

机场行业：产能瓶颈缓解，短期利空 无碍机场免税持续增长

2019年11月06日

看好 / 维持

交通运输 | 行业报告

——“不一样的财报解读”系列之2019年三季报

分析师	曹奕丰	电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
研究助理	李蔚	电话：18505357988	邮箱：liweiyjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119050016

投资摘要：

今年三季度，机场板块在新增产能与外部环境方面都存在可圈可点的变化，我们将从三季度的业绩出发，对相关的变化做简单的盘点。

三季度机场板块增速下行，白云机场业绩低于预期：分机场看，白云机场业绩低于预期，主要是因为有税商业退租导致的商铺租金断档，预计单季度影响约一个亿的营收；上海机场业绩符合预期，盈利增速下滑主要系卫星厅投产以及地区航线景气度大幅下滑导致的免税销售增速放缓；深圳机场业绩略低预期，我们认为主要系人工成本超预期，表现为支付给职工以及为职工支付的现金大幅增长。

一线机场产能紧张问题将大幅缓解，浦东机场免税面积大幅增长：大兴机场与浦东机场卫星厅建成后，两地的时刻供给不足问题有望获得明显缓解。浦东卫星厅投产除了带来客流量的增长外，机场的免税商业面积也实现了翻倍以上增长，从原来的8000平方米左右增加到近17000平，有助于机场免税销售的放量。

地区航线遇冷影响浦东机场免税增速，但替代航线与相关机场短期受益：受地区航线客流下滑影响，相关航线的机场免税销售受到较大影响。以上海机场为例，三季度T2航站楼的免税收入为9.25亿元，环比第二季度的9.17亿元几乎没有增长。但另一方面，白云与深圳两场旅客吞吐量在短期内实现了大幅度的提升。

冬春时刻安排显示，一线机场国际时刻增速明显高于国内时刻：我们对19/20冬春航季的民航时刻表进行拆分后发现，几大枢纽机场的国际航线时刻增速明显高于国内航线增速。我们认为这将是未来几年的趋势性变化。

投资策略：随着我国传统行业逐步由增量经济向存量经济转变，交通运输作为辅助行业同样会出现行业格局变化放缓，盈利向龙头企业集中的趋势。对于基建类板块（如高速、机场、港口等），**区位优势将带来持续的确定性溢价。**这其中机场板块通过高额的免税品特许经营收益将机场的客户资源成功变现，值得长期关注。我们依旧看好机场免税收入的持续增长，三季报中暴露的不利因素总体来说偏短期，并不动摇机场免税的大逻辑。

风险提示：宏观经济增长放缓；免税业务增长不及预期；恶劣天气；相关政策的变动；特殊因素导致的部分航线遇冷。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
首都机场	0.66	0.59	0.42	0.28	10.8	12.1	17.1	25.6	1.26	强烈推荐
上海机场	2.20	2.70	2.82	3.30	35.8	29.1	27.9	23.8	4.90	推荐
白云机场	0.55	0.38	0.56	0.70	33.6	48.6	33.0	26.4	2.41	未评级

资料来源：公司财报、Wind，东兴证券研究所

目 录

1. 三季度机场板块增速下行，白云机场业绩低于预期	3
2. 大兴机场与浦东卫星厅投产，一线机场产能紧张问题预计大幅缓解	4
3. 地区航线遇冷影响浦东机场免税增速，但替代航线与相关机场短期受益	5
4. 冬春时刻安排显示，一线机场国际时刻增速明显高于国内时刻	6
5. 投资建议	8
6. 风险提示	8

插图目录

图 1: A 股上市机场三季度单季归母净利润 (单位: 亿元)	3
图 2: A 股上市机场单季利润增速走势	3
图 3: 上海机场卫星厅转固, 固定资产增长约 120 亿元	3
图 4: 深圳机场前三季度支付给职工的现金大幅增长	3
图 5: 保守估计 2025 年首都地区整体吞吐量超 1.5 亿人次	4
图 6: 预计首都地区整体飞机起降架次实现快速增长	4
图 7: 白云机场旅客吞吐量与起降架次增速起底回升	5
图 8: 浦东机场起降架次增速缓慢, 处于产能受限状态	5
图 9: 三大航缩减地区航线运力 (ASK, 百万公里)	6
图 10: 三大航地区航线客座率大幅下跌至 70% 以下	6
图 11: 上海机场 T2 航站楼免税营收环比基本没有增长	6
图 12: 白云与深圳机场旅客吞吐量迎来高增长	6
图 13: 2019 年冬春航季, 一线城市机场国际航线时刻增速普遍高于国内	7
图 14: 近三个航季, 国际航线时刻的同比增速在逐季提升	7

