

国信交运姜明团队

交通运输板块投资框架系列——机场

行业研究 · 行业专题

交通运输 · 机场运输

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

- 【 01 】 机场行业概览
- 【 02 】 机场利润表分解
- 【 03 】 机场未来展望
- 【 04 】 盈利预测及估值分析

1. 机场行业概览——机场行业图谱

- 政府、军队、
- 民航局、空管局



规划建设监管



■ 航空性业务-架次相关



航班起降
停场廊桥
地面服务



■ 机场上市公司图谱



旅客服务
安全检查



■ 航空性业务-旅客货邮相关



■ 其他服务



■ 非航空性业务-免税、商业、广告

提供经营场地

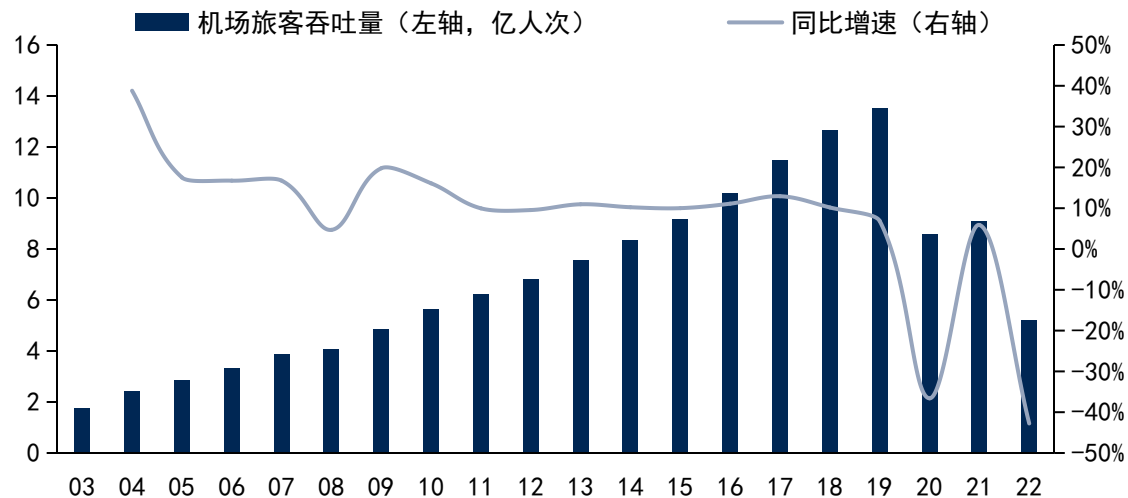


1. 机场行业概览——我国机场发展情况

■ 我国民航机场数量



■ 我国机场旅客吞吐量趋势

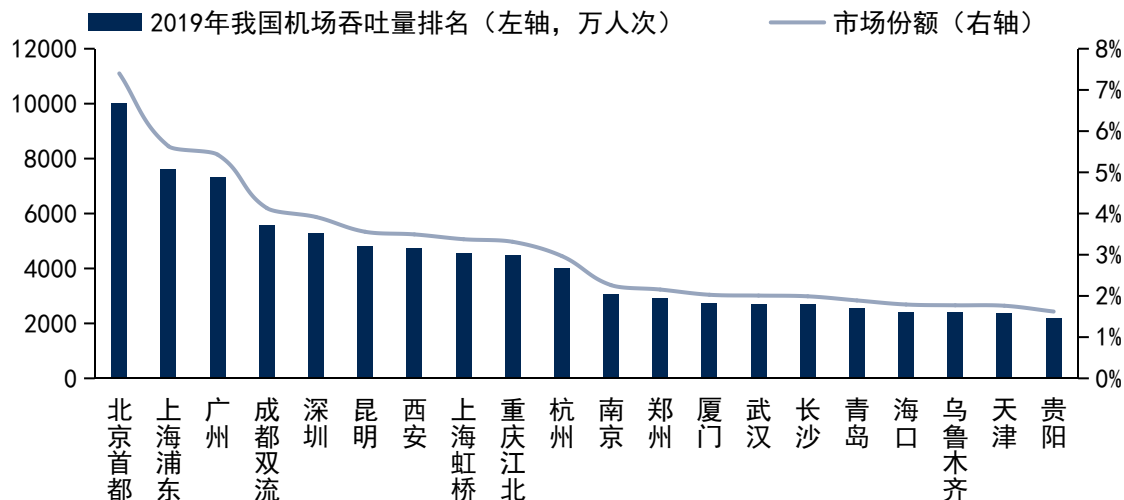


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 我国主要运输机场分布

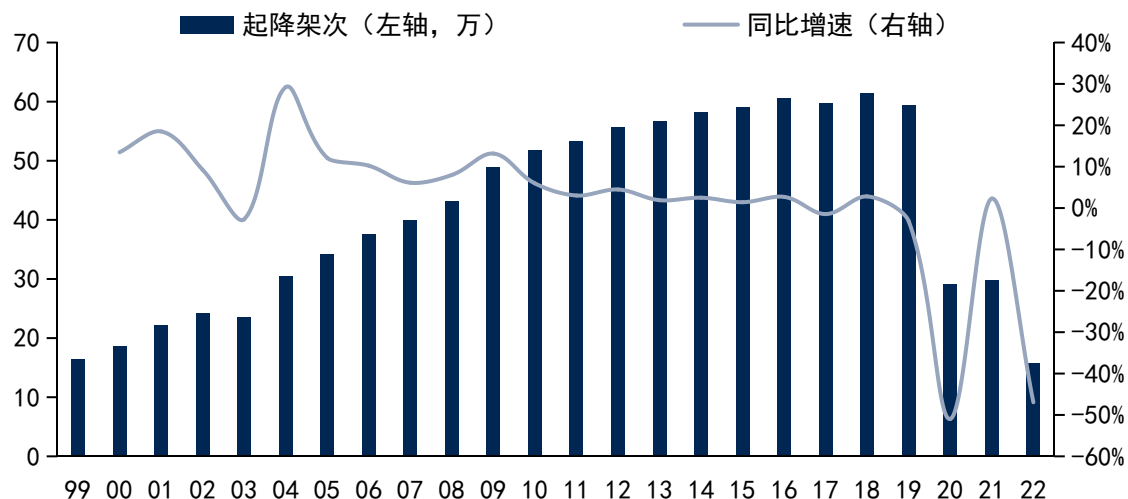


■ 2019年我国机场旅客吞吐量排名

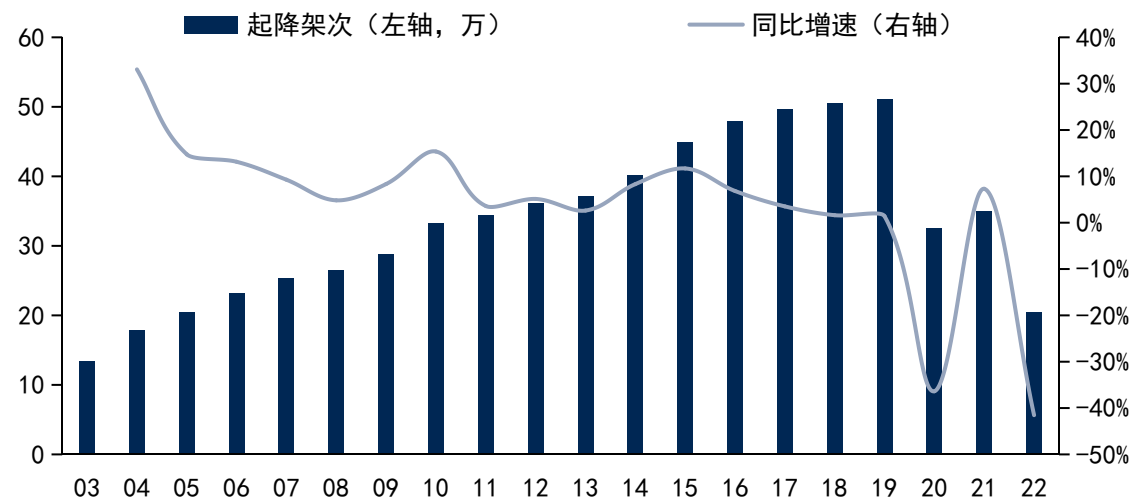


1. 机场行业概览——主要上市机场发展情况

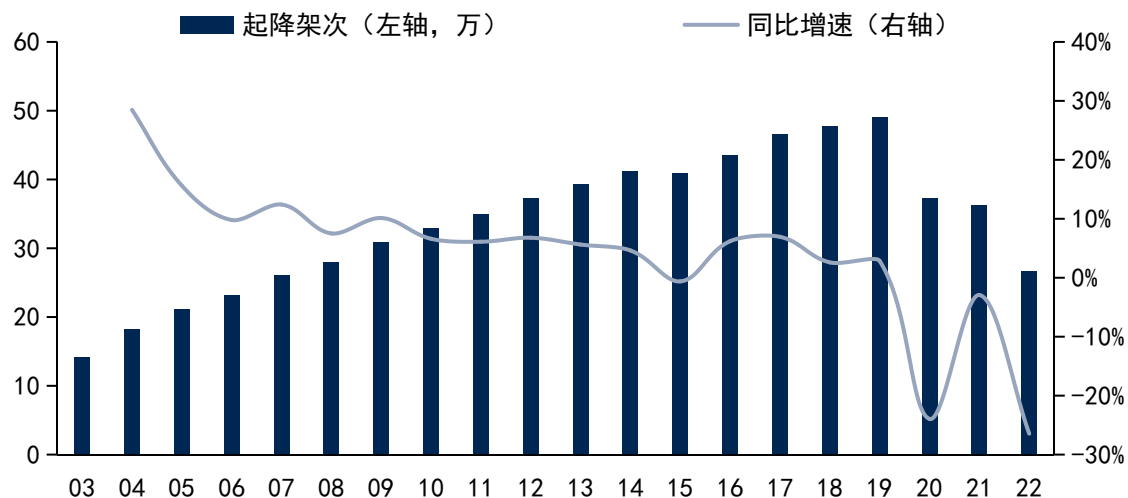
北京首都机场航班起降架次走势



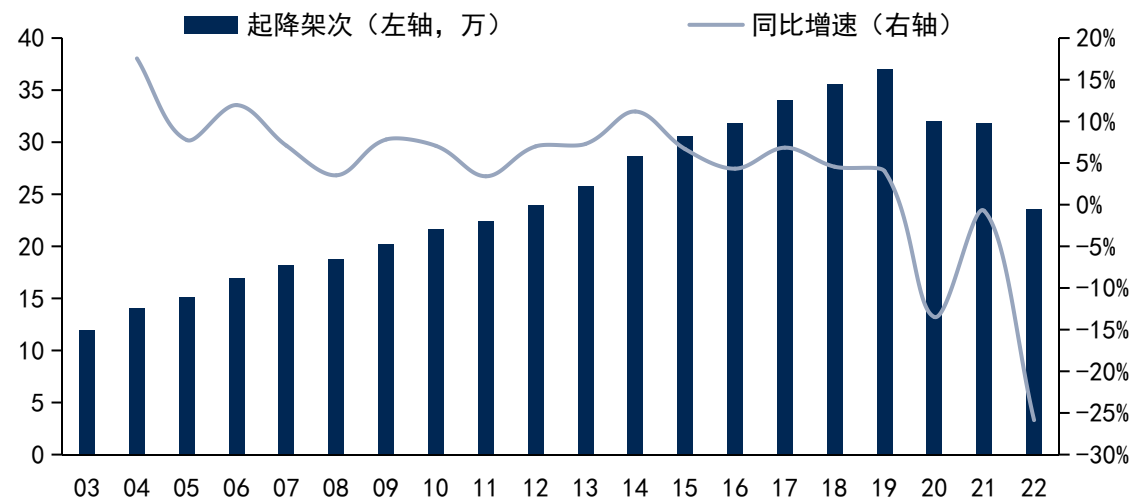
上海浦东航班起降架次走势



广州白云机场航班起降架次走势



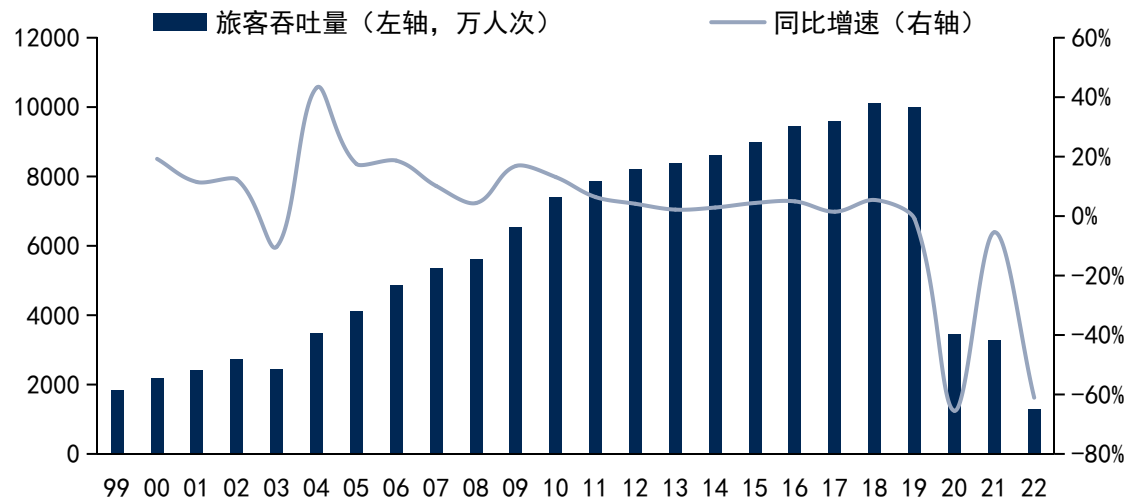
深圳宝安机场航班起降架次走势



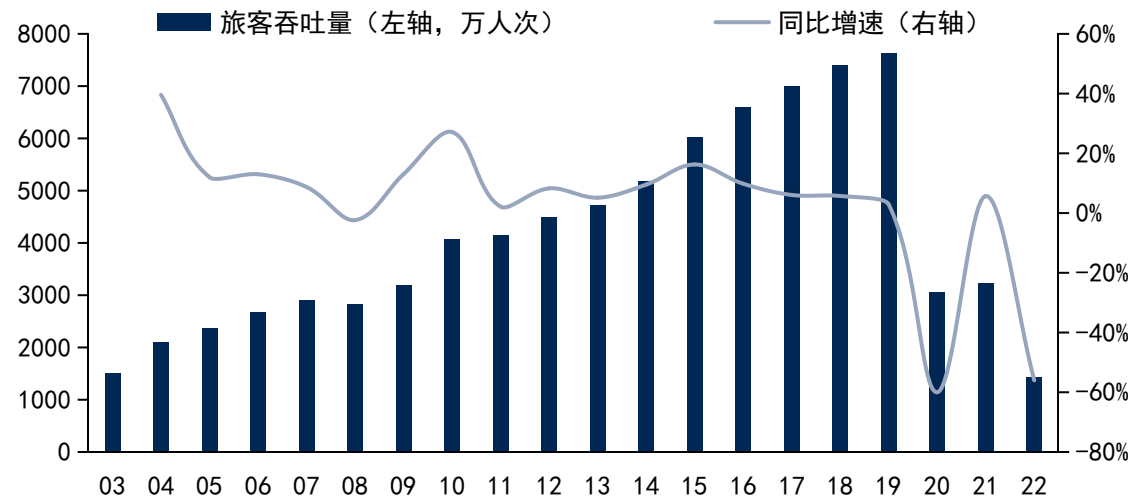
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

