

上海机场(600009.SH)

证券研究报告/公司点评

2023年12月27日

评级：买入（维持）

市场价格：32.07元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：李鼎莹

电话：

Email: lidy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

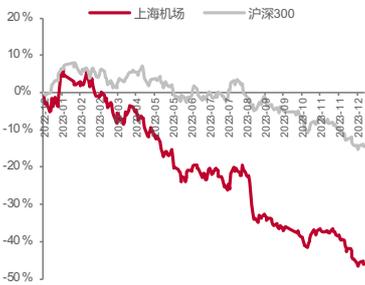
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,728	5,480	11,286	13,926	15,734
增长率 yoy%	-13%	47%	106%	23%	13%
净利润(百万元)	-1,711	-2,995	919	2,820	4,062
增长率 yoy%	-35%	-75%	131%	207%	44%
每股收益(元)	-0.69	-1.20	0.37	1.13	1.63
每股现金流量	0.12	-0.05	0.25	1.21	1.73
净资产收益率	-6%	-7%	2%	6%	8%
P/E	-46.6	-26.6	86.8	28.3	19.6
P/B	2.9	2.0	2.0	1.8	1.7

备注：股价为2023年12月26日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	2,488
流通股本(百万股)	1,927
市价(元)	32.07
市值(百万元)	79,806
流通市值(百万元)	61,798

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《机场行业龙头，盈利弹性较大》
—上海机场首次覆盖报告

投资要点

- 上海机场于2023年12月26日发布《关于签订免税店项目经营权转让合同之相关补充协议的公告》（浦东机场签订《补充协议二》、虹桥机场签订《补充协议一》，以下简称“新《补充协议》”。）
- 新《补充协议》降低了免税业务的保底收入。**根据新《补充协议》，自2023年12月1日起，月实收费用采取月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式，即：
 - 如月保底销售提成≤月实际销售提成，月实收费用=月实际销售提成；
 - 如月保底销售提成>月实际销售提成，月实收费用=月保底销售提成；
 - 如月实际客流量>2023年第三季度月均客流量的80%，浦东机场、虹桥机场的月保底销售提成分别为52,454,562元、6,473,493元；如月实际客流量≤2023年第三季度月均客流量的80%，月保底销售提成=面积单价×乙方实际经营面积×(月实际客流量÷2023年第三季度月均客流量的80%)×调节系数。
 - 调节系数小于1，由双方根据实际情况协商。日上上海在浦东机场、虹桥机场的免税店经营面积分别为16,915.37平方米、2,087.55平方米。
- 新《补充协议》降低了免税业务的扣点率。**根据新《补充协议》，月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品5个品类所对应的各月品类销售提成的总和。品类提成比例按18%-36%不同情形取值。根据2018年公司与日上上海签订的《关于签订特别重大合同的公告》（以下简称“原协议”），此前免税业务的综合扣点率达42.5%。
 - 月品类销售提成=月品类净销售额×品类提成比例
 - 月品类净销售额=月品类总销售额-月品类退货退款额
- 短期业绩受新《补充协议》影响较小，长期业绩在需求复苏后有望提振。**新《补充协议》恢复月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式，即“下有保底，上不封顶”，与原《补充协议》（2021年签订）中免税收入仅与国际客流量挂钩相比，盈利弹性恢复。新《补充协议》将于2023年12月1日起调整实施，对2023年度营业收入无重大影响，截至2023年Q3，公司合计免税收入13.1亿元。长期看，随着上海两场国际客流恢复，公司免税收入有望回升，从而提振经营业绩。
- 盈利预测、估值及投资评级：**由于新协议的影响，我们下调此前对公司的盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为9.19/28.20/40.62亿元（前值为12.31/39.54/52.82亿元），对应P/E分别为86.8X/28.3X/19.6X。考虑到扣点率的下降有望提升机场免税渠道的竞争力，且公司参股中免旗下免税资产（包括上海、北京两场的免税店业务、北京、上海市内免税及线上保税进口商品销售经营业务），随着国际客流恢复，机场免税业务有望进一步提振使公司受益，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行风险、航空及非航业务恢复不及预期风险。