表格目录

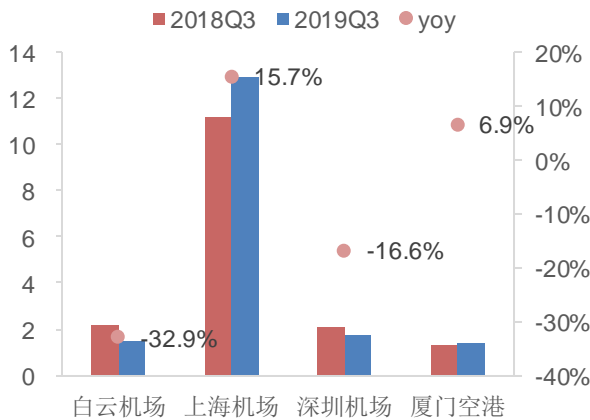
表 1: 卫星厅投产后浦东机场免税店面积大幅拓展	5
--------------------------------	---

今年三季度，机场板块基本面的变化可圈可点。新增产能方面，大兴机场与浦东机场卫星厅投产。结合去年白云机场 T2 航站楼的投产，我国一线城市机场产能不足的问题短期将得到有效缓解，从今年冬春航季的时刻表可以看到一线机场的时刻管控有所松动。外部环境方面，地区航线受相关事件的影响而遇冷，作为替代的深圳与白云两场迎来了旅客吞吐量的高增长。我们认为机场板块近期的变化整体上有助于免税品消费的持续增长。

1. 三季度机场板块增速下行，白云机场业绩低于预期

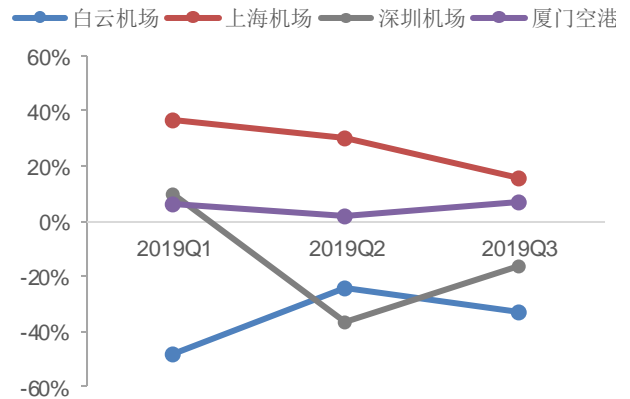
19 年三季度，A 股机场板块业绩增速整体下行，其中上海机场单季净利润 12.95 亿元，同比增长 15.7%，较上半年 30% 以上的增长有所回落；白云机场净利润 1.45 亿元，同比下滑 32.9%，相比 Q2 的下滑 24.3%，降幅有所扩大。

图 1：A 股上市机场三季度单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

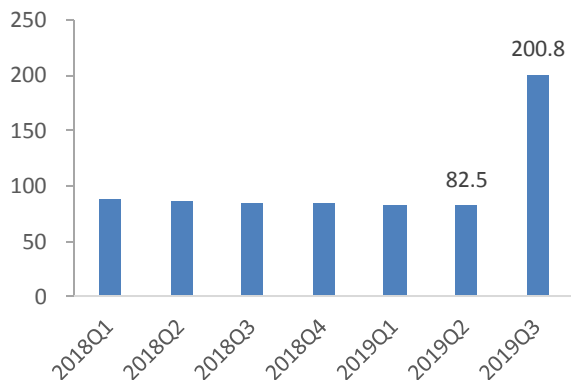
图 2：A 股上市机场单季利润增速走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

