

상해국제공항 Shanghai International Airport (600009 CH)

다시 빛날 東方明珠

매수
(신규)

목표가: CNY 83.00
상승여력: 20.4%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

기업소개

상해 푸둥공항의 운영자

- 중국 최대 상업도시인 상해의 관문, 푸둥공항의 운영자
- 상해공항그룹(지분을 53%)이 최대주주로 있는 국영 기업
- 주 매출은 항공성 수입(공항 이착륙 관련) 및 비항공성(면세 임대수익, 광고)등으로 구성

투자포인트1: 장기 성장성

배후 수요의 성장 잠재력과 그에 걸맞는 장기 확장 계획

- 성장 초입 국면의 중국 해외 여행 수요: 출입국 재개 시 빠른 성장 가능
- 중국 최고의 상업도시 상해: 높은 가치분 소득을 바탕으로 면세/해외 수요 지속 성장
- 성장에 발맞춘 장기 확장 계획: 2035년까지 연간 수용 능력 2배 이상 확대

투자포인트2: Post 코로나19

다시금 돋보일 안정성과 수익성

- 면세점 임대수익을 바탕으로 영업이익률 60%대의 안정적인 고마진 창출 가능
- 30~40%대의 배당 성향, 2010년 이후 DPS CAGR 16.1%
- 이익 정상화가 예상되는 2022년까지 배당 회복 가능할 전망

투자 의견 및 전략

목표주가 83위안, 매수의견으로 커버리지 개시

- 목표주가는 PBR 4.4배 (ROE 14%, COE 10.1%), 정상화 가정 시 EV/EBITDA 18.1배
- 2H20 실적 부진 이어지겠지만, 2021년 회복 개시, 2022년 정상화 기대
- 장기적인 관점에서 PBR 3.5배(60위안 중반) 수준에서 꾸준한 매집 전략 유효

Key data



현재주가 (20/19/25, CNY)	68.92	시가총액(십억CNY)	132.8
거래소	상해	시가총액(조원)	22.86
EPS 성장률 (20F, %)	-	유통주식수(백만주)	559.2
P/E (20F, x)	-	52주 최저가(CNY)	58.00
MKT P/E (20F, x)	14.4	52주 최고가(CNY)	81.67
배당수익률 (%)	0.0		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.3	11.0	-13.8
상대주가	-8.3	-4.4	-21.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	17/12	18/12	19/12	20/12F	21/12F	22/12F
매출액 (백만CNY)	8,062	9,313	10,945	5,054	9,633	12,644
영업이익 (백만CNY)	4,840	5,634	6,675	-80	3,997	7,200
영업이익률 (%)	60.0	60.5	61.0	-1.6	41.5	56.9
순이익 (백만CNY)	3,683	4,231	5,030	-90	2,966	5,436
EPS (CNY)	1.91	2.20	2.61	-0.05	1.54	2.82
ROE (%)	14.5	14.8	15.5	-0.3	8.0	11.8
P/E (배)	23.5	23.1	30.2	-	44.8	24.4
P/B (배)	3.5	3.5	4.7	4.2	3.6	2.9

주: PRC GAAP

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. 기업소개	3
푸둥 국제 공항 운영사	3
매출 구성: 항공성과 비항공성의 고른 매출	4
지배구조: 상해공항 그룹 산하의 국영 기업	6
II. Valuation	7
목표주가 83 위안, 매수의견으로 분석 개시	7
III. 투자포인트	9
1. 중국의 아웃바운드 여행 수요: 장기적인 소득 증가와 FIT 확대에 기대	9
2. 최대의 상업도시, 상해가 배후에 있다	12
3. 면세점의 높은 수익성과 안정성	15
4. 작지만 그만큼 업사이드가 있는 광고부문	17
5. 안정적인 배당성향	18
III. 실적 전망	19
코로나19에 따른 국제 여객 수요 부진 영향 본격화	19
실적 회복 시점은 2021년 하반기	20

I. 기업소개

푸둥 국제 공항 운영사

상해시 정부는 1997년 상해공항그룹을 설립하였다. 이후 상해시는 1994년 중국 민항총국에서 이전 받은 훙차오 공항을 상해공항그룹의 자회사로 등록하였다. 이듬해인 1998년 상해공항그룹이 상해국제공항을 설립하면서 푸둥공항과 훙차오공항은 같은 상해공항그룹에 속해있는 계열사가 되었다. 이후 푸둥공항을 중심으로 상해국제공항유한공사가 1998년 2월 상장되었으며 일반적으로 상해국제공항은 푸둥공항을 가리키게 되었다.

푸둥공항은 1997년 프랑스 파리공항사가 시공을 시작하여 1999년에 첫 운영을 시작했다. 초기에는 연 2,000만 명을 수용하도록 설계되었다. 2005년 제2 활주로, 2008년 제3 활주로 및 제2 터미널이 완공되면서 수용 가능 여객수가 연간 6,000만 명에 도달하였다. 2015년 제4 활주로, 2019년 위성 공항 건설이 완료되며 현재는 연간 8,000만 명의 인원을 수용할 수 있게 되었다.

푸둥공항은 상해의 메인 허브공항 역할을 하고 있다. 최신 공항인 푸둥공항은 활주로는 넓고 길기 때문에 대형 여객기를 수용할 수 있다. 때문에 대형 항공기의 주요 시장인 장거리 국제 노선의 운항은 푸둥공항을 중심으로 이루어 지고 있다. 활주로 제원상 중소형기 위주로 운영이 되는 훙차오 공항은 국내선 및 단거리 국제 노선을 위주로 운영이 된다. 두 공항 모두 중국 민항관리국에서 운영을 조정하고 있어 상호 보완적인 관계를 유지하고 있다.

중국의 민항기 분류기준에 따르면 푸둥공항은 4F로 분류되고 있다. 4의 의미는 활주로 길이가 1,800 미터 이상임을 의미하며 총 1,2,3,4등급이 있다. 알파벳은 기종의 바퀴 사이의 거리 및 날개 길이를 상대적으로 표시한 것으로 A에서 F로 갈수록 그 크기가 커진다. (4F:보잉767, 보잉747, 에어버스A300, 4E:보잉787, 보잉777, 에어버스A330)

표 1. 상해국제공항 연혁

날짜	내용
1986년	상해시 푸둥국제공항 설립계획 수립
1995년 5월	푸둥국제공항 건설 본부 설립
1996년 5월	푸둥국제공항 1기 건설 시공사 파리국제공항으로 확정
1997년 10월	푸둥국제공항 착공
1999년 9월	정상운행 개시, 연간 2,000만 여객 수용 가능
2004년	2기 건설(제2 활주로)착공
2005년 3월	제2기 건설 완공 및 정식 운영 개시
2005년 12월	공항의 확장 계획 수립
2008년 3월	2터미널 건설 및 제3 활주로 완공, 6000만 여객 수용 가능
2015년 3월	제4활주로 운영 개시
2015년 12월	제3기 건설(위성정) 착공
2019년 9월	제3기 건설 완공 및 위성정 운영 개시, 연간 8000만 여객 수용 가능

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

매출 구성: 항공성과 비항공성의 고른 매출

상해국제공항의 매출 구성은 항공성 사업인 이착륙(16.5%), 여객 및 화물(20.8%), 그리고 비항공성 사업인 면세점 및 식당(49.9%), 기타(12.8%) 등으로 구성되어 있다.

항공성 매출의 단가는 중국 민용항공국에 의해서 정해지고 있으며 1. 이착륙 수입, 2. 여객기 주기 수입, 3. 탑승교 사용 수입, 4. 여객 서비스 수입, 5. 보안 검사 수입으로 이루어져 있다. 비항공성 항목에 대한 가격은 2017년부터 시장가격에 의거하여 책정되고 있다. 또한 국내선과 국제선은 다른 매출 단가를 적용하고 있으며 국제선이 국내선보다 대략 2배 정도 많은 비용을 지불하고 있는 상태이다.

2019년 기준으로 상해국제공항의 승객 수송량 비중은 국내 49%, 국제 43%, 지역(홍콩/마카오/대만) 8%로 국내와 국제가 균형을 이루고 있다. 반면, 화물 운반 비중은 국내 9%, 국제 79%, 지역 12%로 국제선 비중이 압도적으로 높다.

2019년 기준 총 매출의 34.6%를 차지하고 있는 면세점 비중은 상해국제공항이 SUNRISE 면세점과 신규 임대 계약을 체결하면서 많이 상승한 수준이다. 2019년 1월 1일부로 시행된 7년 간의 면세점 임대 계약은 매월 기준 면세점의 월 실제 매출액의 42.5%와 최소 보장 임대료 중 큰 금액을 면세점이 상해국제공항에 지불하게 된다.

SUNRISE면세점이 상해국제공항과 계약한 최소 보장 임대료는 7년동안 총 410억 달러로 년도 별 35.25억위안, 41.58억위안, 45.59억위안, 62.88억위안, 68.59억위안, 74.64억위안, 81.48억위안이다. 푸둥 T1은 22년 1월 1일부터 계약이 적용되며 나머지 T2, S1, S2는 2019년부터 계약이 적용되고 있다.

표 2. 상해국제공항 매출 구성

매출 구성	항공성 부문	이착륙 관련 수입
		여객 및 화물 관련 수입
	비항공성 부문	상업 및 요식 수입
		기타 비항공성 수입 (광고, 유류 등)

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 이착륙 비용 적용 기준

(위안/횃수)

이착륙 비용 기준	국내		국제
	2007(변경 전)	2017(변경 후)	2013
25T이하	240	240	2000
26~50T	650	650	2200
51~100T	1100+22*(T-50)	1200+24*(T-50)	2200+40*(T-50)
101~200T	2200+25*(T-100)	2400+25*(T-100)	4200+44*(T-100)
201T이상	5000+32*(T-200)	5000+32*(T-200)	8600+56*(T-100)

자료: 중국민용항공국, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 주기로 적용 기준

(위안)

기준	2007	2017	기준	국제
2시간 이내	무료	무료	2시간 이내	무료
2~6 시간	15%이착륙 비용	20%이착륙 비용	2시간 초과 24시간으로 간주	15%이착륙 비용
6~24 시간 이내	15%이착륙 비용	25%이착륙 비용	24시간 이상	15%이착륙 비용

자료: 중국민용항공국, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 탑승교 비용 적용 기준

(위안)

사다리 개수	사용시간	2007	2017	증가량	국제
한 개	1시간 이내	100	200	100%	200
	1시간 이후	100+50*(T-1)	200+100*(T-1)	100%	30분당100
다수	한 개 가격 기준으로 곱하기 개수			100%	동일

자료: 중국민용항공국, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 보안 검사 적용 기준

(위안/인, 톤)

기준	기내 수화물(위안/인)			국제	화물 우편(위안/톤)			국제
	2007	2017	증가폭		2007	2017	증가폭	
가격	5	8	3	12	35	53	18	70

자료: 중국민용항공국, 미래에셋대우 리서치센터

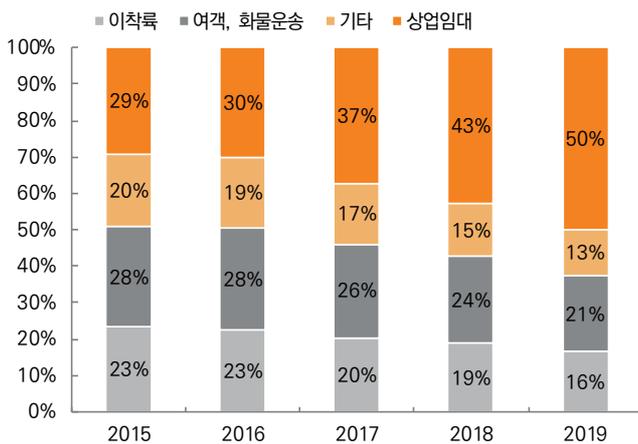
표 7. 여객 서비스 적용 기준

(위안/인)

기준	국내		국제
	2007	2017	2013
여객 서비스	34	34	70

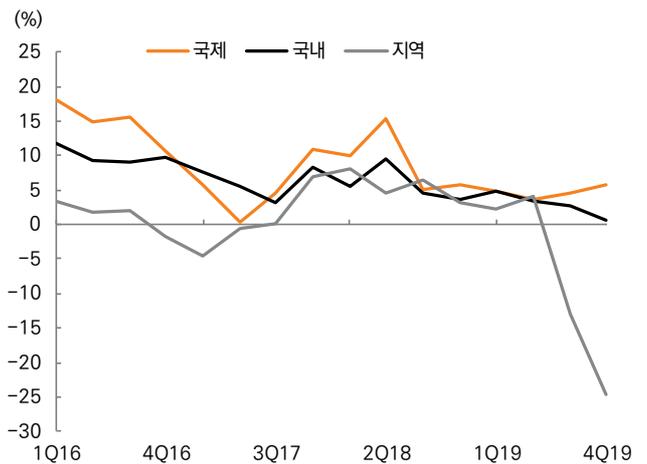
자료: 중국민용항공국, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 상해국제공항 연도별 매출 비중



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 상해국제공항 지역별 여객 증가율



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

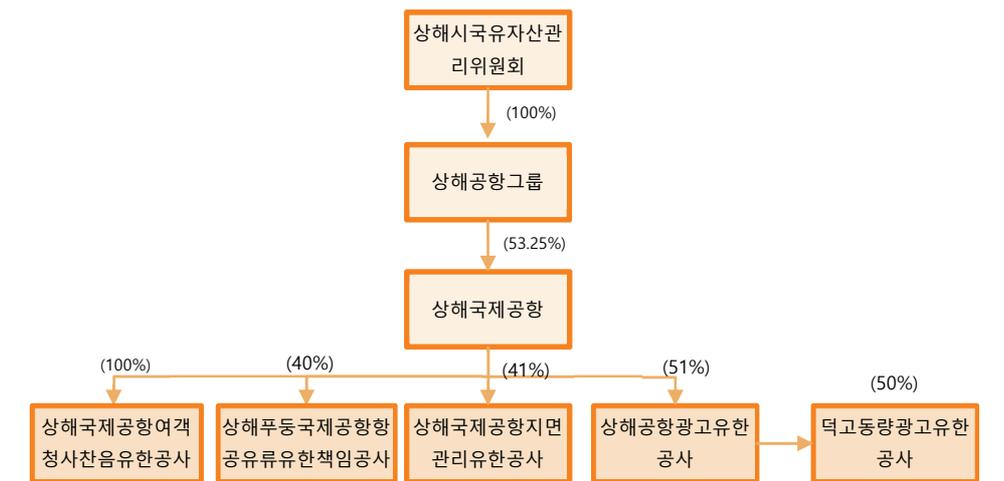
지배구조: 상해공항 그룹 산하의 국영 기업

상해국제공항의 모회사는 “상해공항그룹(机场集团)”으로 “상해시 국유자산 감독관리 위원회”가 100%출자한 기업이다. 최대 주주는 상해공항그룹으로 53.25%의 지분을 보유하고 있다. 그 밖의 주주로는 홍콩중앙청산소12.35%, 중국증권금융사2.99%, 중국은행펀드1.16%, 중국인수보험 1.12%, 중앙회금자산관리1% 등이 있다.

상해국제공항이 지배하고 있는 주요 자회사로는 상해공항광고유한공사(지분율 51%)와 상해국제공항여객청사찬음유한공사(지분율 100%)가 있다. 상해공항광고유한공사는 덕고동량(德高动量)광고 회사를 자회사로 두고 공항의 광고 설계 및 배포 업무를 담당하고 있다. 상해공항광고유한공사의 2020년 상반기 순이익은 0.92억 위안이다.

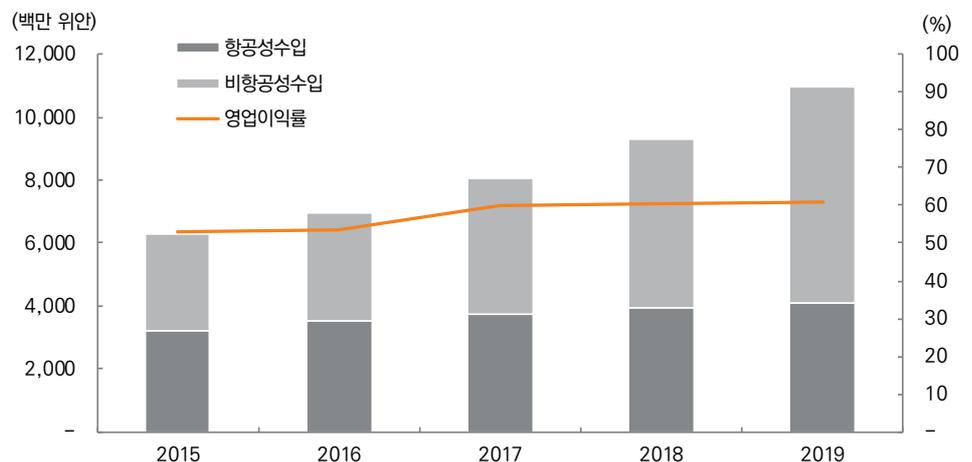
그 밖의 출자 기업으로는 상해푸둥국제공항 항공유류유한책임공사(지분율 40%)와 상해국제공항 지면관리유한공사(지분율 41%)가 있다. 항공유류회사는 유류공급설비 및 관련 시설관리와 항공유류 판매 및 저장 등의 업무를 한다. 2020년 상반기 매출은 45.05억 위안이며 순이익은 0.52억 위안이다. 지면관리서비스회사는 승객의 화물 적재 및 활주로의 지면 관리를 한다. 2020년 상반기 매출은 3.27억 위안이며 순이익은 -0.1억 위안이다.

그림 3. 상해국제공항 지배구조 및 주요 출자 현황



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 상해국제공항 부문별 실적 및 영업이익률



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

II. Valuation

목표주가 83 위안, 매수의견으로 분석 개시

상해국제공항에 대해 목표주가 83위안과 매수의견을 제시한다. 목표주가는 PBR 4.4배 (Sustainable ROE 14.0%, COE=10.2%)에 해당하는 것이다. 현재 동사의 주가는 21년 기준 PBR 3.6배 수준으로 상장 아시아 공항 평균(2.5배) 대비 프리미엄을 적용받고 있다. 하지만, 중국 최대 상업 도시인 상해를 배후에 두고 있다는 점, 압도적인 면세점의 인당 수익성, 지속적인 확장에 따른 외형 증가 등을 감안하면 할증요소는 분명 존재한다.

코로나19에 따른 항공 교통량 감소와 면세점 수익 부진에 따른 임대료 감면 등으로 인해 항공/비항공성 수입은 당분간 부진세를 이어갈 것으로 예상된다. 면세점 사업자인 중면(中免)의 Sunrise와의 협상에 따라 실적이 추가적으로 악화될 여지도 있다. 단기적으로는 주가나 실적 모멘텀이 크지는 않은 상황이다.

하지만, 중국의 코로나19 유행이 통제되고 있고 이에 따라 중국 국내선 여객 수요가 전세계에서 가장 빠르게 회복하고 있는 점은 긍정적이다. 전세계적인 코로나19 확산 상황이 해소될 경우 가장 빠르게 실적이 개선될 가능성이 크다. 장기적인 성장성은 분명 존재하기 때문에, 밸류에이션 회복 속도 역시 빠를 것으로 기대된다. 지지선으로 작용할 것으로 보이는 PBR 3.5배(2021년 기준, 60 달러 중반)에서는 지속적인 매입 전략이 유효하다.

표 8. Valuation: 수요 회복 가정시 매력적

항목	수치	비고
BPS(CNY)	19.1	2021년 BPS
BETA	0.9	3년 주가 평균
Rf(%)	3.1	
COE(%)	10.1	CRP=7.6%
GROWTH(%)	9.0	10년 장기 성장률 16.1%
ROE(%)	14.0	여행 수요 정상화 가정
Target P/B(x)	4.4	
Target EV/EBTIDA(x)	18.1	코로나19 이후 평균 20.1배, 2022년 기준
주당가치(CNY)	83.0	
현재주가(CNY)	68.92	
업사이드(%)	20.4	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 글로벌 공항 Peer valuation

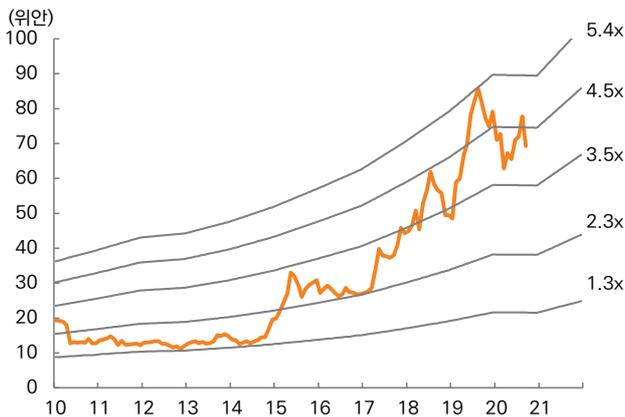
(십억원,%)

	회사명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
베트남	베트남항공 JSC	6,980	483	781	108	309	113	291	5.9	15.4	64.0	25.5	3.7	3.3	23.2	12.7
중국	광저우 바이윈국제공항	4,854	987	1,393	(12)	191	7	155	0.2	5.3	368.4	32.1	1.7	1.6	18.5	10.1
중국	선전 항공	3,071	536	733	22	134	23	105	1.2	4.8	122.5	29.2	1.5	1.4	27.0	12.3
중국	하이난 메이란국제공항	2,886	243	390	95	136	69	98	6.9	9.6	42.5	30.3	3.1	2.8	21.2	13.9
중국	상해국제공항	22,857	1,138	1,841	149	888	134	639	2.6	11.8	144.2	32.9	4.1	3.8	79.3	23.0
싱가포르	SATS	2,644	820	1,214	(58)	89	(81)	61	(4.0)	6.1	-	61.6	2.1	2.1	55.1	16.3
싱가포르	SIA 엔지니어링	1,588	498	649	29	21	42	70	6.3	5.5	36.9	23.1	1.2	1.2	55.0	13.2
말레이시아	말레이시아 에어포츠 홀딩스	2,284	790	1,143	64	229	(109)	32	(4.1)	2.1	-	94.0	1.0	1.0	17.3	8.9
인도	GMR 인프라스트럭처	2,261	819	1,160	-	-	(310)	(252)	87.1	39.6	-	-	-	-	55.0	19.2
태국	태국공항공사	30,517	1,179	944	180	138	154	31	2.7	0.9	201.8	1642.9	5.5	5.6	70.4	104.7
아시아 평균		7,994	749	1,025	64	237	4	123	10.5	10.1	140.0	219.0	2.6	2.5	42.2	23.4
스페인	아에나 SME	23,692	3,221	4,828	220	1,371	(242)	969	(1.6)	9.0	-	23.8	2.9	2.6	30.8	12.8
프랑스	아에로포르 드 파리	11,142	3,322	4,989	(1,035)	469	(973)	56	(11.3)	1.3	-	225.1	1.8	1.8	99.6	14.8
독일	프라포르트 프랑크푸르트 에어	4,240	2,601	3,823	(430)	310	(549)	98	(7.7)	2.0	-	53.0	0.8	0.8	56.4	12.0
이탈리아	에나브	2,452	1,152	1,198	166	196	134	145	8.7	9.8	18.3	16.7	1.6	1.6	6.1	5.9
오스트리아	플루그하펜 빈	2,795	463	795	(15)	(135)	(115)	27	(6.4)	1.5	-	98.2	1.6	1.7	60.2	13.8
유럽 평균		8,864	2,152	3,126	(219)	442	(349)	259	(3.6)	4.7	18.3	83.4	1.7	1.7	50.6	11.9
뉴질랜드	오클랜드 인터내셔널 에어포트	7,926	236	440	46	230	(7)	123	(0.3)	2.4	-	64.8	1.5	1.5	71.1	29.5
사우디아라비아	사우디 그라운드 서비스즈	1,798	481	-	-	-	(41)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
멕시코	그루포 에어로포르투아리오 델	3,892	579	741	184	319	108	186	7.1	12.2	40.0	21.6	2.2	2.0	17.6	11.7
멕시코	그루포 에어로포르투아리오 델	2,038	271	399	121	197	87	138	16.0	22.9	23.4	15.2	3.6	3.0	14.2	9.1
세계 평균		7,364	1,043	1,525	(10)	300	(82)	165	6.1	9.0	106.2	146.5	2.3	2.2	43.2	19.1

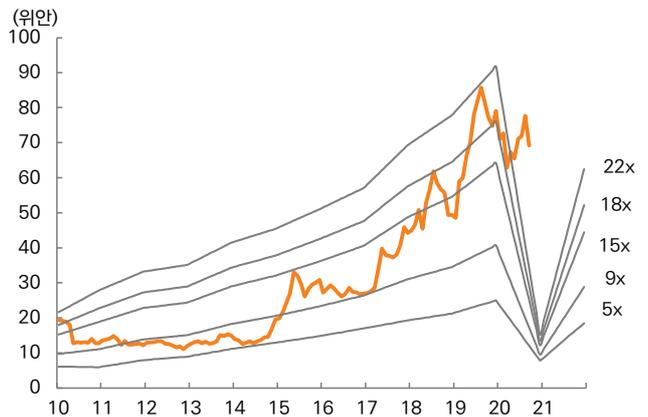
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. PBR 밴드

그림 6. EV/EBITDA 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 투자포인트

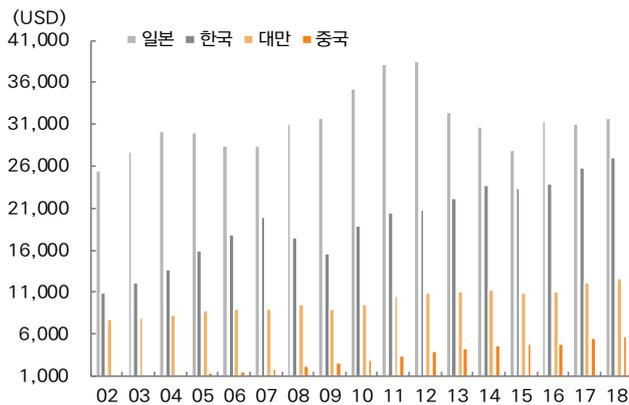
1. 중국의 아웃바운드 여행 수요: 장기적인 소득 증가와 FIT 확대에 기대

2019년 중국의 국내외 항공 여행객 수는 각각 12.1억 명, 1.6억 명을 기록했다. 2010년 이후 연평균 10.2% 성장세를 기록하고 있다. 이러한 성장세는 향후 소득 증가 및 저비용 항공사 등장 및 개인 독립 여행(FIT)확대와 함께 지속될 가능성이 높다.

중국의 인당 가처분 소득은 4,443달러로 여타 동아시아 국가들에 비해 크게 낮은 상황이지만 그만큼 추가 성장의 여지가 높다. 대도시 평균 가처분 소득은 5,293달러로 중국 평균 대비 높으며, 그중 상해는 10,645달러로 평균의 두배가 넘는 수준이다.

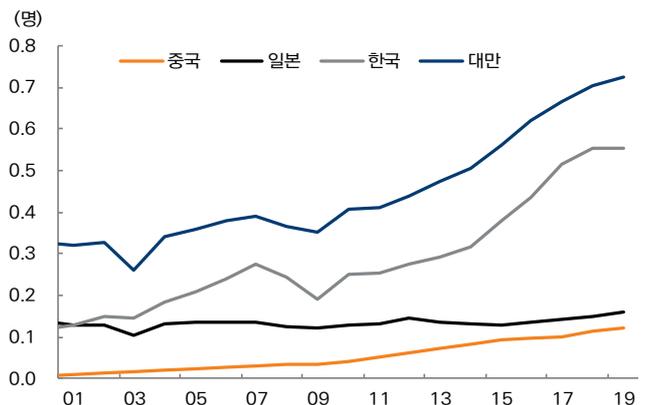
특히 대도시를 중심으로 한 소득 성장은 해외 여행 수요를 지속적으로 자극할 것으로 예상된다. 인당 해외 여행객 수는 약 0.12명이다. 현재 인당 출국자 수나 1인당 GDP 등으로 본다면, 중국의 해외 여행 시장의 성숙도는 한국과 비교하자면 90년 대 초반 수준으로 볼 수 있다. 주변 아시아 국가에 비해 아직은 성장할 여지가 크다.

그림 7. 주요 동아시아 국가 인당 가처분 소득 추이



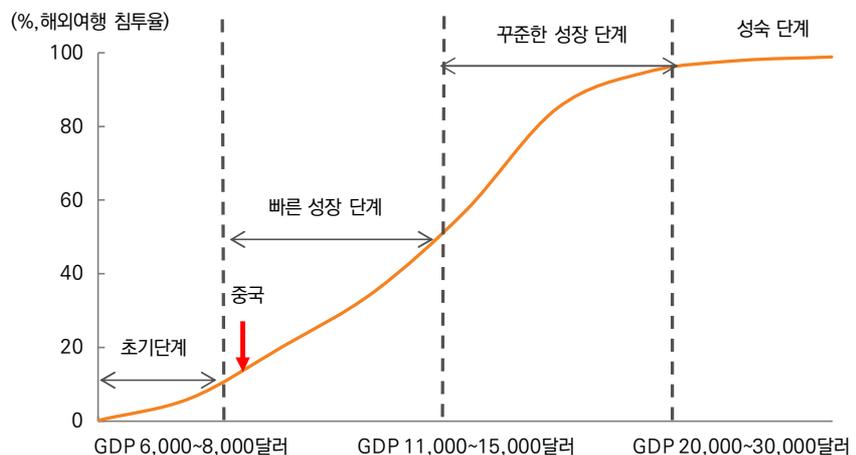
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 한국, 일본, 중국, 대만, 인구당 출국자 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 중국 해외 여행 시장은 장기성장 초입 국면

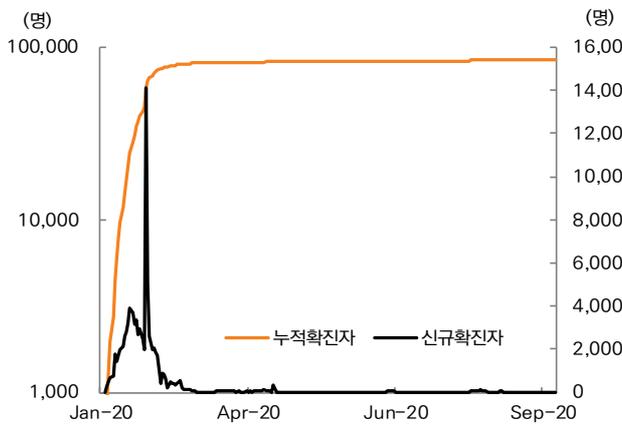


자료: Shanxi Normal University, 미래에셋대우 리서치센터

여권 소지 비율 역시 10% 미만이다. 개인 독립 여행(FIT) 증가 가능성은 장기적으로 중요한 성장 요소이다. 2019년에는 비자 발급 비용이 25% 가량 하락하면서 비자 발급 수요 증가도 예상된다. 물론, 코로나19로 인해 일시적인 시장 축소는 불가피하다. 하지만, 중국의 코로나19 확진자 추이는 안정세를 취하고 있으며, 일단 국내선을 중심으로 시장은 빠르게 회복하고 있다.

