

机场 III



王爽 胡远川

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

深圳机场 (000089)

香港机场的大后方

中性 (首次)

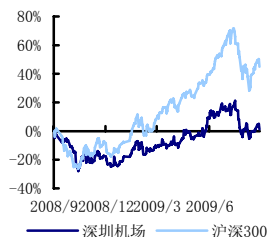
市场数据

报告日期	2009-9-20
收盘价(元)	7.14
52周最高/最低(元)	8.54/5.08
总股本(百万股)	1690.24
流通股本(百万股)	653.13
总市值(百万元)	12068.34
流通市值(百万元)	4663.31
每股净资产(元)	2.86

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1510	1768	1918	2113
同比增长(%)	7.0%	17.1%	8.5%	10.2%
净利润(百万元)	240	538	590	668
同比增长(%)	-58.2%	124.0%	9.8%	13.2%
毛利率(%)	49.1%	54.2%	55.5%	57.0%
净利率(%)	15.9%	30.4%	30.8%	31.6%
每股收益(元)	0.14	0.32	0.35	0.40
每股经营现金流(元)	0.41	0.34	0.48	0.45

股价走势



相关报告

投资要点

- 深圳机场的地理位置决定了公司最佳选择是成为香港机场的补给机场，与其错位经营，航线布局以国内、国内赴港中转和近途国际航线为主，成为香港机场发达的远程国际网络的组成部分。
- 客运方面，饱和度较高，当前公司日均航班超过 540 架次，产能从技术层面还有 10%-20%的提升空间；而新白云机场运能富余，异地航站楼覆盖大珠三角，形成了较强的竞争，因此，公司客运在 2012 年前约维持 4%的低速增长。
- 货运方面，运力富余，货量 09 年下滑较大，随着经济回暖有所恢复。货物以客机腹仓带货为主，欧洲航线的全货机以及与大货代公司的合作是公司当前努力的方向。UPS 亚太转运中心将落户深圳，若能形成集聚效应，吸引其他航空公司入驻，将提高公司的收入。
- 非航业务中货代和货站弹性较大，08 年共计贡献净利润近 6000 万，09 年将下滑 15-20%；其他较为平稳。
- 公司未来的机遇与风险均来自新航站楼的流量增长情况，一看宏观经济，二看公司经营策略。
- 预计公司 09-11 年 EPS 为 0.32, 0.35, 0.40 元，09 年业绩与 08 年扣除非经常损益相当，对于 PE 为 22、20、18，DCF 估值为 7.2 元，与当前股价接近，给予中性评级。

1、航空性业务

08 年底在深圳机场运营的航空公司共有 31 家，其中国内航空公司 17 家，国际（地区）航空公司 14 家；深圳机场开通航线 136 条，其中国内航线 107 条，国际（地区）航线 29 条，全货运航线 26 条。

1.1 客运

09 年深圳机场的流量限制为 510 架次/日，09 年平均达到了 544 架次/日，同比增长了 4.3%，春运等高峰时期超过了 600 架次/日。如果我们假设货运架次与去年同期持平，那么结合旅客吞吐量增长了 11%，我们认为其中客运的运输架次增长了 7%，而客座率增长了 4%。

我们认为 09 年公司有望通过客运架次的增长全年实现 4% 的运输架次的增长，在第二条跑道投入使用（2011 年底）之前，空域限制最高可以提升到 550 架次/日，折合未来两年 4% 的客运架次增长。

1.2 货运

夜间货运情况下滑较多，现在同比幅度收窄，我们保守预计全年平均架次下滑 20%。

表 1、客货运输情况预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
航空主业	722.50	797.58	834.03	888.47	969.99	1189.86
增速		10.39%	4.57%	6.53%	9.18%	22.67%
单位起降架次收费	3981	4243	4300	4350	4500	4600
航空器起降次数	181500	187975	193961	204245	215554	258664
增速		3.57%	3.18%	5.30%	5.54%	20.00%
其中：客运		177025	184106	191470	199129	
增速			4.00%	4.00%	4.00%	
其他		5475	5475	5475	5475	
夜间货运		5475	4380	7300	10950	