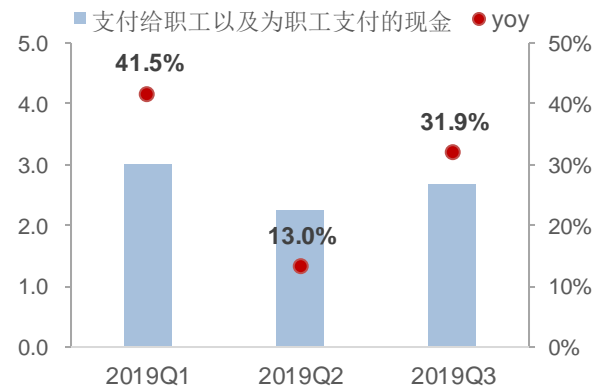
分机场看，白云机场业绩低于预期，主要是因为机场建设费返还的取消，以及有税商业退租导致的商铺租金断档。公告显示，白云机场同时就有税商业的租金纠纷申请了两场仲裁，被申请人分别为中信出版集团和武汉嘉诚至德商贸开发有限公司，涉及金额共计超 3 亿元。

图 3：上海机场卫星厅转固，固定资产增长约 120 亿元



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：深圳机场前三季度支付给职工的现金大幅增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

上海机场业绩符合预期，盈利增速下滑主要系卫星厅投产以及地区航线景气度大幅下滑导致的免税销售增速放缓。

深圳机场业绩略低预期，我们认为业绩同比下滑主要系人工成本超预期，可以看到深圳机场本年度。支付给职工以及为职工支付的现金呈现较为明显的增长趋势，前三季度的增长分别为 41.5%，13% 和 31.9%。

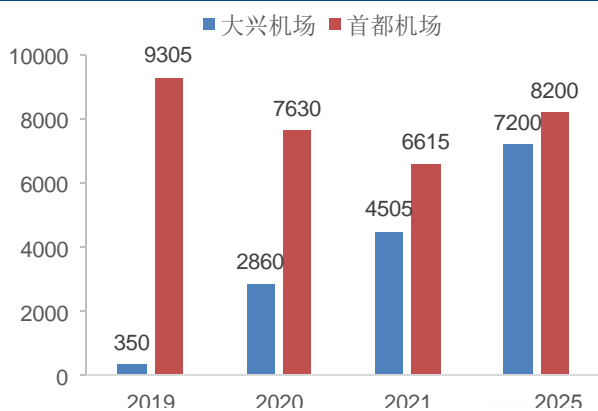
此外值得一提的是，浦东机场卫星厅投产后，固定资产增长不到 120 亿元，与公司之前公布的 168 亿元的总计划开支有较大幅度下降，如果新增资产按照 25 年进行折旧，则每年折旧费用较原本预期数额减少近 2 亿元，略超市场预期。

2. 大兴机场与浦东卫星厅投产，一线机场产能紧张问题预计大幅缓解

今年三季度最令人瞩目的莫过于大兴机场以及浦东机场卫星厅的建成投产。

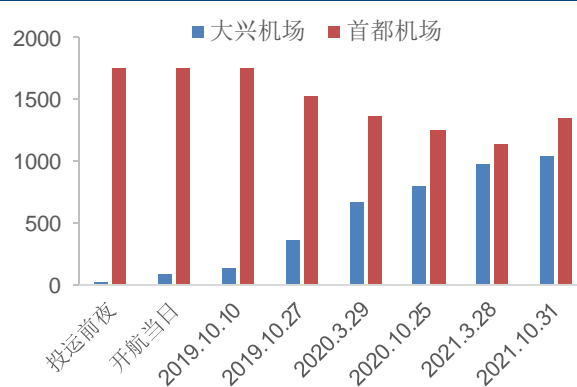
首都方面，大兴机场建成后首都地区时刻供给不足的问题有望缓解。根据年初公布的“一市两场”航班资源配置方案，首都地区两场计划在 2025 年合计实现吞吐量超过 1.5 亿人次，近几年首都机场时刻紧张的问题将得到有效缓解。

图 5：保守估计 2025 年首都地区整体吞吐量超 1.5 亿人次



资料来源：一市两场”航班资源配置方案，东兴证券研究所

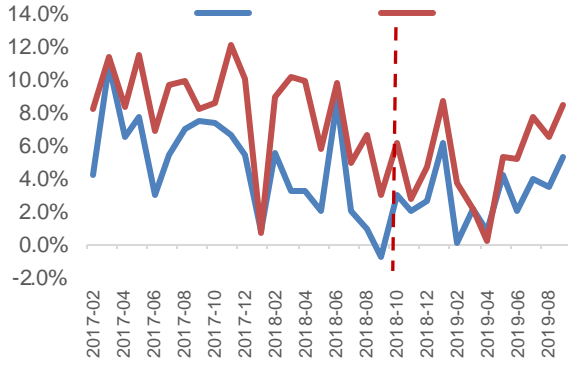
图 6：预计首都地区整体飞机起降架次实现快速增长



资料来源：一市两场”航班资源配置方案，东兴证券研究所

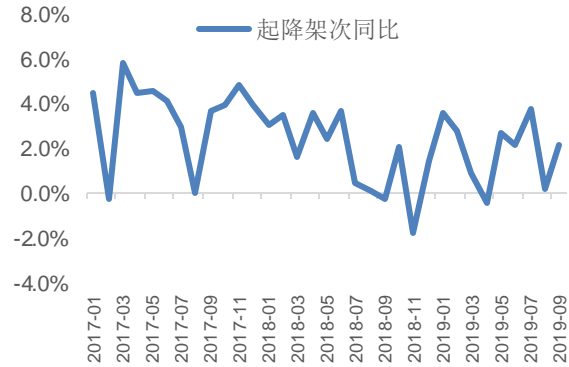
浦东机场卫星厅的投产也将有效缓解浦东机场的产能压力。从浦东机场的起降架次增速来看，近几年的增速中枢在 3% 左右，处于明显的产能瓶颈期。卫星厅带来的起降架次增长我们认为可以参考白云机场 T2 航站楼投产后的节奏。

图 7：白云机场旅客吞吐量与起降架次增速起底回升



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：浦东机场起降架次增速缓慢，处于产能受限状态



资料来源：Wind，东兴证券研究所

白云机场 T2 航站楼于 2018 年二季度投产，度过了约一个航季的试用期后，18/19 年冬春航季开始白云机场的起降架次与旅客吞吐量增速开始回升。类比白云机场，我们预计明年三月的航班换季后，浦东机场的时刻也会有一定的增长。

浦东机场卫星厅投产除了带来客流量的增长外，机场的免税商业面积也实现了翻倍以上增长，从原来的 8000 平方米左右增加到近 17000 平，有助于机场免税销售的放量。

表 1：卫星厅投产后浦东机场免税店面积大幅拓展

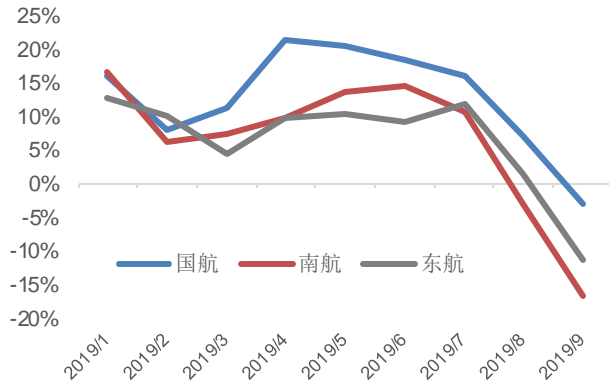
免税面积			
	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022.1-2025.12
	出境店	2,465	2022.1-2025.12
T2 航站楼	进境店/提货点	1,136	2019.1-2025.12
	出境店	3,431	2019.1-2025.12
S1 卫星厅	出境店	4,678	2019.9-2025.12
S2 卫星厅	出境店	4,384	2019.9-2025.12
总计		16,915	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 地区航线遇冷影响浦东机场免税增速，但替代航线与相关机场短期受益

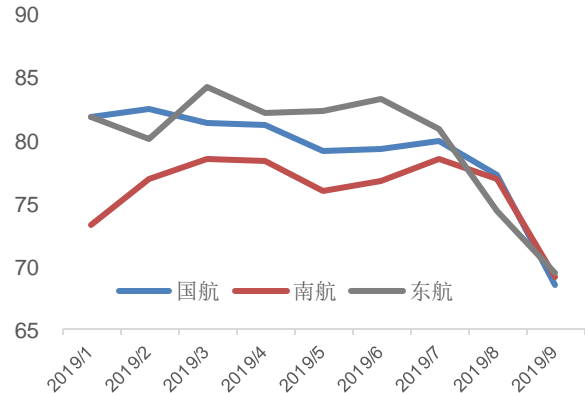
三季度，香港与台湾航线普遍遇冷，从三大航月度数据可以看出，地区航线客座率断崖式下跌至 70% 以下，三大航在地区航线的运力供给也相应调减 10% 左右。

图 9：三大航缩减地区航线运力（ASK，百万公里）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

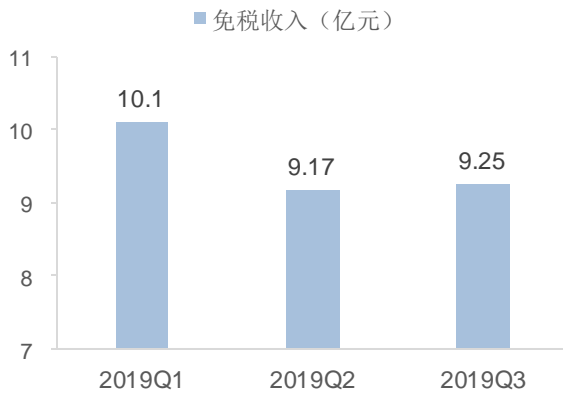
图 10：三大航地区航线客座率大幅下跌至 70%以下



资料来源：Wind，东兴证券研究所

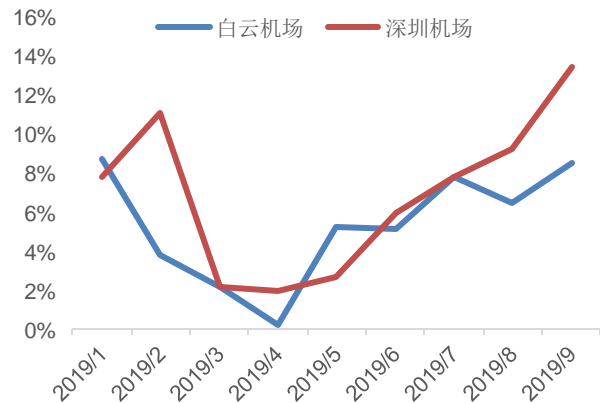
受地区航线客流下滑影响，相关航线的机场的免税销售受到较大影响。上海机场今年披露了每个季度 T2 航站楼的免税收入数据，我们可以看到，三季度作为航空旺季，T2 航站楼的免税收入为 9.25 亿元，环比二季度的 9.17 亿元几乎没有增长。

图 11：上海机场 T2 航站楼免税营收环比基本没有增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：白云与深圳机场旅客吞吐量迎来高增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

与上海机场形成明显对比的是白云与深圳两场，特别是最靠近香港的深圳机场，旅客吞吐量在短期内实现了大幅度的提升。

我们认为今年地区航线的遇冷存在一定的特殊性，特别是香港地区的影响不会持续太长时间。但相关事件的发生对于未来珠三角地区几大机场的远期定位与规划可能产生影响，珠三角地区国际航线的中转中心由香港缓慢地向内地深圳与白云两场转移是大概率的事件。

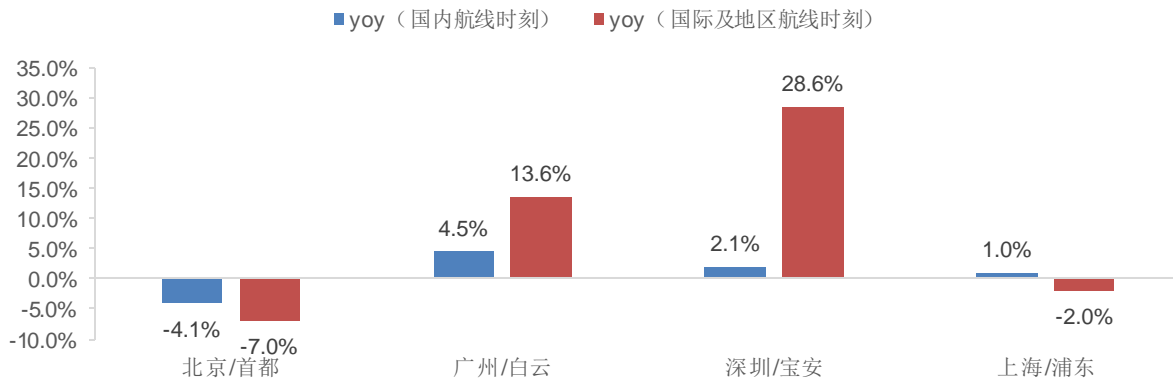
4. 冬春时刻安排显示，一线机场国际时刻增速明显高于国内时刻

我们对 19/20 冬春航季的民航时刻表进行拆分后发现，几大枢纽机场的国际航线时刻增速明显高于国内航线增速。我们认为这将是未来几年的趋势性变化。

国际航线非常注重网络效应，因为每一条新增的航线都可能与已有的航线实现联动效应（中转），是“1+1>2”的典型，故而国际航线具有天然的富集效应。随着几大枢纽机场产能瓶颈的打开，可以看到其新增的航线更多的偏向于国际航线，以更好的发挥其国际枢纽的特性。

从各机场具体数据来看，国际航线增量主要来自珠三角的两大机场，其中深圳机场国际航线时刻增速高达 28.6%，远高于其国内航线增速的 2.1%。白云机场也实现了两位数的国际航线时刻增长。首都机场受到转场影响同比增速下滑，属于特殊情况。

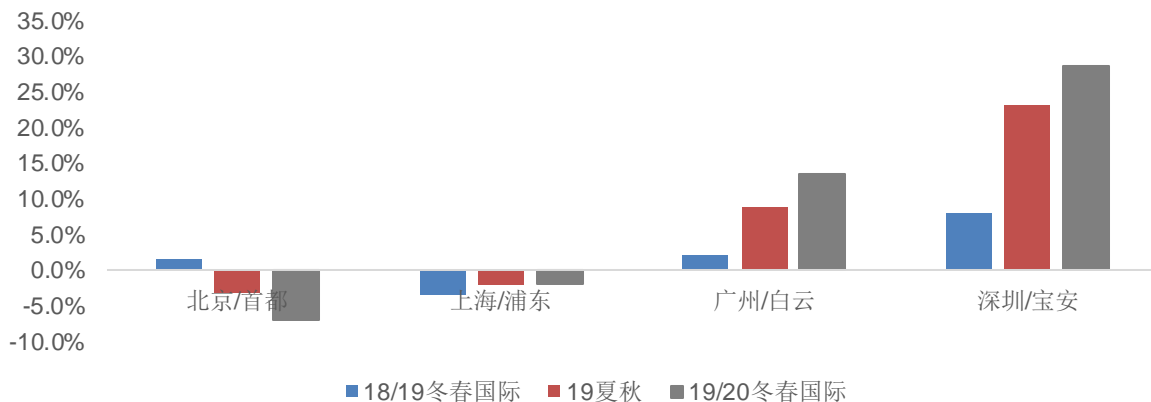
图 13：2019 年冬春航季，一线城市机场国际航线时刻增速普遍高于国内



资料来源：pre-flight，东兴证券研究所

单看一线机场的国际航线时刻同比增速，我们也可以发现其整体的增速在逐季提升（北京受转场影响例外）。除了白云和深圳连续两个航季国际航线时刻实现高增长外，我们预计下个航季浦东机场的国际时刻也将随着卫星厅的投产而迎来正增长。

图 14：近三个航季，国际航线时刻的同比增速在逐季提升



资料来源：pre-flight，东兴证券研究所

5. 投资建议

随着我国传统行业逐步由增量经济向存量经济转变，交通运输作为辅助行业同样会出现行业格局变化放缓，盈利向龙头企业集中的趋势。对于基建类板块（如高速、机场、港口等），区位优势将带来持续的确定性溢价。

这其中机场板块尤其特殊，国际枢纽机场不但从传统的飞机起降业务中获利，还通过高额的免税品特许经营收益将机场的客户流量成功变现，其盈利增长脱离了传统的机场分析框架，向着免税时代大踏步迈进，值得长期关注。我们依旧看好机场免税收入的持续增长，三季报中暴露的不利因素总体来说偏短期，并不动摇机场免税的大逻辑。

6. 风险提示

宏观经济增长放缓；免税业务增长不及预期；恶劣天气；相关政策的变动；特殊因素导致的部分航线遇冷。

分析师简介

曹奕丰

金融数学硕士，本硕就读于复旦大学，2015 年至 2018 年于广发证券任交通运输行业分析师，2019 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

英国曼彻斯特大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。