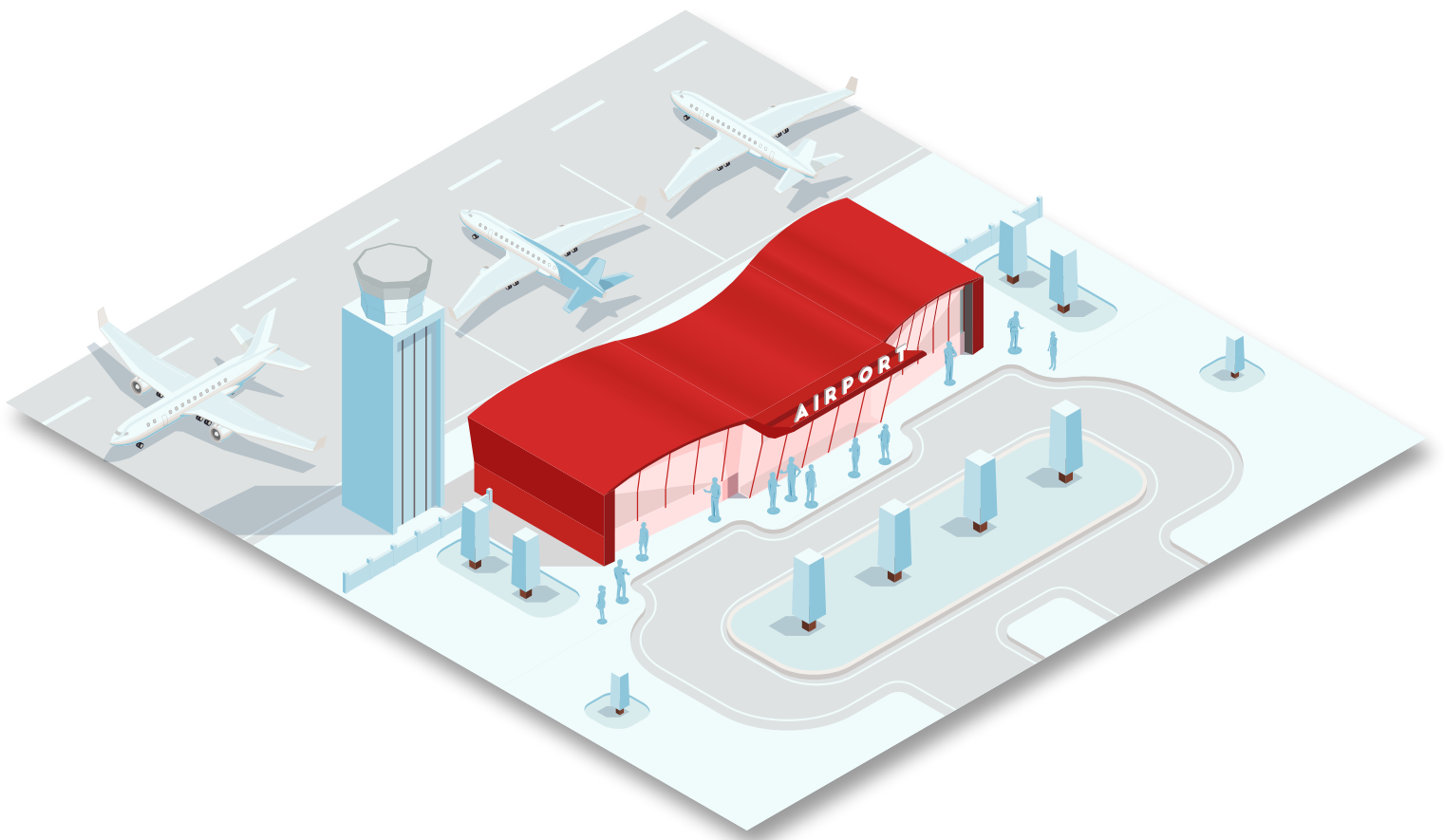


行业研究

机场商业能否成为下一个 独立上市板块？

Can Airport Commerce be Recast to a Separate
Shares Listing of the Group?



JUSTIFIED TRUE BELIEF.

版权

Copyrights

出品 | 埃尔坡研究中心

主编 | 祝伟龙

作者 | 羊思南、王泽范、王梓丞

美编 | 王冬炜

日期 | 2022年10月14日

本报告由上海埃尔坡商业管理有限公司(简称: 埃尔坡公司, 英文名: AIRPO Commerce Management Co., Ltd, Shanghai) 与埃尔坡研究中心 (AIRPO Research Institute) 共同完成。

©本册著作权归埃尔坡公司及埃尔坡研究中心联合所有。

联系我们

Contact us



18917702113



info@airpo.co



埃尔坡、机场商业评论



www.airpo.co



上海市黄浦区茂名南路205号瑞金大厦1702室

前言

Preface

近二十年来,中国再无机场单独实现上市。该行业现象的背后原因主要在于2009年发布的《民用机场管理条例》明确规定机场为公共基础设施,强调其安全性与服务性,但这并不意味着机场从此便与境内资本市场股权融资无缘。

后疫情时代,零星爆发的新冠疫情与未曾松懈的防疫工作导致整体客流量长期处于低位,机场行业普遍亏损已成常态;另一方面,疫情防控成为各地政府财政预算的首要考量,非急需非刚性支出受到大幅压减,一定程度上封锁了机场惯常依赖的资金渠道(主要为政府补贴与政策性银行贷款)。**当前我国民航业所面临的种种困难和挑战,表象上看是为疫情冲击所致,可一旦将“现代企业治理体系”这一参照系引入当前经济形势,我们便会发现更深层、更本质的系统性矛盾。**我们认为,机场应当跳出公共基础设施的定位陷阱,敢于和善于突破创新。**真正的现代机场企业应该兼重公益性和商业性,积极谋求资本化运作与市场化经营。其中,可持续的多元化融资手段是机场企业突破创新的牛鼻子,可以成为机场的优先探索方向。**

本文首先对我国已上市机场的股票融资(首发上市)与再融资(增发、配股等)进行整理归纳,并系统性地分析与阐述其他机场上市失败的原因。其次,针对民航管理条例的属性限制,我们对近几年行业内企图实现“曲线上市”的案例进行了深度的调查研究。最后,基于行业案例的全面梳理成果(包括90年代至今成功上市、上市失败以及正在谋求上市的机场公司),并结合当前经济大环境、融资政策与趋势等影响因素,我们在市场上**首次创造性提出机场行业完全可能,但长期被忽视的一条推进资本化运作的路径。**



01 成功上市的机场

Achieved Airports

1.1 首发上市

截至目前，国内已有六家机场公司成功上市，按上市时间排序依次为厦门空港、上海机场、深圳机场、首都机场、美兰空港和白云机场。调查显示，这六家机场在首发上市后，还以资产注入、置换、收购、重组等后续资本化操作，逐步实现资金与资源的最优配置，进一步提高企业的市场化水平。



图1: 六大机场首发上市时间线图示

1.2 增发与配股

增发与配股是上市公司为了融资而再次发行股票的行为，两者的区别在于配股是对原有股东，增发既可以对原有股东也可对其他投资者。在如今政策鼓励各类国有企业通过资本化运作募集资金促进现代化变革的背景下，上市机场公司通过增发或配股为机场改扩建或其他经营性项目提供资金支持成为首选。

根据埃尔坡研究中心统计显示，已上市机场公司的再融资操作主要有：

- 1.通过增发与配股获取机场建设/营运资金；
- 2.以定向配售股票的形式换取有形资产(比如候机楼、飞行区、停车场的固定资产)/无形资产(比如机场物流公司的股权)。

日期	机场	类型	金额	用途
1997.8.25	厦门机场	配股(10配2.5)	53634万元	购置候机楼资产;偿还母公司工程代付款
2000.9.26	深圳机场	配股(10配2)	36000万元	更新候机楼;建设国际快件监管中心等项目
2006.9.18	深圳机场	增发:定向配售	12277万元	购置飞行区、停车场、指挥中心等资产
2006.10.4	首都机场	增发:国际机构投资者配售	100400 万元(港币)	补充日常营运资金用于机场设施翻新与升级
2007.12.18	白云机场	增发:定向配售	95715万元	购置飞行区资产
2007.12.29	白云机场	增发:网下定价发行	22575万元	同年定向配售的补充
2008.7	首都机场	出售股份+配股	209400 万元(港币)	补充日常营运资金;支撑北京奥运会期间因流量增长而产生的支出
2019.11.7	首都机场	增发:定向配售	149370万元	补充流动资金
2020.7	美兰机场	增发:定向配售	165100万元	购置跑道资产;补充流动资金用于机场设施改造与升级
2020.11.06	白云机场	增发:定向配售	320000万元	补充流动资金用于应对新冠疫情影响
2022.8.2	上海机场	增发:定向配售	1913200万元	收购虹桥机场和机场物流公司股权;购置浦东第四跑道相关资产

图2: 六大机场增发/配股情况统计表

02 上市受挫的机场 Defeated Airports

2.1 案例研究

为顺应当时民航企业化的改革热潮，国内各机场都不约而同先后提出上市融资与扩建。在资本化想法萌芽的背后，是社会背景和行业趋势两股力量在共同推动。然而，除去上文提到的六家上市公司，多数机场的上市计划石沉大海。



图3: 各大机场寻求上市时间线图示



自1998年开始，**武汉天河机场**先后投入8000多万元对机场进行大规模的改扩建，重点规划二期建设项目，并预计于2000年前后筹备上市融资。



2001年前后**南京禄口机场**就有意在国内A股上市，并开展了大量准备工作，但由于公司效益不佳，最终无功而返。2004年，禄口机场计划通过分拆优质资产分别登陆股市，但由于负债情况严重，申请上市同样难以通过审核。



2005年，**昆明机场**的吞吐量已经突破1000万人次，预计突破1400万人次。随着旅客流量的逐年增加，始建于1923年、后经几次扩建的昆明机场已经不堪重负。云南民航行业的发展势头给了昆明机场信心，而现运营机场规模过小催生了其谋求进一步上市融资改新的进取心。



2006年，**成都双流机场**旅客吞吐量达到1600万人次，实现历史性的突破，比去年净增了200多万人次。经披露，2006与2007年双流机场的资产负债率仅为17.8%与14.6%，净利润分别为139,782,080.02元（1.4亿元）与166,982,953.92（1.7亿）元。双流机场并未陷入债务高筑或者经营亏损的漩涡中，它的资产与利润都是实打实的，但却连续经历了两次上市波折。



2007年底，**杭州萧山机场**旅客吞吐量突破1000万人次，通航6年来的年均增长率超过25%。2008年，机场正于多方衔接，争取年底在A股上市以筹备更多资金。同时据市场消息，萧山国际机场计划委任投资银行担任上市顾问，并于2009年港股上市，集资约30亿元以作扩展机场二期计划的资金。但在遭遇金融危机后上市准备就暂时停了下来，而扩建所需要的资金也转向了银行贷款。



2011年，**贵阳机场**的吞吐量733万人次，同比增长17%，同时已经开始盈利。该机场公司由贵州机场集团控股，贵州茅台集团为第二大股东。根据机场计划，在原贵阳机场的基础上，贵州机场集团与贵州茅台集团、贵阳轨道公司等省内7家战略投资者，共同发起设立贵阳龙洞堡国际机场股份公司并适时推动上市，但上市计划最终仍被搁浅。



2.2 原因分析

2000~2010年间，包括杭州萧山、成都双流在内的多家机场均有提出上市计划，但都以失败告终。根据埃尔坡研究中心对多个行业案例的深度调研，我们认为机场上市的阻碍可以归因于以下四个方面：



机场被明确划定为公共基础设施因此不鼓励上市



机场发展过度依赖政府补贴、行业基金、政策性银行贷款等



机场集团及下属公司的股权结构未合理分配



企业盈利情况不符合交易所上市标准

03 “曲线上市”的机场系公司

Airports managing to go public

近年来，一些先进的机场集团逐渐认识到资本化运作的必要性和重要性，开始加速商业化与市场化进程。根据目前行业面向社会资本的股权融资案例，**我们发现在公共基础设施属性的局限下，机场谋求“曲线上市”的操作可以大致分为三类：**



资产注入借壳上市
(上海虹桥机场与浦东机场乃行业首例)



推动非航板块上市
(譬如非航业务、科技板块、航空物流等)



合资经营助力上市
(以重庆江北机场为典型示范)

下文中我们选取了其中三家具有普适借鉴意义的机场公司作为案例展示：

- 3.1 湖南空港实业——寻求非航业务上市，申报已受理但审核未通过
- 3.2 厦门兆翔科技——筹备科技公司上市，已发布前期辅导招标公告
- 3.3 重庆江北机场——成立多家合资公司，基于上市目标运营管理

3.1 湖南空港实业——寻求非航业务上市，申报已受理但审核未通过

2017年，湖南机场管理有限公司下辖的湖南空港实业股份有限公司打算登陆上交所，公开发行不超过6000万股，拟募集资金6.57亿元，用于长沙机场航空货站二期工程建设项目等。湖南空港实业主要从事湖南省五个民用机场(长沙机场、常德机场、张家界机场、永州机场和怀化机场)的非航空性业务，2013-2015年、2016年上半年公司营业收入分别为5.91亿元、6.35亿元、6.51亿元、3.46亿元，净利润分别为1.13亿元、1.43亿元、1.63亿元、1.13亿元。

根据《湖南空港实业股份有限公司首次公开发行股票申请文件反馈意见》显示，湖南空港在是否能独立获得相关权属证书、是否对公司关联方机场股份所拥有的业务及资产存在重大依赖、是否存在其他第三方拥有机场相关资产等规范性问题未按照上市要求进行详细披露，因而不能予以审核通过。作为黄花机场背后的企业主体，**湖南机场集团在国家政策阻挠下另辟蹊径，从非航收入着手的突破性试验，为其他行业同僚的资本化市场化之路打开了新的格局。**



3.2 厦门兆翔科技——筹备科技公司上市，已发布前期辅导招标公告

2021年12月，厦门万翔网络商务有限公司(以下简称“万翔商务”)发布招标公告，公开采购厦门兆翔智能科技有限公司(以下简称“兆翔科技”)IPO前期咨询及辅导与保荐承销服务。厦门翔业集团为厦门高崎机场背后的企业主体，而万翔商务与兆翔科技均为其关联公司。

据招标公告显示，兆翔科技的上市计划将分为两个阶段。作为新兴科创公司，第一阶段便是寻找混改辅导和上市前期咨询，包括引入战略投资者和设计员工持股计划等。第二阶段中，企业则希望公开招募上市辅导、保荐及承销机构，协助他们通过证监会核准或交易所审核、证监会注册等，成功实现A股市场上市。虽然高崎机场作为国内最早一批上市的机场，但是**近年来厦门翔业集团依然在不断探索其他板块上市的可能性，争取进一步扩大与深化市场化，持续健全集团经营和治理机制。**



3.3 重庆江北机场——成立多家合资公司，基于上市目标运营管理

2018年11月27日，重庆机场集团(持股51%)与新加坡樟宜机场(持股49%)合资组建中新(重庆)机场商业管理有限公司，主要负责经营管理机场的零售、餐饮和广告等非航业务。2020年5月15日，重庆江北国际机场有限公司(以下简称“重庆江北机场”)作为重庆机场集团的子公司，正式揭牌成立。2020年11月7日，重庆江北机场宣布与新加坡科技宇航公司将共同成立合资公司，布局航空维修产业。据相关信息透露，重庆机场集团试图通过对重庆江北机场进行基于上市目标指引下的引入战略投资者研究论证，为集团公司解决直接融资方式、渠道、方案可行性问题，降低机场集团资产负债率，同时为重庆江北国际机场有限公司上市创造条件。

2021年5月8日，重庆机场集团在官网发布的《重庆江北国际机场有限公司引战专项财务审计项目竞争性比选通知》更进一步确定了他们寻找上市投资的决心。**重庆江北机场在保留基础设施特性的基础上，通过成立多家合资公司重新设计资产配置，嫁接对方先进的管理经验和产品技术，加速市场化进程并为最终上市创造了有利条件。**



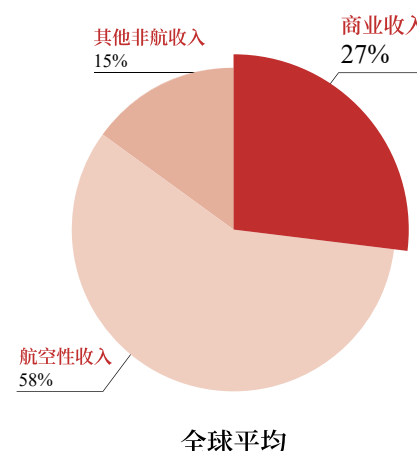
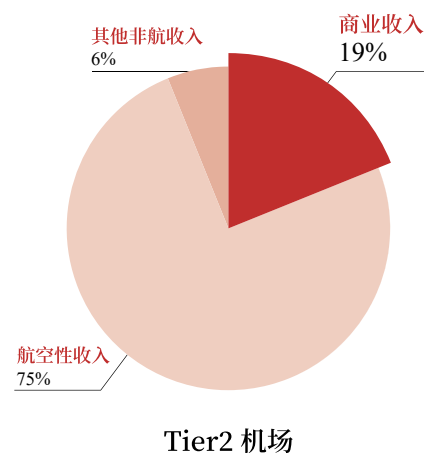
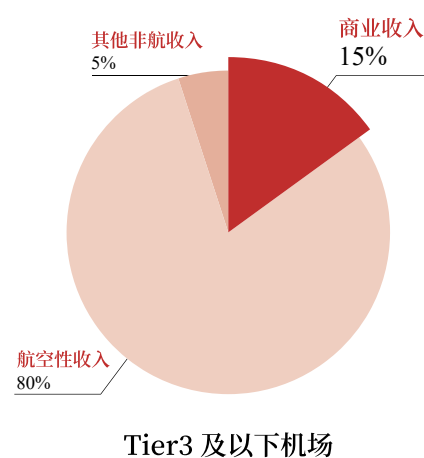
04 案例启示 Case Revelation 机场商业A股IPO的可行路径

4.1 上市业务的选择——机场商业，有故事可讲

通过上文案例描述，我们发现几大机场集团均避开了航空领域这一敏感板块，试图通过推动非航业务主体或者组建商业合资公司等手段，积极争取优质资产上市。

不同于债券的收益主要来源于固定利息，股票的收益最终取决于公司的经营情况，经营情况越好，收益回报越多。也就是说股票投资风险更大，但如何才能让股市投资者心甘情愿为高风险买单呢？股市里的一个典型投资思路就是故事性——一家公司的股价不是由当前业绩决定，而是由未来的业绩增长决定。该公司业绩预测模型中新兴产品或隐形资产的比重越大，先前的行业/同类案例则逐渐不再满足参考标准，增长预期就会越高，股市投资者越看好这只股票。所以说股市是信奉讲故事的，会讲故事的公司总是特别受到资金的追捧，因为未来不可期，传统的估值方法并不能判断出这只股票的价格，股价自然节节高升。

反观机场行业，机场收入主要分为航空性业务收入和非航空性业务收入，其中航空收入标准(包含起降费、停场费、客桥费、旅客服务费、安检费等)是政府定价，而非航收入标准(包含柜台出租、地面服务收费、商业经营等)是市场定价。在非航业务中，商业经营板块(以餐饮、零售、广告、停车场为主)的弹性空间最大，相比于航空主业与航班流量线性相关的刚性收入，具有较高的自主性。机场商业体现了机场



作为公共设施在商业地产模式下的消费属性，若疫情持续转好，与市区的购物中心相比机场的客流量或将更具优势。根据埃尔坡研究中心估算，除第一梯队机场(比如首都、大兴、浦东等)及区域特点突出的机场(比如美兰等)外，通过改善管理模式并提高市场化程度，国内机场商业板块营收保守估计存在51%到110%的增长空间。

图4-1~3: 疫情前各机场商业收入占比
备注: 国内机场分级标准(以2019吞吐量为准)
Tier1: 5000万+, Tier2: 2000万~5000万,
Tier3: 1000万~2000万, Tier4: 1000万-

“ 国际平均机场商业收入占比：27.0%
对标国际平均水平，国内一二线机场商业收入占比还存在较大上升空间
商业板块保守营收增长空间：51%-110% ”

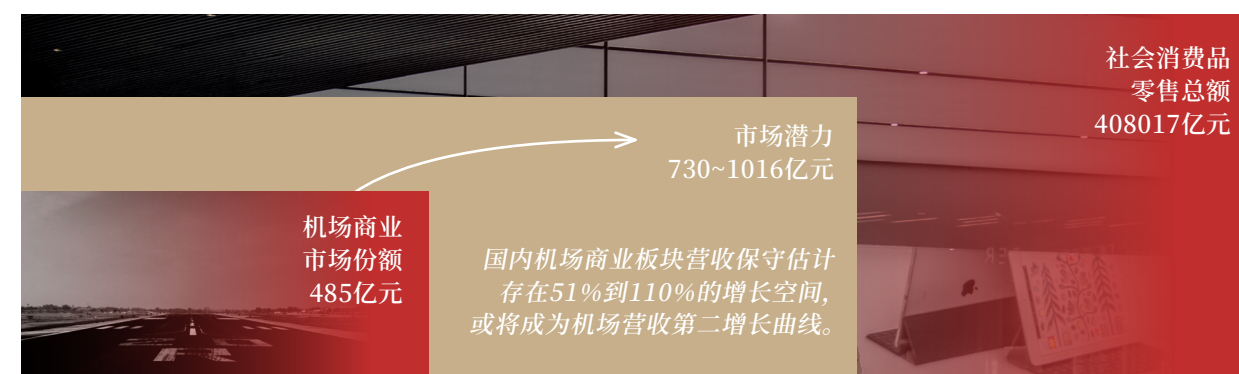


图5: 机场商业板块保守增长空间
备注: 此处机场商业特指有税商业，不包含免税商业。

依靠吞吐量和航班架次提升航空收入的被动增长逻辑已经失效，通过主动管理改善机场商业将成为各大枢纽机场的业绩亮点。这背后的逻辑在某种程度上可以理解为“流量经济”——机场通过航空主业带来客流，航空性业务的刚性收入用于长期覆盖运营成本，而商业板块通过向旅客提供精准匹配消费需求的商品与服务，将流量转化为实打实的利润。因此，我们认为商业经营是机场各项业务中最具故事性、最有上市潜力的差异性板块。

4.2 上市主体的搭建——合资公司，有资源可享

上文我们详细论述了为什么商业是机场业务里最有故事可讲的板块，但如今行业背景已经发生了深刻而复杂的变化。在2019年之前的航空客流高速增长期，机场的主业和非航收入都可以随着客流的增长水涨船高。**今时今日进入慢生意时代，社会整体消费下行压力大**，消费者都在捂紧钱袋子。即便疫情防控放松，客流的恢复也不意味着消费的必然恢复。总量有限的消费额一定是流入高效便捷、特色鲜明、品质和服务出众的消费综合体，这包括传统电商平台、直播电商、市区购物中心、免税商业体等等。与此同时，**航司也开始发力会员和线上商城的运营，必将吸收部分旅客的消费力**。作为旅客就算到了机场也不一定消费，本身转化效率就低，相对传统陈旧的机场商业体，如何应对这些竞争是当前的关键问题。不仅仅是消费分流的问题，机场本身的客流也在持续受到冲击。作为全球高铁网络最发达、最便捷的国家，**国内航空市场一直在被高铁分流**。如何面对高铁高速发展带来的竞争压力问题，也是机场需要破解的难题。

在客流基础受冲击(疫情反复)、消费被分流(如传统电商平台、直播电商、兴趣电商、市区购物中心、免税商业等)的严峻背景下，机场商业正在寻求新形势下的转型升级之路。**其中，数字化转型是重中之重**。传统机场商业的粗放式经营模式不可持续，必须转变为以数据和技术为支撑的精细化运营模式。而**合资公司是实现商业板块数字化转型的最佳载体**。作为机场集团非航板块的重要组成部分，机场商业的数字化经营是一个想象空间大、综合性强、多专业交叉，同时正在极速变化的复杂领域。单单依托于机场自身的资源和能力，难以实现彻底的数字化转型，更无法充分释放机场商业资源的市场价值。

因此，机场集团发挥自身的线下资源和客流优势，以开放的姿态，联合市场化、专业化的合作伙伴，面向未来5~10年的发展趋势，**共同组建以数字化经营为核心竞争力的科技运营公司成为当前的最佳选择**——机场集团作为合资公司基础资产的提供方，是合资公司的控股股东；技术解决方案提供商一方面凭借自身丰富的行业数字化转型能力，深度融合行业内技术领先的生态伙伴，为机场创建独具民航特色又符合数字化发展大势的机场商业数字化转型一体化解决方案，另一方面依托于线下运营的丰富经验和团队优势，为整个数字化转型的落地执行提供坚实保障。

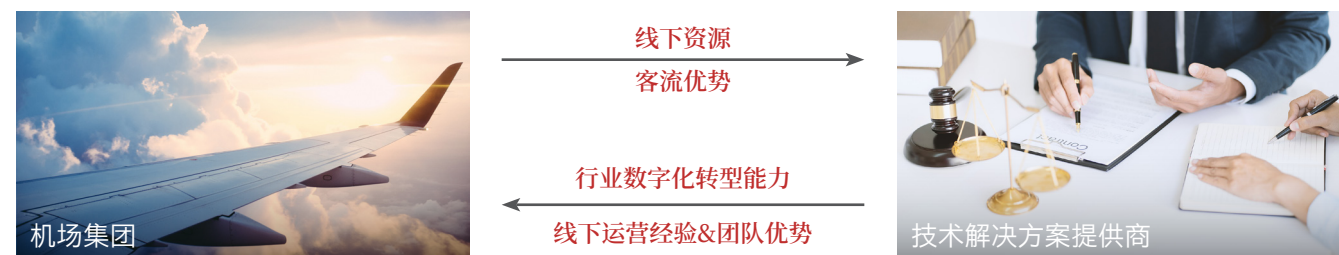


图6: 机场与合作方优势互补

聚焦技术应当服务于经营绩效增长的目标，合作方将共同为机场商业引入切实有效的营销玩法和运营方案，**确保营销活动全客流覆盖**；同时深刻认识到传统旅行零售的趋势转变，技术提供方将**引领线上线下一体化运作的数实深度融合，致力实现价值最大化的智慧机场商业，为后续上市创造先决条件**。

4.3 上市板块的确定——新创业板¹，有政策可依

4.3.1 板块间的比较

境内资本市场IPO主要分为主板上市、科创板上市和新创业板上市。

板块定位：

主板上市——在上海、深圳证券交易所主板发行并上市。

科创板上市——在上交所科创板发行并上市，是相对独立的股票发行及交易市场，试行注册制，适用于“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，符合国家战略、拥有关键核心技术、市场认可度高”的科技创新企业。

新创业板上市——在深交所新创业板发行并上市，是相对独立的股票发行及交易市场，试行注册制，**主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合**。

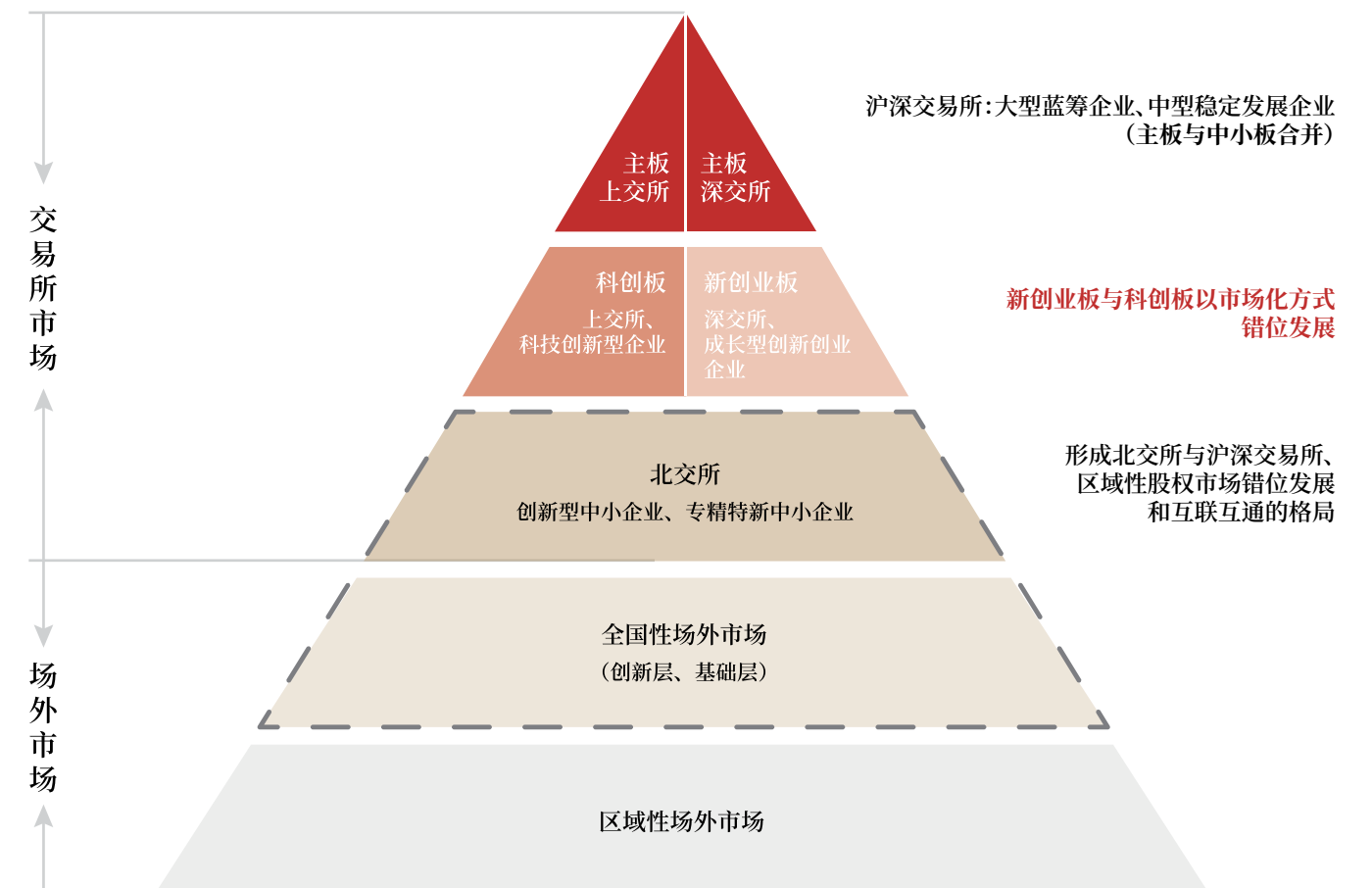


图7: 境内资本市场结构图

1: 新创业板的名称叫法主要用于区别创业板改革前后，目前此板上市公司有宁德时代、迈瑞医疗、爱尔眼科等。2022年10月12日的市场概览如下：创业板指数报收于2343.3004点，全天创业板总成交74.01亿，总成交金额1356.59亿元。

指标类型:

指标1——经营稳定性: 主board要求主营业务、董事、管理层及实际控制人最近3年未发生重大不利变化, 而科创板及创业板仅要求最近2年; 主board要求发行人股权清晰, 相比其他两个板块要求更为严格; 相比其他两个板块, 科创板增加核心技术人员没有发生重大不利变化。

指标2——独立性及持续经营能力: 科创板及创业板允许存在一定的同业竞争, 只要不构成重大不利影响即可, 而主board同业竞争目前是红线。

指标3——挂牌条件: 主board未像科创板及创业板规定了多套标准, 仅有一套盈利标准, 要求最为严格; 科创板有五套一般企业上市标准, 强调技术优势以及研发投入占比; **创业板有三套差异化的上市指标, 允许未盈利企业在一定条件下挂牌上市。**

主board

序号	指标类型及适用条件	预计市值	净利润(取扣非后孰低)	营业收入	需满足的其他要求
1	盈利		最近三年为正且累计超过3000万元;最近三年经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元	或者最近三年营业收入累计超过人民币3亿元;	符合《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业,可不适用“最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元,净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据”

图8: 拟上市公司挂牌条件(主board)

科创板

序号	指标类型及适用条件	预计市值	净利润(取扣非后孰低)	营业收入(最近一年)	研发投入	经营活动现金流量净额	需满足的其他要求
1-1	市值+盈利	≥10亿	最近两年为正且累计不低于5000万元	-	-	-	-
1-2		≥10亿	最近一年为正	≥1亿元	-	-	-
2	市值+收入+研发投入占比	≥15亿	-	≥2亿元	最近三年累计研发投入占最近三年累计营收的比例不低于15%	-	-
3	市值+收入+经营活动现金流量	≥20亿	-	≥3亿元	-	最近三年累计不低于1亿元	-
4	市值+收入	≥30亿	-	≥3亿元	-	-	-
5	市值+技术优势	≥40亿	-	-	-	-	主要业务或产品需经国家有关部门批准,市场空间大,目前已取得阶段性成果。(1)医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验(2)其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件

图9: 拟上市公司挂牌条件(科创板)

创业板

序号	指标类型及适用条件	预计市值	净利润(取扣非后孰低)	营业收入(最近一年)	需满足的其他要求
1	盈利		最近两年为正且累计不低于5000万元	-	-
2	市值+盈利+收入	≥10亿	最近一年为正	≥1亿元	注:深交所可以根据市场情况,经中国证监会批准,对标准2进行调整
3	市值+收入	≥50亿	-	≥3亿元	未盈利企业上市标准,一年内暂不实施,一年后再做评估

图10: 拟上市公司挂牌条件(创业板)

4.3.2 “新”创业板改革

创业板改革的主线是以信息披露为核心, 提高透明度和真实性, 由投资者自主进行价值判断, 真正把选择权交给市场。在主线的指导下, 重点统筹增量和存量同步推进, 改革内容主要有: 简化发行上市条件, 增加市值指标, 降低单一门槛; 健全退市制度, 畅通资本退出渠道; 优化放宽再融资和并购重组条件, 简化审核流程; 提高股权激励灵活性, 预计取消市盈率限制等。

本次创业板改革充分考虑了板块定位和创新创业企业特点, **优化了首发条件并制定了更加多元包容的上市条件**, 将进一步增强资本市场对创新创业企业的包容性。

4.3.3注册制“深水区”

着眼于打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场, 坚持稳中求进工作总基调, 坚持市场化、法治化方向, 借鉴科创板改革经验, 在创业板试点注册制。注册制目标是建立市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力的股票发行上市制度。实施注册制就是要真正建立起市场参与各方各负其责的责任体系, 建立健全“宽进严管、放管结合”的新体制, 突出强调切实保护投资者的合法权益, 严格规范市场参与各方的权利义务, 通过职责清晰、监管有力的法律责任规范, 建立起强有力的法律约束机制。

在注册制的市场影响下, **创业板的上市硬条件有所放宽, 上市公司数目将大幅度增加**, 可能在一个时期内会达到争相发行上市的空前繁荣程度。

05 方案预审

Scheme Preview

以数字化经营为核心竞争力的科技运营公司

5.1 发行上市要求一：符合板块定位

创业板深入贯彻创新驱动发展战略，依靠**创新、创造、创意**的大趋势，支持传统产业与**新技术、新产业、新业态、新模式**深度融合。改革后从服务“自主创新企业及其他成长型创业企业”转变为服务“成长型创新创业企业”，区别于科创板聚焦前沿领域、聚焦技术高地，**创业板更强调“新旧融合”**。

机场商业数字化经营合资公司的组建概念和业务逻辑紧贴创业板“新旧融合”与“三创四新”的板块定位——机场商业(传统行业)与科技公司(新兴行业)共同注资持股，经营业务的核心是抓两端：一是抓用户，构建“数字化生态矩阵”，通过线上和线下的创新运营，持续捕获线下和线上流量，沉淀庞大用户群体(新业态、新模式)；二是抓货品，借助货架电商、社交电商、直播电商、兴趣电商等层出不穷的新兴形式，与互联网、大数据、云计算(新技术、新产业)等深度融合，完全采用大数据选品策略，通过全网、跨平台的数据抓取和分析，结合机场客流的画像，挖掘带货达人团队并选取最优匹配的爆款产品等(创新、创意)，为机场释放出最大的商业价值，甚至重新构建整个机场商业的生态系统(创造)。

5.2 发行上市要求二：满足发行标准

根据《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》，与主板相比创业板基本发行条件更为灵活，而相较科创板行业限制放宽，具体如下：



经营稳定性方面

依法设立且持续经营3年以上；
主营业务稳定且最近2年内主营业务没有发生重大不利变化；
控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰；
管理团队(董事、监事、高级管理人员)稳定，近期均没有发生重大不利变化。



独立性及持续经营能力方面

资产完整且允许存在一定的同业竞争。
创业板关注持续经营能力，不强调持续盈利能力。



规范运作方面

具备健全且运行良好的组织机构；
经营合法合规，不存在重大违法行为；
财务和内控制度健全且规范。



5.3 发行上市要求三：创造上市条件

新创业板为一般企业提供了三套差异化的上市指标，企业可根据自身情况酌情选取。尽管新创业板允许未盈利企业在一定条件下挂牌上市，但若以最严格的盈利标准——“净利润最近两年为正且累计不低于5000万元”作为基本条件，我们仍然认为**机场商业数字化经营合资公司的投资收益将远远超过上市盈利基准**。

尽管自疫情以来，以往为机场业绩贡献占比高的免税零售出现阶段性大幅下行，但有税商业也借机逐渐凸显了其巨大的增值空间。以吞吐量为3000万的机场为例，预计2023年开始，每年按照10%的速度，到2028年集团总吞吐量为4800万左右。

按照10%的吞吐量转化率，在理想状态下，到2028年会员数字化经营平台可以总共沉淀2100万用户。

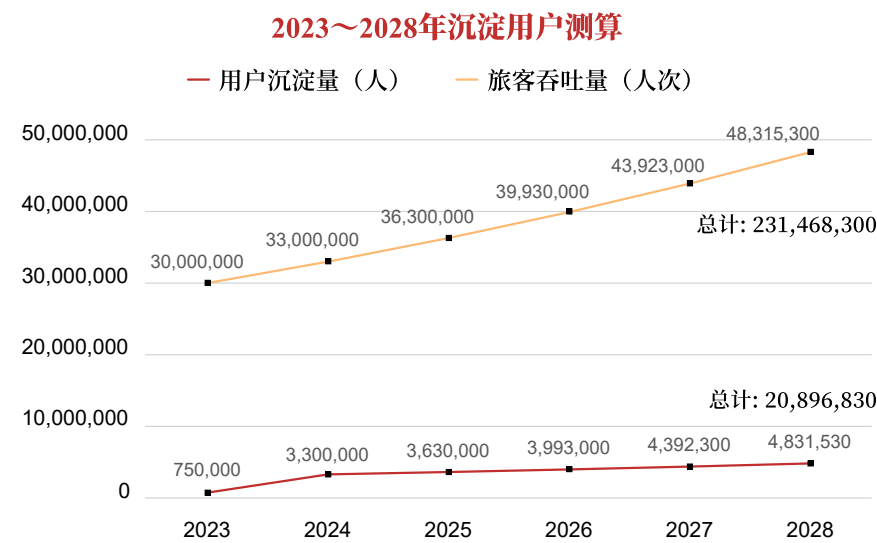


图11: 2023~2028年沉淀用户测算

以传统机场商业每人贡献10~15元计算，预计到2028年合资公司的数字化经营体系可以带来的年收入为2.1~3.2亿元左右。此外，由于决策和运营效率的提升，机场线下商业的转化率也将大幅提升。若转化率提升一倍，那么线下销售收入也将增加一倍。这还仅仅只是有税商业的收益测算，若疫情得到有效控制，免税零售得以复苏，超高坪效的免税板块(据中金公司研报数据表明，主要一线机场有税租金坪效为0.9万元/平/年而免税为34万元/平/年，约为38倍)将使整个机场商业的流量价值在原先预期基础上被市场翻倍重估或达数十亿。

5.4 发行上市要求四：完善信息披露

拟上市公司必须充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，一般包括招股书、预披露、市值分析报告等材料，所披露信息应当符合招股书准则的要求并确保其真实性、准确性和完整性。

此外，新创业板特别强调企业创新创业特征、新旧产业融合促进、业务模式等对投资者作出投资决策有重大影响的信息，**要求针对性披露科技创新、模式创新或业态创新情况以及对新旧产业融合的促进作用等**，还有募集资金对主营业务发展的贡献、对经营战略的影响、对业务创新创造创意性的支持作用等。



06 建议与结论

Enlightments

据统计，2022年9月社会融资规模增量为3.53万亿元，比上年同期多6245亿元，同比由过去两个月的连续少增转为大幅多增。在整体经济与市场逐渐回暖的环境中，股票融资表现稳定且突出——数据显示9月非金融企业境内股票融资(IPO+增发)达到1022亿元，呈现乐观的同比多增势头。

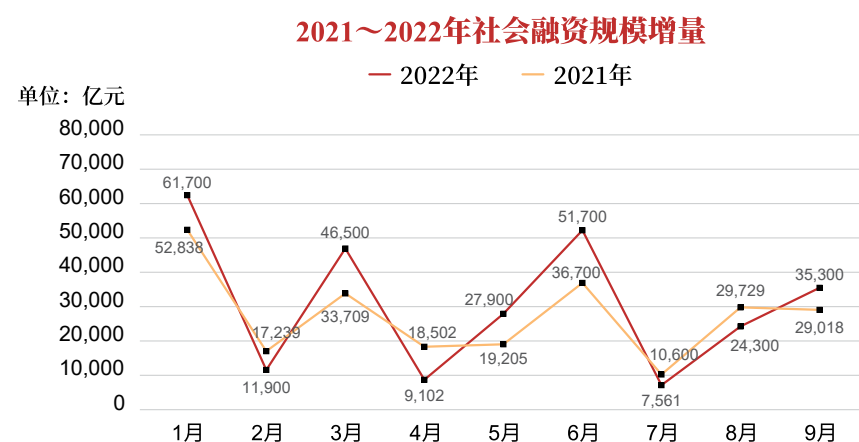


图12: 2021~2022年社会融资规模增量

2021~2022年非金融企业境内股票融资

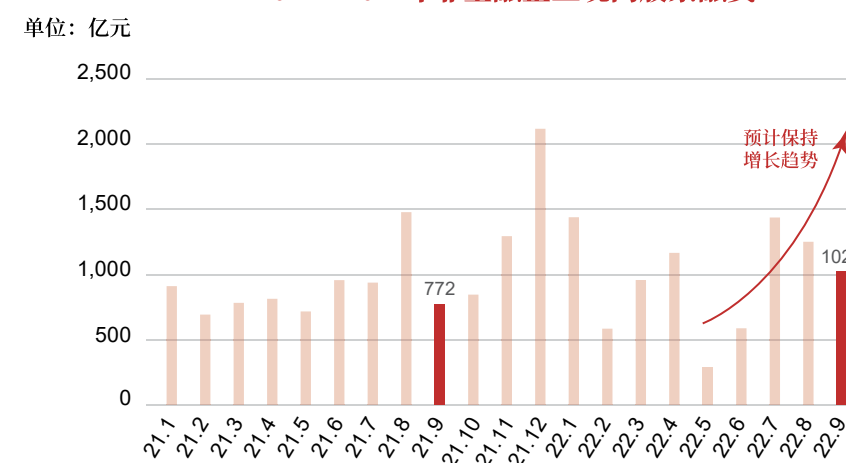


图13: 2021~2022年非金融企业境内股票融资

在融资的观念层面上，机场行业各个主体应该深刻认识到：过度依赖政府性资金不符合机场企业市场化经营规律，在未来难以实现可持续性发展。尤其在此时政府负担加重的背景下，**机机场当前最迫切最核心的工作任务便是拓宽融资渠道，转向社会资本，面对公开市场直接融资，在疫情冲击下自主谋求生存和发展。**发行股票可一次性募集规模较大的资金，通过对募集资金的合理使用，机场能够获得超越同行的快速发展契机。此外机场建立了可持续融资的资本运作平台，通过适当的股权激励设计来吸引人才，或者合理的股权支付手段来支持扩张型发展战略等，提高公司经营绩效，最终树立优质品牌形象。

在上市的操作层面上，首先机场集团应该看到机场商业板块的上市潜力(公益属性弱且获利能力强)，而针对大部分机场的亏损问题，数字化转型能够解决机场经营管理上的痛点，通过数据驱动创造价值，从而达到机场商业资源价值最大化。**机场商业数字化经营合资公司横跨民航和商业地产两个领域，作为领先技术赋能传统行业的全方位、综合性的创新型公司，是机场集团优化资源配置、争取优质资产在新创业板上市的最佳平台。**通过联合市场化、专业化的合作伙伴组建合资公司，机场集团不仅能在行业资源、业务布局等方面形成良好互补，提升业务短板；还能借此参与到更广阔的资本市场中，取得良好的经济效益和社会效益。

尽管有阻碍，但机场行业的发展机遇和前景仍旧是乐观的。**以机场商业为平台，利用市场上成熟的技术解决方案，引入专业合作方共同成立秉持“数实融合”概念的经营主体，基于新创业板上市的目标进行经营管理，我们相信可以为沉闷的行业带来全新活力。**这对推动机场集团治理体系和治理能力现代化，促进全面深化改革，向航空产业投资集团转型发展都有着重要意义。

参考资料

Reference

- 1.《广州白云国际机场股份有限公司股票上市公告书暨2003年第一季度报告》
- 2.《上海虹桥国际机场股份有限公司(筹)招股说明书概要》
- 3.《厦门机场(600897)上市公告书》
- 4.《深圳市机场股份有限公司上市公告书》
- 5.《我国机场上市公司融资模式研究——以北京首都国际机场股份有限公司为例》
6. HKEX: 美兰空港 北京首都机场股份
7. 雪球: 上海机场机场基本面研究(一): 资本往事篇. (2021/5/13). [2022/8/12]. http://app.myzaker.com/news/article.php?pk=609c571f7f780bff25000002&f=zaker_live
8. 财经网: 上海机场: 百亿资产收购落地, 浦东机场、虹桥机场大合并, “机场茅”能否重现辉煌? . (2022/7/22). [2022/8/12]. <http://m.caijing.com.cn/api/show?contentid=4877301>
9. 和讯理财: 深圳机场定向增发方案将上股东会 每股4.9元.(2007/2/1). [2022/8/12]. <http://futures.money.hexun.com/2038341.shtml>
10. 全景网: 深圳机场定向增发 发行价格初步拟定为每股4.9. (2006.9.18). [2022/8/12]. <http://www.p5w.net/stock/news/gsxw/200609/t526220.htm>
11. 新浪财经: 机场内部整合潮起 白云机场再迎控股股东优质资产注入. (2019/11/28). [2022/8/12]. <http://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2019-11-28/doc-iihnzahi3811584.shtml>
12. 楼盘网: 22亿元购海航资产 美兰机场拟年内回归A股. (2010/11/11). [2022/8/12]. <https://hn.loupan.com/html/news/201011/103223.html>
13. 智通财经网: 美兰空港(00357)向母公司增发1.4亿股内资股收购美兰机场一期跑道并定增1.55亿股H股净筹16.51亿元. (2020/7/24). [2022/8/12]. <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1673102535922267728&wfr=spider&for=pc>
14. 成都双流机场上市年内见分晓, 打造西部航空枢纽. (2008/04/08). [2022/08/13]. <https://business.sohu.com/20080408/n256165663.shtml>
15. 深圳机场增资双流机场. (2008/01/22). [2022/8/13]. <http://finance.sina.com.cn/stock/s/20080122/03224433669.shtml>
16. 深圳市机场股份有限公司关于给成都双流机场增资事项的补充公告. (2008/1/24). [2022/8/13]. http://quotes.money.163.com/f10/ggmx_000089_287848.html
17. 深圳市机场股份有限公司对外投资公告 (2008/1/18). [2022/08/13]. <https://www.szairport.com/ewebeditor/uploadfile/36807309.pdf>
18. 昆明机场迈出上市步伐. (2005/01/02). [2022/8/13]. <http://finance.sina.com.cn/roll/20050112/103554910t.shtml>
19. 昆明将投资200多亿建立新机场群, 将主要由政府融资. (2006/07/04). [2022/8/13]. <http://news.sohu.com/20060704/n244074477.shtml>
20. 新加坡机场10.8亿入股南京禄口. (2007/02/03). [2022/8/13]. <http://finance.sina.com.cn/channel/b/20070203/15093309926.shtml>
21. 南京中达: 为南京禄口提供担保 (2003/03/07). [2022/8/13]. <http://static.cninfo.com.cn/final-page/2003-03-07/10204089.html>
22. 首都机场整体并购武汉天河机场. (2004/11/28). [2022/08/13]. <http://news.sohu.com/20041128/n223219658.shtml>
23. 武汉机场扩建缺钱, 天河筹备上市融资. (2000/12/28). [2022/8/13]. <http://news.carnoc.com/list/3/3175.html>
24. 民航市场化改革的历程与启示. (2018/08/23). [2022/8/13]. http://www.caacnews.com.cn/zk/zj/qq/201808/t20180823_1254466.html
25. 杭州萧山机场投104亿二期扩建. (2010/05/06). [2022/08/13]. <http://finance.sina.com.cn/roll/20100506/15577888141.shtml>
26. 茅台集团参股贵阳国际机场 将适时推动上市. (2012/09/14). [2022/8/13]. <https://www.yicai.com/news/2051765.html>
27. 湖南空港实业拟登陆上交所 保荐机构为安信证券. (2017/05/11). [2022/8/13]. <http://finance.china.com.cn/news/20170511/4209380.shtml>
28. 公共性定位引发中国机场业变局—民航报访中国民用航空局机场司司长张光辉、中国民航管理干部学院教授王云访、云南机场集团有限责任公司总裁刘明. (2009/07/01). [2022/08/15]. http://www.caac.gov.cn/PHONE/XWZX/MTZX/201511/t20151125_14771.html

About AIRPO

AIRPO is an organization that drives market-oriented change for airport industry with our cutting-edge ideas, valuable resources as well as safe and effective service model. We provide an integrated solution from strategy to execution for airport industry, mainly including two professional services: Digital Transformation and Capitalization Strategy.

In terms of digital transformation, AIRPO is committed to providing leading concepts and effective digital transformation solutions, including three categories of products: digital transformation strategy, digital operations and METAPORT.

In terms of capitalization strategy, AIRPO makes full use of financial markets and tools, and provides targeted capitalization strategy plan in considerations of airport business structure and asset attributes, including business development strategy and financing plan formulation and other consulting services.

关于埃尔坡

埃尔坡AIRPO是一个为实现机场市场化变革而生的组织。我们以领先理念、有价值的资源和安全有效的服务模式，为机场提供从策略到执行的一体化解决方案，主要包括数字化转型和资本化战略两大专业服务。

数字化转型方面，埃尔坡致力于提供观念领先、行之有效的解决方案，包括数字化战略、数字化运营和METAPORT三大类产品；

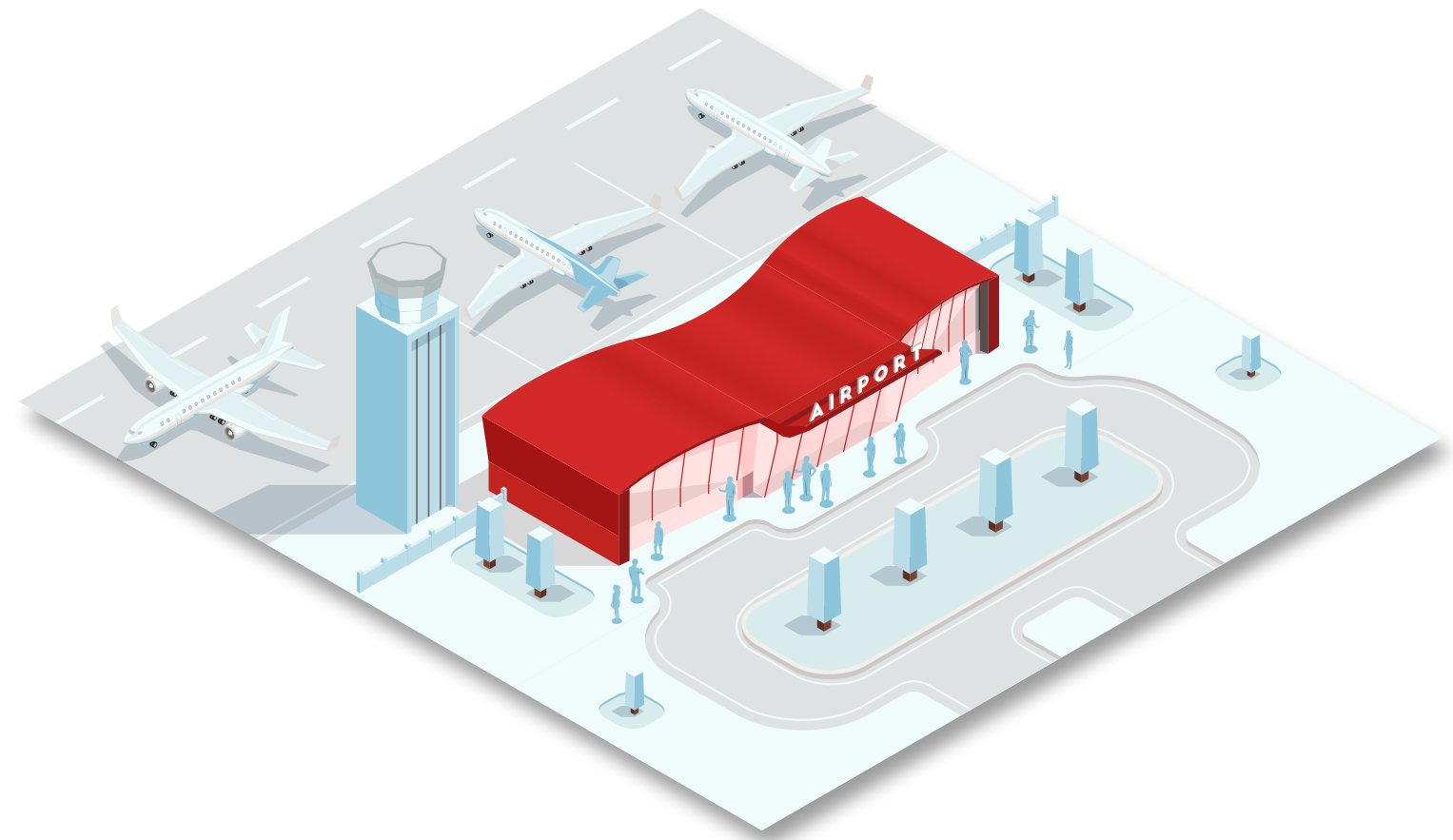
资本化战略方面，埃尔坡充分利用金融市场和工具，结合机场业务结构和资产属性提供针对性的资本化方案，包括业务发展战略和融资方案设计等咨询服务。



行业研究

机场商业能否成为下一个独立上市板块？

Can Airport Commerce be Recast to a Separate Shares Listing of the Group?



18917702113



info@airpo.co



埃尔坡、机场商业评论



www.airpo.co



上海市黄浦区茂名南路205号瑞金大厦1702室



机场商业评论

为「机场行业决策者」
提供全局视角的专业内容



埃尔坡AIRPO

为「机场数字化和资本化」
提供一体化解决方案