

上海机场 (600009.SH)

强烈推荐 (维持)

周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 53.7 元

一季度亏损明显收窄, 业绩有望迎来转折

上海机场公告 2022 年及 2023Q1 业绩: 2022 年, 公司实现营收 54.80 亿元, 同比-32.8%, 归母净利润-29.95 亿元; 2023Q1 公司实现营业收入 21.54 亿元, 同比+18.8%, 归母净利润-0.99 亿元。

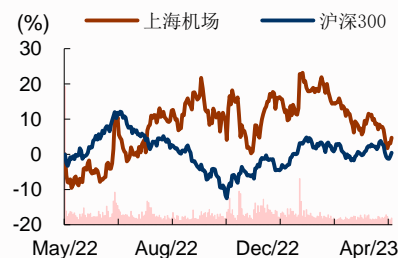
- 2022 年受疫情影响, 业绩谷底。2022 年, 公司实现营收 54.80 亿元, 同比-32.8%, 归母净利润-29.95 亿元。从经营数据看, 2022 年浦东机场共保障飞机起降 20.44 万架次, 同比减少 41.53%, 旅客吞吐量 1417.84 万人次, 同比减少 55.98%; 虹桥机场共保障飞机起降 12.27 万架次, 同比减少 46.96%; 旅客吞吐量 1,471.16 万人次, 同比减少 55.7%。
- 2023Q1 行业加速修复, 公司亏损收窄。2023Q1 公司实现营业收入 21.54 亿元, 同比+18.8%, 归母净利润-0.99 亿元, 亏损明显收窄。从经营数据看, 2023Q1, 浦东/虹桥机场旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 52% 和 83%, 起降架次分别恢复至 2019 年的 70% 和 91%。今年春运后半程开始, 国内商旅旅客需求恢复强劲。同时, 伴随着政策端的进一步放开, 国际航班开始明显增班。4 月 29 日全民航执行客运航班量恢复至 2019 年的 103%, 其中国内航班量恢复至 2019 年的 118%, 国际及地区航班恢复至 2019 年的 38%。展望今年夏秋季, 我们预计国内航空市场将在商旅客强支撑、五一、端午、暑期等一系列假期刺激下持续修复; 预计在春夏季国际航班有望恢复至 2019 年的 40% 以上, 至今年年底有望恢复至 70% 以上, 全年平均恢复至 2019 年的 50%, 2024 年国际航班有望迎来全面修复。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为上海机场业绩向好趋势相对确定: 1) 作为国际客流占比高的机场, 将充分受益国际客流的复苏, 预计今年恢复至 2019 年的 50%, 明年恢复至 2019 年水平; 2) 随着国际客流恢复乃至正常增长, 同时人均免税销售额持续提升, 免税业务带来的业绩弹性或回归; 3) 展望远期, 国际客流恢复后, 卫星厅正式启用、T3 投产, 都将带动上海机场客流增长、免税经营面积提升。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 24/52/68 亿元, 维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 宏观经济下行风险; 疫情影响超预期; 免税业务不及预期。

基础数据

总股本 (万股)	248848
已上市流通股 (万股)	192696
总市值 (亿元)	1336
流通市值 (亿元)	1035
每股净资产 (MRQ)	15.9
ROE (TTM)	-6.5
资产负债率	41.8%
主要股东	上海机场(集团)有限公司
主要股东持股比例	58.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-5	7
相对表现	-3	-19	4



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《上海机场 (600009) — 迎接国际客流修复, 关注枢纽机场价值回归》2023-01-20
- 《上海机场 (600009) — 拟收购免税资产, 实现“机场+免税”进一步融合》2023-01-14
- 《上海机场 (600009) — 三季度持续亏损, 静待国际客流恢复》2022-10-30

苏宝亮 S1090519010004

subaoliang@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8155	5480	12833	16575	19004
同比增长	-13%	-33%	134%	29%	15%
营业利润(百万元)	(1905)	(3894)	3135	7037	9247
同比增长	50%	104%	-181%	124%	31%
归母净利润(百万元)	(1578)	(2995)	2374	5240	6805
同比增长	35%	90%	-179%	121%	30%
每股收益(元)	-0.63	-1.20	0.95	2.11	2.73
PE	-84.7	-44.6	56.3	25.5	19.6
PB	3.7	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券*2021 年财务数据已根据公司披露数据追溯调整

