

枢纽建设大有可为

研究结论

- 2008 年回顾：1、2008 年民航总周量增长 2.2%，旅客周转量同比增长 2.6%，货邮周转量同比增长 1.1%，同比增速大幅下滑，去年同期分别增长 17.9%、17.1%、13%，增速呈现前高后低走势，特别是国际航线旅客运输量同比下降 10.8%，去年同期为增长 19%。2、民航收费改革降低了外国航空公司航空性收费水平，提升了国内航空公司国际及地区航班的收费水平。同时旅客服务费按实际旅客数计算，弱化了航空性收费的刚性特征（原来按 65%）计算。
- 外部冲击下反应最为剧烈的交通运输方式。民航客运量在经济复苏及平稳发展时期的增长速度高于公路、铁路、水运，但其在外部受冲击时，其增长速度的下滑也远高于后者。纵观 97 亚洲金融风暴、2002 年“9.11”恐怖事件及 2003 年非典疫情，民航客运量均直线下降，但随后也迅速反弹，增长一直领先于其他运输方式。2008 年世界经济衰退蔓延，又使得民航客运量出现了一个硬着陆，同比仅增长 3.3%。基于历史经验及对 2009 年经济形势的判断，我们认为民航客运将能实现快速反弹。
- 枢纽建设大有可为。作为航空业发展的趋势，枢纽对枢纽这一增长模式将是国际航空运输中增长速度最快的模式，与点对点（point to point）模式相比较，枢纽对枢纽（hub to hub）有无可比拟的优势，特别是远程运输上。上海机场、首都机场、白云机场的国际业务一直在快速增长，我们相信这一趋势不会停止，枢纽建设是中国经济与世界经济联系紧密的必然结果，不但能带来业务量快速增长，且国际旅客较高的消费能力将促进非航业务的发展。我们判断接下来几年，枢纽机场国际业务将保持较高的增速。
- 非航业务基于航空主业又超越航空主业发展。非航业务的经营是机场管理能力的重要体现，国内机场非航业务与国际先进机场相比，非航业务占比偏低。相较于香港机场 56%，巴黎机场集团 60%、亚特兰大机场集团 68% 的非航业务占比，国内机场均低于 50%。目前国内机场也在尝试将非航业务进行外包（特许经营），提升非航业务的盈利能力。鉴于各大机场对这一领域的重视及积极尝试，我们相信非航业务将会有较快发展。
- 我们看好 2009 年机场行业，原因如下：1、机场收费相对刚性且在经济复苏与平稳时期，民航运输增长速度高于其他运输方式。2、国际航空运输中枢纽对枢纽模式占主导将给三大机场带来快速发展机遇。3、国内机场对非航业务的开拓及对不同经营模式的积极尝试。我们给予上海机场买入评级，目标价 20 元，给予白云机场买入评级，目标价 11.7 元，给予深圳机场增持评级，目标价 6.9 元。（详见我们公司报告）



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输业分析师

8621-63325888 × 6066

Zhangqi1f@orientsec.com.cn

邓宏光

研究主管

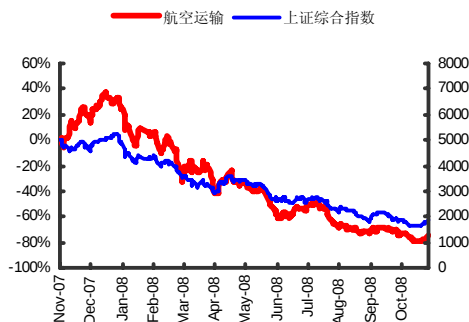
行业评级 **看好 中性 看淡（首次）**

国家/地区 中国/A 股

行业 机场

报告日期 2009 年 2 月 10 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.88	-65.18	-74.17
相对表现 (%)	-7.1	-56.629	-12.40

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
上海机场	0.88	0.42	0.49	13.8	买入
白云机场	0.31	0.43	0.53	9.0	买入
深圳机场	0.33	0.18	0.34	6.1	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

一、外部冲击下反映应最为剧烈的运输方式

2008 年整个航空业旅客运量仅增长 1.6%，货邮运输量下降 4%，并且月度数据呈现一路下滑态势，12 月份国际旅客运输量下降 4.6%，货邮运输量同比下降 22.6%。亚太地区下降最为剧烈，国际货运量 12 月份下降 9.7%，同时运力削减也最为猛烈，下降 5.6%，但这仍然落后于需求的下滑，至使载运率下降至 72.6%。亚太地区 12 月出口数据也大幅下跌，新加坡下滑 20%，日本下滑 35%，同时韩国 GDP 下降了 5.5%。尽管中国经济依然增长，但增速大大放缓。因此航空交通量出现硬着陆。欧洲全年整个国际旅客流量下降了 2.7%，同时动力削减了 1.5%，载运率平均为 73.8%，同时北美需求也一路下滑，12 月份需求同比下滑了 4.3%，远超出运力削减幅度 0.7%。由于北美航空公司早先就开始削减了国内 10% 的动力，所以这一地区的载运率高达 78.1%。

表 1：2008 年国际航空运输情况

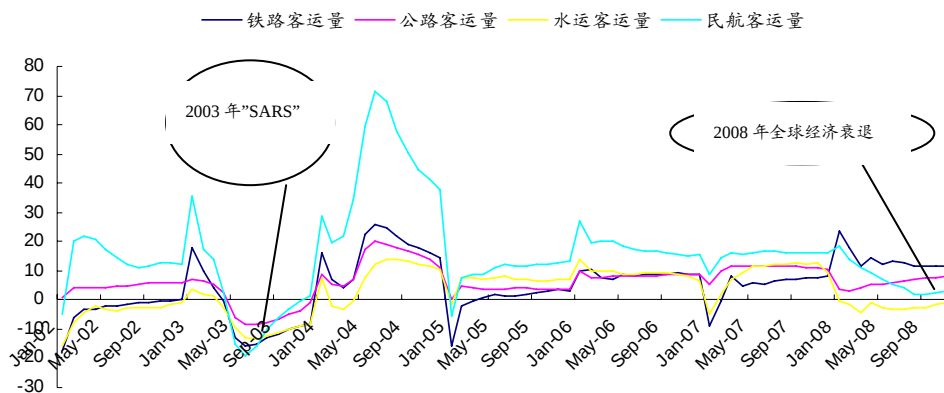
YTD 2008 vs. YTD 2007	RPK Growth	ASK Growth	PLF	FTK Growth	ATK Growth
Africa	-4.00%	-4.20%	70.2	-2.50%	-7.40%
Asia/Pacific	-1.50%	1.20%	73.9	-6.60%	-2.50%
Europe	1.80%	3.80%	76.6	-2.80%	2.90%
Latin America	10.20%	9.20%	74	-13.50%	5.70%
Middle East	7.00%	8.60%	74.9	6.30%	8.50%
North America	2.90%	4.30%	79.8	-1.90%	3.40%
Industry	1.60%	3.50%	75.9	-4.00%	1.50%

资料来源：IATA

国际航协指出 2008 年全球航空运输业亏损将达到 50 亿，2009 年亏损也将超过 25 亿。中国航空运输业身处这样一个大背景下，其表现也难有亮点呈现。

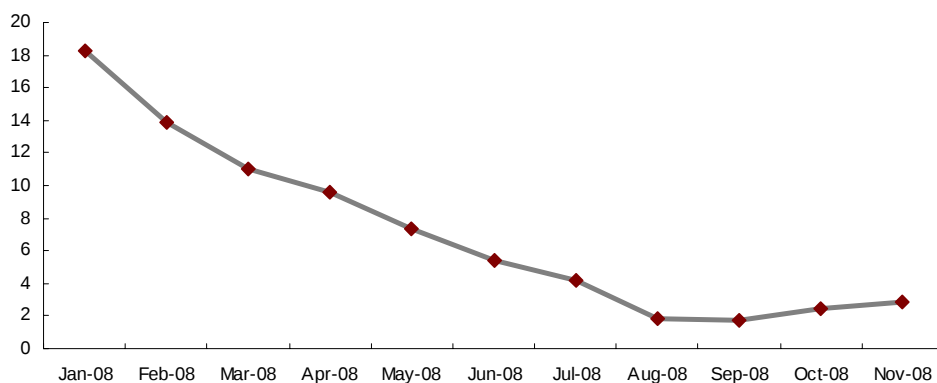
在中国，航空运输作为高端运输方式，在经济平稳增长的过程中，其增长速度要高于其他运输方式的增长速度，但其在经济硬着陆或全局性事件冲击下，增长速度的下滑也是较其他运输类型更为剧烈。2008 年飞机的起降与机场旅客吞吐量的增速都出现了明显的下降。

