

深圳机场(000089)/7.9 元

主业增速放缓,业绩稳定增长

郭东谋
86-755-82960440
guodm@ccs.com.cn

非周期性消费品 · 机场

价格区间: 8.6-9.9 元

谨慎推荐 A (维持)

进入 2005 年来,我们对机场进行了多次的调研和高管交流,对机场的能力瓶颈问题以及发展规划都有了较深的认识。尽管中短期增速无疑将会放缓,但管理增效,迪斯尼效应以及货运发展依旧是投资者可以关注的成长点。

- **航空主业增长放缓已经难以避免:** 由于空域以及地面基础设施短缺,机场实现起降架次 7.19 万,同比仅仅增长了 1.8%,货运量 25 万吨,增长了 6.3%,南航撤走一架全货机是导致货运业务增速下降的主要原因。航空服务收入实现 2.8 亿,同比略微下降了 1.7%,而其他非主业增长迅速。
- **成本控制加强,管理增效逐渐体现:** 主营成本达到 2.28 亿,同比增加了 846 万,考虑到新增了 1300 万折旧费用,实际可变成本同比下降;而管理费用率在业务量增长时同比下降 12%。
- **投资收益项目没有贡献:** 国信证券经营亏损 2036 万,拖累了投资收益,而创新投和南方基金分别贡献投资收益 1084 万和 844 万,总体上半年投资收益没有贡献,同比下降了 738 万,影响了净利润增长。
- **中短期的增长点来自货运发展以及迪斯尼效应:** 翡翠航空推迟运营时间到 06 年 5-6 月,计划 2 年内投入 6 架 747 全货机,将本质上改变机场货运收益能力。迪斯尼效应依旧能够期待。
- **投资建议:** 公司在管理增效,货运潜力以及迪斯尼效应作用下保守预计依然能够保持稳定增长(10%左右),目前全球机场按 2005 年预测对机场加权平均 PE 在 17-19 倍左右,在 2 股左右的股权分置含权预期下,合理估值为 20-23 倍 PE,价格区间为 8.6-9.9 左右。受累于金融资产的非效率,市场一定程度上低估了公司的航空主业价值,DCF 估值得出公司的价值在 10.4 元/股左右,但鉴于机场业务增速下降以及金融资产潜在的投资风险,我们维持“谨慎推荐-A”投资评级。在投资需求下降以及净利润稳定增长情况下,股息收益率有望提高,对长期资金依旧有较好的投资回报收益。

上证指数:

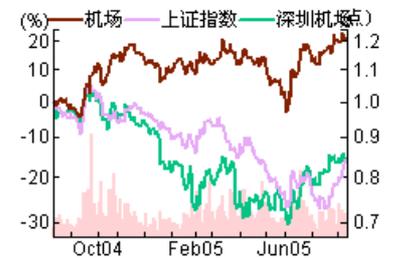
股本数据

A 股总股本(万)	79982
流通 A 股(万)	28800
流通市值(亿)	22.75

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	8	5
6 个月(%)	8	5
1 年(%)	-17	-1
52 周波动(元)	6.8-10.85	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

深圳机场调研简报 20050810

 航空业 2005 年下半年投资策略报告
7/2005

主要财务指标

会计年度:	2004	2005	2006	2007
主营收入(万元)	91,715	100,416	114,088	133,710
同比增长率(%)	22.62%	9.49%	13.62%	17.20%
营业利润(万元)	35,193	41,801	47,865	59,245
同比增长率(%)	14.41%	18.78%	14.51%	23.77%
净利润(万元)	25,835	34,277	39,250	43,841
同比增长率(%)	-13.97%	32.68%	14.51%	11.70%
主营利润率(%)	43.15%	46.12%	46.21%	48.57%
营业利润率(%)	38.37%	41.63%	41.95%	44.31%
净利润率(%)	28.17%	34.14%	34.40%	32.79%

会计年度:	2004	2005	2006	2007
每股收益(元)	0.32	0.43	0.49	0.55
每股净资产(元)	3.58	3.80	4.04	4.32
净资产收益率	9.01%	11.29%	12.14%	12.70%
每股股息(元)	0.15	0.21	0.25	0.27
股息收益率(%)	1.90%	2.71%	3.11%	3.47%
负债率(%)	13.11%	12.13%	12.73%	13.78%
P/E(倍)	24.46	18.43	16.10	14.41
P/B(倍)	2.20	2.08	1.95	1.83
EV/EBITDA(倍)	10.95	9.15	8.53	7.39

一、深圳机场 2005 年半年度运营分析

1.1 主业增速放缓明显，

航空主业业务量增长放缓，非主业业务增长良好：由于空域资源限制以及地面基础设施短缺，上半年机场实现起降架次 7.19 万，同比仅仅增长了 1.8%，客运量 734 万，增长了 5.3%，货运量 25 万吨，增长了 6.3%，其中在 04 年底白云机场投入使用后，南航撤走了一架全货机并取消了一条货运航线是导致货运业务量增长下降的主要原因。其他非航空主业方面增长较为迅速，福永码头分别实现客运量，货运量以及集装箱吞吐量 52 万，85 万以及 7.8 万标准箱，分别同比增长 13%，4.5%以及 41%，而出入境快件 7.8 万吨，增长了 15%。

航空主业收入增长放缓，非主业收入增长良好：上半年机场主营业务收入实现了 4.8 亿，同比增长了 4.3%。由于业务量增长速度下降，上半年航空地面服务收入实现 2.8 亿，同比略微下降了 1.7%，我们判断南航撤走 1 家全货机直接影响了机场的货运收益；其他非航空主业，包括租赁，广告，快件处理以及港口服务依旧增长迅速，同比增速分别达到了 26%，16%，32%和 20%，弥补了航空主业的下降，

成本费用控制良好：主营成本达到 2.28 亿，同比增加了 846 万，但是同比而言，今年上半年在 B 号候机楼以及物流园区新增了折旧 1300 万，意味着实际可变成本是在下降的。通过与管理层沟通，机场上半年确实已经开始加大成本控制力度，并取得了一定成效，年报反映公司在维修，差旅，办公等可变成本上节约了近 620 万，同时减员人数达到 78 人；管理费用上，尽管业务量/收入依旧增长，但管理费用率同比下降了 12%。我们预计，通过成本控制公司在 2005 年能够节省成本费用 2000-3000 万，但由于机场运营 70%左右属于固定成本，目前公司在成本费用上的控制已经基本到位，未来大幅节省支出的空间已经较小。

单位: 万	1H2004	1H2005	增长%
主营业务收入	46,074	48,040	4.3%
航空地面服务	28,790	28,308	-1.7%
客货代理服务	3,967	3,835	-3.3%
港口服务	3,341	3,998	19.7%
候机楼租赁	3,344	4,198	25.5%
广告制作发布	2,446	2,846	16.3%
海关监管快件处理	2,117	2,802	32.4%
地面运输服务	2,069	2,053	-0.8%
减: 主营业务成本	21,963	22,809	3.9%
航空地面服务	13,390	14,141	5.6%
客货代理服务	2,169	2,062	-4.9%
港口服务	1,451	1,346	-7.3%
候机楼租赁	1,987	1,873	-5.7%
广告制作发布	758	743	-1.9%
海关监管快件处理	1,273	1,612	26.6%
地面运输服务	935	1,031	10.3%
毛利率	1H2004	1H2005	增长%
减: 主营业务成本	52.3%	52.5%	0.4%
航空地面服务	53.5%	50.0%	-6.4%
客货代理服务	45.3%	46.2%	2.0%
港口服务	56.6%	66.3%	17.3%
候机楼租赁	40.6%	55.4%	36.4%
广告制作发布	69.0%	73.9%	7.0%
海关监管快件处理	39.9%	42.5%	6.5%
地面运输服务	54.8%	49.8%	-9.2%
管理费用	2,611	2,397	-8.2%
管理费用率	5.7%	5.0%	-12.0%
净利润	17,995	18,245	1.4%
每股收益	0.225	0.228	1.4%

资料来源: 公司公告

1.2 投资收益依旧没有贡献

继 2004 年报对国信证券以及创新投进行了大规模投资减值准备后, 机场 05 年上半年的对外金融投资项目依旧没有表现, 其中国信证券继续经营亏损 2036 万, 成为拖累投资收益的主要项目, 而从创新投和南方基金上分别获得投资收益 1084 万和 844 万, 总体上半年投资收益没有贡献, 较去年同期下降了 738 万, 影响了净利润增长。

金融资产的减值准备风险依旧存在: 国信在 04 年大副计提减值准备后, 累计权益减少了 1.42 亿, 历史遗留问题应该清理的比较彻底, 未来更多的可能是面临证券市场的经营性亏损, 预计后续资产损失的可能性较小; 主要的问题将来自创新投在南方证券的委托理财,

预计规模不小（5-9 亿之间），具体可能的损失还难以判断；南方基金收益能力较强，资产比较优良，预计资产将能够溢价出售。

金融资产（账面价值接近 9.26 亿）占用了接近 28% 的总资本，但几乎没有回报，成为拖累机场整体收益率的主要问题；目前机场已经在积极进行金融资产的出售，深圳国资局也已经完全同意并全力协助解决金融资产问题，但短期尚无明确的意向。

1.3 委托管理跑道资产短期收益有限

从 05 年 7 月 1 日开始，集团以委托管理方式将跑道等运营资产交付给公司运营，对公司短期收益贡献比较有限。按照收入成本配比原则，机场每年将获得 30% 起降费收入，依据 2004 年跑道总收入 1.5 亿左右计算。机场每年新增收入 5000 万左右，成本方面机场承担跑道相关的付现成本，人工成本，以及大修维护费用合计大约 4000-4500 万，总体上委托经营更重要的是让机场获得了跑道等资产的运营权，实现主业经营和管理链条闭合，减少关联交易，有利于机场实现做强主业，但短期对业绩贡献比较有限。

二、深圳机场投资分析

2.1 投资要点分析

资本利用效率低是机场面临的主要问题：预计到 2005 年底，机场总体的应用资本将达到 31 亿左右，其中用于航空主业的投资资本在 16-17 亿，而货币资金以及金融投资等非核心资产将达到 14 亿，投资资本/应用资本比率仅仅达到 51% 左右，意味着机场差不多只是有效了其中一半左右的资本创造出每年 3 亿左右的净利润，从航空主业的收益情况看，公司的确受益于过去较低的机场建设成本以及较高的资产利用水平，但是公司在资本市场上的表现却受累于非航空主业的较低收益率。在不考虑投资收益情况下，不考虑额外推动因素，预计未来几年公司的业务增长将会保持在稳定增长的水平上（10% 左右），低于其他枢纽机场普遍增速。

短期内融资需求较低，较高的股利分配值得期待：由于二期工程将推迟到 2010 年完成，短期内大规模的资本支出较小，另外，物流园区工程整体规划 10 亿左右的投资目前仅仅完成了一期 4 亿左右的投入，目前货运处理能力将接近饱和，预计 1-2 年机场可能进行二期物流园区包括国内/国际货运村建设，资金需求在 6-7 亿左右，由于目前机场负债率在 9% 左右，同时拥有接近 4 亿左右的现金存款，未来短期融资需求比较低。在较低的资金需求下，同时在每年利润稳定增长的情况下，预计机场每年的股利分配方案将比较诱人，2004 年公司每股盈利 0.32 元，而每股股利分配在 0.15 元，按照目前的股价，每股股息收益率在 3% 左右，对长线资金不失为良好的投资选择。

中短期的增长点来自货运发展以及迪斯尼效应:南航在上半年撤走了1架全货机以及一条北美货运航线,而预计今年年底南航在完成自有货站建设后将会预计剩下的货运业务将由南航自己处理,机场今年货运收益可能只能与04年持平;由于汉莎计划租赁全货机的计划没能实现,翡翠航空将推迟原定今年9月投入的运营时间直至明年5-6月,计划将在2年时间内投入6架747-400全货机,我们预计将极大带动机场货运收益的增长。

迪斯尼开放毫无疑问将能够带动机场客运量的增长,尽管目前投资者对机场基础设施的瓶颈心存疑虑,但从机场方面反映来看,在进入05年下半年后平均每天起降架次已经由04年380/390架次上升到420/430架次左右,而且机场总体的客座率也由过去的50%多上升到60%以上,意味着公司在合理安排航班,清理虚占航班时段已经取得一定成效,而机场客座率的上升将会逐步促进航空公司采用大飞机提高运营效率,我们判断总体上迪斯尼开通将会是个利好,而机场的保障能力在非高峰小时段应该还有潜力满足起降架次增长的需求。

2.2 投资建议/风险

从相对估值角度看,目前全球机场按照2005年预测平均市盈率在19倍左右,而如果以剔除非正常公司看加权平均市盈率在17.43倍左右.我们认为即使目前处于面临竞争压力以及空域/基础设施瓶颈的情况下,深圳机场依旧能够保持稳定的增长,全球范围内来看,中国航空业务的增长依旧要快于其他地区,我们认为17-19倍PE同样能够作为深圳机场的定价标准,而如果考虑到市场普遍2倍左右的股权分置对价预期,目前对公司的估值水平应该在20-23倍PE,依据05年预测EPS0.43,相对估值的合理价格区间在8.6-9.3元左右。

从PB角度看,目前深圳机场2005年的PB为2.08倍,基本上接近全球机场PB水平2.06-2.11倍;而如果比较国内机场公司,白云机场PB在2.04左右,但净资产收益率只有7.32%左右,远远低于深圳机场05年11.29%左右的收益率,而如果不考虑非航空主业资产,深圳机场的实际收益率将会更高,故相对而言,从主业资产价值角度看我们认为深圳机场目前的股价是有一定程度低估的.采用DCF能够完全中性化货币资金以及金融资产的价值,通过招商预测模型,我们计算得出机场的投资价值在10.4元/股左右。

投资建议:尽管我们认为市场低估了公司航空主业的价值,但对比其他机场,公司未来的业务增速稍逊一筹,对强调高增长的投资者而言,公司的投资吸引力相对不足,同时金融资产的投资风险依旧没有完全化解,我们依旧维持“谨慎推荐-A”投资评级。

全球机场价格比率	P/E Next Year (E)	P/E Curr Year (E)	P/B	ROE (%)
357 HK Equity	10.34	10.79	1.36	13
694 HK Equity	13.68	15.10	1.68	10.13
8864 JP Equity	12.65	13.58	0.87	6.86
9706 JP Equity (*)	23.98	42.12	0.97	3.49
600004 CH Equity	27.77	26.25	2.04	7.32
600009 CH Equity	18.16	20.57	3.96	18.37
AIA NZ Equity	24.57	25.98	4.73	16.69
AOT TB Equity	11.45	10.25	1.12	9.93
ASURB MM Equity	16.97	18.27	0.97	5
BAA LN Equity	13.38	14.51	1.25	10.41
FLU AV Equity	14.19	14.48	1.75	11.74
FRA GR Equity	18.30	19.87	1.62	6.9
GEM IM Equity	19.67	23.75	1.48	1.94
KBHL DC Equity	16.05	17.69	3.95	18.62
MAHB MK Equity	15.91	15.78	0.87	5.12
SAVE IM Equity (*)	30.27	40.00	6.54	8.45
TGB MK Equity	14.13	22.83	2.92	9.56
UZAN SW Equity (*)	23.50	36.06	1.34	0.48
加权平均	16.77	19.04	2.11	
加权平均 (删除非正常项*)	16.07	17.43	2.06	

深圳机场 DCF 估值表
计算加权平均资本成本 (WACC)

无风险利率	3.60%
真实利率	3.00%
隐含通胀率	0.87%
观察 Beta 值	0.747
资产 Beta 值 (行业平均)	0.774
Equity Beta	0.78
风险溢价	8.00%
权益成本 Ke	9.83%
债务溢价	1.98%
法定税率	25.00%
债务成本	4.19%
当期债务权益比 D/E	0.79%
当前债务比率 D/DE	0.79%
当前权益比率 D/DE	99.21%
WACC	9.78%
名义长期增长率	0.87%

权益价值

显性/半显性预测价值	191,753
终值价值	524,149
企业核心评估价值	715,901
加：非核心资本	125,019
加：其他业务	
企业非核心评估价值	125,019
企业总价值	840,920
减：借款	5,000
减：少数股东权益	4,955
权益评估价值	830,966
权益市值	631,861
企业总价值	641,816
企业核心市场价值	516,797

每股权益价值

每股权益价值	10.4
最新股价	7.9
隐含市盈率 (动态)	32.2
市场市盈率 (动态)	24.5

深圳机场模拟财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度:	2003	2004	2005	2006		2003	2004	2005	2006
货币资金	23,571	31,487	54,924	123,997	主营业务收入	74,798	91,715	100,416	114,888
应收帐款	9,247	14,551	15,062	17,113	主营业务成本	37,911	48,657	50,085	56,807
其他应收款	1,195	1,129	1,004	1,141	主营业务税金	2,578	3,483	4,017	4,564
预付帐款	2,115	206	379	435	主营业务利润	34,309	39,575	46,314	52,717
存货	135	127	150	170	其他业务利润	896	1,346	1,480	1,628
待摊费用	178	275	301	342	营业费用	0	0	0	0
					管理费用	4,604	5,673	6,025	6,845
					财务费用	-159	54	-32	-365
流动资产合计	45,093	46,832	70,866	142,115	营业利润	30,760	35,193	41,801	47,865
长期投资合计	119,193	93,532	93,532	0	加: 投资收益	4,966	-3,543	0	0
固定资产净值	89,127	185,227	178,095	226,355	补贴收入	0	0	0	0
固定资产净额	89,119	185,220	178,095	226,355	营业外收入	425	543	0	0
在建工程	67,520	984	984	-516	减: 营业外支出	1,201	639	0	0
固定资产合计	156,639	186,204	179,079	225,839	利润总额	34,951	31,554	41,801	47,865
无形资产	2,497	2,440	2,391	2,342	减: 所得税	4,573	5,326	7,106	8,137
长期待摊费用	256	94	76	57	减: 少数股东损益	348	393	418	479
其他资产合计	2,753	2,534	2,467	2,399	净利润	30,030	25,835	34,277	39,250
资产总计	323,678	329,102	345,944	370,353					
短期借款	10,000	5,000	5,000	5,000	现金流量表				
应付票据	11,184	0	0	0	经营现金流	36,200	35,989	45,879	54,801
应付帐款	7,946	17,246	15,026	17,042	投资现金流	(64,973)	(18,697)	(5,000)	33,532
预收帐款	1,638	2,533	2,504	2,840	筹资现金流	7,893	(11,966)	(17,442)	(19,260)
应付工资	1,804	1,806	1,868	2,122	现金期末余额	23,571	28,897	54,924	123,997
应付福利	1,038	1,260	1,325	1,506	现金期初余额	44,485	23,571	31,487	54,924
应付股利	243	336	0	0	现金净增加额	(20,914)	5,326	23,437	69,074
应交税金	1,706	2,949	3,671	4,191					
其他应付款	-13	9	41	41	财务比率				
其他应付款	5,183	5,502	6,511	7,385	盈利能力				
预提费用	849	923	904	1,027	销售毛利率	46.95%	50.12%	50.21%	52.57%
流动负债合计	41,577	37,564	36,849	41,154	销售净利率	28.17%	34.14%	34.40%	32.79%
负债合计	41,577	37,564	36,849	41,154	净资产收益率	9.01%	11.29%	12.14%	12.70%
少数股东权益	4,889	4,955	5,373	5,851	负债能力				
股本	79,982	79,982	79,982	79,982	流动比率	1.25	1.92	3.45	2.61
资本公积金	72,640	72,632	72,632	72,632	资产负债比率	0.11	0.11	0.11	0.12
留存收益	124,589	133,969	151,108	170,733	现金流量				
股东权益合计	277,211	286,584	303,723	323,347	每股经营现金流	0.45	0.57	0.69	0.77
负债和权益	323,678	329,102	345,944	370,353	净利润现金含量	1.39	1.34	1.40	1.40
					发展能力				
					主营业务收入增长率	22.62%	9.49%	13.62%	17.20%
					净利润增长率	-13.97%	32.68%	14.51%	11.70%
					净资产增长率	3.38%	5.98%	6.46%	6.78%
					总资产增长率	1.68%	5.12%	7.06%	7.82%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。