1. 机场行业概览——主要上市机场发展情况

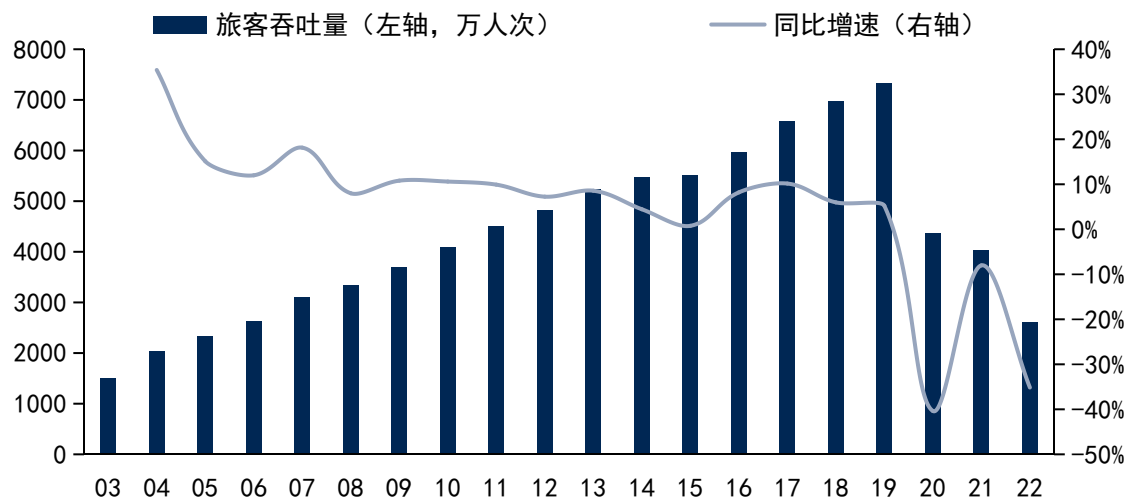
北京首都机场旅客吞吐量走势



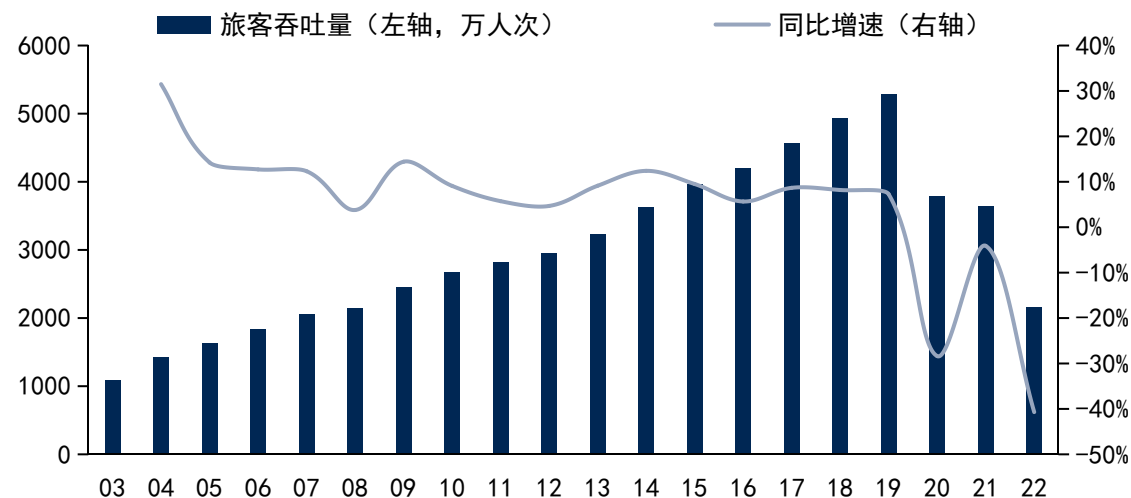
上海浦东机场旅客吞吐量走势



广州白云机场旅客吞吐量走势

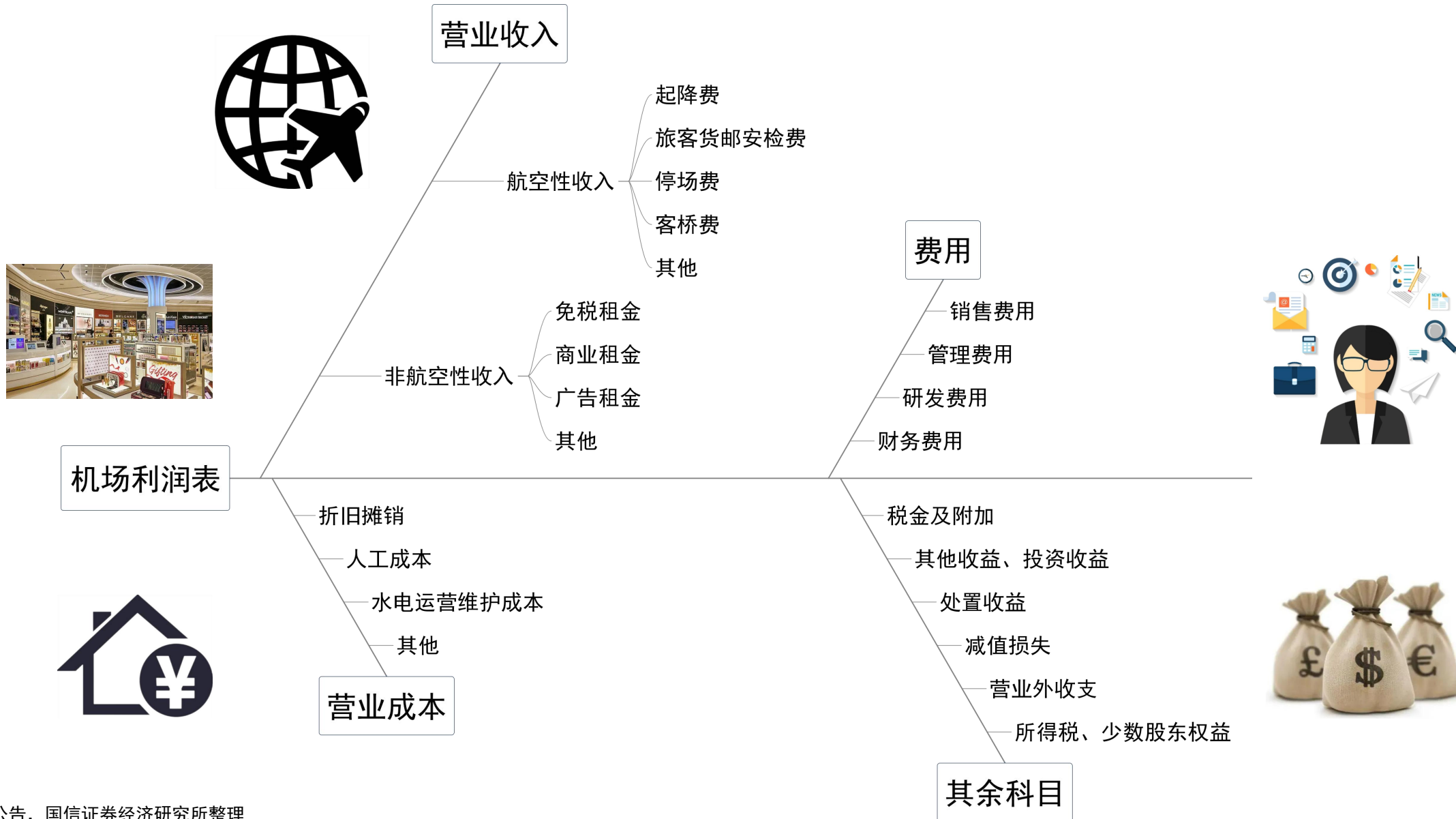


深圳宝安机场旅客吞吐量走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2. 机场利润表分解



2. 机场利润表分解——航空性收入

■ 机场国内航线收费标准

收费科目	分类	一类1级	一类2级	二类	三类
起降费	25吨以下（元/架）	240	250	250	270
	26-50吨（元/架）	650	700	700	800
	51-100吨（元/架）	1200+24*（T-50）	1250+25*（T-50）	1300+26（T-50）	1400+26*（T-50）
	101-200吨（元/架）	2400+25*（T-100）	2500+25*（T-100）	2600+26*（T-100）	2700+26*（T-100）
	200吨以上（元/架）	5000+32*（T-200）	5100+32*（T-200）	5200+33*（T-200）	5300+33*（T-200）
停场费	（元）	2小时内免费，2-6小时，起降费20%；6-24小时25%；24小时以上，每24小时25%不足24小时，按24小时计			
客桥费	单桥（元/架）	1小时200元，后续每0.5小时100元不足0.5小时，按0.5小时计			
	多桥（元/架）	单桥标准倍数计收			
旅客服务费	（元/人）	34	40	42	42
安检费	旅客行李（元/人）	8	9	10	10
	货物邮件（元/吨）	53	60	62	63

■ 机场国际&地区航线收费标准

收费科目	分类	收费标准
起降费	25吨以下（元/架）	2000
	26-50吨（元/架）	2200
	51-100吨（元/架）	2200+40*（T-50）
	101-200吨（元/架）	4200+44*（T-100）
	200吨以上（元/架）	8600+56*（T-200）
停场费	（元）	2小时内免费，后续每停24小时，按起降费15%不足24小时，按24小时计
客桥费	单桥（元/架）	1小时100元，后续每0.5小时100元不足0.5小时，按0.5小时计
	多桥（元/架）	单桥标准倍数计收
旅客服务费	（元/人）	70
安检费	旅客行李（元/人）	12
	货物邮件（元/吨）	70

资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

2. 机场利润表分解——非航空性收入

■ 商业租赁

- 商业租赁一般指国内商业。
- 机场航站楼汇聚客流，在机场海关内提供场地供品牌商租赁使用服务旅客，收取租金。
- 商业租赁业务为机场贡献业绩的方式为：固定租金+保底租金+提成，其中固定租金收费标准较低，保底租金及提成按照品牌商于机场的实际销售额计算。

■ 免税租金

- 机场海关外设置口岸免税店。
- 机场国际线旅客经济实力更强，国家吸引消费回流，中免最大做强，机场免税持续发展。
- 免税业务为机场贡献业绩的方式为：保底租金+提成，2017年免税合同特征为高保底+高提成，疫情期间2020-2022年免税补充协议各有差异。

■ 广告业务

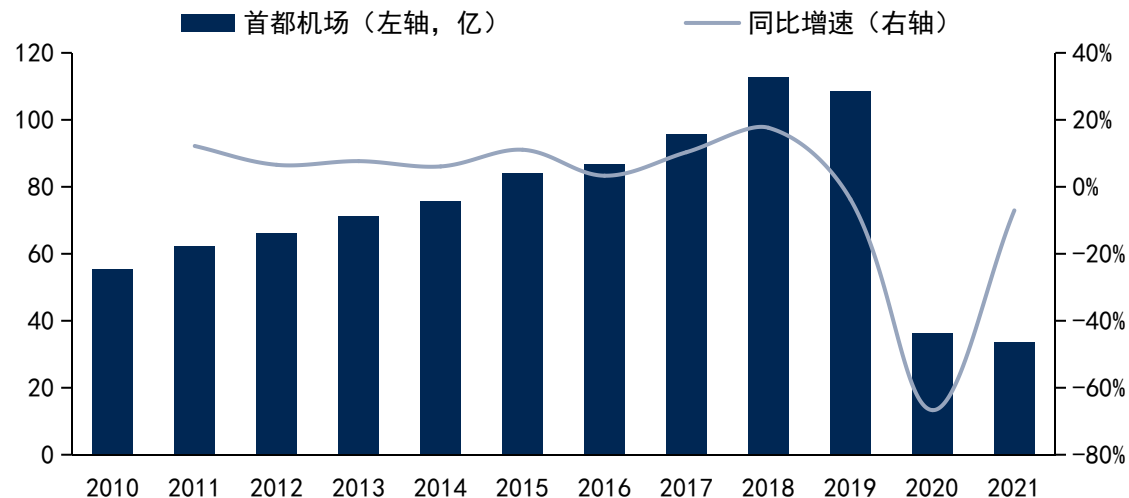
- 机场航站楼内设置众多广告阵地。
- 机场航站楼汇聚客流，机场向广告运营商出租广告阵地，收取租金。
- 广告业务为机场贡献业绩的方式为：成立合资公司获取投资收益，或采用保底租金+提成的形式收取租金。

■ 非航收入的意义

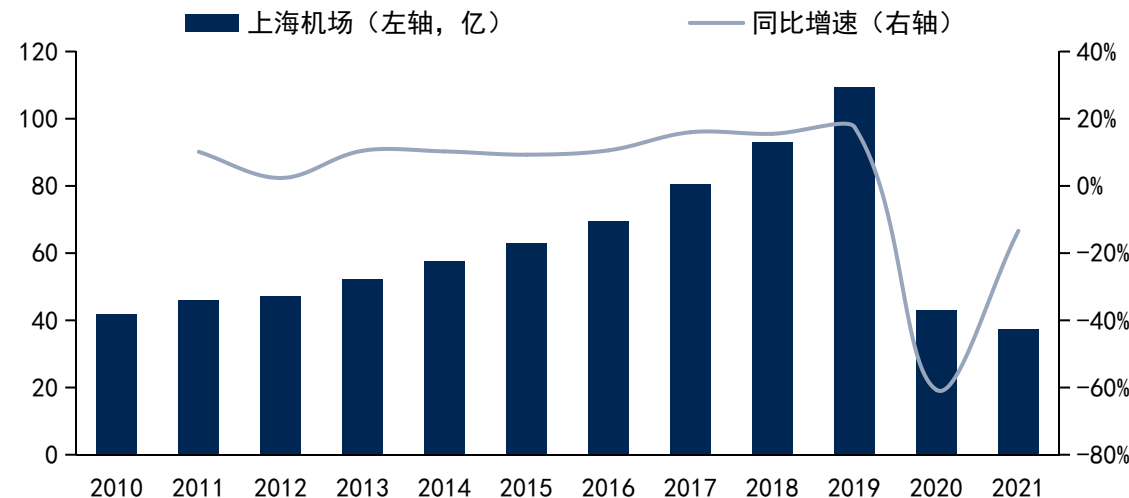
- 非航收入在枢纽机场的营收占比过半。
- 枢纽机场盈利几乎全部由非航收入贡献。
- 非航收入发展是未来枢纽机场超越产能周期的核心推动力。
- 继续看好机场非航业务的价值挖掘。