我们将 97 年的金融风暴，与 2002 年“9·11”事件及 2003 年的“SARS”疫情这两个时点段与目前全球性的经济衰退相比较，民航的旅客运输量增速在这些事件冲击下下滑最为迅速，同时其后的反弹也更高。

图 1：2008 年航空客运量的变化


资料来源：CAAC

今年以来，一季度的民航客运量依旧保持了去年高增长的势头，随后受奥运会的影响及美国次贷危机引发的全球性经济衰退的影响，民航客运量迅速下降，尤其是国际航线，需求深幅回落。在我们所关注的机场中，由于各自的定位各不相同，其业务量变化轨迹也相差较大。

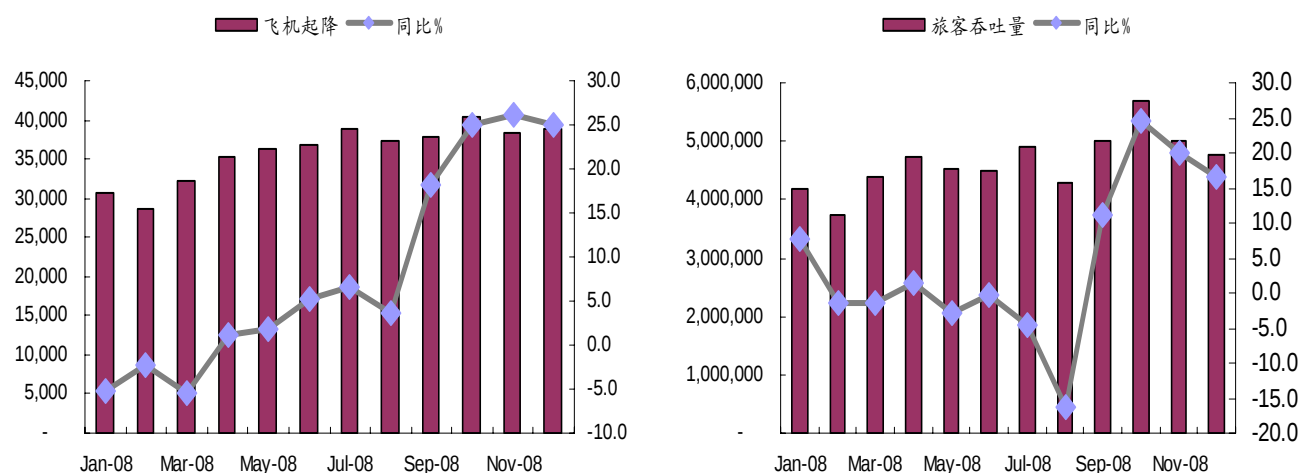
图 2：2008 年航空客运量的变化


资料来源：CAAC

尽管航空运输业今年惨淡经营，但作为机场，由于其地理分布与腹地经济上的差异，导致其在航空运输业寒流袭击时有各自不同的具体表现。

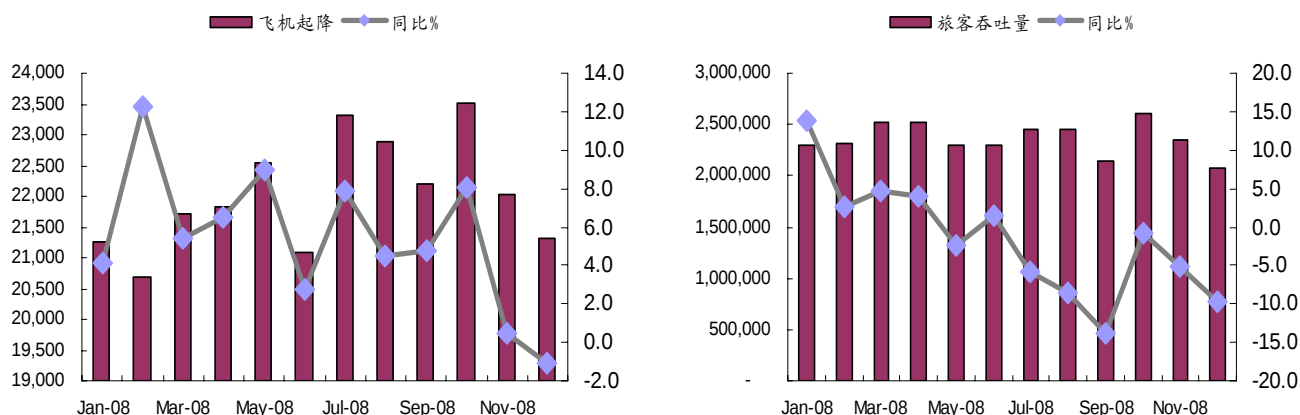
由于今年北京举办奥运会，中国民用航空局在 2007 年 8 月 15 日至 10 月 27 日期间及 2007 年 10 月底至 2008 年 3 月底期间，分批调减了往来北京机场的国内航班。同时全球经济的衰退导致的对航空需求的减弱，使首都机场的飞机起降架次出了前低后高的走势。

图 3：首都机场 2008 年业务量



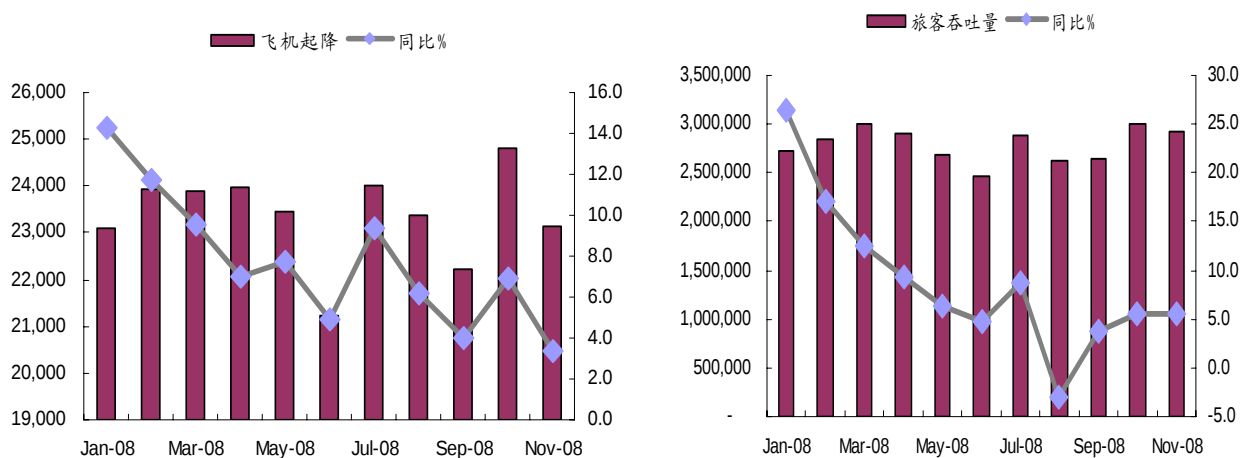
资料来源：公司数据

上海机场的国际业务占比最高，2008 年飞机起降与旅客吞吐量的同比增速下降主要是由于国际业务部分出现了非常严重的负增长。国内航空需求的增长毕竟有其内生增长的需要，起降同比增长 15.7%；而国际业务则受全球经济的变化波动相当敏感，今年以来一路下滑。

图 4：上海机场 2008 年业务量


资料来源：公司数据

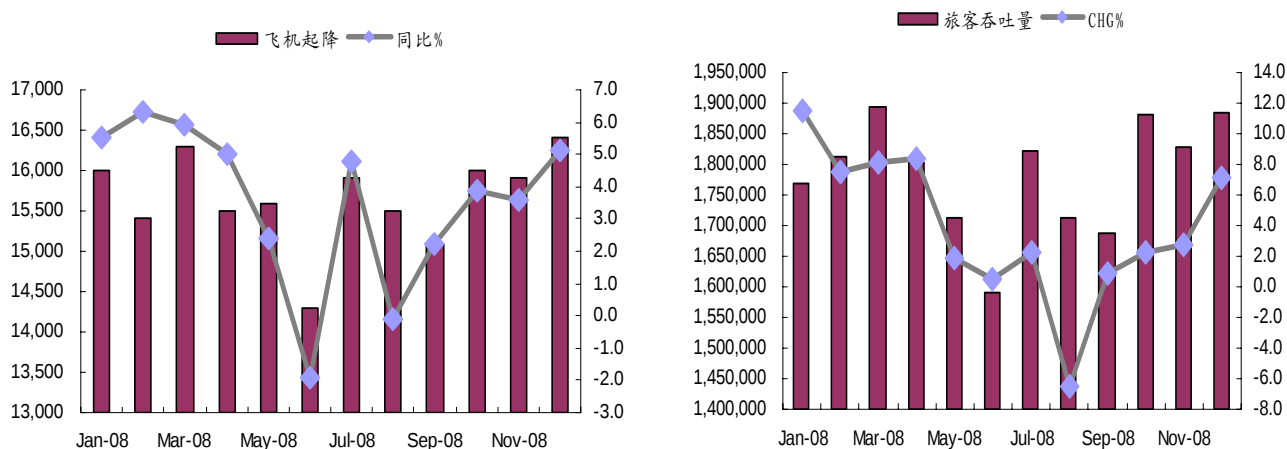
白云机场到 11 月份为止，飞机的起降是我们关注的机场当中增长最快的，其总体上也呈现了前高后低的走势。但白云机场的国际业务一直以来都呈高增长态势，前 11 月份外航起降同比增长也达到了 12%，这和白云机场国际业务比重低，积极开拓国际航线有关。

图 5：白云机场 2008 年业务量


资料来源：公司数据

深圳机场国际业务占比小，所受的影响相对较小，且深圳机场的产能利用率已接近饱和，使得其业务量相对较为平稳。

图 6：深圳机场 2008 年业务量



资料来源：公司数据

二、枢纽机场建设大有可为

我国民航运输基于机场空间布局的中枢轮辐式与城市对相结合的航线网络逐步形成。北京、上海、广州三大枢纽机场的中心地位日益突出，昆明、成都、西安、乌鲁木齐、沈阳、武汉、重庆、大连、哈尔滨、杭州、深圳等省会或重要城市机场的骨干作用进一步增强。枢纽的建设目前来看，主要取决于民航总局，存在的问题是区域内各机场间缺乏合理定位和明确分工，机场对干、支航空运输协调发展的合理引导作用薄弱，参与全球竞争的国际枢纽尚未形成，难以有效配置资源和充分发挥民用航空资源整体优势和作用。

首都机场、上海浦东机场、白云机场作为国家重点培育的国际枢纽机场有着广阔的成长空间，相对来讲我们更看好首都机场与上海浦东机场作为国际枢纽的发展，白云机场由于受到香港国际机场的竞争，枢纽作用相对削弱。由于中国幅源辽阔，这几个机场在国内旅客的中转上也将面临较大的业务增长，我们认为尽管机场目前在全球经济衰退的大环境下，增长速度出现较大下滑，但中国经济发展的内在需要与民航运输在我国运输市场中所占的较低比重，使得民航运输有着内在发展的动力，更使得属于枢纽地位的机场有着极大的机遇，经济的发展与支线航空的发展，将使其作为国际、国内中转地位的作用更加突显。

图 7：世界前列的枢纽机场业务情况

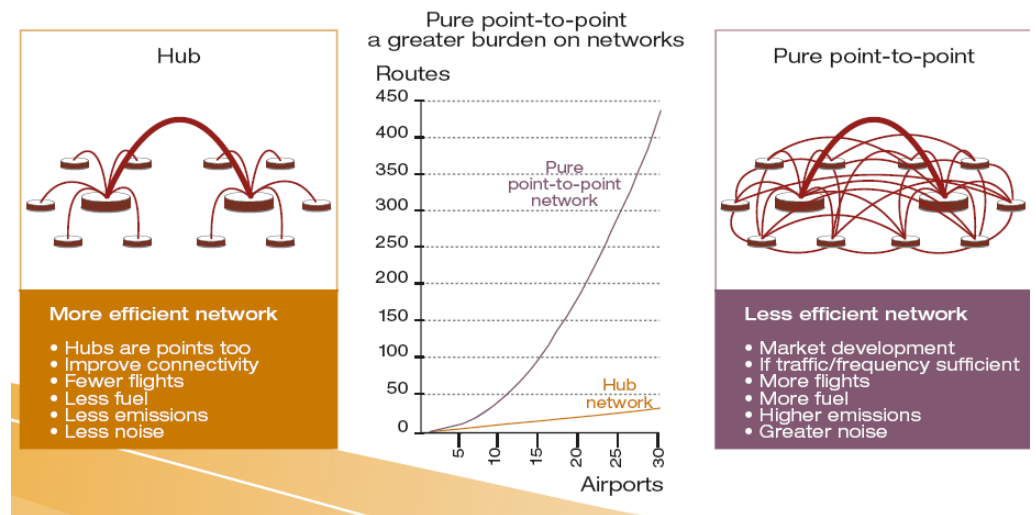
Heathrow is full and vulnerable to foreign competition						
	Current passenger numbers (mppa)	Runways*	Destinations served	Current flights per year	2010 flight capacity	% Full (Current flights as a proportion of 2010 capacity)
Heathrow	67.5	2	180	477,000	480,000	99%
Frankfurt	52.8	3	265	490,000	660,000	74.2%
Paris CDG	56.8	4	223	541,000	710,000	76.2%
Amsterdam	46.1	5	260	440,000	600,000	73.3%

资料来源：东方证券研究所整理

枢纽的增长来自于：1、本身这些城市是政治经济文化中心，多为商务、旅游的目的地。2、作为国际长途运输与国内长途运输的中转地的需要。从国际上来看，未来枢纽机场间的客运量的增长是最快的，其次是枢纽机场与重要城市的干线机场之间，再接下来则是二线城市间。

图 8：枢纽辐射相对于点对点的优势

Stronger hubs and network development

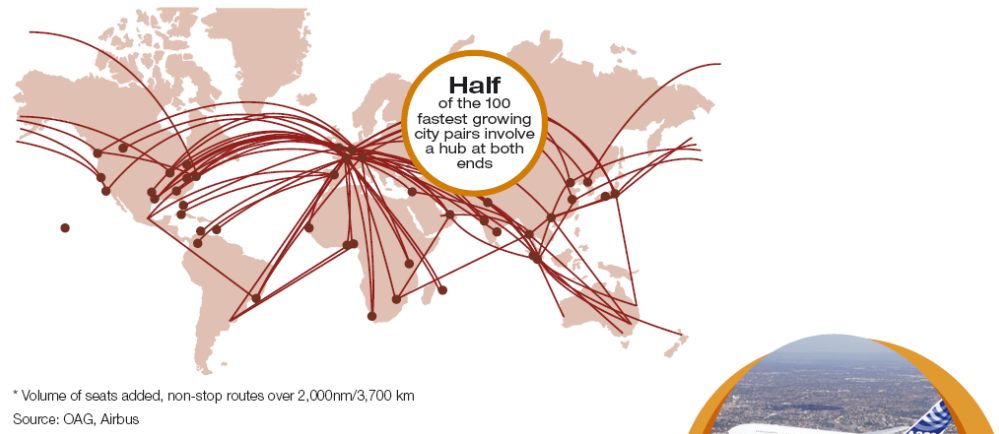


资料来源：东方证券研究所整理

图 9：枢纽间的业务的增长是目前及今后一段时间最快的

Strong growth between global hub cities

100 fastest* growing city pairs (1997-2007)

