

深圳机场 (000089)

证券研究报告

2024年02月21日

航空主业盈利修复，非航板块高速增长

深圳机场：旅客吞吐量全国第四的现代化国际空港

公司成立于1998年，主要运营深圳市宝安国际机场，深圳市国资委为实控人，通过深圳机场持股56.97%。截至目前，机场拥有T3航站楼、卫星厅、以及两条跑道，可共同承担5200万人次/年的需求。2023年，深圳机场旅客吞吐量5273万人次，客流量位居全国第四，国内旅客首次跃居全国第二。

航空业务：陆空产能扩张，业绩有望步入上升通道

21年底卫星厅投产以来，机场陆空两侧产能较疫前提升明显，而随着硬性产能约束的缓解，23冬春机场时刻资源较19年提升18%。对比白云、香港机场，三大机场产能整体较为充裕，并不会对机场经营产生明显约束造成溢出客流，机场客流更多还是依托于粤港澳大湾区的经济发展实现内生式增长。对于深机自身而言，1) 深中通道预计24年开通，深圳机场与中山、江门等地通达性提升明显，机场对于广东地区的辐射范围进一步扩大；2) 国际业务上，深机国际枢纽定位在“十四五”规划中再次强调，作为基地航司的深航、海航等有望持续助力深圳国际化枢纽建设。随着国内旅客的稳健增长，国际旅客的加速修复，叠加机场短期内无项目投产、重大资本开支，机场航空主业有望实现盈利修复，业绩步入上升通道。

非航业务：商业潜力有待释放，物流业务高速增长

商业：1) 增值业务：卫星厅投产，机场商业面积增加约6000m²，有税商业潜力增长近两成。目前机场门店目前仍存在空置率，有税商业尚未恢复疫前水平；免税方面，机场通过合资经营方式部分弥补扣点率下滑，同时深免渠道能力增强后机场免税客单价具备较大提升空间，23年底已实现翻倍增长。2) 广告业务：业务采取“保底+提成+投资收益”的经营模式，兼具安全垫与弹性，机场卫星厅投产增厚优质广告商业资产，24年广告合同重签，基本经营费有望同比提升。综合来看，我们认为卫星厅投产优化了机场商业资源，机场商业收入有望充分享受流量红利实现高速增长。

物流：23年机场物流业务快速修复，同时新增与DHL的物流合同，至少每年带来4162万元的直接增量收入；另一方面，随着新兴跨境电商平台加速出海，公司与希音、拼多多等头部电商平台及菜鸟、云途等电商物流企业密切对接，参股公司货量、收入与利润高增，进一步增厚投资收益。

投资建议：上调至“买入”评级。我们预计机场23-25年实现营业收入43.49、47.55、53.90亿元，同比增长63%/9%/13%；归母净利润3.65、4.85、7.39亿元，同比扭亏为盈/+33%/+52%；对应EPS分别为0.18、0.24、0.36元/股，对应PE分别为37x、28x、18x。参考可比公司估值，给予公司24年1.4倍的PB估值，结合绝对估值公司对应股价为8.83元/股。

风险提示：宏观经济下行风险，国际客流恢复不及预期，免税客单价提升不及预期，核心资源限制风险，测算具有主观性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,305.64	2,671.18	4,349.43	4,754.88	5,390.43
增长率(%)	10.31	(19.19)	62.83	9.32	13.37
EBITDA(百万元)	598.63	(152.04)	1,441.48	1,836.06	2,172.97
归属母公司净利润(百万元)	(34.44)	(1,142.68)	364.59	485.00	738.63
增长率(%)	(222.68)	3,217.98	(131.91)	33.03	52.29
EPS(元/股)	(0.02)	(0.56)	0.18	0.24	0.36
市盈率(P/E)	(388.85)	(11.72)	36.73	27.61	18.13
市净率(P/B)	1.13	1.25	1.21	1.16	1.09
市销率(P/S)	4.05	5.01	3.08	2.82	2.48
EV/EBITDA	15.70	(68.91)	5.86	3.06	2.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空机场
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	6.5元
目标价格	8.83元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,050.77
流通A股股本(百万股)	2,050.74
A股总市值(百万元)	13,330.00
流通A股市值(百万元)	13,329.83
每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	56.57
一年内最高/最低(元)	7.65/5.82

作者

徐君	分析师
SAC执业证书编号：S1110522110001	
xujuna@tfzq.com	
陈金海	分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
邹嫚	联系人
zouman@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《深圳机场-半年报点评:成本压力持续，非航业务表现亮眼》2022-08-29
- 《深圳机场-季报点评:疫情反复收入下降，成本上涨压缩利润》2022-05-06
- 《深圳机场-半年报点评:卫星厅竣工验收，继续向国际枢纽迈进》2021-09-03

