

中国机场上

免税业务趋势推动增长 – 2019年上半年回顾

▶ 非航和免税业务是主要的成长驱动因素

▶ 优秀的成本管控提高利润率

▶ 上海机场和白云机场是我们的首选

免税业务是主要的成长驱动因素。北京、上海和广州一线机场的免税业务在上半年实现了强劲增长，推动了整体增量收益。上海机场的免税销售同比增长约30%至74亿元人民币。北京机场T2/T3航站楼的免税销售达到44亿元人民币，同比增长26%。广州机场方面，由于更好的执行和空间的扩大，销售额增长近1.9倍至8.4亿人民币。除门户枢纽机场外，海南机场免税销售额增长27%，反映出行业良好的增长势头。我们估计剔除民航发展基金返还后，北京、上海、白云机场的非航空收入占比分别提升了5%/7%/4%至62%/63%/54%。深圳机场免税业务的份额很小，因此在这一趋势中只有轻微的积极影响。

成本控制上海、白云机场较好，北京机场稍差。2019年上半年，中国主要机场成本基本得到控制。上海机场的总运营成本同比增长9%，收入增长率为2%，息税摊销折旧前利润率上升2.5个百分点至63%。扣除民航基金返还后，我们估算白云机场的息税摊销折旧前利润率上升5.8%至34%，折旧摊销前的运营成本上涨8%，收入增长率为17%。北京机场的运营支出增长11%，息税摊销折旧前利润小幅上升1个百分点。深圳机场运营成本同比增长9%，超过收入同比增长6%，息税折旧摊销前利润率同比收窄5.2%。

7月交通增长更快。上海机场的旅客吞吐量/航空起架次数同比增长5%/4%，高于第二季度的3%/2%。深圳机场的旅客吞吐量/航空起架次数从第二季度的5%/1%上升至8%/4%。白云机场与深圳机场的增长率相近，同比增长8%/4%，高于第二季度的4%/2%。北京机场由于二季度交通管制，旅客吞吐量/航空起架次数同比下跌2%/5%。但在7月份，北京机场增长率回升至2%/-1%。我们认为上海机场和白云机场在过去12个月中的10个月内实现了80%以上的准时率并且容量有所扩增，可能会获得时段增加。

首选：我们更看好具有稳定流量前景和非航空业务不断增长的公司，这些公司推动盈利增长和自由现金流的产生。上海机场和白云机场是我们的行业首选。

中国机场行业估值比较

公司	建银国际		市盈率	
	评级	股价*	2019F	2020F
首都机场	中性	6.56	12.1	16.3
上海机场	优于大市	83.98	30.4	28.3
白云机场	优于大市	19.5	41.6	30.3
深圳机场	中性	10.61	28.8	23.1

*股价截至2019年9月3日收市（本地货币）

资料来源：彭博，建银国际证券预测

中国机场行业增长率

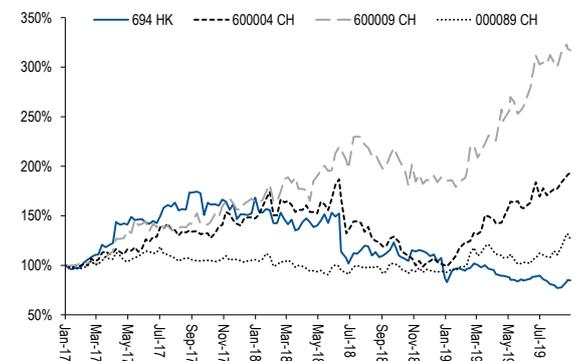
*	首都机场	上海机场	白云机场	深圳机场
收入	1.1	21.1	3.7	5.6
净利润	-13.2	33.5	-39.1	-16.7
收入*	14.7	21.1	17.3	5.6
核心净利润（估算）*	27.2	33.5	12.5	**2.0

* 扣除民航基金返还

** 扣除计提

资料来源：彭博，建银国际证券预测

中国机场行业股价表现



资料来源：彭博

李嵘，CFA

(852) 3911 8270

lirong@ccbintl.com

2019年上半年中国机场业绩比较

百万元人民币	首都机场	上海机场	白云机场	深圳机场
收入	5,380	5,455	3,860	1,857
同比	1.1%	21.1%	3.7%	5.6%
飞航业务收入*	3,346	3,431	2,083	506
同比	24.8%	35.1%	27.2%	-9.6%
%占总数	62.2%	62.9%	54.0%	27.2%
息税折旧摊销前利润*	2,399	3,435	1,304	635
同比	11.8%	26.0%	41.7%	-8.4%

