

机场 III

王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

谢红

执业证书编号: S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.00元

当前股价: 5.87元

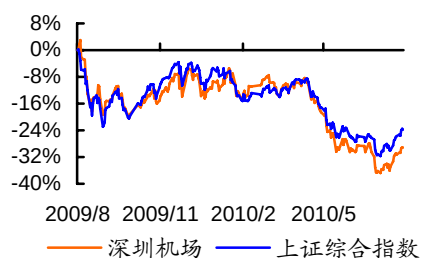
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2637.50
总股本(百万)	1690
流通股本(百万)	653
流通市值(亿)	38
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	3.07
资产负债率	10.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
深圳机场	11.60	-13.04	-18.47
上证综合指数	9.97	-8.12	-11.77



相关报告

深圳机场

000089

推荐

业绩略好于预期, 预计 T3 投产前盈利稳定

公司公布了 2010 年半年报, 实现营业收入 9.25 亿元, 同比增长 16.26%; 归属母公司净利润 3.66 亿元, 实现每股收益 0.2168 元, 同比增长 29.05%。若剔除非经常性损益因素, 归属于母公司净利润与去年同期相比增长 27.71%。业绩略好于市场预期。

投资要点:

- **上半年每股收益 0.2168 元, 业绩略超预期:** ①航空业务增速进一步提升: 上半年实现飞机起降 10.8 万架次, 旅客吞吐量 1318.3 万人次, 货邮吞吐量 37.8 万吨, 分别比去年同期增长 11.1%、10%和 41.0%。受益行业高景气, 客运业务增速持续上行; 受益于货运复苏及 UPS 亚太转运中心正式投入运行, 货运吞吐量实现大幅增长。②非航业务快速增长, 租赁、广告、物流均实现高增长。
- **航空主业二季度表现好于一季度:** ①受益航空客运景气上升, 尤其是客座率同比加速提升, 二季度深圳机场旅客吞吐量增速 13.8% (一季度 8.7%), 但我们认为扩建工程投入前, 深圳机场航空客运业务增速仍将一直受限于资源 (跑道和空域) 瓶颈。②受益于货运复苏及 UPS 亚太转运中心正式投入运行, 上半年深圳机场完成货邮吞吐量 37.81 万吨, 剔除 UPS 亚太转运中心启用因素, 深圳机场完成货邮吞吐量 33.07 万吨, 即 UPS 因素带来货运吞吐量约 4.74 万吨。③预计 2010 全年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐同比增速约为 9%、11%和 37%。
- **非航业务快速增长:** ①候机楼租赁业务实现营业收入 9383.3 万元, 同比增长 32.3%, 主要因为商业面积及租金水平均有一定程度增长; ②物流业务营业收入同比增长 17.03%, 营业利润 5360.23 万元, 同比增长 43.33%。主要因为航空货运复苏以及 UPS 亚太转运中心正式投入运行。③机场广告业务实现营业收入 8349.11 万元, 同比增长 19.64%。
- **扩建项目对公司盈利影响预计将在 2012 年体现, 对今明两年业绩影响较小:** ①航站楼扩建主体工程资本开支约为 85 亿, 预计 2012 年投入使用, 至 2010-6-30 止 T3 累计投资仅为 3.3 亿。②T3 投产前, 扩建工程对业绩影响较小, 预计在建设期内的后期主要影响财务费用。③T3 投产后, 公司将面临折旧及财务费用增加带来的成本压力, 业绩将出现下滑, 但产能扩大后随着业务量增长, 业绩将重回上升趋势。
- **盈利预测:** 预计 2010-2011 年盈利为 6.9、7.1 亿元, 对应每股收益 0.40、0.41 元。目前的股价对应 10 年市盈率为 14.5 倍, 目前估值处于历史较低水平, 具有一定的安全边际, 且长期来看考虑深港集团股权合作预期, 给予 “推荐” 评级。

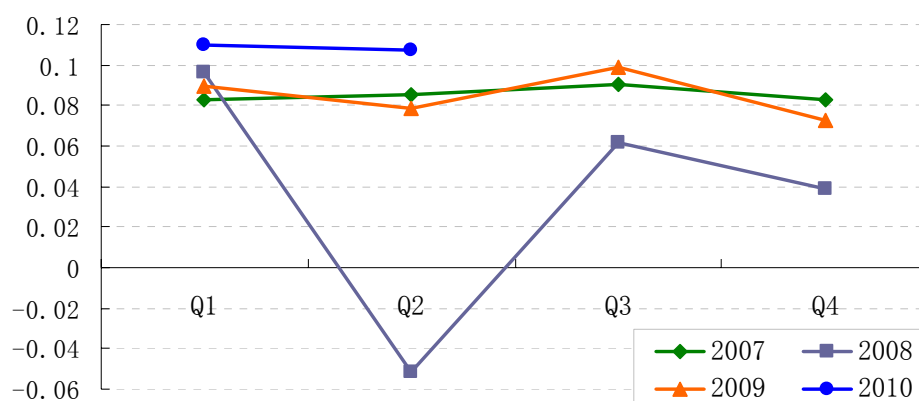
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1663	1890	2079	2364
同比(%)	10%	14%	10%	14%
归属母公司净利润(百万元)	575	683	696	542
同比(%)	135%	19%	2%	-22%
毛利率(%)	49.1%	50.9%	52.4%	46.2%
ROE(%)	11.1%	11.8%	10.8%	7.8%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.41	0.32
P/E	17.25	14.52	14.25	18.30
P/B	1.92	1.71	1.54	1.42
EV/EBITDA	9	7	6	6

资料来源: 中投证券研究所

一、公司业绩及分业务数据

图 1: 深圳机场季度 EPS



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

表 1 公司各业务收入成本

分行业或分产品	营业收入(万元)			营业成本(万元)			营业利润(万元)		
	2010H1	2009H1	增速	2010H1	2009H1	增速	2010H1	2009H1	增速
航空主业	60449	52237	15.7%	29543	25650	15.2%	30906	26588	16.2%
航空增值	9633	8506	13.3%	5370	4547	18.1%	4263	3959	7.7%
航空物流	12605	10771	17.0%	6739	6606	2.0%	5866	4164	40.9%
航空广告	8349	6976	19.7%	900	652	38.1%	7449	6324	17.8%
合并	90995	78444	16.0%	42512	37413	13.6%	48483	41031	18.2%

资料来源: 公司数据、中投证券研究所

二、公司航空主生产经营数据

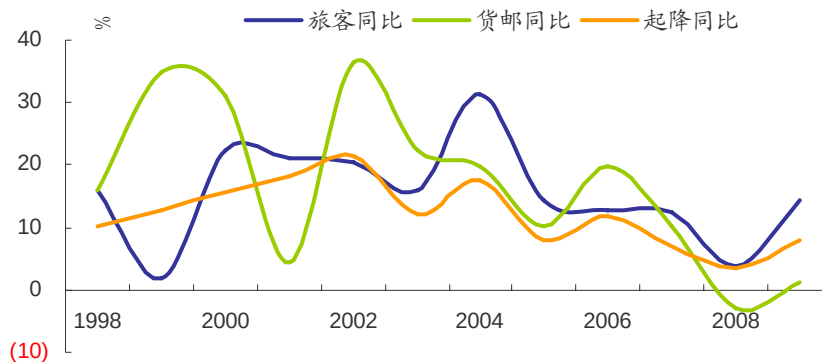
2010 年上半年, 深圳机场实现飞机起降 10.8 万架次, 旅客吞吐量 1318.3 万人次, 货邮吞吐量 37.8 万吨, 分别比去年同期增长 11.1%、10%和 41.0%。

表 2: 2010 年上半年公司及行业吞吐量增速

(%)	起降架次	旅客吞吐量	货邮吞吐量
深圳机场	11.1	10	41
行业	13.16	17.6	38.6

资料来源: CEIC、中投证券研究所

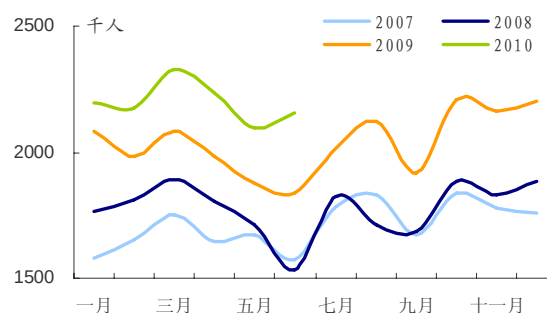
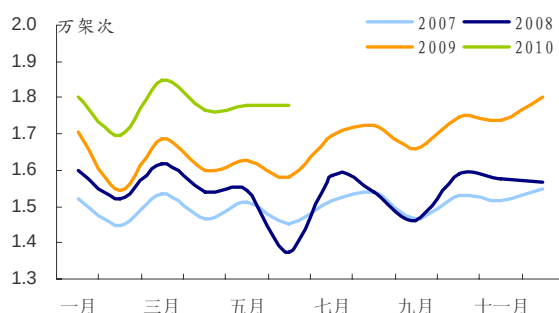
图 2: 历年公司业务量增长情况



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 3: 深圳机场航班起降架次

图 4: 深圳机场旅客吞吐量



资料来源：CEIC、中投证券研究所

1. 客运：扩建工程投入前，航空主业尤其客运业务增速将一直受限于资源（跑道和空域）瓶颈。

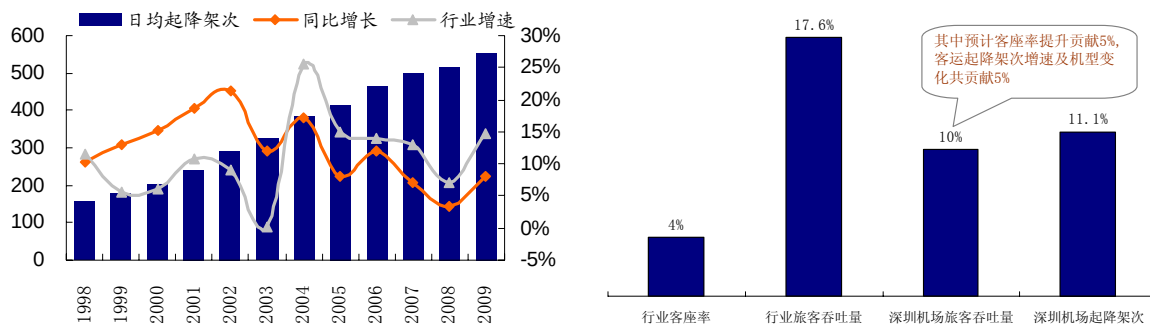
2010年1-6月，深圳机场旅客吞吐量增速10%，低于全行业旅客运输量增速为17.8%。从历年数据可以看到，深圳机场在2004年前保持高于行业的增速，在2004年日均架次超过400架次后增速有所下降，低于行业平均增速。2009全年起降架次达约20.3万架次，日均起降架次达555架次。

2010年上半年日均起降架次达到597架次。我们认为2010年上半年起降架次上涨有部分为货运贡献，客运起降主要集中于白天，受跑道容量及空域限制，在扩建项目投产前上涨空间极为有限。

客运业务增长的设施瓶颈将在机场扩建工程投入使用后有望消除，目前机场扩建工程包括飞行区扩建工程（机场集团投资，预计2011年中期投入使用）和航站区扩建工程（上市公司投资，预计2012年下半年启用）。航站区扩建主体工程项目建设的目标年为2020年，总体业务规模目标为旅客吞吐量4500万人次，货邮吞吐量240万吨，航班起降架次37.5万架次。

图 5: 深圳机场日均起降架次

图 6: 深圳机场与行业指标比较



资料来源: CEIC、中投证券研究所

2. 货运: 业务量增长受益于低基数、货运复苏及 UPS 开始运营。

2010 年 2 月 8 日, UPS 货运飞机首航深圳机场。上半年深圳机场完成货邮吞吐量 37.81 万吨, 剔除 UPS 亚太转运中心启用因素, 深圳机场完成货邮吞吐量 33.07 万吨, 即 UPS 因素带来货运吞吐量约 4.74 万吨。

根据 UPS 的发展计划, 预计在转运中心运营初期, 其每周将进行至少 108 个起降架次的货运航班, 中长期计划每周将进行至少 140 个起降架次的货运航班。

图 7: 深圳机场货邮吞吐量

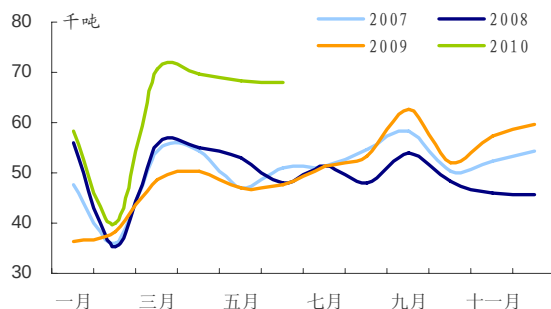
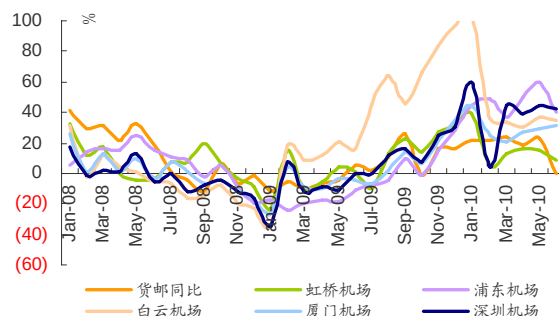


图 8: 主要机场货邮吞吐量增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

3. 预计 2010 全年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐同比增速约为 9%、11%和 37%。

三、资本开支

公司目前在建工程为航站楼扩建主体工程, 资本开支约为 85 亿, 新航站楼投入使用后将明显增加成本压力, 扩建项目公司盈利影响将在 2012 年体现, 对 2010-2011 年业绩影响较小。

1. 航站楼扩建主体工程资本开支约为 85 亿, 预计 2012 年投入使用。

项目主要包括: T3 航站楼 (约 45.1 万平方米)、停车楼、货运库区以及机场生产辅助设施及生活设施。项目总投资预计为人民币 84.79 亿元 (其中静态

投资为人民币 80.65 亿元)，其中 T3 航站楼建设投资为人民币 65.5 亿元。预计建设计划周期为 3 年，预计 2012 年建成投入使用。

2. T3 投产前，扩建工程对业绩影响较小，在建期间后期主要影响财务费用。

预计 20 亿可转债发行后将每年增加利息费用最多约为 0.56 亿。为满足本次航站区扩建主体工程建设资金需求，公司启动可转换公司债券发行计划，拟发行总额不超过人民币 20 亿元的可转换公司债券，期限不超过 6 年，票面利率不超过 2.8%。若以 2.8% 的利率初步计算，不考虑转股则每年增加利息支出约为 0.56 亿。

在建设期间，随着投入的增加，公司的现有资金及经营现金流收入将作为项目建设资金，将影响利息收入。公司目前拥有现金 14.4 亿，经营现金流 2008、2009 年分别为 6.86 亿、5.8 亿元，2010 年上半年约为 4.27 亿。2006-2009 年利息收入分别为 1999 万、2840 万、4332 万、3117 万。

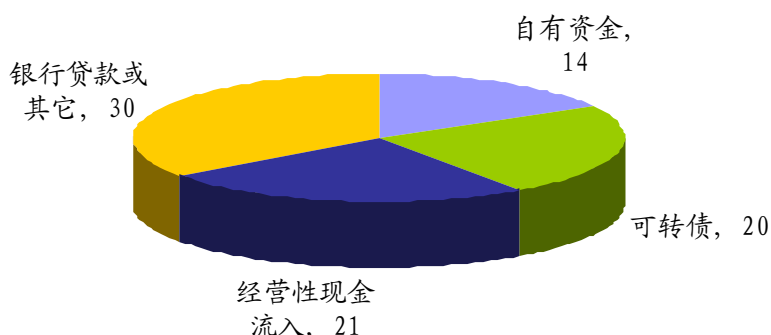
3. T3 投产后，公司将面临折旧及财务费用增加带来的成本压力，业绩将出现下滑。

按 85 亿的开支，若按 2.74%-4.8% 的折旧率，每年折旧约为 2.33-4.08 亿元。

截至 09 年 12 月底，公司货币现金为 14.3 亿。10-12 年假设每年经营现金流 7 亿，加上发行 20 亿可转债，预计资金缺口仍将约为 30 亿。若通过银行贷款，以 5% 的利率计算，每年增加财务费用约为 1.5 亿。

预计 T3 投产后，成本的剧增将使业绩下滑，同时，公司产能也将明显扩大，随着业务量的增长，业绩重回增长趋势。

图 9：深圳机场航站楼扩建主体工程项目建设资金来源估计



资料来源：公司数据，中投证券研究所估计

四、盈利预测

预计 2010-2011 年盈利为 6.9、7.1 亿元，对应每股收益 0.40、0.41 元。目前的股价对应 10 年市盈率为 14.5 倍，目前估值处于历史较低水平，具有一定的安全边际，且长期来看考虑深港集团股权合作预期，给予“推荐”评级。

图 10: 深圳机场目前动态 PE 处于下限区域



资料来源: WIND, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1803	3153	1827	1875	营业收入	1663	1890	2079	2364
现金	1442	2765	1395	1387	营业成本	847	928	990	1272
应收账款	264	282	317	358	营业税金及附加	68	77	85	97
其它应收款	14	14	16	18	营业费用	4	4	0	0
预付账款	5	5	5	7	管理费用	63	60	60	70
存货	2	2	2	3	财务费用	-26	-27	61	240
其他	77	85	92	102	资产减值损失	25	2	2	2
非流动资产	3988	5154	9044	11766	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	736	736	736	736	投资净收益	34	41	47	52
固定资产	2518	2353	2265	10746	营业利润	717	886	928	735
无形资产	214	207	199	191	营业外收入	14	0	0	0
其他	520	1857	5844	92	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	5791	8307	10871	13641	利润总额	724	886	928	735
流动负债	496	481	901	1619	所得税	141	195	223	184
短期借款	53	10	441	1136	净利润	583	691	705	551
应付账款	44	50	53	68	少数股东损益	8	8	9	9
其他	398	422	407	415	归属母公司净利润	575	683	696	542
非流动负债	102	2000	3500	5000	EBITDA	891	1057	1188	1354
长期借款	0	0	1500	3000	EPS (元)	0.34	0.40	0.41	0.32
其他	102	2000	2000	2000					
负债合计	598	2481	4401	6619	主要财务比率				
少数股东权益	25	33	42	51	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1690	1690	1690	1690	成长能力				
资本公积	899	899	899	899	营业收入	9.7%	13.6%	10.0%	13.7%
留存收益	2579	3203	3840	4382	营业利润	5.9%	23.7%	4.7%	-20.8%
归属母公司股东权益	5168	5792	6429	6971	归属于母公司净利润	134.9	18.8%	2.0%	-22.2%
负债和股东权益	5791	8307	10871	13641	获利能力				
					毛利率	49.1%	50.9%	52.4%	46.2%
					净利率	34.6%	36.2%	33.5%	22.9%
					ROE	11.1%	11.8%	10.8%	7.8%
					ROIC	20.1%	15.9%	9.2%	6.7%
					偿债能力				
					资产负债率	10.3%	29.9%	40.5%	48.5%
					净负债比率	8.93%	0.40%	44.11	62.48%
					流动比率	3.64	6.55	2.03	1.16
					速动比率	3.63	6.54	2.03	1.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.27	0.22	0.19
					应收账款周转率	7	6	7	7
					应付账款周转率	19.28	19.67	19.27	21.04
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.40	0.41	0.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.40	0.52	0.64
					每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.43	3.80	4.12
					估值比率				
					P/E	17.25	14.52	14.25	18.30
					P/B	1.92	1.71	1.54	1.42
					EV/EBITDA	9	7	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434