

上海机场（600009）：免税补充协议导致收入下降，但有助于维护渠道优势

2021年02月01日

中性/下调

上海机场 公司报告

事件：上海机场发布业绩预亏，预计2020年归母净利润为-12.9到-12.1亿，扣非后净利润为-14.06到-13.26亿元。同时，由于疫情影响，上海机场与中免签署了免税业务补充协议，重新约定了2021-2025年的销售提成方式。

疫情影响下公司首次亏损：受疫情影响，去年公司减免了部分航空性收费标准，并对非中小企业相关租金进行减免；而对利润影响最大的是免税收入的下滑，由于疫情系不可抗力因素，公司与中免签订免税补充协议，报告期内公司免税店租金收入合计11.56亿元，较2019年的52.1亿元大幅下滑，直接导致了公司报告期亏损。

签订免税补充协议，销售提成方式改变：公司与中免签订免税补充协议，销售提成方式出现大幅变化。原有协议中机场以免税销售额为基准按照扣点率获得提成，并至少获得保底收入。在新协议中，由于疫情影响导致的不确定性，提成方式按照国际旅客量恢复程度分为两种情况：

情况1：当该月的国际实际客流小于2019年对应月份实际国际客流80%时，月实际销售提成 = 19年人均贡献（135.3元/人）× 月实际国际客流量 × 客流调节系数 × 面积调节系数。其中客流量调节系数与面积调节系数大于1，并会随着客流量恢复而逐渐下降，最终恢复到1。该指标的存在平滑了上海机场的收入曲线，保证即使在国际客流量较低时也能够获得一定收入。

情况2：当该月的国际实际客流大于2019年对应月份实际国际客流80%时，根据实际客流量恢复情况分档位给予保底收入，保底收入上限不超过原协议每年的保底额度。

补充协议执行期间上海机场免税收入主要与国际旅客量挂钩：相比于原有提成模式，新模式下上机的销售提成变为保底制，且获得的保底收入金额只与实际国际旅客量相关，不再受益于客单价的提升；同时原协议下的收入下限变为新协议下的收入上限。可以认为上海机场受限于疫情导致的巨大不确定性，而对提成模式做出了一定妥协。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,313.11	10,944.67	4,324.67	7,329.75	11,746.97
增长率(%)	15.51%	17.52%	-60.49%	69.49%	60.26%
归母净利润(百万元)	4,231.43	5,030.21	(1,229.45)	1,161.90	4,579.82
增长率(%)	14.88%	18.72%	-123.81%	-197.37%	280.73%
净资产收益率(%)	14.98%	15.72%	-3.99%	3.68%	13.16%
每股收益(元)	2.20	2.61	(0.64)	0.60	2.38
PE	35.91	30.27	(123.82)	131.02	33.24
PB	5.39	4.76	4.95	4.82	4.38

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司的经营范围是为国内外航空运输企业及旅客提供地面保障服务，经营出租机场内航空营业场所、商业场所和办公场所，国内贸易；广告经营，货运代理、代理报关、代理报检业务，长途客运站，停车场管理及停车延伸服务等。（资料来源：wind）

未来3-6个月重大事项提示：

2021-03-27 预计披露2020年年报

发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52周股价区间(元)	81.9-58.71
总市值(亿元)	1,522.3
流通市值(亿元)	863.85
总股本/流通A股(万股)	192,696/109,348
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.36

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

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

研究助理：李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119050016

预计 2021 年免税收入存在较大不确定性，但会明显高于 2020 年：新冠疫情的好转难以一蹴而就，我们认为 2021 年的大部分时间，上海机场的实际国际旅客量依旧会低于 19 年同期的 80%，故免税收入会采用情况 1 的计算方式。由于客流量调节系数与面积调节系数并未披露，加之国际客流量的恢复情况存在不确定性，我们难以准确估计 2021 年上海机场的免税收入。但由于调节系数的存在，21 年的免税收入大概率会明显好于 20 年。2022 年往后，预计国际航线将基本恢复，则公司能够获得保底收入。

长期来看，新协议有助于维护机场的渠道优势：相比于原有协议，新协议鼓励免税企业扩大机场渠道的销售额，因为在提成有封顶的情况下，如果免税店能够大幅度提升销售金额，则可以获得比原协议丰厚得多的利润，这种情况下，中免更有动力做大机场渠道的销售额。在疫情背景下，机场通过放弃一部分短期利益，维护自身渠道的长期优势，已经是现有情况下最好的选择。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为-12.3、11.6 和 45.8 亿元，对应 EPS 分别为-0.64、0.60 和 2.38 元。虽然长期来看，上海机场始终是我国国际旅客的主要入口，其在免税产业链上的渠道地位依旧强势，但考虑到新协议下未来业绩的巨大不确定性以及疫情持续时间的不确定性，我们降低公司评级至“中性”。

