	-2,301	-1,325	-1,503	-9,198	-600	-600
投资	41	242	115	135	-1,358	0
其他	451	1,299	530	735	1,166	1,449
投资活动现金净流	-1,810	216	-858	-8,328	-793	849
股权募资	0	0	0	4,946	0	0
债权募资	0	0	4,000	327	-46	-44
其他	-1,481	-1,702	-1,167	8,828	-1,687	-2,885
筹资活动现金净流	-1,481	-1,702	2,833	14,101	-1,733	-2,929
现金净流量	1,594	-2,704	2,285	4,355	1,287	6,496

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,360	7,656	9,941	13,584	14,107	19,869
应收款项	1,735	1,757	1,237	2,514	3,814	2,990
存货	14	17	25	36	36	37
其他流动资产	358	395	389	30	30	30
流动资产	12,468	9,824	11,593	16,163	17,987	22,926
%总资产	33.5%	29.6%	22.5%	24.1%	26.4%	32.4%
长期投资	3,930	2,966	3,081	2,946	4,304	4,304
固定资产	20,234	19,493	19,281	26,488	25,172	23,823
%总资产	54.4%	58.7%	37.5%	39.5%	37.0%	33.6%
无形资产	519	510	458	541	622	701
非流动资产	24,703	23,378	39,833	50,903	50,075	47,899
%总资产	66.5%	70.4%	77.5%	75.9%	73.6%	67.6%
资产总计	37,171	33,202	51,426	67,066	68,061	70,825
短期借款	0	0	800	1,137	1,091	1,047
应付款项	3,575	3,229	2,687	4,575	4,371	4,154
其他流动负债	1,140	391	4,480	2,739	3,099	3,318
长期贷款	4,715	3,620	7,967	8,450	8,562	8,519
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	7	23	15,753	19,001	18,237	17,503
负债	4,722	3,643	23,720	27,451	26,798	26,022
普通股股东权益	32,004	29,215	27,505	39,130	40,438	43,593
其中：股本	1,927	1,927	1,927	2,488	2,488	2,488
未分配利润	26,192	23,403	21,692	18,784	20,092	23,247
少数股东权益	445	343	201	485	824	1,209
负债股东权益合计	37,171	33,202	51,426	67,066	68,061	70,825

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.610	-0.657	-0.888	-1.169	0.876	2.113
每股净资产	16.609	15.161	14.274	15.724	16.250	17.518
每股经营现金净流	2.535	-0.632	0.161	-0.570	1.532	3.447
每股股利	0.790	0.000	0.000	0.000	0.351	0.845
回报率						
净资产收益率	15.7%	-4.3%	-6.2%	-7.4%	5.4%	12.1%
总资产收益率	13.5%	-3.8%	-3.3%	-4.3%	3.2%	7.4%
投入资本收益率	13.0%	-6.6%	-6.5%	-8.0%	4.3%	10.2%
增长率						
主营业务收入增长率	17.5%	-60.7%	-13.4%	66.3%	111.8%	29.8%
EBIT 增长率	17.2%	-147.6%	3.1%	69.1%	-152.3%	161.9%
净利润增长率	18.9%	-125.2%	35.1%	70.0%	N/A	141.1%
总资产增长率	20.2%	-10.7%	54.9%	30.4%	1.5%	4.1%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.6	140.4	136.7	140.0	100.0	60.0
存货周转天数	1.2	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转天数	35.2	33.0	40.1	50.0	40.0	30.0
固定资产周转天数	659.3	1,614.8	1,764.4	1,449.6	647.9	470.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.9%	-25.9%	-33.0%	-31.4%	-31.5%	-42.0%
EBIT 利息保障倍数	-25.5	9.2	-6.0	-7.6	3.8	11.5
资产负债率	12.7%	11.0%	46.1%	40.9%	39.4%	36.7%

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

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402