

投资评级 中性 维持

疫情冲击流量，下调盈利预测

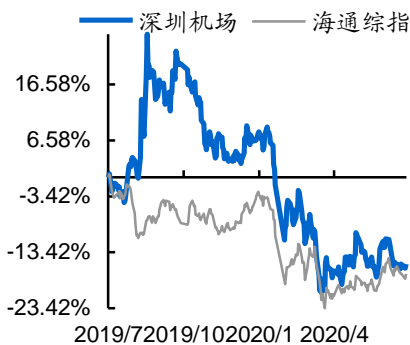
股票数据

07月02日收盘价(元)	7.90
52周股价波动(元)	7.09-11.89
总股本/流通A股(百万股)	2051/2051
总市值/流通市值(百万元)	16201/16201

相关研究

《国际旅客高速增长，归母净利润低于预期》
2019.09.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.6	-3.3	5.7
相对涨幅(%)	-10.5	-14.1	-10.4

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **受疫情冲击，公司1Q产量大幅削减，亏损人民币1.21亿，股价下跌。**公司一季度起降架次和旅客吞吐量同比各削减32%/48%，带动营收同比削减38.4%，因折旧、部分运营及人工等成本相对刚性，一季度毛利率由正转负下滑至-19.7%，录得归母净利润亏损人民币1.21亿。年初至6月30日，公司股价下跌22%，跑输沪深300和机场(SW)各23、11个百分点。
- **外线旅客量受“五个一”政策影响大幅削减，预计疫情对外线的影响将大概率跨年度。**受民航局“五个一”政策影响，3-5月公司国际客流同比大幅下滑94%/100%/100%，5月当月的国际旅客吞吐量仅约100人次，地区线直接削减至0。1-5月公司累计国际和地区旅客吞吐量同比下滑72%/80%。尽管6月4日，《民航局关于调整国际客运航班的通知》发布，恢复95家外航客运通航，并设立奖励与熔断机制以动态调整航班量来防控疫情。我们认为此次调整是推动国际航班有序恢复的积极信号，但考虑海外疫情蔓延且国际出行心理建设期较长，分析疫情影响国际客流将大概率跨年度，下调20/2021年国际客流分别至2019年的四成、七成，预计2022年恢复至正常水平。
- **公司1-5月累计起降架次和旅客吞吐量同比削减31%、48%，国内线逐月复苏。**受益于复工复产逐步推进，公司3-5月的国内线旅客吞吐量同比各削减57%/51%/34%，降幅收窄明显，5月国内线客流量恢复至2019年日均客流量的57%，1-5月国内累计旅客吞吐量同比下滑45%，我们分析国内客流和起降架次有望在四季度恢复至正常水平。
- **盈利预测与投资建议。**综上，我们下调原2020、2021年的起降架次和旅客吞吐量并相应下调营收和成本，下调EPS至-0.03、0.16元/股，BPS至5.77、5.92元/股，并首次引入2022年EPS、BPS分别为0.16、6.03元/股。考虑到公司历史10年Forward 365天PB均值为1.4x，给予公司2020年PB1.4倍，得出目标价8.07元，DCF得出目标价7.68元，调整合理价值区间7.68-8.07元，维持“中性”评级。

风险提示：时刻收紧至运营数据不及预期，大幅资本开支等。

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@htsec.com

证书:S0850512070003

分析师:陈宇

Tel:(021)23219442

Email:cy13115@htsec.com

证书:S0850520060002

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3599	3807	2999	3931	4655
(+/-)YoY(%)	8.4%	5.8%	-21.2%	31.1%	18.4%
净利润(百万元)	668	594	-72	321	322
(+/-)YoY(%)	1.0%	-11.1%	-112.0%	-549.0%	0.2%
全面摊薄EPS(元)	0.33	0.29	-0.03	0.16	0.16
毛利率(%)	25.9%	23.7%	3.6%	16.5%	14.8%
净资产收益率(%)	5.7%	4.9%	-0.6%	2.6%	2.6%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 2020年初至今股价变化图

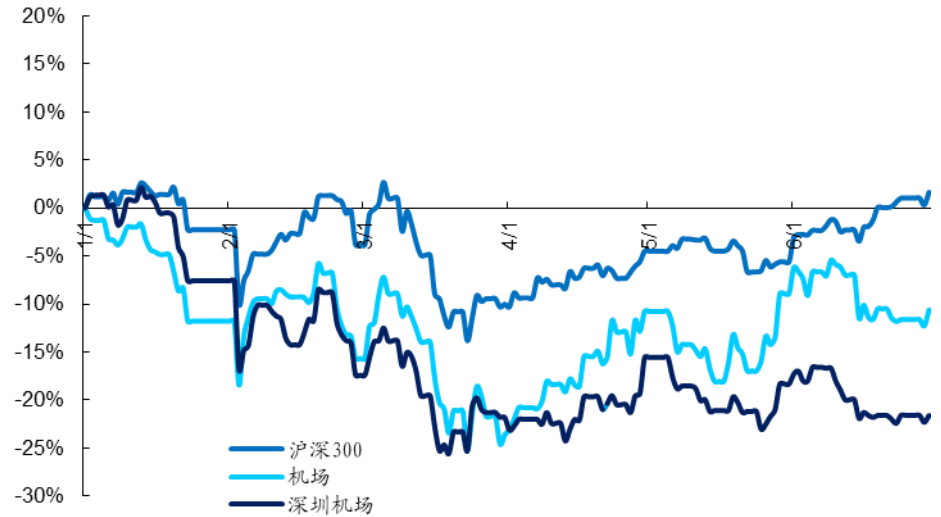


图2 深圳机场日起降架次变化



图3 深圳机场日旅客吞吐量变化



图4 月度生产量同比变化图

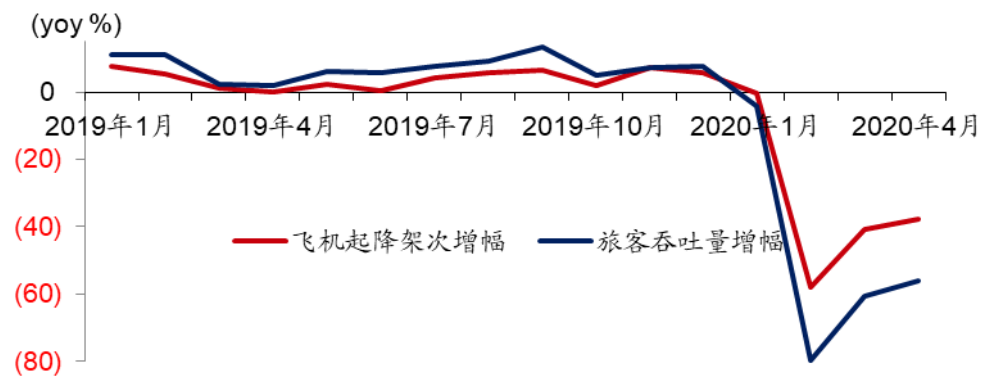


表 1 盈利预测变化调整表

		2019	2020E	2021E	2022E
飞机起降架次 (千次)	原预测	366	392	419	
	新预测	370	307	381	408
	(+/-%)	1.1	-21.6	-9.0	-
旅客吞吐量 (千人次)	原预测	52421	57378	62607	
	新预测	52932	38530	55579	58913
	(+/-%)	1.0	-32.8	-11.2	-
航空收入 (人民币 百万)	原预测	2330	2546	2776	
	新预测	2697	1911	2644	2870
	(+/-%)	15.8	-24.9	-4.8	-
非航收入 (人民币 百万)	原预测	1494	1631	2354	
	新预测	1109	1059	1321	1845
	(+/-%)	-25.7	-35.1	-43.9	-
主营业务收入 (人民币 百万)	原预测	3824	4177	5130	
	新预测	3807	2999	3931	4655
	(+/-%)	-0.5	-28.2	-23.4	-
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	2802	2870	3112	
	新预测	2904	3009	3976	3965
	(+/-%)	3.6	4.9	27.8	-
投资收益 (人民币 百万)	原预测	95	93	94	
	新预测	99	25	123	133
	(+/-%)	4.1	-73.4	30.7	-
净利润 (人民币 百万)	原预测	695	819	753	
	新预测	594	-72	321	322
	(+/-%)	-14.6	-108.7	-57.4	-
每股盈利 (人民币 元/股)	原预测	0.34	0.40	0.37	
	新预测	0.29	-0.03	0.16	0.16
	(+/-%)	-14.9	-108.7	-57.7	-

资料来源: 2019 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

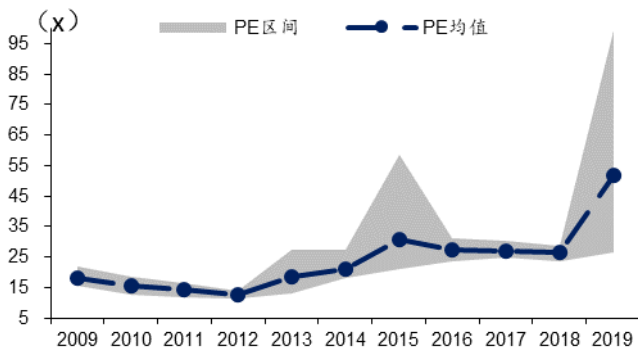
代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)			PB (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600009	上海机场	1462.56	2.61	1.32	2.95	29.08	57.55	25.77	16.61	17.42	19.84	4.57	4.36	3.83
600004	白云机场	328.40	0.48	0.15	0.63	32.84	104.48	25.02	7.87	8.29	8.83	2.02	1.91	1.80
000089	深圳机场	162.01	0.29	0.12	0.31	27.29	66.89	25.49	5.88	6.03	6.25	1.34	1.31	1.26
600897	厦门空港	54.17	1.74	1.00	1.64	10.45	18.18	11.11	12.54	12.89	14.61	1.45	1.41	1.25
0694.HK	首都机场	222.09	0.53	0.13	0.32	8.39	34.92	14.04	5.45	5.52	5.78	0.81	0.80	0.77
算术平均						21.61	56.40	20.29				2.04	1.96	1.78

注: 1.盈利预测均来自万得一致预期

2.收盘价为 2020 年 7 月 2 日

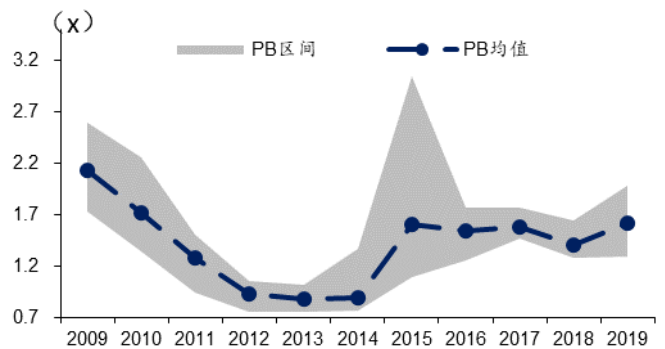
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 5 深圳机场历史 10 年 Forward 365 天 PE 均值图



资料来源: 彭博, 海通证券研究所

图 6 深圳机场历史 10 年 Forward 365 天 PB 均值图



资料来源: 彭博, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3807	2999	3931	4655
每股收益	0.29	-0.03	0.16	0.16	营业成本	2904	2891	3283	3965
每股净资产	5.88	5.77	5.92	6.03	毛利率%	23.7%	3.6%	16.5%	14.8%
每股经营现金流	0.47	0.22	0.38	0.47	营业税金及附加	81	64	84	99
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.05	营业税金率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
价值评估 (倍)					营业费用	1	1	1	1
P/E	27.29	-226.56	50.46	50.39	营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/B	1.34	1.37	1.33	1.31	管理费用	116	91	119	141
P/S	4.26	5.40	4.12	3.48	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	11.85	39.81	18.30	15.06	EBIT	705	-47	444	449
股息率%	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	财务费用	-51	-6	83	90
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	-0.2%	2.1%	1.9%
毛利率	23.7%	3.6%	16.5%	14.8%	资产减值损失	-4	-3	-4	-5
净利润率	15.6%	-2.4%	8.2%	6.9%	投资收益	99	25	123	133
净资产收益率	4.9%	-0.6%	2.6%	2.6%	营业利润	855	-16	484	491
资产回报率	4.2%	-0.5%	1.9%	2.1%	营业外收支	-78	-86	-95	-104
投资回报率	4.5%	-0.3%	2.9%	3.1%	利润总额	777	-102	389	387
盈利增长 (%)					EBITDA	1157	394	934	1087
营业收入增长率	5.8%	-21.2%	31.1%	18.4%	所得税	171	-29	60	57
EBIT 增长率	-4.2%	-106.7%	-1036.2%	1.1%	有效所得税率%	22.1%	28.0%	15.4%	14.8%
净利润增长率	-11.1%	-112.0%	-549.0%	0.2%	少数股东损益	12	-2	8	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	594	-72	321	322
资产负债率	13.9%	20.0%	27.5%	20.8%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.70	1.12	1.16	0.78	货币资金	2583	1598	1708	941
速动比率	1.70	1.06	1.10	0.72	应收账款及应收票据	521	410	538	637
现金比率	1.38	0.85	0.84	0.43	存货	6	6	6	6
经营效率指标					其它流动资产	74	97	114	127
应收帐款周转天数	49.94	49.94	49.94	49.94	流动资产合计	3183	2112	2366	1711
存货周转天数	0.78	0.78	0.69	0.57	长期股权投资	835	860	983	1116
总资产周转率	0.27	0.20	0.23	0.30	固定资产	7387	7159	12999	12393
固定资产周转率	0.52	0.42	0.30	0.38	在建工程	2101	4277	44	48
					无形资产	251	392	392	392
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	10839	12689	14418	13948
净利润	594	-72	321	322	资产总计	14022	14800	16784	15659
少数股东损益	12	-2	8	8	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	456	436	573	728	应付票据及应付账款	18	14	18	21
非经营收益	-159	-25	-123	-133	预收账款	23	18	24	29
营运资金变动	60	103	10	31	其它流动负债	1829	1854	1999	2134
经营活动现金流	964	441	789	955	流动负债合计	1870	1886	2041	2184
资产	-1826	-2267	-2096	-36	长期借款	0	1073	2573	1073
投资	448	0	0	0	其它长期负债	73	0	0	0
其他	1188	0	0	0	非流动负债合计	73	1073	2573	1073
投资活动现金流	-190	-2267	-2096	-36	负债总计	1943	2959	4614	3257
债权募资	1371	1000	1500	-1500	实收资本	2051	2051	2051	2051
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	12063	11827	12148	12373
其他	-1598	-158	-83	-186	少数股东权益	16	14	22	30
融资活动现金流	-227	842	1417	-1686	负债和所有者权益合计	14022	14801	16784	15659
现金净流量	547	-984	110	-767					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业
陈宇 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 白云机场,上海机场,申通快递,中国国航,春秋航空,深圳机场,吉祥航空

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。