

深圳机场 (000089.SZ)

国际线潜力有望释放，期待疫后复苏

核心观点

深圳机场历史运营平稳：深圳机场位于中国深圳市宝安区、珠江口东岸。深圳机场上市公司运营深圳机场 A、B 航站楼、T3 航站楼及 T3 卫星厅、深圳机场飞行区资产、货运区资产及地面交通中心等资产，历史运营平稳，2019 年营业收入 38.1 亿，实现归母净利润 5.94 亿，受疫情影响，近两年公司经营出现一定压力，2021 年公司营业收入 33.06 亿，实现归母净利润-0.34 亿。

枢纽机场国际线为纲。由于航线品质高，航空公司于枢纽机场排班密集，制约枢纽机场业务量天花板的核心变量为高峰小时容量，而在同样航班密度下，由于收费标准差异，国际线占比决定了枢纽机场的航空性业务收入规模，此外，机场免税业务发展同样依托于国际线客流，唯有非航业务驱动，机场运营方可弱化传统产能周期，因此我们认为国际线是枢纽机场发展之纲。

深圳机场未来国际航线发展潜力大。深圳机场已经被定位为国际航空枢纽，疫情前便开始积极引流航司开辟国际航线，国际线客流量增长进入快车道，2019 年达到 591 万人次，相比 2015 年翻两倍。尽管目前国门接近关闭，国际客流量低迷，但随着国内疫苗接种普及，药物研发加速，终有朝一日深圳机场将恢复与各国的正常互联互通，国际客流量有望迅猛恢复。公司规划至 2025 年国际线旅客数量达到 1000 万人次，拉动公司主营业务收入持续增长。

期待非航收入发力拉动业绩长远增长。目前深圳机场 T3 进出境免税已经公告招标，暂未披露结果。我们认为不论是深免延续经营还是其他免税运营商斩获经营权，伴随着国际线持续放量，深圳机场免税销售均有望实现快速增长，驱动免税租金收入成为公司营收的新增长极，叠加有税商业租赁收入回暖，广告业务持续增长，非航收入的快速提升有望迅速带动公司业绩从低谷中复苏，长期使公司传统的产能周期弱化，实现长远增长。

盈利预测与投资建议：受制于疫情影响及 T3 卫星厅投产后成本一次性跃升，深圳机场当前正处于业绩谷底，未来随着疫情影响逐步消退，客流有望持续恢复并创新高，公司业绩有望迎来底部反转。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 31.4/41.6/54.0 亿元，同比分别增长-5.1%、32.4%、29.8%，实现归母净利润分别为-8.60/-2.87/4.16 亿元。按照 FCFF 估值模型，我们认为公司合理股价应该在 8.36 元左右，相比 2022 年 7 月 28 日收盘价有 20% 的向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：估值风险、盈利预测风险、宏观经济下滑、疫情反复、国门开放进度慢于预期、免税销售不及预期、成本上行超出预期

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,997	3,306	3,137	4,155	5,395
(+/-%)	-21.3%	10.3%	-5.1%	32.4%	29.8%
净利润(百万元)	28	-34	-860	-287	416
(+/-%)	-95.3%	-222.7%	—	—	扭亏
每股收益(元)	0.01	-0.02	-0.42	-0.14	0.20
EBIT Margin	-0.5%	1.3%	-29.9%	-5.1%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	0.2%	-0.3%	-7.8%	-2.7%	3.7%
市盈率 (PE)	504.8	-411.5	-16.5	-49.4	34.1
EV/EBITDA	42.6	52.8	-151.0	50.7	19.3
市净率 (PB)	1.19	1.19	1.28	1.32	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	7.91 - 8.89 元
收盘价	6.96 元
总市值/流通市值	14275/14275 百万元
52 周最高价/最低价	8.28/5.97 元
近 3 个月日均成交额	99.59 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：核心空港之一，历史平稳发展	5
历史沿革及股权结构	6
业务量持续增长，营收规模稳步提升	7
成本波动上升，费用整体稳定，疫情扰动盈利承压	8
国际业务为纲，枢纽机场蓬勃发展	10
民航发展驱动机场客流不断走高，疫情冲击下韧性犹存	10
高峰小时容量瓶颈，枢纽机场客流增速趋缓	11
机场航空主业收入取决于航班、旅客量及类别，国际航线贡献大	12
产能周期逐步弱化，非航收入尤其是免税租金主导枢纽机场业绩	14
公司分析：航空业务主导，非航收入持续增长	16
航空主业	16
航空物流业务	17
航空广告业务	18
航空增值服务	19
国际线大有可为，期待免税租金成为新增长极	19
突破产能瓶颈，疫后复苏客流回暖，国际线中期展望乐观	20
广告、商业齐头并进，免税租金有望成为新增长极	21
资本开支延续，期待成本管控持续优化	23
盈利预测	24
核心假设及盈利预测	24
盈利预测敏感性分析	27
估值与投资建议	27
估值分析	27
投资建议	28
风险提示	29
附表：财务预测与估值	31
免责声明	32

图表目录

图 1: 深圳机场示意图	5
图 2: 深圳机场股权结构图	7
图 3: 深圳机场航班起降架次及同比增速	8
图 4: 深圳机场旅客吞吐量及同比增速	8
图 5: 深圳机场货邮吞吐量及同比增速	8
图 6: 深圳机场营业收入及同比增速	8
图 7: 深圳机场机场营业成本及同比增速	9
图 8: 深圳机场毛利润及毛利润率	9
图 9: 深圳机场各项费用率水平	9
图 10: 深圳机场投资收益	9
图 11: 深圳机场归母净利润	10
图 12: 深圳机场归母净利润率	10
图 13: 民航运输飞机数量及同比增速	10
图 14: 民航旅客运输量	10
图 15: 民航运输机场数量	11
图 16: 2019 年机场旅客吞吐量排名	11
图 17: 我国北上广深各机场航班起降架次走势	11
图 18: 我国北上广深各机场旅客吞吐量（万人次）走势	11
图 19: 典型一线机场（首都机场）的日内航班分布	12
图 20: 典型三线机场（常州机场）的日内航班分布	12
图 21: 我国机场国际及地区线旅客吞吐量	14
图 22: 三大枢纽机场及深圳机场国际线旅客量及占比	14
图 23: 机场传统业务产能周期示意图	14
图 24: 北上广深机场收入规模对比	15
图 25: 北上广深机场归母净利润规模对比	15
图 26: 北上机场 2018-2019 年免税租金收入（百万）测算	16
图 27: 上海机场、白云机场股价走势	16
图 28: 深圳机场 2021 年收入构成（百万）	16
图 29: 深圳机场 2021 年各业务板块毛利情况	16
图 30: 深圳机场航空性收入及同比增速	17
图 31: 深圳机场航空主业毛利润及毛利润率	17
图 32: 深圳机场航空物流服务收入及同比增速	17
图 33: 深圳机场单位货邮吞吐量对应物流服务收入	17
图 34: 深圳机场航空物流服务业务营业成本及同比增速	18
图 35: 深圳机场航空物流业务毛利润及毛利润率	18
图 36: 深圳机场航空广告服务收入及同比增速	19
图 37: 深圳机场航空广告业务毛利润及毛利润率	19

图 38: 深圳机场航空增值服务收入	19
图 39: 深圳机场航空增值服务毛利润及毛利润率	19
图 40: 深圳机场年报提及高峰小时容量	20
图 41: 深圳机场国际航线旅客量	20
图 42: 深圳机场历年单客广告收入	21
图 43: 深圳机场历年单客商业租赁收入	21
图 44: 2021 年我国各免税运营商市场份额	22
图 45: 深圳机场 2019 年夏秋航季国际线地区线结构	22
图 46: 深圳机场招标方案	23
图 47: 各机场单客免税销售额	23
图 48: 深圳机场折旧成本	24
图 49: 深圳机场扣除折旧以外的营业成本	24
图 50: 深圳机场历史 PE 估值水平	29
图 51: 深圳机场历史 PB 估值水平	29
表 1: 深圳机场历史沿革	6
表 2: 我国机场国内线航空主业收费标准	13
表 3: 我国机场国际线航空主业收费标准	13
表 4: 疫情前机场免税招商火热	15
表 5: 深圳机场业务量预测	24
表 6: 深圳机场营业收入预测表	25
表 7: 深圳机场成本预测表	25
表 8: 深圳机场盈利预测	26
表 9: 归母净利润（百万）对客流恢复的敏感性测试	27
表 10: 上海机场及白云机场一致盈利预测估值	27
表 11: FCFF 预测表	28
表 12: 合理股价（元）敏感性测试表	28

公司概况：核心空港之一，历史平稳发展

深圳机场位于中国深圳市宝安区、珠江口东岸。深圳机场上市公司运营深圳机场A、B航站楼、T3航站楼及T3卫星厅，深圳机场飞行区资产、货运区资产及地面交通中心等资产。航站楼方面，目前A、B航站楼仍处于闲置状态，T3航站楼面积45.1万m²，卫星厅近24万m²；飞行区等级为4F级，可供全球最大的客机起降，有两条跑道；货运区物流设施包括国内货站、国际货站、快件监管中心、UPS亚太转运中心、顺丰华南转运中心；地面交通中心是一个多元化的综合交通枢纽，可实现海、陆、空、铁多式联运无缝衔接。

图1：深圳机场示意图



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

历史沿革及股权结构

改革开放历史大潮下深圳迎来历史性的腾飞，城市发展对交通运输通达性的高标准要求催生对航空服务的需求。1984 年深圳机场开始可行性研究，1987 年 5 月深圳机场获得国家批准立项，并于 1989 年正式开工。1989 年深圳机场集团成立，1991 年 10 月，深圳机场正式通航，并于 1993 年开通国际航线。1998 年深圳机场集团作为深圳机场独家发起人，经深圳市政府批准对其部分资产及业务进行改组，公开发行股票并以募集方式成立上市公司。

