

绝对防守型投资标的

研究结论

- 2008 深圳机场实现营业收入 150959 万元, 同比增长 7.03%; 实现利润总额 39327 万元, 同比下降 41.1%; 实现归属于母公司所有者净利润 24001 万元, 同比下降 58.2%。基本每股收益 0.142 元, 同比下降 58.2%。业绩低于我们预期的主要原因在于浦发银行借款纠纷案在 2008 年进行了预计负债计提。
- 两个合同纠纷案导致业绩下滑。2008 年的业绩之所以出现大幅下滑, 原因在于兴业银行借款合同纠纷案产生负债 2.43 亿元, 浦发银行借款纠纷案产生预计负债 3784 万元。如果扣除这两个案子带来的影响, 公司将实现利润增长 66360 万元, 归属于母公司净利润 51118 万元, 同比增长 16.82% 和 7.75%。浦发银行案计提预计负债反应了公司将负面因素全部体现于 2008 年的心态, 这也有利于公司 2009 年轻装上阵。投资收益方面, 对成都双流机场等联营企业的投资 2008 年实现收益为 1622 万元, 低于 2007 年的 3157 万元。
- 2008 年业务回顾与 2009 年前两月的业务亮点。2008 年深圳机场实现航空器起降架次 18.79 万架次, 同比增长 3.6%。实现旅客吞吐量 2140 万人, 同比增长 3.8%。货邮吞吐量 59.8 万吨, 同比下降 2.9%。全年来看, 航空器起降与旅客人数在 6 月份有明显异动外, 其它月份相对平稳。而货运方面则在去年 8 月份后一路大幅下滑。同时, 2009 年前两个月, 深圳机场旅客吞吐量的增幅要远高于飞机起降增幅, 一月份两者相差 11.3%, 二月份为 8.7%。一方面反映了往来深圳的客机平均载客率有大幅提升, 另一方面也反映了整体机型变大。这和我们整体观测国内业务恢复较好与航空公司国际国内运力调配的背景相一致。
- 深圳机场作为投资标的的战略与战术价值。从战略上来讲, 香港机场已存在丰富的国际航线(欧洲占其 9%, 北美及加拿大占 7%, 日本占比为 7%, 其他是联接中国内地、台湾与东南亚, 占 63%), 沿着中国的海岸线形成首都机场、浦东机场、香港机场明显的三大枢纽, 深圳机场即使在 2011 年新跑道投入后也难有国际业务发展的空间。而单靠国内业务的增长来支持深圳机场的二跑道, 其在达到饱和的 5 年内又面临大额资本折旧, 压制其业绩。而其发展的速度和香港机场的 3 跑道建设有密切关系, 3 跑道建设目前又仅处于可研阶段。从战略上看, 深圳机场 5 年内不具备较好的业绩弹性。从战术来看, 深圳机场目前基本饱和, 今年起降架次增长在 2%-3% 之间, 难有超出预期的增长。同时其国际业务占比较低, 导致了也没有受国际业务下滑的拖累。从两方面来看, 深圳机场都是一个绝对的防守投资标的。
- 投资评级, 假设公司 2009 年飞机起降增长 2%, 旅客同比增长 5%, 货邮吞吐量同比增长 2%, 非航收入增长 4.2%, 我们预测公司 2009 年每股收益为 0.34 元, 2010 年为 0.36 元, 给予其 20 倍市盈率, 目标价 6.8 元, 给予公司增持评级。
- 催化剂: 与香港机场的股权合作

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输行业分析师

8621-50366888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

王晶

首席分析师

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 4 月 10 日)	6.3 元
目标价格 (6 个月)	6.8 元
总股本/A 股 (万股)	169024/169024
A 股市值 (百万元)	10647
国家/地区	中国
行业	机场
报告日期	2009 年 4 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	2.89	10.92	-21.13
相对表现 (%)	-5.27	-6.47	10.90

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	1242	1485	1570	1617
主营业务利润 (百万)	556	671	747	807
净利润 (百万)	485	249	582	630
EBITDA (百万)	689	803	884	952
每股收益 (元)	0.33	0.14	0.34	0.36
每股经营现金流 (元)	0.31	0.29	0.41	0.44
市盈率(X)	18	33	18	16
EV/EBITDA(X)	12	11	10	9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