1. 2022 年受疫情影响，业绩谷底

2022 年，公司实现营收 54.80 亿元，同比-32.8%，归母净利润-29.95 亿元。从经营数据看，2022 年浦东机场共保障飞机起降 20.44 万架次，同比减少 41.53%，旅客吞吐量 1417.84 万人次，同比减少 55.98%；虹桥机场共保障飞机起降 12.27 万架次，同比减少 46.96%；旅客吞吐量 1,471.16 万人次，同比减少 55.7%。

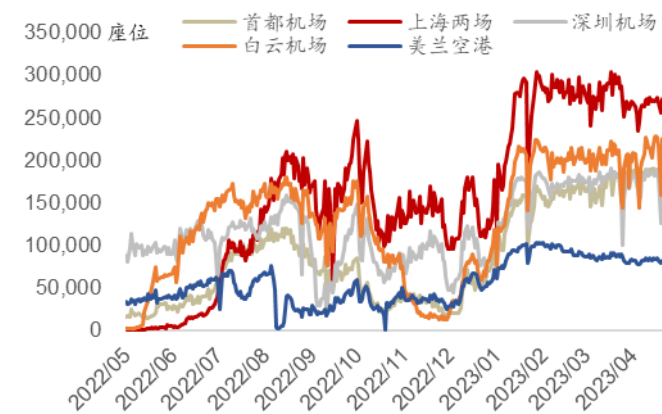
2. 2023Q1 行业加速修复，公司亏损收窄

2023Q1 公司实现营业收入 21.54 亿元，同比+18.8%，归母净利润-0.99 亿元，亏损明显收窄。从经营数据看，2023Q1，浦东/虹桥机场旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 52%和 83%，起降架次分别恢复至 2019 年的 70%和 91%。

今年春运后半程开始，国内商旅客需求恢复强劲。同时，伴随着政策端的进一步放开，国际航班开始明显增班。4 月 29 日全民航执行客运航班量恢复至 2019 年的 103%，其中国内航班量恢复至 2019 年的 118%，国际及地区航班恢复至 2019 年的 38%。展望今年夏秋季，我们预计国内航空市场将在商旅客强支撑、五一、端午、暑期等一系列假期刺激下持续修复；预计在春夏季国际航班有望恢复至 2019 年的 40%以上，至今年年底有望恢复至 70%以上，全年平均恢复至 2019 年的 50%，2024 年国际航班有望迎来全面修复。。

图 1：主要机场出入港运力

图 2：主要机场出入港客流



资料来源：飞常准、招商证券



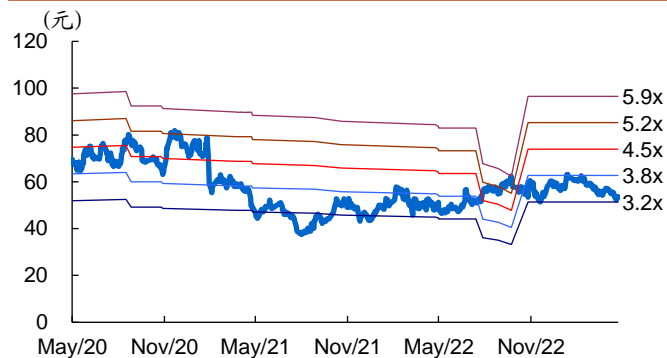
资料来源：飞常准、招商证券

3. 投资建议

我们认为上海机场业绩向好趋势相对确定：

- 1) 作为国际客流占比高的机场，将充分受益国际客流的复苏；
- 2) 随着国际客流恢复乃至正常增长，同时人均免税销售额持续提升，免税业务带来的业绩弹性或回归。当国际客流完全恢复时，枢纽机场对于免税行业的重要性恢复。随着未来两年国际客流完全恢复，且恰逢 2025 年目前的免税协议到期、需要进行新一轮招标谈判，如果新协议重归扣点分成模式，考虑到人均免税销售额提升（疫情前上海机场人均免税销售额年均复合增长约 20%），即使扣点率低于疫情前水平，上海机场仍能享受到充分业绩弹性。
- 3) 展望远期，国际客流恢复后，卫星厅正式启用、T3 投产，都将带动上海机场客流增长、免税经营面积提升。我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 24/52/68 亿元，维持公司“强烈推荐”评级。