内容目录

1. 深圳机场：旅客吞吐量全国第四的现代化国际空港	5
1.1. 深圳机场：旅客吞吐量位居全国第四	5
1.2. 盈利模式：航空性收入主导，非航收入占比较低	6
1.3. 经营数据：国内旅客超 19 年同期，国际旅客恢复不足四成	8
1.4. 财务数据：成本费用端压力缓解，盈利边际修复	9
2. 航空业务：陆空产能扩张，业绩有望步入上升通道	11
2.1. 产能周期视角：短期无项目投产与重大资本开支，业绩迎来上升期	11
2.2. 粤港澳机场群：整体产能充裕，区域 β 助力机场内生增长	14
2.3. 深中通道增大深机辐射范围，政策助力国际业务高速发展	17
3. 非航业务：商业潜力有待释放，物流业务高速成长	20
3.1. 商业面积拓展，免税生态优化，商业潜力有待释放	20
3.2. 广告业务兼具安全垫与弹性，卫星厅投产增厚优质广告资产	23
3.3. 跨境电商红利叠加产能释放，助力物流业务高速发展	25
4. 盈利预测与估值模型	27
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：深圳机场发展历程	5
图 2：2023 年我国机场客流 TOP10	5
图 3：公司股权架构与部分参控股公司	6
图 4：机场盈利框架	6
图 5：深圳机场营业收入结构变化	7
图 6：2019 年我国主要机场的营业收入结构	8
图 7：2019 年我国主要机场的旅客结构	8
图 8：23 年，深圳机场旅客吞吐量恢复至 19 年同期的 99.6%	8
图 9：疫情前，深圳机场国际旅客占比提升明显	8
图 10：深圳机场货运业务保持稳健增长	9
图 11：深圳机场国际货邮吞吐量占比提升明显	9
图 12：2014 年至 2023Q1-3 营业收入及同比增速	9
图 13：2014-2023Q3 公司归母净利润及净利率	9
图 14：营业成本及及同比增速	10
图 15：公司固定资产与使用权资产折旧金额（亿元）	10
图 16：公司期间费用率	10
图 17：机场 ROE 及产能投放情况	11
图 18：公司产能利用率及旅客吞吐量同比增速	12
图 19：深圳机场高峰小时容量（架次/小时）	13
图 20：深圳机场跑道示意图	13

图 21: 深圳机场时刻资源	13
图 22: 珠三角机场群 (不完全)	14
图 23: 粤港澳机场群旅客分布 (2019 年)	14
图 24: 香港机场飞机起降架次与旅客吞吐量增速	15
图 25: 19 冬春航季两场国际航线构成 (班/周)	16
图 26: 19 冬春航季两场国际航线环比增速 (较 19 夏秋)	16
图 27: 三地人均 GDP 比较 (万元)	16
图 28: 深圳与广州旅行社组团出境游人数 (2019 年, 万人)	16
图 29: 深中通道示意图	17
图 30: 深圳机场 2025 年旅客吞吐量展望 (万人次)	18
图 31: 通航地区进出港周航班量对比 (班/周)	19
图 32: 深圳机场 23 冬春航季航班量构成	19
图 33: 深航 2023 年冬春航季国际航班计划	19
图 34: 2019 年机场非航业务收入构成	20
图 35: 航空增值业务及同比增速	21
图 36: 航空增值业务营业利润率	21
图 37: 公司广告收入与旅客吞吐量同比增速	23
图 38: 机场广告收入及同比增速	24
图 39: 机场广告业务毛利率及毛利占比	24
图 40: 深圳机场国际货运航线时刻资源 (班/周)	25
图 41: 深圳机场通航国家/地区进出港周航班量对比 (班/周)	25
图 42: 机场物流业务收入及同比增速	26
图 43: 机场物流业务毛利及毛利率	26
图 44: 快件监管中心营业收入及同比增速 (万元)	26
图 45: 快件监管中心净利润及同比增速 (万元)	26
表 1: 机场航空性业务收费标准	7
表 2: 航空收费测算 (元)	7
表 3: 深圳机场目前的跑道情况	12
表 4: 深圳机场规划产能	13
表 5: 白云机场产能及规划	14
表 6: 香港机场产能及规划	15
表 7: 粤港三大国际机场通航点及运力比较 (截至 19 年 8 月)	15
表 8: 三大机场国际航线价格比较 (元)	16
表 9: 深圳机场相关政策梳理	17
表 10: 深圳机场国际航线拓展及恢复情况	18
表 11: 海航 23 冬春航季国际航班计划	19
表 12: T3 航站楼与卫星厅商业面积	20
表 13: 机场新旧免税合同对比	21
表 14: 深圳机场免税合同的月保底租金调节机制	21
表 15: 免税商业收入测算	22

表 16: 合资免税公司投资收益测算 (亿元)	23
表 17: 深圳机场广告合同	23
表 18: 深圳机场 2024 年广告合同条款	24
表 19: 机场广告收入测算 (万人、万元)	25
表 20: 公司经营数据与营业收入预测 (亿元)	28
表 21: 公司毛利率预测	29
表 22: 可比公司估值	29
表 23: EVA 估值核心参数假设	29
表 24: EVA 估值 (百万元)	30
表 25: EVA 估值敏感性分析	30

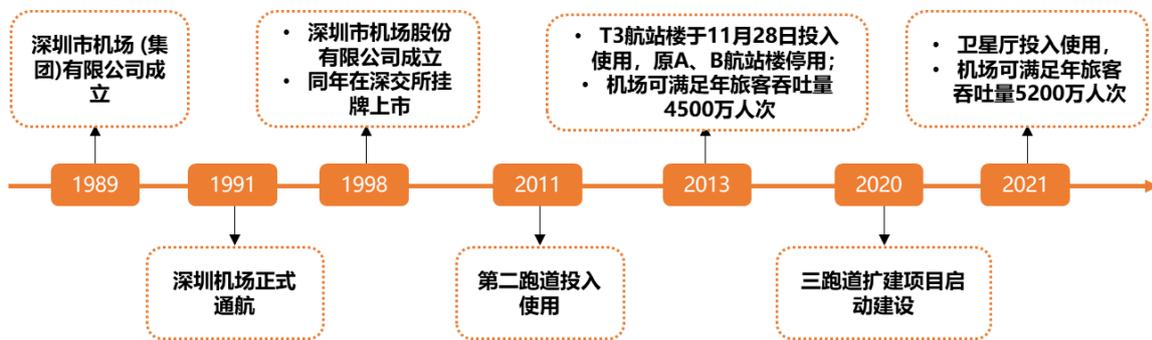
1. 深圳机场：旅客吞吐量全国第四的现代化国际空港

1.1. 深圳机场：旅客吞吐量位居全国第四

1998 年，深圳市机场股份有限公司由深圳市机场（集团）有限公司独家发起成立，同年 4 月 20 日在深圳证券交易所上市，主要运营深圳市宝安国际机场。机场第二跑道、T3 航站楼于 2011 年、2013 年分别投入运营，原 A、B 航站楼于 13 年停用。2021 年，机场卫星厅正式投入运营，截至目前，机场拥有 T3 航站楼、卫星厅，面积分别为 45.1 万平方米、24 万平方米，可共同承担 5200 万人次/年的需求。

远期来看，公司三跑道已于 2020 年 3 月正式开工建设，预计于 2026 年初投产使用；T1、T2 航站楼改扩建正在规划研究中，远期深圳机场将建成“三个航站区、三条跑道、一个卫星厅”的全新布局，有力支撑深圳国际航空枢纽和粤港澳大湾区世界级机场群建设。

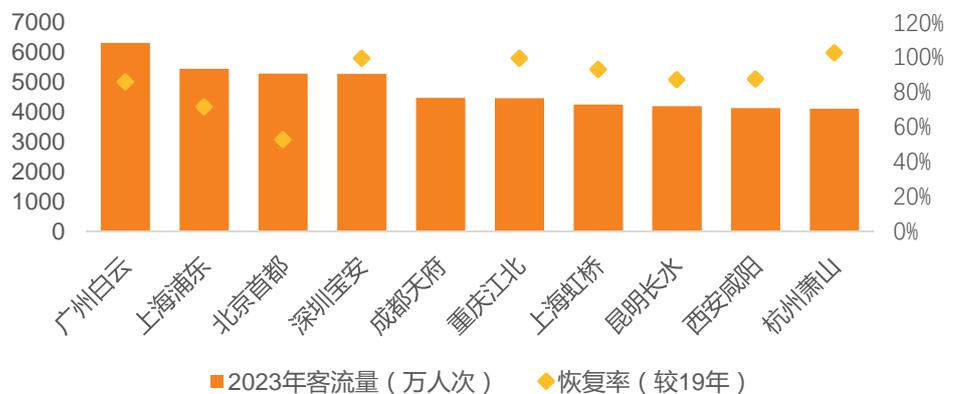
图 1：深圳机场发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，深圳交通公众号，深圳机场公众号，天风证券研究所

深圳机场旅客吞吐量全国第四，国内旅客全国第二。2023 年，深圳机场旅客吞吐量预计达到 5273 万人次，客流量位居全国第四，恢复至 19 年同期的 99.6%。其中国内航线旅客吞吐量首次突破 5000 万，达到 5025 万人次，相比 2019 年增长近 7%，该排名首次跃居全国第二。

图 2：2023 年我国机场客流 TOP10

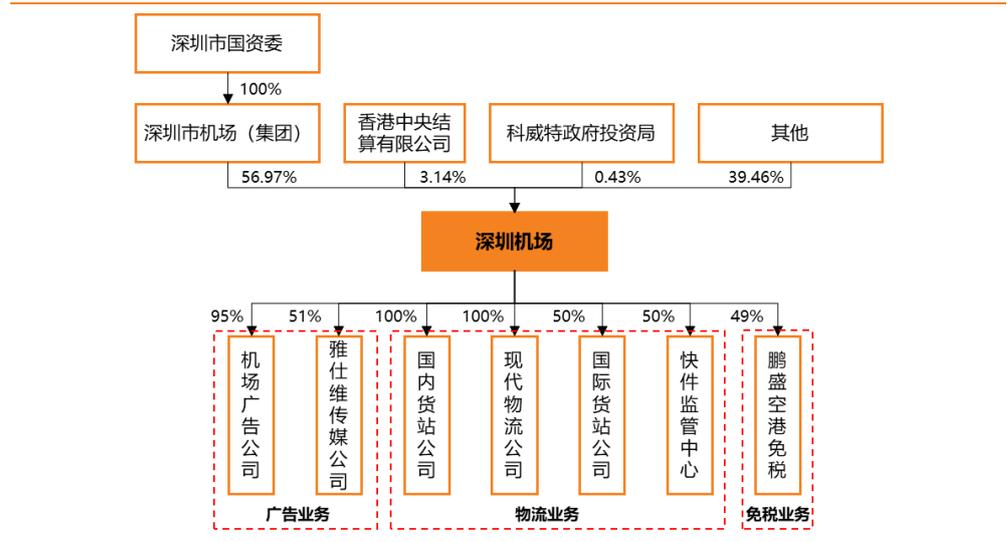


资料来源：山东省旅游发展研究中心公众号，wind，天风证券研究所

深圳市国资委为实控人。截至 23Q3，深圳市机场（集团）持有公司股权的 56.97%，公司实际控制人为深圳市国资委。参控股公司方面，公司直接参控股 12 家公司，分别运营其

机场广告、物流、免税等业务。

图 3: 公司股权架构与部分参控股公司



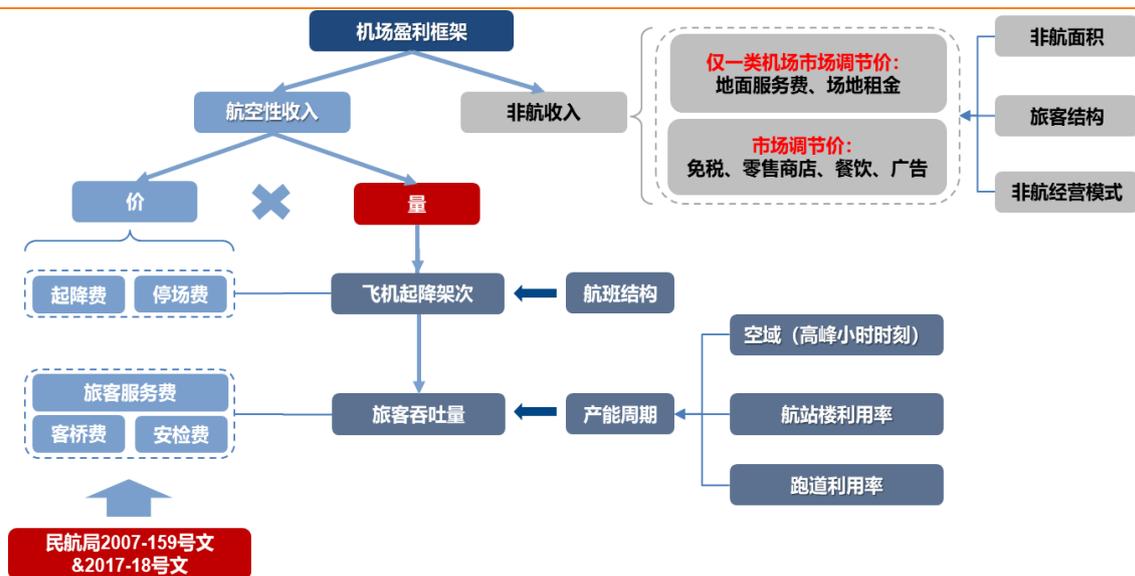
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所 (注: 截至 2023 年 9 月 30 日)

1.2. 盈利模式: 航空性收入主导, 非航收入占比较低

公司收入主要分为航空性与非航收入:

- **航空性收入:** 由飞机起降费、旅客安检费、廊桥使用费等与业务量挂钩的项目组成, 收费标准由民航局制定; 不同机场收入差异主要来源于结构和绝对量。对于相同机场来说, 通常国际航班收费标准是国内航班的 1.8 倍 (按 A330 测算), 宽体机是窄体机的 2.2 倍 (按 A320 与 A330 国内航线测算)。因此在成本构成基本相同的情况下, 机场的国际航班及宽体机占比越高, 其盈利能力越强;
- **非航收入:** 由免税、商业、餐饮等部分构成, 与航空性业务最大差异在于其收费标准以市场调节价为主, 不受行政管制, 是机场主要利润弹性来源; 我们认为非航业务的盈利能力的差异主要源于非航面积、旅客结构以及非航经营模式等方面。

图 4: 机场盈利框架



资料来源: 《民用机场收费标准调整方案》(民航发〔2017〕18号)-民航局, 天风证券研究所

表 1: 机场航空性业务收费标准

机场类别		1.起降费 Q (元/架次)				
		25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上
内地航空	一类 1 级	240	650	1200+24* (T-50)	2400+25* (T-100)	5000+32* (T-200)
	一类 2 级	250	700	1250+25* (T-50)	2500+25* (T-100)	5100+32* (T-200)
	二类	250	700	1300+26* (T-50)	2600+26* (T-100)	5200+33* (T-200)
	三类	270	800	1400+26* (T-50)	2700+26* (T-100)	5300+33* (T-200)
国际及港澳航空	所有机场	2000	2200	2200+40* (T-50)	4200+44* (T-100)	8600+56* (T-200)

机场类别		2.旅客服务费 (元/人)	3.安检费		4.停车场费 (元/架次)	5.客桥费 (元/小时)
			旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)		
内地航空	一类 1 级	34	8	53	<2h, 免收;	单桥: <1h, 200 元; >1h, 100 元/0.5h 多桥: 单桥标准的倍数 计收
	一类 2 级	40	9	60	2-6h(含), Q*20%;	
	二类	42	10	62	6-24h(含), Q*25%;	
	三类	42	10	63	>24h, Q*25%/24h。	
国际及港澳航空	所有机场	70	12	70	<2h, 免收; >2h, Q*15%/24h。	

资料来源:《民用机场收费标准调整方案》(民航发[2017]18号)-民航局,天风证券研究所

表 2: 航空收费测算 (元)

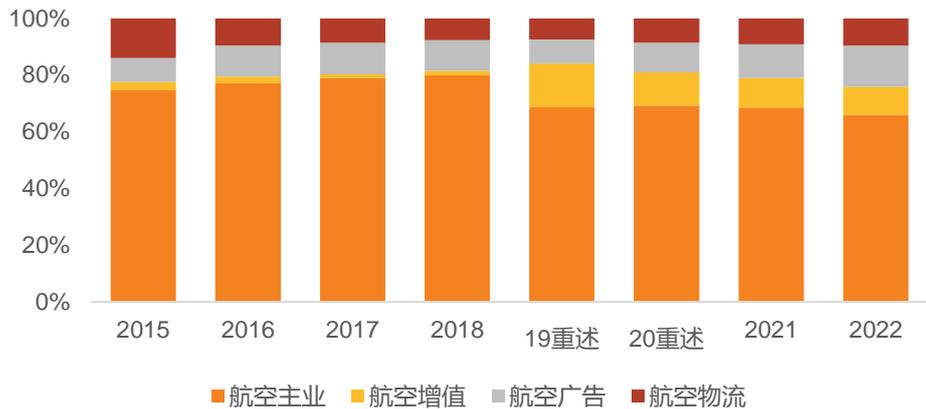
机型	A320	A330	A330
航线	国内航线	国内航线	国际航线
起降费	1764	6056	10448
旅客服务费	6120	11390	23450
安检费	1440	2680	4020
停车场费	352.8	1211.2	1567.2
客桥费	400	400	400
合计	10077	21737	39885

资料来源:航佳技术,民航局,天风证券研究所

假设:按最大载客、最大起飞重量、于一类一级机场停车场 2h 测算

公司的非航收入主要分为三大块,分别是航空增值业务、广告业务以及物流业务,其中增值业务是指依托于航空主业延伸出的商业服务业务,主要包括机场航站楼商业及物业租赁业务、两舱服务业务等。经测算,2019 年深圳机场非航收入占比为 31%,增值、广告及物流业务分别占比为 15%、9%、7%;22 年非航收入占比小幅提升。

图 5: 深圳机场营业收入结构变化



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

注: 2019 年之前的航空主业收入中包含部分航空增值业务, 19 年重述数据为测算值。

非航收入占比较低, 成长空间可期。进一步对比国内其他主要机场, 深圳机场、上海机场的非航收入占比分别为 31%、37%, 我们认为上机非航收入的占比比较高主要系其更高的国际旅客(含地区)占比以及更优质的免税商业生态; 未来随着深圳机场国际航线的进一步开拓以及免税生态优化, 其非航收入仍然具备一定的成长潜力。

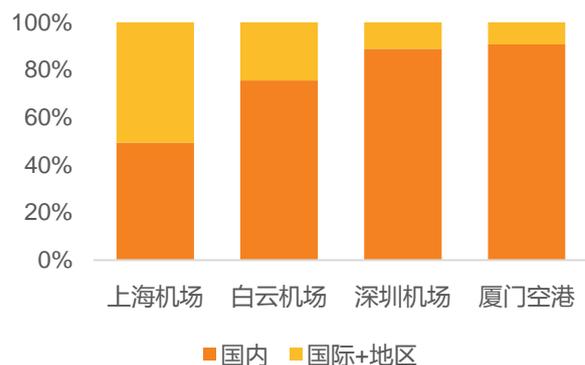
图 6: 2019 年我国主要机场的营业收入结构



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

注: 深圳机场的营业收入结构为测算值, 白云机场的收入结构或存在口径差异, 仅供参考。

图 7: 2019 年我国主要机场的旅客结构



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 经营数据: 国内旅客超 19 年同期, 国际旅客恢复不足四成

深机国内旅客恢复超 19 年同期, 国际旅客恢复率不足四成。2019 年深圳机场旅客吞吐量为 5293 万人次, 同比增速为 7%, 增速有所下行, 我们认为主要系机场产能限制。疫情防控优化后, 机场客流恢复明显, 23 年, 机场旅客吞吐量同比增长 145%, 其中国内、国际、地区旅客分别恢复至 19 年同期的 107%、41%、51%, 24 年国际及地区旅客有望加速恢复。同时, 卫星厅已于 21 年底投产, 机场中短期旅客增长得以支撑。

公司积极扩展国际航线, 国际线旅客占比提升明显。2019 年, 公司全力加速国际业务拓展, 全年新开罗马等 17 条国际客运航线, 加密东京等 19 条国际客运航线, 国际客运通航城市实现 60 城, 国际旅客吞吐量(不含地区)达到 525.5 万人次, 同比增长 33%, 连续三年增速超过 30%, 增速居全国大型机场第一位。相较国内航线, 国际航空性业务单价较高, 同时能够带来更大的非航商业价值, 因此我们认为国际航线的增加或提升公司的盈利能力。随着 24 年国际航线的进一步恢复, 公司国际旅客有望持续提升。

图 8: 23 年, 深圳机场旅客吞吐量恢复至 19 年同期的 99.6%

图 9: 疫情前, 深圳机场国际旅客占比提升明显



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

公司坚持客货运并举发展, 货运业务保持稳健增长。2019年, 公司加快拓展国际货运航点, 全年新增通克拉斯诺亚尔斯克等3个国际货运航点, 加密莫斯科等2条国际货运航线, 国际全货机通航城市达到18城, 国际货邮吞吐量占比提升明显。疫情期间, 公司持续拓展国际货运航点, 23年上半年, 公司新开马德里、烈日等5条国际全货运航线, 加密巴黎、伦敦等4个国际货运航点, 国际及地区通航点达35个, 全部货运通航点达到57个。公司货邮吞吐量在疫情期间得以稳定增长, 国际货邮吞吐量占比提升趋势明显。

图 10: 深圳机场货运业务保持稳健增长



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 深圳机场国际货邮吞吐量占比提升明显



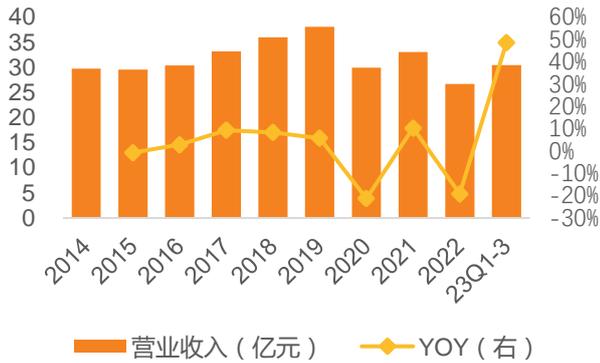
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.4. 财务数据: 成本费用端压力缓解, 盈利边际修复

公司盈利能力明显改善。随着公司经营逐步恢复, 尤其是国内旅客已超过疫前同期水平。23Q1-3 公司营业收入同比提升 49%至 30.42 亿元, 收入规模同样超过 19 年。利润端, 由于疫情干扰出行链以及公司卫星厅于 21 年底投产带来成本端压力, 公司 22 年亏损严重, 23 年以来利润率呈现逐季修复态势, 23Q3 因为深江铁路房屋征收项目确认 2.09 亿元的资产处置损益, 公司单季度净利率接近 17 年高峰水平。

图 12: 2014 年至 2023Q1-3 营业收入及同比增速

图 13: 2014-2023Q3 公司归母净利润及净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

卫星厅投产带来中短期折旧冲击。机场行业的成本相对刚性，在机场公司的主要成本中，固定资产折旧与人工成本是最主要的两项（22年，白云机场折旧与人工成本占总成本的63%），当一项重大固定资产投入使用时，会新增大量折旧成本、人工成本和运营成本。

- **成本方面：**21年底卫星厅投产，21-22年公司营业成本同比增长8%、19%。同时考虑租赁会计准则的变更（公司对租赁资产确认使用权资产和租赁负债），公司包含固定资产以及使用权资产的折旧提升明显，22年两者计提折旧10.46亿元，同比增长73%。
- **费用方面：**公司财务费用提升明显，22年财务费用率14%，同比提升10pcts，主要系公司对部分租赁确认为租赁负债叠加长期借款增加，因此相关利息支出提升明显。

公司的绝对成本和财务费用具备刚性，随着机场的逐步恢复经营，收入规模提升下，边际成本变小，公司盈利有望逐步恢复。参照13年底深圳机场T3投产，15年机场盈利基本修复，产能爬坡期约为2年，我们认为，未来两年公司航空主业有望从盈利修复期回升至疫前水平。

图 14: 营业成本及同比增速



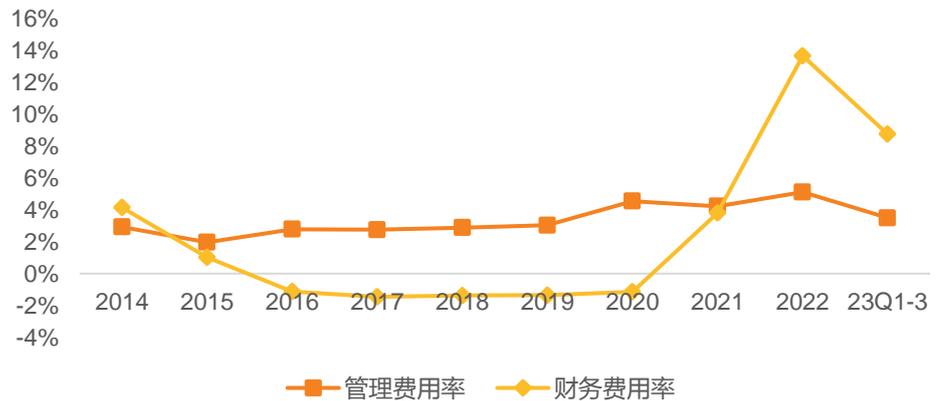
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 公司固定资产与使用权资产折旧金额（亿元）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 16: 公司期间费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 航空业务：陆空产能扩张，业绩有望步入上升通道

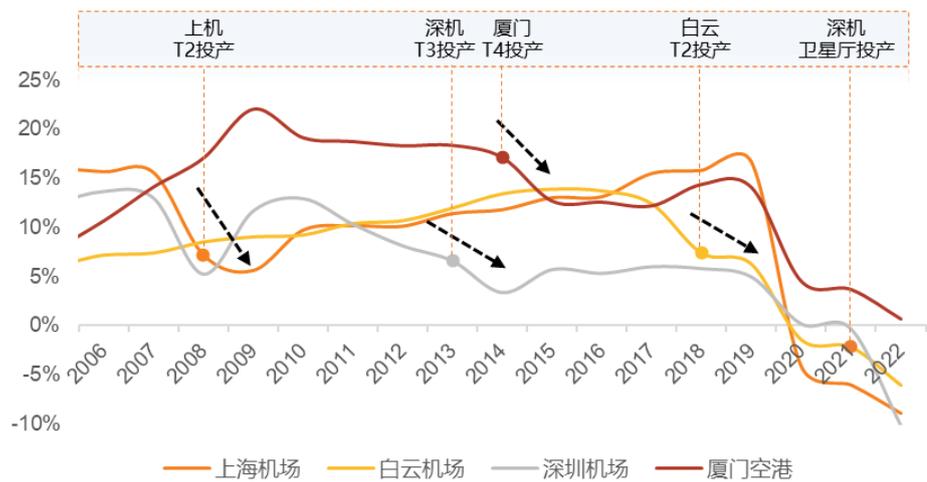
21 年底，深圳机场卫星厅投产以来，陆空两侧产能较疫前提升明显，而随着硬性能约束的缓解，23 冬春机场时刻资源较 19 年提升 18%。对比白云、香港机场，三大机场的产能整体较为充裕，并不会对机场经营、旅客增长产生明显约束造成溢出客流，机场客流更多还是依托于粤港澳大湾区的经济发展实现内生式增长。对于深机自身而言，1) 深中通道预计 24 年开通，深圳机场与中山、江门等地通达性提升明显，机场对于广东地区的辐射范围进一步扩大；2) 国际业务上，深机国际枢纽定位在“十四五”规划中再次强调，作为基地航司的深航、海航等有望持续助力深圳国际化枢纽建设。随着国内旅客的稳健增长，国际旅客的加速修复，叠加机场短期内无项目投产、重大资本开支，机场航空主业有望实现盈利修复，业绩步入上升通道。