2. 机场利润表分解——各机场营收及同比增速

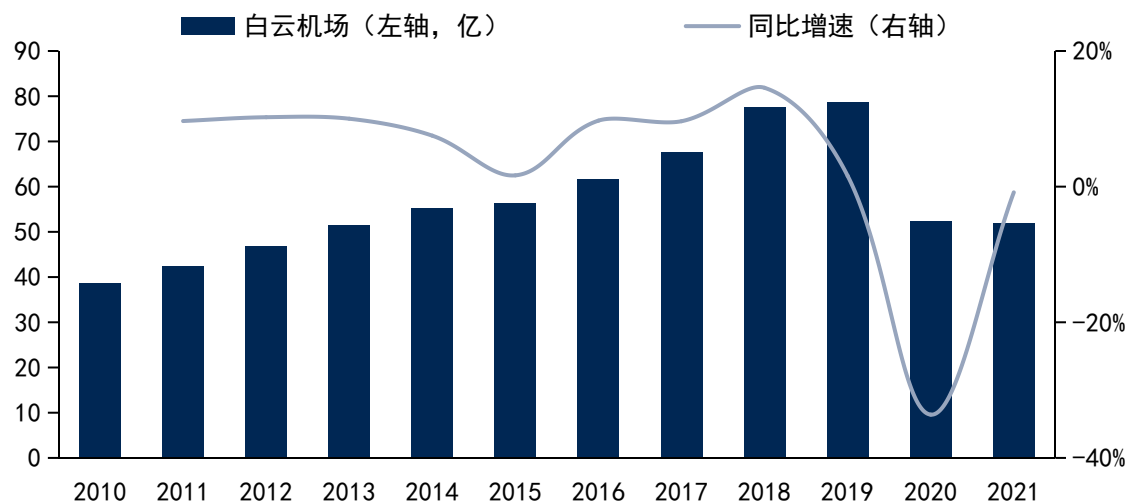
北京首都机场收入及增速



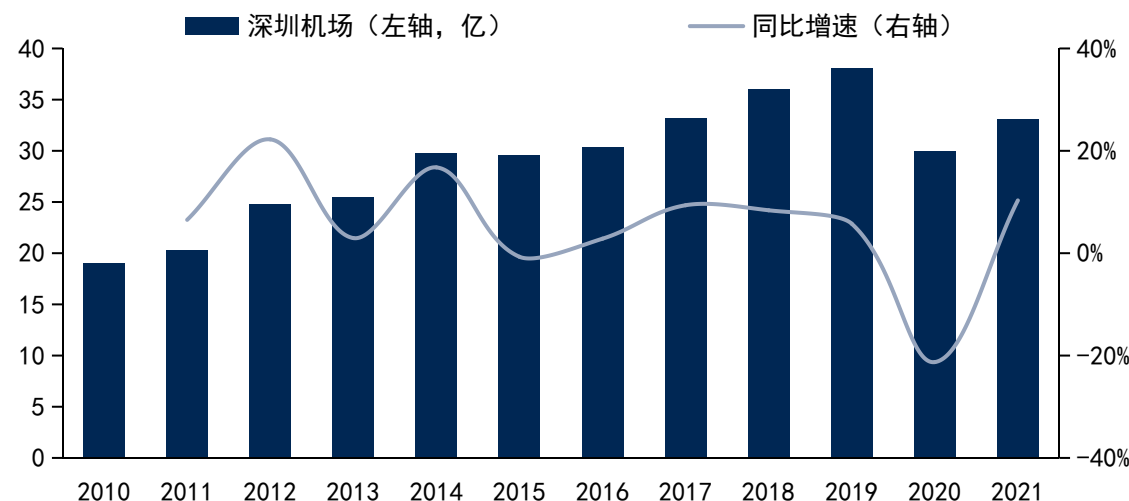
上海浦东机场收入及增速



广州白云机场收入及增速



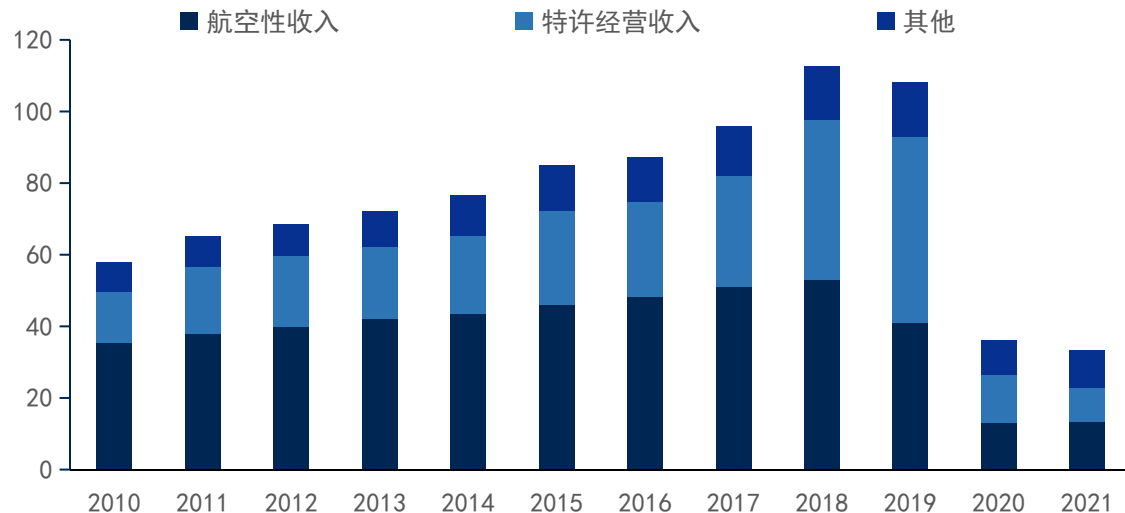
深圳宝安机场收入及增速



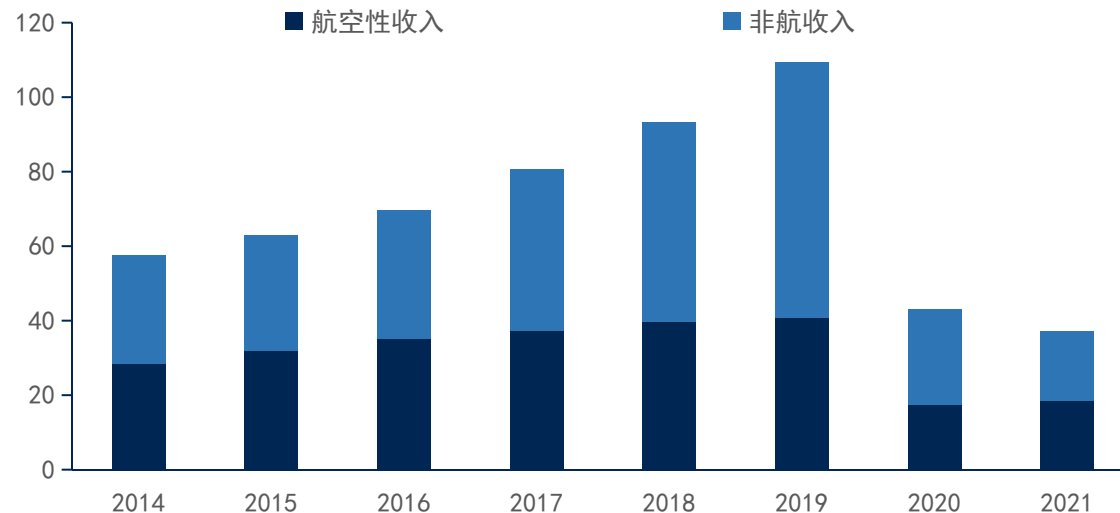
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2. 机场利润表分解——各机场收入结构