2004 年深圳机场 B 候机楼改扩建工作完成。2005 年 12 月，公司实施股权分置改革，消除上市公司股份分置状况。2008 年公司向大股东深圳机场集团发行股份购买机场集团拥有的飞行区资产及航站楼停车场及站前交通设施、深圳机场物流园发展有限公司 30%的股权及相关土地使用权。

2011 年 7 月由集团出资建设的第二跑道正式启用；2013 年，由上市公司出资建设的深圳机场 T3 航站楼正式启用，同时 AB 航站楼与国际候机楼停用。2016 年深圳机场定位提升为国际枢纽机场。2021 年底深圳机场 T3 航站楼卫星厅投入使用。目前深圳机场主要运营 T3 航站楼及卫星厅、两条跑道及货站等资产，此外，深圳机场第三跑道已经开工建设，T4 航站楼也在规划中。

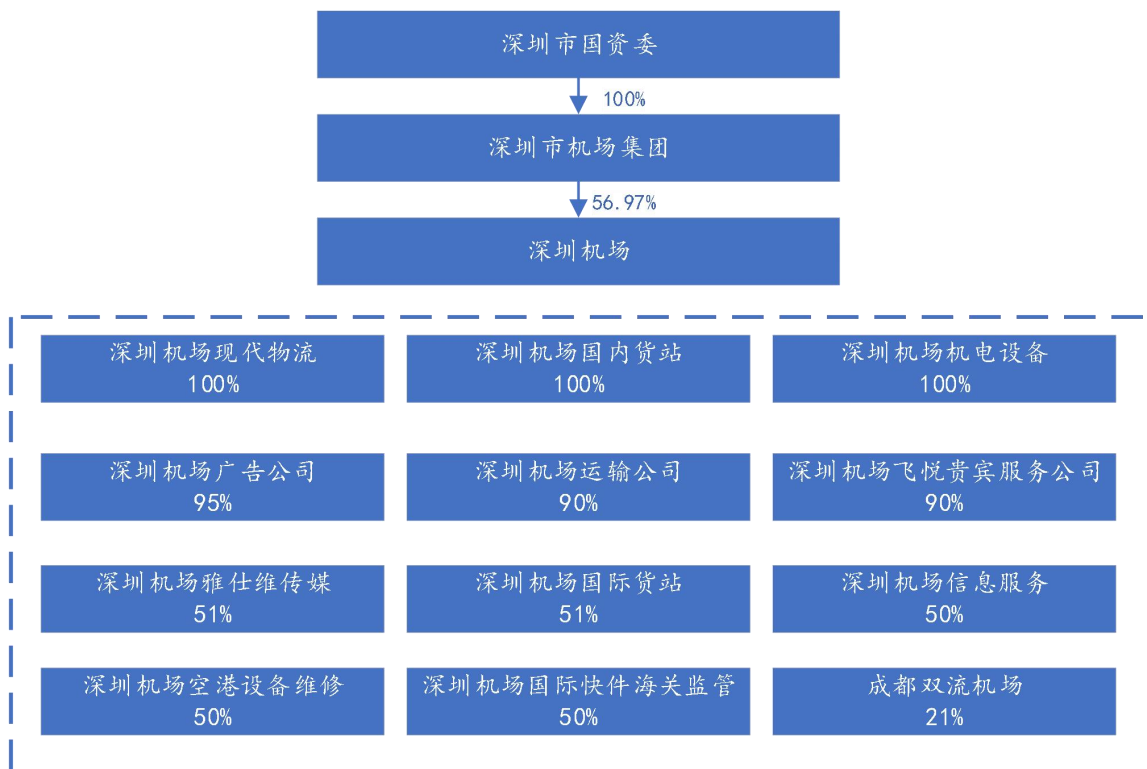
表 1：深圳机场历史沿革

1984 年	深圳机场开始可行性研究
1987 年	深圳机场建设获得国家批准立项
1989 年 5 月	深圳机场集团成立，深圳机场开工建设
1991 年 10 月	深圳机场正式通航
1993 年 5 月	通过口岸验收，开通国际航线
1996 年底	航线数量达到 87 条，通航城市达到 57 个
1998 年 3 月	深圳市政府批准，深圳机场集团对其部分资产及业务进行改组，公开发行股票募集资金，成立上市公司
2004 年 1 月	深圳机场 B 候机楼正式启用
2005 年 12 月	股权分置改革完成
2008 年	公司向大股东深圳机场集团发行股份购买飞行区资产等相关资产
2011 年 7 月	二跑道正式启用
2013 年 11 月	T3 航站楼正式启用，AB 航站楼及国际候机楼停用
2016 年	深圳机场定位提升为国际枢纽机场
2021 年 12 月	深圳机场 T3 卫星厅建成使用

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构方面，深圳机场大股东为深圳市机场集团，持股比例为 56.97%，实际控制人为深圳市国资委。参股及控股公司中，公司全资控股深圳机场现代物流公司、深圳机场国内货站公司、深圳机场机电设备公司，控股深圳机场广告公司、深圳机场运输公司、深圳机场雅仕维传媒公司、深圳机场国际货站公司等，此外，公司还持有成都双流机场 21%的股权。

图2：深圳机场股权结构图



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

业务量持续增长，营收规模稳步提升

深圳市经济腾飞发展，深圳机场航班量及旅客货邮流量显著提升。2019年深圳机场航班起降架次 37.02 万，旅客吞吐量 5293 万人次，其中国际及地区线旅客量 591 人次，货邮吞吐量 128.34 万吨，分别位列我国机场的第四、第五、第四位。2021年深圳机场航班起降架次 31.79 万，旅客吞吐量 3636 万，货邮吞吐量 156.83 万吨，恢复至疫情前的 85.9%、68.7%、122.2%。

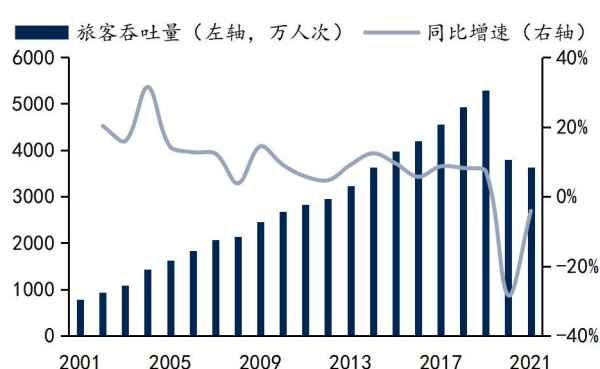
深圳机场运营机场航站楼及跑道资产，收取航空公司航班过港相关费用及旅客进出港相关费用等，并依托航站楼及跑道等相关资产运营免税、商业、广告等业务，随着客流量持续增长，公司营业收入持续上升，2019年收入达到 38.1 亿，2020年受到疫情显著冲击，2021年有所复苏，收入规模为 33.06 亿，同比增长 10.3%，相比疫情前仍有明显差距。

图3: 深圳机场航班起降架次及同比增速



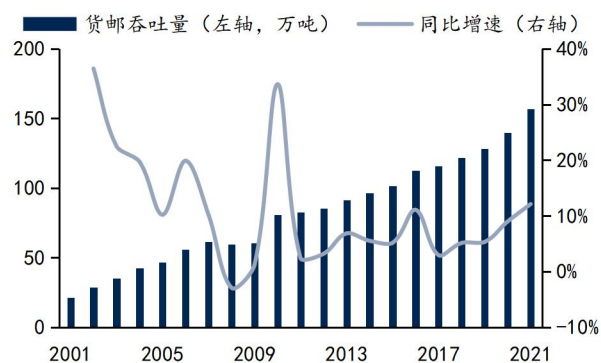
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 深圳机场旅客吞吐量及同比增速



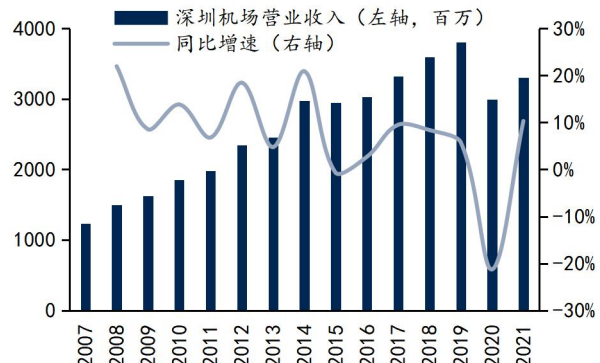
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 深圳机场货邮吞吐量及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 深圳机场营业收入及同比增速



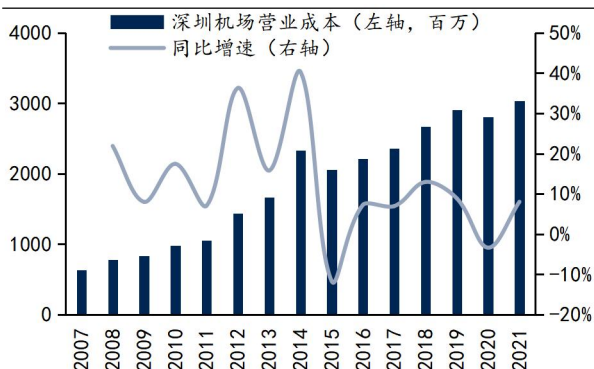
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

成本波动上升，费用整体稳定，疫情扰动盈利承压

机场营业成本主要包括折旧、人工、水电、维修费用等，2014-2020年由于无大额资本开支转固，折旧成本基本稳定，而人工成本等逐年上行拉动营业成本持续增长，2021年为30.3亿，同比增长8.0%。

