

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

业绩符合预期，短期亮点在货运

事件描述

深圳机场公布 2009 年年报：

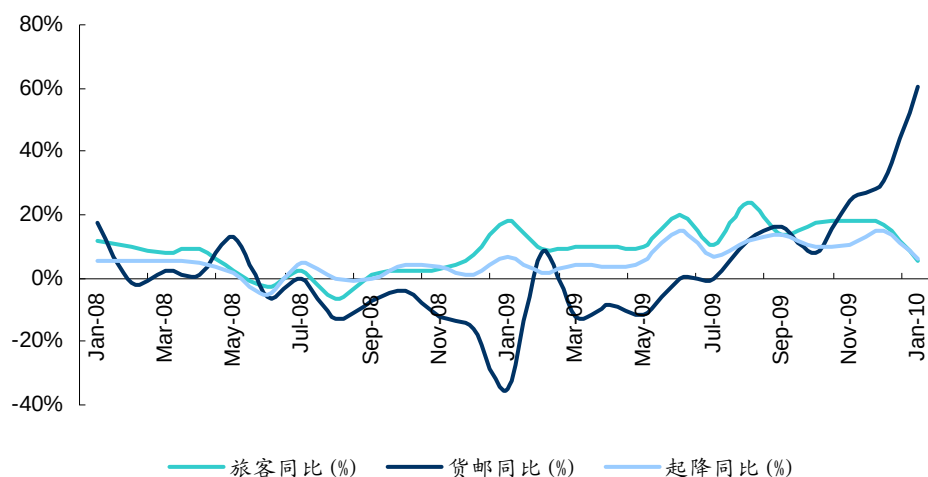
- 公司 2009 年度实现收入 16.63 亿元，同比上升 9.69%，归属于母公司股东的净利润 5.75 亿，同比上升 134.92%，实现 EPS 为 0.34 元，利润分配预案为每 10 股拟分派现金股利 0.35 元（含税）。
- 四季度业绩略低于预期，可能是公司的非航空主营业务的收入与成本在不同季度中分配不均所致。
- 09 年成都双流国际机场净利润 2.1 亿，带动投资收益增长 111%。
- 今年 2 月起 UPS 将泛亚航空转运中心转至深圳机场，将为公司新增 9000 万以上的收入，净利润 3700 万以上，贡献 EPS 为 0.02 元。
- 公司 T3 航站楼扩建工程 2012 年投运，届时将产生较大成本压力，短期暂时无忧。
- 我们对公司 2010-2012 年的业绩预测分别为 0.37 元、0.39 元和 0.21 元，对应 PE 为 20.1 倍、19.1 倍和 35.4 倍，短期估值水平接近行业平均，但考虑到 2012 年业绩下滑明显，首次给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，年度业绩平稳，四季度业绩略低于预期

公司 2009 年度实现收入 16.63 亿元，同比上升 9.69%，归属于母公司股东的净利润 5.75 亿，同比上升 134.92%，实现 EPS 为 0.34 元，利润分配预案为每 10 股拟分派现金股利 0.35 元（含税）。如剔除上年同期兴业银行和浦发银行案件计提预计负债的非经常性损益因素，公司归属于母公司股东的净利润同比增长 10.01%，公司综合毛利率基本和去年一致，保持在 49%的水平上。

2009 年，深圳机场实现飞机起降 20.26 万架次，旅客吞吐量 2448.63 万人次，货邮吞吐量 60.52 万吨，分别比去年同期增长 7.8%、14.4%和 1.2%。

图 1: 深圳机场运营数据情况


资料来源：公司数据，长江证券研究部

从单季度来看，四季度公司实现归属于母公司股东的净利润 1.21 亿，实现 EPS 为 0.07 元，1-4 季度分别实现 EPS 为 0.09 元、0.08 元、0.10 元和 0.07 元。

表 1: 深圳机场单季度营业业绩比较

	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2009	2008
营业收入 (万元)	43,345.16	43,361.82	41,112.87	38,365.22	166,271.66	151,579.88
营业成本 (万元)	25,922.43	20,997.17	19,923.26	17,848.07	84,690.93	76,821.34
毛利率	40.20%	51.58%	51.54%	53.48%	49.06%	49.32%
营业利润 (万元)	15,005.88	20,989.38	16,935.27	18,652.30	71,661.73	67,696.26
营业外损益 (万元)	-397.42	381.38	870.55	-141.94	712.58	-27794.57
利润总额 (万元)	14608.47	21370.75	17805.83	18510.36	72374.31	39901.69
所得税 (万元)	2303.18	4157.94	3948.31	3656.45	14081.66	14550.93
净利润 (万元)	12305.29	17212.81	13857.52	14853.91	58292.65	25350.76
归属于母公司所有者的净利润(万元)	12112.3	16991.11	13697.62	14643.6	57507.76	24479.97
EPS (元/股)	0.0716	0.1009	0.0811	0.0866	0.3402	0.1448

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们发现，公司 4 季度的旅客吞吐量和起降架次均较 3 季度有较大提升，而且也是全年最好的一个季度，但 4 季度的营业收入却和 3 季度相差无几，营业成本反而增加了 4925 万，使得 4 季度毛利率环比下降 10 个百分点以上，EPS 只有 0.07 元。我们认为，这可能是公司的非航空主业业务收入与成本在不同季度中分配不均所致。

表 2: 深圳机场分季度运营数据汇总

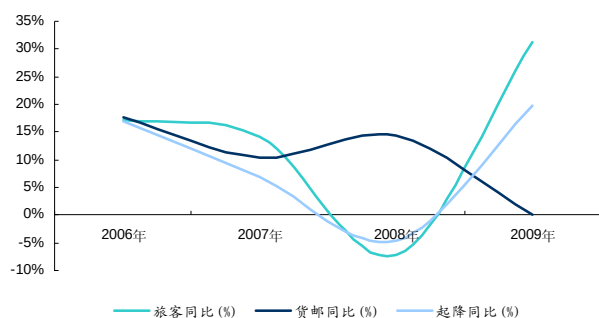
	旅客吞吐量 (千人)	货邮吞吐量 (千吨)	起降架次 (架次)
2009Q1	6,157	123	49,370
2009Q2	5,703	145	48,072
2009Q3	6,057	167	50,773
2009Q4	6,567	169	52,882

资料来源：公司数据，长江证券研究部

第二，双流机场净利润 2.1 亿，带动投资收益增长 111%

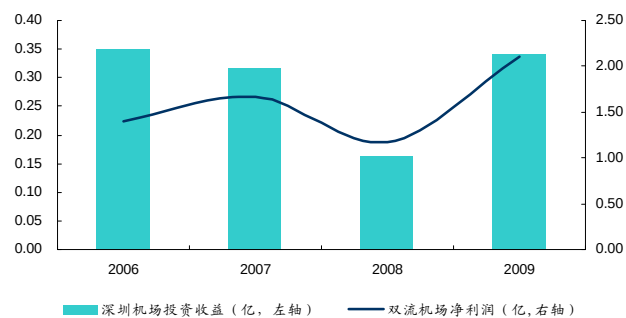
公司参股的成都双流国际机场股份有限公司（拥有 21% 股权）2009 年起降架次和旅客吞吐量同比增长 20% 和 31%，实现净利润 2.1 亿，同比增长 78.91%，带动 2009 年深圳机场的投资收益同比增长 110.79%，贡献当年税后 EPS 为 0.016 元。

图 2：成都双流国际机场运营数据



资料来源：公司数据，长江证券研究所

图 3：深圳机场投资收益



资料来源：公司数据，长江证券研究所

第三，今年起 UPS 落户深圳机场，货运业务增长明显

根据深圳机场与 UPS 在 2008 年 5 月签订的协议，UPS 会在 2010 年将其位于菲律宾的泛亚航空转运中心转移至深圳机场。今年 2 月 8 日，UPS 的货运飞机首航深圳机场，标志着深圳成为继上海、广州、北京、青岛后 UPS 在中国内地的第 5 个主要货运航点。但转运中心的运作能力充分发挥有待深圳机场第二条跑道建成投入使用，第二条跑道预计于 2011 年中期投入使用。

当年协议规定，UPS 将确保在运营初期在机场执行至少每周 108 个全货运航班起降架次，中长期计划每周将进行至少 140 个起降架次的货运航班。我们根据以下假设来测算 2010 年 UPS 入主深圳机场后带来的收益贡献：

- UPS 将带来每周 108 个全货运航班起降架次，全年新增 5076 个起降架次（剔除 2 月 8 日前的时间，按 47 周计算）
- 货机机型结构为 50% 的 B767-300F、37.5% 的 B757-200F 和 12.5% 的 B747-400F
- 在机场停场超过 2 小时的货机比例为 50%，整体货运转运率为 70%，地面服务收入为 500 元/起降班次
- UPS 的国际货运航班以夜航为主，成本略低，销售净利率假设为 40%（公司 09 年销售净利率为 35.06%）

综上，我们预测 UPS 的泛亚航空转运中心落户深圳机场后，2010 年为公司带来 9000 万以上的收入，净利润 3700 万以上，贡献 EPS 为 0.02 元。

表 3：2010 年 UPS 进入深圳机场的收益分析

收费项目	收费额度 (万)
起降费	4191
停场费	314
安检费	4607
地面服务费	254
收入合计	9365
净利润	3746
EPS 贡献 (元)	0.02

资料来源：长江证券研究部

第四，成本压力 2012 年起显现，短期暂无忧

根据公司 2009 年 11 月 14 日的公告，深圳机场 T3 航站楼及相关工程总投资额为 84.79 亿（静态投资 80.65 亿），其中 T3 航站楼投资额为 65.5 亿元，预计 2012 年投运。届时，深圳机场的设计起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量将分别达到 37.5 万架次、4500 万人次和 240 万吨，仅次于首都、上海和广州机场。

表 4：深圳机场扩建前后设计运营能力

	扩建前	扩建后
起降架次（万架次）	18.6	37.5
旅客吞吐量（万人次）	1800	4500
货邮吞吐量（万吨）	115	240

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司将通过发行可转债和申请银行贷款来满足扩建工程的资金需求。其中可转债募集不超过 20 亿资金，期限不超过 6 年，票面利率不超过 2.8%；公司还向中国银行申请了 33 亿的贷款承诺函。

2012 年新航站楼投运后，公司的成本压力将开始显现。按照 4% 的残值率和 25 年的折旧年限计算，扩建工程的年均折旧费用可达 3.26 亿；如果以 33 亿作为贷款本金（假设可转债转为股票），以 5.94% 的中长期贷款利率作为参考利率，增加年均财务费用可达 1.96 亿。这样，2012 年开始公司年均成本至少增加 5.22 亿，但短期内扩建工程不会对公司的盈利产生影响。

表 5：折旧费用预测

敏感性分析		残值率			
折旧年限	0%	2%	4%	6%	8%
15	5.65	5.54	5.43	5.31	5.20
20	4.24	4.15	4.07	3.99	3.90
25	3.39	3.32	3.26	3.19	3.12
30	2.83	2.77	2.71	2.66	2.60
35	2.42	2.37	2.33	2.28	2.23

资料来源：长江证券研究部

第五，短期亮点在货运，2012 年起业绩下滑，首次给予“谨慎推荐”评级

由于 2009 年货运业务复苏缓慢以及今年 2 月开始 UPS 落户深圳机场，2010 年公司货运业务将是一大亮点，2011 年中期第二跑道投运后，货运吞吐量可进一步提升。客运方面，由于目前公司的起降架次和客运吞吐量均接近了设计产能的上限，需等到 2012 年新航站楼启用方可释放客流增量，但到时成本压力又会集中体现，业绩将会有所下滑。

我们对公司 2010-2012 年的业绩预测分别为 0.37 元、0.39 元和 0.21 元，对应 PE 为 20.1 倍、19.1 倍和 35.4 倍，短期估值水平接近行业平均，但考虑到 2012 年新航站楼投运后转固定资产，业绩下滑明显，首次给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1663	1837	1925	2232	货币资金	1442	1593	1670	1936
营业成本	847	943	982	1310	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	816	894	943	922	应收账款	264	294	308	357
% 营业收入	49.06%	48.66%	48.97%	41.29%	存货	2	2	2	3
营业税金及附加	68	73	77	89	预付账款	5	5	5	7
% 营业收入	4.09%	4.00%	4.00%	4.00%	其他流动资产	91	82	85	96
销售费用	4	5	5	6	流动资产合计	1803	1976	2070	2400
% 营业收入	0.22%	0.25%	0.25%	0.25%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	63	71	74	86	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.76%	3.85%	3.85%	3.85%	长期股权投资	736	749	761	774
财务费用	-26	-27	-28	314	投资性房地产	179	179	179	179
% 营业收入	-1.54%	-1.44%	-1.47%	14.08%	固定资产合计	2518	3396	5064	6214
资产减值损失	25	0	0	0	无形资产	214	209	204	199
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	34	25	26	26	递延所得税资产	92	92	92	92
营业利润	717	796	841	453	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	43.10%	43.36%	43.66%	20.28%	资产总计	5791	9789	14139	14193
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	53	3372	7063	3385
利润总额	724	796	841	453	应付款项	44	66	69	92
% 营业收入	43.53%	43.36%	43.66%	20.28%	预收账款	41	78	117	161
所得税费用	141	159	168	91	应付职工薪酬	60	38	39	52
净利润	583	637	672	362	应交税费	67	73	77	89
归属于母公司所有者					其他流动负债	230	285	282	291
的净利润	575	629	663	357	流动负债合计	496	3912	7647	4071
少数股东损益	8	9	9	5	长期借款	0	0	0	3300
EPS (元/股)	0.34	0.37	0.39	0.21	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	102	102	102	102
经营活动现金流净额	580	849	902	1027	负债合计	598	4014	7750	7473
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	23	0	0	0	所有者权益	5168	5741	6346	6672
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	25	34	43	48
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5193	5775	6389	6720
固定资产投资	-326	-4000	-4500	-50	负债及股东权益	5791	9789	14139	14193
其他	-343	13	13	13	基本指标				
投资活动现金流净额	-646	-3988	-4487	-37		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.34	0.37	0.39	0.21
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.1	3.4	3.8	4.0
银行贷款增加 (减少)	1647	3318	3692	-379	PE	22.0	20.1	19.1	35.4
筹资成本	-26	-27	-28	314	PEG	2.4	3.6	-0.4	5.1
其他	-1690	-2	-2	-660	PB	2.4	2.2	2.0	1.9
筹资活动现金流净额	-69	3290	3662	-724	EV/EBITDA	16.1	15.1	16.9	15.8
现金净流量	-135	151	77	266	ROE	11.2%	11.0%	10.5%	5.4%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。