

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

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 沈晓峰 (8621)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

春运错期增幅下降，容量瓶颈为主因

事件描述

（1）深圳机场今日公布了2月生产数据：1）春运错期，起降架次同比负增长，客货吞吐量增幅均仅为1.5%；2）受制跑道容量，累计增幅亦有限；3）日均起降架次环比增加，累计同比增加，跑道资源瓶颈将日益突出。

（2）市场表现：强防御性，机场强于大盘；上海机场涨幅最猛，其余公司均弱于指数。

（3）投资建议：近期看点为债务和解协议增厚业绩6%，中期看点为二跑道启用释放压抑需求。我们对公司2010-2012年的业绩预测分别为0.38元、0.41元和0.23元，对应PE为15.8倍、14.6倍和26.1倍。估值行业最低，建议短期参与，但考虑到暑运高峰期召开世界大学生运动带来安保压力，2011年底T3楼投入运营后转固定资产带来2012年业绩下滑压力，维持“谨慎推荐”评级。

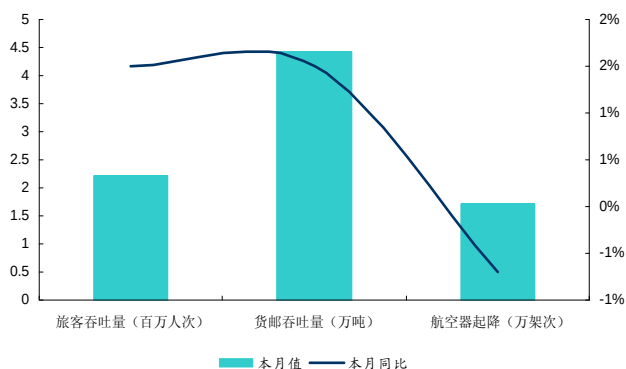
事件评论

第一，春运错期，起降架次同比负增长，客货吞吐量增幅均仅为1.5%；受制跑道容量，累计增幅亦有限

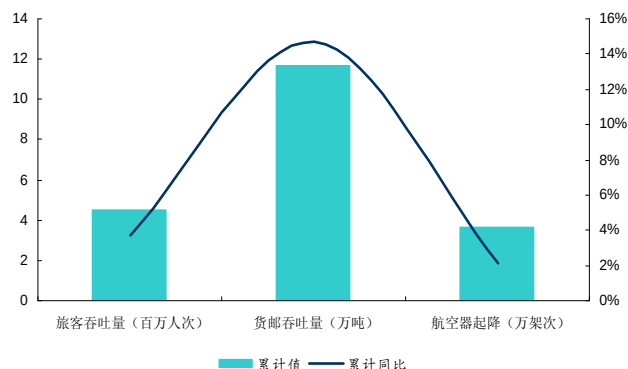
以时间顺序观察春运40天的航空客运需求，表现依次为“返乡高峰——出行低谷——返工高峰”，由于今年春运分散在1月和2月，导致2月的表现为“出行低谷——返工高峰——节后低谷”，去年2月正好全部在春运期内，比今年多1个高峰，少1个低谷。

虽然整个航空市场需求同比有增加，但深圳外来人口较多，受春运错期影响，综合影响后，2月起降架次同比出现负增长，为-0.7%，客货吞吐量同比增幅也下降为1.5%。

从累计数据看，1）起降架次：受制于跑道产能压力，起降架次同比增速2.1%；2）旅客吞吐量：目前国际市场走旺，国内公司适用于国际远程航线的宽体机比例有限，导致宽体机逐渐移至国际市场，深圳机场国际航线有限，因此，旅客吞吐量的增长主要来自于客座率的上升，而非机型调整；3）货邮吞吐量：UPS于去年2月进入，3月起日均货邮吞吐量稳定在2000吨以上，而且货机主要夜间飞行，受跑道资源限制较少，我们认为货邮吞吐量低基数因素自3月开始将不存在，增速将下降。

图 1: 主要生产指标 (本月)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

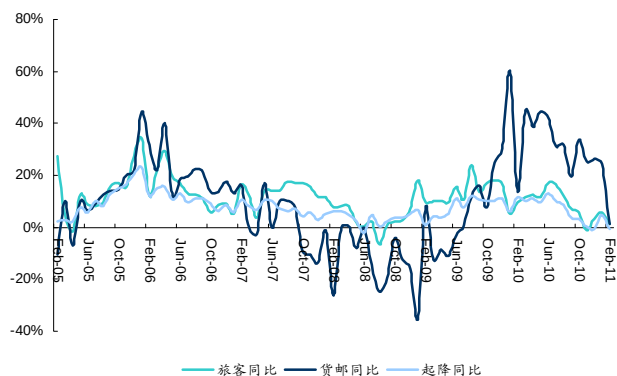
图 2: 主要生产指标 (累计)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

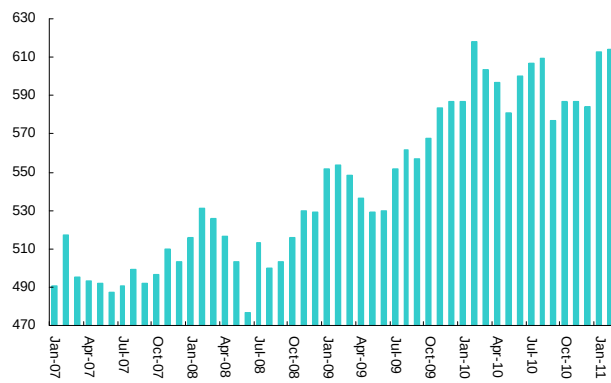
第二, 日均起降架次环比增加, 累计同比增加, 跑道资源瓶颈将日益突出

2月日均起降架次为614架次, 环比增加1架次, 符合我们上月的判断, “由于深圳地区春运效应显著, 我们预计随2月返程客的拉动和商务客活跃度恢复, 公司日均起降架次仍将维持在这个水平。”

本年累计平均值高于去年同期12个架次。我们认为进入3月淡季, 日均起降架次将较本月略有下滑, 但4月又将进入旺季, 跑道资源瓶颈又将制约公司产量的提升。

图 3: 主要生产指标历史增速回顾


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

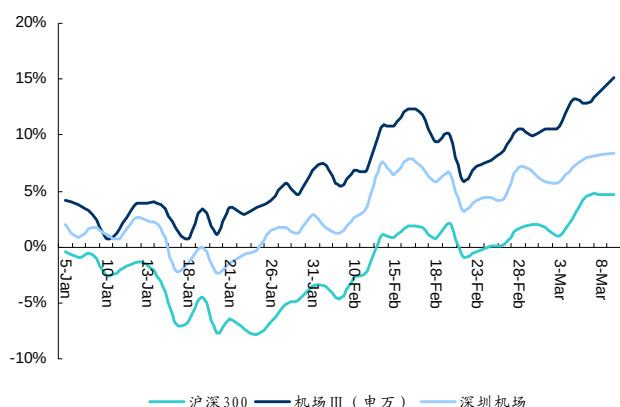
图 4: 深圳机场日均起降架次


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 强防御性, 机场强于大盘; 上海机场涨幅最猛, 其余公司均弱于指数

机场强防御性在大盘震荡时颇受青睐, 自年初为基数, 行业指数大幅跑赢大盘。但行业指数权重约30%的上海机场受益资产注入、收费并轨等预期, 股价大幅上涨, 带动指数上行, 因此指数内其余公司涨幅均弱于指数。

图 5: 沪深 300、机场指数、深圳机场相对期初的表现



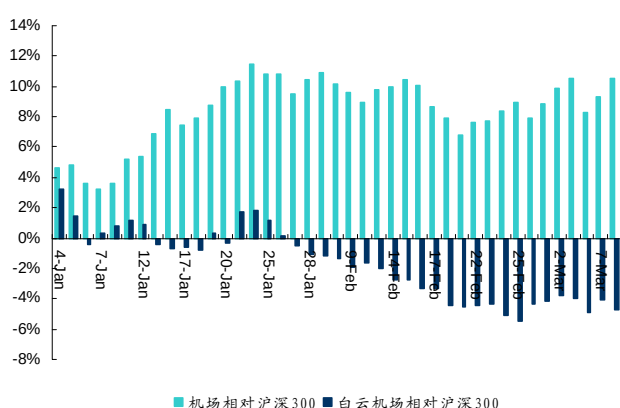
资料来源: wind, 长江证券研究部 (2011 年 1 月 4 日为基数)

图 6: 机场指数、深圳机场相对沪深 300 的表现



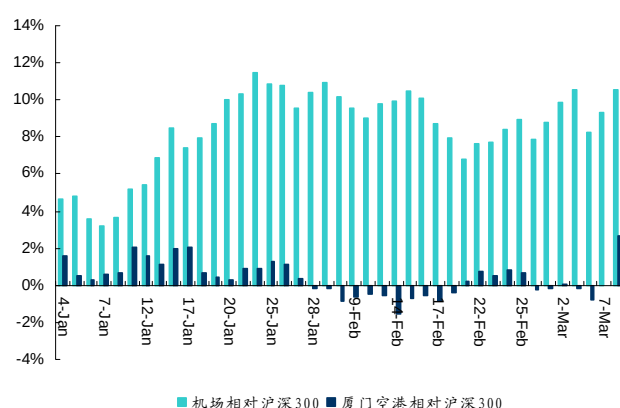
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 7: 机场指数、白云机场相对沪深 300 的表现



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 8: 机场指数、厦门空港相对沪深 300 的表现



资料来源: wind, 长江证券研究部

第四, 近期看点为债务和解协议增厚业绩 6%, 中期看点为二跑道启用释放压抑需求, 维持“谨慎推荐”

根据 1 月 25 日的公司公告, 在《债务和解协议》签订后, 公司将依据会计准则的规定对早前已计提的 5,224 万元预计负债予以冲回并计入 2010 年年度损益。我们预测深圳机场 2010 年利润总额为 82433 万, 加上 5224 万的预计负债冲回, 利润总额将增厚 6.34%。

目前以深圳机场为基地运营的客货运公司有深航、南航、海航、UPS、顺丰速递、翡翠航空、东海航空等, 二跑道计划于 6 月投入使用, 届时, 压抑的需求将获得有效释放。此外, 地面交通方式也将获得改善, 地铁 1 号线将于 6 月贯通深圳机场。

我们对公司 2010-2012 年的业绩预测分别为 0.38 元、0.41 元和 0.23 元, 对应 PE 为 15.8 倍、14.6 倍和 26.1 倍。估值行业最低, 建议短期参与, 但考虑到暑运高峰期召开世界大学生运动带来安保压力, 明年 T3 楼投入运营后转固定资产带来业绩下滑压力, 维持“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	1911	2049	2382	货币资金	1442	1658	1777	2066
营业成本	847	984	1050	1406	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	816	928	999	977	应收账款	264	306	328	381
% 营业收入	49.06%	48.54%	48.76%	41.00%	存货	2	2	3	4
营业税金及附加	68	76	82	95	预付账款	5	5	6	8
% 营业收入	4.09%	4.00%	4.00%	4.00%	其他流动资产	91	85	90	102
销售费用	4	5	5	6	流动资产合计	1803	2056	2203	2561
% 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	74	79	92	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	-26	-29	312	投资性房地产	179	179	179	179
% 营业收入	-1.54%	-1.39%	-1.41%	13.11%	固定资产合计	2518	3396	5064	6221
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	824	888	497	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	43.10%	43.13%	43.31%	20.88%	资产总计	5791	9869	14272	14354
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	53	3420	7122	3431
利润总额	724	824	888	497	应付款项	44	69	73	98
% 营业收入	43.53%	43.13%	43.31%	20.88%	预收账款	41	80	121	168
所得税费用	141	165	178	99	应付职工薪酬	60	39	42	56
净利润	583	659	710	398	应交税费	67	76	82	95
归属于母公司所有者的净利润	575	651	701	393	其他流动负债	230	287	285	295
少数股东损益	8	9	10	5	流动负债合计	496	3971	7725	4144
EPS (元/股)	0.34	0.38	0.41	0.23	长期借款	0	0	0	3300
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	580	867	938	1064	其他非流动负债	102	102	102	102
取得投资收益	23	0	0	0	负债合计	598	4074	7828	7546
收回现金					归属于母公司	5168	5761	6400	6759
长期股权投资					所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	0	0	0	0	股东权益	25	34	44	49
其他	-326	-4000	-4500	-50	负债及股东权益	5193	5795	6444	6808
投资活动现金流净额	-343	13	13	13	基本指标				
债券融资	-646	-3988	-4487	-37		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.34	0.38	0.41	0.23
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	3.1	3.4	3.8	4.0
筹资成本	1647	3367	3702	-391	PE	17.8	15.8	14.6	26.1
其他	-26	-26	-29	312	PEG	1.4	2.1	-0.3	3.7
筹资活动现金流净额	-1690	-4	-4	-659	PB	2.0	1.8	1.6	1.5
现金净流量	-69	3336	3669	-738	EV/EBITDA	12.7	12.2	14.0	13.0
					ROE	11.2%	11.4%	11.0%	5.8%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，资深分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。