一、业务概览：深圳机场已经从快速发展进入平稳发展

深圳机场经过前几年的快速增长以后，2008 年产能趋于饱和，进入了平稳增长时期，整个 2008 年来看，由于深圳机场国际业务占比较低（5%），其受世界经济衰退影响较小，整个一年保持了平稳增长。2008 年深圳机场实现航空器起降架次 18.79 万架次，同比增长 3.6%。实现旅客吞吐量 2140 万人，同比增长 3.8%。全年来看，航空器起降与旅客人数在 6 月份有明显异动外，其它月份相对平稳。

图 1：飞机起降（万架次）

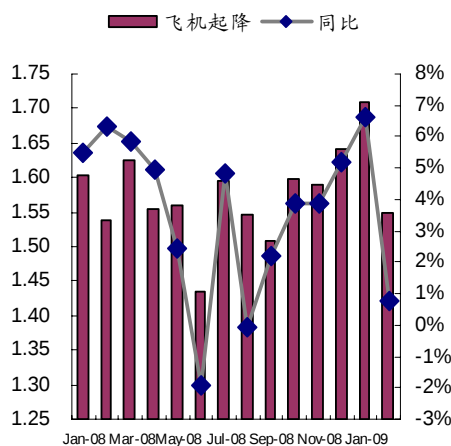
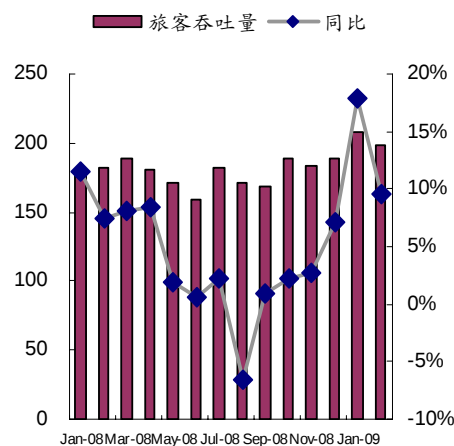


图 2：旅客吞吐量（万人次）



资料来源：公司数据

图 3：历史上增长（万架次）

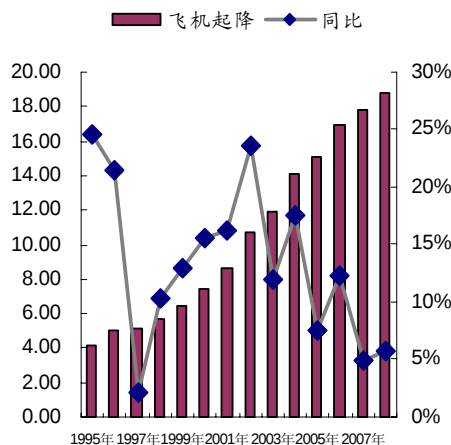
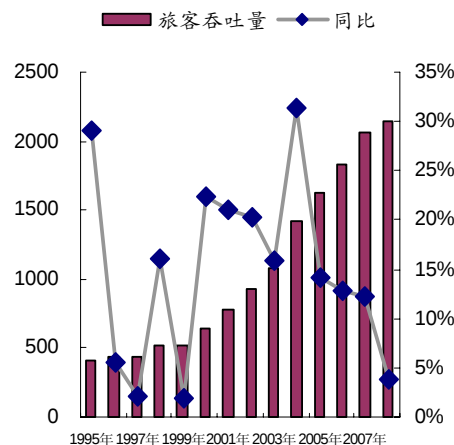


图 4：历史上的增长（万人）



资料来源：公司数据

货运方面：货邮吞吐量 59.8 万吨，同比下降-2.9%。月度数据看，去年 8 月份后一路大幅下滑。目前深圳机场货运的收入占到整体收入的 15%，国际货运占整体货运的 20%，也就是说国际货运占深圳机场收入的 3%。深圳机场以国内货运为主。

图 5：货邮吞吐量（万吨）

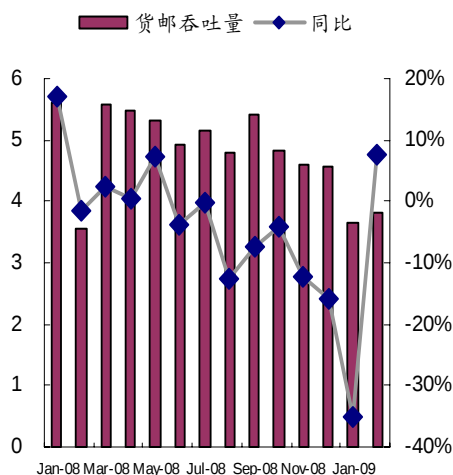
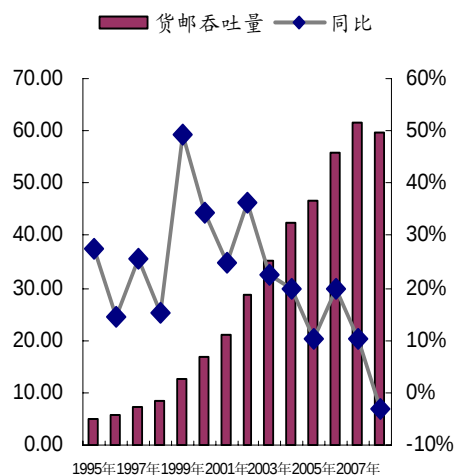


图 6：历史上的增长（万吨）



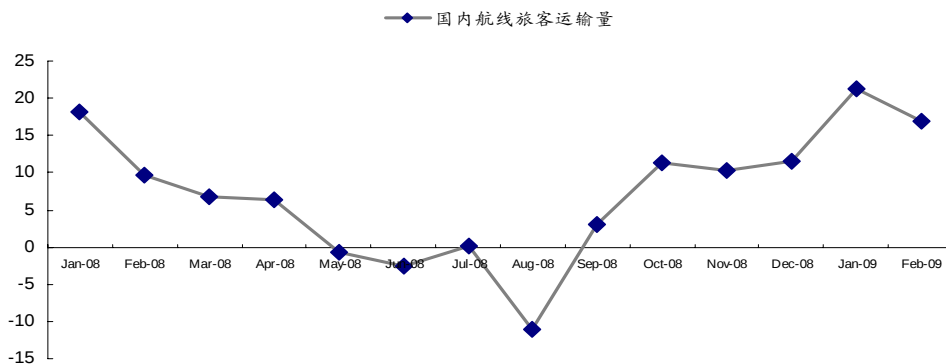
资料来源：公司数据

二、2009 年前两月业务特点

同时，2009 年前两个月，深圳机场旅客吞吐量的增幅要远高于飞机起降增幅，一月份两者相差 11.3%，二月份为 8.7%。一方面反映了往来深圳的客机平均载客率有大幅提升，另一方面也反映了整体机型变大。这和我们整体观测国内业务恢复较好与航空公司国际国内运力调配的背景相一致。

去年 10 月份以来国内整体出现较好的涨幅，而深圳机场由于其运能有限，也是其出现这一情况的重要原因。

图 7：全国国内航线旅客运输量同比 (%)



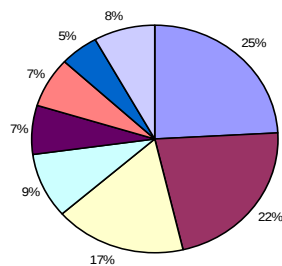
资料来源：CAAC

三、深圳机场作为投资标的的战略战术价值

深圳机场作为投资标的的战略与战术价值。从战略上来讲，香港机场已存在丰富的国际航线（欧洲占其 9%，北美及加拿大占 7%，日本占比为 7%，其他是联接中国内地、台湾与东南亚，占 63%），沿着中国的海岸线形成首都机场、浦东机场、香港机场明显的三大枢纽，深圳机场即使在 2011 年新跑道投入后也难有国际业务发展的空间。而单靠国内业务的增长来支持深圳机场的二跑道，其在达到饱和的 5 年内又面临大额资本折旧，压制其业绩。而其发展的速度和香港机场的 3 跑道建设有密切关系，3 跑道建设目前又仅处于可研阶段。从战略上看，深圳机场 5 年内不具备较好的业绩弹性。从战术来看，深圳机场目前基本饱和，今年起降架增长在 2%-3% 之间，难有超出预期的增长。同时其国际业务占比较低，导致了也没有受国际业务下滑的拖累。从两方面来看，深圳机场都是一个绝对的防守投资标的。

图 8：香港机场客运分地区占比

■ 东南亚 ■ 中国内地 □ 台湾 □ 欧洲 ■ 日本 ■ 美国及加拿大 ■ 澳大利亚 ■ 其他



资料来源：东方证券研究所整理

投资评级，假设公司 2009 年飞机起降增长 2%，旅客同比增长 5%，货邮吞吐量同比增长 2%，非航收入增长 4.2%，我们预测公司 2009 年每股收益为 0.34 元，2010 年为 0.36 元，给予其 20 倍市盈率，目标价 6.8 元，给予公司增持评级

附：财务预测

附：财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1526	1720	1474	1655	营业收入	1242	1500	1570	1617
现金	1279	1487	1225	1400	营业成本	628	720	739	724
应收账款	164	178	186	192	营业税金及附加	50	59	62	64
其它应收款	13	17	18	18	营业费用	3	3	3	4
预付账款	9	5	5	5	管理费用	58	63	66	68
存货	2	3	3	3	财务费用	-26	-27	-27	-24
其他	59	30	36	37	资产减值损失	3	11	0	0
非流动资产	2455	3484	4160	4438	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	500	710	781	981	投资净收益	32	11	20	25

固定资产	1706	1795	1827	1911	营业利润	556	681	747	807
无形资产	26	19	11	11	营业外收入	2	3	0	0
其他	224	960	1541	1535	营业外支出	3	241	0	0
资产总计	3981	5203	5634	6093	利润总额	555	443	747	807
流动负债	365	338	342	457	所得税	70	124	164	178
短期借款	43	0	0	121	净利润	485	319	582	630
应付账款	97	118	117	115	少数股东损益	10	8	13	14
其他	225	221	225	221	归属母公司净利润	475	312	570	616
非流动负债	6	0	0	0	EBITDA	689	803	884	952
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.14	0.34	0.36
其他	6	0	0	0					
负债合计	371	338	342	457	主要财务比率				
少数股东权益	72	79	92	105	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	1440	1690	1690	1690	成长能力				
资本公积	99	1015	1015	1015	营业收入	8.6%	20.8%	4.7%	3.0%
留存收益	2000	2081	2495	2826	营业利润	12.4%	22.4%	9.6%	8.1%
归属母公司股东权益	3538	4786	5200	5531	归属于母公司净利润	16.4%	-34.5%	82.9%	8.1%
负债和股东权益	3981	5203	5634	6093	获利能力				
					毛利率	49.4%	52.0%	52.9%	55.2%
现金流量表			单位: 百万元		净利率	38.3%	20.8%	36.3%	38.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	13.4%	6.5%	11.0%	11.1%
经营活动现金流	524	482	692	736	偿债能力				
净利润	485	319	582	630	资产负债率	9.3%	6.5%	6.1%	7.5%
折旧摊销	159	148	164	170	净负债比率	11.71%	0.00%	0.00%	26.58%
财务费用	-26	-27	-27	-24	流动比率	4.18	5.08	4.30	3.62
投资损失	-32	-11	-20	-25	速动比率	4.17	5.07	4.29	3.61
营运资金变动	-58	24	-8	-14	营运能力				
投资活动现金流	-341	-1194	-824	-422	总资产周转率	0.33	0.33	0.29	0.28
资本支出	265	1002	770	250	应收账款周转率	8	8	8	8
长期投资	-113	209	71	197	应付账款周转率	6.33	6.73	6.30	6.24
其他	-189	17	17	25	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-191	920	-129	-139	每股收益 (最新摊薄)	0.28	0.18	0.34	0.36
短期借款	30	-43	0	121	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	0.29	0.41	0.44
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.09	2.83	3.08	3.27
普通股增加	0	251	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	916	0	0	P/E	18.05	32.34	17.68	16.36
其他	-222	-203	-129	-260	P/B	2.43	2.10	1.94	1.82
现金净增加额	-11	208	-261	175	EV/EBITDA	12	10	9	9

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪：航空运输业分析师

王晶：首席分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn