

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

高基数和产能瓶颈，同比增幅有限

事件描述

（1）深圳机场今日公布了 3 月生产数据：1）历史高基数和产能瓶颈，同比增长有限；2）日均指标仅货邮吞吐量环比增长，主要为上月春节导致低基数；3）日均起降架次已达高位，跑道投产前难有新突破。

（2）市场表现：机场具有强防御性：1）机场收入模式不同于航空，即使需求增幅放缓也仅影响其一部分收入；2）上市机场均地处一二线重要商务城市，商旅客和国际客占比高，油价上涨对该类旅客需求影响微弱；3）内外航收费并轨不断逼近，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：公司对腹地辐射能力加强，客运方面修建城市候机楼，货运方面设立异地货站。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，地铁 1 号线年中联通机场，港深合作也值得期待。我们对公司 2011-2013 年的业绩预测分别为 0.42 元、0.45 元和 0.31 元，对应 PE 为 14.60 倍、13.65 倍和 20.28 倍。但考虑到二跑道产能释放程度具有不确定性、暑运高峰期召开世界大学生运动带来安保压力，2012 年底 T3 楼投入运营后转固定资产带来 2013 年业绩下滑压力，维持“谨慎推荐”。

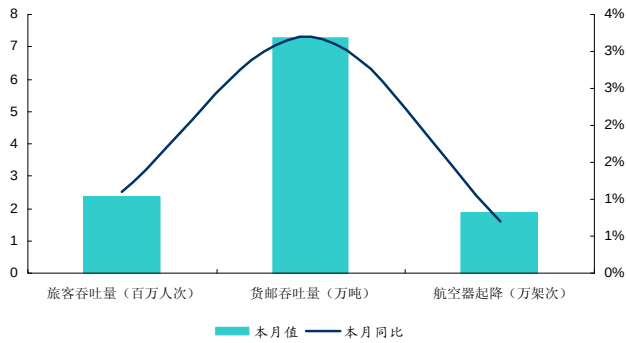
事件评论

第一，历史高基数和产能瓶颈，同比增长有限；日均指标仅货邮吞吐量环比增长。

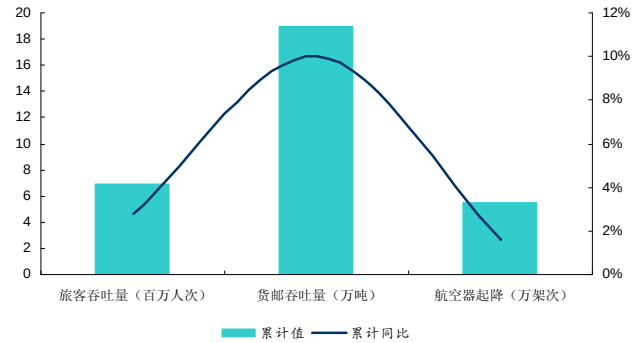
本月，深圳机场实现起降架次 1.88 万个、旅客吞吐量 235.46 万人次、货邮吞吐量 7.26 万吨，同比涨幅分别为 0.7%、1.1%和 3.2%。在去年 3 月如旺季的高基数及今年产能瓶颈的限制下，增长有限。

累计来看，1-3 月，深圳机场实现起降架次 5.5 万个、旅客吞吐量 688.35 万人次、货邮吞吐量 18.94 万吨，同比涨幅分别为 1.6%、2.8%和 10.0%。其中货邮吞吐量增幅最好，主要由于货机夜间飞行，受跑道资源限制较少；但 UPS 未投产的低基数因素不再，未来增速将逐渐放缓。起降架次增幅仅为 2%不到，主要受制于跑道产能。旅客吞吐量受益行业客座率上升，同比增幅高于起降架次增幅 1.2 个百分点。

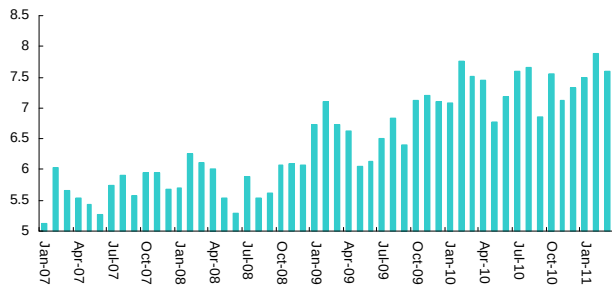
环比来看，日均起降、日均旅客吞吐量环比均下降，日均货邮吞吐量环比上涨，主要由于上月大部分时间为春运期，是客运旺季和货运淡季，基数各不相同。

