

证券研究报告
交通运输行业深度
2020年6月18日

上海机场的广告&有税业务的空间到底有多大？

首席分析师：许可 执业证书编号：S1220518090001

联系人：李然

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

核心观点：上海机场广告和有税收入仍有至少一倍空间



- **广告：**横向对比大型国际机场中广告给机场公司带来的税前利润，其间差异并不明显，大致在2-5亿元之间分布。广告收入取决于千人曝光成本(Cost Per Thousand Impression)，抖音广告CPM25元，今日头条app15~17元，电影院CPM在2000/3(人均看三次广告)≈666元左右，属于较高水平。上海机场广告CPM已经达到20,000/10(人均看10次广告)=2,000元，已经属于顶级流量，CPM提升空间不大，未来的空间主要看可容纳旅客量。考虑到上海机场未来旅客量上限有1.2-1.3亿，如果机场广告公司股权结构不发生显著变化，中性预测上海机场年广告贡献税前利润可以从4.96亿元上涨至7.50亿元。

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2025(中性)
广告贡献税前利润	3.35	3.41	3.36	3.5	3.8	4.35	4.96	7.50
广告贡献税前归母净利润	1.85	1.88	1.85	1.93	2.08	2.36	2.67	4.83
单位旅客贡献广告税前利润(元)	7.10	6.60	5.60	5.30	5.43	5.88	6.51	6.5
旅客吞吐量(百万人次)	4718.99	5165.20	6005.33	6600.22	7000.13	7400.65	7614.80	11541.86
广告贡献税前利润规模空间								51.21%

注：标黄归母净利润是假设德高交纳租赁费的比例保持不变。（与2020关联交易公告中披露的广告阵地租赁费(2.86亿元)保持一致)

- **有税：**上海机场有税收入水平与其他大型国际机场相比仍有一定差异。这是一个长变量，较难出现爆发式提升，有税收入增速略高于旅客量和有税面积增长。有税租金水平取决于品牌商，百货餐饮产品差异较小，机场间单位旅客收入水平较难拉开数量级差异。随着人均可支配收入提升，中性预期上海机场2025年有税收入规模仍有一至两倍增长空间。

面积单位：万平方米	总商业面积	免税面积	有税面积	旅客吞吐量(百万人次)	有税贡献税前利润
上海机场(远期)	9.4	2.6	6.8	11,541.86	10亿 -16.22亿
T1+T2航站楼	3.8	0.8	3		
S1+S2卫星厅	2.8	0.9	1.9		
T3航站楼(仍在征集方案)	2.8	0.9	1.9		

新闻稿表述，目前规划方案中T3航站楼规模大于T1、T2的总和。因此假设跟卫星厅一个规模

风险提示：疫情持续时间超预期；保底租金减免超预期；重大政策风险；文中部分推算数据存在不确定性

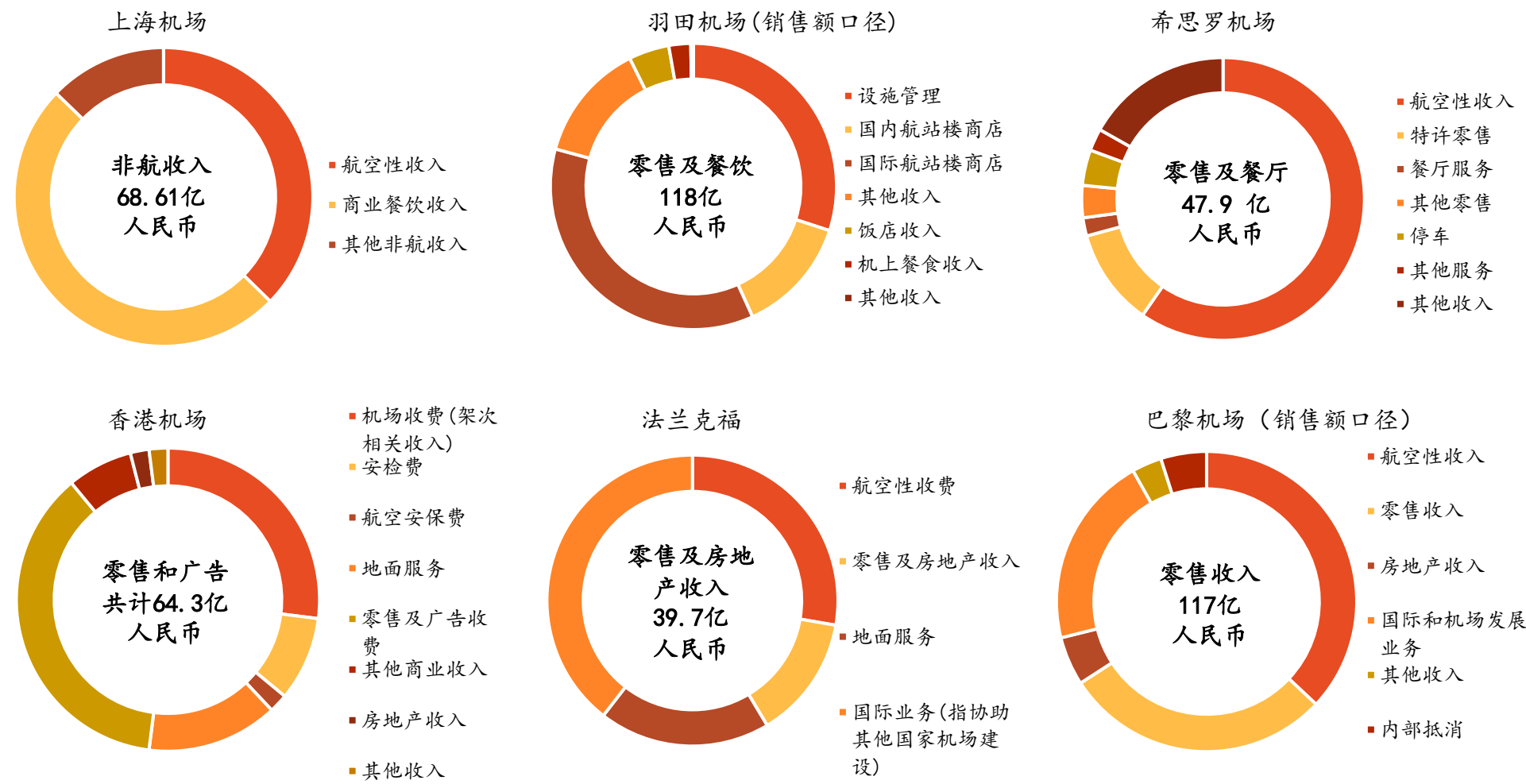
一、研究有税及广告业务的意义	4
对标国际机场，中国机场的有税及广告业务还有提升空间	5
提前研究，把握下次机场业绩爆发的机会	6
二、机场广告收入	7
机场是广告运营商主要投放渠道之一，合作模式有两种	8
一线机场广告提成比例为运营商销售额70%	12
国际机场广告收入分布在2-5亿元之间	13
预计2025年上海机场广告税前利润7.5亿元	18
三、机场有税收入	19
机场有税商业模式主要分四类	20
国际机场有税收入主要跟旅客消费能力挂钩	21
预计2025年上海机场有税收入10-16亿元	31