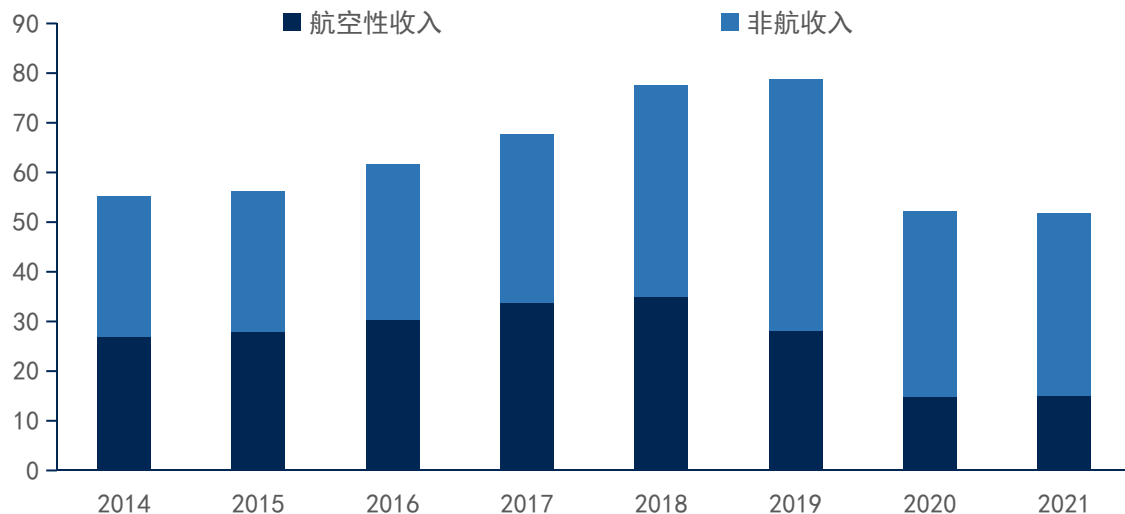
北京首都机场收入结构（亿）



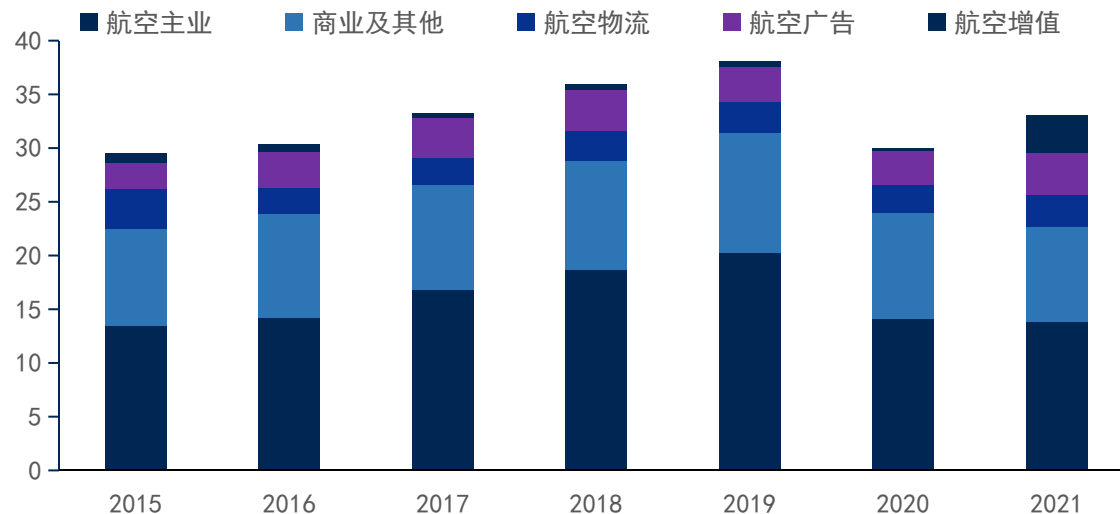
上海浦东机场收入结构（亿）



广州白云机场收入结构（亿）



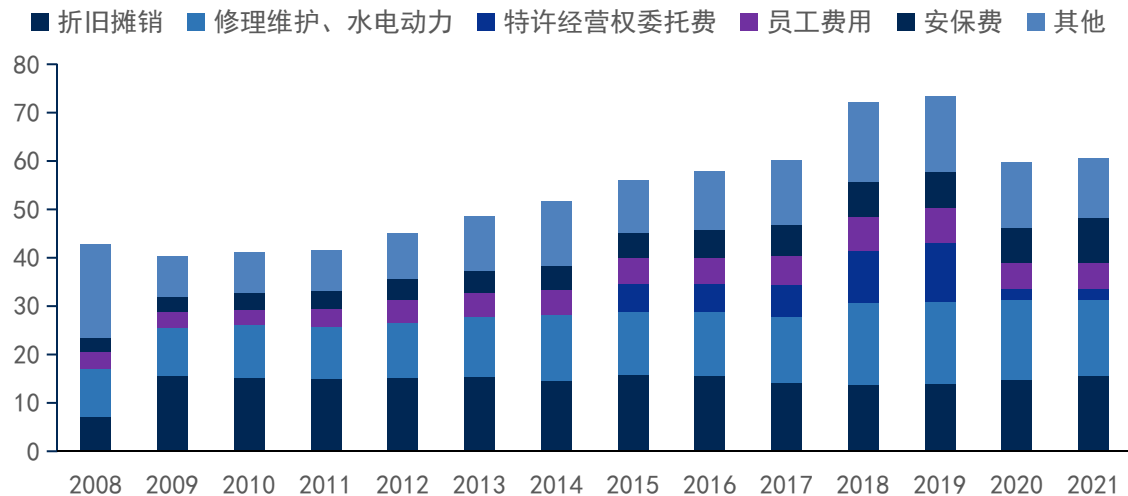
深圳宝安机场收入结构（亿）



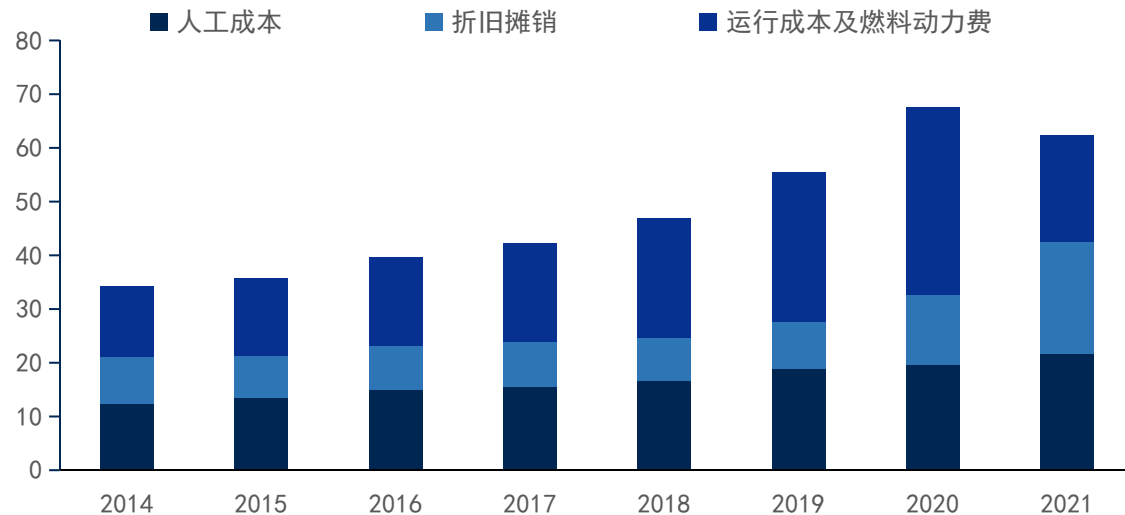
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 机场利润表分解——各机场成本结构