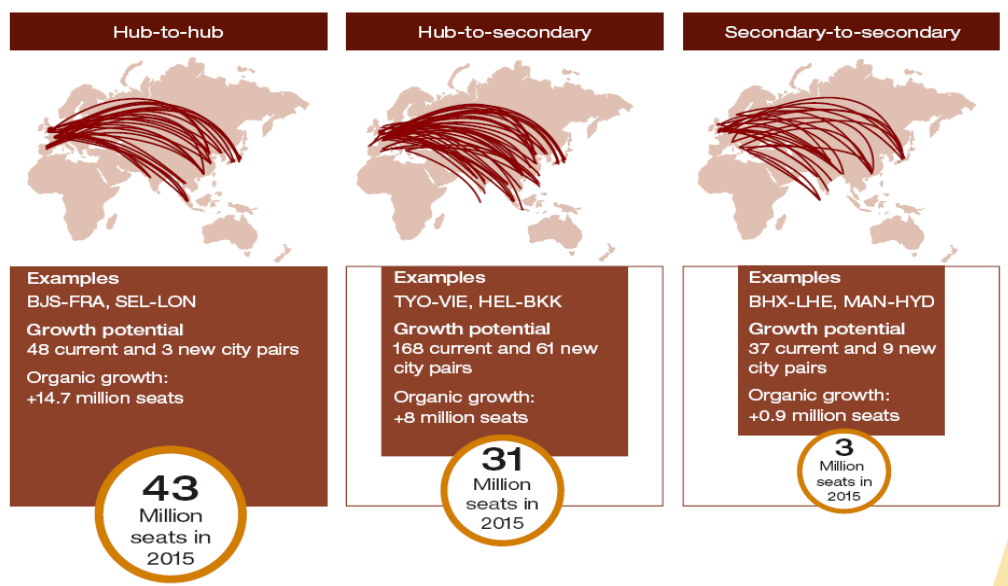


资料来源：东方证券研究所整理

作为增长最快的经济体之一，中国与世界各国间航空运输的需求非常大，而连接世界各地的路线主要通过北京、上海这些枢纽。因此我们认为上海机场、首都机场与白云机场作为连接世界的枢纽机场，将在此发展过程中受益巨大。我们绝不能低估了这些枢纽面临的发展机遇。

图 10：国际远程运输将主要通过枢纽对枢纽方式：欧洲——亚洲

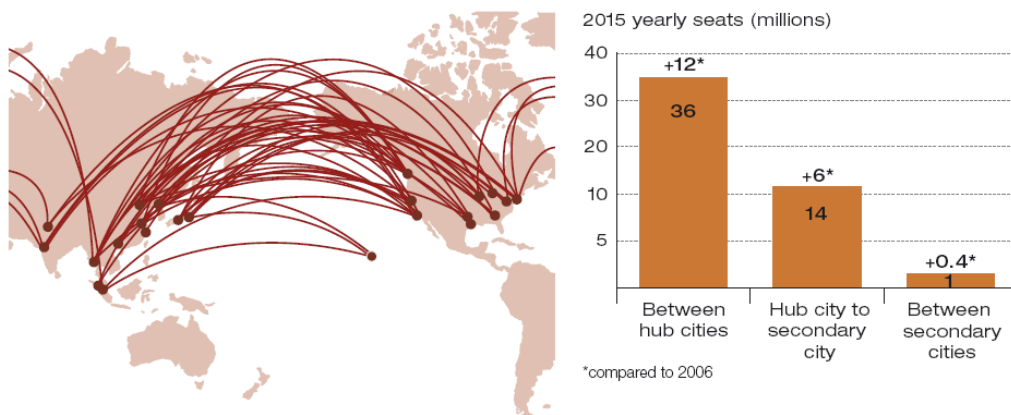
In 2015 60% of Europe to Asia traffic will be hub-to-hub



资料来源：东方证券研究所整理

图 11：国际远程运输将主要通过枢纽对枢纽方式：北美——亚洲

Major traffic flows between North America and Asia dominated by hubs

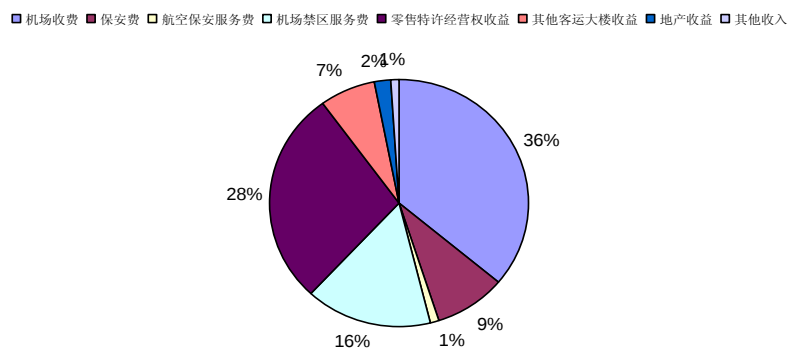


资料来源：东方证券研究所整理

三、非航业务基于航空主业，又超越主业发展

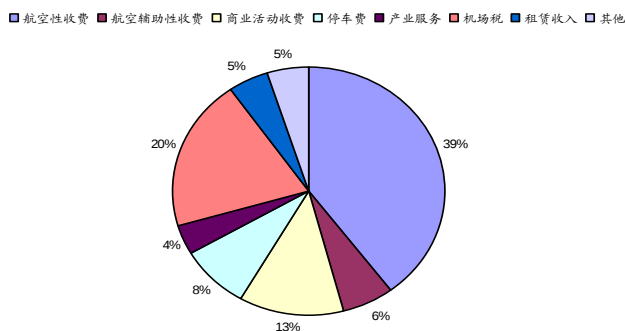
非航业务的发展基于航空主业，非航业务的定义并不统一，一般将商业租赁、地面运输服务、代理、广告、商品销售、加工修配等业务归为非航业务类。作为一种基础设施，航空业务方面最终的收益不可能有超额回报，关键是看非航业务的发展。非航业务作为服务业，其内容可以不断进行延伸，相对来讲，国外机在这方面提供的服务内容就要丰富许多。

