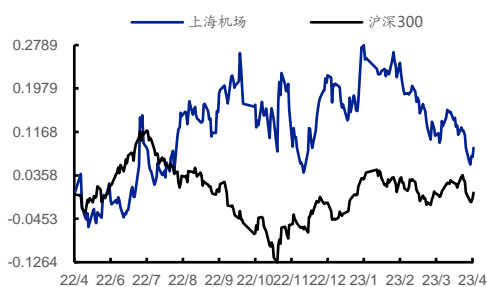


研究所
 证券分析师： 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 李跃森 S0350521080010
 liys05@ghzq.com.cn
 联系人： 王航 S0350121100020
 wangh09@ghzq.com.cn

3月实现扭亏，价值回归可期

——上海机场（600009）2022年年报和2023年一季度点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上海机场	-0.9%	-13.4%	11.6%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

市场数据	2023/04/28
当前价格(元)	53.70
52周价格区间(元)	45.75-63.88
总市值(百万)	133,631.45
流通市值(百万)	103,477.67
总股本(万股)	248,848.13
流通股本(万股)	192,695.84
日均成交额(百万)	513.03
近一月换手(%)	0.51

相关报告

《——上海机场（600009）点评报告：合资收购日上资产，深度协同行稳致远（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2023-01-15

《——上海机场（600009）三季报点评：重组落地资产并表，静待疫后需求修复（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2022-11-02

《——上海机场（600009）中报点评：2Q业务量降至冰点，静待国际客流回暖（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2022-09-03

《——上海机场（600009）一季报点评：疫情散发复苏趋缓，耐心等待客流拐点（增持）*机场*

事件：

上海机场发布 2022 年年报和 2023 年一季度报：

业务方面：2022 年浦东机场、虹桥机场分别实现旅客吞吐量 1417.84 万人次/yoy-55.98%、1471.16 万人次/yoy-55.70%。**1Q2023** 浦东机场、虹桥机场分别实现旅客吞吐量 977.64 万人次/yoy+78.35%、910.59 万人次/yoy+83.62%。

财务方面：2022 年公司实现营业收入 54.80 亿元/yoy-32.79%；归母净利润-29.95 亿元，扣非归母净利润-30.76 亿元，同比分别增亏 14.17 亿元、13.58 亿元。**1Q2023** 实现营业收入 21.54 亿元/yoy+18.78%；归母净利润-0.99 亿元，扣非归母净利润-1.01 亿元，同比分别减亏 4.05 亿元、4.09 亿元。

投资要点：

■ 受疫情反复冲击影响，2022 年归母净利润-29.95 亿元

疫情反复下，公司 2022 年营业收入同比减少 26.74 亿元至 54.80 亿元/yoy-32.79%。拆分来看，航空性收入、非航空性收入分别为 18.22 亿元/yoy-40.44%、36.59 亿元/yoy-28.20%。其中免税业务方面，公司 2022 年实现免税合同收入 3.63 亿元/yoy-25.31%，我们测算得 2022 年全年客流调节系数×面积调节系数约为 2.0。

成本端，公司 2022 年全年营业成本同比减少 8.18 亿元至 89.01 亿元/yoy-8.42%，主要系固定资产折旧政策调整后，摊销成本同比减少 5.34 亿元，以及运营维护成本同比减少 3.01 亿元。

此外，疫情冲击下公司投资企业经营效益下滑，全年投资收益同比减少 6.02 亿元至 1.77 亿元。但其他收益同比增加 3.73 亿元，主要来自于本期公司收到的政府补助同比增加。

公司全年归母净利润-29.95 亿元，同比增亏 14.17 亿元。其中虹桥机场公司（持有有机场广告公司 49%的股权）、机场物流公司分别实现净利润-7.45、1.58 亿元。

■ 年初至今业务量快速修复，3月已扭亏为盈

许可，李跃森》——2022-04-30

《——上海机场（600009）年报点评：疫情反复亏损扩大，静待国际客流拐点（增持）*机场*许可，李跃森》——2022-04-16

年初至今“浦东+虹桥”两场业务量快速修复，1-3月两场合计旅客运输量同比增速分别达35.75%、36.20%和311.17%。据航班管家，4月29日浦东、虹桥两场航班量分别恢复至2019年同期68.87%、106.77%，其中国内线恢复至2019年同期88.93%、107.82%。

业务量快速恢复驱动下，1Q2023公司营业收入同比增长3.41亿元至21.54亿元/yoy+18.78%。而受益于国际客流复苏提速，当期免税合同收入为3.3亿元/yoy+182.05%，接近2022年全年水平，我们测算得公司1Q2023客流调节系数×面积调节系数约为1.39。

本期公司财务费用同比减少1.39亿元。同时受益于参股企业经营效益改善，公司投资收益同比增长0.83亿元，助力公司1Q2023实现归母净利润-0.99亿元，同比大幅减亏4.05亿元，其中3月公司已扭亏。

■ 国际线恢复提速，价值回归可期

虽然经历三年疫情冲击，但上海机场作为流量平台的本质没有变化，机场的自然垄断地位和长期成长空间也没有发生改变。伴随防控政策的持续优化，航空需求快速修复，公司盈利水平稳步提升，3月已实现单月扭亏，为全年业绩转正奠定坚实基础。同时随着2023年4月日上资产收购落地，公司与日上之间在股权合作方面进一步深度绑定，后疫情时代将实现互利共赢、共同开拓线上线下的免税增量市场。

当下机场模型中，免税仍是最具弹性的业务，且高度依赖国际客流的复苏。2023年夏秋航季以来公司国际线恢复提速，4月底浦东机场国际+地区客运航班已恢复至2019年同期约4成水平。国际线客流快速复苏将为免税潜力释放提供坚实的基础，看好公司未来长期投资价值。

■ **盈利预测和投资评级：**基于公司业务恢复节奏，我们调整对于公司业绩预测，预计公司2023-2025年营收分别为120.07亿元、162.19亿元、185.88亿元，归母净利润分别为23.89亿元、48.05亿元、69.51亿元，对应2023-2025年PE分别为55.95倍、27.81倍、19.23倍，看好公司长期投资价值，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济不及预期；重大卫生事件爆发；重大政策变动；基建进度不及预期；航空安全事故；若存在小数点误差，均以公司年报披露数值为准等；测算数据仅供参考，以实际为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,480	12,007	16,219	18,588
增长率(%)	-33	119	35	15
归母净利润(百万元)	-2,995	2,389	4,805	6,951
增长率(%)	-90	180	101	45
摊薄每股收益(元)	-1.20	0.96	1.93	2.79
ROE(%)	-8	6	10	13
P/E	—	55.95	27.81	19.23
P/B	3.63	3.18	2.86	2.49
P/S	26.20	11.13	8.24	7.19
EV/EBITDA	-179.66	26.95	15.49	11.60

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：上海机场盈利预测表

证券代码:	600009				股价:	53.70		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-8%	6%	10%	13%	EPS	-1.26	0.96	1.93	2.79				
毛利率	-62%	29%	40%	44%	BVPS	15.92	16.88	18.81	21.60				
期间费率	17%	10%	7%	6%	估值								
销售净利率	-55%	20%	30%	37%	P/E	—	55.95	27.81	19.23				
成长能力					P/B	3.63	3.18	2.86	2.49				
收入增长率	-33%	119%	35%	15%	P/S	26.20	11.13	8.24	7.19				
利润增长率	-90%	180%	101%	45%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.08	0.17	0.22	0.24	营业收入	5480	12007	16219	18588				
应收账款周转率	2.61	6.32	7.53	9.41	营业成本	8901	8554	9671	10423				
存货周转率	113.54	888.84	241.78	1328.73	营业税金及附加	105	179	105	98				
偿债能力					销售费用	0	0	0	0				
资产负债率	40%	38%	33%	27%	管理费用	484	782	529	520				
流动比	1.85	2.15	2.92	3.89	财务费用	466	441	661	602				
速动比	1.83	2.13	2.89	3.87	其他费用/(-收入)	0	0	0	0				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-3894	3186	6967	9627				
现金及现金等价物	13877	17650	18920	21117	营业外净收支	69	1	0	0				
应收款项	2102	1900	2155	1976	利润总额	-3825	3186	6968	9627				
存货净额	48	14	67	14	所得税费用	-1035	724	1672	2311				
其他流动资产	304	817	248	748	净利润	-2790	2462	5296	7317				
流动资产合计	16331	20380	21390	23856	少数股东损益	205	74	491	366				
固定资产	24574	23112	21862	21020	归属于母公司净利润	-2995	2389	4805	6951				
在建工程	2032	2864	6177	10060	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	22082	21368	20638	19930	经营活动现金流	-117	4221	5606	8172				
长期股权投资	2756	2364	2163	1839	净利润	-2995	2389	4805	6951				
资产总计	67775	70088	72231	76705	少数股东权益	205	74	491	366				
短期借款	750	1540	1040	240	折旧摊销	2758	2565	2703	2727				
应付款项	1134	1242	1176	1140	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	189	601	370	339	营运资金变动	428	-416	-1393	-663				
其他流动负债	6756	6096	4740	4413	投资活动现金流	-304	305	-2122	-2888				
流动负债合计	8829	9479	7327	6132	资本支出	-1241	-1180	-4041	-5062				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	69	391	201	325				
其他长期负债	18243	17443	16443	14795	其他	868	1094	1718	1849				
长期负债合计	18243	17443	16443	14795	筹资活动现金流	1659	-753	-2213	-3087				
负债合计	27072	26922	23769	20927	债务融资	-1251	-10	-1500	-2448				
股本	2488	2488	2488	2488	权益融资	4946	0	0	0				
股东权益	40703	43166	48461	55778	其它	-2036	-744	-713	-638				
负债和股东权益总计	67775	70088	72231	76705	现金净增加额	1245	3773	1271	2197				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李跃森，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告

所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。