

疫情之下的上海机场

在A股,业务不性感的上市公司要想“出圈”,方式只有两种:一种是股价飙涨,涨到天上;一种是踩雷暴跌,跌进海里。

前者的典型代表是宁德时代和隆基股份。这两家公司位于乏味枯燥的制造业中游,本该没有太多的C端知名度,但因为十倍甚至百倍的涨幅,现在至少有数千万股民对它们顶礼膜拜。

后者例子也不少。比如重庆啤酒在2011年的9个连续跌停,带来的“宣传”效果堪比广告植入春W;而在扇贝游走之后,知道獐子岛这家公司的人,肯定要比常吃海参的人多100倍。

而那些先暴涨又踩雷的公司,则赚到了“Double Kill”的出圈效应。比如暴风影音如果没有上蹿下跳的坐过山车,这家产品已经逐渐三流化的公司,是很难有上头条和热搜资格的。

而2021年的上海机场,似乎也在享受这种“出圈”的待遇。

在疫情前,上海机场是浓眉大眼的优等生,是外资最喜欢的核心资产,在2015年甚至因外资持股超28%而成为沪港通首只暂停买盘股。易方达张坤也曾把上海机场列为自己最成功的投资。

但不期而至的疫情,给了上海机场两重打击:由于国际航空客流的大幅缩水,导致上海机场从2019年营收109亿的水平下滑到了2020年的43亿,盈利也从赚50亿掉落到亏14亿的深坑之中。

屋漏偏逢连夜雨,在客流不知何时恢复的同时,原本躺着赚钱的免税业务也遭遇危机。在今年1月30日,上海机场跟日上免税店更新了协议,内容对上海机场严重不利,市场毫不客气,当即赏了2个跌停。

这彻底动摇了市场对上海机场的信仰。要知道在疫情最严重的2020年,上海机场全年仅下跌了2.94%,但免税协议调整之后股价却径直腰斩,外资纷纷砍仓,当年坚定看好上海机场的张坤也大幅削减了持有头寸。

从优等生变成留级生,割肉离去者有之,坚决抄底者有之,持币观望者有之。有人认为是重大非经营事件危机砸出的黄金坑,也有人认为公司成长逻辑已然变化,未来恐怕会从“免税股”,变成“交运股”了。

丘吉尔曾说过:“永远不要浪费一场危机。”被抛弃的上海机场,会蕴藏着机会吗?

1. 不同机场,不同命运

机场这个行业,有两个不为外人知道的事实:一是全球市值最大的机场,是泰国机场;二是航空最强的美国,几乎没有机场公开上市。

决定这两个事实的,是不同国家对机场的定位不同。在美国,机场属于彻底的公共事业,产权通常归地方所有,政府授权独立经营,强调非企业性和非营利性,业务创新既缺乏动力,又充满管制。

例如美国亚特兰大机场,位于美国东西南北各个城市群之间,是类似武汉的九省通衢,拥有5条跑道、2个航站楼、7个卫星厅、200个停机位……这让亚特兰大机场长期霸占全球客流量最大的机场宝座。

但亚特兰大机场属于枢纽机场(Hub机场),滞留时间短,收入利润都很低,疫情前年营收大约30亿人民币左右,基本不赚钱。它家非航业务最大的一块,居然是机场外的停车场收费(注意是停汽车,不是停飞机)。

换句话说,亚特兰大机场就是个换乘站,一半的收入都得靠停车费。

要系统理解机场的商业模式,就要先明白机场靠什么赚钱:一是航空性收入(起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费等),一种是非航空收入(商业租赁、免税商业、停车场收费等)。

航空性收入跟起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量等直接线性挂钩,而由于机场的公益属性,各类费用通常受到管控,机场无法自行定价。只依赖航空性收入的机场,必然商业价值有限,亚特兰大机场就是其中代表。

与之相比,非航空性收入就可以玩出很多花样,尤其是机场内的各类商业,其驱动因素是乘客不断随CPI增长的消费能力。简单来说:航班的国际化程度越高,乘客滞留机场时间越长,机场的非航空商业潜力越大。

以全世界旅客花钱最多的机场——英

国希思罗机场为例,其通过“巧妙”地设计安检、商铺、登机口的位置,来“引导”顾客消费。比如在动线设计上,旅客在过了安检之后,需要经过一大片免税店区域,才能抵达登机口。

又比如在时间设计上,希思罗机场在飞机起飞前45-90分钟内才会将航班信息公布出来,旅客们看不到行程信息时,就不会产生急于登机的紧迫感,也促使人们更放松地流连于各个免税店之间,逛着逛着,钱就没了。

换句话说,希思罗机场的本质,是个藏在购物中心里的登机口,每平米都流露着资本家的心机。

又例如新加坡的樟宜机场,本身就设置了非常多观光休闲类设施,比如TheSlide、汇丰银行雨漩涡、星空花园、天悬桥等等。虽然是免费项目,却能提升旅客在机场里的体验:打卡拍照,网红直播。

为了充分挖掘旅客的购买力,机场会为不同的旅客分配不同登机口,像购买力高的中国游客,往往会被安排到有更多免税店、餐饮店、娱乐设施周边的登机口——谁能想到,分配给你的登机口,里面也充满了套路。

机场的封闭性虽然弱于邮轮,但因为内部空间巨大,所以可以布置更多的消费业态。更重要的是:只要飞机不飞,你就逃无可逃,只能在机场里面闲逛。遇到大面积航班延误,乘客肯定愁容满面,机场则可能内心狂喜。

因此,背靠庞大旅游市场的机场本质上就是一个封闭式购物中心。《一代宗师》里有句话讲得好:“人活一世,能耐还在其次,有的人成了面子,有的人成了里子——都是时势使然。”这段话简单修改,可以直接用于机场行业:

机场这个行业,吞吐量还在其次,有的机场活成了商场,有的机场活成了跑道,还有的机场活成了停车场——都是模式使然。

2. 上海机场,三段历史

上海机场的历史可以划为两个阶段:一是想做“商场”而不得的时代;二是暂时坐稳了“商场”的时代。

这里涉及到一段历史往事:1998年上海机场在A股上市的时候,底下的资产其实是虹桥机场。但从2002年10月起,上海把大量国际航班转移至浦东机场起降,加上2003年非典的影响,虹桥机场盈利能力锐减。

在各方面的压力下,2003年底上海机场的母公司上海机场集团提出方案,把上市公司底下的虹桥机场置换成了国际客流多、发展限制少、盈利前景更广阔的浦东国际机场,并附赠航空油料公司40%的股权。

自此之后,A股上的“上海机场”这家公司,就只等于浦东机场。2006年国企股权分置改革潮,上海机场原本计划把恢复元气的虹桥机场也注入上市公司,解决同业竞争问题,但直到上个月(2021年6月)才有实质性动作。

要想做成“商场”,必然先建“跑道”,全球所有机场都绕不开这条路。而浦东机场置换进上市公司时,其实只有一个航站楼(T1)和一条跑道,因此在之后的2004年-2015年这一阶段,浦东机场基本算是一个基建股。

浦东开发在2000年后不断提速,浦东机场也一轮轮地兴建新跑道和新航站楼,而在新设施建成之后的第二年,因为新增大量折旧和摊销,业绩必然迎来低谷,而之后随着航班架次旅客数量增长,收入才会逐步增长。

回顾历史,浦东机场的历史性业绩低谷,就在2008-2009年:一方面是第三跑道刚投入使用,另一方面是金融危机导致国际客流减少、免税收入减少,共同造成净利润从2007年的17亿下滑到2008年-2009年的10亿以下。

但通过多年的持续建设,浦东国际机场目前已经拥有了庞大的基础资产:5条跑道(全国最多)、2个航站楼、2个卫星厅(全球最大)、累计资本支出超过400亿,而规模更大的T3航站楼已在建设之中。

伟大的城市配得上一个伟大的机场。在疫情前,浦东机场设计吞吐能力为8000万人次,而2019年实际的吞吐量达到了7615万人次,位居全国第二,仅次于首都国际机场,而如果加上虹桥,上海机场的流量已经傲然全国。

除此之外,浦东机场还有三个无法企及的独特优势:

一是消费能力强的国际旅客多。从2015到2019年中,浦东机场的国际客流量一直保持在整体客流的4成左右,而且当中有众多消费力强的欧美旅客。相比之下,广州白云机场的国际客流仅有2成。

二是长三角经济圈内无对手。北京首都机场有大兴机场分流,广州白云机场则被珠三角的香港、澳门、深圳机场瓜分流量,唯独浦东机场在长三角形成寡头。如果后续合并虹桥的计划成功,便会更加扩大这一优势。

三是可拓展的空间广阔。浦东机场毗邻东海,可以通过不断通过围堰填海来拓展空间,事实上1998年开工建设以来,浦东机场的占地一直向东海内延伸(如下图),这是令国内绝大多数机场羡慕的独特优势。

种种优势,让上海机场聚集了非常优质的“流量”,具备了变成“商场”的基础设施。易方达的张坤在2019年接受采访时[10],将上海机场类比为微信,言简意赅地总结了上海机场背后的商业模式:

2016年我在研究互联网,一下就想明白它的商业模式了。当时,大家还觉得它是一个公用事业股。但我认为,它本质就是一个微信,把所有的基础设施、跑道建好之后,就是一个基础平台,这个平台上的所有流量都可以变现,变现的形式可以是商业,也可以是广告。

第一,它的流量是独享的,没有人跟它竞争。第二,它的流量是零成本的,甚至是负成本的。第三,它的流量价值巨大,因为它的流量是被筛选过的,而且是在封闭的空间之内,乘客没法走,它的流量变现的单客价值是很大的。这种流量价值,对于任何一个变现方都是极其具有吸引力的。

腾讯流量变现的方法是主要靠游戏,上海机场流量变现的方法,是后来把它捧上云端,又摔进泥土的免税业务。

3. 你是免税,我是抽税

机场天然适合做免税生意,而且这门生意的本质是:对乘客来说是“免税”,对机场来说是“抽税”。

什么是免税购物?免税是指免掉进口商品的关税、增值税、消费税,价格自然便宜。目前国内免税渠道主要有三种:机场、海南离岛免税店、市内免税店,其中机场和海南是目前最主要的免税购物渠道。

浦东机场在引入免税店的时候开了历史先河。1999年浦东机场建成不久后就试点引进免税店,背景深厚的日上免税行中标。而2000年以后,随着新政策禁止外商经营免税业务,日上免税行也成了独一家。

对机场来说,只需要在机场的规划设计时留足免税店的空间,然后租给中标的免税经营商,然后就可以安心地“坐地收租”。由于机场的稀缺性,机场向免税经营商收取的租金相当高,俨然等于在免税商品上再抽了一道税。

以2018年上海机场跟日上签订的协议为例:日上需要在2019-2025年7年间向上海机场缴纳总计410亿的免税保底租金,提成率为42.5%,而且还规定如果实际销售提成比保底金额高,那就取更高的那个数字来缴纳。

当然,这么高的“抽税率”并非上海机场独家。在本次疫情之前,各大机场保底租金和综合扣点率都在40%以上(如下图),而全球免税一哥Dufry跟世界各国机场的合作,综合扣点率也基本上是这个水平。

可能有读者会疑问了:抽成这么高,免税店能赚钱吗?我们不妨来拆解一下日上免税店的财务报表。

日上在中国有两个运营实体,一个叫做日上(中国),一个叫做日上(上海),前者经营首都机场免税店,后者经营上海机场免税店,它们在2018年前后被央企中免收购了51%股权,因此得见其详细的财务数据:

疫情前的2019年数据显示,日上在两个机场的免税业务尽管营收规模很大,但净利润率只有4-6%,收入的很大一部分收入(40%+)都缴纳给了机场。这告诉我们:给房东打工,也许是一种宿命。

免税业务就是“流量”的最佳变现方式,所以浦东机场在过去几年间不断扩建免税店面积,T1-T2航站楼,S1-S2卫星厅免税总面积达到了1.69万平方米,超过了首都机场

的1.5万平方米。相比之下白云机场仅有5944平方米。

不考虑2020疫情年,从2015年开始,浦东机场的免税业务扩张飞快,到了2019年达到顶峰,仅免税业务的营收就占到了当年浦东机场非航空业务收入的76%,占总营收的47.6%,利润更是占到了90%以上。

这让上海机场彻底摆脱了“交运股”的身份,变成了一只“消费股”。比如2015年浦东机场第四跑道投入使用,这一次并没有像往常那样出现新增折旧对利润的拖累,上海机场2016年的业绩反而继续增长。

核心原因就在于浦东机场的客流量已经足够大,超过了5000万人次/年,所带动的非航收入开始超过航空收入,能够覆盖掉巨大的基建开支。上海机场的业绩也就此从基建驱动,逐步变成了消费驱动。

直到新冠疫情到来,把上海机场“流量+变现”的逻辑接连打破。

机场在疫情期间的“流量”的下滑是板上钉钉的事情,但一开始资本市场并不焦虑,认为流量会随着疫情的结束迅速回复——冲击虽然大,忍忍就好了。所以上海机场的股价在2020年全年只下跌了3%。

跟旧合同相比,新合同不但大幅度削减了保底的金额,只跟客流量挂钩,也给上海机场的“抽税”设置了一个天花板:即使客流量超预期恢复(当然这个可能性不是很大),提成也失去了向上看涨的“期权”。

简单可以总结为:如果说旧合同是“早涝保收+看涨期权”,那新合同则是“保底时唯唯诺诺,封顶时重拳出击”。

加上大家越来越意识到海外疫情在两三年里恐怕结束不了,“流量+变现”均遭重创,因此资本市场果断用脚投票,昔日那些看好上海机场投资者纷纷离去,股价从最高点的88元腰斩到当前的44元。

易方达的张坤在2020年没有对上海机场进行减持,但2021年1季度协议重签后,他马上砍仓逃离。而他的同事、易方达另外一位基金经理萧楠则在2020年的上半年就清仓了上海机场,并转手买入了新协议的受益者——中国中免,赚的盆满钵满。

如果长期来看,上海机场的价值并未受到致命影响,但短期“流量丢失+变现受限”的问题又的确存在。即使未来能够重签合同,也需要疫情的结束和国际客流量的恢复——这是个更难预测的宏大命题。

因此,高情商的上海机场持(tao)有(lao)人(zhe)可以这样告慰自己:公司股价是否反转,跟全人类的命运息息相关。

4. 尾声

在投资者视角之外,上海机场的另一个身份其实更重要:一座超级城市的核心骨干基础设施。

在疫情期间,浦东机场作为防止境外输入的第一线,堪称“全世界压力最大的机场”,机场的大量工作人员、医生、志愿者付出了艰苦卓绝的努力和汗水,最后出色地完成了守住国门的任务。

这些奉献是无法在财务报表中体现出来的,自然也不会纳入投资者计算利润时的公式。但无论如何,上海机场是那种一方面能够出色完成自己的公共基础设施角色,一方面又能给投资者带来丰厚商业回报的公司。

中国人口众多、经济发展蓬勃,机场港口交通运输公司注定是蒸蒸日上的现金牛+收税型公司,其实根本就没有必要上市。即使是没有花哨业务的宁沪高速,也能成为高分红、稳增长的好公司。

而从商业的角度上来说,上海机场其实是一块永远不会过时的顶级商业地产——在这个时代,国美苏宁永辉属于过时的商业地产,在苦苦挣扎;快手抖音美团则属于没过的商业地产,尚如日中天。

而上海机场这种稀缺属性的“商场”,其实根本没有国美苏宁永辉甚至万达们的焦虑——机场就摆在这里,你永远绕不开。而跟虹桥机场合并之后,上海机场从某种程度上能够直接反映长三角的经济发展水平。

所以,上海机场既是一个永不过时的“商场”,也是一个“长三角经济ETF”,它会被抛弃的一天,也会有被追捧的一天,而作为一个占地面积比澳门还大的超级工程,相比资本市场的那些算计和敏感,它可能更关心的是每一位旅客的顺利出发,每一次航班的安全起降。