资料来源：兴业证券研发中心

2、航空物流

航空物流板块业务主要包括母公司的货站以及另外三家子公司，目前总资产 7.3 亿，08 年净利润 6800 万左右，收入 2.3 亿，大头在货站处理费收入约 1.4 亿，其他包括货运代理、物流园区租赁以及快件监管处理费用。

08 年营业收入下降了 7.4%，成本相对固定，导致利润下降了 2000 万，最大的下滑来自于市场化程度最高的货运公司的货代业务，净利润比 07 年下降了 1100 万，

而快件监管中心由于海关政策调整的影响，利润也下降了超过 1000 万，其他货站处理与物流园略有增长。

整个板块来看，09 年预计只能与 08 年持平，货代与快件监管无法有效恢复盈利，未来可以指望的是货站处理费，需要依赖国际货运业务的发展。

表 2、资产盈利能力

	权益	总资产 (百万)	08 净利润 (百万)	ROA	
机场航空货运公司	95%	126.75	4.61	3.64%	航空货物运输代理；经营包机业务等
机场国际快件监管中心	50%	96.42	1.04	1.08%	海关快件
机场物流园	100%	347.76	8.42	2.42%	物流园区物业管理、租赁；进出口业务
机场货站	100%	160	53	33.13%	航空货物过站处理
合计		731	67	9.18%	

资料来源：兴业证券研发中心

物流板块的业绩需要依托与货运业务的发展，稳定的盈利点在于货站处理费收入部分。

3、增值业务

深圳机场的增值业务主要有：候机楼的租赁、广告、飞跃贵宾服务、福永港口收入、330 地面运输以及停车场。

3.1 租赁

A、B 候机楼共 14.6 万平米，可供出租的面积约 1 万平米，其中 75%属于物业租赁、25%属于商业租赁，按照 08 年 1.5 亿的收入规模，相当于每平方米每年 1.5 万元。

公司对候机楼内商业面积的招投标自 04、05 年开始，租期为 3-5 年，其中餐饮商户的租期大多为 5 年，因此 2008-2010 年将有商铺合约将陆续到期，基准租金水平将有 30%-50%的提升。根据我们实地看到的情况，A、B 候机楼内商业面积的增长较为有限，即将投入使用的新国际候机楼将有 1000 平米商业面积的增加。

总体而言，租赁业务收入的增长主要来自基准租金水平的提升，未来年均增长率将保持在 10%左右。

表 3、租赁收入

租赁(百万)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
收入	50.93	54.70	121.30	158.40	153.12	150.50	165	180	200

资料来源：兴业证券研发中心

3.2 广告

深圳机场从 08 年开始实行广告专业化特许经营，将户内 198 项、户外 40 项广告交由专业广告公司经营，收入与盈利水平有较大的改善。

但是由于户内广告承包商天俊广告违约，目前公司将 98 项户内广告交由雅士维广告公司经营，其余 100 项将被迫继续实行自营。这样对公司 09 年广告业务的增速造成影响，我们预计广告收入比 08 略有增长，10、11 年根据新签订的协议来计算，从长远的角度来看，深圳机场目前 2000 万左右的客流量，相当于人均约 7 元的广告收入，未来人均广告收入的提升空间有限。

表 4、历年广告收入

广告	2003	2004	2005	2006	2007	2008
收入	36.73	54.88	61.51	72.22	97.67	138.16
利润	22.59	38.37	44.64	54.92	80.26	124.62
毛利率	61.50%	69.92%	72.57%	76.05%	82.17%	90.20%

资料来源：兴业证券研发中心

表 5、广告收入预测

收入(百万)	2009	2010	2011
航美	22	33	33
雅仕维	44	69	87
自营	75	80	80
广告合计	14	182	200

资料来源：兴业证券研发中心

3.3 其他

其他收入包括母公司停车场收费，以及子公司的飞悦贵宾服务、福永港口、机场快线收入。

表 6、其他业务盈利能力

名称	权益	总资产	08 净利润	ROA	业务
机场运输	90%	102	16	16.03%	城镇郊线客运、公路货运、公路货运代理
机场港务	95%	216	17	7.94%	装卸搬运、货物仓储、联运服务、外轮供应等
机场飞悦贵宾服务	90%	37	13	36.39%	与航空运输有关的地面服务、票务及商务代理等
停车场	100%	100	17	17.00%	候机楼停车场
合计		456	64	14.07%	