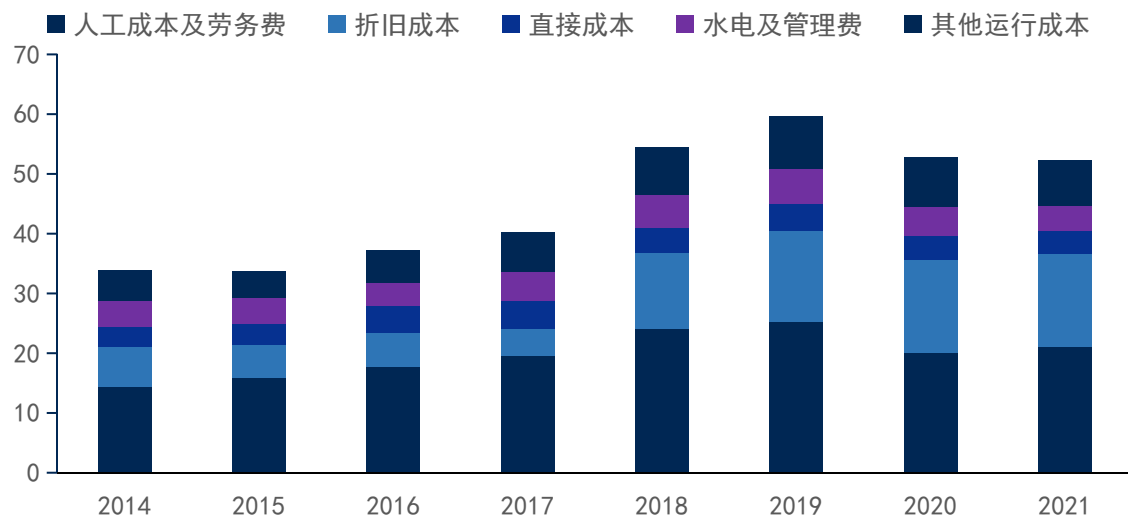
北京首都机场成本结构（亿）



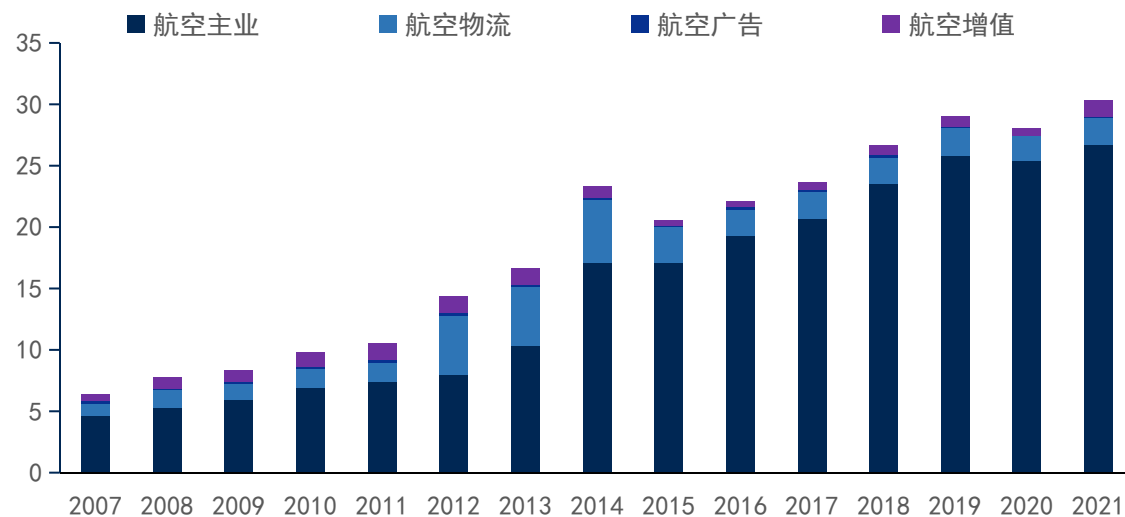
上海浦东机场成本结构（亿）



广州白云机场成本结构（亿）

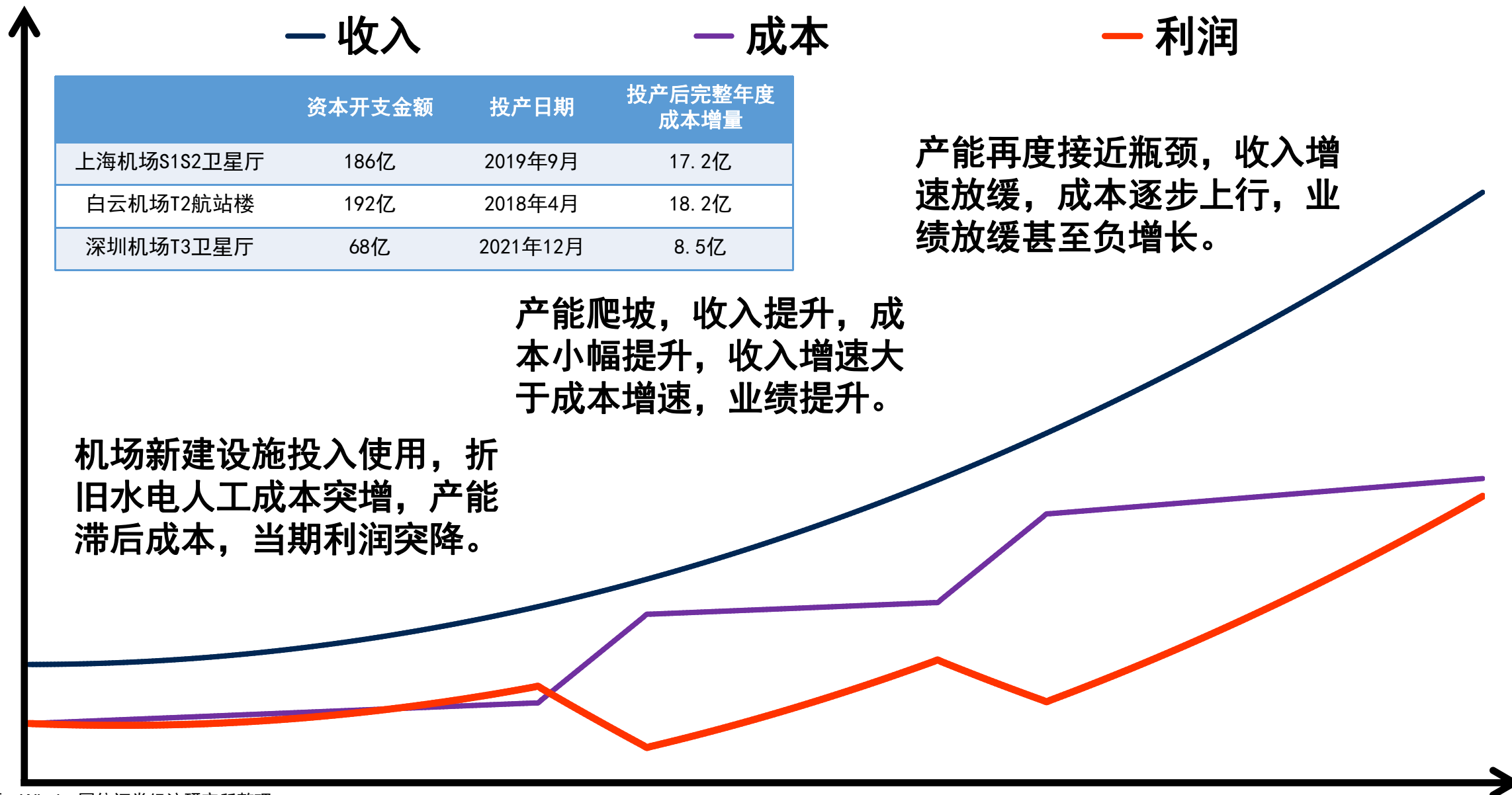


深圳宝安机场成本结构（亿）



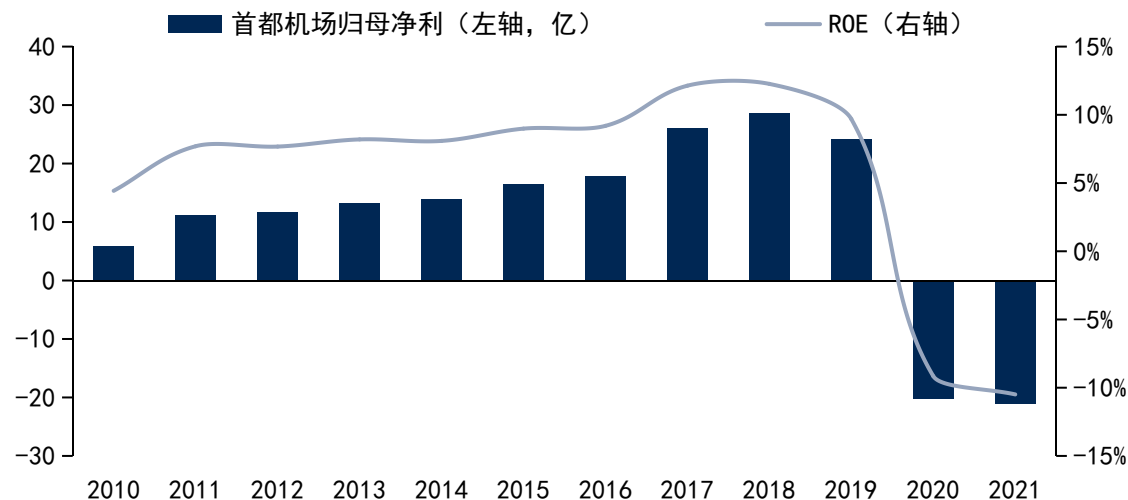
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2. 机场利润表分解——机场航空主业存在典型的产能周期

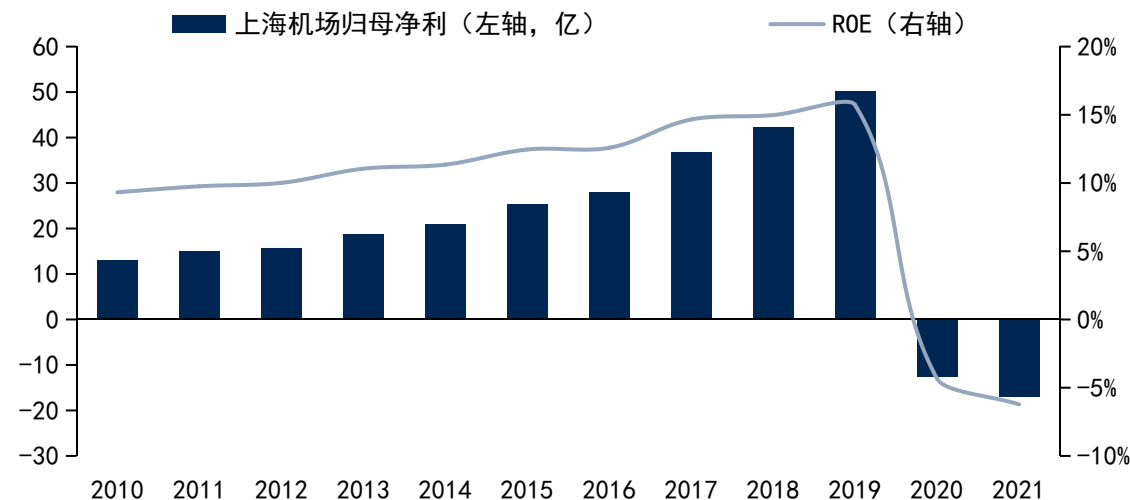


2. 机场利润表分解——各机场利润情况

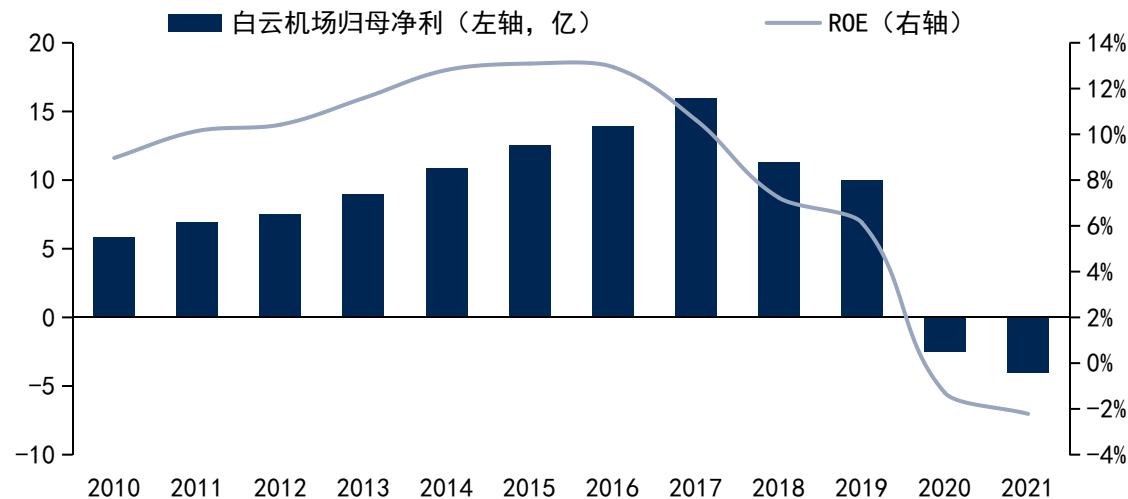
■ 北京首都机场归母净利及ROE



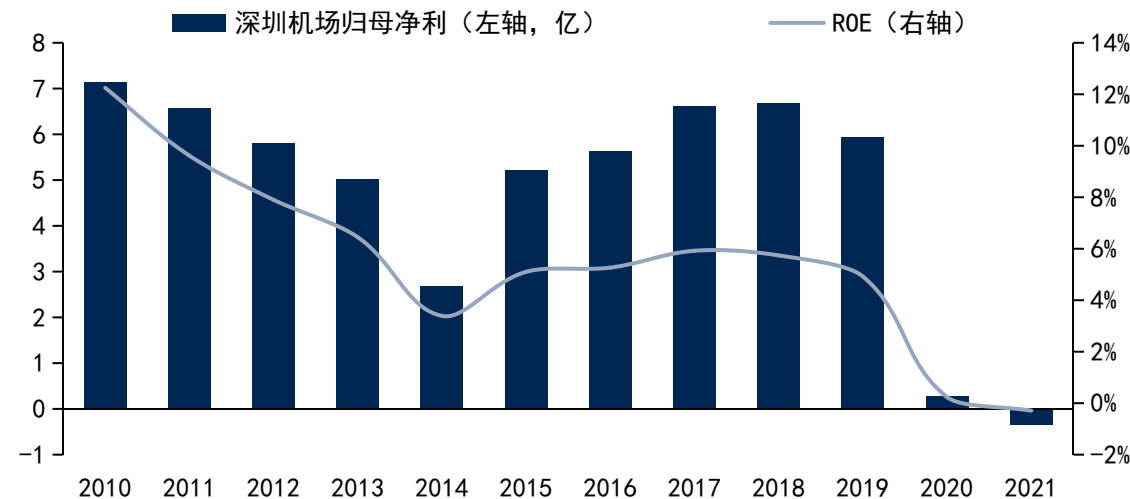
■ 上海浦东机场归母净利及ROE



■ 广州白云机场归母净利及ROE



■ 深圳宝安机场归母净利及ROE



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 机场未来展望——基建发力，主业保障能力持续提升

■ 主要机场运营资产情况及未来业务量目标

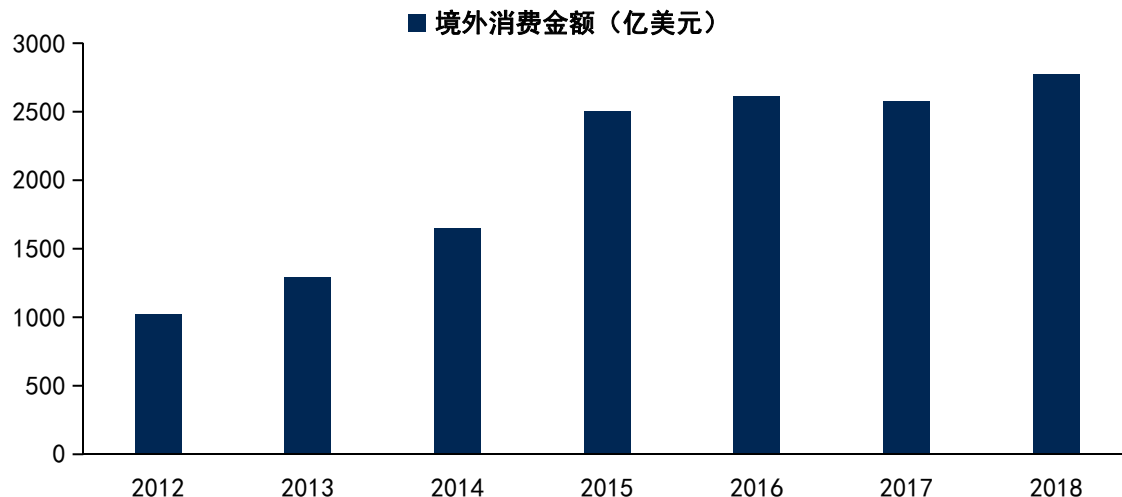
	航站楼	跑道	2019年旅客吞吐量	未来预期
首都机场	T1、T2、T3	三条跑道	10001万	2025年恢复至8200万
上海机场	浦东机场T1、T2、S1、S2 虹桥机场T1、T2	浦东机场四条跑道 虹桥机场两条跑道	浦东7615万、虹桥4564万	2025年虹浦两场 1.6亿人次
白云机场	T1、T2	三条跑道	7338万	2025年目标1亿人次
深圳机场	T3、T3卫星厅	两条跑道	5293万	2025年目标7000万人次