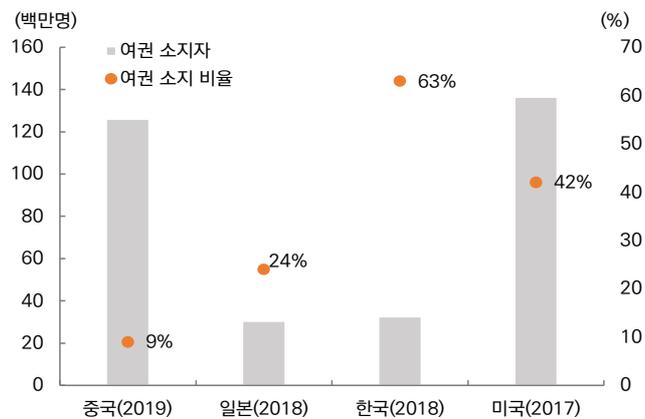
장기적으로 여행 성향의 다변화, 저비용항공사 출현 등에 따른 비용부담 경감은 다양한 여행 수요를 창출할 수 있다. 항공사에게는 경쟁의 지속을 의미할 수 있으나, 지역 독점적 성격이 존재하는 공항 입장에서는 순수한 시장 확대를 의미한다.

그림 10. 중국내 코로나19 신규 확진자 추이



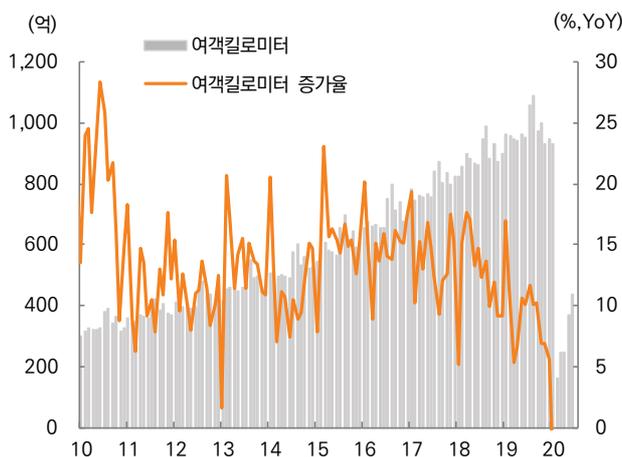
자료: 중국통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 주요 국가별 인구대비 비자 취득 비중



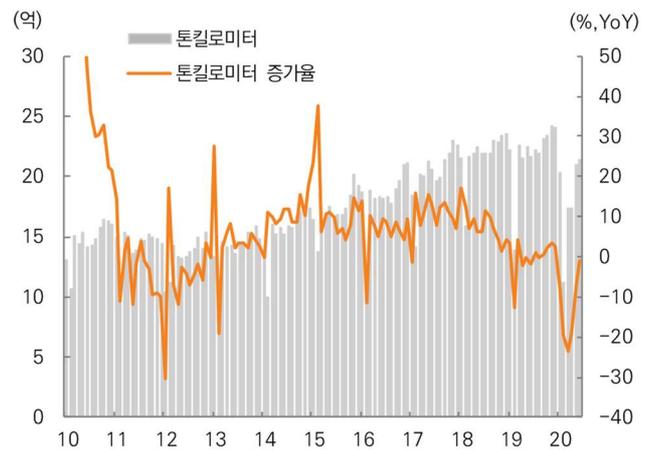
자료: 중국통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 중국 여객 수송 추이



자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터
 주:최저 20년 2월: -83%, 20년 6월 기준: -53.75%

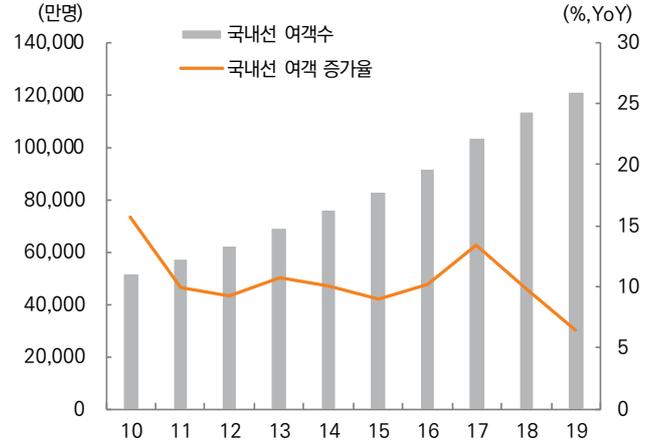
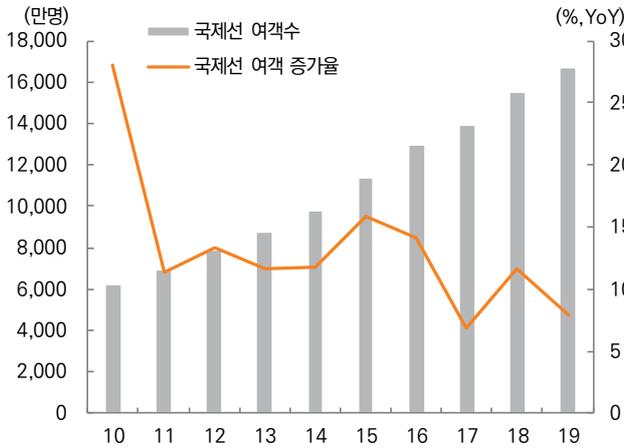
그림 13. 중국 화물 수송 추이



자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 중국 국제선 여객 수송 추이

그림 15. 중국 국내선 여객 수송 추이

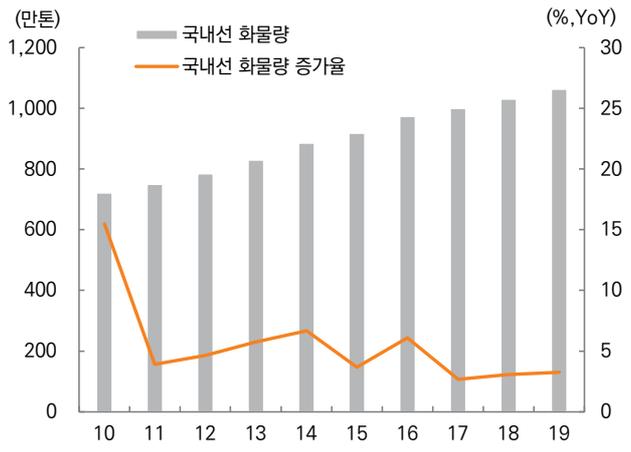
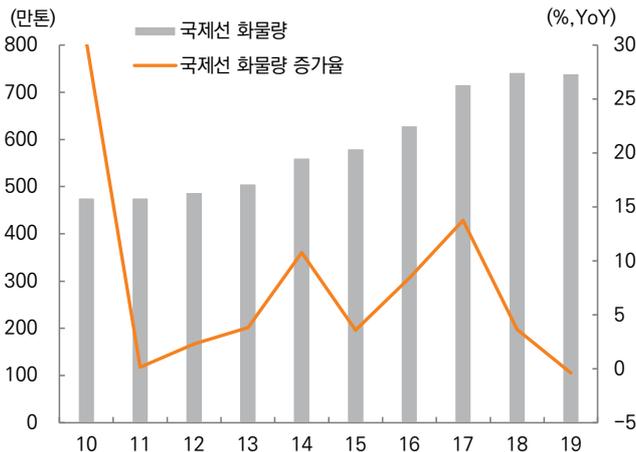


주:국제선은 홍콩, 마카오, 대만을 포함. 자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 중국 국제선 화물 수송 추이

그림 17. 중국 국내선 화물 수송 추이



주:국제선은 홍콩, 마카오, 대만을 포함. 자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

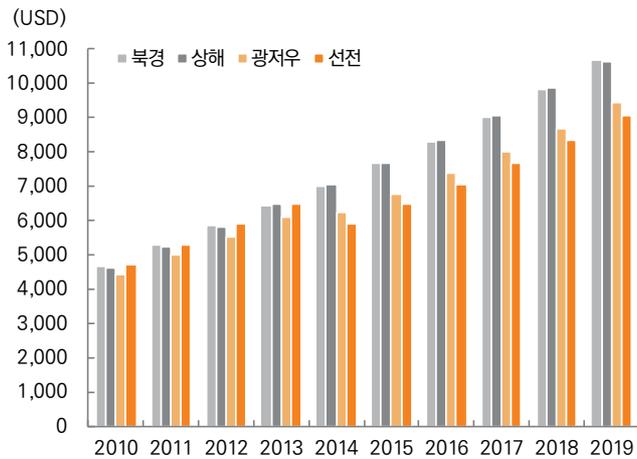
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

2. 최대의 상업도시, 상해가 배후에 있다

상해 푸둥공항은 2019년 기준 약 7,600만 명의 인원을 수용한 바 있으며 중국내 전체 여객 점유율은 5.5%로 2위, 국제 여객 점유율은 27.6%로 중국내 부동의 1위 자리를 지키고 있다. 중국의 여러 지역 중에서도 상해 지역을 기반으로 두고 있다는 것은 큰 메리트로 작용한다. 주요 공항 중 화물 운송량은 압도적으로 높은 상황이며 경쟁 도시와의 격차도 확대되고 있는 상황이다.

