

业绩迎拐点，合作创共赢

■T3 投产导致毛利率大幅下降，财务费用大幅上升：公司前三季度营收 21.6 亿元，同比增长 16.6%，其中上半年营业收入 14.1 亿元，同比增长 16.6%，三季度营收增速与二季度持平。公司前三季度营业成本为 16.7 亿元，同比增长 48%，其中上半年营业成本 10.8 亿元，同比增长 52.1%；T3 投入使用大幅增加营业成本，前三季度毛利率为 23.1%，同比下降 16.7%，比上半年毛利率 21.3% 高出 1.8%。财务费用大幅增加，前三季度财务费用为 0.91 亿元，去年同期为 -0.18 亿元。净利润为 1.91 亿元，对应每股收益 0.11 元，同比下降 59.5%，上半年净利润同比下降 61.1%。

■收入增速瓶颈打开，毛利率将触底回升：扩建工程带来两大影响：一是打开业务量增长空间，公司高峰小时起降数已提升至 46 个，仍有继续提升空间；二是带动成本的大幅提升，但占比成本约 60% 的人工、折旧、租金费用的增长是一次性的，产能利用率逐步提升带动毛利率恢复到 40%。业绩有望在今年触底，收入增速与毛利率增速同向增长有望带动业绩在 2015 年大幅回升。

■厦深高铁分流作用有限，欲与香港机场合作共赢：厦深高铁对深圳-厦门航线分流较大，但该航线占比非常小，且航空资源比较紧张，公司可将多余运力调配至中远程航线。公司拟与香港机场合作，有两种实施方案：一是公司帮助飞抵深圳转乘香港的旅客将行李直接托运至香港机场，二是自前海湾建立海底隧道直通香港机场，缩短两机场间的时间距离，双方已均留出铁路建设位置。

■投资建议：增持-A 投资评级，6 个月目标 5.1 元。我们预计公司 2014 年-2016 年的 EPS 分别为 0.14 元、0.22 元、0.31 元；提高至增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 5.1 元，相当于 2014 年 36.4 倍的动态市盈率。

■风险提示：航空需求增速低于预期，非航业务开展进度低于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,473.3	2,546.4	2,989.2	3,366.6	3,759.3
净利润	579.4	502.3	229.7	366.2	530.0
每股收益(元)	0.34	0.30	0.14	0.22	0.31
每股净资产(元)	4.34	4.61	4.73	4.92	5.20

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	14.0	16.1	35.3	22.1	15.3
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
净利润率	23.4%	19.7%	7.7%	10.9%	14.1%
净资产收益率	8.0%	6.5%	2.9%	4.4%	6.1%
股息收益率	1.0%	0.6%	0.3%	0.5%	0.7%
ROIC	9.0%	6.3%	3.4%	4.9%	7.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

调高评级

6 个月目标价

5.10 元

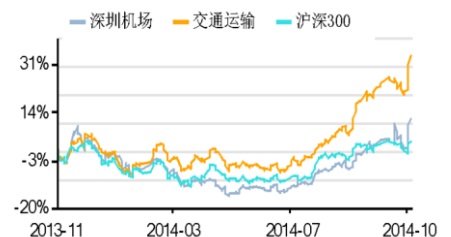
股价 (2014-10-31)

4.79 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,103.66
流通市值 (百万元)	8,103.21
总股本 (百万股)	1,691.79
流通股本 (百万股)	1,691.69
12 个月价格区间	3.67/4.82 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.10	12.13	5.21
绝对收益	6.44	18.86	10.88

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

资产减值损失减少等因素致净利润增长	2013-08-18
需求不足持续影响主业增速	2013-01-16
深圳机场：业绩降幅收窄，符合预期：——2012 年三季度报点评	2012-10-22

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月03日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,473.3	2,546.4	2,989.2	3,366.6	3,759.3	成长性					
减:营业成本	1,458.0	1,679.7	2,411.1	2,566.3	2,726.4	营业收入增长率	22.2%	3.0%	17.4%	12.6%	11.7%
营业税费	93.8	46.8	54.9	61.8	69.0	营业利润增长率	-9.7%	-10.1%	-55.5%	59.9%	45.0%
销售费用	3.5	4.8	5.6	5.8	6.8	净利润增长率	-11.9%	-13.3%	-54.3%	59.4%	44.7%
管理费用	80.0	83.9	98.5	111.0	123.9	EBITDA 增长率	-7.3%	-3.7%	-6.3%	21.7%	21.0%
财务费用	-4.7	5.7	101.9	104.9	107.9	EBIT 增长率	-9.5%	-8.7%	-41.2%	45.7%	37.5%
资产减值损失	108.2	3.8	20.2	38.0	27.8	NOPLAT 增长率	-11.9%	-11.5%	-39.9%	45.5%	37.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.5%	10.4%	0.6%	-6.4%	-8.7%
投资和汇兑收益	32.2	-32.0	10.0	12.0	14.0	净资产增长率	7.1%	6.3%	2.6%	4.1%	5.7%
营业利润	766.8	689.8	307.0	490.8	711.5	利润率					
加:营业外净收支	2.8	2.0	-	-	-	毛利率	41.1%	34.0%	19.3%	23.8%	27.5%
利润总额	769.6	691.7	307.0	490.8	711.5	营业利润率	31.0%	27.1%	10.3%	14.6%	18.9%
减:所得税	183.1	182.7	74.3	119.7	174.4	净利润率	23.4%	19.7%	7.7%	10.9%	14.1%
净利润	579.4	502.3	229.7	366.2	530.0	EBITDA/营业收入	39.0%	36.4%	29.1%	31.4%	34.1%
						EBIT/营业收入	30.8%	27.3%	13.7%	17.7%	21.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	353	812	1,078	909	771
						流动营业资本周转天数	-64	-125	-125	-88	-95
						流动资产周转天数	267	207	191	255	347
						应收账款周转天数	39	44	42	42	43
						存货周转天数	0	0	0	0	0
						总资产周转天数	1,424	1,574	1,429	1,302	1,240
						投资资本周转天数	1,068	1,218	1,092	941	780
						投资回报率					
						ROE	8.0%	6.5%	2.9%	4.4%	6.1%
						ROA	5.6%	4.3%	2.0%	3.0%	4.0%
						ROIC	9.0%	6.3%	3.4%	4.9%	7.3%
						费用率					
						销售费用率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
						管理费用率	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
						财务费用率	-0.2%	0.2%	3.4%	3.1%	2.9%
						三费/营业收入	3.2%	3.7%	6.9%	6.6%	6.3%
						偿债能力					
						资产负债率	29.3%	34.1%	32.4%	33.2%	34.1%
						负债权益比	41.5%	51.8%	47.9%	49.6%	51.9%
						流动比率	2.01	0.79	1.24	1.76	2.10
						速动比率	2.00	0.79	1.24	1.75	2.10
						利息保障倍数	-160.71	121.70	4.01	5.68	7.60
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.03	0.02	0.03	0.03
						分红比率	13.9%	10.0%	11.3%	11.7%	11.0%
						股息收益率	1.0%	0.6%	0.3%	0.5%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	586.5	509.0	229.7	366.2	530.0	EPS(元)	0.34	0.30	0.14	0.22	0.31
加:折旧和摊销	203.0	233.0	460.1	462.2	461.2	BVPS(元)	4.34	4.61	4.73	4.92	5.20
资产减值准备	108.2	3.8	20.2	38.0	27.8	PE(X)	14.0	16.1	35.3	22.1	15.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
财务费用	6.2	29.2	101.9	104.9	107.9	P/FCF	-17.5	-29.1	39.0	7.8	6.2
投资损失	-32.2	32.0	-10.0	-12.0	-14.0	P/S	3.3	3.2	2.7	2.4	2.2
少数股东损益	7.1	6.8	3.1	4.9	7.1	EV/EBITDA	7.6	9.2	10.6	7.8	5.5
营运资金的变动	83.1	-95.5	-284.6	134.8	297.9	CAGR(%)	-14.1%	1.8%	126.5%	170.0%	403.8%
经营活动产生现金流量	835.7	927.4	520.3	1,099.1	1,417.8	PEG	-1.0	8.9	0.3	0.1	-
投资活动产生现金流量	-1,774.5	-853.6	-10.1	-8.1	-6.1	ROIC/WACC	1.0	0.7	0.4	0.6	0.8
融资活动产生现金流量	597.3	-320.7	-94.2	-55.8	-126.2	REP	0.9	1.3	2.6	1.7	1.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