图 1: 主要生产指标 (本月)


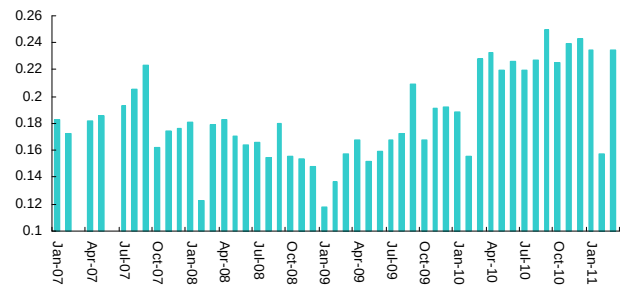
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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

图 3: 日均旅客吞吐量


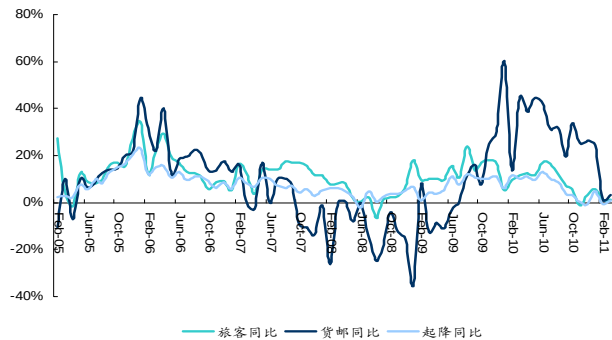
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 日均货邮吞吐量


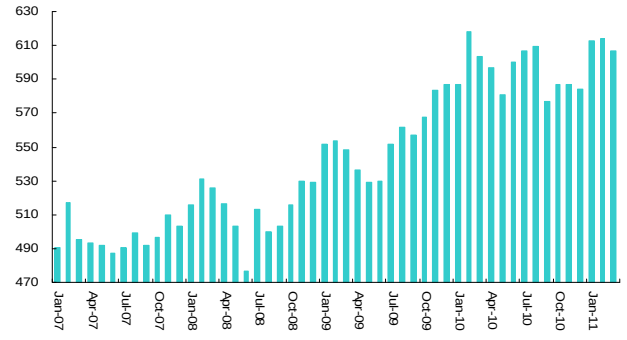
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，日均起降架次已达高位，跑道投产前难有新突破

本月，日均起降架次为 606 架次，环比下降 8 个架次，符合上月判断“日均起降架次将较 2 月略有下滑”，但环比降幅缩窄，低于去年（去年降幅为 15 个）。日均起降同比增加 3 个，增幅有限，我们认为目前产能已达高位，二跑道投产前难有新的突破。

图 5: 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

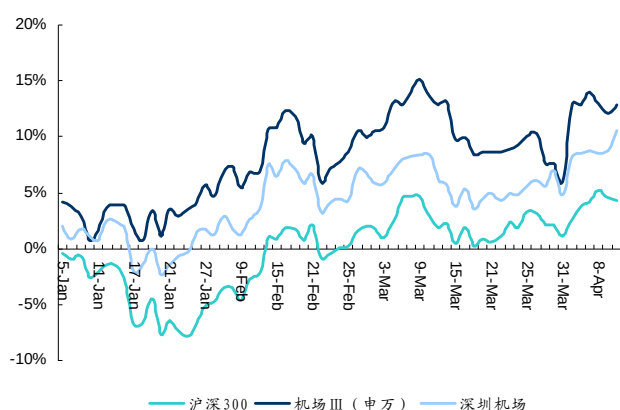
图 6: 深圳机场日均起降架次


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，公司股价向行业指数靠拢

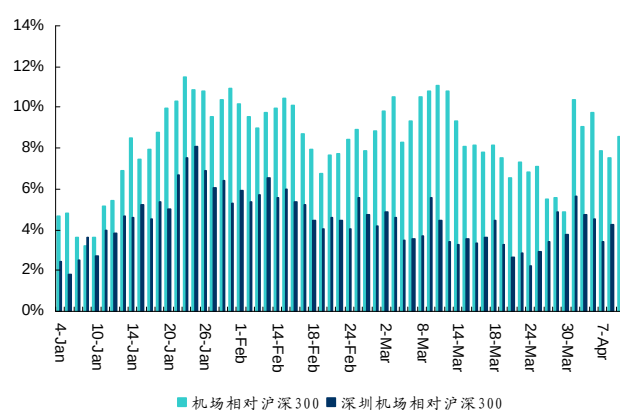
机场具有强防御性：1）机场收入模式不同于航空，即使需求增幅放缓也仅影响其一部分收入；2）上市机场均地处一二线重要商务城市，商旅客和国际客占比高，油价上涨对该类旅客需求影响微弱；3）内外航收费并轨不断逼近。因此，在大盘震荡时颇受青睐，自年初为基数，行业指数大幅跑赢大盘。但行业指数权重约 30% 的上海机场受益资产注入、收费并轨等预期，股价大幅上涨，带动指数上行，因此指数内其余公司涨幅均弱于指数。

图 7：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 8：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

第四，中期看点为二跑道启用释放压抑需求，维持“谨慎推荐”

经过几年的累积，公司对周边地区的辐射能力加强。客运方面，公司新建香港上环等城市候机楼 3 座后，总数达 23 座，城际快线 19 条；城市候机楼累计使用人数达 243 万人次，同比增长 41%，累计异地值机 39 万人次，同比增长 77%；网络辐射能力进一步增强。货运方面，去年初，公司在东莞设立首个异地货站，随后在东莞长安等地相继设立异地货站，目前总数已达 6 个，区域货运服务网络雏形基本形成。

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，地铁 1 号线年中联通机场，港深合作也值得期待。我们对公司 2011-2013 年的业绩预测分别为 0.42 元、0.45 元和 0.31 元，对应 PE 为 14.60 倍、13.65 倍和 20.28 倍。但考虑到二跑道产能释放程度具有不确定性、暑运高峰期召开世界大学生运动带来安保压力，2012 年底 T3 楼投入运营后转固定资产带来 2013 年业绩下滑压力，维持“谨慎推荐”。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1899	2110	2422	2791	货币资金	852	211	450	1578
营业成本	996	1097	1259	1927	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	903	1013	1163	864	应收账款	255	284	326	375
% 营业收入	47.6%	48.0%	48.0%	31.0%	存货	2	2	3	4
营业税金及附加	78	86	99	114	预付账款	1	2	2	3
% 营业收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	其他流动资产	6	6	7	9
销售费用	3	4	4	5	流动资产合计	1142	533	820	2005
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	69	77	88	102	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	731	788	852	926
财务费用	-26	0	57	52	投资性房地产	174	174	174	174
% 营业收入	-1.3%	0.0%	2.3%	1.9%	固定资产合计	4082	7500	10891	10488
资产减值损失	-3	0	0	0	无形资产	289	359	353	338
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	50	57	65	74	递延所得税资产	112	0	0	0
营业利润	830	904	980	666	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	43.7%	42.8%	40.5%	23.9%	资产总计	6536	9359	13096	13936
营业外收支	65	7	7	7	短期贷款	0	87	0	0
利润总额	896	910	986	672	应付款项	50	55	63	98
% 营业收入	47.2%	43.1%	40.7%	24.1%	预收账款	42	46	53	61
所得税费用	172	184	210	150	应付职工薪酬	117	129	148	231
净利润	723	726	777	523	应交税费	95	102	116	99
归属于母公司所有者 的净利润	714.2	716.7	766.8	515.9	其他流动负债	370	408	469	718
少数股东损益	9	9	10	7	流动负债合计	673	827	848	1208
EPS（元/股）	0.42	0.42	0.45	0.31	长期借款	0	0	3000	3000
现金流量表（百万元）					应付债券	0	2000	2000	2000
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	912	1030	1068	1288	其他非流动负债	8	8	8	8
取得投资收益	89	0	0	0	负债合计	681	2835	5856	6216
收回现金					归属于母公司	5830	6490	7195	7670
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	-100	-20	-10	少数股东权益	24	34	44	51
固定资产投资	-1475	-3601	-3604	-58	股东权益	5855	6524	7239	7721
其他	982	0	0	0	负债及股东权益	6536	9359	13096	13936
投资活动现金流净额	-493	-3701	-3624	-68	基本指标				
债券融资	0	2000	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.423	0.424	0.454	0.305
银行贷款增加（减少）	-53	87	2913	0	BVPS	3.45	3.84	4.26	4.54
筹资成本	60	-57	-118	-93	PE	14.65	14.60	13.65	20.28
其他	-121	0	0	0	PEG	-1.43	-1.42	-1.33	-1.97
筹资活动现金流净额	-114	2030	2795	-93	PB	1.79	1.61	1.45	1.36
现金净流量	306	-641	239	1128	EV/EBITDA	9.66	11.04	11.77	11.53
					ROE	12.2%	11.0%	10.7%	6.7%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。