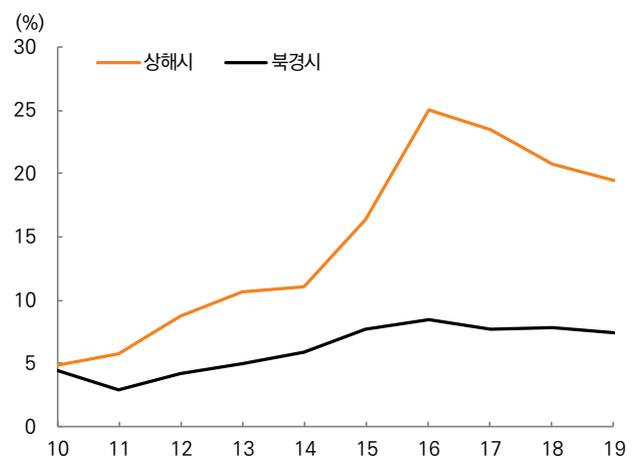
무엇보다 상해 지역의 인구는 약 2,428만 명으로 북경(2,153만 명), 선전(1,344만 명), 광저우(1,531만 명)를 크게 넘어서고 있다. 최대의 상업도시인 상해의 인당 가처분 소득 역시 10,645달러로 북경(10,679달러)과 함께 중국에서 최고 수준이다.

그림 18. 주요도시의 인당 가처분 소득



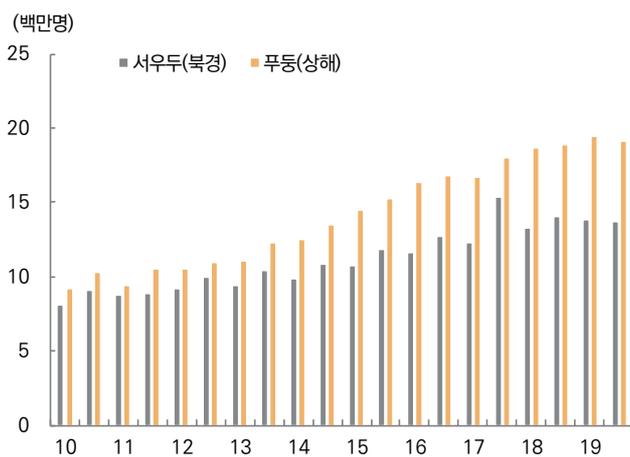
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 중국 도시인구 대비 출국자수 추이



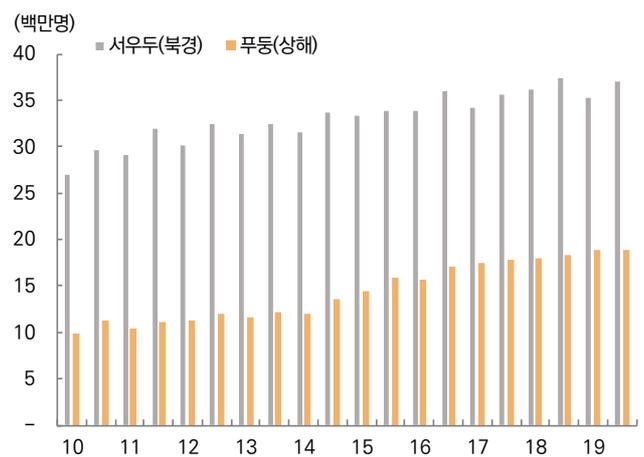
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 상해/수도 공항: 국제선 여객수



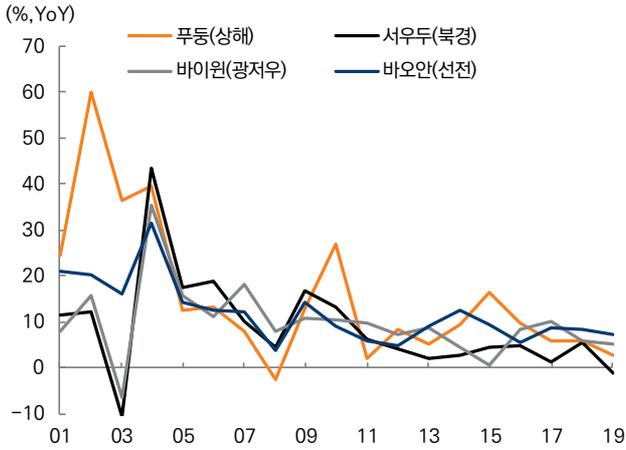
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 상해/수도 공항: 국내선 여객수



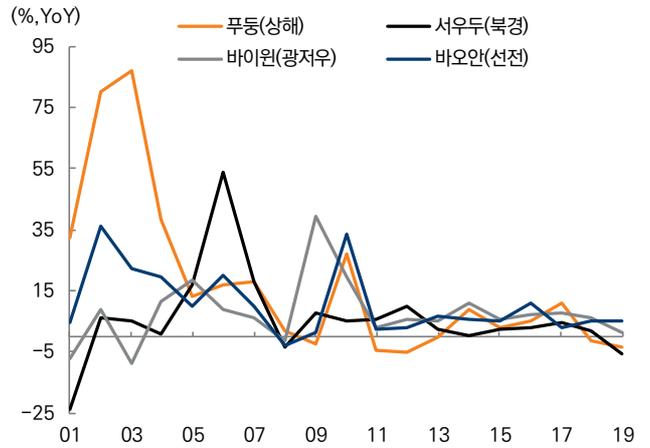
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 중국 주요 공항 여객 증가율 비교



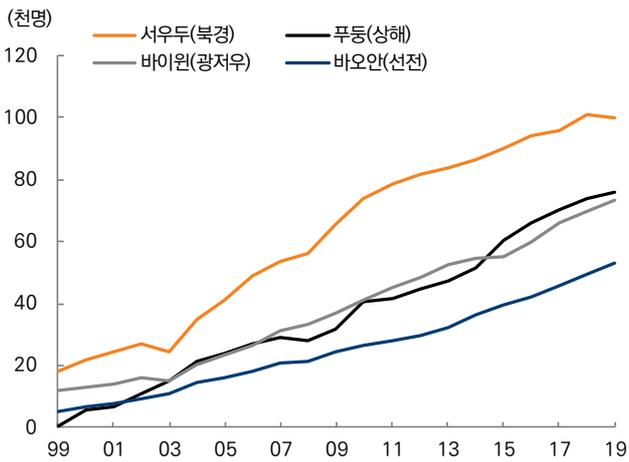
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 중국 주요 공항 화물 운송량 증가율 비교



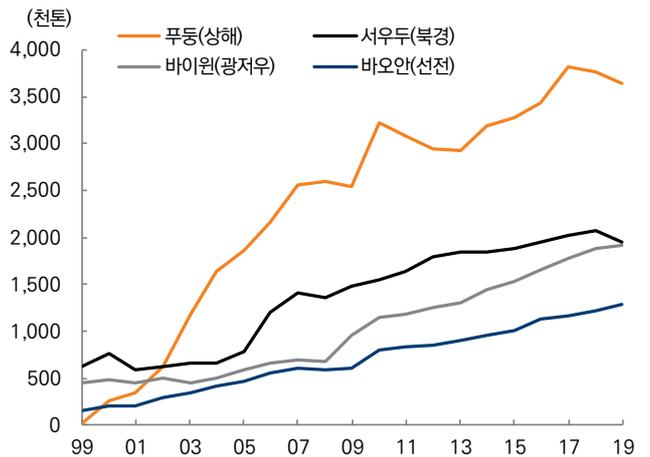
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 중국 주요 공항 여객 비교



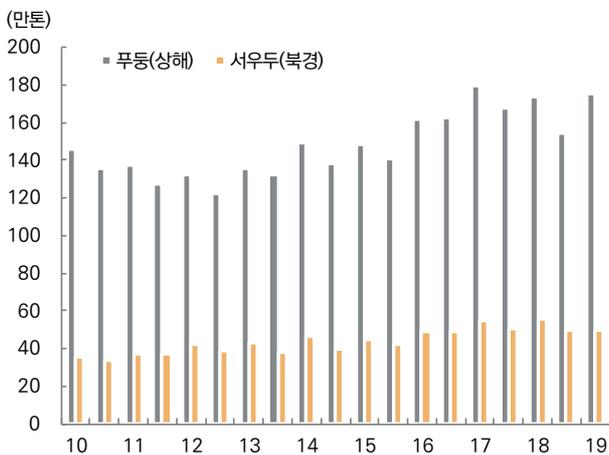
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 중국 주요 공항 화물 운송량 비교



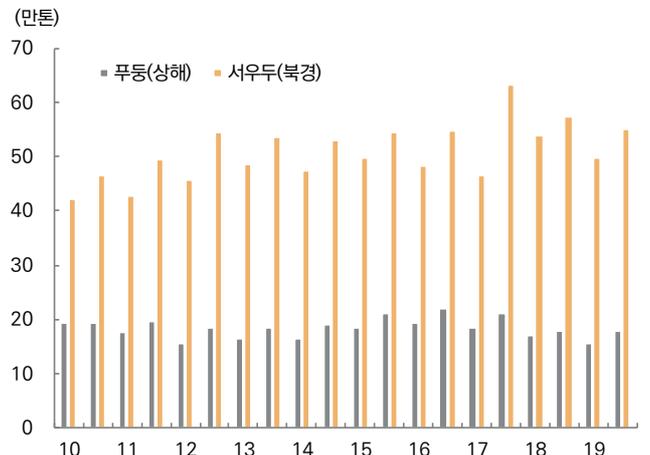
자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 상해/수도 공항: 국제선 화물량



자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 상해/수도 공항: 국내선 화물량



자료: wind, 미래에셋대우 리서치센터

높은 성장성에 발맞추기 위해 푸둥공항의 확장도 지속되고 있다. 2019년 위성 공항 건설을 완료하면서 연간 8,000만 명의 인원을 수용할 수 있게 된 푸둥공항의 4기 건설이 본격화될 예정이다. 상해국제공항 제4기 건설 계획에 따르면, 푸둥공항은 제3터미널(T3) 및 제6,7,8 활주로 건설을 목표로 하고 있다.

제3터미널(T3)은 연간 4,000만 명의 여객 수용능력을 보유할 것으로 기대된다. 코로나19로 인해 계획 자체는 다소 지연될 가능성은 있겠지만 당초 계획(2025년)대로 완공 시 푸둥공항은 연간 총 1.2억 명의 여객을 수용할 수 있게 된다. 2017년 상해시가 발표한 <상해시도시총합계획(上海市城市总体规划 2017~2035)>에 따르면 2035년까지 상해시의 전체 여객 수용능력을 1.8억 명까지 늘릴 계획이다.

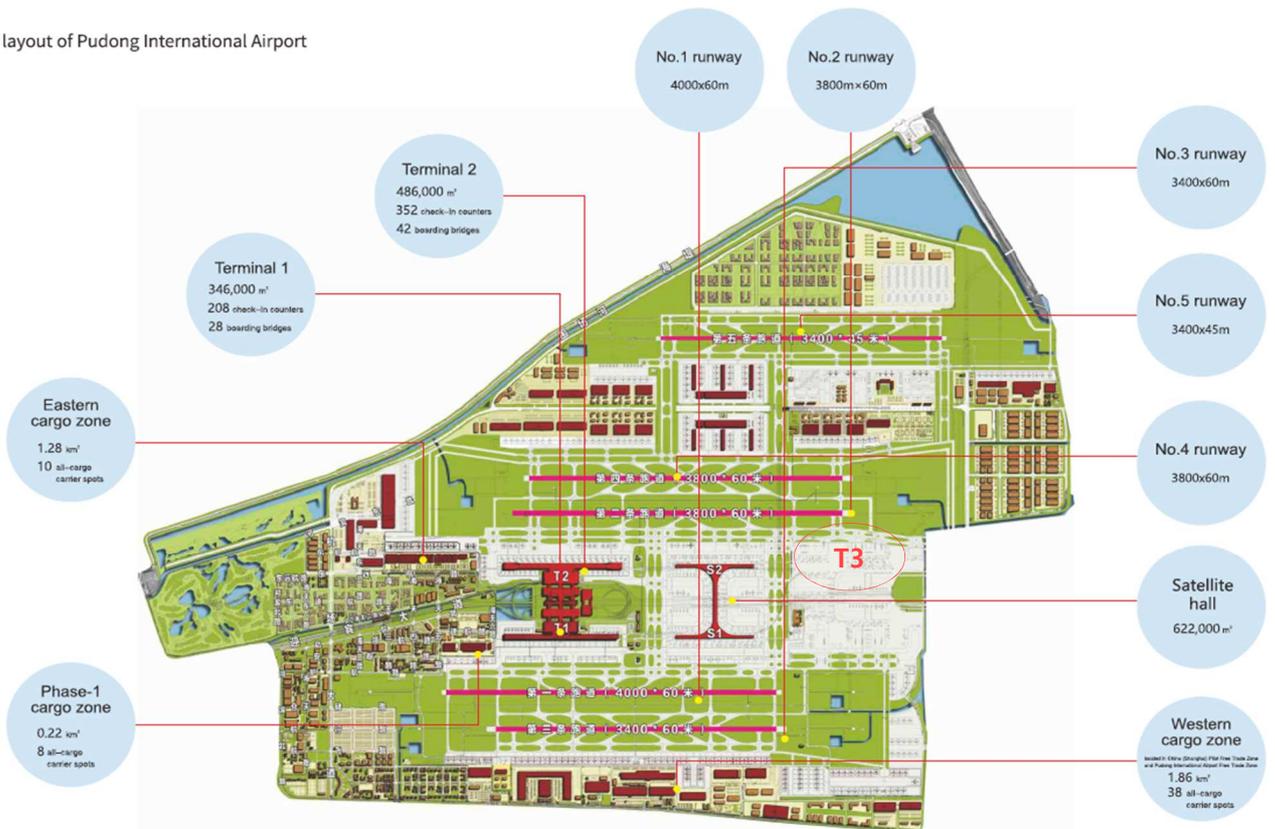
표 10. 상해국제공항 확장 계획표

건설 기수	건설 기간	수용 가능 승객 수(명)	건설 내용	건물 면적(m ²) 평가 제외	투자금(위안)
제1기 건설	1997~1999.9	2,000만	T1	27.8만	130.6억
제2기 건설	2005~2008.3	6,000만	T2	48.55만	
T1 추가 건설	2016		T1	6.8만	
제3기 건설	2016~2019	8,000만	S1, S2	62.2만	206억
제4기 건설	2020~2025	1.2억	T3		
계획 중	2025~2035	1.6억			

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 푸둥공항 확장 개요도

General layout of Pudong International Airport



자료: 상해공항그룹 Corporate social responsible 2018, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 푸둥공항 제3기 건설 위성정 이미지



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 푸둥공항 제4기 건설 T3 예상 이미지



자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

3. 면세점의 높은 수익성과 안정성

상해공항의 가장 큰 수익원은 비항공성 수익, 특히 면세점 관련 임대료 수익이다. 상해국제공항의 영업이익률은 평상시 약 60~65% 수준으로 안정적이다. 이는 면세 수익으로 대표되는 비항공성 부문의 영업이익에 기인한다. 면세 수익의 근간은 임대료이며, 상해국제공항은 면세점 매출에 연동하여 책정된 임대수익을 얻는다. 또한 매출액에 비례한 임대수익이 최소보장임대료보다 적을 경우 상해국제공항은 계약에 명시된 최소보장임대료를 받게 된다.

최근에는 코로나19라는 비정상적인 국면을 맞아 면세 관련 임대 수익 역시 급격히 악화된 상황이다. 전래 없는 팬데믹 상황에서 계약이 “최소 임대수익 보장”이라는 원칙의 예외가 적용되고 있기 때문이다. 이는 상해국제공항이 공익을 추구하는 공기업의 성격을 띄고 있어서 이기도 하지만 장기적인 면세점 운영자(선라이즈, 중국면세유한공사)의 지속가능성 역시 동사에 중요하기 때문이다.

표 11. 상해국제공항 면세점 임대료 계약 (억 위안)

기준	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	합계
최소보장임대료	35.25	41.58	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48	410

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 면세점 매출 커미션 비율 (%)

분류	종합 매출 커미션 비율	분류 매출 커미션 비율
향수, 화장품, 담배, 술, 식품	42.5%	$(42.5\% - 12.5\% * 25\%) / 87.5\% = 45\%$
일반용품		25%

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

장기적으로 상해국제공항(푸둥공항)이 주목 받을 수 밖에 없는 것은 인당 면세품 소비(약 46달러)가 주요 공항 대비 최고 수준이라는 것이다. 이는 홍콩(35달러), 인천(34달러)는 물론 싱가포르(44달러)를 넘어서는 것이다. 일반적으로 소비성향은 크게 변하지 않는 경향이 있기 때문에 향후 지속될 경제성장과 출입국자 수의 증가, 가처분 소득의 성장 가능성을 감안하면 면세 시장은 더욱 커질 수 밖에 없다.

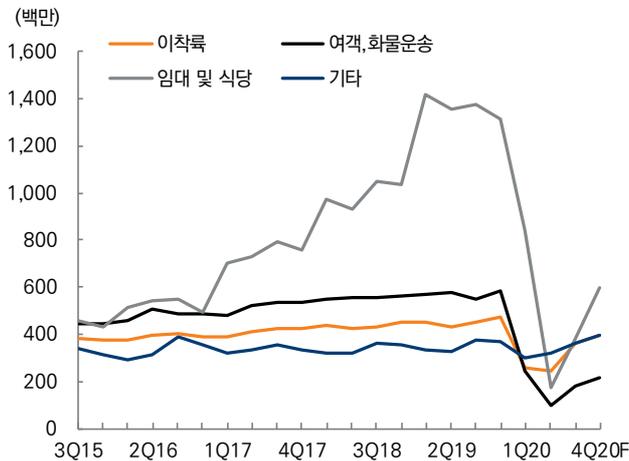
물론 실적 자체는 단기적으로는 부진할 수 밖에 없다. 출입국 정상화 시 폭증할 이연수요까지 감안하면, 동사의 이익 및 마진 개선 폭의 회복도 그 어느 때보다 빨라질 것으로 예상된다. 일정 수준 이상에서 임대수익이 매출과 연동하는 계약 구조의 특징이 있기 때문이다.

표 13. 글로벌 공항 면세점 매출액 비교

	19년도 전체 면세점 매출(억 달러)	19년도 국제선 여객수(만 명)	인당 면세품 소비(달러)
상해국제공항	17.8	3,851	46
싱가포르창이공항	29.0	6,630	44
서우두공항	10.5	2,757	38
홍콩국제공항	24.9	7,153	35
인천국제공항	24.3	7,058	34
두바이국제공항	20.3	8,640	23
태국국제공항	19.3	8,400	23
바이윈공항	2.7	1,900	14
암스테르담스히폴공항	8.1	7,170	11
런던히드로공항	4.5	7,603	6

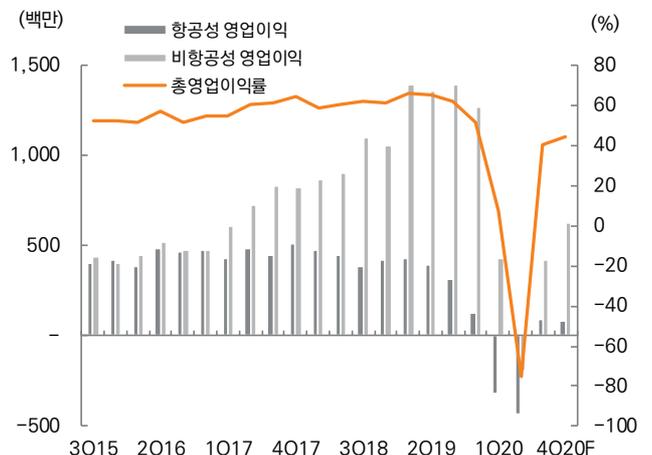
자료: 공시자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 상해국제공항 부문별 매출 추이



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

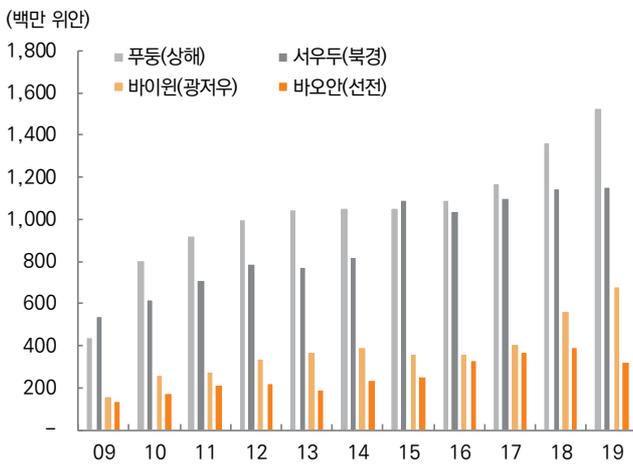
4. 작지만 그만큼 업사이드가 있는 광고부문

상해공항의 광고 매출액은 손자회사인 덕고동량의 2019년 매출액 기준 연간 15.3억위안 수준이다. 이로 인해 자회사에 인식되는 순이익은 2019년 연간 4.7억 위안이다. 2019년도 기준 상해국제공항의 광고 부문 순이익은 전체 순이익의 약 4.6%를 차지하고 있다.

현재도 푸둥공항의 광고 매출액(덕고동량 기준)은 최고 수준이나, 추가적인 외형 확대가 가능하다. 2020년, 15년에 달하는 광고 계약이 종료되기 때문이다. 2013년 이미 광고 계약이 갱신된 중국의 바오안(선전) 공항의 경우 매출액 및 순이익이 100% 가까이 급증하였다.

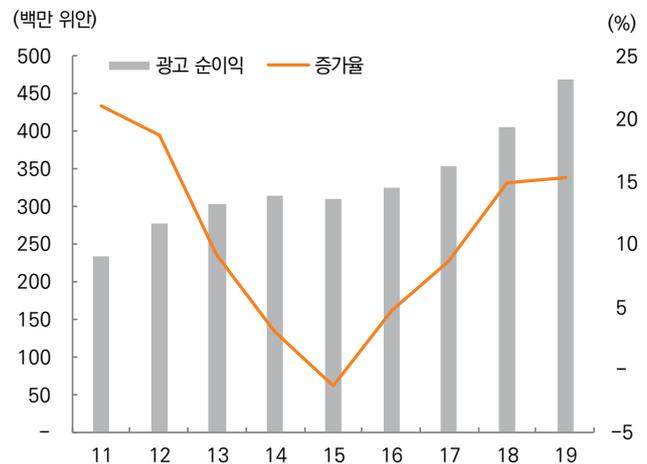
물론 코로나19로 인해 재계약 여건이 좋지 못한 상황이다. 2021년은 단기 계약이나, 일시적으로 수익성이 낮은 계약으로 귀결될 가능성이 높다. 하지만, 정상적인 계약과 공항 확장 계획을 감안하면 현재 순이익이 100%~200% 상승하며 보다 의미 있는 수익원이 될 가능성이 높다.

그림 33. 중국 주요 공항 광고 매출액 비교



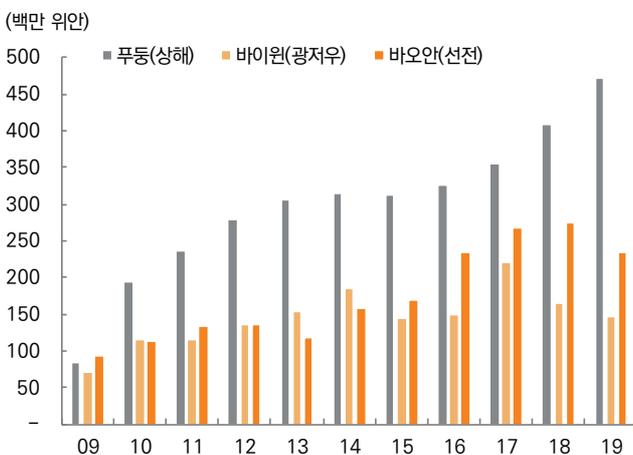
자료: 공시자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 상해공항광고유한공사 순이익 추이



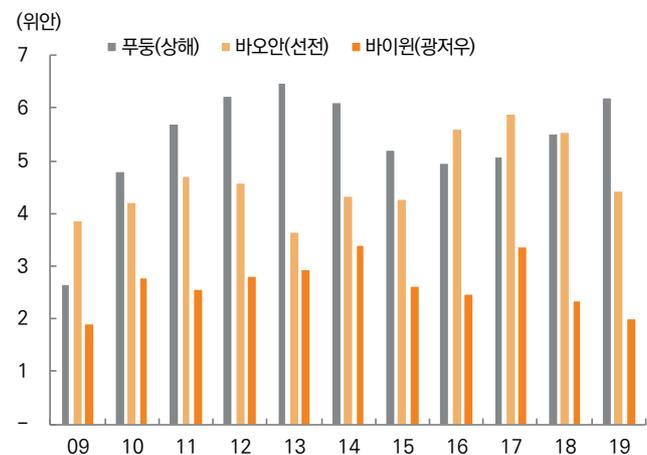
자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 중국 주요 공항 광고 순이익의 비교



자료: 공시자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 중국 주요 공항 인당 광고 순이익의 비교



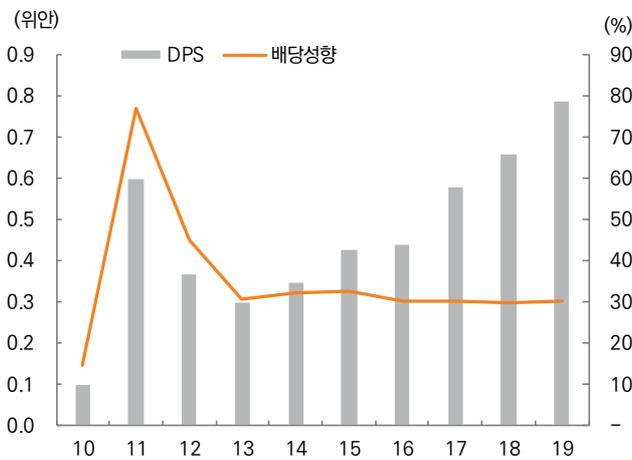
자료: 공시자료, 미래에셋대우 리서치센터

5. 안정적인 배당성향

상해국제공항의 안정적인 배당 성향 역시 장기적으로 매력적인 포인트이다. 동사는 2010년~2019년 평균 배당 성장이 16.1%에 달했으며, 배당 성향은 평균 약 40%, 최근 3개년간으로 축소해 보더라도 약 30%로 비교적 높게 유지되어 왔다. 높은 영업 마진과 안정적인 영업 상황이 이러한 안정성을 담보해 왔다.

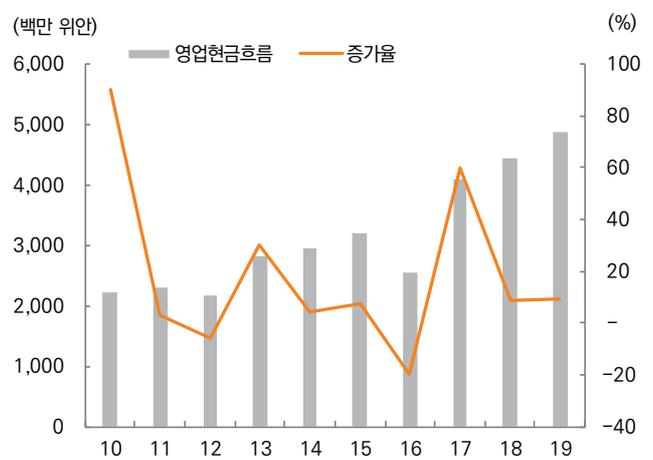
2020년에는 순이익을 기록하지 못할 가능성이 커, 배당에 대한 기대감도 매우 낮아진 상황이다. 하지만, 이익 수준이 2022년 정상화에 근접하면서 주당 배당 역시 0.85위안(배당성향 30% 가정)으로 2019년 수준을 넘어설 것으로 기대된다.

그림 37. 연도별 DPS 추이 및 배당성향



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 연도별 영업현금흐름



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 실적 전망

코로나19에 따른 국제 여객 수요 부진 영향 본격화

상해국제공항의 실적은 2Q20 들어 급격히 악화되고 있다. 코로나의 여파로 2020년 3월 24일부터 홍차오공항의 모든 국제 및 홍콩, 마카오, 대만의 여객이 운행을 중단한 상태이며 현재는 국내선만 운행 중이다. 때문에 현재 상해에서는 푸둥공항을 통해서만 국제 및 홍콩 마카오 여객을 이용할 수 있다. 현재 푸둥공항에서는 국내선과 국제선 모두를 운행 중이다.

코로나19에 따른 교통량 감소, 이용 여객자수 급감은 항공성/비항공성 수익을 모두 악화시키고 있다. 주요 비항공성 수익 중 하나인 면세점 임대수익은 계약성 최소 임대료가 수익성을 어느 정도 보전 할 수 있다. 코로나19라는 극단적인 상황의 예외성으로 인해 면세업자에 대한 임대료 역시 대폭적으로 삭감된 것으로 보인다.

실제로 2Q20 항공성 및 비항공성 매출액은 각각 64.8%, 71.3% YoY 감소했다. 영업이익은 6.3억 손실 (영업이익률 -75.4%)을 기록하며 역대 최악의 실적을 기록했다. 이는 당분간 이어질 가능성이 높다. 면세사업자인 선라이즈(중면)와의 임대료 협상이 아직 완결되지 않은 상황으로 최종 협상 완료 시점에서 상반기 임대료 감면 폭이 추가되며 소급 적용될 가능성도 존재한다.

표 14. 상해국제공항 실적 전망

(mn CNY)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	2,774	2,681	2,753	2,737	1,636	834	1,108	1,476	10,945	5,054	9,633
항공성	1,020	1,004	1,003	1,057	487	353	418	565	4,084	1,823	3,117
이착륙	450	429	454	472	259	242	275	351	1,126	1,126	1,825
국제	175	167	180	191	108	86	88	101	445	384	710
국내	235	224	238	244	130	135	167	230	587	661	871
지역	39	37	36	37	21	21	19	20	94	81	245
여객, 화물	570	575	549	586	229	111	144	214	2,279	697	1,291
국제	343	350	336	359	140	47	64	99	1,008	175	459
국내	167	167	161	174	67	57	72	101	1,127	552	822
지역	61	57	52	53	22	7	8	13	144	(30)	11
비항공성	1,754	1,677	1,750	1,680	1,149	481	690	911	6,861	3,231	6,516
면세점	1,001	926	925	936	660	110	300	500	3,788	1,570	4,549
식당	419	427	452	376	180	63	80	100	1,675	423	707
기타	334	324	373	367	309	308	310	311	1,398	1,238	1,260
영업이익	1,821	1,749	1,708	1,397	115	(629)	123	311	6,675	(80)	3,997
항공성	669	655	622	540	34	(266)	46	119	2,491	(29)	1,293
비항공성	1,151	1,094	1,086	857	80	(363)	77	192	4,184	(51)	2,704
세전이익	1,821	1,750	1,703	1,394	115	(629)	121	309	6,668	(85)	3,988
순이익(지배)	1,391	1,308	1,295	1,036	81	(466)	81	215	5,030	(90)	2,966
영업이익률 (%)	65.6	65.2	62.1	51.0	7.0	-75.4	11.1	21.1	61.0	-1.6	41.5
세전순이익률 (%)	65.6	65.3	61.9	50.9	7.0	-75.5	10.9	21.0	60.9	-1.7	41.4
순이익률 (지배,%)	50.1	48.8	47.0	37.8	4.9	-55.9	7.3	14.6	46.0	-1.8	30.8
여객수(천명)	18,826	19,394	19,688	18,241	8,077	4,134	7,098	10,006	76,148	29,316	50,093
(%,YoY)	4.9	3.4	2.6	0.6	(57.1)	(78.7)	(63.9)	(45.1)	2.9	(61.5)	70.9
화물 운송량(천톤)	805	897	926	1,007	744	965	1,020	1,075	3,634	3,804	3,971
(%,YoY)	(9.1)	(7.1)	(2.8)	4.5	(7.6)	7.6	10.2	6.8	(3.5)	4.7	4.4

자료: 미래에셋대우 리서치센터

실적 회복 시점은 2021년 하반기

상해국제공항의 실적 반등 시점은 국제 노선의 본격적인 재취항에 달려 있다. 이는 코로나19 확산이 마무리 되고 타 국가들의 여행 제한 해제가 필요한 것으로 현시점에서 정확히 예단할 수 없다. 다만, 4Q20에 접어드는 현시점에서 2020년에 실적에 대한 기대감이 낮아진 상황이다. 당사는 2020년 매출액 50.5억 위안, 영업손실 8천만 위안의 실적을 예상하며, 9천만 위안의 순손실로 배당 역시 기대가 난망한 상태로 판단된다.

2021년부터의 실적은 다양한 시나리오와 가정을 통해 추정해 볼 수 밖에 없는 상황이다. 현시점에서 긍정적 시나리오(시나리오1)에서 부정적인 시나리오(시나리오3)까지 가정해 볼 수 있다. 본 보고서의 실적 추정은 중립적인 기대가 반영된 시나리오(시나리오2, 백신 치료제 출시 2021년 상반기, 국제노선 정상화 2021년 하반기)에 기반한다.

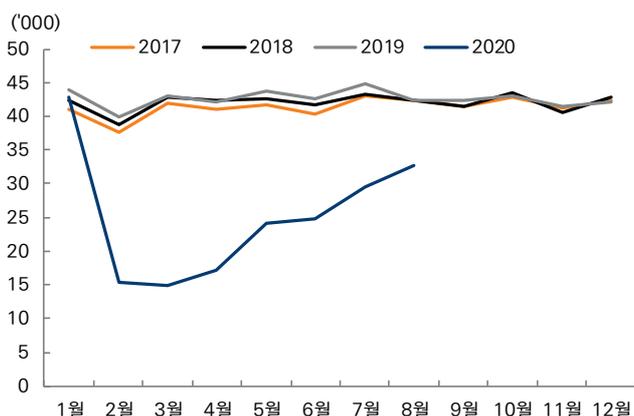
2021년 예상 매출액은 96.3억 위안(+91% YoY, 2019년 대비 98% 수준), 영업이익은 40.0억 위안 (흑자전환, 2019년 대비 60% 수준)으로 추정한다. 분기별로는 2Q21~3Q21부터 영업이익이 턴어라운드 할 것으로 기대되며, 4Q21~1Q22에는 2019년에 가까운 실적 회복도 가능할 것으로 예상된다.

표 15. 시나리오 별 상해국제공항 2021년 실적 (mCNY, 천명)

	시나리오1 (BEST)	시나리오2 (BASE)	시나리오3 (WORST)
백신/치료제 출시 시점	4Q20	1H21	2H21
국제노선 정상화 시점	2Q21	2H21	1H22
2021년 실적			
국제노선 출국자 수	23,201	15,883	9,317
증가율(%)	345	205	109
2019년 대비	-28.4	-51.0	-71.2
매출액	10,627	9,633	8,871
영업이익(EBIT)	5,627	3,997	2,171
-Margin(%)	52.9	41.5	24.5
순이익	4,234	2,966	1,539
EPS(CNY)	2.2	1.5	0.8
DPS(CNY)	0.7	0.5	0.2
PER(배)	31.4	44.8	86.3
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.3

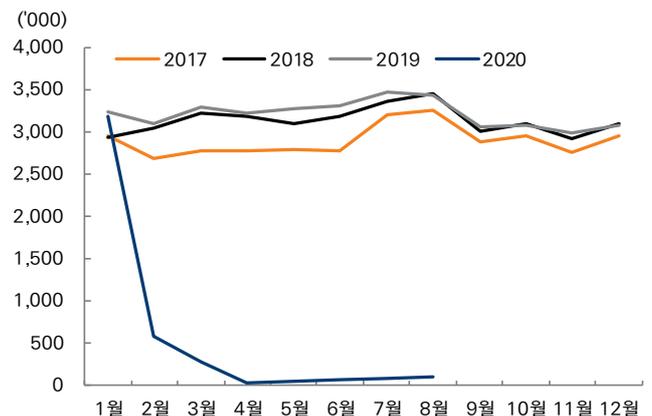
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 상해국제공항 운송 횟수



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 상해국제공항 여객수 (해외 출국자수, 홍콩/마카오/대만 포함)



자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

상해국제공항 (600009 CH)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(CNY mn)	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	10,945	5,054	9,633	12,644
Cost of good sold	5,340	5,538	6,456	6,534
Gross Profit	5,604	(484)	3,177	6,110
Operating Expenses	4,270	5,134	5,636	5,444
EBIT	6,675	(80)	3,997	7,200
Non-Operating Profit	(7)	(4)	(8)	(8)
Net Financial Income	2	1	2	2
Net Other Income	(9)	(5)	(11)	(10)
Pretax Profit	6,668	(85)	3,988	7,192
Income Tax	1,407	(91)	843	1,521
Minority interest	231	96	179	235
Net profit attributable to owners	5,030	(90)	2,966	5,436

Growth & margins (%)

Revenue growth	17.5	-53.8	90.6	31.3
Gross profit growth	16.4	TR	TB	92.3
EBIT growth	18.5	TR	TB	80.1
Net profit growth	18.9	TR	TB	83.2
EPS growth	18.9	TR	TB	83.2
Gross margin	51.2	-9.6	33.0	48.3
EBIT margin	61.0	-1.6	41.5	56.9
Net profit margin	46.0	-1.8	30.8	43.0

예상 현금흐름표 (요약)

(CNY mn)	2019	2020F	2021F	2022F
Cash Flows from Op Activities	4,885	1,406	3,980	6,615
NPAT-MI	5,030	(90)	2,966	5,436
Depr. & amortization	883	928	993	1,062
Chg in Working Capital and others	(1,029)	568	21	117
Cash Flows from Inv Activities	(1,810)	(1,520)	(2,020)	(2,520)
Capital expenditures(Net)	(2,302)	(2,000)	(2,500)	(3,000)
Others	492	480	480	480
Cash Flows from Fin Activities	(1,481)	386	(540)	(1,263)
Dividends	(1,522)	0	(890)	(1,631)
Increase(decrease) in equity	(172)	200	150	175
Increase(decrease) in debt	213	186	200	193
Net increase in cash	1,594	272	1,420	2,832
Beginning cash	8,766	10,360	10,632	12,051
Ending cash	10,360	10,632	12,051	14,883

자료: 상해국제공항, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(CNY mn)	2019	2020F	2021F	2022F
Current Assets	12,468	11,564	13,836	17,296
Cash and cash equivalents	10,360	10,632	12,051	14,883
Receivables	1,735	589	1,043	1,239
Inventories	14	11	19	24
Other current assets	358	332	722	1,150
Non-Current Assets	24,703	25,551	28,258	31,333
Net fixed assets	20,244	21,316	22,824	24,762
Investments	3,930	4,000	5,000	6,000
Other long-term assets	529	234	434	571
Total Assets	37,171	37,115	42,094	48,628
Current Liabilities	4,715	4,970	4,882	2,470
Payables	1,700	845	1,640	2,124
Short-term debts	0	0	0	0
Other current liabilities	3,014	4,125	3,242	346
Non-Current Liabilities	7	6	7	7
Long-term debts	0	0	0	0
Other non-current liabilities	7	6	7	7
Total Liabilities	4,722	4,976	4,889	2,477
Controlling Interests	32,004	31,920	36,798	45,621
Paid-in capital	2,576	2,576	2,576	2,576
Retained earnings	26,192	26,108	30,986	39,808
Other capital and adj.	3,237	3,237	3,237	3,237
Non-controlling interests	445	218	407	530
Stockholders' Equity	32,450	32,138	37,205	46,151

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	30.2	-	44.8	24.4
P/B (x)	4.7	4.2	3.6	2.9
EV/EBITDA (x)	18.7	144.2	24.2	14.3
EPS (CNY)	2.61	(0.05)	1.54	2.82
BPS (CNY)	16.61	16.56	19.10	23.67
DPS (CNY)	0.79	0.00	0.46	0.85
Payout ratio (%)	30.3	0.0	30.0	30.0
Dividend Yield (%)	1.1	0.0	0.7	1.2
Accounts receivable turnover (x)	6.3	8.6	9.2	10.2
Inventory turnover (x)	763.2	458.8	503.0	524.8
Accounts payable turnover (x)	6.4	6.0	5.9	6.0
ROA (%)	13.5	-0.2	7.0	11.2
ROE (%)	15.5	-0.3	8.0	11.8
ROIC (%)	16.2	0.0	8.5	12.3
Liability to Equity Ratio (%)	14.6	15.5	13.1	5.4
Current Ratio (%)	264.4	232.7	283.4	700.1
Net Debt to Equity Ratio (%)	-31.9	-33.1	-32.4	-32.2

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.