

空间倚赖于时间

——深圳机场（000089）调研简报

研究员

宋伟亚

☎ (86-755) 83516085

✉ songwy@cgws.com

要点：

- **深圳机场 08 年整体持续呈现低速增长态势。**其中旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次增速分别为 3.8%、-2.8% 和 3.6%，地震、奥运等事件性因素和宏观经济放缓是影响公司 08 年业务增长的主要障碍。
- **非航业务长期是看点，中短期受到一定削弱。**深圳机场航空增值业务运营能力良好，但当前宏观经济调整对公司同样产生了不利影响，主要体现在天峻室内广告业务违约以及预计部分租赁业务重新招标收入增速趋缓等，进而非航业务快速明确的增长预期受到一定质疑。这在航空主业资源趋于饱和背景下，弱化了公司中短期发展前景。
- **新一轮跃升需要等待。**随着 2011 年扩建工程的先后投产，公司业务量将迎来新一轮明显的景气跃升期，UPS 和翡翠航在未来新一轮货运上升周期中的表现也值得期待，而届时需要考虑的一个问题则是日间低空进近通道能够提供多大程度上的配合。此间，应对公司客货运业务持谨慎态度，货运业务下行周期中，深圳机场 2010 年货运 100 万吨的吞吐量规划无法实现，我们并不认为货运业务 09 年零增速假设保守，好在其目前业绩贡献较小。公司业务增速判断存在结构差异，若航空业持续不景气，则趋近饱和的容量空间和占绝对比例的国内业务能够对业务量起到相对稳定的支撑作用；若国内航空业出现较明显反弹，则深圳机场资源瓶颈开始显现。
- **人力成本和折旧摊销占比大。**二者合计约占公司营业成本的 80%，预计人工成本 08-10 年均增速将在 10% 左右；折旧摊销等固定成本相对稳定，但随着若干中小项目逐步计提折旧，预计到 2010 年底折旧摊销成本将由 07 年的 1.6 亿逐渐增至接近 2 亿。
- **下调评级由“谨慎推荐”至“中性”。**机场业的投资节奏基本参考因素应该是其生命周期和上游航空业景气度的匹配情况。在当前环境下，深圳机场航空主业低速增长趋于饱和确提供了一个相对稳定可期的态势，但中短期内缺乏成长性将抑制其估值水平的提升；据相关运营情况，下调其 08-10 年每股收益分别为 0.17 元、0.30 元和 0.32 元，经过此轮反弹后，当前股价对应 09 市盈率 22X，基本面已不支持较大的估值提升空间。

投资评级： 中性

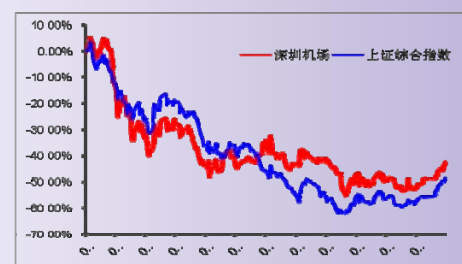
市场数据

总市值（亿元）	110.0
流通市值（亿元）	42.5
总股本（亿股）	16.9
流通股本（亿股）	6.5
12 个月最高/最低股价（元）	12.4/5.0
十大流通股（%）	7.5
股东户数	127795

公司盈利预测

	2007A	2008E	2009E
营业收入（万元）	124173	148131	160235
(+/-%)	8.6%	19.3%	8.2%
净利润（万元）	47540	29200	50091
(+/-%)	16.4%	-38.6%	71.5%
EPS（元）	0.33	0.17	0.30
市盈率	19.7	33.7	22.0

公司股价表现图



相关报告

《深圳机场中报点评》	080820
《深圳机场调研简报》	071113

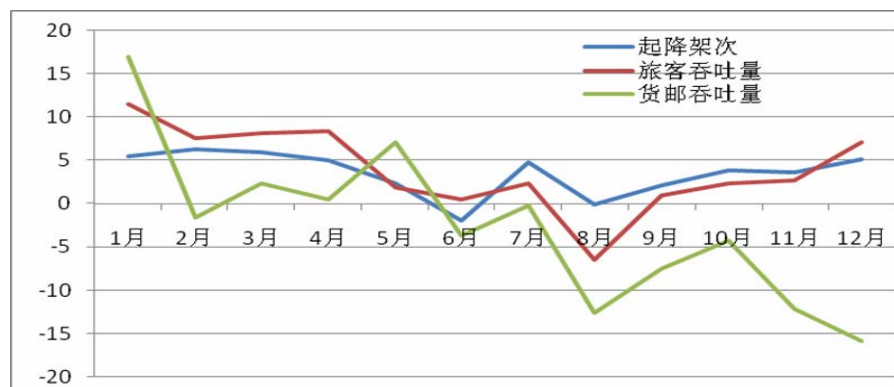
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、航空主业简析

深圳机场 08 年整体持续呈现低速增长态势，其中旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次增速分别为 3.8%、-2.8% 和 3.6%，地震、奥运等事件性因素和宏观经济放缓是影响公司 08 年业务增长的主要障碍。09 年 1 月份受假期因素的影响，旅客吞吐量增速快速回升至 17.9%，起降架次增速 6.8%，而货邮增速则大幅滑落至 -35%。

图 1：08 年公司三大业务指标增速走势



数据来源：公司资料 长城证券研究所

受机场业生命周期基本特征影响，深圳机场容量日趋饱和，而第二跑道和 T3 航站楼预计分别将在 2011 年初和年底投产，在此之前，公司业务量增速将呈现两个基本特征：

其一、若航空业持续不景气，则趋近饱和的容量空间和占绝对比例的国内业务能够对业务量起到相对稳定的支撑作用，个位数的低速增长将是基本态势。深圳机场 08 年达到 515 日均起降架次，已超过 08 年向民航总局新申请的 510 架次/天的起降限制；而按公司单跑道实现的单位保障峰值来看，可突破 600 起降架次/天，小时起降可超过民航总局规定 30 架次 25%，也即低速增长仍有空间；而在某种角度上，当前宏观经济调整和航空市场不振也在一定程度上缓解了处在有利容量利用阶段的白云机场对深圳机场的区域竞争压力。

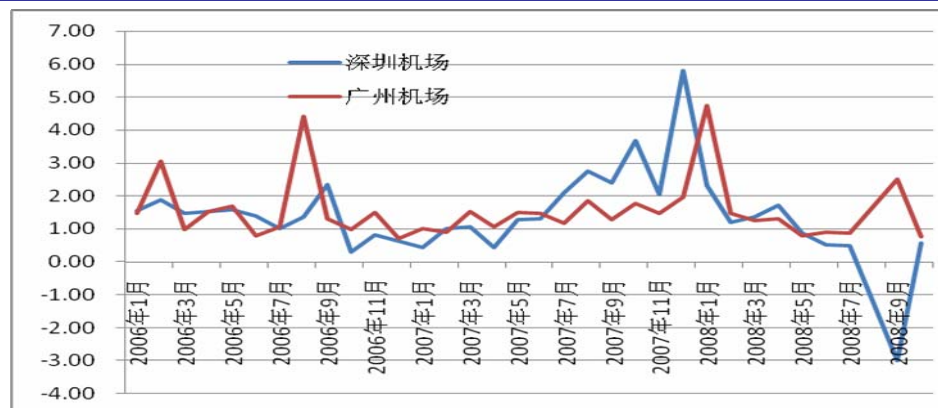
其二，若国内航空业出现较明显反弹，则深圳机场资源瓶颈开始显现，相对容量空间优越的白云机场等，公司起降保障能力缺乏比较优势。而事实上，这一特点从公司近期业务量指标可见一斑，纵向来看，深圳机场旅客吞吐量增速相对于起降架次弹性，从 07 年下半年开始较明显放大；横向比较，广州机场弹性较小，良好的容量空间能够使得旅客吞吐量和起降架次保持一致性。从旅客吞吐量多数时间内快于起降架次增速的情况来看，深圳机场存在资源瓶颈，而航空市场需求相对于温和供给相对乐观。

且按 IATA 的观点，过去几轮经济衰退经验表明，一般航空业的疲软期会持续 2-3 年，预计航空货运业将会在 2010 年率先恢复，客运市场 2011 年左右才会出现好转。有理由相信，随着 2011 年扩建工程的先后投产，公司业务量将迎来新一轮明显的景气跃升期，UPS 和翡翠航在未来新一轮货运上升周期中的表现也值得期待，



而届时需要考虑的一个问题则是日间低空进近通道能够提供多大程度上的配合。总的来看，深圳机场需要时间等待。此间，应对公司客货运业务持谨慎态度，货运业务下行周期中，公司 2010 年货运 100 万吨的吞吐量规划难以实现，我们并不认为货运业务 09 年零增速假设保守，好在其目前业绩贡献较小。

图 2：近期深圳机场和广州机场旅客吞吐量相对于起降架次的弹性比较



数据来源：公司资料 长城证券研究所

表 1：深圳机场三大指标增速预测

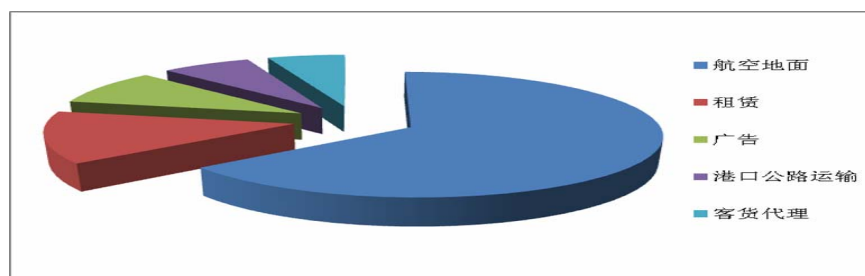
	07A	08A	09E	10E
起降架次(次)	181450	187900	196238	206050
增速	7.10%	3.60%	5%	5%
旅客吞吐量(万人次)	2062	2140	2268	2450
增速	12.30%	3.80%	6%	8%
货邮吞吐量(万吨)	62	60	60	66
增速	10.20%	-2.90%	0%	10%

数据来源：公司资料 长城证券研究所

二、非航业务简析

在航空主业不振的情况下，非航业务成为公司促增长的主要着力点。公司目前航空增值业务主要包括租赁、广告、港口公路运输和客货代理，其中中长期具有较好增长前景的主要是广告、租赁包括物业和商业租赁业务，且二者毛利率很高，分别可达到 90% 和 60%。

图 3：深圳机场业务分布与收入贡献



数据来源：公司资料 长城证券研究所

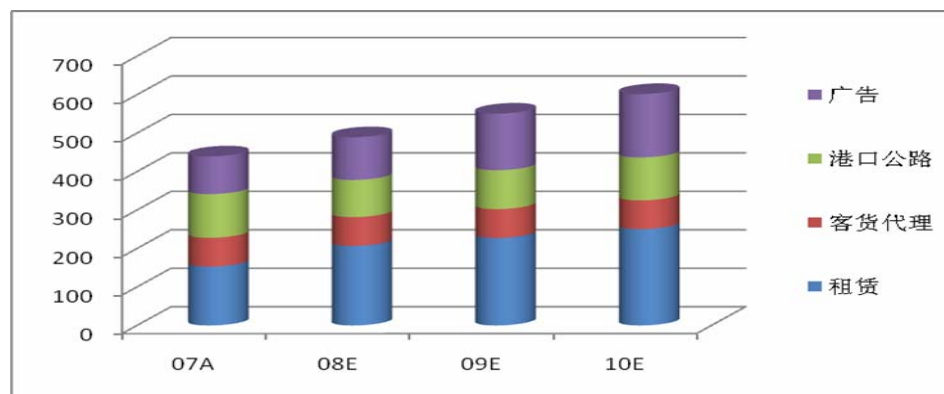


受宏观经济形势冲击，近期较受关注的主要是广告业务，目前公司广告资源室内天峻、室外雅仕维和公司自营约各占 1/3。室内广告运营商天峻广告公司 1 月份出现违约现象，原本锁定的 08-11 年增速分别为 30%、50%、90%和 60%的广告收入在 2010 年和 2011 年受到较明显影响，自营或重新寻找特许经营商难以达到该合同收入水平，09 年因所涉金额有限而受冲击较小，公司目前正在做自营和重新转包的两手准备，3 个月的违约金已经收取，为公司提供了一定缓冲，问题的关键在于 09 年内能否寻找到较优质的客户为其后两年提供较好保障；室外广告定价较合理，雅仕维违约风险较小。此处保守预计公司 09-10 年广告收入增下分别下降至 32.3%和 13.5%。

租赁业务于 05、06 年始采用公开招标模式，收入获得较快增长，其中商业租赁约占收入的 3/4，一方面，所涉期约分布较均匀，其中餐饮 3-5 年、零售 2-3 年，09-10 年将重新签订一批租赁合同，但受经济形势影响，预计公司分成部分增速会有下降，另一方面，公司在 2011 年 T3 投产之前，租赁面积每年均有一定幅度的提升，其中包括简易国际候机楼搬迁后、B 楼相关面积的商业改造，AB 楼之间的内连廊远机位候机室的改造，以及已经立项建设的联检综合楼及食堂的优化布局等，粗略预计 08 年该项收入增速为 15%，09-10 年均均为 10%。

港口公路运输占比总收入约不到 7%，港口与公路收入基本持平。其中港口客运业务由于前期运营商因自身原因调减了运力，预计 09 年新船公司将投入运营，相关业务开始恢复性增长；货运业务集装箱有限，多为散杂货和“三废”，受环境政策影响，较难恢复。公路业务指往返市内的 330 大巴，仅一条线路，运量一年约两两三四十万人次，无法和公交系统竞争，预计相对稳定。客货代理业务不断萎缩缺乏增长，假设后期持平。

图 4：各非航业务收入贡献预测



数据来源：公司资料 长城证券研究所

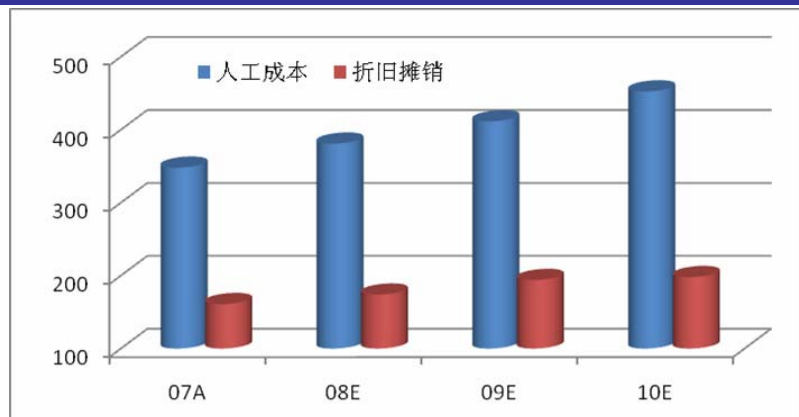
三、主要成本简析

机场业人工成本和折旧摊销占比较大，在机场容量饱和进行扩建时期行业体现出资本密集型特点；在扩建投产后，折旧摊销已相对稳定，人工成本开始攀升，包括薪酬水平的自然提升和员工数量的自然增长两个方面，尤其是新一轮饱和前期的人才储备的对人工成本有一定拉动。



深圳机场人工成本和折旧摊销分别约占营业成本分别约 55% 和 26%，公司 08 年 5 月开始实施劳务工薪酬改革，预计 08-10 年人工成本增幅分别为 9.5%、8% 和 10%。折旧摊销等固定成本相对稳定，07 年约 1.61 亿元，但随着简易国际候机楼、新停机坪的投产和已立项建设的综合联检楼及食堂等项目的转固折旧，预计到 2010 年底折旧摊销成本将逐渐增至 1.98 亿。

图 5：深圳机场人工成本和折旧摊销预测



数据来源：公司资料 长城证券研究所

四、估值和投资建议

机场业的投资节奏基本参考因素应该是其生命周期和上游航空业景气度的匹配情况。在当前航空业景气不佳的情况下，深圳机场航空主业低速增长趋于饱和确提供了一个相对稳定可期的态势，但中短期内缺乏成长性将抑制其估值水平的提升；在当前的宏观经济形势下，公司非航业务方面明确快速增长的态势也在一定程度上削弱，其防御性也在一定程度上随之被削弱。根据相关运营情况，下调其 08-10 年每股收益分别为 0.17 元、0.30 元和 0.32 元，经过此轮反弹后，当前股价对应 09 市盈率 22X，基本面已不支持较大的估值提升空间，下调评级由“谨慎推荐”至“中性”。深港两地机场的深层次合作更多将取决于政府层面而非公司，且具体时间和效果尚难评估，此处暂不予考虑。

利润表 (万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	124173	148131	160235	173737
营业总成本	71682	86358	95011	102881
营业成本	62828	76400	82493	88105
财务费用	-2598	-3097	-1603	-535
销售费用	319	444	481	521
管理费用	5829	6666	7211	7818
投资净收益	3157	2232	2568	3058
营业利润	55648	64005	67791	73913
营业外收支	-123	-24000	0	0
利润总额	55524	40005	67791	73913
所得税	7011	10001	16948	18478
少数股东损益	973	804	753	815
净利润	47540	29200	50091	54620
资产负债表 (万元)				
货币资金	127906	128751	99312	12308
应收帐款	16441	19613	21216	23004
应收票据	4873	5813	6288	6818
存货	221	269	290	310
流动资产合计	152613	158538	131529	47215
固定资产	182419	259820	281308	296615
资产总计	398114	548732	587024	630542
短期借款	4349	4349	5349	54349
应付款项	9662	11749	12686	13549
流动负债合计	36489	44529	49495	97578
长期借款	0	0	0	0
负债合计	37136	65053	75143	128226
股本	143968	169024	169024	169024
留存收益	209856	306697	334146	323766
少数股东权益	7153	7957	8710	9525
权益合计	360977	483679	511881	502316
权益总计	398114	548732	587024	630542
现金流量表 (万元)				
经营活动现金流	52377	50680	64813	79137
营运资本减少	-7704	2962	-7465	-4608
投资活动现金流	-34086	-24835	-59252	-96141
资本支出	-26503	-24835	-59252	-96141
融资活动现金流	-19125	-25000	15000	50000
净现金总变化	-1147	846	20561	32996
主要财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性				
营业收入增长	8.6%	19.3%	8.2%	8.4%
营业成本增长	6.3%	21.6%	8.0%	6.8%
营业利润增长	12.4%	15.0%	5.9%	9.0%
利润总额增长	13.7%	-28.0%	69.5%	9.0%
净利润增长	16.4%	-38.6%	71.5%	9.0%
盈利能力				
毛利率	49.4%	48.4%	48.5%	49.3%
销售净利率	38.3%	19.7%	31.3%	31.4%
ROE	13.2%	7.0%	10.7%	10.5%
ROIC	22.4%	18.8%	17.1%	17.2%
营运效率				
销售费用/营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用/营业收入	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
投资收益/营业利润	5.7%	3.5%	3.8%	4.1%
所得税/利润总额	12.6%	25.0%	25.0%	25.0%
应收帐款周转率	8.77	8.22	7.85	7.86
存货周转率	297.21	311.84	295.03	293.49
流动资产周转率	0.86	0.95	0.94	0.87
总资产周转率	0.32	0.37	0.36	0.33
偿债能力				
资产负债率	9.3%	11.6%	12.8%	20.3%
流动比率	4.18	3.56	4.60	5.78
速动比率	4.18	3.55	4.59	5.77
每股指标 (元)				
摊薄 EPS	0.33	0.17	0.30	0.32
每股净资产	2.51	2.46	2.76	3.09
每股经营现金流	0.36	0.30	0.38	0.47
每股经营现金/EPS	1.1	1.7	1.3	1.4
估值	2007A	2008E	2009E	2010E
PE	19.7	37.7	22.0	20.1
PEG	4.16	1.02	2.43	-
PB	2.6	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	14.26	14.47	13.00	11.21
EV/SALES	7.59	7.46	6.90	6.36
EV/IC	4.59	4.21	3.75	3.47
ROIC/WACC	2.14	1.80	1.64	1.65
REP	2.14	2.33	2.29	2.10

研究员简介

宋伟亚：南京大学硕士研究生，交通运输行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>