资料来源: 公司资料, 建银国际证券预测, 剔除民航发展基金返还

首都机场 - 损益表概览

百万元人民币	1H18	1H19	同比(%)	2H18	2H19F	同比(%)
收入	5,322	5,380	1.1%	5,940	5,270	-11.3%
运营利润	2,078	1,802	-13.3%	1,965	1,453	-26.1%
净利润	1,487	1,290	-13.2%	1,385	973	-29.8%
比率(%)						
运营利润率	39.0%	33.5%	-5.6%	33.1%	27.6%	-5.5%
净利润率	27.9%	24.0%	-4.0%	23.3%	18.5%	-4.9%
吞吐量(百万)	49.4	49.2	-0.3%	51.4	49.8	-3.1%
AM (千)	302.4	293.1	-3.1%	310.7	311.7	0.3%

资料来源: 公司资料, 建银国际证券

上海机场 - 损益表概览

百万元人民币	1Q19	YoY (%)	2Q19	同比(%)	1H18	1H19	YoY (%)	2H18	2H19F	同比(%)
收入	2,774	21.6	2,779	25.0	4,504	5,455	21.1	4,809	6,019	25.2
运营利润	1,520	35.2	1,516	31.6	2,276	3,020	32.7	2,465	3,040	23.3
净利润	1,391	36.7	1,272	26.8	2,022	2,700	33.5	2,210	2,619	18.5
比率(%)										
运营利润率	54.8	5.5	54.6	2.7	50.5	55.4	4.8	51.3	50.5	-0.8
净利润率	50.1	5.5	45.8	0.6	44.9	49.5	4.6	46.0	43.5	-2.4
吞吐量(百万)	18.8	4.9	19.4	3.4	36.7	38.2	4.2	37.3	39.8	6.6
AM (千)	126.9	2.4	128.6	1.5	250.8	255.6	1.9	254.0	257.3	1.3

资料来源: 公司资料, 建银国际证券

白云机场 - 损益表概览

百万元人民币	1Q19	YoY (%)	2Q19	YoY (%)	1H18	1H19	YoY (%)	2H18	2H19F	YoY (%)
收入	1,918	11.3	1,942	-2.8	3,721	3,860	3.7	4,026	4,030	0.1
运营利润	314	-45.9	223	-28.9	893	536	-40.0	547	763	39.3
净利润	224	-48.3	205	-24.3	703	428	-39.1	426	541	27.0
比率(%)										
运营利润率	16.3	-17.3	11.5	-4.2	24.0	13.9	-10.1	13.6	18.9	5.3
净利润率	11.7	-13.5	10.5	-3.0	18.9	11.1	-7.8	10.6	13.4	2.8
吞吐量(百万)	18.1	4.8	17.5	3.5	34.2	35.6	4.1	35.5	38.2	7.6
AM (千)	121.3	2.8	119.3	2.4	234.6	240.7	2.6	242.7	249.8	2.9

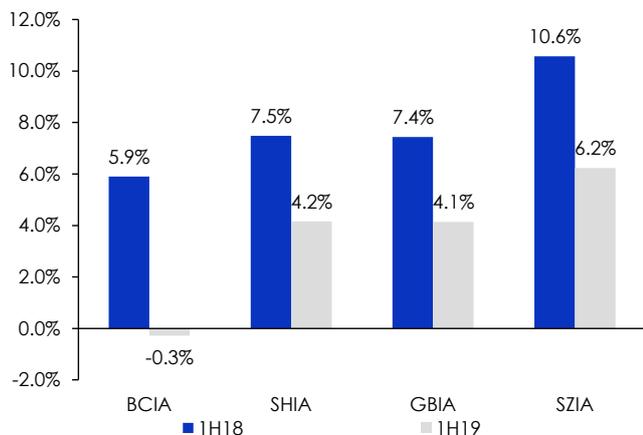
资料来源: 公司资料, 建银国际证券

上海机场 - 损益表概览

百万元人民币	1Q19	YoY (%)	2Q19	YoY (%)	1H18	1H19	YoY (%)	2H18	2H19F	YoY (%)
收入	914	7.7	943	3.6	1,759	1,857	5.6	1,840	2,153	17.0
运营利润	227	9.0	244	-14.5	494	471	-4.6	386	554	43.6
净利润	173	9.7	135	-36.4	370	308	-16.7	298	449	50.3
比率(%)										
运营利润率	24.9	0.3	25.8	-5.5	28.1	25.4	-2.7	21.0	25.7	4.8
净利润率	18.9	0.4	14.3	-9.0	21.0	16.6	-4.4	16.2	20.8	4.6
吞吐量(百万)	13.2	7.9	12.6	4.6	24.3	25.8	6.2	25.0	26.6	6.2
AM (千)	92.0	4.7	89.0	0.8	176.2	181.0	2.7	179.8	185.7	3.3

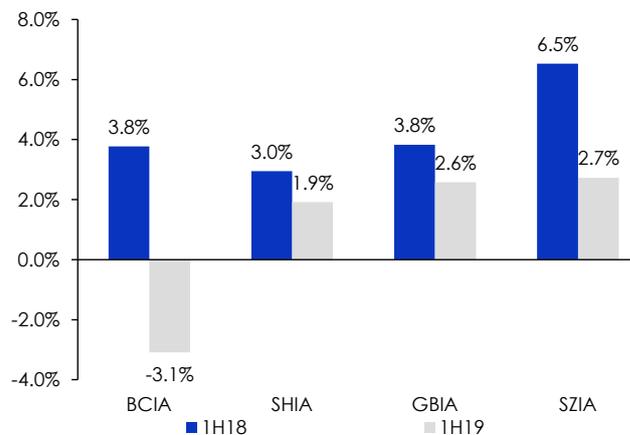
资料来源: 公司资料, 建银国际证券

乘客吞吐量增速



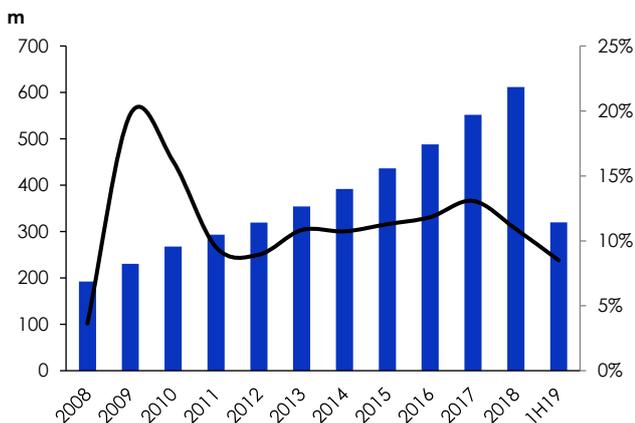
资料来源: 万德, 建银国际证券

AM 同比



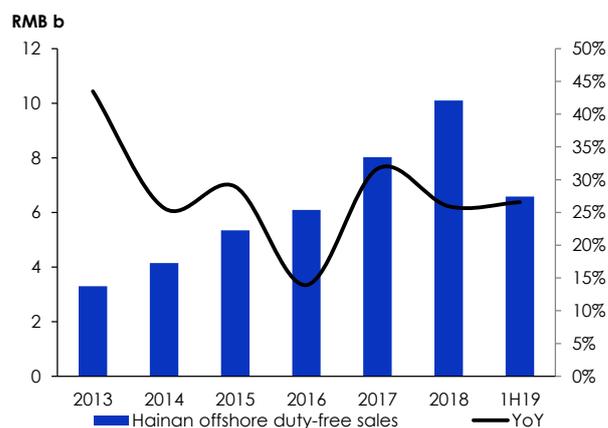
资料来源: 万德, 建银国际证券

中国 - 航空总客运量



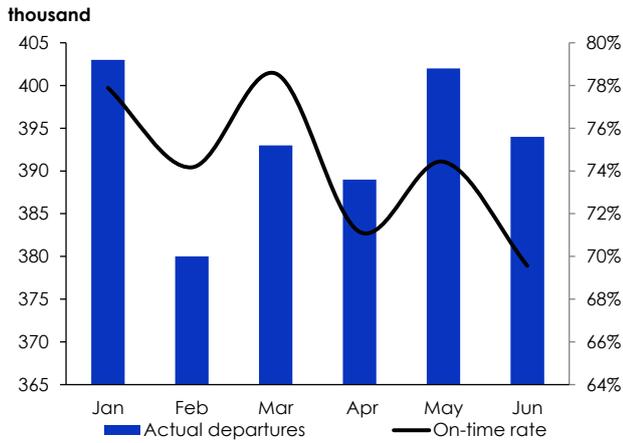
资料来源: 万德, 建银国际证券

海南离岸免税销售额



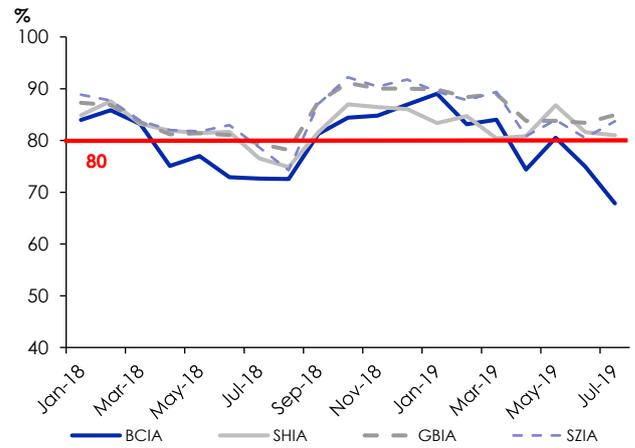
资料来源: 万德, 建银国际证券

2019年上半年中国内地机场准点率及抵港率



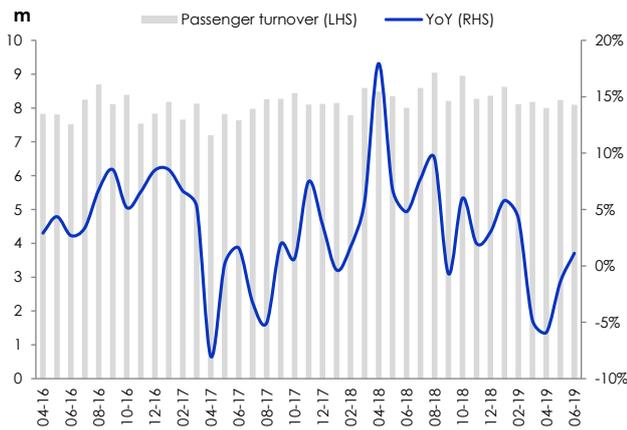
资料来源：非常准，建银国际证券

中国机场准点率



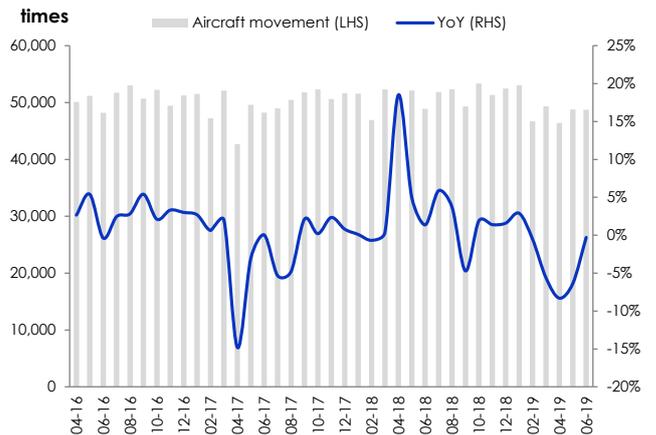
资料来源：国家民航局，建银国际证券

首都机场-月乘客吞吐量



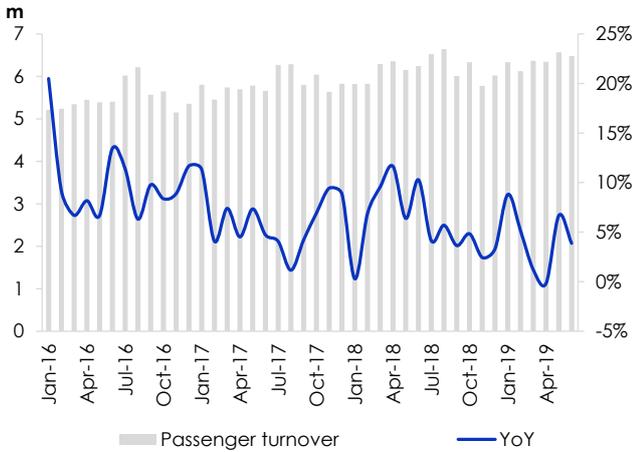
资料来源：万德，建银国际证券

北京机场-月飞机起降架次



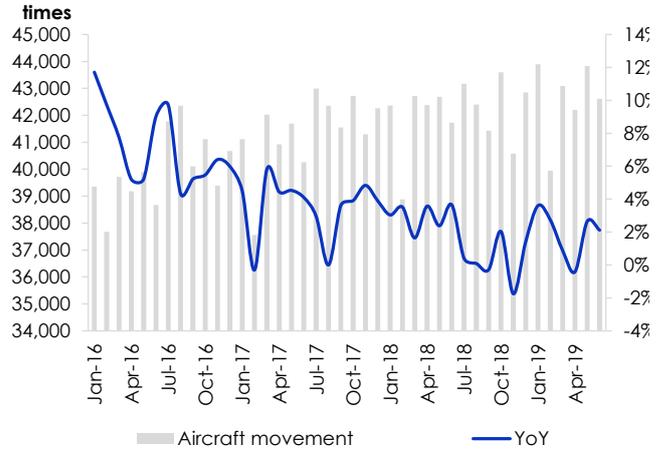
资料来源：万德，建银国际证券

上海机场 - 月乘客吞吐量



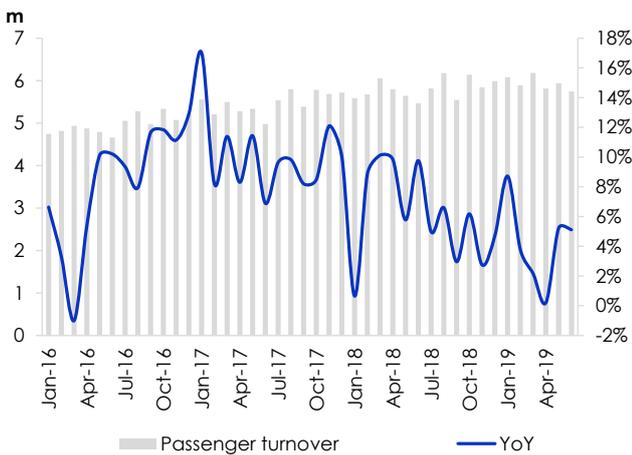
资料来源: 万德, 建银国际证券

上海机场 - 月飞机起降次数



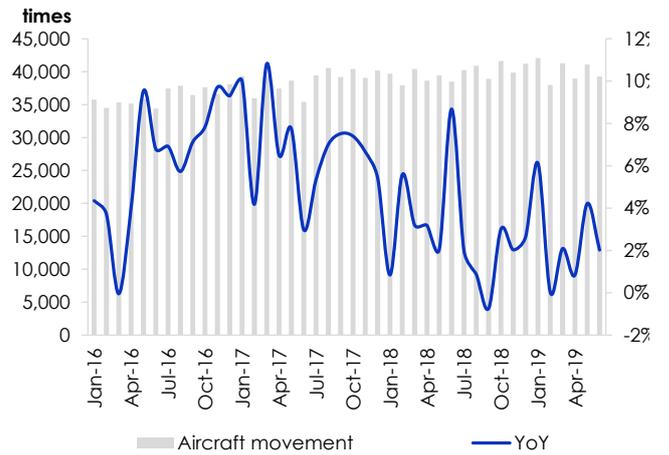
资料来源: 万德, 建银国际证券

白云机场 - 月乘客吞吐量



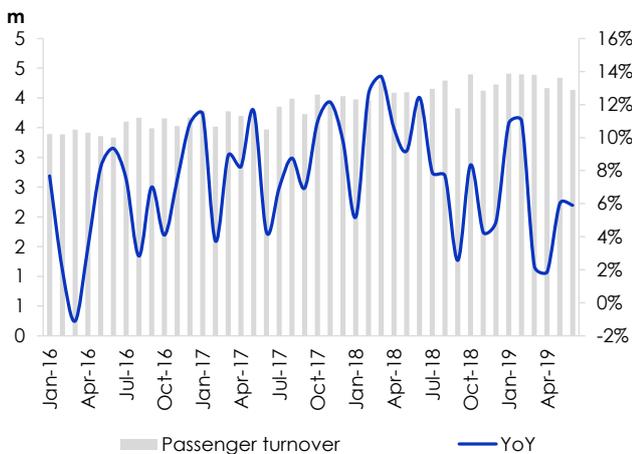
资料来源: 万德, 建银国际证券

白云机场 - 月飞机起降次数



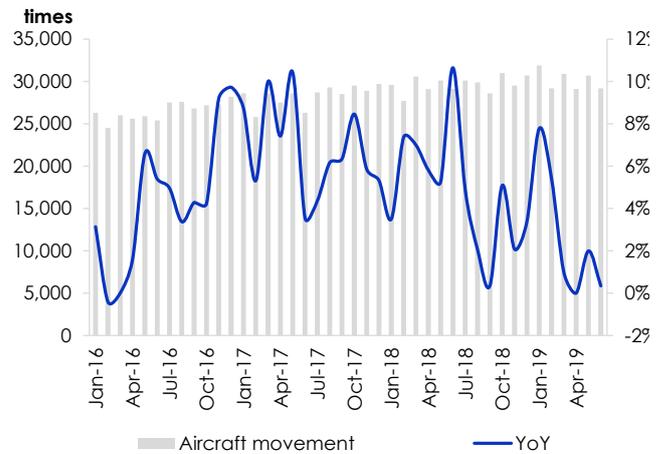
资料来源: 万德, 建银国际证券

深圳机场 - 月乘客吞吐量



资料来源: 万德, 建银国际证券

深圳机场 - 月飞机起降次数



资料来源: 万德, 建银国际证券

中国机场业估值比较

公司	股票代码	建银国际 评级*	股价** (港元)	市值 (百万美元)	市盈率(倍)			市净率(倍)			企业价值倍数(倍)			股息率(%)			股本回报率(%)		
					2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F
中国机场业																			
首都机场	694 HK	N	6.56	3,622	9.1	12.1	16.3	1.1	1.1	1.1	5.4	6.1	7.4	4.4	3.3	2.5	12.8	9.3	6.6
上海机场	600009 CH	O	83.98	22,544	38.2	30.4	28.3	5.7	5.0	4.4	29.9	23.1	21.3	0.8	1.0	1.1	15.9	17.6	16.6
广州机场	600004 CH	O	19.50	5,621	35.7	41.6	30.3	2.6	2.5	2.3	16.5	16.9	13.5	0.9	0.7	1.0	7.2	5.9	7.6
深圳机场	000089 CH	N	10.61	3,031	32.6	28.8	23.1	1.9	1.8	1.7	15.2	13.9	12.3	0.8	0.9	1.1	5.7	6.2	7.3
平均					28.9	28.2	24.5	2.8	2.6	2.4	16.7	15.0	13.6	1.7	1.5	1.4	10.4	9.7	9.5
国际机场																			
悉尼机场	SYD AU	NR	8.42	12,787	50.9	51.0	44.1	236.5	-191.4	-33.0	22.1	21.2	20.1	4.5	4.6	4.8	103.3	(200.1)	(21.7)
泰国机场	AOT TB	NR	72.00	33,540	40.9	38.9	35.8	7.1	6.6	6.1	26.7	25.1	23.1	1.3	1.4	1.6	17.6	17.6	21.7
苏黎士机场	FHZN SW	NR	183.90	5,696	23.7	18.9	18.5	2.3	2.5	2.4	11.2	10.0	9.6	2.0	3.8	3.1	9.9	12.3	12.3
奥克兰机场	AIA NZ	NR	9.68	7,377	17.8	22.3	42.8	2.0	1.9	1.9	14.6	17.3	22.3	2.2	2.3	2.3	8.9	4.5	4.8
法兰克福机场	FRA GR	NR	76.46	7,740	14.9	16.5	15.2	1.7	1.6	1.5	10.3	9.8	9.3	2.6	2.6	2.8	11.8	9.9	10.4
平均*					24.3	24.2	28.1	3.3	3.1	3.0	15.7	15.6	16.1	2.0	2.5	2.5	12.0	11.1	12.3

*建银国际证券评级: O = 优于大市, N = 中性, U = 弱于大市, NR = 未评级; 除去悉尼机场

** 股价截至2019年9月3日(港元)

资料来源: 彭博社, 建银国际证券

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们将于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及 / 或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征询独立法律、财务、会计、商业、投资和 / 或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及 / 或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和 / 或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美

国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097