图 12：香港机场航空业务与各项非航业务收入占比



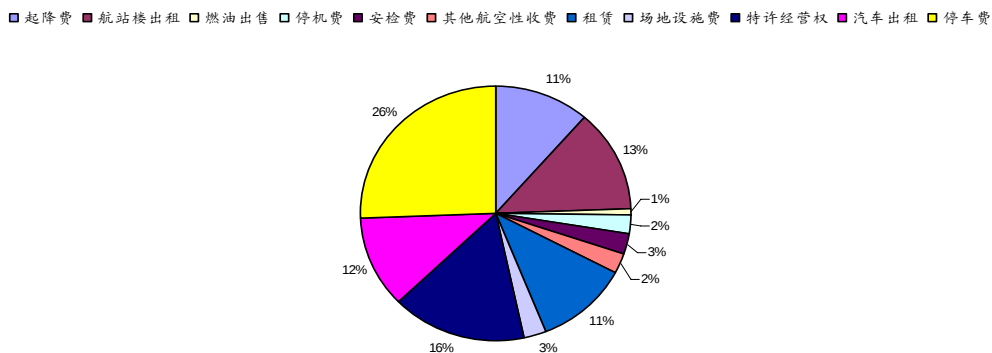
资料来源：东方证券研究所整理

图 13：巴黎机场集团航空业务与各项非航业务收入占比



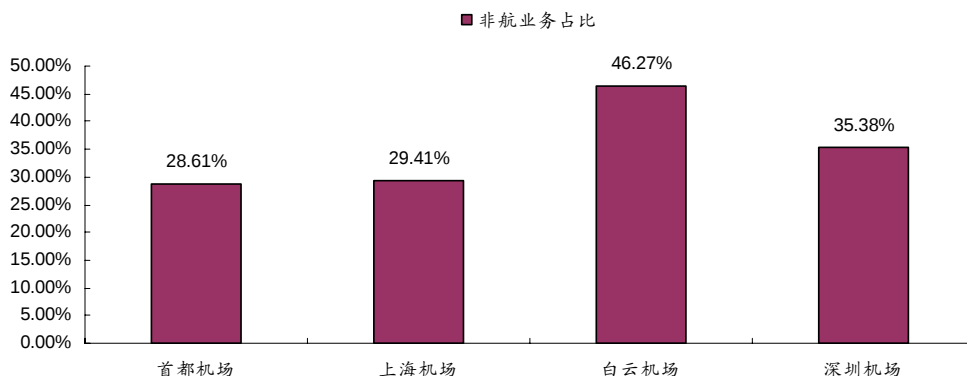
资料来源：东方证券研究所整理

图 14：亚特兰大机场集团航空业务与各项非航业务收入占比



资料来源：东方证券研究所整理

按照香港国际机场非航业务的定义，香港国际机场非航业务占比为 56%。巴黎机场集团的非航收入占比为 60.29%，亚特兰大机场集团的非航收入的 68%。而国内机场的非航业务的占比目前差别较大，且普遍低于国际先进机场。

图 15：国内机非航业务收入占比


资料来源：东方证券研究所整理

非航业务如果有大的发展，从国外经验看，特许经营是一种成熟的做法。从我们对上市公司的调研来看，目前的特许经营并无相关立法是阻碍其发展的原因之一，但是民航总局鼓励搞特许经营，因此这是一个大的方向。相对来讲，专业化的公司能更好地提供某一项专业服务，降低成本，提高盈利能力，机场当局则专注于机场整体的运营。目前国内特许经营走在比较前面的是首都机场，其特许经营收入占到了非航收入的 70%。白云机场的特许经营刚刚起步，而深圳机场则在特许经营上有一些新的尝试，改变广告自营方式，将 40 项户外广告媒体经营权出售给北京雅士维广告有限公司，同时在 2008 年 4 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期间，北京雅士维广告有限公司向深圳市机场广告有限公司支付总额 235400775 元。将 198 项户内广告媒体经营权出售给了北京天骏广告有限公司，后者将在 2008 年 7 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日期间，向前者支付总额为人民币 495124864 元。尽管北京天骏公司在 2009 年 1 月份终止了与深圳机场之间的协议，但专业外包这一方式的发展方向不会变。

四、收费相对刚性，增长可期

机场的收费标准相对刚性，这种相对刚性主要体现在航空性业务收费项目的收费标准基准价一般不作上浮，下浮幅度由机场管理机构根据其提供设施和服务水平的差异程度与用户协商确定。其二在于在新的收费方案下，旅客服务费与安全检查费将按实际的人数与货物吨数收取，而原方案是在统一按 65% 的客座率收取旅客服务费，按飞机最大业载收取安全检查费。

根据我们的测算，在新的收费政策下，内地航空公司的内地航班收费水平相对稳定，而外国及港澳航空公司的航班收费水平，有所下降，而内地航空公司的国际及港澳航班收费水平则有较大提升。原因在于，原方案下内地航空公司的国际及地区航班按国内航空公司内地航班标准收取，新方案下则按外国航空公司的 60% 收取。

表 2：新旧方案下内地航空公司不同机型收费比较

原方案下	B737-300	B767-200	B747-400B	A320	新方案	B737-300	B767-200	B747-400B	A320
起降费	1322	4711	13317	1724	起降费	1298	3600	10952	1694
旅客服务费	3328	5564	10504	4108	旅客服务费	3162	5311	10027	3975
安检费	420	930	1830	510	安检费	470	1115	2106	584
					客桥费	200	400	400	200
合计	5070	11205	25651	6342	合计	5530	12226	23485	6453

资料来源：东方证券研究所整理

表 3：新旧方案下外国航空公司不同机型收费比较

原方案下	B737-300	B767-200	B747-400B	A320	新方案	B737-300	B767-200	B747-400B	A320
起降费	639	1568	4240	801	起降费	2560	6664	19016	3280
地面服务费	845	2184	5404	1001	旅客服务费	6540	10935	20644	8073
旅客行李安检	80	100	100	80	安检费	1601	2678	5056	1977
货物邮件安检	120	150	150	120	客桥费	200	400	400	200
合计	1684	4002	9894	2002					
折算成人民币	11451	27213	67279	13613	合计	10901	20677	45116	13530

资料来源：东方证券研究所整理

外航机型越大，下降越明显，B737 收费下降 4.8%，B767 收费下降 24%，B747 收费下降了 30%。但是原来的一些地面服务费的内容新方案下又不属于航空性收费，所以综合考虑航空性收费与非航空性收费的整体水平，下降幅度应该没有这么剧烈。

表 4：新旧方案下国内航空公司国际航班不同机型收费比较

	原方案	新方案	同比
B737-300	5070	6541	29%
B767-200	11205	12406	13%
B747-400B	25651	27069	6%
A320	6342	8118	28%

资料来源：东方证券研究所整理

新的方案下，内地航空公司的国际及港澳航班收费水平有较大的提升，机场收费改革目前之一，是要在五年内分两次将内地航空公司国际及港澳航班收费标准与外国及港澳航空公司航班收费标准并轨。

目前航空公司经营之困难，使得国家政策向航空公司倾斜，机场收费也有下调的可能性，但我们认为这种下调的幅度应该是相当有限的，且航空业的增长在受冲击之后的反弹时期及经济平稳发展时期，相对其他运输方式的增长更高，因此我们看好 2009 年的机场业。

附录：

图 5：原方案下内地航空公司内地航班航空性业务收费项目

机场类型	起降费(元/吨)				停场费	旅客服务费 按飞机座位数的 65%	安全检查费
	25 吨以下	26-100 吨	101-200 吨	201 吨以上			
一类	17.2	22.4	30.2	34.5	2 小时以内免收，每 24 小时按起降费的 15%计收，超过 2 小时不足 24 小时按 24 小时计收	40 元/人	按飞机最大业务载重每吨 30 元收取
二类 1 级	16.9	22.0	29.7	33.8		45 元/人	
二类 2 级	16.6	21.6	29.2	33.3		50 元/人	
三类	15.4	20.0	27.0	30.8			

资料来源：东方证券研究所整理

表 6：新方案下内地航空公司内地航班航空性业务收费项目

机场类型	起降费（元/吨）					停场费	客桥费	旅客服务费	安检费	
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上				旅客行李	货物邮件
一类 1 级	240	650	1100+22*(T-50)	2200+25*(T-100)	5000+32*(T-200)	2 小时以内免收，每 24 小时按起降费的 15%计收，超过 2 小时不足 24 小时按 24 小时计收	单桥：1 小时以内 100 元；超过 1 小时每半小时 50 元。不足半小时按半小时计收。多桥：按单桥标准的倍数计收。	34 元/人	5 元/人	35 元/吨
一类 2 级	250	700	1100+23*(T-50)	2250+25*(T-100)	5050+32*(T-200)			40 元/人	6 元/人	40 元/吨
二类	250	700	1150+24*(T-50)	2350+26*(T-100)	5100+33*(T-200)			42 元/人	7 元/人	41 元/吨
三类	270	800	1300+24*(T-50)	2500+26*(T-100)	5150+33*(T-200)			42 元/人	7 元/人	42 元/吨

资料来源：东方证券研究所整理

表 7：原方案下国际及港澳航班航空性业务收费项目及标准

	起降费（美元/吨）	停场费	夜航附加费	高峰时刻附加费	灯光费	地面服务费（美元/吨）	客桥	旅客行李安检	货物邮件检查
50 吨以下	558	2 小时以内				T ≤ 30	390	普通飞机 80	
51-100 吨	558+9*（T-50）	免收，每 24				30 < T ≤ 45	585	普通飞机 80	
101-200 吨	1008+10*（T-100）	小时按起降费的 15%计收，超过 2	当地时间 23: 00-06: 00，按起降费 25%	9: 00-17: 00，每次降落收取 100 美元	起降费 的 10%	45 < T ≤ 65	845	美元/小时，宽体飞机 100 美元/架次	普通飞机 120 美元/架次，宽体飞机 150 美元/架次
200 吨以上	2008+12*（T-200）	小时不足 24 小时按 24 小时计收				T > 65	13，宽体 14	美元/小时	

资料来源：东方证券研究所整理

表 8：新方案下国际及港澳航班航空性业务收费项目及标准

	起降费					旅客服务费	安检费	
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上		旅客行李	货物邮件
一类 1 级						70 元/人		
一类 2 级								
二类	2000	2200	2200+40*（T-50）	4200+44*（T-100）	8600+56*（T-200）		12 元/人	70 元/吨
三类								
	停场费			客桥费				
	2 小时以内免收，每 24 小时按起降费的 15%计收，超过 2 小时不足 24 小时按 24 小时计收			单桥：1 小时以内 200 元；超过 1 小时每半小时 100 元。不足半小时按半小时计收。多桥：按单桥标准的倍数计收。				

资料来源：东方证券研究所整理

前景最为看好的枢纽机场

- 国际业务占比减少与平均机型的减小，使得收入结构变差。2008 年上海机场实现飞机起降架次 264386 次，同比增长 5.3%。其中国内航线飞机同比增长 15.7%，呈现前低后高的走势，国际航线月度增速一路下滑，累计同比下降 3.2%。旅客吞吐量为 2834 万人次，同比下降 2%，国内旅客同比增长 5%，国际旅客下降 10.31%。实现货邮吞吐量 263.5 万吨，同比增长 3%，国内货邮吞吐量下降 7%，国际货邮吞吐量同比增长 3.3%。
- 折旧的大幅增长与 2008 年机场收费改革使得 2008 年业绩大幅度下滑。2008 年折旧同比大增 146%。2008 年 3 月，2 号航站楼与第三条跑道投入运行，使得折旧大幅增长，我们预计 2008 年固定资折旧 7.6 亿，同比 2007 年的 3.08 亿，大增 146%。同时 2008 年 3 月启动了新的机场收费方案，机场对外航的收入同比下降，B767、B747 等宽体机收费下降 20%以上，B737、A320 窄体机下降 5%，上海机场收费水平总体下降 10%。
- 航空枢纽建设将使上海机场有着极为广阔的前景。根据我们对世界枢纽机场发展历史的研究，上海机场在中转枢纽的建设上将面临一个高速发展的时期。“hub to hub”这一模式的发展，是接下来世界航空运输发展的主流之一，因此上海机场的国际业务会有持续一段时间的高增长。上海机场作为枢纽的发展是中国经济发展的一个必然结果，也是当下的一个迫切要求，目前国际业务的高速发展受金融海啸冲击而出现一个硬着陆，我们相信随着经济的复苏，其 2010 年的国际业务也将恢复 10%以上的增长。
- 非航业务将高速发展。上海机场的收入结构中，非航业务仅占 30%，而国际先进机场，如香港机场非航业务占比 54%，巴黎机场集团为 61%，亚特兰大机场为 68%。非航业务的发展是机场管理水平的体现。国内几大机场在非航收入管理上都在做积极的尝试。对于上海机场来讲，占地达 48.55 万平方米的 2 号航站楼的投入，也使其商业操作空间大大增加，上海机场非航业务的发展面临着内涵与外延式发展的双重机遇。我们预测 2009 上海机场的非航业务收入同比增长 20%以上。
- 根据我们的假设（详见我们推出的深度报告），我们谨慎预测 2009 年、2010 年的业绩为 0.49 元、0.61 元。由于上海机场 2008 年 T2 航站楼与新跑道投入运营，其流量达到盈利平衡需要经过一段时间，导致其业绩下滑，简单市盈率法就显然失去了合理性。因此最好的方法将原来的业务与新航站楼进行分开估值，我们认为上海机场的合理价值为 20 元（详见我们深度报告）。
- 催化剂：2010 年的上海世博会与 2015 年迪斯尼的落成将会促进上海机场业务量的增长。风险因素：1、虹桥机场新资产的注入，因新设施的投入是一次性的而业务量达到盈利点需经过一段时间，新资产的注入将大幅增加折旧成本，带来业绩的摊薄。当然其间的方案可能有多种，但目前来看，我们判断前两年摊薄公司业绩的可能性较大。长远来看，将十分有利于公司的发展。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输业分析师

8621-63325888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

邓宏光

研究主管

投资评级 **买入 增持 中性 减持（首次）**

股价（2009 年 2 月 8 日） 13.89

目标价格（6 个月） 20

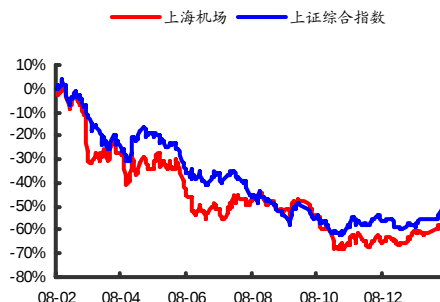
总股本/A 股（万股） 192696/192696

国家/地区 中国

行业 机场

报告日期 2009 年 2 月 10 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	3144	3236	3660	4103
主营业务利润（百万）	1948	1010	1209	1539
净利润（百万）	1725	828	967	1201
EBITDA（百万）	2269	1870	2424	2726
每股收益（元）	0.88	0.42	0.49	0.61
每股经营现金流（元）	0.69	0.88	0.79	1.07
市盈率(X)	15	32	28	22
EV/EBITDA(X)	13	15	12	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1299	1457	2183	4010	营业收入	3144	3236	3660	4103
现金	287	411	1002	2689	营业成本	1322	2132	2332	2449
应收账款	529	574	649	727	营业税金及附加	121	125	141	158
其它应收款	10	15	17	19	营业费用	0	0	0	0
预付账款	9	11	12	12	管理费用	126	127	132	148
存货	15	26	28	29	财务费用	1	152	147	109
其他	449	421	476	533	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	14744	16394	15563	14814	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	1005	1182	1300	1469	投资净收益	366	309	300	300
固定资产	4991	14818	13871	12966	营业利润	1948	1010	1209	1539
无形资产	404	393	382	371	营业外收入	0	0	0	0
其他	8345	1	10	8	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	16043	17851	17746	18824	利润总额	1946	1010	1209	1539
流动负债	1955	3128	2179	2247	所得税	221	182	242	339
短期借款	455	1245	600	550	净利润	1725	828	967	1201
应付账款	201	277	303	318	少数股东损益	30	12	14	18
其他	1299	1606	1276	1378	归属母公司净利润	1695	816	953	1183
非流动负债	2478	2478	2478	2478	EBITDA	2269	1870	2424	2726
长期借款	2478	2478	2478	2478	EPS (元)	0.88	0.42	0.49	0.61
其他	0	0	0	0					
负债合计	4433	5606	4657	4725	主要财务比率				
少数股东权益	55	67	81	99	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	1927	1927	1927	1927	成长能力				
资本公积	2568	2568	2568	2568	营业收入	6.2%	2.9%	13.1%	12.1%
留存收益	7060	7683	8513	9505	营业利润	11.2%	-48.2%	19.7%	27.4%
归属母公司股东权益	11555	12178	13008	14000	归属于母公司净利润	12.0%	-51.9%	16.8%	24.1%
负债和股东权益	16043	17851	17746	18824	获利能力				
					毛利率	57.9%	34.1%	36.3%	40.3%
现金流量表					净利率	53.9%	25.2%	26.0%	28.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	14.7%	6.7%	7.3%	8.4%
经营活动现金流	1320	1702	1524	2067	偿债能力				
净利润	1725	828	967	1201	资产负债率	27.6%	31.4%	26.2%	25.1%
折旧摊销	320	708	1069	1078	净负债比率	66.20%	66.41%	66.09%	64.09%
财务费用	1	152	147	109	流动比率	0.66	0.47	1.00	1.78
投资损失	-366	-309	-300	-300	速动比率	0.65	0.45	0.98	1.76

营运资金变动	-326	290	-361	-23	营运能力				
其它	-34	33	3	2	总资产周转率	0.22	0.19	0.21	0.22
投资活动现金流	-2877	-2060	61	-30	应收账款周转率	5	6	6	6
资本支出	2951	2210	120	160	应付账款周转率	7.69	8.92	8.04	7.88
长期投资	21	177	118	169	每股指标 (元)				
其他	95	327	299	299	每股收益	0.88	0.42	0.49	0.61
筹资活动现金流	1513	483	-994	-350	每股经营现金流	0.69	0.88	0.79	1.07
短期借款	-912	790	-645	-50	每股净资产	6.00	6.32	6.75	7.27
长期借款	2478	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	15.79	32.80	28.09	22.63
其他	-53	-307	-349	-300	P/B	2.32	2.20	2.06	1.91
现金净增加额	-43	124	591	1687	EV/EBITDA	13	15	12	10

资料来源：东方证券研究所

发展机遇突显

- 外航业务高速发展。2008 年 1—11 月，白云机场实现飞机起架 25.7 万次，同比增长 7.7%，实现旅客吞吐量 3070 万人次，同比增长 8.4%，货邮吞吐量 85.7 万吨，同比增长 4.9%。其中外航的起降一直保持高速增长，外航起降同比增长 12.6%。外航业务不断上升改善白云机场的收入结构，同时也说明白云机场在中转枢纽建设上的进步，相较于首都机场与上海机场，白云机场在中转枢纽上由于受到香港机场珠海机场等方面的竞争，一直处在落后的位置，这几年的高速发展将使白云机场枢纽功能得到加强。
- 非航业务经营管理有待突破。白云机场目前候机楼的利用率低于其他机场，商业租赁和广告等业务在逐步开发阶段，白云机场也正在尝试特许经营方式。商业租赁占收入比重 7% 左右，低于其他机场。广告经营上白云机场占收入比重也偏低。非航业务是机场经营管理水平的重要体现，鉴于白云机场在非航业务这一块积极尝试，我们也看白云机场在这一领域的发展。
- 2009 年东三、西山指廊的投入运营，将提升白云机场的产能。2009 年东三、西三指廊投入运营，航站楼建筑面积将增加 9.5 万平米，机位增加 25 个，年旅客吞吐能力可增加 1000 万人次。近两年深圳机场运能饱和，白云机场会有一个产能较快增长时期。同时中性货站项目建设投入，也将增加白云机场货运处理能力。
- 发展机遇突显。白云机场枢纽建设尽管落后与上海机场与首都机场，但面临一个较好的发展机遇。原因在于 1、香港机场与白云机场这两年产能已饱和，香港机场三跑道处于可行性研究阶段，深圳机场二跑道 2011 年投产。2、在枢纽争夺上国家支持白云机场作为三大枢纽的建设，而深圳机场与香港机场的合作深度与广度有待观察。相信作为一个落后的枢纽，白云机场将会有有一个高速发展时期。同时非航业务上，白云机场正在积极尝试，值得看好。
- 根据我们的假设（详见我们深度报告），白云机场 2009 年、2010 年 EPS 为 0.53 元、0.64 元。考虑航空运输的增长高于其他运输方式，我们给予机场业高于高速公路行业的 PE 水平，高速公路行业平均 09 年 12 倍 PE，我们给予机场运输业 17 倍的 PE，再加上白云机场面临的不可多得的发展机遇，业绩表现可能远好于预期，给其 5 倍的溢价，我们认为白云机场的合理价值为 11.66 元。
- 催化剂：广州亚运会举行，将给公司带来一个发展机遇。
- 风险因素：1、白云机场目前享受 50% 的机场建设费返还，2010 年以后，这一政策能否延续存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输业分析师

8621-63325888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

邓宏光

研究主管

投资评级 **买入 增持 中性 减持（首次）**

股价（2009 年 2 月 8 日） 9

目标价格（6 个月） 11.66

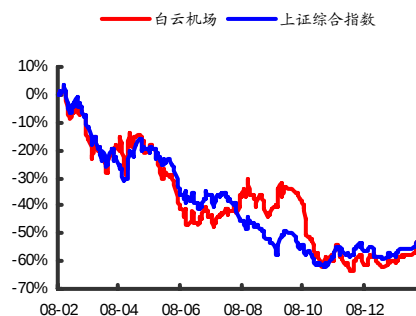
总股本/A 股（万股） 115000/115000

国家/地区 中国

行业 机场

报告日期 2009 年 2 月 10 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	2683	3053	3376	3722
主营业务利润（百万）	594	697	863	1053
净利润（百万）	392	522	647	790
EBITDA（百万）	1088	1167	1352	1547
每股收益（元）	0.31	0.43	0.53	0.64
每股经营现金流（元）	0.99	0.71	0.78	1.12
市盈率(X)	28	21	17	14
EV/EBITDA(X)	11	10	8	7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

财务报表预测

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E		
流动资产	1321	2087	1488	1964	营业收入	2683	3053	3376	3722		
现金	556	1102	400	766	营业成本	1429	1711	1854	1971		
应收账款	679	889	982	1083	营业税金及附加	102	113	125	138		
其它应收款	46	54	60	66	营业费用	137	156	169	186		
预付账款	8	9	9	10	管理费用	317	274	270	298		
存货	28	34	37	39	财务费用	101	100	95	77		
其他	3	0	0	0	资产减值损失	3	2	0	0		
非流动资产	7790	7429	7996	7595	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	150	150	164	180	投资净收益	-0	0	0	0		
固定资产	7503	7161	7782	7378	营业利润	594	697	863	1053		
无形资产	30	27	23	19	营业外收入	5	0	0	0		
其他	107	92	27	17	营业外支出	1	0	0	0		
资产总计	9111	9516	9484	9559	利润总额	599	696	863	1053		
流动负债	3135	3124	2189	1776	所得税	206	174	216	263		
短期借款	1300	1100	520	0	净利润	392	522	647	790		
应付账款	67	79	85	91	少数股东损益	31	33	43	53		
其他	1768	1945	1584	1686	归属母公司净利	361	490	604	737		
非流动负债	240	340	840	840	EBITDA	1088	1167	1352	1547		
长期借款	240	340	840	840	EPS (元)	0.31	0.43	0.53	0.64		
负债合计	3375	3464	3029	2616							
少数股东权益	172	205	248	301	主要财务比率						
股本	1150	1150	1150	1150	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E		
资本公积	3186	3186	3186	3186	成长能力						
留存收益	1229	1512	1871	2306	营业收入	11.4%	13.8%	10.6%	10.3%		
归属母公司股东权益	5564	5848	6207	6642	营业利润	25.8%	17.2%	23.8%	22.1%		
负债和股东权益	9111	9516	9484	9559	归于母公司净利	22.8%	35.7%	23.3%	22.1%		
					获利能力						
现金流量表		单位:百万元		净利率	毛利率	46.8%	44.0%	45.1%	47.1%		
会计年度	2007	2008E	2009E		2010E	13.4%	16.0%	17.9%	19.8%		
经营活动现金流	1144	817	897	1286	ROE	6.5%	8.4%	9.7%	11.1%		

净利润	392	522	647	790	偿债能力				
折旧摊销	392	370	393	417	资产负债率	37.0%	36.4%	31.9%	27.4%
财务费用	101	100	95	77	净负债比率	48.00%	43.88%	46.88%	34.40%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.42	0.67	0.68	1.11
营运资金变动	287	-174	-297	-3	速动比率	0.41	0.66	0.66	1.08
其它	-29	-1	59	5	营运能力				
投资活动现金流	-346	-13	-1024	-26	总资产周转率	0.32	0.33	0.36	0.39
资本支出	352	3	1000	0	应收账款周转率	3	4	4	3
长期投资	0	-0	14	16	应付账款周转率	22.85	23.46	22.61	22.40
其他	6	-10	-10	-10	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-724	-258	-575	-893	每股收益	0.31	0.43	0.53	0.64
短期借款	897	-200	-580	-520	每股经营现金流	0.99	0.71	0.78	1.12
长期借款	-80	100	500	0	每股净资产	4.84	5.09	5.40	5.78
普通股增加	150	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	999	0	0	0	P/E	28.68	21.14	17.14	14.04
其他	-2690	-158	-495	-373	P/B	1.86	1.77	1.67	1.56
现金净增加额	72	546	-702	366	EV/EBITDA	11	10	8	7

资料来源：东方证券研究所

进入平稳发展时期

● 2008 年回顾

1. 产能趋于饱和, 2008 年业务量温和增长。2008 年实现飞机起降 18.79 万次, 同比增长 3.6%, 实现旅客吞吐量 2140 万人次, 同比增长 3.8%, 货邮吞吐 59.79 万吨, 同比下降 2.9%, 深圳机场 2008 年月均业务量没有出现较大波动, 平稳增长。原因一方面在于其国际业务占比较小 (5%), 另一方面在于产能利用接近饱和, 我们预测 2009 年、2010 年飞机起降架次同比增长 2%、0%。

2. 计提兴业银行预计负债 2.3 亿, 使利润总额同比大幅下滑, 扣除这营业外损益影响, 2008 年利润总额同比增长 21.26%。

● 以广告业务为代表的非航业务也将进入平稳发展期。2009 年 1 月 23 日, 深圳机场广告有限公司与北京天骏广告有限公司终止了机场候机楼户内广告《广告经营合同》, 我们认为该事项对深圳机场 2009 年财务状况影响不大, 但同时我们认为以广告业前几年的高增长有外延扩张的因素, 2009 年随着这一因素的消失, 以广告为代表非航业务的发展也将进入平稳发展期。

● 对深圳机场未来发展的判断。我们认为深圳机场将会经历这样的发展路径, 近两年稳增增长, 随着 2011 年第二条跑道进入上市公司, 深圳机场面临业务增长, 在枢纽建设 (国际旅客中转上), 相信国家将支持白云机场, 深圳机场与香港机场合作的深化也将使深圳机场作为香港机场国际旅客的一个输入与输出。在枢纽建设上形成香港 + 深圳与白云机场竞争的格局。在货运上, 深圳机场将成为南中国的超级门户。

● 根据我们的假设 2009 年飞机起降同比增长 2%, 旅客吞吐量同比增长 5%, 货邮吞吐量同比增长 2%; 2010 年飞机起降 0%, 旅客吞吐量同比增长 3%, 货邮吞吐量同比增长 10%, 我们谨慎预测 2009 年、2010 年 EPS 为 0.34 元, 0.36 元。我们认为目前机场运输业的增长高于其他运输方式, 且深圳机场存在与香港机场的股权合作预期, 给予其 20 倍市盈率, 目标价 6.8 元

● 催化剂: 与香港机场的股权合作到得进展。UPS 亚太转运中心的正式运营。

● 风险因素: 1、由于民航业目前经营的困境, 机场收费可能作出一定折让, 但我们认为比例不大。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输业分析师

8621-63325888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

邓宏光

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2009 年 2 月 8 日) 6.1

目标价格 (6 个月) 6.8

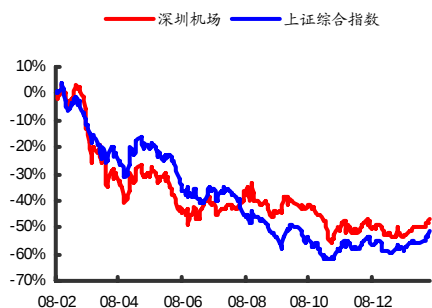
总股本/A 股 (万股) 169024/169024

国家/地区 中国

行业 机场

报告日期 2009 年 2 月 10 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	1242	1500	1570	1617
主营业务利润 (百万)	556	681	747	807
净利润 (百万)	485	319	582	630
EBITDA (百万)	689	803	884	952
每股收益 (元)	0.33	0.18	0.34	0.36
每股经营现金流 (元)	0.31	0.29	0.41	0.44
市盈率(X)	18	33	18	16
EV/EBITDA(X)	12	11	10	9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

财务报表预测

			单位:百万元					单 位 : 百 万 元	
资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1526	1720	1474	1655	营业收入	1242	1500	1570	1617
现金	1279	1487	1225	1400	营业成本	628	720	739	724
应收账款	164	178	186	192	营业税金及附加	50	59	62	64
其它应收款	13	17	18	18	营业费用	3	3	3	4
预付账款	9	5	5	5	管理费用	58	63	66	68
存货	2	3	3	3	财务费用	-26	-27	-27	-24
其他	59	30	36	37	资产减值损失	3	11	0	0
非流动资产	2455	3484	4160	4438	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	500	710	781	981	投资净收益	32	11	20	25
固定资产	1706	1795	1827	1911	营业利润	556	681	747	807
无形资产	26	19	11	11	营业外收入	2	3	0	0
其他	224	960	1541	1535	营业外支出	3	241	0	0
资产总计	3981	5203	5634	6093	利润总额	555	443	747	807
流动负债	365	338	342	457	所得税	70	124	164	178
短期借款	43	0	0	121	净利润	485	319	582	630
应付账款	97	118	117	115	少数股东损益	10	8	13	14
其他	225	221	225	221	归属母公司净利润	475	312	570	616
非流动负债	6	0	0	0	EBITDA	689	803	884	952
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.18	0.34	0.36
其他	6	0	0	0					
负债合计	371	338	342	457	主要财务比率				
少数股东权益	72	79	92	105	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	1440	1690	1690	1690	成长能力				
资本公积	99	1015	1015	1015	营业收入	8.6%	20.8%	4.7%	3.0%
留存收益	2000	2081	2495	2826	营业利润	12.4%	22.4%	9.6%	8.1%
归属母公司权益	3538	4786	5200	5531	归属于母公司净利	16.4%	-34.5%	82.9%	8.1%
负债和股东权益	3981	5203	5634	6093	获利能力				
					毛利率	49.4%	52.0%	52.9%	55.2%
现金流量表			单位:百万元		净利率	38.3%	20.8%	36.3%	38.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	13.4%	6.5%	11.0%	11.1%

经营活动现金流	524	482	692	736	偿债能力				
净利润	485	319	582	630	资产负债率	9.3%	6.5%	6.1%	7.5%
折旧摊销	159	148	164	170	净负债比率	11.71%	0.00%	0.00%	26.58%
财务费用	-26	-27	-27	-24	流动比率	4.18	5.08	4.30	3.62
投资损失	-32	-11	-20	-25	速动比率	4.17	5.07	4.29	3.61
营运资金变动	-58	24	-8	-14	营运能力				
投资活动现金流	-341	-1194	-824	-422	总资产周转率	0.33	0.33	0.29	0.28
资本支出	265	1002	770	250	应收账款周转率	8	8	8	8
长期投资	-113	209	71	197	应付账款周转率	6.33	6.73	6.30	6.24
其他	-189	17	17	25	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-191	920	-129	-139	每股收益	0.28	0.18	0.34	0.36
短期借款	30	-43	0	121	每股经营现金流	0.31	0.29	0.41	0.44
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.09	2.83	3.08	3.27
普通股增加	0	251	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	916	0	0	P/E	18.47	33.10	18.10	16.74
其他	-222	-203	-129	-260	P/B	2.48	2.15	1.98	1.86
现金净增加额	-11	208	-261	175	EV/EBITDA	12	11	10	9

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪：航空运输业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn