

深圳机场(000089) 跟踪报告

经济下行凸显经营风险

投资要点

- ❖ **08 年行业巨亏，预测 09 年行业 RPK 增长 10%左右。**08 年，经济下行及一系列偶发因素导致航空业受到严重冲击，预计民航业将大幅亏损并创历史新高。09 年，预测行业 RPK 增长 9.2%，机场旅客吞吐量增长 10%左右，并呈现前低后高的走势。航空公司盈利依然不容乐观，并将累及机场业。
- ❖ **下调公司 09 年业务量增速预测。**作为交运基础设施，公司业务量增长必然受到宏观环境的影响，特别是公司地处珠三角，周边经济和外贸增速大幅放缓，因而影响较为显著。我们将公司 09 年旅客量增速从 8%下调至 5%，飞机起降从 6.0%降至 5.0%，货邮吞吐量从 8.0%降至 3.0%。
- ❖ **公司航空性收入将部分让利。**新的机场收费方案规定，航空性收费不可上浮可下浮。在当前航空公司恶劣的盈利状况下，机场有可能被迫向航空公司作出部分让利，尤其是在航空性收费和办公室租赁费用等科目上。预计公司将在航空性收入科目上部分让利于基地航空公司（如南航、深航），从而一定程度上影响公司自身的收入和盈利水平。
- ❖ **室内广告合同违约风险增大，将影响 2010 年后业绩。**外围环境不利，或将迫使超高价竞得公司室内广告业务的天骏公司收缩业务，其违约的可能性大大提高。倘若违约发生，公司室内广告收入 09 年仍将达到预期，并能获得一定赔偿金，但 10-11 年将会低于预期。我们认为户外广告合同的违约风险不大，同时无论违约与否，公司仍将坚持特许经营的专业经营之路。
- ❖ **风险因素：**业务量低于预期；广告合同发生违约；战争、非典等突发事件。
- ❖ **下调评级至“增持”。**下调公司 08-10 年 EPS 至 0.17/0.31/0.34 元（原为 0.18/0.38/0.42 元），PE 估值为 39/19/17 倍。金融危机和经济下行对航空业的负面影响超出我们预期，航空公司恶劣的业绩正在“软化”机场收费的刚性，而前期市场看好的广告业务也面临违约风险，公司的防御性仍存但已逐步减弱。我们给予公司 09 年 20xPE，同时考虑香港机管局收购公司股权预期，给予 10%溢价，目标价 6.8 元，下调评级至“增持”。

项目/年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1144	1242	1452	1594	1743
增长率YoY %	12.7	8.6	16.9	9.8	9.4
净利润(百万元)	408	475	283	517	579
增长率YoY%	12.7	16.4	-40.5	82.8	12.0
每股收益(元)	0.28	0.33	0.17	0.31	0.34
净资产收益率	13.4	5.8	9.7	10.0	12.4
PE估值	20	18	35	19	17

资料来源：中信数量化投资分析系统、朝阳永续

注：股价为 2008 年 1 月 6 日收盘价。

增持（调低）

当前价： 5.79 元

目标价： 6.8 元

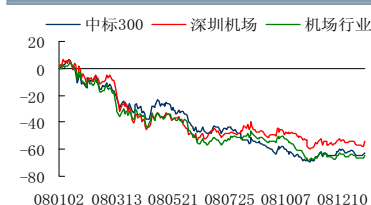
中信证券研究部

马晓立

电话：021-68818858

邮件：maxl@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

中标 300 指数	1530.73 点
总股本/流通股本	1690.24 / 653.18
近 12 月最高/最低	13.55 元/ 5.08 元
近 1 月绝对涨幅	-5.19 %
近 6 月绝对涨幅	-15.47 %
今年以来绝对涨幅	-57.51 %
12 个月日均成交额	58.48 百万元

相关报道

《深圳机场 10 月数据点评：业务温和增长，维持买入评级》2008 年 11 月 11 日 0 月

《深圳机场 3 季报点评：业绩略低于预期，不改防御性特征》2008 年 10 月 26 日

《深圳机场调研报告：非航业务引领业绩增长》2008 年 6 月 10 日

目 录

行业分析：08 年回顾及 09 年预测	1
全球航空市场需求持续下滑	1
08 年国内航空市场需求增速不断下降	1
09 年需求预测： 航空客运需求 9.2%，景气持续低迷	3
下调公司 09 年业务量增速预测	4
08 年业务量增长遭受一系列冲击	4
下调 09 年业务量增速预测	5
下调公司营业收入预测	6
航空性收入将部分让利	6
非航业务收入风险加大	6
08-09 年营业成本增长较快	8
薪酬改革导致人工成本增长较快	8
折旧等其他成本将增长	9
风险因素	9
下调公司评级至“增持”，目标价 6.8 元	9
盈利预测假设	10

插图目录

图 1：08 年全球 RPK 增速持续下降	1
图 2：08 年 3 月以来全球 ASK 增速不断放缓	1
图 3：08 年来全球 RFTK 快速下滑	1
图 4：08 年来客座率升幅持续下降	1
图 5：08 年以来 RPK 和 ASK 增速大幅下滑	2
图 6：08 年国际航线旅客量增速持续下降	2
图 7：08 年来客座率大幅下滑	2
图 8：08 年来飞机利用小时数持续低迷	2
图 9：08 年来旅客吞吐量增速持续回落	3
图 10：08 年上海、首都、白云机场外航旅客量增速比较	3
图 11：预测 2009 年 RPK 增速为 9.2%	3
图 12：1999-2010E 机场旅客吞吐量增长率	4
图 13：08 年来公司飞机起降均个位数增长	4
图 14：08 年来公司旅客吞吐量增速回落明显	4
图 15：08 年货邮吞吐量增速快速下降	5
图 16：08 年 7 月以来单班旅客量低于 07 年	5

图 17：08-11 年室内广告收入的合同协议和新调整值及增长率比较.....	7
图 18：07-10 年薪酬绝对值和增长率	8
图 19：08-10 年公司营业成本及增长率	9

表格目录

表 1：09 年业务量预测值及增长率调整前后比较.....	5
表 2：2006A-2010E 深圳机场业务量预测（调整后）	5
表 3：08、09 年航空性收入明细调整前后对照表.....	6
表 4：根据公告测算的 2008-2011 年广告收入及增长率.....	7
表 5：08-11 年广告收入及增长率调整前后比较.....	8
表 6：08、09 年租赁收入调整前后比较.....	8
表 7：公司盈利预测表	10
表 8：机场估值国际比较	11

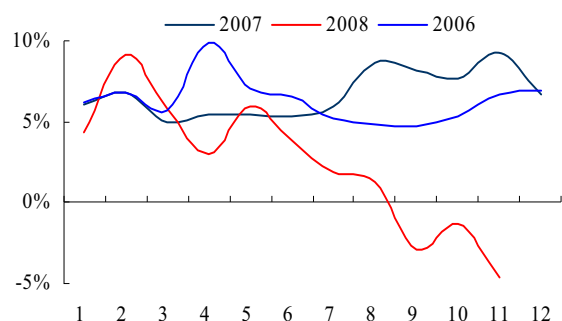
行业分析：08 年回顾及 09 年预测

全球航空市场需求持续下滑

08 年对于全球航空业来说可谓艰辛的一年。随着全球经济增长的持续放缓和美国次贷危机影响范围的逐步扩大，全球航空需求受到巨大冲击，RPK（旅客周转量）增速迅速由正转负，从一季度的同比增长 6.6% 快速降至 11 月的 -4.6%，客座率亦出现大幅下滑。货运业务表现更糟，一季度时增长 4.4%，到 11 月份则同比大幅下滑 2.2%。

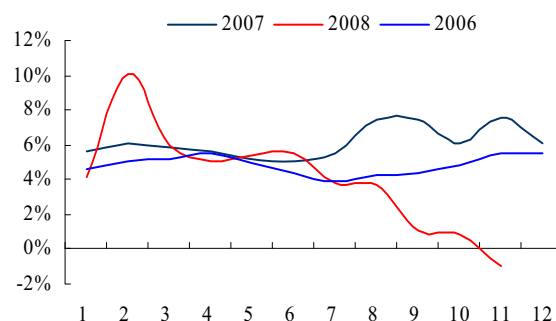
据 IATA（国际航空运输协会）预测，09 年全球 RPK、RTK 将同比分别下降 3.0%、3.6%；并且，IATA 对全球航空业 09 年的盈利预测也一再下调，最新的预测是 09 年行业将亏损约 25 亿美元。

图 1：08 年全球 RPK 增速持续下降



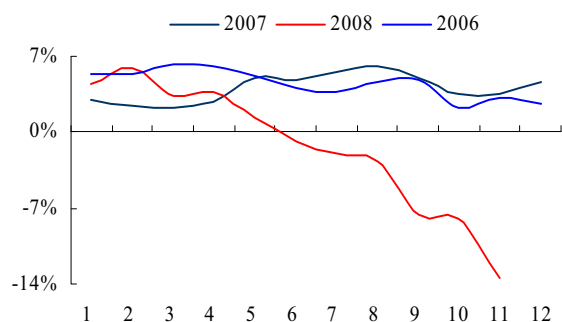
资料来源：IATA，中信证券研究部

图 2：08 年 3 月以来全球 ASK 增速不断放缓



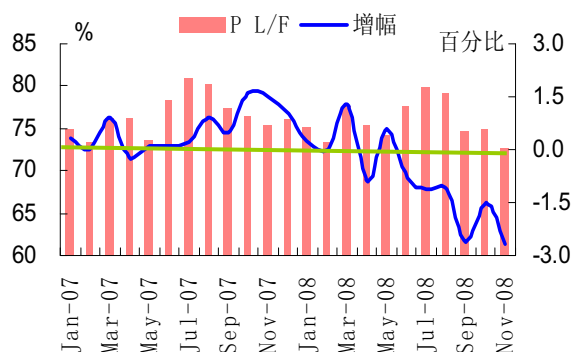
资料来源：IATA，中信证券研究部。ASK 表示可用座位公里数

图 3：08 年来全球 RFTK 快速下滑



资料来源：IATA，中信证券研究部。RFTK 表示收入货运吨公里

图 4：08 年来客座率升幅持续下降



资料来源：IATA，中信证券研究部

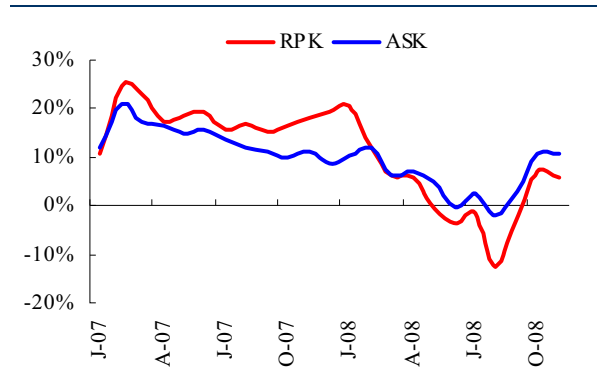
08 年国内航空市场需求增速不断下降

航空运输业：多因素导致需求持续下滑

08 年对于中国航空业来说可谓多事之秋，年初的西藏骚乱、疆独分子炸机未遂，到奥运火炬海外传递受阻等一系列事件的发生，使得政府为确保北京奥运会、残奥会成功举办，而将航空安保提升为最高级；加之股市、楼市低迷导致的负财富效应和 5 月四川地震灾害，航空旅客周转量从 08 年 1 月的同比增长 20.5% 快速下滑至 8 月的 -12.6%；客座率从 1 月的同比提升 6.3 个百分点下滑至 8 月的 -3.8 个百分点。

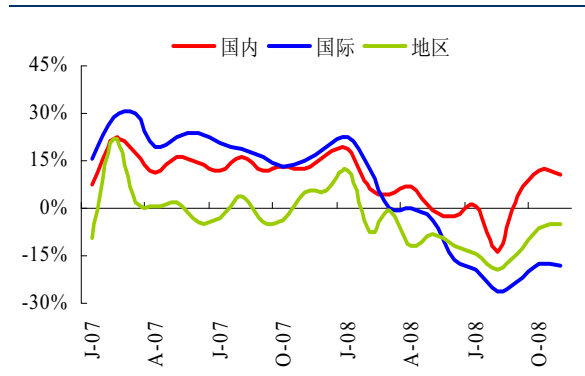
自 9 月起，随着奥运会和残奥会的相继结束，国内市场需求出现明显回升，但 9 月全球金融危机的爆发对国际航空需求产生较大负面影响，致使国际航线的旅客量增速仍持续低迷态势（9-11 月同比下降 23.4%、17.0%、18.4%）。

图 5：08 年以来 RPK 和 ASK 增速大幅下滑



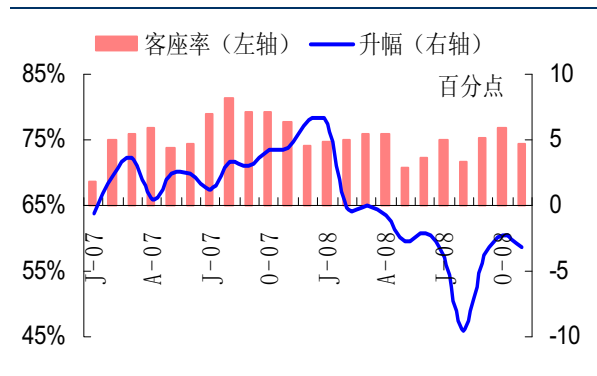
资料来源：CAAC，中信证券研究部

图 6：08 年国际航线旅客量增速持续下降



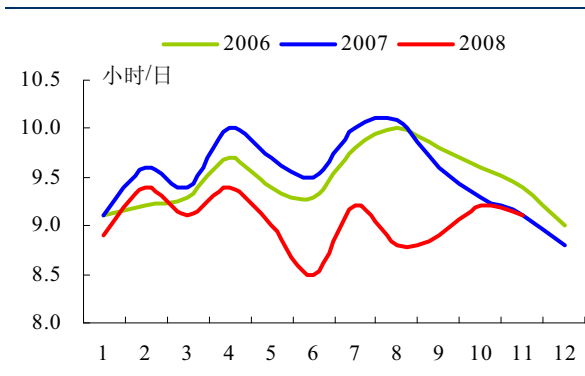
资料来源：CAAC，中信证券研究部

图 7：08 年来客座率大幅下滑



资料来源：CAAC，中信证券研究部

图 8：08 年来飞机利用小时数持续低迷



资料来源：CAAC，中信证券研究部

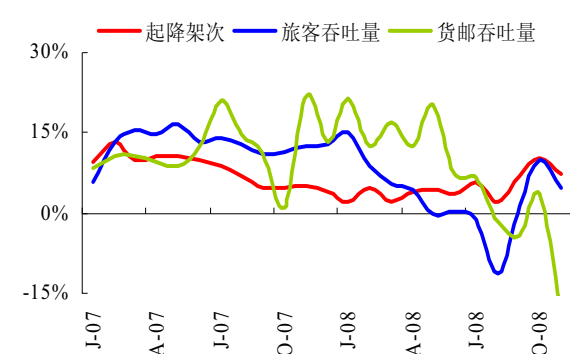
机场行业：旅客吞吐量增速持续下滑

从 08 年以来的机场行业运营数据看，航空运输业增速的迅速下滑，直接导致了机场业飞机起降、旅客吞吐量增速持续走低。

08 年来，飞机起降架次、旅客吞吐量分别从 1 月的同比增长 8.3%、18.4% 迅速降至 8 月的 -2.6%、-10.6%；自 9 月起，随着航空需求的回暖，机场国内业务量逐步回升；但国际业务量依旧十分低迷，尤其是国际航线较多的首都机场和上海机场体现的较为明显：11 月份，首都机场旅客量同比增长 1.6%（10 月为 10.4%）；上海机场旅客量同比下降 18.2%，降幅较 10 月扩大 1 倍；

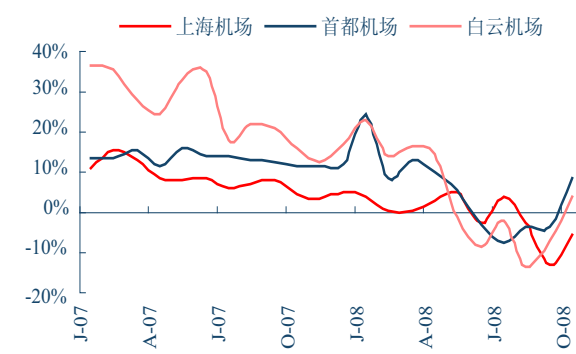
值得关注的是，随着中国出口增速的持续负增长，自 8 月以来，货邮吞吐量连续负增长，而且降幅逐渐扩大，并于 11 月创近年来增速新低（-17.9%）。

图 9：08 年来旅客吞吐量增速持续回落



资料来源：CAAC，中信证券研究部

图 10：08 年上海、首都、白云机场外航旅客量增速比较



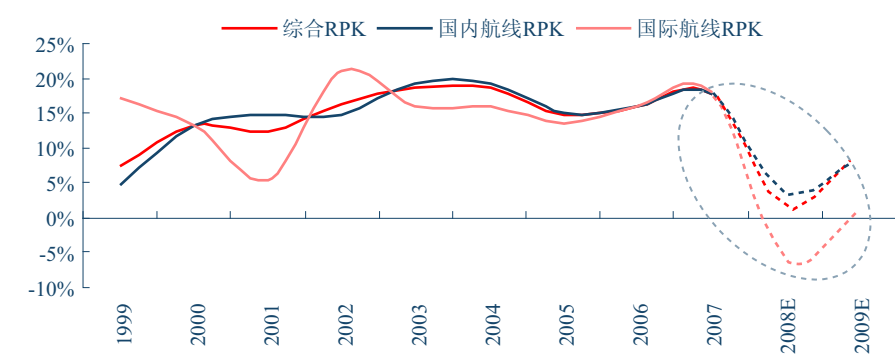
资料来源：公司资料，中信证券研究部

09 年需求预测：航空客运需求 9.2%，景气持续低迷

根据不同航线客流量增长的不同诱发因素，我们曾对国内、国际航线进行分类预测，并对宏观经济作乐观、中性、悲观三种情景假设，其中，在 09 年中国 GDP 同比增长 8% 的假设下，预测国内航线 RPK 同比增长 8.0%；在 09 年发达国家 GDP 增长 -0.1% 假设下，国际航线 RPK 增速为 0.5%。综合国内航线和国际航线，得到 09 年行业 RPK 的自然增速为 7.2%。再考虑到 08 年的低基数，我们调整 09 年行业 RPK 增速为 9.2%。行业增速自 2001 年以来首次回到个位数，航空业或将经历 2-3 年的低迷期。（详见《航空机场行业 2009 年投资策略-景气结束，防御为先》）。

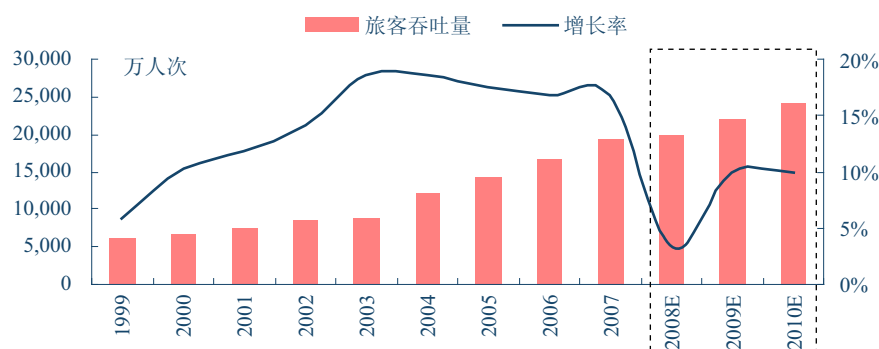
机场旅客吞吐量增速和航空客运需求（RPK）增速具有高度的一致性。考虑到 08 年基数较低我们预测 09 年机场旅客吞吐量增速在 10% 左右；我们同时预测 2010-2015 年，行业旅客吞吐量年均增速仍将保持在 10% 左右。

图 11：预测 2009 年 RPK 增速为 9.2%



资料来源：CAAC，中信证券研究部，2003、04 年作了平滑处理

图 12：1999-2010E 机场旅客吞吐量增长率



资料来源：CAAC，中信证券研究部。

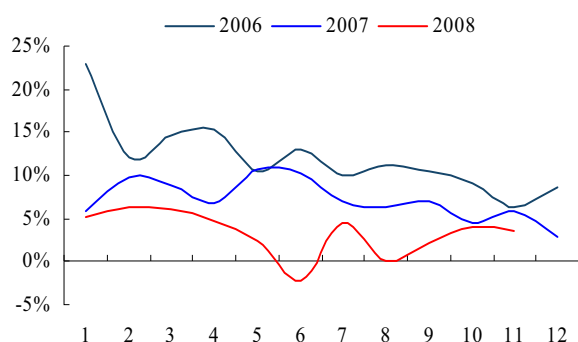
下调公司 09 年业务量增速预测

08 年业务量增长遭受一系列冲击

公司作为国内第五大机场，08 年业务量增长也受到了奥运、地震和经济下行等一系列因素的较大影响。08 年 1-8 月，飞机起降、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别从 1 月的同比增长 5.2%、11.5%、16.9% 快速滑落至 -0.1%、-6.5%、-12.6%，其中旅客吞吐量和货邮吞吐量增速均创近年来新低。

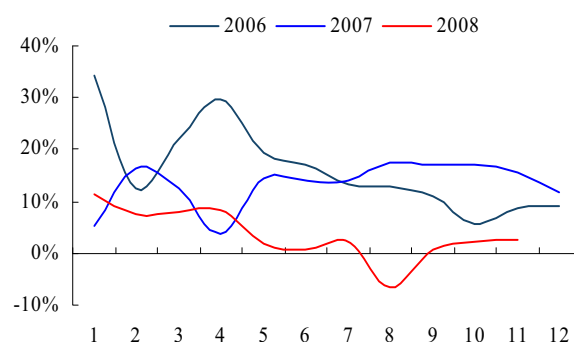
自 9 月起，随着奥运会和残奥会的相继结束，公司业务量呈现回升态势，其中，飞机起降、旅客吞吐量均回归正增长，但回升势头较弱；而货邮吞吐量仍然低迷，增速依然维持负增长，这主要是因为全球经济下行，人民币持续升值、生产资料和消费品价格不断上涨，加之海关调控政策等因素，使得珠三角地区加工制造企业产品出口增速持续下降。

图 13：08 年来公司飞机起降均个位数增长



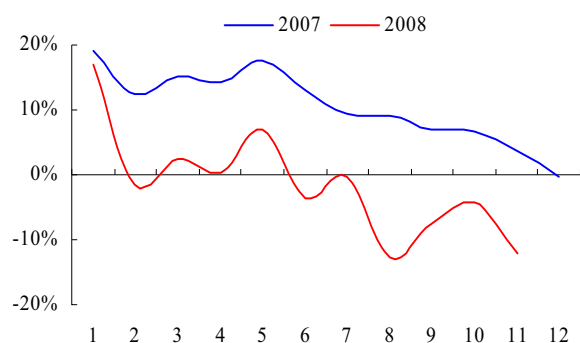
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 14：08 年来公司旅客吞吐量增速回落明显



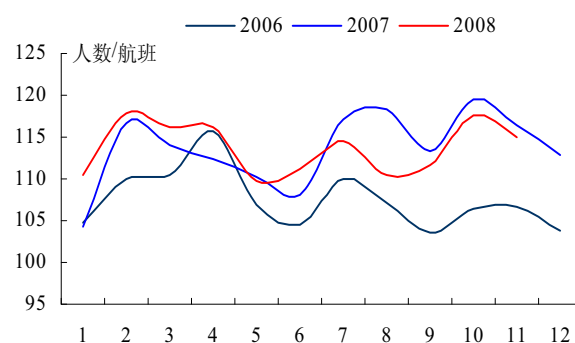
资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 15：08 年货邮吞吐量增速快速下降



资料来源：公司资料，中信证券研究部

图 16：08 年 7 月以来单班旅客量低于 07 年



资料来源：公司资料，中信证券研究部

下调 09 年业务量增速预测

考虑到 09 年发达国家经济将仍处于衰退通道之中、国内宏观经济将继续放缓、国内航空市场需求将持续低迷，我们下调公司 09 年业务量增速预测：飞机起降从 6.0% 降至 5.0%，旅客吞吐量从 8% 降至 5%，货邮吞吐量从 8.0% 降至 3.8%。

表 1：09 年业务量预测值及增长率调整前后比较

项目	调整前	调整后
绝对值		
飞机起降（架次）	201,954	196,238
旅客吞吐量（万人次）	2,338	2,237
货邮吞吐量（万吨）	68	65
增长率		
飞机起降	6.0%	5.0%
旅客吞吐量	8.0%	5.0%
货邮吞吐量	8.0%	3.8%

资料来源：中信证券研究部

表 2：2006A-2010E 深圳机场业务量预测（调整后）

项目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
飞机起降（架次）	169,493	181,450	186,894	196,238	206,050
增长率	11.9%	7.1%	3.0%	5.0%	5.0%
旅客吞吐量（万人次）	1,822	2,062	2,130	2,237	2,415
增长率	15.7%	12.3%	3.3%	5.0%	8.0%
货运吞吐量（万吨）	56	62	63	65	74
增长率	0.0%	10.2%	-2.0%	3.8%	15.0%

资料来源：公司资料，中信证券研究部。

下调公司营业收入预测

航空性收入将部分让利

08 年，在连续的偶发因素的影响下，国内航空公司盈利持续恶化，预计 08 年全行业将出现创纪录的亏损。根据我们在 09 年策略报告中的预测，09 年航空市场需求增长依然不乐观，航空公司主业盈利难有实质性改善，同时人民币兑美元升值速度的放缓将令航空公司丧失巨额汇兑收益，此外，国航、东航等还面临燃油套期保值业务的巨大风险。综合考虑上述各项因素，我们预计 09 年航空公司业绩仍将不容乐观，能够实现盈利已属不宜。

机场和航空公司处在同一产业链中，双方利益紧密相连。08 年 3 月实施的新的机场收费政策中规定，航空性业务收费标准的基准价一般不作上浮，下浮幅度可与航空公司协商确定。在当前航空市场不景气情况下，航空公司极力压缩成本支出，这使得机场有可能在航空性业务收费上被迫向客户（主要是基地航空公司）做出让利。我们预计深圳机场 08 年对南航、深航两家基地公司让利约 1500 万元（相当于旅客服务费打 9 折；来自该两家公司的付费约占深圳机场旅客服务费的 40%）。在新模型中，我们假设 09 年公司仍将给予南航、深航的旅客服务费九折优惠（对其他航空公司无优惠）。由此，深圳机场 09 年旅客服务费增速从 8.0%降至 6.0%。

表 3：08、09 年航空性收入明细调整前后对照表

（单位：百万元）

项目	调整前		调整后	
	2008E	2009E	2008E	2009E
航空性收入	991	1110	990	1072
旅客服务费	386	417	380	403
起降费	154	182	162	190
安检费	44	48	43	46
其他	407	463	404	434

资料来源：中信证券研究部。

非航业务收入风险加大

当前全球金融危机对实体经济的影响正在逐步深入，并有愈演愈烈之势，机场的非航业务也无法幸免。我们预计深圳机场广告业务和租赁业务受到的影响相对较大。

室内广告违约风险增大，下调 2010 年后广告收入预测

08 年 4 月初和 6 月底，公司分别与雅士维、天骏广告公司签署户外和室内广告业务外包协议。其中，天骏公司以 5 亿元（超出第二名竞标者约 2 亿元）的价格竞得公司室内广告业务经营权。根据协议，天骏公司 08-11 年每年将支付 0.3、0.5、1.5、2.7 亿元室内广告费，加上户外广告收入，公司总广告收入将由 07 年的 9800 万元增长至 11 年的 3.75 亿元，年均增速达 39.9%。出于审慎原则，我们在原盈利预测中，将 08-11 年室内广告收入增速调减为合同中增速的一半。

表 4：根据公告测算的 2008-2011 年广告收入及增长率

项目	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
广告总收入（百万元）	98	118.7	156.9	255.2	375.0
户外广告	51	57.6	65.3	81.1	96.4
室内广告	47	61.1	91.7	174.1	278.6
同比增长	32.6%	21.2%	32.2%	62.6%	46.9%
户外广告	24.2%	13%	13%	24%	19%
室内广告	43.0%	30%	50%	90%	60%

资料来源：公司资料，中信证券研究部

天骏公司巨资竞得深圳机场候机楼内广告业务经营权，其原因在于：

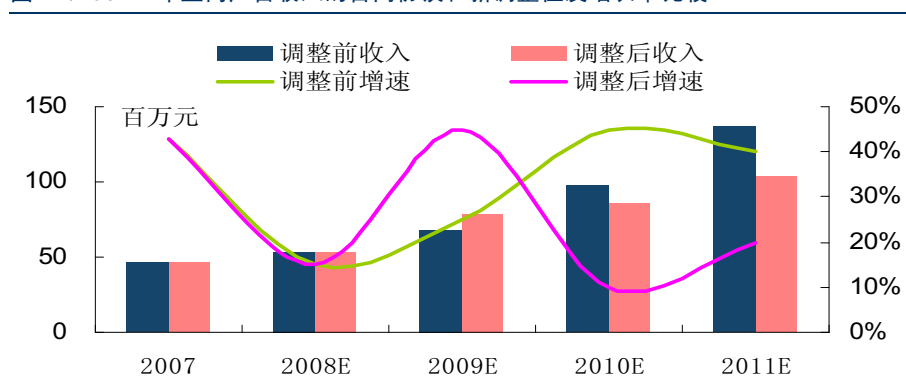
- （1） 公司现已拥有首都机场 2 号和 3 号航站楼、白云机场候机楼、深圳地铁、深圳火车站等公共设施内的广告资源，着力打造国内最大的公交设施广告运营商，尤其是在珠三角地区形成较大的垄断优势，由此提升定价能力。
- （2） 公司计划 09 年在海外上市，因此需要迅速扩大业务规模、提高营业收入。

但全球金融危机的爆发和国内经济增长的持续放缓，不仅对天骏公司业务开展带来很大压力，更令其海外上市计划难度增大。据悉，元旦前夕天骏公司召开董事会，确定将收缩业务线。而深圳机场室内广告合同是天骏目前最昂贵的一笔业务，因此很有可能是首当其冲的缩减对象。

对于广告业务的违约风险，我们有以下观点：

- （1） 若天骏公司毁约，公司将收回室内广告资源，短期内可能自营或与他人合作经营，但未来仍将采取外包或特许经营的模式。
- （2） 室内广告若由公司自营，预期 09 年仍能完成原合同目标（5030 万收入），因此对 09 年 EPS 几无影响，但预计 2010-11 年的广告收入将难以达标。我们下调 2010、11 年室内广告收入分别至 0.86、1.03 亿元（原为 0.98、1.34 亿元），并同时下调总广告收入至 1.65、2.02 亿元。
- （3） 天骏公司的押金约为 2450 万元，若其违约则公司将扣下部分押金作为违约补偿（模型中假设为 613 万元）。
- （4） 由于雅士维公司在竞拍户外广告时出价合理，我们认为其违约的可能性不大。

图 17：08-11 年室内广告收入的合同协议和新调整值及增长率比较



资料来源：公司资料，中信证券研究部

表 5：08-11 年广告收入及增长率调整前后比较

(单位：百万元)

项 目	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
广告收入	98	111	132	178	241
户外广告	51	57	65	81	104
室内广告	47	54	67	98	137
同比增长	32.6%	14.0%	19.0%	34.8%	35.0%
户外广告	24.2%	13.0%	13.3%	24.2%	28.9%
室内广告	43.0%	15.0%	25.0%	45.0%	40.0%
广告收入	98	111	147	165	202
户外广告	51	57	69	79	99
室内广告	47	54	78	86.0	103
同比增长	32.6%	14.0%	32.1%	12.3%	22.4%
户外广告	24.2%	13.0%	20.0%	15.0%	25.0%
室内广告	43.0%	15.0%	45.0%	10.0%	20.0%

资料来源：公司资料，中信证券研究部。

旅客量增速下降和旅客购买力减弱，将拖累商业租赁收入增长

旅客量增速的下滑、金融危机下旅客购买力和购物意愿的下降，将使得机场内餐饮、零售业务收入增速放缓，并进而影响到公司商业租赁收入增长。我们将 08、09 年商业租赁收入分别从 1.4、1.6 亿元降至 1.3、1.4 亿元，同比增速从 20.0%、15.0%降至 10.0%、8.0%。

表 6：08、09 年租赁收入调整前后比较

(单位：百万元)

项目	调整前		调整后	
	2008E	2009E	2008E	2009E
商业租赁	140	161	128	138
增长率	20.0%	15.0%	10.0%	8.0%

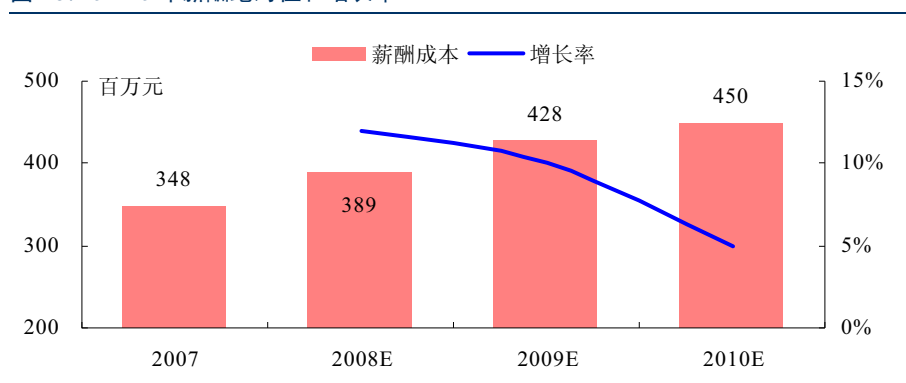
资料来源：公司资料，中信证券研究部。

08-09 年营业成本增长较快

薪酬改革导致人工成本增长较快

08 年 5 月起，公司对劳务工进行薪酬改革，我们预测 08、09 年公司薪酬成本将分别增长 12.0%、10.0%（或分别增加 0.42、0.40 亿元）。随着 2009 年下半年薪酬改革的结束，我们预计 2010 年薪酬成本增速将放缓至 5%左右。

图 18：07-10 年薪酬绝对值和增长率

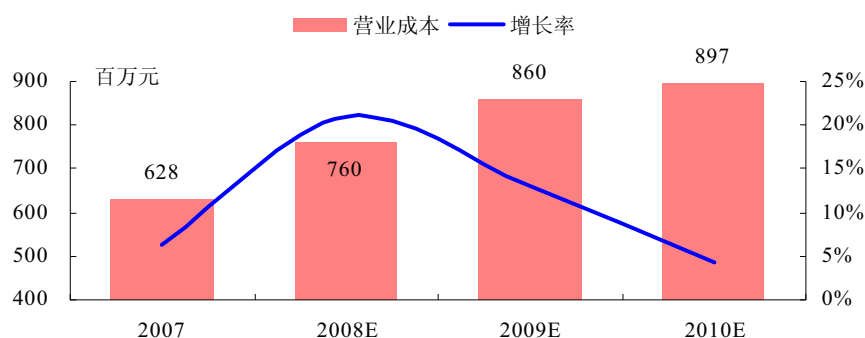


资料来源：公司资料，中信证券研究部。

折旧等其他成本将增长

09 年，随着国际航站楼、新停机坪的投产，我们预计折旧费将增加 1500 万元（同比增长 8.7%）、水电费用增加 400 万（同比增长 9%）；另外，我们测算运输成本增加 1400 万元、环保绿化增加 1100 万元、其他增加 900 万元。预计 2010 年各项成本增速将迅速回落。

图 19：08-10 年公司营业成本及增长率



资料来源：公司资料，中信证券研究部

综上所述，我们预测公司 08-10 年营业成本将分别为 7.6、8.6、9.0 亿元，同比将分别增长 21.0%、13.1%、4.3%，其中，08、09 年将呈较快增长态势。

风险因素

- ◆ 业务量增长低于预期；
- ◆ 广告业务经营商毁约且自营广告收入低于预期；
- ◆ 商业租赁履约情况低于预期；
- ◆ 扩建工程资本开支超预期（60 亿元）；
- ◆ 战争、非典、恐怖袭击等突发事件。

下调公司评级至“增持”，目标价 6.8 元

我们认为，公司仍然具备较好的防御性，这主要来源于其未来业务量的温和增长和价格（航空性和非航空性收费）的相对刚性，09、10 年公司盈利仍能获得正的增长，这显然要优于某些周期性行业和公司。

但是，源自美国的金融危机及其对全球经济增长的冲击超出了我们的预期，对航空业的负面影响亦超出我们预期，从 08 年 4 季度的数据来看，行业的恢复情况略低于预期，我们由此下调了公司 09、10 年的业务量预测。同时，机场收费改革令机场收费标准由“绝对刚性”变成了“相对刚性”，而航空公司恶劣的盈利状况迫使机场作出一定的让利，从而削弱了机场自身的盈利能力。

公司室内广告业务如果出现违约情况（我们认为这是大概率事件），那么公司将面临两方面的压力：一是 2010、11 年的业绩将受到负面影响；二是市场对公司非航业务的发展前景将产生疑虑，并由此降低对公

公司的估值预期，因为非航业务（广告、商业租赁等）的快速增长是公司的最大亮点之一，也是公司优秀管理水平的体现。

根据我们对公司 08-10 年业务量、营业收入、营业成本的预测，在考虑 08 年一次性或有负债情况下（对兴业银行的赔款），我们下调公司 08-10 年 EPS 至 0.17/0.31/0.34 元（原为 0.18/0.38/0.42 元），动态 PE 估值分别为 35/19/17 倍，公司估值处于合理水平。给予公司 09 年 20xPE 估值，同时考虑香港机管局收购公司股权预期，给予 10%溢价，目标价 6.8 元，我们将投资评级由“买入”下调至“增持”。

盈利预测假设

- 公司业务量增长假设见表 2（未考虑 UPS 带来的货运增量）；
- 公司 2008-2009 年航空性收入预测见表 3；
- 2008-2010 年广告收入预测见表 5；
- 2008-2009 年商业租赁收入预测见表 6；
- 已考虑对兴业银行 2.3 亿元赔款，并计入 08 年“营业外支出”；
- 公司 08-11 年所得税率分别为 18%、20%、22%、24%、25%；
- 不考虑与香港机管局之间的业务及股权合作。

表 7：公司盈利预测表

（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1242	1452	1594	1743	2028	2406	2671
增长率	8.6%	16.9%	9.8%	9.4%	16.3%	18.7%	11.0%
其中：航空性收入	792	990	1072	1173	1332	1500	1642
非航收入	450	463	522	571	696	906	1028
营业成本	628	760	860	897	1189	1487	1592
增长率	6.3%	21.0%	13.1%	4.3%	32.6%	25.1%	7.0%
其中：折旧摊销	161	176	192	200	401	596	597
薪酬成本	348	389	428	450	517	595	666
毛利率	49.4%	47.7%	46.1%	48.6%	41.4%	38.2%	40.4%
营业税金及附加	50	58	64	70	81	96	107
营业费用	3	0	0	0	0	0	0
管理费用	58	58	64	65	66	67	69
财务费用	-26	-26	-12	-2	14	200	125
投资收益	32	40	35	43	49	55	60
营业利润	556	642	653	758	727	611	839
增长率	12.4%	15.4%	1.8%	16.0%	-4.1%	-16.0%	37.4%
利润总额	555	409	659	758	727	611	839
增长率	13.7%	-26.4%	61.3%	14.9%	-4.1%	-16.0%	37.4%
所得税率	12.6%	18.0%	20.0%	22.0%	24.0%	25.0%	25.0%
母公司净利润	475	283	517	579	541	449	617
增长率	16.4%	-40.5%	82.8%	12.0%	-6.6%	-17.1%	37.4%
EPS	0.33	0.17	0.31	0.34	0.32	0.27	0.36

资料来源：公司资料，中信证券研究部

表 8：机场估值国际比较

代码	名称	国家	PE		PB		ROE		EV/EBITDA	
			2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
AFI	Aeroporto di Firenze SPA	IM	25	21	0.9	0.9	3.8%	4.3%	11.7	9.6
FLU	Flughafen Wien AG	AT	8	9	1.0	0.8	11.9%	8.9%	5.8	6.3
KBHL	Kobenhavns Lufthavne	DM	11	11	2.9	2.3	26.4%	20.8%	7.7	7.5
FRA	Fraport AG	FR	16	18	1.2	1.1	7.5%	6.1%	6.7	6.7
9706.JP	Japan Airport Terminal co.	JP	11	11	1.1	1.0	9.8%	8.6%	5.5	n. a. .
UZAN	Unique Zurich Airport	SW	7	7	0.8	0.8	10.4%	10.6%	6.0	6.0
357.HK	美兰机场	HK	7	7	0.8	0.8	10.4%	10.6%	3.2	2.9
694.HK	首都机场	HK	139	52	1.3	1.5	1.0%	2.9%	14.4	5.6
海外平均值			28	17	1.2	1.1	10.2%	9.1%	7.6	6.4
海外平均值(剔除后)*			10	11	1.3	1.1	12.8%	10.9%	5.8	5.9
600009	上海机场	CN	27	24	1.9	1.7	6.9%	7.2%	16.4	13.0
600004	白云机场	CN	19	18	1.4	1.3	7.4%	7.2%	11.3	11.1
000089	深圳机场	CN	35	19	2.0	1.8	5.8%	9.7%	18.9	17.1
600897	厦门空港	CN	20	16	2.8	2.3	14.4%	14.9%	12.3	9.5
国内平均值			25	19	2.0	1.8	8.6%	9.8%	14.7	12.7

资料来源：bloomberg，中信证券研究。注：股价为 2008 年 1 月 6 日收盘价。

利润表 (百万元)

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1144	1242	1452	1577	1737
营业成本	591	628	760	854	890
毛利率	48.3%	49.4%	47.7%	45.9%	48.7%
营业税金及附加	45	50	58	63	69
营业费用	0	3	0	0	0
营业费用率	0	0	0	0	0
管理费用	62	58	58	64	65
管理费用率	0	0	0	0	0
财务费用	-16	-26	-26	-25	-8
财务费用率	0	0	0	0	0
投资收益	35	32	40	35	45
营业利润	495	556	642	656	766
营业利润率	43.3%	44.8%	44.2%	41.6%	44.1%
营业外收入	1	2	0	6	0
营业外支出	7	3	233	0	0
利润总额	488	555	409	662	766
所得税	73	70	116	132	168
所得税率	15%	13%	18%	20%	22%
少数股东损益	7	10	11	11	12
归属于母公司股东的净利润	408	475	283	519	585
净利率	35.7%	38.3%	19.5%	32.9%	33.7%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
税前利润	488	555	409	662	766
所得税支出	73	70	116	132	168
折旧和摊销	133	161	176	192	200
营运资金变动	25	-58	31	18	11
其他	-185	-205	-297	-324	-390
经营现金流	535	524	434	680	754
资本支出	-120	-184	-1335	-1100	-2400
投资收益	35	32	40	35	45
长期投资减少	-539	-19	0	0	0
其他	-14	-169	0	0	0
投资现金流	-639	-341	-1295	-1065	-2355
发行股票	0	0	251	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
财务费用	16	26	26	25	8
其他	-253	-217	849	-104	600
融资现金流	-237	-191	1126	-79	608
现金及现金等价物净增加额	-342	-11	265	-465	-993

资产负债表 (百万元)

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1174	1279	1544	1079	87
存货	2	2	3	3	3
应收账款	119	164	172	188	206
其他流动资产	51	80	95	100	100
流动资产	1346	1526	1813	1370	396
固定资产	1713	1706	2549	2564	2486
长期股权投资	478	500	500	500	500
无形资产	26	26	341	335	328
其他长期资产	127	224	224	1124	3409
非流动资产	2343	2455	3613	4522	6722
资产总计	3689	3981	5427	5891	7118
短期借款	13	43	50	50	773
应付账款	102	97	117	132	138
其他流动负债	220	225	257	282	306
流动负债	336	365	424	465	1216
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	6	6	6	6
非流动性负债	0	6	6	6	6
负债合计	336	371	430	471	1222
股本	1440	1440	1690	1690	1690
资本公积	99	99	1083	1083	1083
股东权益合计	3353	3610	4996	5420	5896
少数股东权益	60	72	82	93	105
负债股东权益总计	3689	3981	5427	5891	7118

主要财务指标

指标名称	2006	2007	2008E	2009E	2010E
增长率 (%)					
营业收入	12.7%	8.6%	16.9%	9.8%	9.4%
营业利润	48.8%	12.4%	15.4%	1.8%	16.0%
净利润	12.7%	16.4%	-41%	82.8%	12.0%
利润率 (%)					
毛利率	48.3%	49.4%	47.7%	46.1%	48.6%
EBIT Margin	43.3%	44.8%	44.2%	41.0%	43.5%
EBITDA Margin	39.0%	40.4%	39.7%	38.1%	40.9%
净利率					
回报率 (%)					
净资产收益率	12.4%	13.4%	5.8%	9.7%	10.0%
总资产收益率	11.3%	12.2%	5.3%	8.9%	8.3%
其他 (%)					
资产负债率	9.1%	9.3%	7.9%	8.0%	17.2%
所得税率	15.0%	12.6%	18.0%	20.0%	22.0%
股息率	51.7%	48.5%	50.0%	20.0%	20.0%

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			