■ 主要机场未来扩建计划

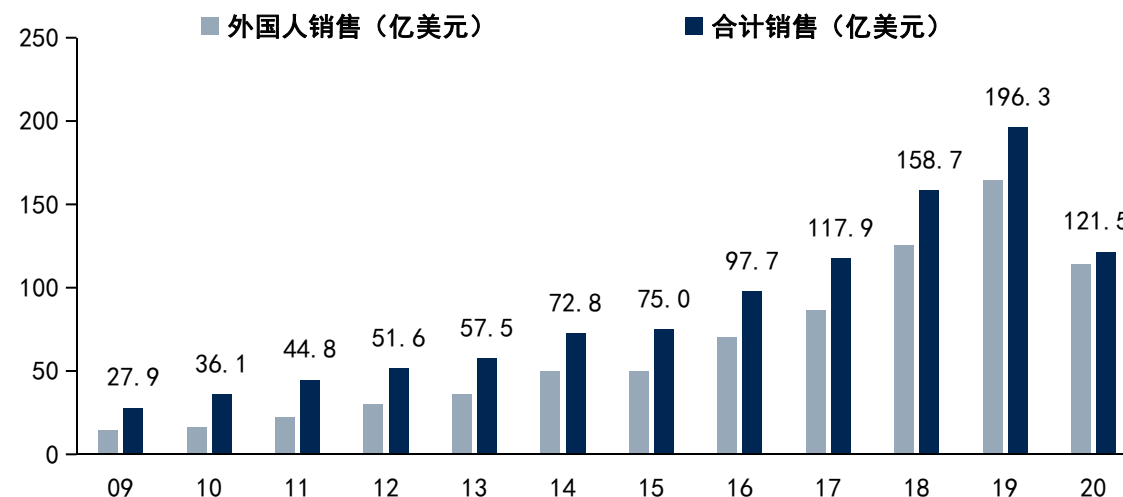
	航站楼	跑道	规划建成日期	预计资本开支
首都机场	改造T1、T2、T3航站楼	规划建设第四跑道		400亿
上海机场	建设T3航站楼		2025年	近1000亿
白云机场	建设T3航站楼		2025年	537.7亿
深圳机场	规划建设T4航站楼	建设第三跑道	2025年	123.3亿

3. 机场未来展望——看好机场免税销售额持续增长

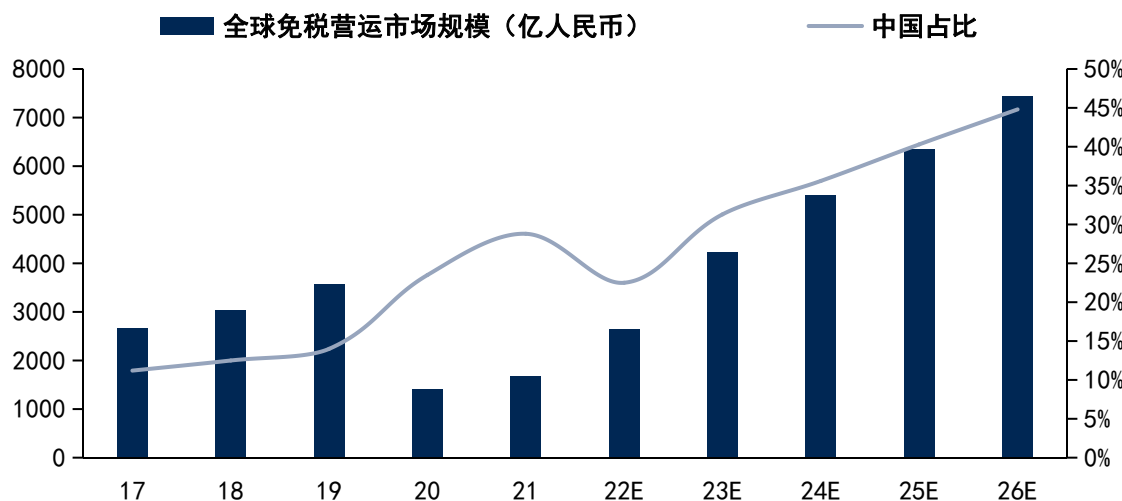
■ 疫情前我国居民海外消费规模庞大



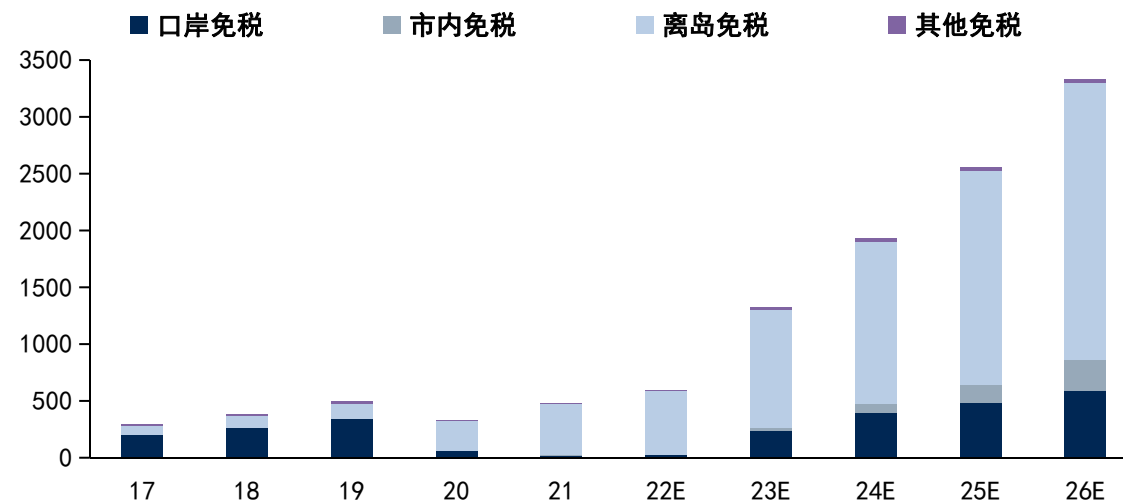
■ 我国公民在韩国购买大量免税品



■ 全球免税市场快速增长，中国占比提升



■ 口岸免税店仍有较大发展空间



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 机场未来展望——免税业态保底及提成变化可能存在不确定性

■ 海南免税壮大后，机场免税运营商的不可能三角或已出现



免税品价格优势



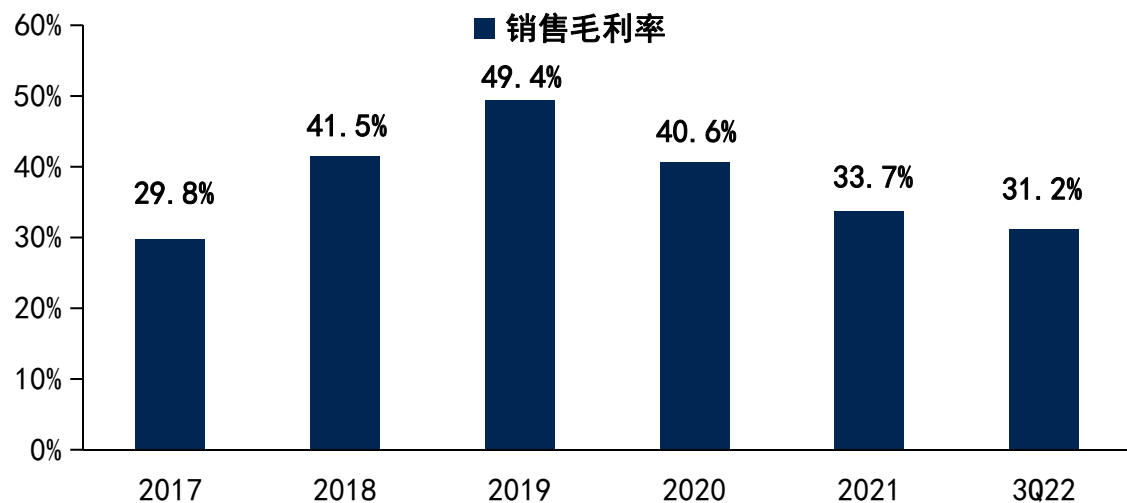
支付高比例提成



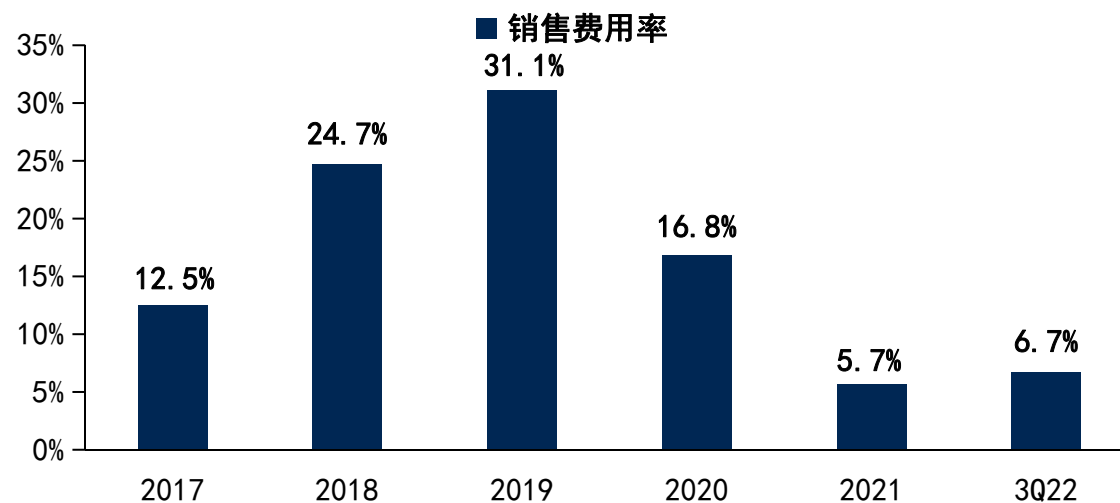
获取合理利润率



■ 海南免税快速发展，中免毛利润率下降



■ 机场免税租金支付降低，中免费用率下降



3. 机场未来展望——疫情期间各机场修改免税合约

■ 疫情前枢纽机场招标结果体现为高保底+高提成

免税招标	保底租金	提成率
上海两场	7年410亿	综合提成率42.5%（烟酒、香化45%，精品25%）
北京首都T2	首年保底8.3亿	47.50%
北京首都T3	首年保底22亿	44%
北京大兴	首年保底6.46亿	烟酒49%，香化46%，精品20%
广州白云T1进境	首年保底2.83亿	42%
广州白云T2进境	首年保底4.24亿	42%
广州白云T2出境	首年保底1.38亿	35%

■ 疫情前政策出台，疫情期间枢纽机场存量合同重谈，二线机场免税签约，形势发生变化

- 2018年6月，国家出台《口岸进境免税店管理暂行办法补充规定》，进境免税店租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。
- 2019年5月国家出台《口岸出境免税店管理暂行办法》，出境免税店招标租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。
- 疫情期间，三大枢纽机场均签订免税合约补充条款，均未能收取保底租金，其中上海机场设置封顶租金，白云机场保留高提成。
- 疫情期间，部分机场如深圳机场、杭州机场、郑州机场免税合同新签或重签，基本执行了前述口岸免税店管理办法的要求，提成率一般在20-30%之间，并未重现2017-2018年动辄40%以上的提成比例。