近两年公司因疫情影响收入端承压，毛利润显著下降，2021年为2.75亿，同比增长44%，毛利润率8.3%，同比提高1.9pct。

图7：深圳机场机场营业成本及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：深圳机场毛利润及毛利率

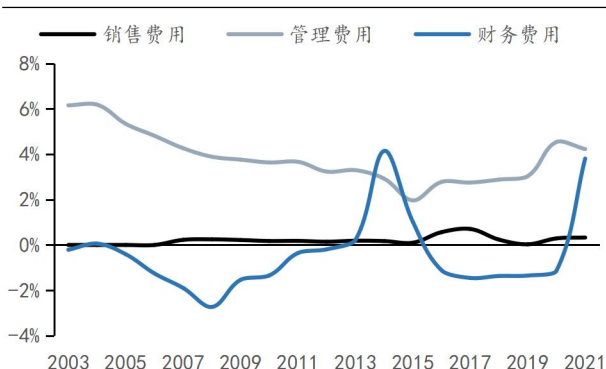


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由于机场运行很少需要展开额外的营销活动，因此机场上市公司销售费用相对较低，深圳机场2021年销售费用仅为0.11亿，销售费用率仅为0.33%；管理费用方面，公司管理费用逐年走高，2021年为1.40亿，管理费用率4.23%；公司为运营类公司，无研发费用；财务费用方面，公司历年财务状况整体良好，2021年因经租进表，财务费用有所提升，为1.26亿，财务费用率3.81%。

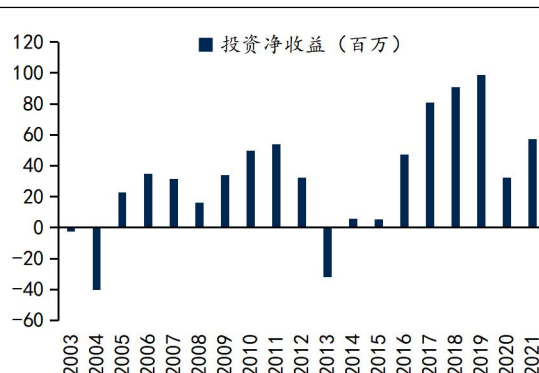
投资收益方面，公司持有国际货站、机场雅仕维传媒各51%股权，此外还持有有机场国际快件海关监管公司50%的股权及成都双流机场21%的股权。2020-2021年因疫情影响，成都双流机场贡献负投资收益，深圳机场录得的投资收益有所下滑，但预计疫情消退后，相关投资收益仍将逐步回归至正常水平。2021年深圳机场投资收益为0.57亿，同比显著提升。

图9：深圳机场各项费用率水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：深圳机场投资收益



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

整体来看，尽管公司收入持续增长，但由于国际线业务量占比仍相对较低，免税

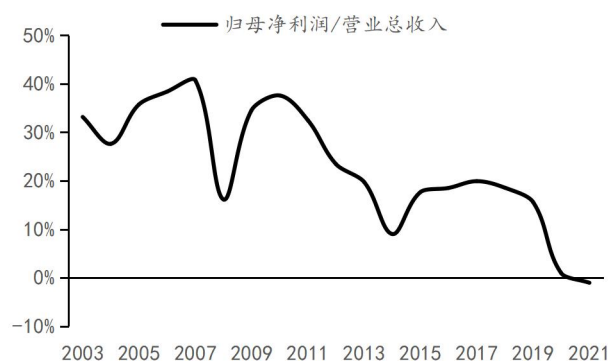
不发达，商业租金增长尚不足以带动公司业绩脱离传统的机场产能周期，且由于T3卫星厅的投产带来的成本提升及疫情的持续扰动，公司业绩仍有波动，2021年录得亏损，亏损0.34亿，2022年上半年公司亏损幅度有所扩大，上半年业绩预告的中值亏损为6.15亿。

图11: 深圳机场归母净利润



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图12: 深圳机场归母净利润率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

国际业务为纲，枢纽机场蓬勃发展

民航发展驱动机场客流不断走高，疫情冲击下韧性犹存

21世纪以来，我国民航实现增长奇迹，运输飞机数量从2001年的566架大幅增长至2021年的4054架，年化增速10.3%，旅客量自2001年的0.75亿增长至2019年的6.60亿，年化增速12.8%。2020-2021年，尽管有疫情扰动，民航客流显著下滑，但在疫情间歇期如2021年4-5月，民航国内线客流迅速回归甚至超越疫情前同期，足以说明民航需求具备充足的韧性。

图13: 民航运输飞机数量及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 民航旅客运输量



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

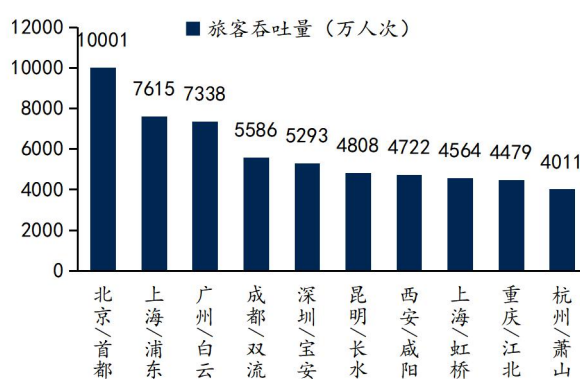
机场为民航发展提供基础设施支持，截至 2021 年底，我国已经拥有运输机场已经达到 248 个，同比增长 7 个。民航旅客主要集中于枢纽机场，2019 年我国前十大机场旅客吞吐量占全国机场旅客吞吐量的 43.2%。2019 年按旅客吞吐量排名前五的机场为北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场、成都双流机场、深圳宝安机场。

图 15: 民航运输机场数量



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2019 年机场旅客吞吐量排名

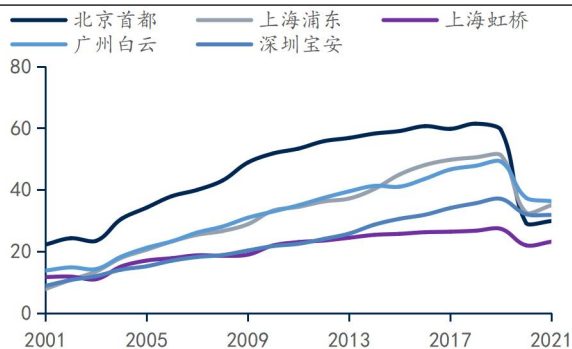


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

高峰小时容量瓶颈，枢纽机场客流增速趋缓

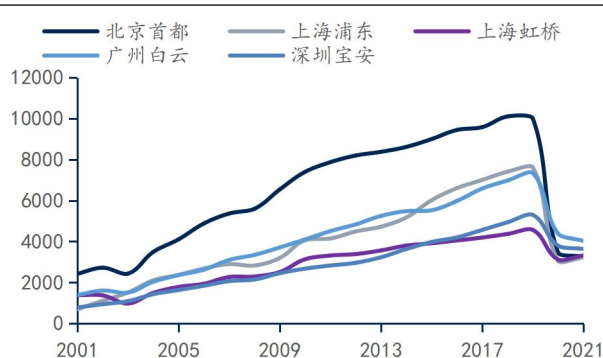
由于航站楼及跑道资源存在瓶颈，疫情前我国北上广深四大一线城市六机场中，除大兴机场刚刚投入运营以外，其余各机场均已经达到或者接近于饱和状态，航班起降架次及旅客吞吐量增速降低。

图 17: 我国北上广深各机场航班起降架次走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: 我国北上广深各机场旅客吞吐量 (万人次) 走势



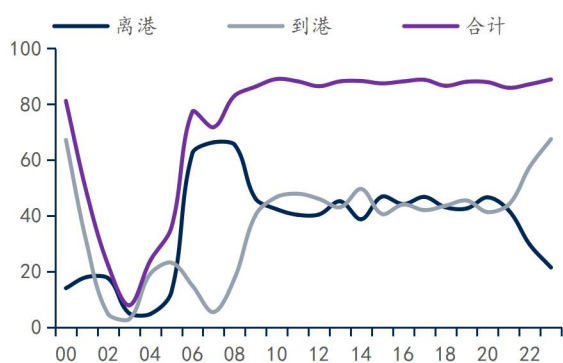
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

机场航班起飞、降落各占用一个起降时刻，由于跑道及空域资源限制，机场单位时间内可容纳的航班起降频率即时刻资源有限。一般而言，旅客出行高峰集中于早上 7-9 点，中午前后及下午 6-8 点，旅客到达则集中于早上 9 点前后，中午前

后及晚间 9 点前后。

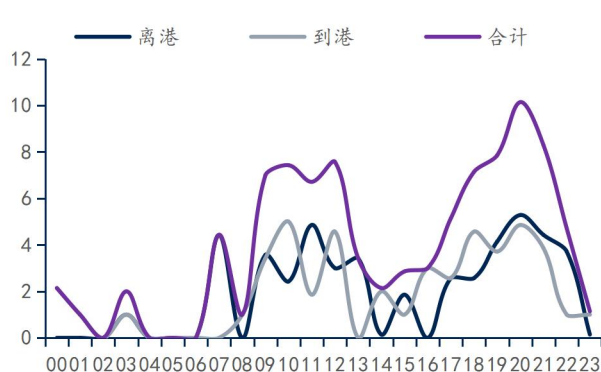
疫情前我国民航供需总量平衡，结构性差异大，对于普通机场而言，机场时刻整体过剩，每天航班起降高峰主要落于上述时段，其余时段航班量相对较少，而核心枢纽机场时刻资源紧张，由于航司航班收益品质高，即便本应是非繁忙时段的时刻亦会被全面占用，繁忙时段航班则更多为宽体机执飞提高单机载运人数，航班起降架次从早上 6 点至晚间 12 点均位于天花板，因此如非疫情影响，民航需求并不是限制枢纽机场客流进一步增长的核心因素，高峰小时架次数才是主导枢纽机场业务量天花板的核心变量。

图 19：典型一线机场（首都机场）的日内航班分布



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 20：典型三线机场（常州机场）的日内航班分布



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

机场航空主业收入取决于航班、旅客量及类别，国际航线贡献大

航空主业指以各航空公司的定期和不定期航班、旅客和货主（物）为服务对象，提供的航空地面保障及航空地面代理服务业务，主要包括飞机起降及离场保障，机场飞行控制区的维护与运营管理，旅客的乘机、候机及进出港服务，航空器的维护及辅助服务，航空货物的地面处理服务等。