资料来源：兴业证券研发中心

这一块的收入与盈利整体比较稳定，08 年最大的下滑来自于机场港务公司，其主要经营的是机场港口附近的福永码头客货运输，09 年可能仍未有所恢复；机场运输和飞跃同比都有所增长。

4、盈利预测

公司近三年盈利预测如下:

表 7、盈利预测

项目	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	1509.59	1767.84	1918.29	2113.04
增长率 %	7.03	17.11	8.51	10.15
主营业务利润 (百万元)	671.21	859.83	975.69	1088.43
主营业务利润率 %	49.11	54.21	55.48	57.05
营业利润 (百万元)	671.21	859.83	975.69	1088.43
增长率 %	0.31	28.10	13.48	11.55
净利润 (百万元)	248.72	539.30	592.21	670.50
增长率 %	-57.19	116.83	9.81	13.22
最新摊薄每股收益 (元)	0.14	0.32	0.35	0.40

资料来源: 兴业证券研发中心

● 附三张报表

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1515	2008	1595	1625
货币资金	1230	1686	1244	1241
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	198	224	246	269
其他应收款	7	10	10	12
存货	2	2	2	2
非流动资产	3846	3723	4942	6764
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	699	699	699	699
投资性房地产	166	130	142	138
固定资产	2625	2449	3079	5647
在建工程	55	139	736	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	216	209	202	195
资产总计	5361	5731	6538	8388
流动负债	438	415	745	2086
短期借款	56	0	346	1675
应付票据	0	0	0	0
应付账款	43	69	65	72
其他	338	346	335	339
非流动负债	294	198	230	220
长期借款	0	0	0	0
其他	294	198	230	220
负债合计	732	614	976	2305
股本	1690	1690	1690	1690
资本公积	901	901	901	901
未分配利润	1650	2083	2466	2918
少数股东权益	36	38	40	42
股东权益合计	4629	5117	5562	6083
负债及权益合计	5361	5731	6538	8388

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	240	538	590	668
折旧和摊销	188	195	209	270
资产减值准备	2	10	77	-90
无形资产摊销	11	11	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-41	-29	-51	-36
投资损失	-16	-21	-23	-25
少数股东损益	9	2	2	2
营运资金的变动	-303	98	12	31
经营活动产生现金流量	655	579	803	757
投资活动产生现金流量	-1356	-45	-1494	-1975
融资活动产生现金流量	880	-79	250	1215
现金净变动	179	456	-442	-3
现金的期初余额	1279	1230	1686	1244
现金的期末余额	1458	1686	1244	1241

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1510	1768	1918	2113
营业成本	768	809	854	908
营业税金及附加	62	71	77	85
销售费用	4	4	5	5
管理费用	59	71	77	84
财务费用	-41	-29	-51	-36
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	16	21	23	25
营业利润	671	860	976	1088
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	283	190	221	210
利润总额	393	674	759	882
所得税	145	135	167	212
净利润	249	539	592	670
少数股东损益	9	2	2	2
归属母公司净利	240	538	590	668
EPS (元)	0.14	0.32	0.35	0.40

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.0%	17.1%	8.5%	10.2%
营业利润增长率	0.3%	28.1%	13.5%	11.6%
净利润增长率	-58.2%	124.0%	9.8%	13.2%
盈利能力(%)				
毛利率	49.1%	54.2%	55.5%	57.0%
净利率	15.9%	30.4%	30.8%	31.6%
ROE	5.2%	10.6%	10.7%	11.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	13.7%	10.7%	14.9%	27.5%
流动比率	3.46	4.83	2.14	0.78
速动比率	3.46	4.83	2.14	0.78
营运能力(次)				
资产周转率	0.32	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	7.88	7.93	7.74	7.76
每股资料(元)				
每股收益	0.14	0.32	0.35	0.40
每股经营现金	0.41	0.34	0.48	0.45
每股净资产	2.72	3.01	3.27	3.57
估值比率(倍)				
PE	50.70	22.64	20.62	18.21
PB	2.65	2.40	2.20	2.01

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。