

机场 III



深圳机场 (000089)

推荐 (首次)

龙游浅底，或跃在渊

市场数据

报告日期	2010-9-2
收盘价(元)	5.90
总股本(百万股)	1690.24
流通股本(百万股)	653.13
总市值(百万元)	9972.43
流通市值(百万元)	3853.44
净资产(百万元)	5534.18
总资产(百万元)	6138.66
每股净资产	3.27

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1663	1939	2280	2682
同比增长(%)	9.7%	16.6%	17.6%	17.6%
净利润(百万元)	575	756	893	1062
同比增长(%)	134.9%	31.5%	18.0%	19.0%
毛利率(%)	49.1%	53.2%	57.2%	61.0%
净利率(%)	34.6%	39.0%	39.1%	39.6%
净资产收益率(%)	11.1%	12.9%	13.4%	13.9%
每股收益(元)	0.34	0.45	0.53	0.63
每股经营现金流(元)	0.34	0.53	0.65	0.82

相关报告

投资要点

- 2010H1 公司旅客吞吐量 1318.3 万人次，飞机起降 10.8 万次，货邮吞吐量 37.8 万吨，收入 9.25 亿，净利润 3.66 亿，同比分别增长 11.1%、10%、41%、16.3%、29%，业务增长良好。
- 公司 T3 航站楼拟投资 84.79 亿，预计 2012 年底启用。假设 20 亿可转债于 2010 年顺利发行，利率 1.5%，2013 年前不转股；其余资金缺口由自有资金和银行长期贷款解决，其中长期借款 30 亿。则估计 2013 年起其新增折旧、财务费用和其他营业成本将拖累 EPS 0.34 元，约合 2012 年 EPS 的 54%。
- 2010H1 公司广告收入 8349 万，同比增长 19.7%，已经走出因天骏解约而造成的低谷。同时公司手上还有剩余 108 项户内广告资源，随着经济复苏和客流量增加，价值看涨。预计 2010~2012 年公司广告收入年均增长 25%左右。
- 我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.45、0.53、0.63 元。现有 PE 为 15X，远低于上市机场平均 18X PE。我们认为市场过于担心公司 T3 航站楼投建带来影响的时间和幅度，故给予推荐评级。
- 风险提示：T3 航站楼建设成本超预期，沪杭甬深铁路影响超预期，港珠澳大桥贯通后分流深圳机场的客货流。

股价走势



朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

王爽

S0190210030003

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

目 录

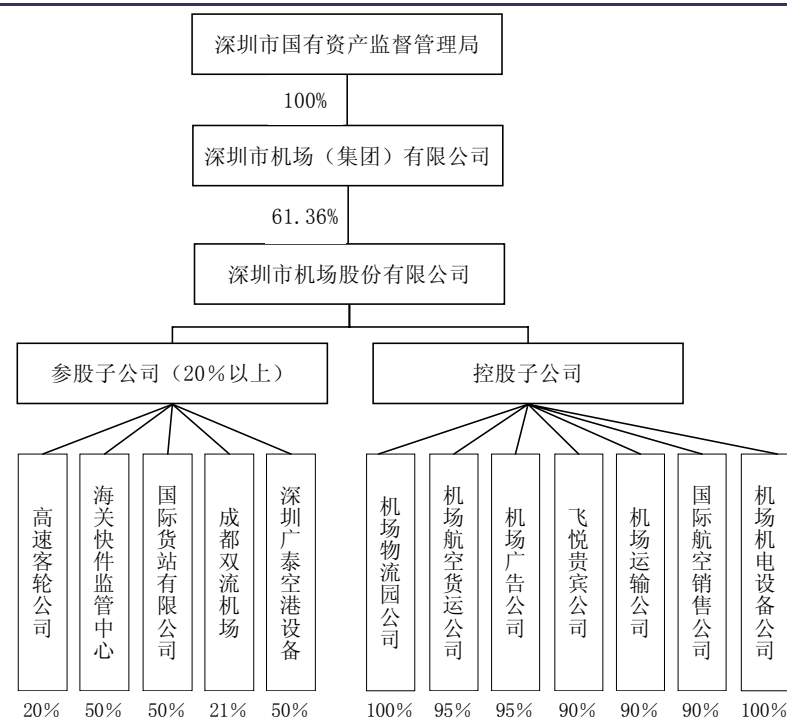
1、公司概况	- 3 -
2、公司业务分析	- 4 -
2.1、客运 - 平稳增长	- 4 -
2.2、货运 - 增长迅猛但低于预期	- 6 -
2.3、候机楼租赁 - 低基数下的高增长	- 8 -
2.4、航空增值 - 保持稳定	- 8 -
2.5、航空广告 - 触底反弹、价值看涨	- 10 -
2.6、成都机场 - 估计近期不会上市	- 11 -
2.7、T3 航站楼投建 - 2013 年起拖累业绩	- 14 -
3、盈利预测与估值	- 15 -
图 1、公司股权与子公司结构图	- 3 -
图 2、2010H1 深圳机场主营收入分类	- 4 -
图 3、2010H1 深圳机场主营收入分类毛利率	- 4 -
图 4、深圳机场旅客吞吐量增长	- 5 -
图 5、深圳机场日均飞机起降	- 5 -
图 6、深圳机场货邮吞吐量增长	- 7 -
图 7、飞悦贵宾收入增长	- 9 -
图 8、全国、深圳、成都机场飞机起降对比	- 11 -
图 9、全国、深圳、成都机场旅客吞吐对比	- 11 -
图 10、全国、深圳、成都机场货邮吞吐对比	- 12 -
图 11、全国、深圳、成都机场平均飞机人数对比	- 12 -
图 12、大型资产投建带来 EPS 周期性波动	- 14 -
表 1、公司现有主要资产	- 4 -
表 2、上市机场航站楼造价比较	- 4 -
表 3、单跑道机场的最大飞机起降能力	- 6 -
表 4、深圳机场单机起降收入	- 6 -
表 5、港珠澳 5 机场 2010H1 生产数据比较	- 6 -
表 6、深圳机场候机楼租赁收入	- 8 -
表 7、飞悦贵宾经营和财务数据	- 9 -
表 8、深圳机场近年广告合约变动	- 10 -
表 9、深圳机场户内户外广告合约条款	- 11 -
表 10、成都机场贡献投资收益比例	- 11 -
表 11、成都机场经营绩效	- 12 -
表 12、成都机场股份公司资产情况	- 12 -
表 13、成都机场资产造价和时间与其他上市机场比较	- 13 -
表 14、情景假设 - 成都机场股份公司注入 T2 航站楼后净利润	- 14 -
表 15、上海机场成本变动	- 14 -
表 16、情景假设 - 深圳机场 T3 航站楼启用	- 15 -
表 17、盈利预测与假设	- 15 -
表 18、国际市场机场上市公司估值比较(采用 2010.9.1 数据)	- 16 -
附表	- 17 -

1、公司概况

深圳机场是中国境内第一个实现海、陆、空联运的现代化国际空港，也是民航总局规划的全国四大航空货运中心之一，现有一条 3400×45 的 4E 级跑道。公司得益于深圳及珠三角经济增长，十多年来取得了超常规的发展，目前已成为中国第五大机场，2010 年上半年完成旅客吞吐量 1318 万人次、飞机起降架次 10.8 万次、货邮吞吐量 37.8 万吨，营业收入 9.25 亿，净利润 3.66 亿。

截至 2009 年深圳机场已开通航线 150 条，其中国内航线 113 条，国际航线 33 条，港澳地区航线 4 条，全货运航线 31 条。目前共有 29 家国内外航空公司在深圳机场运作，其中国内航空公司 17 家，国际（地区）航空公司 12 家，基地航公司 6 家。

图 1、公司股权与子公司结构图



数据来源：兴业证券研发中心

公司自上市以来，经历了逐步注入航空及相关资产、改扩建航站楼、多元化投资及剥离金融资产等事件，使得公司业务能够聚焦航空主业，并基本理清了集团与公司的资产权属问题。公司目前主要资产包括航站楼、一跑道以及航空相关资产。2010 年上半年，公司航空收入与非航收入分别占 66% 和 34%。

表 1、公司现有主要资产

资产	描述
A 航站楼	1999 年 1 月启用，投资 6.85 亿，建筑面积 7.2 万平方米，设计旅客吞吐量 770 万人次
B 航站楼	2004 年 1 月启用，投资 6.7 亿，建筑面积 7.2 万平方米，设计旅客吞吐量 800 万人次
成都机场股权	2006 年 12 月置入，投资 3.82 亿，占股 21%，截至 2010 年 6 月账面价值 6.21 亿
一跑道等基础设施	2008 年 1 月置入，投资 12.35 亿，包括飞行区资产、航站楼停车场和物流园发展公司股权及土地使用权
D 航站楼	2008 年 12 月启用，投资约 1.6 亿，建筑面积 2.1 万平方米，设计旅客吞吐量 150 万人次
航站楼扩建工程	预计 2012 年底启用，投资 84.79 亿，包括：T3 航站楼（投资 65.5 亿，建筑面积 45.1 万平方米，设计旅客吞吐量 3000 万人次）、停车楼、货运库及机场辅助生产设施和生活设施。

数据来源：兴业研发中心

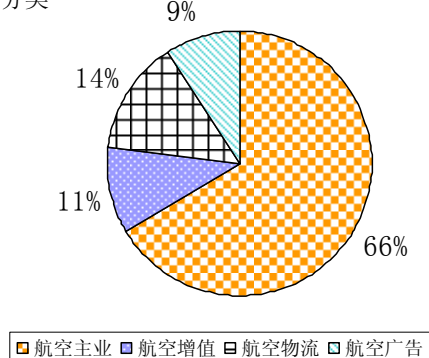
表 2、上市机场航站楼造价比较

机场	航站楼	启用时间	造价(亿元)	设计旅客吞吐量(万人次)	2010H 旅客吞吐量(万人次)	航站楼饱和度	设计单旅客航站楼年均造价(元)	2010H 单旅客年化航站楼造价(元)
上海机场	T1	1999	41.5	2000	1,832.64	61.1%	212.17	347.31
	T2	2008	85.8	4000				
白云机场	T1	2004	25	2500	2,003.78	100.2%	108.25	108.05
	东西三指廊	2010	18.3	1500				
厦门空港	T3	1996	4	1200	635.21	105.9%	33.33	31.49
深圳机场	A	1999	6.85	770	1,318.27	153.3%	86.57	56.48
	B	2004	6.7	800				
	D	2008	1.34	150				

数据来源：兴业研发中心

图 2、2010H1 深圳机场主营收入分类

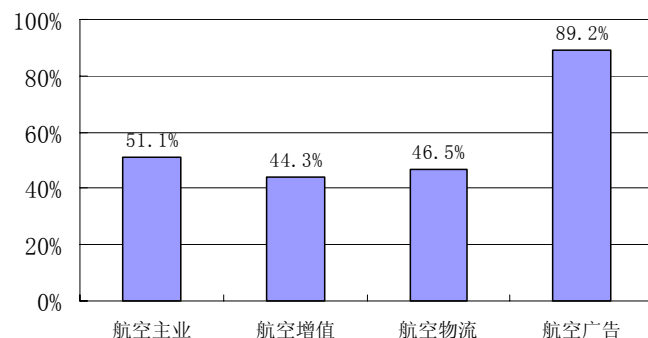
主营收入分类



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

图 3、2010H1 深圳机场主营收入分类毛利率

主营收入分类毛利率



2、公司业务分析

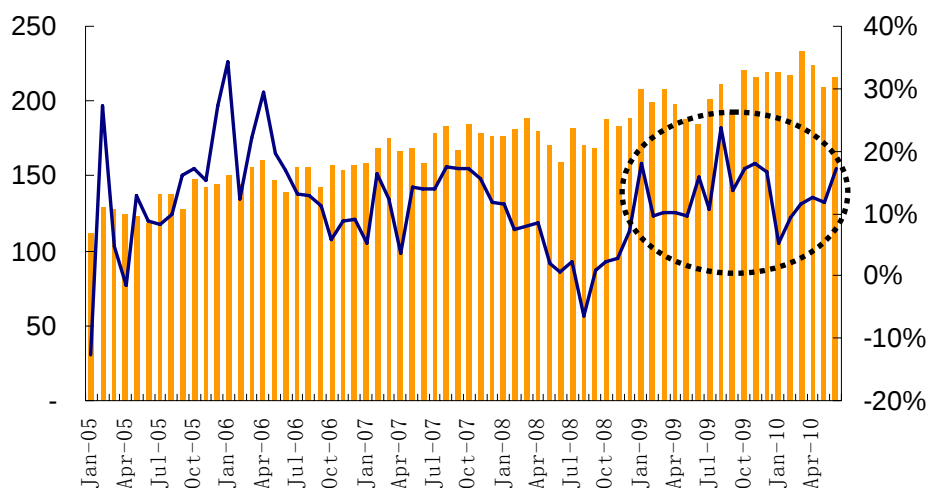
2.1、客运 - 平稳增长

2010 年上半年，深圳机场旅客吞吐量 1318.3 万人次，同比增长 11.1%；飞机起降 10.8 万次，同比增长 10%。在机场运营能力趋于饱和的情况下，旅客吞吐量和飞机起降仍取得了双位数的增长，凸显了需求对供给的强大推动效应。

公司 2009 年以来，每月旅客同比增速只有 4 个月低于 10%，日均飞机起降架次也从 2009 年 1 月的 553 架次增加到 2010 年 6 月的 600 架次，远远突破了空管部门对于深圳机场 510 架次/日的名义流量限制。

图 4、深圳机场旅客吞吐量增长

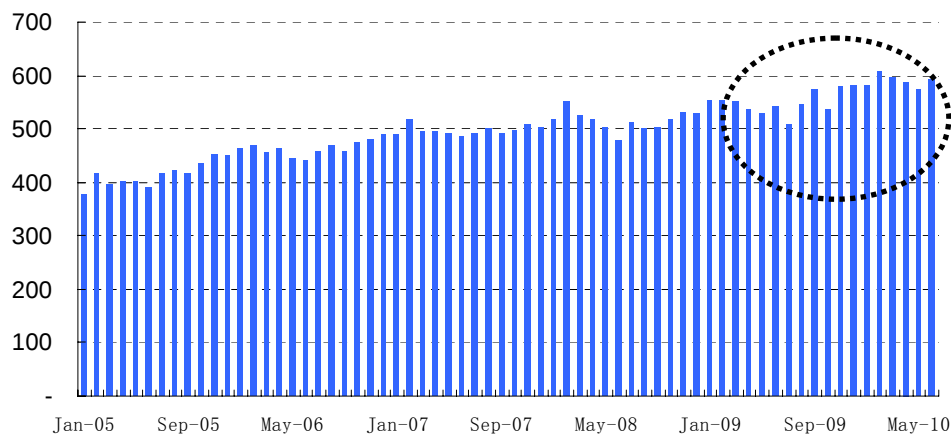
深圳机场旅客吞吐量（万人次）



数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

图 5、深圳机场日均飞机起降

深圳机场日均飞机起降（次）



数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

英国伦敦盖特威克机场是世界最繁忙的单跑道机场。2008 年其旅客吞吐量达到峰值 3394 万人次，相应的每日飞机起降达到 697 次。深圳机场 2010 上半年日均飞机起降已达 590 次，也就是说深圳机场日均飞机起降理论上最多还有 18% 的增长空间。但考虑到中国的空域管制和流量限制远大于英国，则深圳机场实际日均起降架次增长空间已极为有限。

表 3、单跑道机场的最大飞机起降能力

机场	深圳机场 (2010H)	盖特威克 (2008)	备注
跑道	1 条	1 条	(1) 盖特威克有 1 条备用跑道, 仅用于紧急状态和主跑道维护时使用。 (2) 考虑到 2008 盖特威克机场和 2010H 深圳机场经营数据都是各自历史最高位, 具有可比性。
飞机起降架次	106,704	254,498	
平均每天起降	590	697	
旅客吞吐量(万人次)	1318.27	3,393.93	

数据来源: 兴业研发中心

在机场跑道能力和时刻资源受限的情况下, 为了满足不断增长的旅客需求, 航空公司持续在深圳机场投放大型飞机, 相应的单机起降地服收入由 2008 年的 4354 元增至 2010H1 的 4776 元。

表 4、深圳机场单机起降收入

项目(元)	2008	2009H1	2009H2	2010H1
航空收入(起降/地服)(万元)	81,813	45,780	48,633	51,066
飞机起降架次(次)	187,900	98,480	101,974	106,924
收入/架次(元)	4,354	4,649	4,769	4,776

数据来源: 兴业研发中心

注: 由于公司从 2008 年下半年起财报披露项目有了变化, 故可比的半年报数据收集存在困难。

从港珠澳区域对比来说, 深圳机场由于受到空域资源的限制, 旅客吞吐量和飞机起降增速只是略高于总体水平, 且低于广州机场增速。我们认为这种趋势在二跑道启用前还会持续下去。

表 5、港珠澳 5 机场 2010H1 生产数据比较

机场/项目	旅客吞吐		飞机起降		货邮吞吐		备注
	同比 09H1	环比 09H2	同比 09H1	环比 09H2	同比 09H1	环比 09H2	
深圳	11.1%	4.4%	8.6%	4.9%	39.4%	11.3%	UPS 转运中心 2010 年 2 月启用
广州	13.0%	5.1%	11.2%	2.9%	44.9%	1.5%	FedEx 转运中心 2009 年 2 月启用
珠海	45.4%	29.2%	38.4%	25.0%	50.4%	15.7%	
香港	9.3%	3.0%	5.3%	2.6%	35.0%	4.5%	
澳门	1.0%	-4.9%	-11.8%	-7.0%	28.6%	-9.3%	2009 年 8 月两岸直航启动
合计	11.0%	4.0%	7.8%	3.2%	37.2%	4.6%	

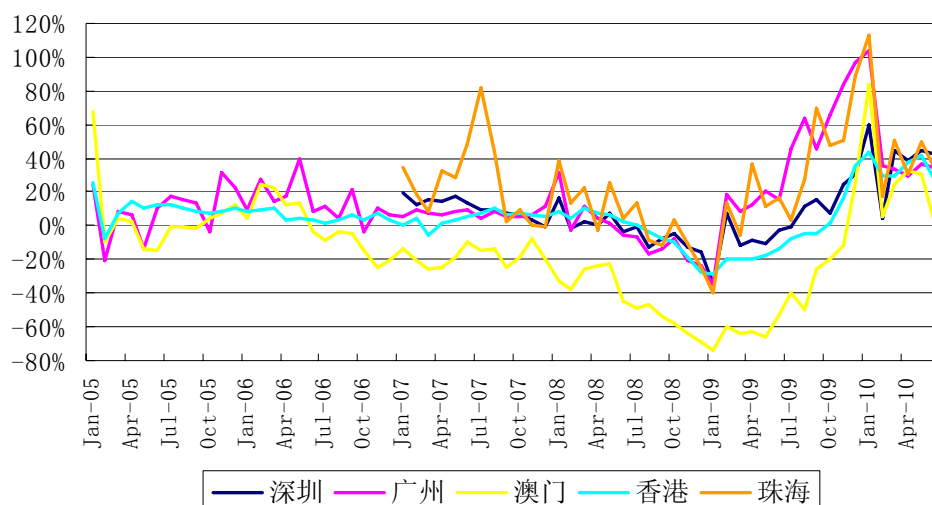
数据来源: 兴业研发中心

2.2、货运 - 增长迅猛但低于预期

2010 年上半年深圳机场完成货邮吞吐量 37.81 万吨, 同比增长 41%。其中 UPS 亚太转运中心完成 4.74 万吨, 占总货邮吞吐量的 12.5%。若剔除 UPS 的影响, 则公司货邮吞吐量同比增长 23.3%。对比于港珠澳 5 机场, 深圳机场货邮增速略低于我们的预期。

图 6、深圳机场货邮吞吐量增长

货邮吞吐量YoY



数据来源：CEIC、兴业证券研发中心

广州机场 FedEx 转运中心于 2009 年 2 月启用，故 2009 年其同比货邮增速冠居全区，2010 年同比增速回归正常，并与港珠澳其他机场持平。目前 FedEx 每月货邮吞吐量约占整个广州机场的 1/3。

深圳机场 UPS 转运中心于 2010 年 2 月启用，但启用后其增速并未狂飙突进，而只是与港珠澳其他机场基本持平，且 UPS 的运量也仅占公司全部货邮吞吐量的 12.5%。

我们认为主要是两个原因造成了上述的反常现象：一是 UPS 转运中心尚在试运营阶段，货量增长有待时间。二是深圳机场时刻资源极为紧张，即使在晚间和凌晨，可利用的时刻资源也已经有限，从而制约了 UPS 和其他货运公司增加货机班次。上述不利因素将随着 2011 年 6 月二跑道启用得到很大的改观。

对于香港机场，其货运的恢复速度令我们侧目。做为一个成熟的货运中心，同时还面对着深圳机场和广州机场的竞争，上半年其货邮同比增速只是略低于深圳和广州机场，显示了其货运方面强大的竞争力。相信这也是国泰航空敢于投资 48 亿港元新建 260 万吨/年新货站的底气所在。

一般情况下，航空货运能带来货机起降和地服收入、货站收入及其他物流收入。但深圳机场的 UPS 转运中心由集团承建，其货站租赁费也归集团所有。对上市公司来说，增收不大，仅表现在货机起降和地服、其他物流收入上。公司看重的是 UPS 所带来的货运集聚效应，着眼于未来长远的发展收益。

2.3、候机楼租赁 - 低基数下的高增长

2010H1 候机楼租赁实现收入 9383 万元，同比增长 32.3%。公司现有 A、B 候机楼，总面积 15 万平方米，其中商业开发面积超过 1 万平方米。主营收入中“候机楼租赁”项目下主要包括商业租赁，其收费模式很多，并不仅仅是“固定+提成”模式。商业租赁中各商家与公司的签约时间和期限也不尽相同，故不会出现集体续约加租导致租赁收入倍增的想象。

公司 2010 年上半年候机楼租赁收入 9383.31 万，同比增长 32.2%。增速很高，但却是建立在 2008H2~2009H1 受到经济危机影响的低基数上，呈现出“低基数高增长”态势。

据我们了解，公司现有航站楼商业面积开发已非常成熟，未来不可能有大规模的面积增加，故 2012 年底 T3 航站楼启用前，其候机楼租赁收入将保持小幅稳定增长态势。

表 6、深圳机场候机楼租赁收入

时间	候机楼租赁收入（万元）	YoY
2008H1	10,350.25	
2008H2	4,743.02	
2009H1	7,091.00	
2009H2	9,793.71	106.5%
2010H1	9,383.31	32.3%

数据来源：兴业研发中心

注：由于公司从 2008 年下半年起财报披露项目有了变化，故半年报的可比数据收集存在困难。2008H1 租赁收入分类与后面报告期存在不完全可比性。

2.4、航空增值 - 保持稳定

除去广告外，公司航空增值业务还包括飞悦贵宾服务、港口码头、330 地面运输业务等项目。2010H 上述航空增值收入 9633 万，同比增长 13.3%。

● 2.4.1、飞悦贵宾高增长恐难持续

2008 年 2 月公司与机场集团以现金方式合资设立飞悦贵宾服务公司，注册资本 800 万元，分别持股 90%和 10%。2010H1 飞悦贵宾收入 4074 万，同比增长 36%，占航空增值收入的 42.3%。

飞悦公司主攻航空高端旅客延伸服务，包括贵宾服务业务、代理航空公司头等舱和公务舱服务业务、商务中心，以及冠名服务业务。冠名服务是针对中国银行、兴业银行、民生银行和中国电信等大型企业，以贵宾厅冠名使用的方式来保证稳定的收益，此项收入估计能占到飞悦贵宾总收入的 60~70%。

表 7、飞悦贵宾经营和财务数据

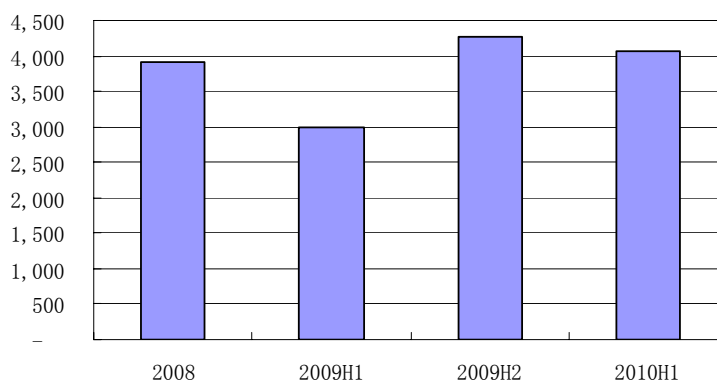
时间	2008	2009	2010H
服务高端旅客（万人）	18.10	19.74	N/A
服务两舱旅客（万人）	25.40	16.68	N/A
收入（万元）	3,911.69	7,265.19	4,073.71
航空增值总收入（万元）	18,537.92	18,601.75	9,632.87
占比	21.1%	39.1%	42.3%
净利润（万元）	1,361.60	3,008.60	N/A

数据来源：兴业研发中心

但我们判断，飞悦贵宾收入和利润的高速增长态势可能难以持续，半年报此项收入的高增长是建立在去年同期基数较低的情况下。原因在于，此项收入的大部分来自于贵宾厅冠名服务。在候机楼面积有限，贵宾厅数量存在上限，使得能出让的冠名权有限。所以未来冠名服务收入的增长更多的体现在单价提高和服务项目的增加，而不是冠名数量的增加上。从公司半年报的收入数据披露中，也能在一定程度上佐证我们的判断。

图 7、飞悦贵宾收入增长

飞悦贵宾收入（万元）



数据来源：兴业证券研发中心

注：公司未披露 2008H1 飞悦贵宾的收入数据

● 2.4.2、码头经营尚未恢复

受经济危机和台湾“三通”正常化的影响，深圳机场码头业务持续低迷。2009 年 4 月信德中旅船务公司退出深圳机场码头至香港机场航线的运营。为了维持该航线的继续运营，公司、九州客轮和珠江船务三方出资 1000 万元组建深圳机场高速客轮有限公司，分别持股 20%、40%和 40%。

同时根据深圳机场第二跑道扩建总体规划，福永码头将迁建至第二条跑道南面的新址，码头迁建致使公司在 2009 年计提了 2168 万的资产减值损失。

2010 年 3 月新码头启用，高速客轮公司在新码头开始运营，但运营尚在起步阶段，上半年亏损 23.7 万。

2.5、航空广告 - 触底反弹、价值看涨

2010H 公司广告收入 8349 万元，同比增长 19.7%。在 2008 年初公司彻底推行了广告特许经营模式，将户内户外广告全部委托给专业广告机构经营，当时取得了非常好的效果。但后来由于受到经济危机和深圳市政建设的影响，导致天骏解约和雅仕维修订新约，致使广告收入受到一定影响。但这种挫折只是暂时的，并不能否定公司推行广告社会化和专业化经营的道路。

表 8、深圳机场近年广告合约变动

时间	内容
2008.4	雅仕维公司签约户外 40 项广告特许经营权，履约期 2008.4.1~2011.12.31，费用 2.35 亿。
2008.6	天骏公司签约户内 198 项广告特许经营权，履约期 2008.7.1~2011.12.31，费用 4.95 亿。
2009.1	天骏公司解除广告合同，同时支付经济补偿金，金额按原合同约定的 2009 年 1~3 月份（3 个月）的广告费计算。
2009.4	航美公司签约户内广告资源中的优质资源 90 项，履约期为 2009.4.1~2011.12.31，费用 8800 万。其他户内广告资源暂由深圳机场广告公司自营。从长远来看，公司将继续推行广告业务社会化、专业化经营模式。
2010.1	受深圳市政建设和城市管理方面的原因，机场户外广告经营受到影响。公司核减雅仕维 2009 年广告费 747 万。同时履约期限延长至 2012 年 12 月 31 日。补充协议对原合同中约定的 2009~2011 年户外广告费进行了变更，变更后的广告费金额较原合同有所降低，但与机场广告公司户外广告经营的历史数据相比，户外广告费的保底收入每年仍保持一定增长。

数据来源：兴业研发中心

2009 年 1 月天骏突然解约让公司很被动。为了保持广告收入的稳定，公司被迫在 2 个月内即与航美签订了新广告合同，条款对公司不利显而易见：航美只签约了户内广告中的 90 项优质资源，合同期 2.75 年只支付 8800 万特许经营费，远低于天骏原先的 198 项资源、3.75 年的 4.95 亿。

随着航美的入驻，公司广告危机趋于稳定，对外招商的态度开始恢复强硬姿态。2010 年 1 月由于市政建设等原因公司与雅仕维重订了户外广告合约，就约定了“保底+提成”的新条款，一改与航美的固定收费条款模式，为公司广告收入的进一步上涨打开了空间。

同时公司还拥有剩下的户内 108 项广告资源，随着经济复苏和客流量的增加，这些被航美“抛弃”的资源价值看涨。

表 9、深圳机场户内户外广告合约条款

时间/类型	户外广告		户内广告			
	雅仕维（40 项）		航美（90 项）		机场广告公司自营（108 项）	
	条件	收入	条件	收入	条件	收入
2010	<6600 万	分成 86.2%	无	8800	无	未知
	6600 万~	分成 50%				
	保底	5520 万				
2011	<7657 万	分成 86.2%				
	7657~	分成 50%				
	保底	6600 万				
2012	<7657 万	分成 86.2%	N/A	N/A		
	7657~	分成 50%	N/A	N/A		
	保底	6600 万	N/A	N/A		

数据来源：兴业研发中心

2.6、成都机场 - 估计近期不会上市

公司在 2006 年 12 月与集团的资产置换中置入了成都机场 21% 的股权，成为投资收益的主要来源。2010 年上半年成都机场旅客吞吐量 1222 万人，同比增长 18.8%，公司录得投资收益 1662.7 万元，同比增长 27.5%，占全部投资收益的 76.6%。该投资收益约合 EPS 0.01 元，占 EPS 的 4.5%。

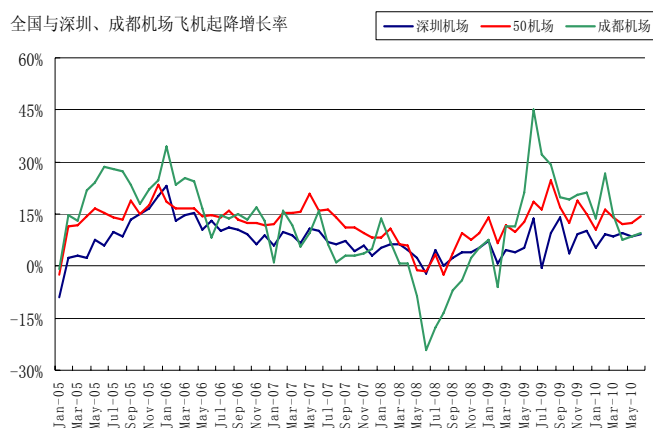
表 10、成都机场贡献投资收益比例

时间	投资收益	YoY	旅客吞吐量（万人）	YoY	总投资收益占比
2007H1	1,506.56		849.47		67.2%
2007H2	770.91		1008.32		84.1%
2008H1	501.90	-66.7%	830.44	-2.2%	80.2%
2008H2	741.95	-3.8%	884.03	-12.3%	74.5%
2009H1	1,303.79	159.8%	1028.78	23.9%	103.7%
2009H2	1,944.78	162.1%	1234.58	39.7%	90.0%
2010H1	1,662.70	27.5%	1222.05	18.8%	76.6%

数据来源：兴业研发中心

成都机场作为国内第六、西部第一大机场，发展速度与全国平均水平基本持平，平均飞机人数低于深圳机场但高于全国平均水平。

图 8、全国、深圳、成都机场飞机起降对比



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

图 9、全国、深圳、成都机场旅客吞吐对比

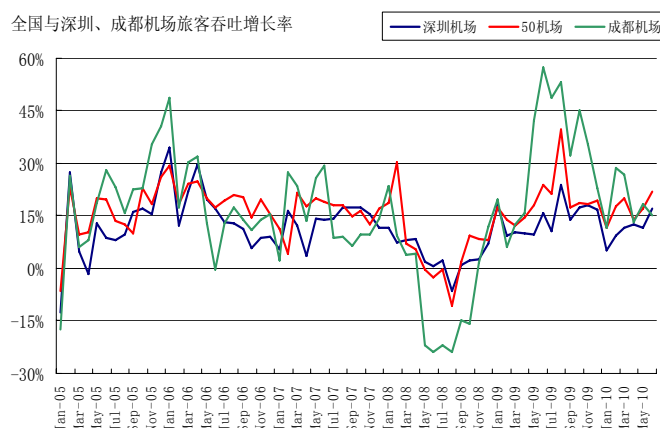
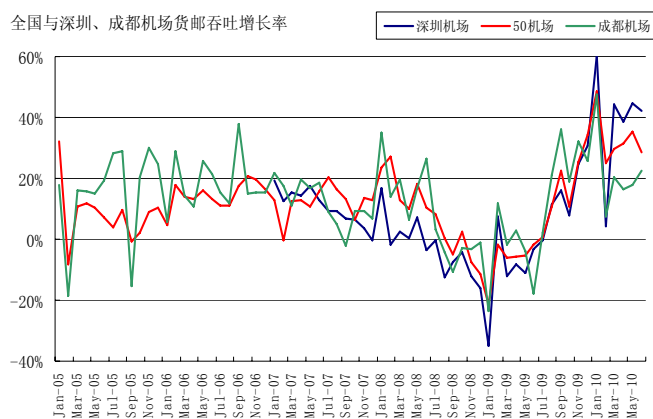
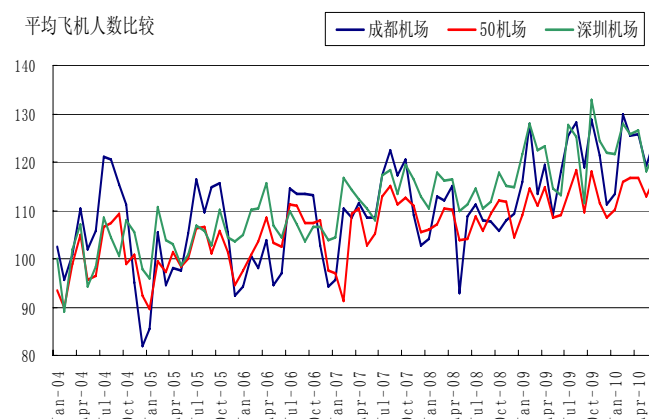


图 10、全国、深圳、成都机场货邮吞吐对比



数据来源：Wind、兴业证券研发中心

图 11、全国、深圳、成都机场平均飞机人数对比



从经营绩效来说，成都机场领先于枢纽机场，如浦东机场和白云机场，但逊于上市干线机场，如深圳机场和厦门空港。

表 11、成都机场经营绩效

机场（2009）	深圳机场	厦门空港	白云机场	上海机场	成都机场
旅客吞吐量（万人）	2,448.52	1,133.09	3,681.02	3,205.06	2,263.36
飞机起降（万次）	20.05	10.46	30.52	28.72	18.88
货邮吞吐量（万吨）	60.53	19.61	88.35	248.15	37.72
资产（亿元）	57.91	16.65	112.31	169.60	30.64
负债（亿元）	5.98	1.81	48.46	40.01	2.90
收入（亿元）	16.63	7.66	33.06	33.38	7.32
净利润（亿元）	5.83	2.94	5.66	7.48	2.10
资产负债率	10.3%	10.9%	43.1%	23.6%	9.5%
销售净利率	35.1%	38.4%	17.1%	22.4%	28.7%
ROE	11.2%	19.8%	8.9%	5.8%	7.6%
ROA	10.1%	17.7%	5.0%	4.4%	6.9%

数据来源：公司财报、兴业研发中心

表 12、成都机场股份公司资产情况

项目	内容
现有 T1 航站楼	归属股份公司所有，造价未知。
一跑道及飞行区	归属集团公司所有，造价未知。飞机起降费集团与股份公司分成，分成比例未知。
二跑道及 T2 航站楼	归属集团公司所有，预算总投资 128 亿。二跑道已于 2010 年 7 月启用，T2 航站楼预计 2011 年底启用。
货运及相关物流资产	归属集团公司所有。

数据来源：兴业研发中心

成都机场业绩逊于深圳和厦门机场的原因，一是可能非航收入较少，非航产业更多的被集团公司拥有，而不在股份公司里。二是可能在于股份公司与四川机场集团的起降费收入分成比例上。三是可能航站楼建造较晚、造价较高。

表 13、成都机场资产造价和时间与其他上市机场比较

机场	航站楼	启用时间	造价 (亿元)	设计旅客吞吐量 (万人次)
上海机场	T1	1999	41.5	2000
	T2	2008	85.8	4000
白云机场	T1	2004	25	2500
	东西三指廊	2010	18.3	1500
厦门空港	T3	1996	4	1200
深圳机场	A	1999	6.85	770
	B	2004	6.7	800
	D	2008	1.34	150
成都机场	国内	2001	N/A	1200
	国际	2004	N/A	

数据来源：兴业研发中心

以成都机场股份公司现有情况和盈利水平，我们认为其在短期内上市的可能性较小。原因有三：

一是，集团出资承建了二跑道及站坪、T2 航站楼，若以股份公司现有资产上市，则筹资用途毫无去处，意义不大。

二是，2009 年 12 月新股东四川发展（控股）有限责任公司进入四川机场集团，占有超过 20% 的股份，并注资 30 亿元，帮助机场集团整合四川省内其他支线机场。故集团层面对融资需求得到一定的缓解。

三是，若股份公司上市筹资收购 T2 航站楼，则以其现有利润水平，仅新增折旧和财务费用二项就可能直接将股份公司拉到负利润，从而导致其上市遇到困难。

深圳机场二跑道及相关联络道、站坪、灯光、空管等设施，投资成本约 59 亿，基本代表了现在高等级 4E 级跑道的建设成本。成都机场二跑道、T2 航站楼预算投资 128 亿，除去跑道建设的 60 亿，则航站楼造价接近 70 亿。考虑到大型工程给发改委的申报额度一般大于实际支出，则该 T2 航站楼实际造价应该低于 70 亿。

假设：①二跑道启用后，股份公司与集团的起降费分成比例不变，且股份公司净利润随旅客吞吐量同比增长。②建设资金缺口全部由长期借款解决，利率 5.94%。③未来几年西部大开发的 15% 的企业所得税优惠税率得以延续，航站楼按 30 年折旧，则预测成都机场股份公司净利润如下。

表 14、情景假设 - 成都机场股份公司注入 T2 航站楼后净利润

	2009	2010E	2011E	2012E
旅客吞吐量 (万人次)	2,263	2,716	3,204	3,717
YoY		20%	18%	16%
净利润 (亿元)	2.10	2.52	2.97	3.45

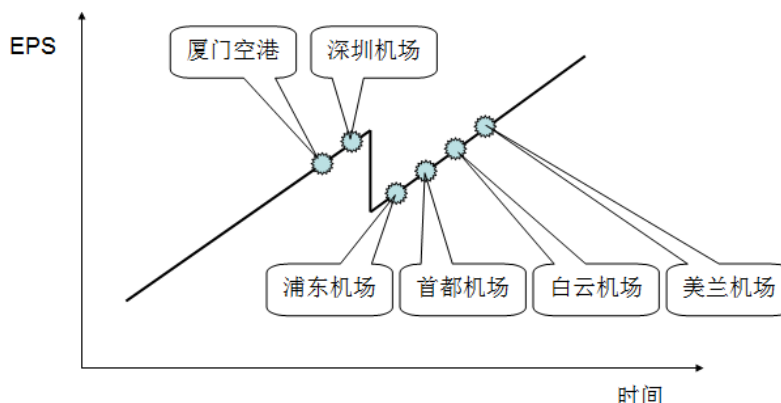
T2 航站楼造价 (亿元)	50	60	70
长期借款 (亿元)			
20	1.02	0.74	0.46
30	0.52	0.23	-0.05
40	0.01	-0.27	-0.55
50	-0.49	-0.78	-1.06

数据来源：兴业研发中心

2.7、T3 航站楼投建 - 2013 年起拖累业绩

对于重资产的机场行业来说，大型资产的投建会新增大量折旧和财务费用等，以及增加相应的员工薪酬和其他营业成本，从而导致 EPS 的显著下降。深圳机场已经开始启动 T3 航站楼的建设，拟投资 84.79 亿，计划 2012 年底启用。预计 2013 年会出现盈利的波谷。

图 12、大型资产投建带来 EPS 周期性波动



数据来源：兴业证券研发中心

以上海机场为例，三跑道和 T2 航站楼于 2008 年 3 月启用，总投资 95 亿，而深圳机场 T2 扩建工程投资 85 亿，两者具有可比性。考虑到上海机场二期工程是在 2008 年中间投用，所以比较 2009 年和 2007 年的折旧、员工薪酬、其他营业成本的变动，对于我们研究深圳机场很有参考价值。

表 15、上海机场成本变动

时间 (单位: 百万元)	2006	2007	2008	2009
固定资产折旧	293.86	272.58	546.77	704.27
飞行区和办公场所租赁	99.47	99.47	144.68	173.37
员工薪酬	542.97	639.46	654.51	832.42
其他营业成本	270.07	310.82	705.14	581.47
总营业成本	1,206.37	1,322.32	2,051.10	2,291.54

数据来源：兴业研发中心

上海机场 2009 年较 2007 年增加固定资产折旧 4.32 亿, 增加员工薪酬 1.93 亿, 增加其他营业成本 2.71 亿, 也就是说新增固定资产折旧与新增“员工薪酬+其他营业成本”其本持平。为满足建设该资产的资金需要, 上海机场发行了 25 亿可转债、新增 14 亿短期借款、新增其他应付款 10 亿, 其余资金由自有现金流解决。

假设: ①深圳机场 20 亿可转债于 2010 年顺利发行, 利率 1.5%, 2013 年前不转股; ②其余资金缺口由自有资金和银行长期贷款解决, 长期贷款利率 5.94%; ③ T3 航站楼折旧年限 30 年, 企业所得税率 25%。则新增成本和费用对 EPS 影响如下表所示。若新增 30 亿长期贷款, 则 2013 年估计拖累 EPS 0.34 元, 约合 2012 年 EPS 的 54%。

表 16、情景假设 - 深圳机场 T3 航站楼启用

T3 航站楼造价 (亿元)	84.79			
折旧年限	30 年			
年均折旧 (亿元)	2.83			
影响 EPS (元)	-0.13			
新增员工薪酬和其他营业成本 (亿元)	2.83			
影响 EPS (元)	-0.13			
可转债 (利率 1.5%)	20.00			
年利息 (亿元)	0.30			
影响 EPS (元)	-0.01			
长期借款 (利率 5.94%)	10.00	20.00	30.00	40.00
利息 (亿元)	0.59	1.19	1.78	2.38
影响 EPS (元)	-0.03	-0.05	-0.08	-0.11
合计影响 EPS (元)	-0.29	-0.32	-0.34	-0.37

数据来源: 兴业研发中心

3、盈利预测与估值

我们预测未来 3 年公司 EPS 为 0.45、0.53 和 0.63 元。现有 PE 为 15X, 远低于上市机场平均 18X PE。我们认为市场过于担心公司 T3 航站楼投建带来影响的时间和幅度, 故给予推荐评级。收入和成本假设如下:

表 17、盈利预测与假设

项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营数据				
飞机起降架次	200,454	219,182	247,480	281,944
YoY	6.7%	9.3%	12.9%	13.9%
旅客吞吐量(万人次)	2,448.52	2,717.86	3,044.00	3,439.72
YoY	14.4%	11.0%	12.0%	13.0%
货邮吞吐量(吨)	605,340	786,942	1,013,581	1,196,026
YoY	1.2%	30.0%	28.8%	18.0%

财务数据(百万元)				
航空主业一起降/地面服务	919.75	1,090.54	1,231.34	1,402.82
航空主业一候机楼租赁	168.85	197.04	231.72	288.03
航空增值	186.02	202.48	238.12	282.53
航空物流	219.83	275.43	364.89	442.53
航空广告	135.50	173.94	214.30	266.37
收入合计	1,662.72	1,939.44	2,280.36	2,682.28
YoY	10.1%	16.6%	17.6%	17.6%
重大租赁和折旧(百万元)				
总折旧	190.44	195.00	200.00	200.00
给集团场地使用费	12.39	12.50	12.50	12.50
给集团办公场地租赁费	33.29	45.00	60.00	75.00
总摊销	6.22	7.10	7.00	7.00
员工薪酬费用	392.79	420.00	441.00	463.05
其他营业成本	205.57	228.18	255.56	288.79
营业成本合计	846.91	907.78	976.06	1,046.34
YoY	10.2%	7.2%	7.5%	7.2%
联营/合营企业投资收益	33.96	50.39	60.77	70.89
YoY	109.4%	48.4%	20.6%	16.6%
EPS(元)	0.34	0.45	0.53	0.63

数据来源：兴业研发中心

表 18、国际市场机场上市公司估值比较(采用 2010.9.1 数据)

公司	PE			PB			ROE			EV/EBITA		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
国际												
日本空港	44.54	33.31	24.30	1.13	1.09	1.04	2.50	3.30	4.86	8.94	8.84	N/A
泰国机场	21.24	16.11	13.79	0.75	0.73	0.70	3.60	4.43	5.11	7.37	6.61	6.09
法兰克福机场	23.80	20.32	19.52	1.46	1.42	1.37	6.25	7.17	7.38	9.88	9.61	8.89
奥克兰机场	22.99	21.05	19.05	1.39	1.40	1.40	3.88	6.56	7.15	13.19	11.94	11.26
哥本哈根机场	15.85	14.80	13.97	3.31	3.26	3.21	19.65	20.93	21.91	8.98	8.52	8.16
维也纳机场	12.74	12.93	15.63	1.17	1.12	1.10	9.78	9.33	6.91	9.70	9.82	9.51
苏黎世机场	15.76	13.34	12.16	1.22	1.14	1.07	7.99	8.86	9.33	7.19	6.68	6.39
平均值	22.42	18.84	16.92	1.49	1.45	1.41	7.66	8.65	8.95	9.32	8.86	8.38
香港												
北京首都机场	32.90	20.43	16.21	1.11	1.08	1.03	3.43	5.32	6.80	11.75	10.81	8.88
美兰机场	15.96	14.17	12.59	1.67	1.56	1.45	10.89	11.21	11.64	8.96	7.98	7.02
平均值	24.43	17.30	14.40	1.39	1.32	1.24	7.16	8.26	9.22	10.36	9.39	7.95
国内												
上海机场	23.10	20.09	16.98	1.85	1.70	1.57	8.58	9.21	9.91	13.04	11.68	9.15
白云机场	18.52	16.79	13.98	1.68	1.58	1.47	9.56	10.28	11.29	7.02	5.85	5.08
深圳机场	15.10	14.08	15.53	1.78	1.60	1.46	12.39	12.31	10.43	9.40	7.51	5.16
厦门机场	17.22	15.38	13.93	3.14	2.66	2.26	19.19	18.08	16.99	8.90	7.19	6.54
平均值	18.49	16.59	15.10	2.11	1.88	1.69	12.43	12.47	12.15	10.01	8.72	7.09

数据来源：Bloomberg、兴业研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1803	2627	1591	1867
货币资金	1442	2240	1140	1341
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	264	273	322	378
其他应收款	14	16	18	21
存货	2	2	2	2
非流动资产	3988	5866	9719	11970
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	736	750	800	850
投资性房地产	179	180	180	180
固定资产	2518	2535	2723	10636
在建工程	241	2094	5713	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	214	209	204	199
资产总计	5791	8493	11310	13837
流动负债	496	528	1520	1046
短期借款	53	40	999	632
应付票据	0	0	0	0
应付账款	44	50	54	58
其他	398	438	467	357
非流动负债	102	2060	3060	5060
长期借款	0	0	1000	3000
其他	102	2060	2060	2060
负债合计	598	2588	4580	6106
股本	1690	1690	1690	1690
资本公积	899	899	899	899
未分配利润	2145	2737	3420	4249
少数股东权益	25	40	58	80
股东权益合计	5193	5905	6731	7730
负债及权益合计	5791	8493	11310	13837

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	575	756	893	1062
折旧和摊销	200	203	226	554
资产减值准备	28	36	79	-40
无形资产摊销	10	9	9	9
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-26	-53	-12	56
投资损失	-34	-53	-66	-79
少数股东损益	8	15	18	22
营运资金的变动	209	13	31	181
经营活动产生现金流量	527	889	1102	1383
投资活动产生现金流量	-124	-2072	-4088	-2675
融资活动产生现金流量	-34	1980	1886	1492
现金净变动	368	798	-1100	201
现金的期初余额	1230	1442	2240	1140
现金的期末余额	1598	2240	1140	1341

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1663	1939	2280	2682
营业成本	847	908	976	1046
营业税金及附加	68	80	93	110
销售费用	4	4	5	6
管理费用	63	72	82	94
财务费用	-26	-53	-12	56
资产减值损失	25	4	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	34	53	66	79
营业利润	717	978	1197	1444
营业外收入	14	5	5	5
营业外支出	7	-6	4	4
利润总额	724	989	1198	1445
所得税	141	217	288	361
净利润	583	771	911	1084
少数股东损益	8	15	18	22
归属母公司净利润	575	756	893	1062
EPS (元)	0.34	0.45	0.53	0.63

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.7%	16.6%	17.6%	17.6%
营业利润增长率	5.9%	36.4%	22.5%	20.7%
净利润增长率	134.9%	31.5%	18.0%	19.0%
盈利能力(%)				
毛利率	49.1%	53.2%	57.2%	61.0%
净利率	34.6%	39.0%	39.1%	39.6%
ROE	11.1%	12.9%	13.4%	13.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	10.3%	30.5%	40.5%	44.1%
流动比率	3.64	4.97	1.05	1.78
速动比率	3.63	4.97	1.05	1.78
营运能力(次)				
资产周转率	29.8%	27.2%	23.0%	21.3%
应收帐款周转率	676.3%	677.3%	720.5%	720.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.34	0.45	0.53	0.63
每股经营现金	0.34	0.53	0.65	0.82
每股净资产	3.06	3.47	3.95	4.53
估值比率(倍)				
PE	22.4	17.0	14.4	12.1
PB	2.5	2.2	1.9	1.7

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。