航空性服务收费标准如起降费等为政府管制定价，各机场可根据自身实际情况在收费标准的较小的范围内进行浮动定价，其中国际线起降费等收入标准是国内航线的二倍左右，因此国际航线占比较高的枢纽机场航空性业务收入相对较高。

表2: 我国机场国内线航空主业收费标准

收费科目	分类	一类 1 级	一类 2 级	二类	三类
	25 吨以下 (元/架)	240	250	250	270
	26-50 吨 (元/架)	650	700	700	800
起降费	51-100 吨 (元/架)	1200+24* (T-50)	1250+25* (T-50)	1300+26 (T-50)	1400+26* (T-50)
	101-200 吨 (元/架)	2400+25* (T-100)	2500+25* (T-100)	2600+26* (T-100)	2700+26* (T-100)
	200 吨以上 (元/架)	5000+32* (T-200)	5100+32* (T-200)	5200+33* (T-200)	5300+33* (T-200)
停车场	(元)	2 小时内免费, 2-6 小时, 起降费 20%; 6-24 小时 25%; 24 小时以上, 每 24 小时 25% 不足 24 小时, 按 24 小时计			
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 200 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计			
	多桥 (元/架)	单桥标准倍数计收			
旅客服务费	(元/人)	34	40	42	42
安检费	旅客行李 (元/人)	8	9	10	10
	货物邮件 (元/吨)	53	60	62	63

资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

表3: 我国机场国际线航空主业收费标准

收费科目	分类	收费标准
起降费	25 吨以下 (元/架)	2000
	26-50 吨 (元/架)	2200
	51-100 吨 (元/架)	2200+40* (T-50)
	101-200 吨 (元/架)	4200+44* (T-100)
	200 吨以上 (元/架)	8600+56* (T-200)
停车场	(元)	2 小时内免费, 后续每停 24 小时, 按起降费 15% 不足 24 小时, 按 24 小时计
客桥费	单桥 (元/架)	1 小时 100 元, 后续每 0.5 小时 100 元 不足 0.5 小时, 按 0.5 小时计
	多桥 (元/架)	单桥标准倍数计收
旅客服务费	(元/人)	70
安检费	旅客行李 (元/人)	12
	货物邮件 (元/吨)	70

资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

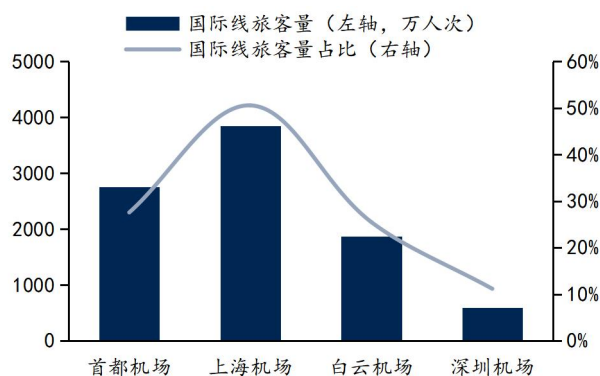
2019 年我国民航国际航线旅客量旅客量 1.67 亿人次, 同比增长 7.6%, 其中北京首都、上海浦东、广州白云三大枢纽机场国际线旅客吞吐量分别为 2757.4 万、3851.4 万、1871.3 万人次, 占我国机场国际客流的半壁江山。2019 年深圳机场国际客流量达到 591 万人次, 同比增长 28.9%, 旅客量占比达到 11.2%, 但不论是从绝对规模上还是旅客占比上看, 深圳机场仍明显均低于三大枢纽。

图21: 我国机场国际及地区线旅客吞吐量



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图22: 三大枢纽机场及深圳机场国际线旅客量及占比

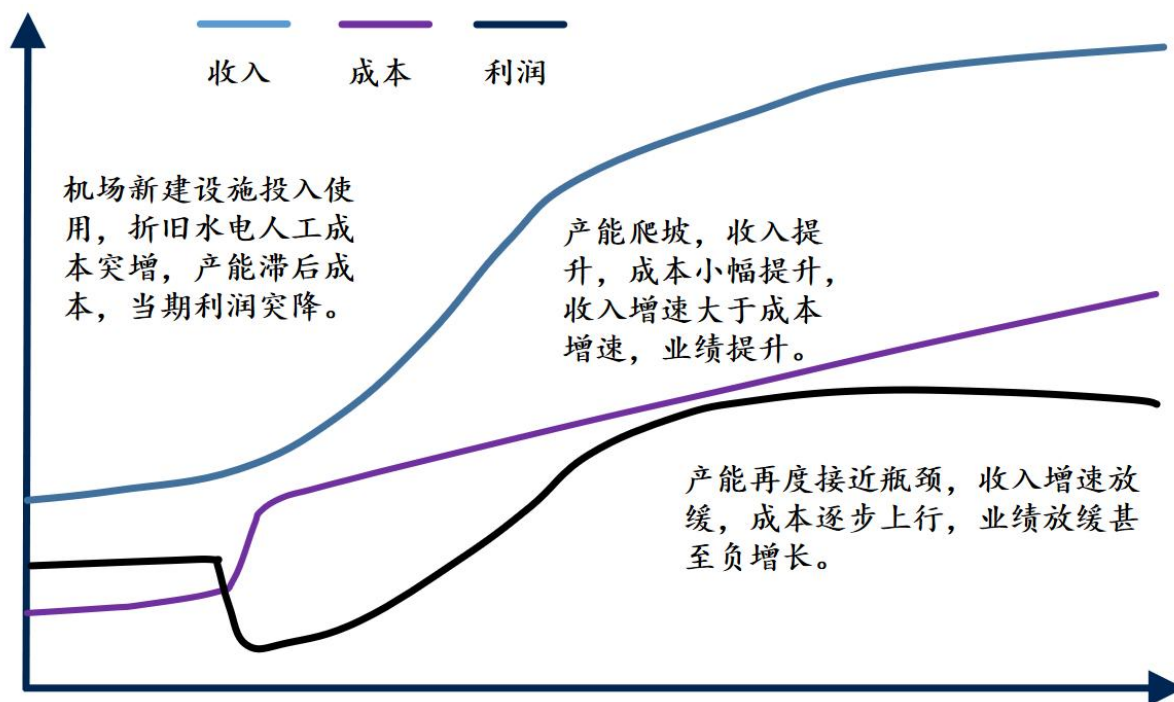


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

产能周期逐步弱化，非航收入尤其是免税租金主导枢纽机场业绩

机场属于基础设施运营类公司，如仅运营支持航班起降所对应的传统业务，则存在显著的产能周期，即每当新增航站楼及跑道资产建成投产，航班、旅客量方才开启上行之路，收入增长不及折旧等成本的一次性上升，业绩出现低谷，此后随着业务量不断提高，收入增长快于成本，业绩不断走高，直至业务量再次接近瓶颈，收入增速逐渐不及人工等成本的上行，业绩放缓甚至出现小幅下滑，而此时新增产能上马，逐步开工建设直至投产，进入下一个产能周期。

图23: 机场传统业务产能周期示意图



资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

非航空性业务依托于航空主业对应的客流资源，其可进一步细分为免税租金、有税商业租金、广告业务等。非航收入依附于航空主业，但增量收入对应的增量成本较少，利润率高，其中疫情前伴随着机场免税业务的快速发展，枢纽机场免税合约重谈带来的免税租金跃升在 2018-2019 年显著提振北上广机场业绩，相关机场的传统产能周期显著弱化。

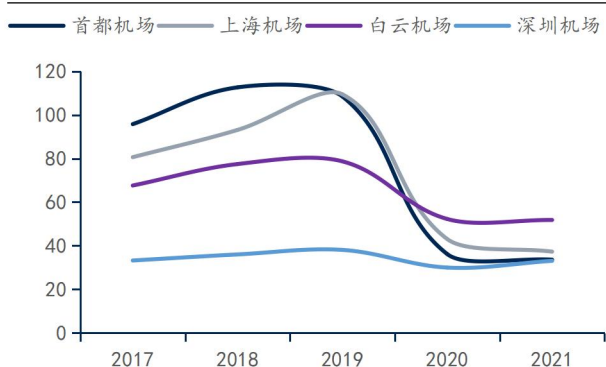
表4: 疫情前机场免税招商火热

免税招标	保底租金	提成率
上海两场	7 年 410 亿	综合提成率 42.5% (烟酒、香化 45%，精品 25%)
北京首都 T2	首年保底 8.3 亿	47.50%
北京首都 T3	首年保底 22 亿	44%
北京大兴	首年保底 6.46 亿	烟酒 49%，香化 46%，精品 20%
广州白云 T1 进境	首年保底 2.83 亿	42%
广州白云 T2 进境	首年保底 4.24 亿	42%
广州白云 T2 出境	首年保底 1.38 亿	35%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

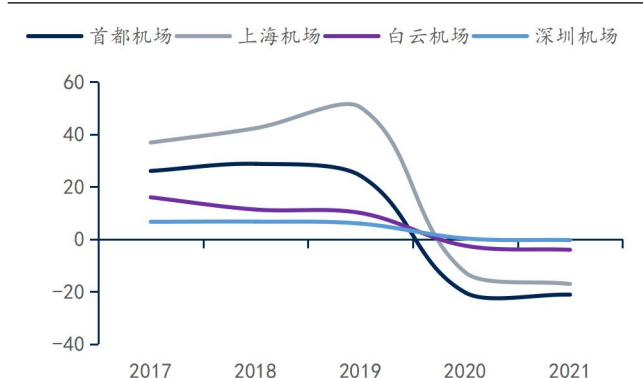
由于深圳机场业务量低于三大枢纽，且当前非航业务尚不发达，因此收入利润规模均低于三大枢纽机场，目前尚未摆脱传统的产能周期。

图24: 北上广深机场收入规模对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

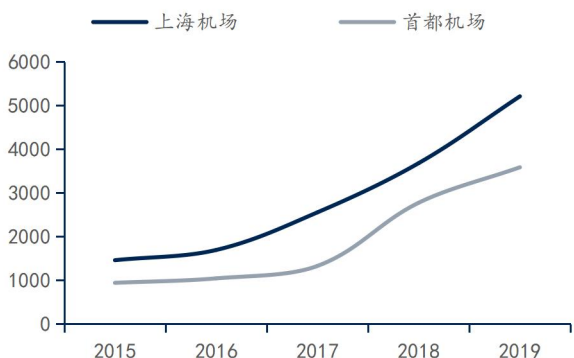
图25: 北上广深机场归母净利润规模对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

疫情期间机场免税业务低迷，但机场放免税消费场景并未有本质性变化，尽管国际线客流量大幅下降，上海机场、白云机场业绩亏损，但股价仍高于免税价值未被市场发掘之时，由此可见，枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业公司向消费类公司的过渡，未来亦很难逆转。如深圳机场未来能够实现非航业务的快速发展，脱离传统产能周期，其估值体系亦有望产生积极改变。

图26: 北上机场 2018-2019 年免税租金收入 (百万) 测算



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图27: 上海机场、白云机场股价走势

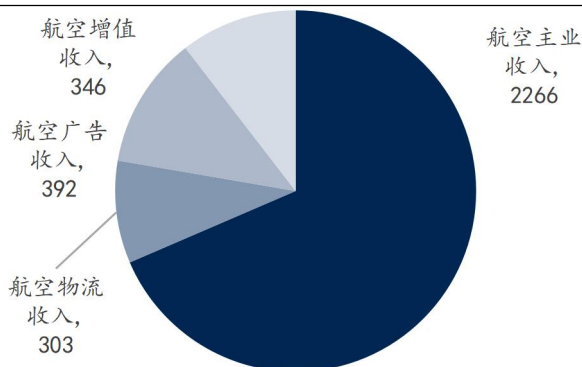


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司分析: 航空业务主导, 非航收入持续增长

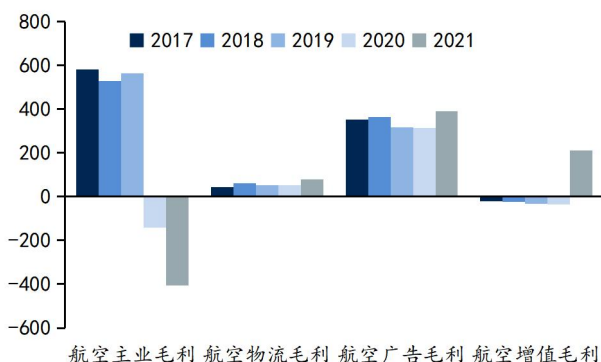
深圳机场业务分为航空主业、航空物流服务、航空广告、航空增值服务四大板块, 其中航空主业为向航空公司及旅客提供航班起降及旅客进出港服务等, 航空物流服务主要为经营深圳机场货站资产, 航空广告服务为运营深圳机场航站楼广告阵地, 航空增值服务过去为运营深圳机场空港快线, 2021 年起主要为航站楼商业租赁。2021 年航空主业受疫情影响较大, 广告、物流业务整体稳定, 航空增值服务 (商业租赁) 略有增长。

图28: 深圳机场 2021 年收入构成 (百万)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图29: 深圳机场 2021 年各业务板块毛利情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

航空主业

2020 年之前 (含) 深圳机场年报口径下将商业租赁收入计入到航空性主业收入, 得益于业务量不断增长, 公司航空主业收入持续增长, 2019 年达到 25.8 亿, 同比增长 9.8%。2021 年公司将航站楼商业租赁收入划分至航空增值服务, 剔除商业租赁后的航空主业收入为 22.7 亿, 同比增长 9.7%。

航空主业的成本主要包括折扣、人工、水电及维修等。2013年T3航站楼投入使用后公司航空主业成本一次性跳升，此后伴随着业务量增长，航班及客流保障压力不断提高，公司航空主业营业成本整体持续增长，2021年达到26.71亿，同比增10.4%。疫情前，由于航空主业再度逐步接近瓶颈，有税商业租赁平稳增长，免税商业尚未成型，航空主业毛利率整体稍有下滑，为接近20%的水平，疫情后因客流显著下降，航空主业录得亏损，2021年毛利率率为-17.9%。

图30: 深圳机场航空性收入及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图31: 深圳机场航空主业毛利及毛利率

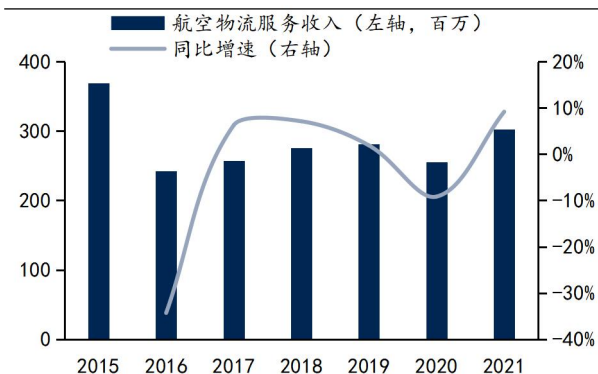


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

航空物流业务

航空物流业务是指依托于航空主业延伸出的物流增值服务，主要包括航空货物过站处理服务、航空物流园租赁与管理业务、航空货运代理服务业务等。深圳机场货邮吞吐量持续增长，2021年位列全国第三位，得益于服务货量持续增长，公司物流服务收入持续走高，2021年达到3.03亿，同比增长9.2%。

图32: 深圳机场航空物流服务收入及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

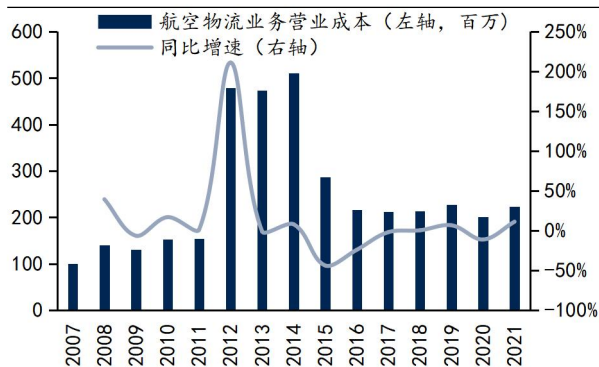
图33: 深圳机场单位货邮吞吐量对应物流服务收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2015 年公司物流业务完成调整后，航空物流业务成本持续保持稳定，毛利润持续增长，毛利润率整体平稳。2021 年公司航空物流业务收入 3.03 亿，同比增长 18.6%，相关营业成本 2.24 亿，同比增长 11.1%，毛利润 0.80 亿，同比增长 46.5%，毛利润率 26.1%，同比提升 5.0pct。

图 34：深圳机场航空物流服务业务营业成本及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 35：深圳机场航空物流业务毛利润及毛利润率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

航空广告业务

2013 年深圳机场 T3 航站楼建成投产时，深圳机场与上海雅仕维广告有限公司成立合资公司，并授权全资子公司深圳机场广告公司将 T3 航站楼室内外广告资源许可给合资公司经营，合资公司按照广告基本经营费+广告资源使用费（底价+收入提成）的经营费模式向广告公司支付经营费，协议期限为 10 年，其中收入目标内广告分成经营费按照 T3 广告发布收入的 79%向机场广告公司支付，超额部分按照 30%-45%的比例向机场广告公司支付。

2021 年底 T3 卫星厅投入使用，公司与广告公司新增协议，对卫星厅广告资源同样采用上述模式进行经营，其中基本运营费 44.2 万元/月，广告资源使用费两年合计 1.68 亿，收入提成按照卫星厅广告发布收入的 79%计算。广告公司按照收入提成模式收取经营费用，不承担相应成本，利润水平高，2021 年深圳机场广告收入 3.92 亿，同比增长 24.4%，贡献毛利润 3.92 亿，毛利润接近 100%。

图36: 深圳机场航空广告服务收入及同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图37: 深圳机场航空广告业务毛利润及毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

航空增值服务

历史上深圳机场航空增值服务包括机场专线管理、港务服务及停车场业务，2014年公司剥离港务业务，2018年起航空增值服务只包括机场专线管理业务，其收入规模较小且长期处于亏损状态。2021年公司将航站楼商业租赁业务纳入航空增值服务中，该项业务收入大幅提升，且原负责机场专线管理的机场运输公司已于2021年底注销，未来航空增值服务只包括航站楼租赁业务。2021年公司航空增值服务收入为3.46亿，毛利润2.10亿，毛利率60.8%。

图38: 深圳机场航空增值服务收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图39: 深圳机场航空增值服务毛利润及毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

国际线大有可为，期待免税租金成为新增长极

前面提到，深圳机场2019年国际线旅客数量为591万人次，明显低于三大枢纽机场，且免税业务历史上由深免运营，销售规模较小，租金贡献有限，因此深圳机场尚未脱离传统的机场产能周期，但我们认为相关变量已经发生积极变化，国际航线有望持续增长，且免税合同的重谈也有望带动商业租金成为主导公司业绩的

新增长极。

突破产能瓶颈，疫后复苏客流回暖，国际线中期展望乐观

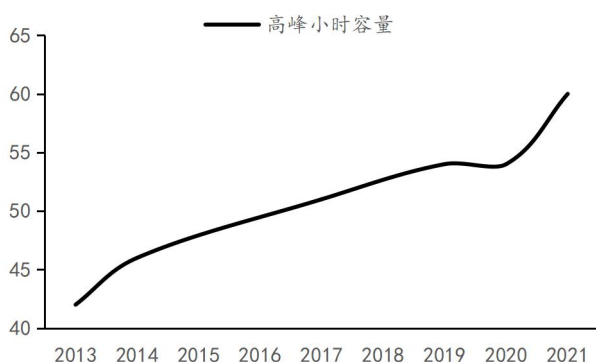
深圳是粤港澳大湾区最发达的城市之一，且仍在保持高质量发展，民航需求并非机场发展的制约因素。我们在行业部分论证，高峰小时容量是主导枢纽机场业务量上限的核心变量，2021年深圳机场高峰小时容量已经获准提升至60架次，考虑到T3卫星厅方才投入使用，机场运行效率进一步提升，空域资源持续优化，其时刻容量有望进一步增长。

中长期看，目前深圳机场第三跑道已经开工建设，T4航站楼也在规划中，机场产能瓶颈有望持续被突破，拉动机场客流量不断提高。《深圳市综合交通十四五规划》提出至2025年深圳机场旅客吞吐量突破7000万人次；根据民航局批复的深圳机场总体规划，至2030年之前深圳机场有望到达每年8000万旅客吞吐量的规模。

深圳机场目前被定位为国际航空枢纽，被赋予打造高品质创新型国际航空枢纽和高水平空港型国家物流枢纽的新使命，疫情前便开始积极引流航司开辟国际航线，国际线客流量增长进入快车道，2019年国际+地区航线客流量591万人次，相比2015年翻两倍。

尽管由于疫情扰动，国门接近关闭，2020-2021年国际客减量，2021年仅为9.3万人次，但随着国内疫苗接种普及，药物研发加速，终有朝一日深圳机场将恢复与各国的正常互联互通，国际客流量有望迅猛恢复。公司规划至2025年国际及港澳台航线旅客数量达到1000万人次，拉动公司主营业务收入持续增长。

图40：深圳机场年报提及高峰小时容量



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图41：深圳机场国际航线旅客量



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

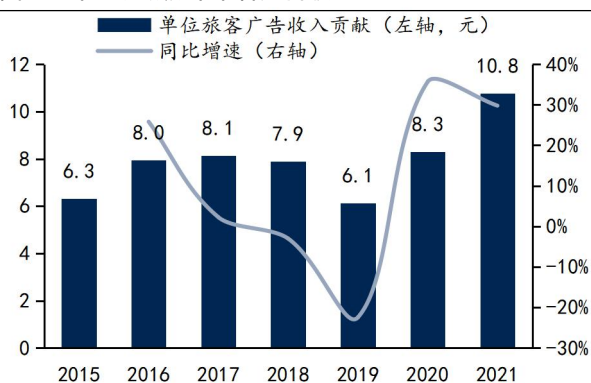
广告、商业齐头并进，免税租金有望成为新增长极

2020-2021年，由于疫情冲击，深圳机场客流下滑，且对商铺进行租金减免，相关收入有所下降。我们认为随着疫情对客流的冲击逐步减退，深圳机场客流量有望持续提升，机场商业价值将重新显现。

广告业务方面，历史上公司广告业务增量收入基本等同于增量利润，2021年单客广告收入达到10.8元，增长迅速。2023年底深圳机场与机场雅仕维公司的合约将到期，广告业务收入将重新谈判，期待再度谈判时基本运营费及广告资源使用费分成比例有更加积极的变化。

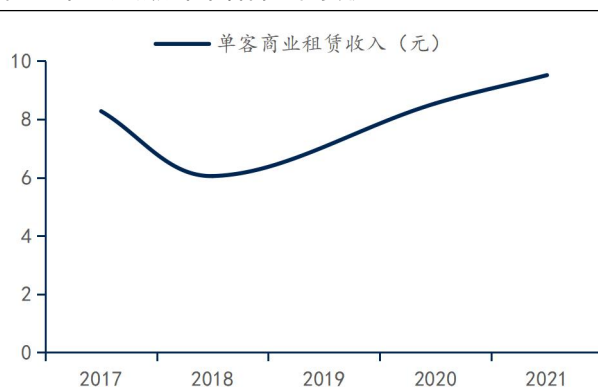
机场商业方面，2021年机场商业租赁收入超过3亿，2021年底卫星厅投入后相关收入有望实现进一步增长，疫情彻底消退后机场商业收入增长值得期待。

图42: 深圳机场历年单客广告收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

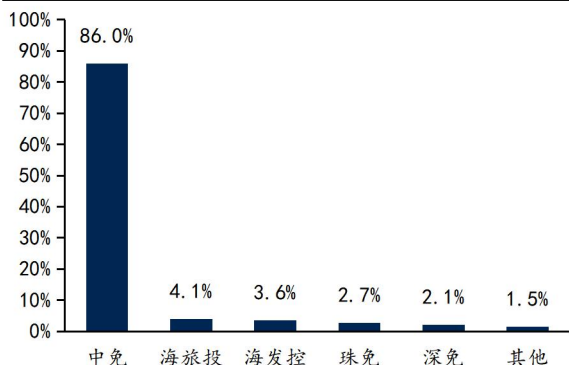
图43: 深圳机场历年单客商业租赁收入



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

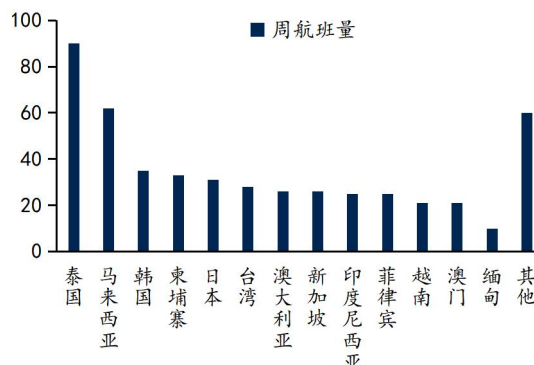
免税业务方面，目前公司免税业务由深免运营，深免历史免税品规模相对较小，2021年市占率仅为2.1%，品类、价格相对而言并不具备优势，且深圳机场历史国际航线主要集中在东南亚地区，洲际航线客流较小，同时在地理上，深圳临近香港造成消费分流，机场免税购物规模发展较慢。

图44：2021年我国各免税运营商市场份额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图45：深圳机场2019年夏秋航季国际线地区线结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

未来深圳机场有望新开国际航线，拓展洲际航线，国际及地区线旅客量有望在2025年达到1000万人次，客流基础优化。2022年7月5日深圳机场官网公布深圳机场T3航站楼进、出境免税店与深圳机场福永码头出境免税店招租信息公告，重新对深圳机场T3航站楼免税店进行招标，年保底租金最高位5887万/年，提成率为出境店最高24%，进境店最高30%，目前招标结果尚未公布，但我们认为不论是深免延续经营还是其他免税运营商斩获经营权，深圳机场免税业务均有望录得迅猛增长。

历史上深圳机场免税店销售额仅为亿元级别，运营深圳机场免税店的深免集团销售规模同样较小，规模限制下品类丰富度较低，价格无优势等诸多弊病难以解决，而随着海南离岛免税的爆发式增长，2021年深免在海口深免观澜湖免税城的销售额便达到约4亿元的规模，未来销售规模有望进一步扩大，规模扩张有望帮助深免逐步解决机场免税的品类及价格问题，促进销售额持续提升。

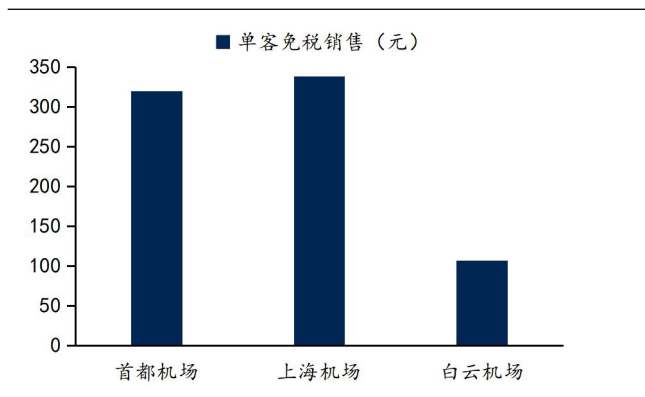
而如果中免获取经营权，由一个世界级免税巨头运营机场免税，品类丰富度有望大幅提升，且24-30%的扣点水平并不算高，免税品价格折扣力度的空间也将被打开，预计免税销售有望迅猛增长。

2019年上海机场、首都机场单客免税销售额突破300元，白云机场也突破100元，而深圳机场则不足50元，如2025年深圳机场免税销售额能够达到100元以上，按照1000万国际旅客量及27%的平均扣点水平假设，预计将为公司贡献租金2.7亿元以上。

图46: 深圳机场招标方案

招标资产	深圳机场T3航站楼全出境免税店
招租面积	2237.73m ²
出租期限	5年
免租期	3个月
租金挂牌底价	T3出境店: 保底租金2193元/m ² /月, 提成率底价20%
	T3进境店: 保底租金2193元/m ² /月, 提成率底价25%
租金挂牌顶价	T3出境店: 保底租金3280元/m ² /月, 提成率底价24%
	T3进境店: 保底租金3280元/m ² /月, 提成率底价30%

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图47: 各机场单客免税销售额


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

资本开支延续, 期待成本管控持续优化

深圳机场 T3 卫星厅于 2021 年底投入使用, 其为深圳机场自筹资金建设, 投资约 68 亿元, 公司在公告中提及卫星厅每年新增折旧约 3 亿元, 新增配套租金、水电、维护、财务费用等成本 5.5 亿元, 而这也是 2022 上半年公司业绩转负的重要原因之一。

深圳机场目前正在建设第三跑道, 项目规划总投资 123.3 亿元, 其中机场工程投资 118.5 亿元, 由深圳市人民政府安排市本级财政公共预算解决; 空管工程投资 4.8 亿元, 由民航局安排民航发展基金解决。由于该项目开支较大, 但公司并不承担相关资金支出, 届时三跑道建成投产时以何种方式分配收入成本利润尚不明确。此外, 深圳机场 T4 航站楼目前仍处于规划阶段, 相关资本开支金额及承担主体尚不明确。

公司折旧成本在 2013 年 T3 航站楼投产后一次性上行, 其后变化不大, 2021 年公司折旧成本为 4.66 亿, 相比 2014 年的 4.60 亿并无明显变化, 而公司历年营业成本整体有所上行, 我们认为可能是人工成本上涨幅度较大。2021 年底卫星厅投产后水电、租金等成本一次性提升后预计变化不大, 而人工成本是否管控得当依然是影响公司未来业绩表现的重要因素之一, 期待公司成本管控持续优化。

图48: 深圳机场折旧成本


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图49: 深圳机场扣除折旧以外的营业成本


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设及盈利预测

考虑到 2022 年上半年民航需求受到严重冲击, 预计下半年明显恢复, 但全年航班起降架次及旅客吞吐量均可能出现下滑。预计 2023 年国门开始重启, 至 2025 年逐步恢复正常, 2025 年公司旅客吞吐量有望达到 7000 万人次以上, 其中国际线旅客量有望突破 1000 万人次, 公司业务量预测如下表所示。

表5: 深圳机场业务量预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内线起降班次 (万)	30.8	31.0	30.7	27.6	33.1	36.5	39.4
国际线起降班次 (万)	6.2	1.0	1.1	1.0	2.6	7.8	10.2
起降架次 (万)	37.0	32.0	31.8	28.7	35.8	44.3	49.6
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内线起降班次	1.5%	0.7%	-1.1%	-10.0%	20.0%	10.0%	8.0%
国际线起降班次	18.6%	-83.8%	10.0%	-5.0%	150.0%	200.0%	30.0%
起降架次	4.0%	-13.5%	-0.8%	-9.8%	24.7%	23.9%	11.9%
国内线旅客吞吐量 (万)	4702.2	3724.8	3626.6	2901.2	4351.9	5439.8	5983.8
国际线旅客吞吐量 (万)	591.0	66.8	9.3	8.3	258.4	775.1	1085.1
旅客吞吐量 (万)	5293.2	3791.6	3635.8	2909.6	4610.2	6214.9	7068.9
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内线旅客吞吐量	5.0%	-20.8%	-2.6%	-20.0%	50.0%	25.0%	10.0%
国际线旅客吞吐量	28.9%	-88.7%	-86.1%	-10.0%	3000.0%	200.0%	40.0%
旅客吞吐量	7.3%	-28.4%	-4.1%	-20.0%	58.4%	34.8%	13.7%
国内线货邮吞吐量 (万吨)	86.7	74.8	105.6	116.2	125.5	134.3	142.3
国际线货邮吞吐量 (万吨)	41.6	65.0	51.2	56.3	60.8	65.1	69.0
货邮吞吐量 (万吨)	128.3	139.9	156.8	172.5	186.3	199.4	211.3
YOY	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内线货邮吞吐量	0.4%	-13.7%	41.1%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%
国际线货邮吞吐量	16.9%	56.3%	-21.3%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%
货邮吞吐量	5.2%	9.0%	12.1%	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

航班起降架次及旅客吞吐量增长拉动航空主业收入，此外，考虑到客流恢复后机场有税商业、广告业务不断恢复，且假设单客免税销售额逐步突破 100 元，假设出境、进境店提成率分别为 24%、30%，则预计 2022-2025 年深圳机场收入端构成如下表所示，2022-2025 年公司营业收入分别为 31.4 亿、41.6 亿、54.0 亿、61.6 亿，同比分别增长-5.1%、32.4%、29.8%、14.2%。

表 6: 深圳机场营业收入预测表

单位: 百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
航空主业收入	3147	2400	2266	2077	2762	3584	4055
航空物流收入	281	255	303	333	360	385	408
航空广告收入	324	315	392	423	457	493	533
航空增值收入	55	27	346	304	576	933	1163
营业总收入	3807	2997	3306	3137	4155	5395	6158
YOY	5.8%	-21.3%	10.3%	-5.1%	32.4%	29.8%	14.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

成本端，2021 年底卫星厅投产，航空主业成本一次性跳升，此后保持稳定增长，其他业务中航空物流、广告业务利润率整体稳定，航空增值服务成本增速明显慢于收入增速，则预计深圳机场 2022-2025 年成本及毛利润如下表所示，2022-2025 年公司营业成本分别为 38.5 亿、41.0 亿、44.1 亿、47.2 亿，同比分别增长 27.0%、6.6%、7.4%、7.1%。

表 7: 深圳机场成本预测表

单位: 百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
航空主业成本	2583	2540	2671	3472	3681	3920	4175
航空物流成本	227	201	224	246	266	284	301
航空广告成本	8	1	0	0	0	0	0
航空增值成本	86	63	136	129	154	201	241
营业成本	2904	2806	3030	3847	4101	4405	4717
YOY	8.9%	-3.4%	8.0%	27.0%	6.6%	7.4%	7.1%
航空主业毛利	564	-140	-405	-1396	-919	-336	-120
航空物流毛利	54	54	79	87	94	100	106
航空广告毛利	316	313	392	423	457	493	533
航空增值毛利	-32	-36	210	176	422	732	922
毛利	903	191	275	-710	54	989	1441
YOY	-3.1%	-78.8%	44.0%	-358.0%	扭亏	1742.5%	45.6%
毛利润率	23.7%	6.4%	8.3%	-22.6%	1.3%	18.3%	23.4%
YOY	-2.2%	-17.3%	1.9%	-31.0%	23.9%	17.0%	5.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

预计 2022-2025 年公司毛利润分别为-7.1 亿、0.5 亿、10.0 亿、14.4 亿，同比分别增长-358.0%、-107.6%、1742.5%、45.6%，毛利润率分别为-22.6%、1.3%、18.3%、23.4%，同比分别下降 31.0pct、上升 23.9pct、上升 17.0pct、上升 5.1pct。

费用端，假设公司销售、管理费用率因疫情消退后收入增长而有所下降，考虑到近期公司暂无可预见的大额资本开支，财务费用因现金净流入，债务偿还而有所

下降。假设其余科目基本稳定，则根据估值模型测算，预计 2022-2025 年公司归母净利润分别为-8.60 亿、-2.87 亿、4.17 亿、7.75 亿，EPS 分别为-0.42 元、-0.14 元、0.20 元、0.38 元。

表8：深圳机场盈利预测

单位：百万	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	3807	2997	3306	3137	4155	5395	6158
YOY	5.8%	-21.3%	10.3%	-5.1%	32.4%	29.8%	14.2%
营业成本	2904	2806	3030	3847	4101	4405	4717
YOY	8.9%	-3.4%	8.0%	27.0%	6.6%	7.4%	7.1%
毛利润	903	191	275	-710	54	989	1441
YOY	-3.1%	-78.8%	44.0%	-358.0%	扭亏	1742.5%	45.6%
毛利润率	23.7%	6.4%	8.3%	-22.6%	1.3%	18.3%	23.4%
税金及附加	81	62	81	75	100	132	151
	2.13%	2.05%	2.45%	2.40%	2.40%	2.45%	2.45%
销售费用	1	9	11	8	11	13	15
	0.03%	0.29%	0.33%	0.27%	0.26%	0.25%	0.24%
管理费用	116	136	140	144	154	173	191
	3.03%	4.54%	4.23%	4.60%	3.70%	3.20%	3.10%
研发费用	0	0	0	0	0	0	0
	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-51	-34	126	261	253	216	170
	-1.35%	-1.14%	3.81%	8.32%	6.09%	4.00%	2.75%
其他收益	4	5	16	15	15	15	15
投资净收益	99	32	57	55	85	115	140
公允价值变动净收益							
资产减值损失	-4	0		1	1	0	1
信用减值损失	8	-2	5	0	0	0	0
资产处置收益	0		2	1	1	1	1
营业利润	855	59	-11	-1130	-364	585	1069
YOY	-2.7%	-93.1%	-119.3%	9864.8%	-67.8%	扭亏	82.7%
营业外收入	3	8	10	10	15	10	10
营业外支出	81	14	25	20	20	20	20
利润总额	777	53	-27	-1140	-369	575	1059
YOY	-11.3%	-93.2%	-150.4%	4186.3%	-67.6%	扭亏	84.2%
所得税	171	14	-7	-285	-92	144	265
税率	22.1%	27.1%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	606	38	-20	-855	-277	432	795
YOY	-11.2%	-93.6%	-152.2%	4155.1%	-67.6%	扭亏	84.2%
少数股东权益	12	10	14	5	10	15	20
比例	2.0%	27.0%	-71.4%	-0.6%	-3.6%	3.5%	2.5%
归母净利润	594	28	-34	-860	-287	417	775
YOY	-11.1%	-95.3%	-222.6%	2396.4%	-66.7%	扭亏	86.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测整理

盈利预测敏感性分析

我们的假设变量主要集中在客流恢复节奏上，假设 2022-2024 年旅客流量恢复至疫情前的 55%、87%、117.4%，并以此为基础进行盈利预测。如假设其余变量不变，假设当年航空性业务量上下浮动 10%，则深圳机场盈利的敏感性测试如下表所示：

表9：归母净利润（百万）对客流恢复的敏感性测试

业务量浮动幅度	2022E	2023E	2024E
下浮 10%	-976	-471	156
下浮 5%	-918	-379	287
当前假设	-860	-287	416
上浮 5%	-801	-196	544
上浮 10%	-743	-105	672

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测整理

估值与投资建议

估值分析

A 股机场类上市机场有上海机场、白云机场、深圳机场及厦门空港，其中厦门空港所属资产已经基本饱和，难有增长空间，因此深圳机场更应向上海机场、白云机场对标。上述个股均与出行相关，近两年受疫情影响较大，录得全面亏损，因此静态 PE 估值失效。一致预期盈利对应估值方面，2022-2024 年上海机场、白云机场、2022-2024 年 WIND 一致盈利预测归母净利润对应 PE 估值水平如下表所示，2024 年一致盈利预测业绩对应 PE 估值为 25X 左右。

表10：上海机场及白云机场一致盈利预测估值

一致盈利预测（百万）	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
上海机场	5030	-1267	-1711	-1623	1703	3712
白云机场	1000	-250	-406	-289	600	1387
PE 估值	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
上海机场	30.17	-115.10	-52.58	-62.63	59.67	27.39
白云机场	36.11	-133.63	-70.33	-113.01	54.50	23.59

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们认为疫情消退后国际航线的恢复节奏对枢纽机场的业绩影响大，考虑到在我们的假设中 2025 年国际线方才完全恢复正常，因此仅考虑 2024 年的 PE 估值并不足以体现各机场的稳态业绩表现，而各机场 2025 年一致预期业绩难以获取，因此我们采用现金流折现法对深圳机场进行估值，此处采用 FCFF 估值方法。

根据 FCFF 估值法，公司股权价值 $V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+R_t)}$

FCFF 为公司自由现金流，计算方法为 $FCFF = EBIT(1-T) + \text{折旧摊销} - \text{营运资本支出} - \text{资本开支}$

折现率 R 为加权资金成本 $WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1-Tc)$ 。

考虑到经租进表使公司资产负债率显著提升，此处使用 2019 年公司年报 $E/V=0.8614$ ；按照 wind 估值计算表，取十年期国债利率为无风险利率 $R_f=2.77$ ， $\beta=0.7336$ ，取五年沪深 300 指数平均收益率 $R_m=10.91\%$ ，则折现率 $Re=8.74\%$ ； $D/V=0.1386$ ， Rd =一年期贷款利率 4.35%， $Tc=25\%$ ，估算 $WACC=7.98\%$ ，假设永续增长率为 1%。

按照我们的模型估算，公司 FCFF 估值如下表所示，FCFF 现值为 171.5 亿，对应每股价值 8.36 元。

表 11: FCFF 预测表

单位: 百万	PV	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT		-938.4	-210.5	671.1	1084.2	1259.3	1208.9	1323.2	1491.3	1559.9	1622.3	
所得税税率		25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)		-703.8	-157.9	503.3	813.1	944.5	906.6	992.4	1118.5	1170.0	1216.8	
折旧与摊销		750.2	767.7	783.9	801.0	818.4	835.9	853.4	870.9	888.5	906.0	
营运资金的净变动		181.6	-226.9	-64.0	-168.0	-159.7	-384.0	-152.1	-105.5	-165.8	-181.6	
资本性投资		351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	351.0	
FCFF		-486.1	485.7	1000.2	1431.1	1571.6	1775.5	1646.8	1743.9	1873.2	1953.3	28254.8
PV(FCFF)		-450.2	416.6	794.4	1052.6	1070.5	1120.0	962.0	943.4	938.5	906.2	13108.8
核心企业价值	20862.7											
减: 净债务	3710.6											
股票价值	17152.1											
每股价值	8.36											

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

如假设 WACC 及永续增长率发生变化，则敏感性测试如下表所示：

表 12: 合理股价（元）敏感性测试表

永续增长率/WACC	6.98%	7.48%	7.98%	8.48%	8.98%
0.0%	9.16	8.28	7.51	6.83	6.24
0.5%	9.73	8.75	7.91	7.17	6.53
1.0%	10.40	9.30	8.36	7.55	6.85
1.5%	11.19	9.94	8.89	7.99	7.22
2.0%	12.14	10.70	9.51	7.90	7.64

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测整理

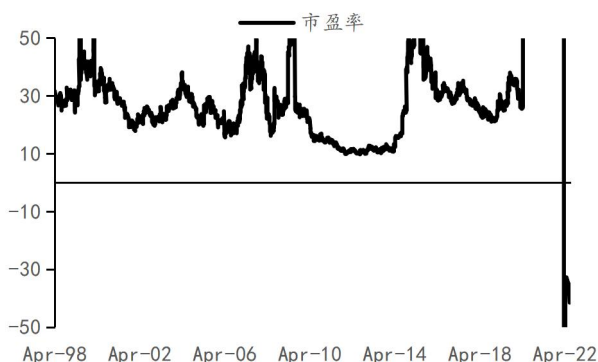
投资建议

受制于疫情影响及 T3 卫星厅投产后成本的一次性跃升，深圳机场当前正处于业绩

谷底，未来随着疫情影响逐步消退，客流有望持续恢复并创新高，2025年有望达到7000万人次左右，且随着国门有序打开，深圳机场国际线航网密度增加，国际线旅客吞吐量有望于2025年达到1000万人次左右，拉动航空性收入稳健增长。公司免税招商尚未公布具体方案，但预计随着国际客流量及单客消费的不断走高，免税租金有望成为公司业绩的新的增长极，叠加有税商业及广告业务的持续增长，公司业绩有望迎来底部反转。

预计2022-2024年公司营业收入分别为31.4/41.6/54.0亿元，同比分别增长-5.1%、32.4%、29.8%，实现归母净利润分别为-8.60/-2.87/4.17亿元。按照FCFF估值模型，我们认为公司合理股价应该在8.36元左右，相比2022年7月28日收盘价有20%的空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图50：深圳机场历史PE估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图51：深圳机场历史PB估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险：由于出行板块公司静态PE估值失效，且2025年一致预期盈利难以获取，因此本报告采用绝对估值法对公司进行估值，该方法中WACC、永续增长率等变量的选取对合理股价的影响较大，估值方法具有一定局限性。

盈利预测的风险：当前深圳机场因疫情影响亏损，而我们的盈利预测基于未来几年民航需求逐步复苏，国门逐渐开放的基础之上，如相关变量兑现节点显著偏离我们的预期，则盈利复苏的节奏可能显著偏离实际表现。

宏观经济下滑导致民航需求不足：从行业的维度看，民航发展的

底层逻辑依然是宏观经济增长及居民收入水平的提高。如宏观经济面临较大压力，则民航需求的增长动能不足，会对机场的客流增长造成压力，不利于机场公司的业绩表现。

疫情可能反复导致民航需求波动较大：2020-2022 年疫情扰动持续影响出行板块的收入利润表现，目前疫情尚未结束，如后续疫情出现显著波动，则仍可能影响公司客流表现及业绩表现。

国门打开进度可能慢于预期：目前尽管国家在大力推动跨国人员必要往来，但在当前政策下国际线很难有效恢复，如国门打开进度慢于预期，则不论是国际航线对应的航空性收入还是国际客流量对应的免税收入均可能出现不及预期的情况，不利于公司业绩表现。

公司经营风险：

免税销售可能不及预期：我们假设至 2025 年深圳机场单客免税销售超过 100 元，但如实际免税销售情况不及预期，则公司免税租金收入可能面临压力，不利于公司业绩表现。

成本上行可能超出预期：公司未来几年暂无明确需自行筹资建设的大额资本开支项目，但三跑道建成后公司以何种方式承运，T4 航站楼的建设主体目前均未明确，如相关资本开支或成本主要由公司承担，则远期成本上行可能超出预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1467	3164	2570	2500	2799	营业收入	2997	3306	3137	4155	5395
应收款项	461	556	516	569	739	营业成本	2806	3030	3847	4101	4405
存货净额	9	7	9	9	10	营业税金及附加	62	81	75	100	132
其他流动资产	247	429	408	415	539	销售费用	9	11	8	11	13
流动资产合计	2184	4156	3502	3494	4088	管理费用	136	140	156	165	184
固定资产	11517	14000	13611	13204	12781	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	254	282	272	262	251	财务费用	(34)	126	261	253	216
投资性房地产	331	7044	7044	7044	7044	投资收益	32	57	55	85	115
长期股权投资	832	848	858	863	868	资产减值及公允价值变动	0	0	0	(1)	(1)
资产总计	15118	26330	25287	24867	25032	其他收入	7	14	26	26	26
短期借款及交易性金融负债	1372	144	200	274	200	营业利润	59	(11)	(1129)	(364)	585
应付款项	19	11	17	19	21	营业外净收支	(6)	(15)	(10)	(5)	(10)
其他流动负债	1784	3595	3336	3609	3951	利润总额	53	(27)	(1139)	(369)	575
流动负债合计	3175	3749	3554	3901	4172	所得税费用	14	(6)	(285)	(92)	144
长期借款及应付债券	0	4439	4439	3939	3439	少数股东损益	10	14	5	10	15
其他长期负债	3	6239	6249	6264	6279	归属于母公司净利润	28	(34)	(860)	(287)	416
长期负债合计	3	10678	10688	10203	9718	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3178	14428	14242	14105	13890	净利润	28	(34)	(860)	(287)	416
少数股东权益	14	14	16	20	25	资产减值准备	(6)	7	(0)	(0)	(0)
股东权益	11925	11889	11030	10743	11117	折旧摊销	422	498	750	768	784
负债和股东权益总计	15118	26330	25287	24867	25032	公允价值变动损失	(0)	0	0	1	1
关键财务与估值指标						财务费用	(34)	126	261	253	216
每股收益	0.01	(0.02)	(0.42)	(0.14)	0.20	营运资本变动	(326)	1058	(182)	227	64
每股红利	0.09	0.01	0.00	0.00	0.02	其它	(49)	17	2	4	6
每股净资产	5.81	5.80	5.38	5.24	5.42	经营活动现金流	69	1544	(289)	712	1270
ROIC	0.20%	-0.30%	-6%	-2%	2%	资本开支	0	(2961)	(351)	(351)	(351)
ROE	0.24%	-0.29%	-8%	-3%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	6%	8%	-23%	1%	18%	投资活动现金流	4	(2978)	(361)	(356)	(356)
EBIT Margin	-1%	1%	-30%	-5%	12%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	-6%	13%	27%	负债净变化	0	4439	0	(500)	(500)
收入增长	-21%	10%	-5%	32%	30%	支付股利、利息	(177)	(22)	0	0	(42)
净利润增长率	-95%	-223%	--	--	扭亏	其它融资现金流	(832)	(5703)	56	74	(74)
资产负债率	21%	55%	56%	57%	56%	融资活动现金流	(1188)	3131	56	(426)	(615)
股息率	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	现金净变动	(1116)	1698	(594)	(70)	299
P/E	504.8	(411.5)	(16.5)	(49.4)	34.1	货币资金的期初余额	2583	1467	3164	2570	2500
P/B	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	货币资金的期末余额	1467	3164	2570	2500	2799
EV/EBITDA	42.6	52.8	(151.0)	50.7	19.3	企业自由现金流	0	(1373)	(486)	486	1000
						权益自由现金流	0	(2637)	(626)	(130)	265

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032