一、研究有税及广告的意义

- ① 简单对标海外，我国机场有税、广告收入还有提升空间
- ② 提前研究，把握下一次机场业绩爆发的机会

- 研究不可简单对标，但是海外机场与我国机场存在的差异点值得仔细探索，在差异中寻找未来可能趋同的方向。
- 简单比较金额。羽田和巴黎机场因为商业模式的不同，零售餐饮收入不可直接对标。香港机场仅零售广告收入就近乎等于上海机场全非航收入，希斯罗机场零售及餐厅收入接近50亿元，这是在免税业务发展非航一般的情况下取得的。
- 目前上海机场的非航收入虽说总额特别高，但是免税收入，尤其是香化免税品收入占比极高，结构不均衡。粗略对标香港和希斯罗来看，有税和广告业务的比重有望进一步提升。

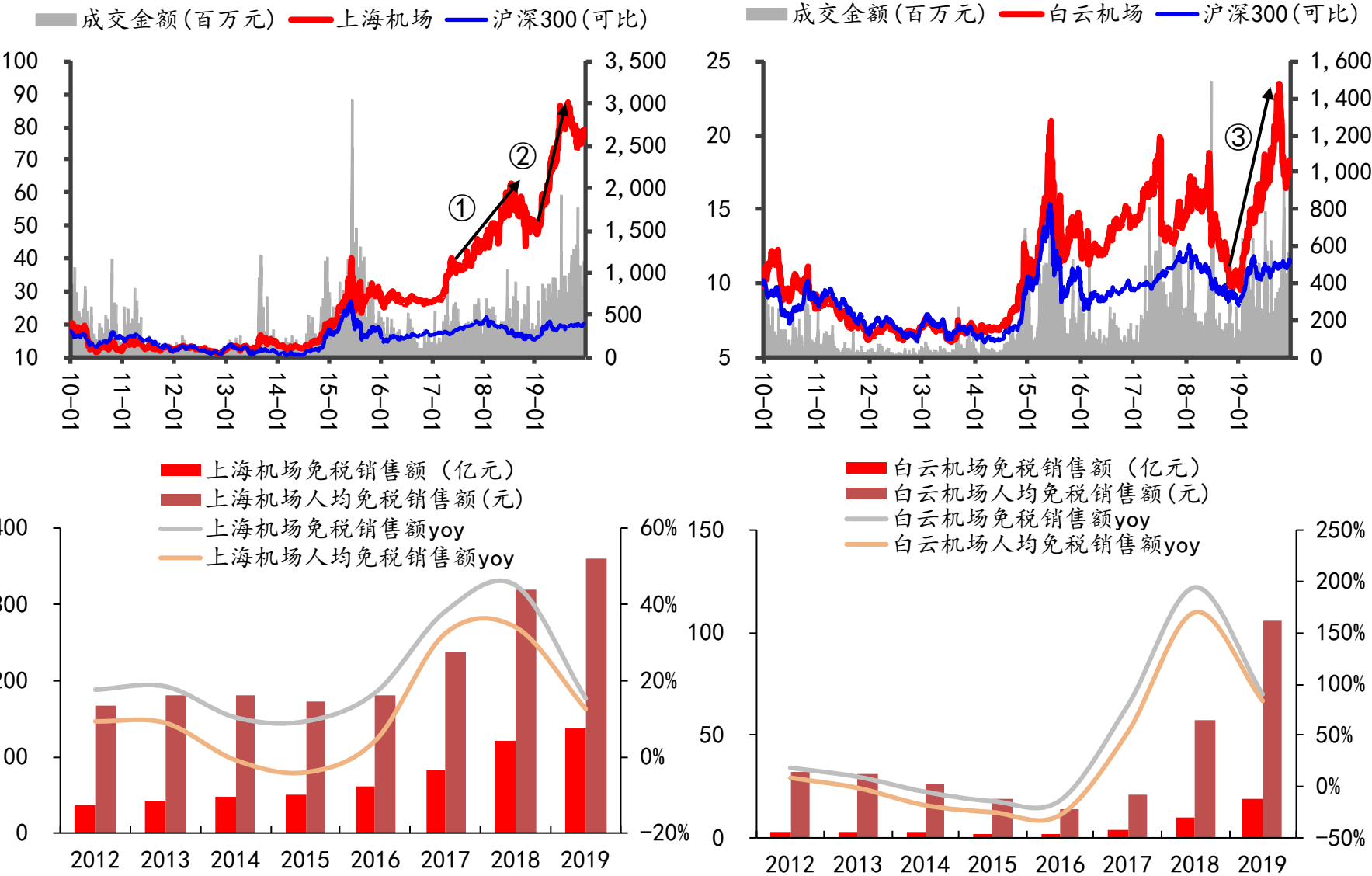
图表1：各大型国际机场收入拆分明细



1.2 提前研究，把握下一次机场业绩爆发的机会

图表2：上海机场和白云机场股价暴涨同步于免税业绩开始释放

- 上海机场从2016年末至2019年8月23日高点，累计涨幅235.47%，3年年化涨幅超过50%。
- 白云机场从2019年年初至2019年10月10日，累计涨幅149.37%。
- 这三次上涨幅度呈现出涨幅斜率越来越高的特点。说明市场对机场免税逻辑接受度在变高，行情演绎的速度在加快。
- 免税达成较一致共识后，同为高毛利非航业务的有税和广告，其业务空间还有多大？能否帮助机场走出二次曲线？



二、机场广告收入

- ① 机场与其它渠道广告的对比
- ② 机场广告商业模式
- ③ 国际机场广告收入对比
- ④ 上海机场未来广告收入空间初步估计

2.1 机场是广告运营商主要投放渠道之一

- 德高集团是全球收入规模第一的广告运营商，机场广告收入是其营收端重要组成部分，占比约20%。
- 德高集团一共三项业务(Street Furniture ; Transport ; Billborad)：
 - ① Street Furniture指在公交站台、公共厕所、路灯牌等等公共区域的广告。主要在市中心和交通繁忙的地方投放这类广告，签约合同的另一方是当地的政府机关。一般合同会签的比较久，例如10-30年；
 - ② Transport分为三部分，机场广告、轨道交通车站广告、其他业务(印刷海报、销售非广告产品和电影院广告)，收入占比分别48%、40.7%、11.3%。机场广告签约期同样较久，时间为10-15年。
 - ③ Billborad指商业区大楼或者办公大楼上面大面积广告，主要集中在欧洲。
- 机场广告收入增速快过其他业务，10年近似翻倍。相较机场广告，Street Furniture和Billborad因签约方是当地政府和商户，所以地域性明显，再加上签约时间较长，偏向超长期合作。因而不容易进行区域扩张。

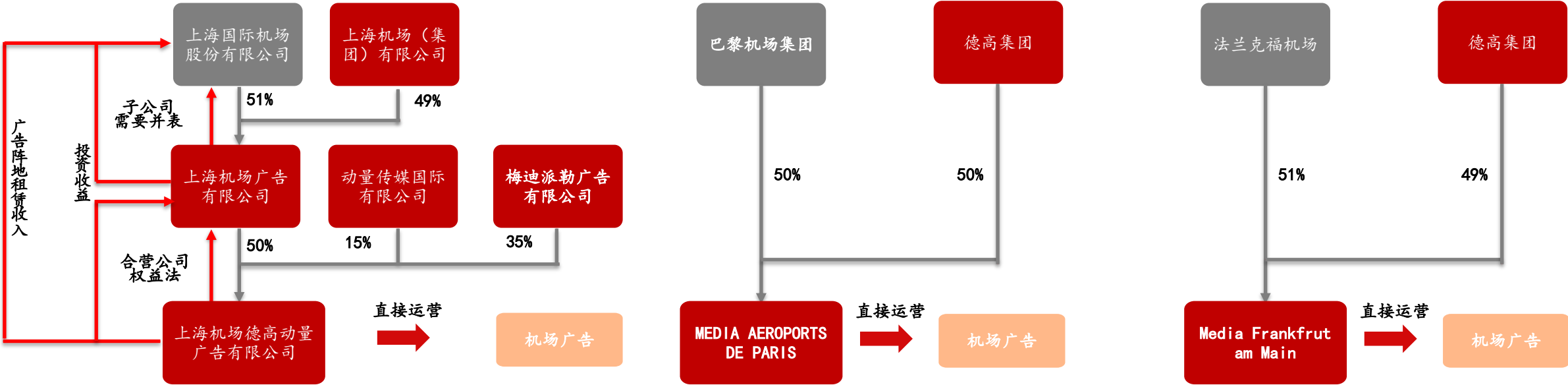
图表3：德高集团2018年能从机场中赚取的广告销售额是56.94亿元(211家机场，平均一个2699万元)

单位：亿元人民币		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Revenue by Segment	Street furniture	111.27	102.73	91.56	93.60	96.91	97.80	89.87	90.06	102.06	118.85	125.03	124.15
	Transport	61.26	60.76	57.78	63.45	71.91	84.54	76.46	76.16	99.22	107.15	110.26	118.63
	Airport	30.63	30.56	29.70	29.06	33.65	39.31	35.55	35.34	43.46	47.68	51.60	56.94
	Billborad	52.25	45.99	38.70	34.71	33.64	36.66	35.46	32.39	33.52	38.64	39.93	40.19
Operating Margins	Street furniture	39.03%	37.33%	31.90%	32.77%	32.82%	32.01%	32.80%	31.98%	31.67%	26.61%	26.48%	24.25%
	Transport	10.80%	13.04%	9.84%	14.84%	15.99%	16.85%	16.79%	16.29%	14.87%	13.25%	12.70%	13.82%
	Billborad	17.56%	14.91%	9.62%	15.07%	13.51%	12.92%	13.27%	10.09%	11.38%	11.93%	10.97%	11.75%

2.2 机场广告运营以特许经营为主，设立合资为辅

- 全球范围内有211家机场的广告业务是与德高集团合作，合作方式有两种：① 机场将广告业务交予德高集团特许经营；② 机场与德高集团成立合营公司共同经营。目前更多数机场采用第一种方式，采用第二种方式的主要机场只有三家：法兰克福机场、上海机场、巴黎机场(现在已经并表，作为子公司来看待)。
- 特许经营典型代表有：香港机场和白云机场。区别在：香港机场的广告合同是高广告收入分成+小额保底；而白云机场的广告合同是大额保底+小额超额分成。
- 合营经营典型代表有：法兰克福、上海机场、巴黎机场(深圳机场目前也是这种，只不过合营方是上海雅仕维)。

图表4：目前设立合资广告公司的机场只有上海机场、法兰克福和巴黎机场三家，比例均是5：5



2.2 机场广告收入一般等于机场广告销售额提成70%

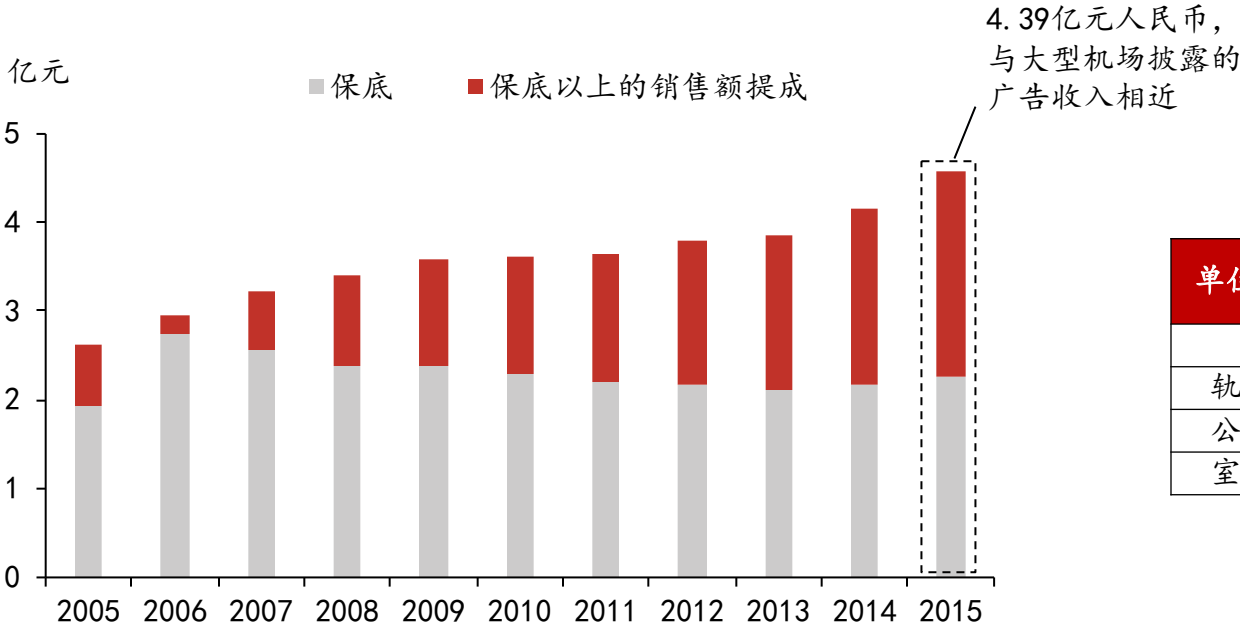
- 德高集团年报中披露，其50%-70%的广告销售额会给到机场方作为其租金收入。
- 参考美国机场2006年机场广告的签约情况，2、3千万吞吐量的美国机场都可以签到70%的提成比例。推测大型国际机场普遍是按保底+提成的方式取得广告收入，且提成比例大致为广告销售额的70%。

图表5：2006年，美国各机场与广告运营商签署的合同金额披露

机场	旅客吞吐量(2006)	广告运营商	年保底金额	年保底金额	提成比例 (按广告销售额提成)
休斯顿机场	25,638,092	JCDecaux Airport	\$2,200,000	¥17,182,000	70%
西雅图机场	29,979,097	Clear Channel Airport	\$3,750,000	¥29,287,500	70%
达拉斯机场	6,874,717	JCDecaux Proposal	\$1,300,000	¥10,153,000	65/70%
芝加哥机场	18,680,663	Clear Channel Airport	\$1,000,000	¥7,810,000	62%
圣地亚哥机场	17,481,942	Action Sports Media	\$1,000,000	¥7,810,000	60%
加州橙县机场	9,613,540	JCDecaux Airport	\$760,000	¥5,935,600	58%
孟菲斯机场	11,176,460	JCDecaux Airport	\$450,000	¥3,514,500	55%
辛辛那提机场	16,244,962	Corey Media Services	\$765,000	¥5,974,650	50%
克利夫兰机场	11,321,050	Clear Channel Airport	\$900,000	¥7,029,000	50%

- 根据具体案例来看，纽约港务局2005年跟德高集团签订的合约是年保底2.47亿元人民币，70%的销售提成，销售额提成和保底额取高值作为机场广告收入，附加一次性1.12亿的签约费。