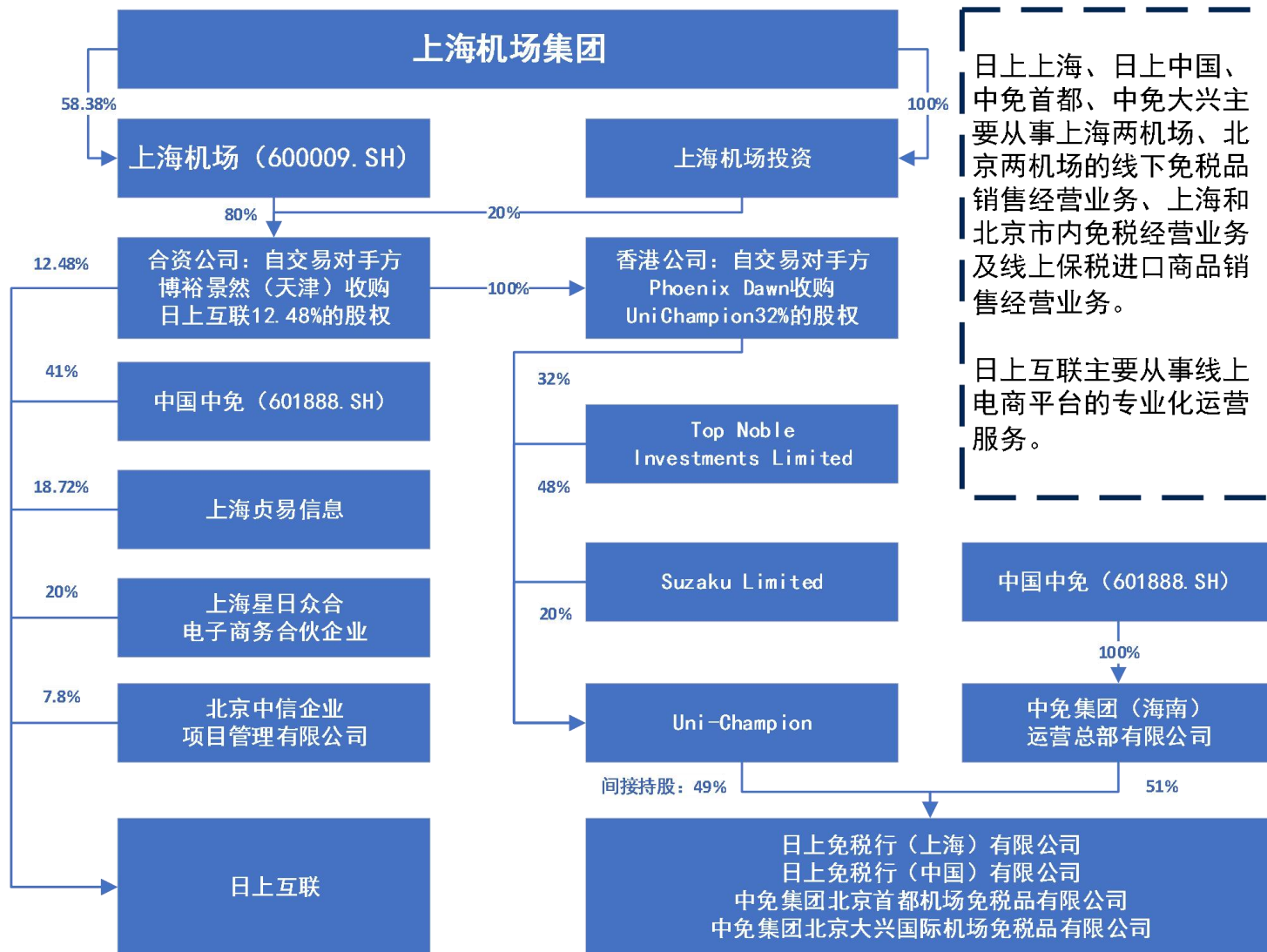
3. 机场未来展望——机场仍有多种方式参与免税发展浪潮

⑧ 上海机场拟与大股东上海机场集团成立合资公司收购日上部分股权。

⑧ 未来可同时切入北京、上海地区口岸免税、市内免税、线上直邮业务。

⑧ 如未来扣点高，则机场收取的租金收入高，如扣点向下有所调整，则投资收益更高。

⑧ 未来上海机场和中免于日上免税行有股权绑定，在拓展免税新业态方面打开想象空间。



日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴主要从事上海两机场、北京两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。

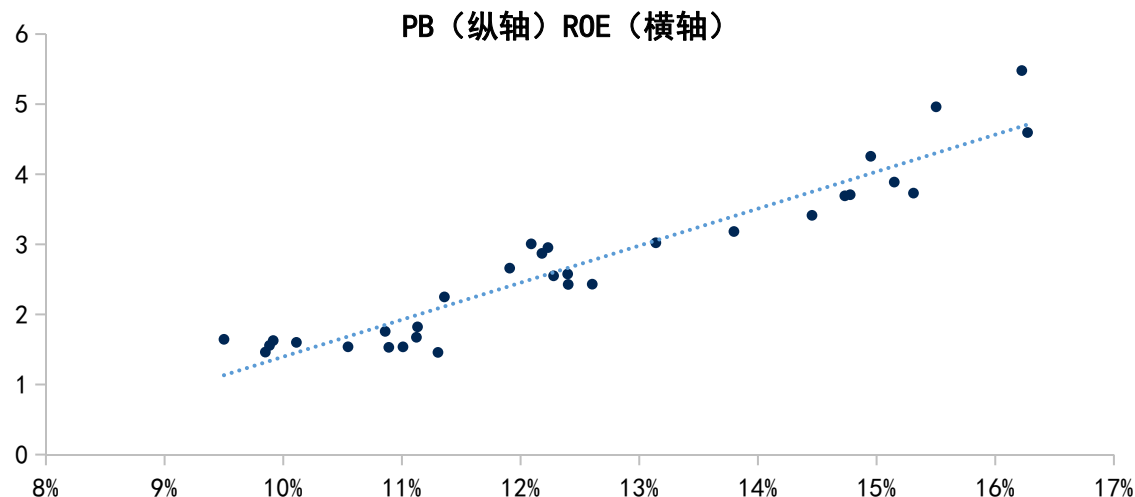
日上互联主要从事线上电商平台的专业化运营服务。

4. 盈利预测及估值分析

■ 上市机场盈利预测

归母净利润（亿元）	2022E	2023E	2024E	2025E
上海机场	-29.15	28.40	50.31	77.86
白云机场	-11.09	1.53	15.08	25.66
深圳机场	-11.28	0.21	4.84	7.66
PE	2022E	2023E	2024E	2025E
上海机场	-48.2	49.5	27.9	18.0
白云机场	-34.2	248.1	25.2	14.8
深圳机场	-13.5	723.6	31.4	19.8

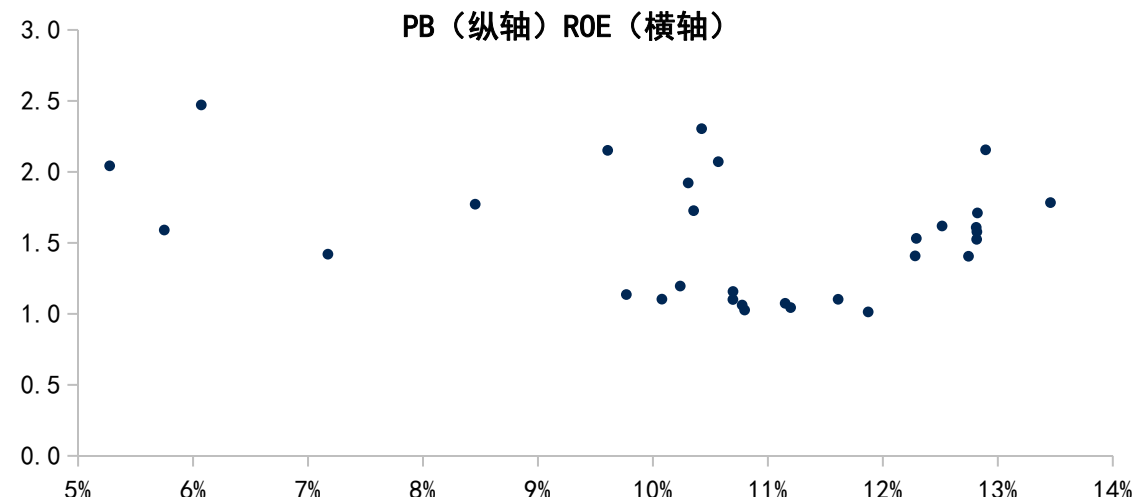
■ 上海机场12-19年季度滚动ROE与季度平均PB



■ 枢纽机场PB估值



■ 白云机场12-19年季度滚动ROE与季度平均PB



4. 投资建议

01 国际航线逐步修复拉动业绩复苏

- 航空主业收入，国际线收费标准是国内线二倍，随着我国防疫政策优化，对外人员往来有序恢复，枢纽机场航空主业收入将逐步修复。
- 免税业务依托国际客流，随着国际客流逐步恢复，机场免税收入有望持续回升，且强势的国际客流可为枢纽机场在免税合同谈判带来更强的议价权。

03 投资建议

- 随着国际航线业务量有序复苏，枢纽机场业绩将持续回升。
- 枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业股向消费股的切换，未来也很难逆转。
- 当前上海机场、白云机场、深圳机场的PB估值水平分别为3.55X、2.15X、1.42X左右，仍具备向上修复空间。
- 看好枢纽机场的长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

02 继续看好枢纽机场客流价值变现

- 看好海外消费回流趋势下枢纽机场免税销售持续增长。
- 枢纽机场作为高净值旅客流量入口的地位并未改变，尽管未来机场免税扣点率是否能维持高位尚存不确定性，但我们认为量的逻辑大于扣点，随着居民消费能力的不断提高，枢纽机场获取的租金仍将持续提升。
- 机场商业、广告等业务随着客流恢复也将贡献营收，利好枢纽机场业绩修复，价值回归。

- 一、宏观经济下滑。居民出行意愿与消费能力与宏观经济走势相关度较高，如经济下滑，民航客流及免税商业销售可能不及预期，拖累业绩表现。
- 二、免税发展不及预期。枢纽机场当前业绩驱动核心力量为免税商业租金，如免税销售额或未来扣点率谈判不及预期，可能导致租金收入不及预期，不利于业绩表现。
- 三、国际客流恢复速度不及预期。当前市场预期2024年国际客流基本恢复至2019年同期水平，如客流恢复速度不及预期，则枢纽机场业绩兑现时间或将推后。
- 四、重大资本开支。如未来机场资本开支金额过高，可能导致资本开支转固后相关成本提升幅度较大，不利于业绩表现。
- 五、疫情反复。过去三年疫情扰动机场客流表现，如疫情反复，客流复苏可能一波三折，不利于机场业绩表现。

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032