图 3: 上海机场历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

4.风险提示

宏观经济下行风险；疫情影响超预期；免税业务不及预期。

参考报告：

- 1、《上海机场（600009）—迎接国际客流修复，关注枢纽机场价值回归》2023-01-20
- 2、《上海机场（600009）—拟收购免税资产，实现“机场+免税”进一步融合》2023-01-14
- 3、《上海机场（600009）—三季度持续亏损，静待国际客流恢复》2022-10-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	15044	16331	18981	24527	30802
现金	12632	13877	13373	17301	22525
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1861	2102	4876	6298	7221
其它应收款	70	83	194	251	288
存货	39	48	44	45	46
其他	443	221	494	632	722
非流动资产	52798	51444	50708	50027	49397
长期股权投资	3137	2756	2756	2756	2756
固定资产	23837	24574	23913	23297	22723
无形资产商誉	488	437	394	354	319
其他	25336	23677	23645	23620	23599
资产总计	67843	67775	69688	74553	80199
流动负债	9517	8829	8256	8346	8438
短期借款	0	750	0	0	0
应付账款	1139	1134	1193	1224	1254
预收账款	263	251	265	271	278
其他	8115	6693	6798	6851	6906
长期负债	21009	18243	18243	18243	18243
长期借款	0	0	0	0	0
其他	21009	18243	18243	18243	18243
负债合计	30526	27072	26499	26589	26681
股本	1927	2488	2488	2488	2488
资本公积金	10346	16504	16504	16504	16504
留存收益	23610	20615	22989	27518	32750
少数股东权益	1434	1096	1208	1455	1775
归属于母公司所有者权益	35883	39608	41982	46510	51742
负债及权益合计	67843	67775	69688	74553	80199

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1849	(117)	911	4830	6950
净利润	(1341)	(2790)	2486	5487	7125
折旧摊销	1923	1584	1737	1681	1631
财务费用	840	812	503	447	411
投资收益	(778)	(177)	(838)	(1258)	(1258)
营运资金变动	1850	1615	(3001)	(1542)	(968)
其它	(644)	(1162)	25	13	9
投资活动现金流	(384)	(304)	(162)	258	258
资本支出	1903	(1241)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(2287)	937	838	1258	1258
筹资活动现金流	3458	1659	(1252)	(1160)	(1983)
借款变动	(12396)	(14938)	(750)	0	0
普通股增加	0	562	0	0	0
资本公积增加	0	13928	0	0	0
股利分配	0	0	0	(712)	(1572)
其他	15854	2107	(503)	(447)	(411)
现金净增加额	4924	1238	(504)	3928	5224

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8155	5480	12833	16575	19004
营业成本	9719	8901	9366	9602	9844
营业税金及附加	75	105	154	166	190
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	439	484	513	580	570
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	620	466	503	447	411
资产减值损失	(24)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	38	411	411	411	411
投资收益	778	177	427	847	847
营业利润	(1905)	(3894)	3135	7037	9247
营业外收入	6	78	78	78	78
营业外支出	7	9	9	9	9
利润总额	(1905)	(3825)	3205	7107	9316
所得税	(564)	(1035)	719	1619	2191
少数股东损益	237	205	112	247	321
归属于母公司净利润	(1578)	(2995)	2374	5240	6805

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	-13%	-33%	134%	29%	15%
营业利润	50%	104%	-181%	124%	31%
归母净利润	35%	90%	-179%	121%	30%
获利能力					
毛利率	-19.2%	-62.4%	27.0%	42.1%	48.2%
净利率	-19.4%	-54.6%	18.5%	31.6%	35.8%
ROE	-4.4%	-8.9%	5.8%	11.8%	13.9%
ROIC	-5.0%	-7.1%	6.2%	11.8%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	39.9%	38.0%	35.7%	33.3%
净负债比率	1.6%	3.1%	1.9%	1.8%	1.7%
流动比率	1.5	1.8	2.3	2.9	3.7
速动比率	1.5	1.8	2.3	2.9	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	287.1	242.5	204.1	218.0	218.0
应收账款周转率	2.7	3.4	3.7	3.0	2.8
应付账款周转率	9.1	9.6	8.0	7.9	7.9
每股资料(元)					
EPS	-0.63	-1.20	0.95	2.11	2.73
每股经营净现金	0.74	-0.05	0.37	1.94	2.79
每股净资产	14.42	15.92	16.87	18.69	20.79
每股股利	0.00	0.00	0.29	0.63	0.82
估值比率					
PE	-84.7	-44.6	56.3	25.5	19.6
PB	3.7	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	-253.3	-74.4	27.5	16.1	13.1

资料来源：公司数据、招商证券*2021年财务数据已根据公司披露数据追溯调整

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。