图表6：纽约港务局披露与德高的合同中估算广告收入



注：保底金额从2006年起为3500万美元，浮动是因为每年汇率的变化

图表7：2005年，纽约港务局披露与德高的合同收入提成比例

单位：亿元	十年期合约		所有十年期合约中最高价		
	保底价	销售额提成比例	保底价	销售额提成比例	签约费
机场	2.47	70%	2.65	70%	1.12
轨道交通	0.05	65%	0.11	65%	0.05
公交站台	0.02	65%	0.06	65%	0.02
室外广告	0.28	50%	0.54	65%	0.23

2.3 国际机场广告收入分布区间是2-5亿元人民币

- 横向对比来看，广告对各机场收入或者归母净利润贡献在2-5亿元之间，难以像免税一样拉开数量级的差异。各机场广告点位数量有上限，且主要机场旅客数量差异不大，所以广告带来收入或者归母净利润难以拉开大幅差距。

图表8：大型国际机场广告收入贡献税前利润对比

德高集团于2019年在香港地区获得广告相关收入22.84亿元，根据

	百万欧元	FY19A	占比
Street			
Furniture	1688.2		43.40%
Billboard	565.6		14.54%
Transport	1636.4		42.06%

大致推算transport(机场+港铁)收入为9.6亿元。估算德高集团在香港机场广告收入6-8亿元，给到香港机场的广告保底和提成大致在4-5亿元。

单位：亿人民币		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	备注
上海机场	投资收益			3.05	3.11	3.06	3.20	3.50	4.05	4.66	上海机场广告收入来自广告阵地租赁收入；这部分收入合计约0.59亿元，假设与集团51/49分成，约0.3亿元。
	广告收入			0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
	归属母净利润			1.85	1.88	1.85	1.93	2.08	2.36	2.67	
巴黎机场	投资收益	0.00	0.08	0.13	0.11	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	① 巴黎机场2016年后并表广告合营公司，所以投资收益为0； ② 机场收广告费提成约70%。
	广告收入	1.63	1.97	2.34	2.19	2.33	3.66	3.90	4.33	4.46	
	归属母净利润	1.63	2.01	2.40	2.24	2.40	2.56	2.73	3.03	3.12	
史基浦机场	广告收入			1.59	1.43	1.20	1.32	1.40	1.42	1.49	
	归属母净利润			1.59	1.43	1.20	1.32	1.40	1.42	1.49	
肯尼迪机场	广告收入					4.39					
	归属母净利润					4.39					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	备注			
法兰克福机场	广告收入		1.79	2.30	1.96	2.81	2.74	2.55	① 2009年后便不披露广告收入； ② 投资不是为零，而是非常非常低只有1、2百万欧元。		
	投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
	归属母净利润		1.79	2.30	1.96	2.81	2.74	2.55			

注：此处所指的归母净利润均是税前

2.3 国际机场广告收入分布区间是2-5亿元人民币(数据验证)

- 德高集团目前与211家机场合作，2018年能从机场中赚取的广告销售额是56.94亿元，平均一个机场的销售额为2699万元。
- 鉴于德高需要把销售额的50-70%付给机场，因此Transport整体的毛利率都比较低。换言之，2018年德高集团支付给机场的保底+提成约有28.47-39.86亿元。吞吐量排名前十的机场覆盖全球72%的国际旅客吞吐量，根据这个“28定律”，推测前十大机场能拿到的保底+提成为31.88亿元，场均3亿元左右。

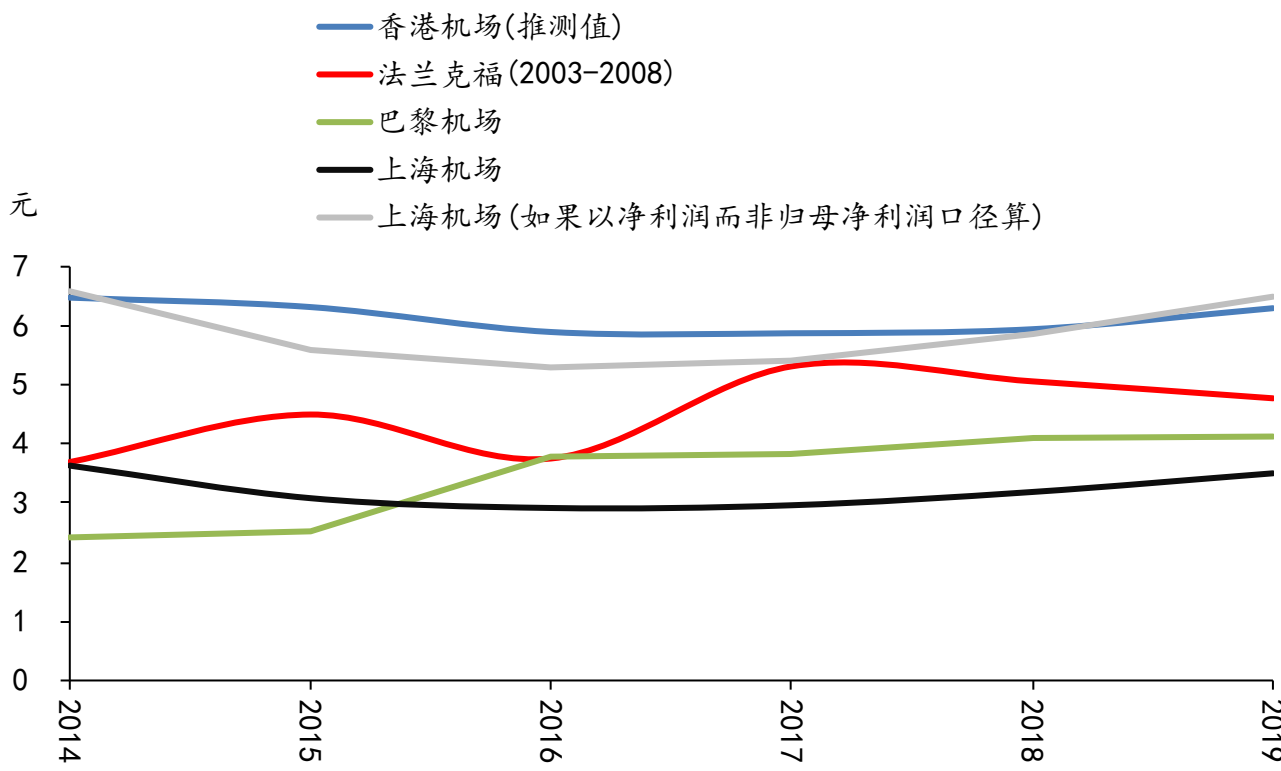
图表9：旅客吞吐量排名前十的机场，有7家为德高集团的客户，覆盖全球67%的旅客数量

前十大最忙碌的机场	旅客吞吐量 (万人次)	广告商合作方	前十大国际旅客吞吐量机场	旅客吞吐量 (万人次)	广告商合作方
亚特兰大机场	1105	清晰频道广告公司	迪拜国际机场	864	德高集团
北京首都机场	1000	德高/当地公司	希思罗机场	760	德高集团
洛杉矶机场	880	德高集团	阿姆斯特丹机场	716	自营
迪拜国际机场	864	德高集团	香港机场	712	德高集团
羽田机场	885	当地公司	首尔仁川机场	705	当地公司
奥黑尔国际机场	843	清晰频道广告公司	戴高乐机场	698	德高合资
希思罗机场	808	德高集团	樟宜机场	682	德高集团
戴高乐机场	761	德高合资	法兰克福机场	630	德高合资
浦东机场	761	德高合资	曼谷机场	529	德高/当地公司
达拉斯机场	750	德高集团	台北	483	当地公司
德高集团 覆盖旅客占比		67%	德高集团 覆盖旅客占比		72%

2.3 单位吞吐量贡献广告税前利润4-7元人民币

- 对比单位吞吐量贡献的广告归母净利润(税前)，巴黎、上海、法兰克福机场均在4元/人次吞吐量。
- 但如果把上海机场换成净利润口径(税前)，上海机场单位旅客贡献广告利润(税前)均高过巴黎和法兰克福。这与上海机场旅客人均免税购买力强有较强的关联性。

图表10：单位吞吐量贡献广告利润金额对比，分布在4-7元之间



图表11：亚洲单位旅客广告收入较欧洲高50%

单位：美元 (2013-2014)	地区	零售特 许经营	食品 饮料	停车场	租车特 许经营	房地产 业务	广告 业务
单位旅客 非航空性收入	非洲	1.94	0.10	0.66	0.20	0.95	0.34
	亚洲	3.18	0.28	0.76	0.13	1.65	0.35
	欧洲	3.50	0.40	1.48	0.34	2.31	0.27
	拉丁美洲	1.44	0.33	0.39	0.15	0.96	0.24
	中东	7.32	0.45	0.77	0.10	1.17	0.18
	北美	0.44	0.38	2.22	0.95	0.86	0.33
	世界平均	2.12	0.35	1.48	0.50	1.47	0.30

2.3 机场收入和运营商在机场产生的销售额对比，均是亚洲机场人均数值更高

- 一方面，上海机场广告销售额以及人均数值领先于其他大型国际机场。
- 另一方面，亚洲机场的广告销售额以及广告收入两种口径均较欧洲机场更高，这种差异形成是因为什么？

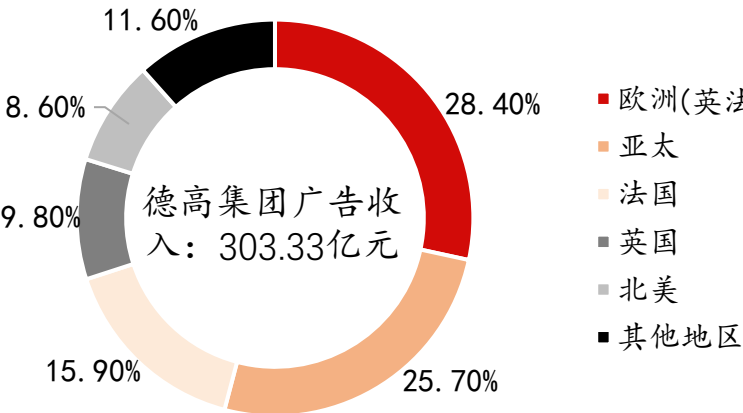
图表12：香港、上海机场人均广告销售额略高于巴黎和法兰克福

2019年	广告销售额(亿元)	旅客吞吐量(万人次)	人均广告销售额(元/人次)
香港机场	6.43	7,153.80	8.99
上海机场	11.65	12,177.41	9.57
巴黎机场	4.46	10,800.30	4.13
法兰克福(2008)	3.64	5,347.29	6.81

上海机场的测算方式是：上机披露的是4.66亿元投资收益，反推回去机场广告运营公司净利润为9.32亿元。机场广告运营公司由于基本没给机场租赁费(即保底提成)，因此利润率约为80%左右（一般机场给了70%提成还能有10%左右的利润率，也就是其他成本占比大概15%，再考虑税的影响）。所以上海机场广告运营公司销售额约为 $9.32/0.8 = 11.65$ 亿元。

2.3 粗略来看，在亚洲广告商赚钱更容易

图表13：德高集团2019年广告销售额分地区占比



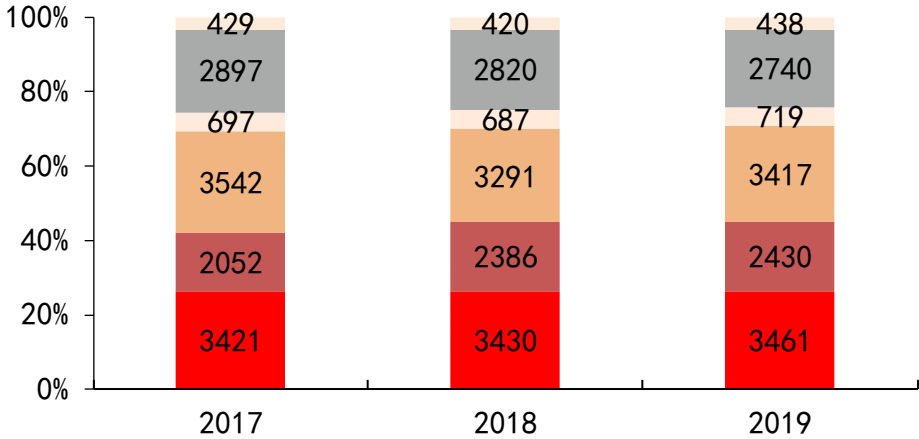
图表14：德高广告牌分地区和业务数量

地区	Billboards	Street Furniture
欧洲(英法以外地区)	97,100	236,024
法国	37,085	116,000
世界其他地区	25,812	93,345
英国	2,567	22,567
亚太	2,144	31,673
北美	160	18,189
总计	164,868	517,798

- 根据人均创收和单位广告牌创收来看，广告运营商在亚洲赚钱较欧洲更加容易。
- 2019年德高集团在欧洲和亚洲所取得的广告销售额占比分别为54.1%、25.7%，金额分别为164.1、77.98亿人民币。
- 统计广告牌数，截止2019.12.31欧洲区共528,078块，亚太区共41,883块，欧洲单块广告年贡献销售额3.11万元，亚洲单块广告年贡献销售额18.62万元。
- 分地区统计员工数量，截止2019.12.31欧洲共7,597人，亚太区共2,430人，欧洲销售人员人均广告年贡献销售额216.08万元，亚洲销售人员人均广告年贡献销售额320.92万元。

图表15：区域内员工数量占比

■ 欧洲(不包括英法) ■ 亚太 ■ 法国 ■ 英国 ■ 世界其他地区 ■ 北美

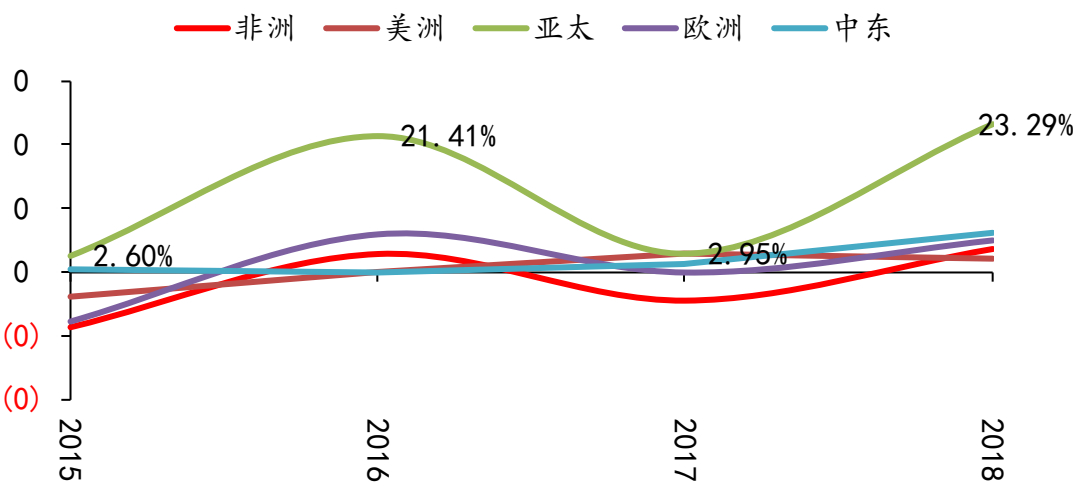


- 从广告商收入来源看，广告销售额从逻辑上讲应该与机场零售销售额呈相关关系。所以，上海机场、香港、以及亚洲整体人均广告销售额高与亚洲免税销售额体量大，增速快有很大关系。

图表16：德高广告收入来源（分行业占比）

SECTOR	% OF TOTAL
Retail	16.20%
Personal Care & Luxury Goods	12.20%
Entertainment, Leisure & Film	11.60%
Finance	10.10%
Food and Beverage	8.10%
Telecom & Technology	6.80%
Automobile	6.20%
Internet & E-commerce	6.10%
Travel	6.10%
Services	5.80%

图表17：机场免税销售额分地区增速，亚太一直遥遥领先



上海机场2020关联交易公告中显示广告阵地租赁费增加2.86亿元，说明上海机场广告收入分配模式正在逐步像巴黎和法兰克福机场趋同。即高广告阵地租金，低投资收益模式，这样德高集团分得的利益会更多转移到上市公司。体现为归母净利润增加。

上海机场2020年广告收入测算(即使广告收入不增长)：

$4.66(2019\text{年投资收益}) \times 2 = 9.32$ 亿元(2019年上海德高广告有限公司的净利润)

$9.32 + 0.59 - 2.86 = 7.05$ 亿元(扣除广告阵地租赁后的上海德高广告有限公司的净利润)，这部分净利润对应的投资收益3.53亿元。

上海机场广告税前归母净利润 = $3.53/2$ (投资收益) + $2.86/2$ (广告阵地租赁收入与集团协议分成，假设55开) = 3.20 亿元，相较于2.67亿元同比增加19.66%。

香港机场4.5亿左右广告税前利润，约0.7亿旅客吞吐量，人均广告收入约6.43元；

上海机场4.96亿元广告税前利润，0.76亿旅客吞吐量，人均广告收入6.53元。跟香港机场相似。

如果以4.96亿元为基数去推测上海机场广告税前利润空间，根据广告人均变动幅度不大这个特性，远期上海机场广告贡献税前利润有望达到7.5亿元，归母净利润约4.85亿元。

三、机场有税收入

- ① 机场有税商业模式
- ② 国际机场有税收入对比
- ③ 上海机场未来有税收入空间初步估计

- 机场有税商业主要包括：① 商超、纪念品、书店以及一些小商品店；② 餐饮；③ 银行或换汇网点
- 机场有税商业共有四种运营模式，大部分是采用1、3两种模式结合，只是比例不同。
- 有税商业扣点水平中位数约为20%。

图表18：机场有税商业的四种运营模式

类型	描述	机场典型
1. 大运营商模式	单一或者几个运营商被授权特许经营某一块或者多块业务	首都机场(把各业务板块授权给集团商贸公司运营)； 白云机场(大中间商外包)； 亚特兰大机场
2. 直营模式	航站楼建造主体或者机场主体自营商业(在机场有税商业里面比较少见)	匹兹堡机场
3. 直租模式(没有中间商赚差价)	直接授权给品牌商经营	深圳机场、上海机场以及大多数国际机场(直营占主体)
4. 第三方经营模式	机场聘请第三方机构来经营航站楼，包括有税商业	羽田机场(上市主体就是航站楼运营公司)

3.2 总结：国际金融中心机场人均有税收入均处于较高水平

- 羽田机场、希斯罗、香港机场人均有税收入均处于较高水准，达到10元/人次以上。
- 人均有税收入是一个演化比较慢的变量。

图表19：大型国际机场人均有税收入对比

	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
羽田机场(经处理)	11.05	11.06	11.31	10.68	10.86	10.46	10.43	10.66
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
肯尼迪机场	5.42	5.05	5.07	4.81				
希斯罗机场	16.3	15.83	16.46	14.96	16.84	16.46	18.65	17.81
香港机场					14.02			
巴黎机场	4.76	5.17	4.63	4.33	5.24	5.76		
上海机场						6.6	6.3	6.24

3.2 巴黎机场有税收入增速较慢，总额接近6亿元，人均有税接近6元

图表20：巴黎机场集团有税商业收入

单位：亿人民币		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
巴黎机场集团 (戴高乐+奥利机场)	有税收入合计	3.96	4.23	4.67	4.30	4.13	5.09	5.85		
	商店	0.98	1.07	1.17	1.13	1.06	1.32	1.48	1.58	6.1
	餐饮	2.28	2.38	2.67	2.34	2.19	2.85	3.28	3.78	12.98
	银行换汇网点(并表前)	0.65	0.74	0.75	0.75	0.78	0.81	0.86		
	银行换汇网点(并表后)							3.51	3.86	3.21
	有税合营公司投资收益	0.04	0.04	0.08	0.07	0.1	0.11	0.23	0.27	0
	有税商业贡献总归母净利润（税前）	3.96	4.23	4.67	4.29	4.13	5.09	5.85		
	旅客吞吐量	8,810.97	8,884.42	9,032.71	9,267.64	9,543.20	9,717.10	10,151.39	10,535.04	10,800.30
	单位旅客贡献有税税前利润	4.48	4.76	5.17	4.63	4.33	5.24	5.76		
	有税面积(千平方米)	27.3	28.9	29	30	29	27	28	29	32
上海机场	税客单价*			56.78	54.29	51.54	51.97	55.38	58.31	61.78
	有税收入贡献归母净利润（税前）							4.62	4.66	4.75
	旅客吞吐量	4,145.01	4,488.02	4,718.99	5,165.20	6,005.33	6,600.22	7,000.13	7400.65	7614.8
	单位旅客贡献有税税前利润							6.60	6.30	6.24

*税客单价：公司年报披露，公式为：有税销售额/旅客吞吐量

3.2 香港机场有税+免税总额与上海机场同一水平

图表21：香港机场零售收入推测(单位：亿人民币)

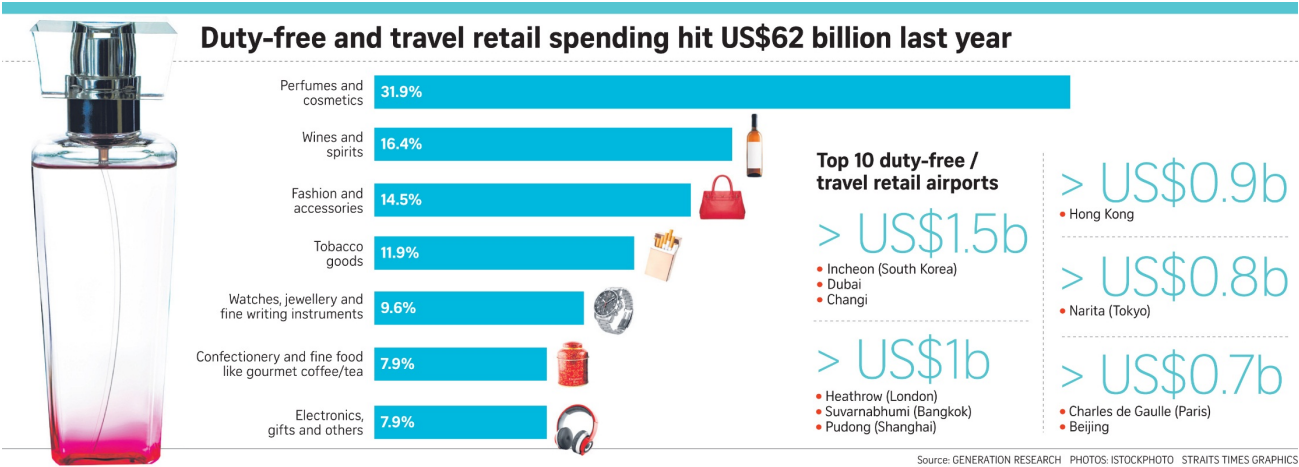
香港机场									上海机场	
年份	零售与广告收入 (年报口径)	yoy	广告收入 (推算)	yoy	零售收入 (推算)	yoy	旅客吞吐量 (万人次)	yoy	有税+免税收入	yoy
FY2002	20.22		2.16	3.77%	18.06		3,431.30	3.77%		
FY2003	18.37	-9.15%	1.73	-20.05%	16.65	-7.85%	2,743.30	-20.05%		
FY2004	12.30	-33.06%	2.34	35.39%	9.96	-40.16%	3,714.20	35.39%		
FY2005	17.55	45.76%	2.56	9.69%	14.99	50.47%	4,074.00	9.69%		
FY2006	18.78	11.45%	2.80	9.09%	15.98	6.64%	4,444.30	9.09%		
FY2007	19.44	10.76%	3.01	7.52%	16.43	2.81%	4,778.30	7.52%		
FY2008	21.14	14.86%	3.06	1.68%	18.08	10.05%	4,858.50	1.68%		
FY2009	22.69	8.29%	2.90	-4.98%	19.79	9.42%	4,616.70	-4.98%		
FY2010	24.73	12.79%	3.20	10.30%	21.53	8.78%	5,092.30	10.30%		
FY2011	29.13	22.79%	3.39	5.85%	25.74	19.58%	5,390.40	5.85%		
FY2012	35.96	25.45%	3.55	4.75%	32.41	25.91%	5,646.70	4.75%		
FY2013	39.02	11.12%	3.77	6.09%	35.25	8.79%	5,990.60	6.09%		
FY2014	49.24	23.22%	3.99	5.78%	45.25	28.36%	6,336.70	5.78%		
FY2015	57.80	10.80%	4.31	8.08%	53.49	18.20%	6,848.80	8.08%		
FY2016	67.77	10.31%	4.44	2.94%	63.34	18.42%	7,050.20	2.94%		
FY2017	65.03	3.72%	4.58	3.35%	60.44	-4.58%	7,286.70	3.35%	29.87	
FY2018	69.35	1.32%	4.70	2.50%	64.65	6.97%	7,468.80	2.50%	41.62	39.31%
FY2019	63.79	-9.63%	4.50	-4.22%	59.29	-8.29%	7,153.80	-4.22%	54.63	31.26%

广告收入的弹性小于零售收入，参考旅客吞吐量增速，从2019年倒推回去。

3.2 香港机场人均有税收入约14.10元，属于较高水准

- 从Generation Research披露的机场零售收入排名中，新加坡樟宜机场的零售收入排名第三，超过15亿美元，即97亿人民币。羽田机场销售收入为56亿人民币排名第五。可推断香港机场2015年机场零售收入约9-10亿美元，折合人民币60.44-67.15亿元取中位数63亿元跟推测的零售收入基本一致；
- 根据排名相近的亚洲机场-新加坡樟宜机场披露的零售收入中各品类占比：假设减去香化31.9%，烟酒28.3%，箱包14.5%和腕表9.6%剩下部分是香港机场的“有税收入”，那么香港机场“有税收入”约等于63.34×(1-31.9%-28.3%-14.5%-9.6%) = 9.94亿元，对应当年0.685亿旅客吞吐量，人均有税14.10元。假设上海机场能达到这个人均水平，那远期有税收入约为16.22亿元。

图表22：2016年机场零售收入排名



图表23：2016年香港机场有税收入推算

品类	占比	收入
总零售收入 (推测)		63.34 (亿人民币)
香化	31.9%	20.21
烟酒	28.3%	17.93
箱包	14.5%	9.18
腕表	9.6%	6.08
其他-有税收入	15.7%	9.94

3.2 希斯罗机场人均有税收入约18元，显著高于其他国际机场

图表24：希斯罗机场人均有税收入金额显著高于其他机场

单位：百万英镑	2008	2009	2010	2011		2012	2013	2014	2015	2016		2016	2017	2018	2019
Duty and tax free	90	100.6	113.5	125.9	Duty and tax free	122	126	128	128	138	Retail Concession	275	304	323	342
Airside specialist shops	62	66.3	83.4	91.8	Airside specialist shops	92	96	93	100	115	Catering	56	49	61	64
Catering	36.1	35.5	40.5	45.5	Catering	38	39	40	45	49	Other retail	109	110	128	113
Other retail income	-	-	-	-	Other retail income	82	90	99	75	86	Car parking	120	114	126	125
Car parking	84.6	67	73.9	83.4	Car parking	82	91	99	107	114	Other service	70	64	78	78
Other service	-	-	-	-	Other service	-	-	-	60	60					
Bureaux de change	36.8	42.6	44.4	47.7	Bureaux de change	44	45	44	53	50					
Landside shops and bookshops	27.3	26.4	25	25.8											
Advertising	28.4	31.6	30.5	30.3											
Car rental	12.3	14.3	15.1	15.4											
other	19.3	20.6	19.4	21.8											
英镑兑人民币汇率	9.97	10.91	10.25	9.72		10.07	10.01	9.65	9.63	8.54		8.54	8.78	8.68	9.15
旅客吞吐量（万人次）	6,268.54	6,166.75	6,118.65	6,422.20		6,463.32	6,687.96	6,790.96	6,947.15	7,008.04		7,008.04	7,228.52	7,437.91	7,519.08
有税收入(亿人民币)	9.99	11.40	11.26	11.57		10.54	10.90	10.75	11.43	10.49		11.80	11.90	13.87	13.39
人均有税收入(元/人次)	15.94	18.49	18.41	18.01		16.31	16.30	15.83	16.46	14.96		16.84	16.46	18.65	17.81

3.2 羽田机场人均有税收入与上海机场相仿

- 羽田机场上市公司专门经营航站楼商业(类似经销商)，所以商业收入是销售额口径，羽田机场旅客吞吐量与上海机场体量相近，取15%-20%有税扣点的话，人均有税收入略高于上海机场。

图表25：羽田机场零售收入情况

单位：亿元	羽田机场							
	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
商品销售	59.60	64.23	71.49	88.74	109.06	106.98	120.55	140.30
商品销售（不含分部间）	59.15	63.73	70.97	88.20	108.44	106.32	119.85	139.06
国内航站楼商店	23.88	24.89	26.02	26.90	27.11	27.44	28.51	29.37
国际航站楼商店	10.77	13.74	17.31	22.77	28.49	26.76	28.79	79.90
其他收入	24.50	25.10	27.63	38.52	52.85	52.13	62.56	29.80
分部间收入	0.44	0.50	0.52	0.54	0.61	0.66	0.70	1.24
餐食收入	12.68	13.68	14.26	14.71	16.27	16.74	18.07	18.34
餐食收入（不含分部间）	11.25	12.08	12.73	12.74	14.22	15.31	15.99	16.30
饭店收入	6.69	6.84	7.45	7.46	7.74	7.83	7.99	10.15
机上餐食收入	3.36	3.76	3.73	3.66	4.61	5.19	5.34	5.49
其他收入	1.20	1.43	1.54	1.62	1.87	2.28	2.66	0.66
分部间收入	1.43	1.65	1.69	1.96	2.05	2.04	2.08	2.04
旅客吞吐量（万人次）	6358	6683	6850	7423	7613	8174	8530	8570
人均有税收入（元/人次）	55.25	55.32	56.57	53.41	54.28	52.29	52.17	53.28
扣点率 15%	8.29	8.30	8.49	8.01	8.14	7.84	7.83	7.99
扣点率 20%	11.05	11.06	11.31	10.68	10.86	10.46	10.43	10.66

3.2 肯尼迪机场因为供给端的问题，有税商业发展较差

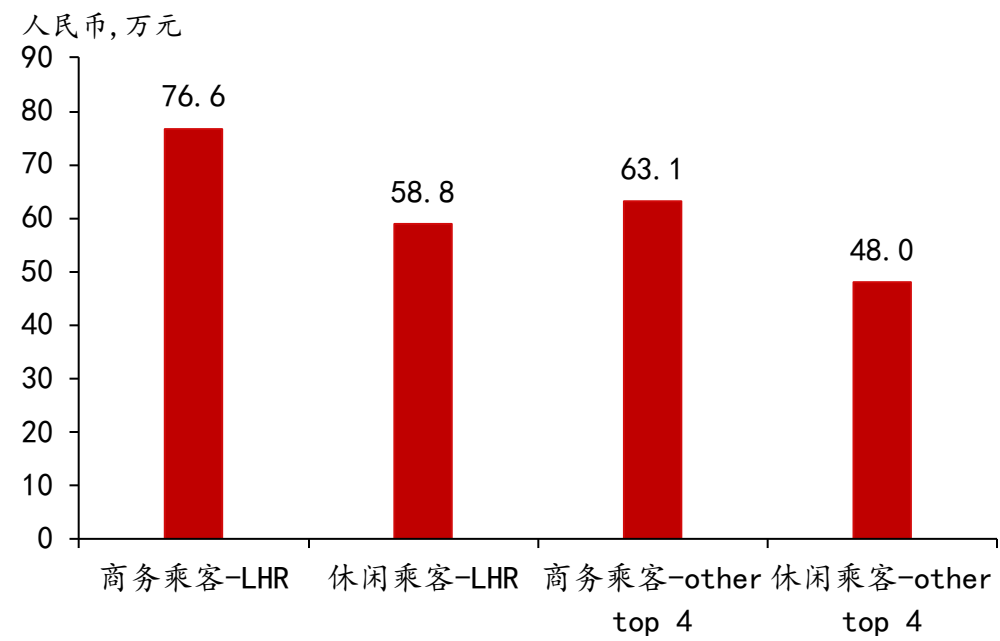
- 肯尼迪机场包括美国大多数机场都存在航站楼商业设施不全，面积小，环境差的问题。
- 因此肯尼迪机场有税+免税的人均收入才达到5元/人次，属于特别低的水平。

图表26：肯尼迪机场零售收入情况

单位：百万美元	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
非航站楼设施租赁	4.35	4.08	4.89	4.45	3.86	0.94	2.71	3.03	3.72	2.95	0.33	2.95	10.29	15.57	15.93	16.35	15.82	16.25	15.66	16.62
餐食	36.26	31.52	35.68	29.47	36.34	30.68	26.59	-	27.95	43.35	38.63	45.25	54.06	3.92	4.00	4.52	4.86	4.94	4.99	5.14
零售店及免税店	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	29.04	31.32	36.01	37.99	37.15	38.54	37.02
服务及其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.91	3.26	3.34	3.72	4.02	3.96	4.63
车辆租赁	7.29	8.46	8.11	8.77	9.16	8.63	9.45	10.16	14.01	14.80	16.24	17.39	18.37	15.24	15.90	17.96	21.35	22.42	23.39	28.66
停泊费	26.21	28.14	29.41	32.47	33.91	33.75	36.55	48.23	62.19	67.57	72.39	77.19	74.36	73.83	73.42	73.77	76.09	81.49	86.14	90.96
杂项	5.35	3.38	5.05	2.43	6.49	6.29	3.39	2.38	1.60	3.36	2.82	4.05	4.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
酒店	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	13.77	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.20	52.32	72.66	97.21	72.48	103.02	99.12	130.15	112.55	112.94	110.85	113.42	116.19	87.83	91.78	134.35	132.79	131.88	132.11	131.37
旅客吞吐量(百万人次)	31.16	31.36	31.04	31.71	32.83	29.31	29.94	31.74	37.57	40.89	42.63	47.72	47.80	45.88	46.52	47.64	49.27	50.45	53.22	56.83
有税(餐食+零售)	36.3	31.5	35.7	29.5	36.3	30.7	26.6		28.0	43.4	38.6	45.2	54.1	33.0	35.3	40.5	42.9	42.1	43.5	42.2
美元兑人民币汇率	8.3	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	8.28	8.07	7.81	7.3	6.82	6.83	6.59	6.29	6.23	6.05	6.2	6.49
人均零售收入(元/人次)	9.66	8.32	9.52	7.70	9.17	8.67	7.35		6.16	8.56	7.08	6.92	7.71	4.91	5.00	5.35	5.42	5.05	5.07	4.81

- 希斯罗机场旅客平均收入水平较高：商务旅客年收入7.95万英镑，折合76.56万人民币；休闲旅客年收入6.11万英镑，折合58.84万人民币。英国4个重要机场中的其他三家——盖特维克机场、斯坦斯特德机场、曼彻斯特机场的旅客年收入为63.1万人民币，休闲旅客年收入为48万人民币，低于希思罗机场水平。
- 商务旅客收入水平较高，且商务客在旅客类型中占比33%，高于日本机场商务客占比（22.4%）。同时其国际客多，平均停留时间长，也是希斯罗机场人均有税较高的原因。

图表27：英国前4名机场旅客平均收入（2015）



2015年英国top4机场：LHR（希斯罗机场），Gatwick（盖特维克机场），Stansted（斯坦斯特德机场），Manchester（曼彻斯特机场）

图表28：希斯罗机场旅客类型占比

希斯罗机场	旅客类型
商务旅行	33%
休闲旅行	67%
国际旅客	94%
转机旅客	30%
停留时间	2h51m

- **有税：**上海机场有税收入水平与其他大型国际机场相比仍有一定差异。这是一个长变量，较难出现爆发式提升，有税收入增速略高于旅客量和有税面积增长。**有税租金水平取决于品牌商，百货餐饮产品差异较小，机场间单位旅客收入水平较难拉开数量级差异。**随着人均可支配收入提升，中性预期上海机场2025年有税收入规模仍有一至两倍增长空间。

图表29：上海机场有税收入空间展望

年份：2019	总商业面积	免税面积	有税面积	旅客吞吐量	有税贡献税前利润
上海机场(远期)	9.4	2.6	6.8	11,541.86	10亿 -16.22亿元 (上限参考香港机场客均收入)
T1+T2航站楼	3.8	0.8	3		
S1+S2卫星厅	2.8	0.9	1.9		
T3航站楼(仍在征集方案)	2.8	0.9	1.9		
巴黎机场	6.6	3.4	3.2	10,535.04	5.63亿元
香港机场(2016, 推测值)				7050.20	9.94亿元
希斯罗机场				7519.08	13.39亿元

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

感谢祁琪、宋雪菁对本文提供的研究支持。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

联系人：李然 邮箱：liran@foundersc.com



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层