图表 1: 上海机场免税店销售提成计算方式

新补充协议 (2023.12.27, 浦东+虹桥)		
情况	公式	备注
如月保底销售提成 ≤月实际销售提成	月实收费用=月实际销售提成;	保底提成的计算: 如月实际客流量>2023 年第三季度月均客流量的 80%, 上海浦东机场的月保底销售提成为 52,454,562 元, 上海虹桥机场的月保底销售提成为 6,473,493 元; 如月实际客流量≤2023 年第三季度月均客流量的 80%, 月保底销售提成=面积单价×乙方实际经营面积×(月实际客流量÷2023 年第三季度月均客流量的 80%)×调节系数。
如月保底销售提成> 月实际销售提成	月实收费用=月保底销售提成	月品类销售提成=月品类净销售额×品类提成比例; 月品类净销售额=月品类总销售额-月品类退货退款额 公司月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品 5 个品类所对应的各月品类销售提成的总和。品类提成比例按 18%-36%不同情形取值。
原补充协议 (2021.1.30, 浦东)		
情况	公式	备注
当月实际国际客流 ≤2019 年月均实际 国际客流×80%	月实收费用=月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数	“人均贡献”参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元, “客流调节系数”按月实际国际客流与 2019 年同月实际国际客流之比从低于 30%至高于 120%分别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从低于 10%至高于 70% 分别由高到低递减对应不同系数, 当实际开业面积占免税场地总面积的比例为 0 时, 面积调节系数为 0。
当月实际国际客 流>2019 年月均实 际国际客流×80%	月实收费用=月保底销售提成=当年保底销售提成+12 个月	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;若当年实际国际客流(X)小于等于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。若 2022 年以后(含)的年实际国际客流(X)在 2019-2021 年所对应的区间内, 则对应年度的年保底销售提成的计算公式为: 年保底销售提成=对应年度保底销售提成×(1+24.11%)。
原合同 (2018.9.8, 浦东)		
情况	公式	备注
当月实际销售提成 ≥月保底销售提成 时	月实收费用=月实际销售提成=∑(各分类月实际销售额×对应分类销售提成比例)	综合销售提成比例为 42.5%
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=∑(场地所处各区域各年 保底销售提成报价×10000+ 规划使用月份数)	其中香化、烟酒、食品的销售提成比例为 45%, 百货的销售提成比例为 25%。

来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 2023 年三季度浦东机场、虹桥机场国际+港澳台地区旅客量的 80%分别为 147 万、20 万人次

图表 2: 上海机场免税业务保底下降

新补充协议 (2023.12.27, 浦东+虹桥)		原补充协议 (2021.1.30, 浦东)		原合同 (2018.9.8, 浦东)	
	年份	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (亿元)	年份	预计每年保底销售提成 (亿元)
浦东机场: 5245 万元/月*12=6.3 亿元	2019	$X \leq 4172$	35.25	2019	35.25
	2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58	2020	41.58
虹桥机场: 647 万元/月*12=7764 万元	2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59	2021	45.59
	2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88	2022	62.88
	2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59	2023	68.59
合计: 7 亿元/年	2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64	2024	74.64
	2025	$5360 < X$	81.48	2025	81.48

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 上海机场免税业务收入测算

假设条件 (2024 年)	新补充协议 (2023.12.27, 浦东+虹桥)	原补充协议 (2021.1.30, 浦东)	原合同 (2018.9.8, 浦东)
旅客量 (万人次)	3385.30	3111.63	3111.63
客单价 (元)	325.12	325.12	325.12
收入 (万元)	1100625	1011652	1011652
扣点率 (%)	18-36%, 假设综合为 25%	N/A	42.5%
免税收入 (亿元)	27.52	43.75	74.64

来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 1. 新补充协议: 假设 2024 年虹桥+浦东国际和地区旅客量恢复至 3385 万人次 (其中浦东 3112 万人次, 虹桥 273 万人次, 合计约为 2019 年同期的 81%), 客单价为 325.12 元 (2019 年的 90%), 假设新补充协议综合扣点率为 25%, 测算免税收入 28 亿元。

2. 原补充协议: 免税收入与扣点率无关, 仅与客流恢复情况有关, 假设 2024 年浦东机场客流量仍为 3112 万人次 (超 2019 年同期的 80%), 使用保底收入计算免税收入。3112 万人次对应保底收入 35.25 亿元, 需乘 (1+24.11%), 24.11% 为面积调节系数, 测算仅浦东机场免税收入 43.75 亿元。

3. 原合同: 假设 2024 年浦东机场旅客量仍为 3112 万人次, 根据 42.5% 的扣点率计算免税收入为 43 亿元, 但原合同中 2024 年浦东机场保底收入为 74.64 亿元。

4. 为简便测算, 此处以年为单位进行测算, 实际情况应以月为单位进行核算。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。