风险提示：疫情持续时间超预期，防疫成本超预期。

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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	10637	12468	12337	14323	18707	营业收入	9313	10945	4325	7330	11747		
货币资金	8766	10360	11292	12862	16633	营业成本	4499	5340	6442	6855	7153		
应收账款	1314	1662	592	1004	1609	营业税金及附加	22	10	11	18	29		
其他应收款	7	13	5	9	14	营业费用	1	0	0	1	1		
预付款项	19	1	1	1	1	管理费用	243	265	162	183	294		
存货	20	14	28	30	31	财务费用	-194	-209	-277	-282	-315		
其他流动资产	463	358	358	358	358	研发费用	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	20292	24703	23625	22549	21464	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	3245	3930	3930	3930	3930	公允价值变动收益	893.2	1149.9	537.48	986.48	1289.2		
固定资产	8512	19769	18669	17559	16490	投资净收益	5634	6675	-1474	1544	5878		
无形资产	348	499	484	470	457	加:其他收益	0.77	2.40	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	0	10	0	0	0	营业利润	5.30	9.42	0.00	0.00	0.00		
资产总计	30929	37171	35962	36872	40170	营业外收入	5630	6668	-1474	1544	5878		
流动负债合计	2287	4715	4758	4798	4826	营业外支出	1199	1407	-221	324	1234		
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	4431	5261	-1253	1220	4643		
应付账款	454	575	618	657	686	所得税	200	231	-23	58	63		
预收款项	3	14	14	14	14	净利润	4231	5030	-1229	1162	4580		
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	6545	7814	-515	2506	6816		
非流动负债合计	8	7	7	7	7	归属母公司净利润	21.92	18.15	-273.7	55.62	19.89		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	2294	4722	4765	4804	4833	成长能力							
少数股东权益	389	445	422	480	543	营业收入增长	15.51	17.52%	-60.49	69.49%	60.26%		
实收资本(或股本)	1927	1927	1927	1927	1927	营业利润增长	16.38	18.46%	-122.0	-204.7	280.73		
资本公积	2575	2575	2575	2575	2575	归属于母公司净利润增长	-124.	-194.5	-124.4	-194.5	294.17		
未分配利润	22434	26192	24963	25776	28982	获利能力							
归属母公司股东权益合计	28246	32004	30775	31588	34794	毛利率(%)	51.69	51.21%	-48.97	6.47%	39.11%		
负债和所有者权益	30929	37171	35962	36872	40170	净利率(%)	47.58	48.07%	-28.96	16.64%	39.53%		
现金流量表						单位:百万元							
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产净利润(%)	13.68	13.53%	-3.42%	3.15%	11.40%		
经营活动现金流	4468	4885	278	820	3711	ROE(%)	14.98	15.72%	-3.99%	3.68%	13.16%		
净利润	4431	5261	-1253	1220	4643	偿债能力							
折旧摊销	1104.3	1348.5	0.00	1219.1	1229.9	资产负债率(%)	7%	13%	13%	13%	12%		
财务费用	-194	-209	-277	-282	-315	流动比率	4.65	2.64	2.59	2.99	3.88		
应收账款减少	0	0	1070	-412	-605	速动比率	4.64	2.64	2.59	2.98	3.87		
预收账款增加	0	0	0	0	0	营运能力							
投资活动现金流	-3203	-1810	378	816	1119	总资产周转率	0.32	0.32	0.12	0.20	0.30		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	7	7	4	9	9		
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.15	21.28	7.25	11.50	17.49		
投资收益	893	1150	537	986	1289	每股指标(元)							
筹资活动现金流	-1263	-1481	277	-67	-1059	每股收益(最新摊薄)	2.20	2.61	-0.64	0.60	2.38		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.00	0.83	0.48	0.81	1.96		
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.66	16.61	15.97	16.39	18.06		
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率							
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	35.91	30.27	-123.8	131.02	33.24		
现金净增加额	1	1594	932	1569	3772	P/B	5.39	4.76	4.95	4.82	4.38		
						EV/EBITDA	21.92	18.15	-273.7	55.62	19.89		

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	上海机场（600009）：中报充分体现悲观预期，关注后续业绩回升	2020-08-30
公司普通报告	上海机场（600009）：疫情影响超预期，下调 20 年盈利预测	2020-03-29
公司普通报告	【东兴交运】上海机场：卫星厅投产促进客单价提升，成本增长略超预期	2020-02-23
行业普通报告	航空行业 12 月数据点评：疫情反复导致需求受损，春运存在较大不确定性	2021-01-20
行业普通报告	快递行业 12 月数据点评：电商件领域竞争依旧激烈，行业 CR8 继续下探	2021-01-20
行业深度报告	高速公路：关注改扩建周期带来的再投资效率提升	2021-01-10
行业深度报告	能源材料组 2021 展望：工业品进入主动补库周期，集中度提升与国产替代正当时	2020-12-13
行业普通报告	航空行业 9 月数据点评：供给增速环比放缓，客座率提升幅度超预期	2020-10-19
行业普通报告	【东兴交运】8 月航空数据点评：国内航线投放基本恢复，政策将继续推升供给增长	2020-09-17
行业深度报告	通达系快递竞争格局分析：曲折的道路与光明的前景	2020-08-16
行业普通报告	快递行业 6 月数据点评：价格战暂时缓和，单价小幅回升	2020-07-19

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，5年投资研究经验，曾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。现担任东兴证券能源与材料组组长。

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019年5月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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