2.1. 产能周期视角：短期无项目投产与重大资本开支，业绩迎来上升期

产能的扩张通常需要新航站楼和新跑道的投放，但投放往往会造成折旧而非收入的一次性骤增，因此机场盈利便会伴随重资产投放呈现周期性波动特征。当客流量上升至航站楼和跑道超负荷运转时，机场的业务量和收入将难以进一步增长，需要通过航站楼或跑道增加来满足航空性业务的进一步扩张。成本短期内会随新增固定资产投入而显著上升，但随着客流量的增加，单位平均成本将沿着长期成本曲线逐步下降，机场业务量、营收、毛利将会重新进入新的上升通道，并能突破原来的产能瓶颈达到新的高度。

具体来看，四家上市机场因新产能投放造成的盈利波动特征非常显著。上海机场 08 年 T2 航站楼投产，ROE 于 09 年触底，此后实现稳健增长；深圳机场 13 年新航站楼投产，ROE 于 14 年触底，随后波动上行；厦门空港 14 年底启用 T4 航站楼，ROE 至 17 年微幅下探，此后开始上行。白云机场 T2 航站楼以及深圳机场卫星厅分别在 2018 年、2021 年开始启用，均对公司盈利产生一定影响，疫情期间出行链受影响进一步加大公司成本端压力，ROE 下滑明显，随着机场客流逐步恢复，盈利有望进入上行通道。

图 17：机场 ROE 及产能投放情况



资料来源: 各公司公告, wind, 天风证券研究所

卫星厅有效缓解陆侧产能约束。回顾深圳机场产能投放及利用情况, 2012 年, 机场产能利用率高达 123% (机场产能具有软约束), 产能过于饱和对于旅客增长形成明显约束, 同年旅客吞吐量增速为 5%。2013 年 T3 航站楼投产过后, 机场陆侧产能得到极大释放, 机场旅客吞吐量步入高增速阶段。直到 2017 年机场实际旅客吞吐量再次超过设计容量, 机场于 2018 年开始建设卫星厅缓解产能压力, 并预计于 20 年投入运营, 但由于疫情因素, 卫星厅于 2021 年正式启用。但由于全球出行链受到疫情扰动, 机场产能并没完全得以利用, 反而对机场成本端造成一定压力。

出行恢复缓解成本端压力。23 年机场产能利用率已突破 100%, 但是由于产能软约束, 机场旅客吞吐在中短期内有望保持高速增长, 尤其是在国际航线恢复率尚低的情况下, 从而有效缓解机场成本端压力。

图 18: 公司产能利用率及旅客吞吐量同比增速



资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

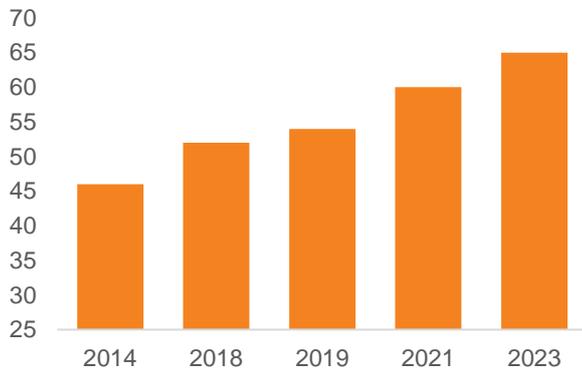
深圳机场高峰小时容量提升, 空域资源持续优化。深圳机场有两条平行跑道, 分别位于航站楼两侧。一跑道于机场 1991 年通航时启用, 二跑道于 2011 年投入运行。2023 年以来, 深圳机场在确保安全运行的前提下, 持续提升航班保障能力, 高峰小时航班容量获批提升至 65 架次/小时, 同比 19 年增加 20%, 为国内双跑道机场最高值, 机场空域运行效率进一步提升。

表 3: 深圳机场目前的跑道情况

名称	参数	投产日期
第一跑道	3400*45m	1991 年投入使用
第二跑道	3800*60m	2011 年投入使用

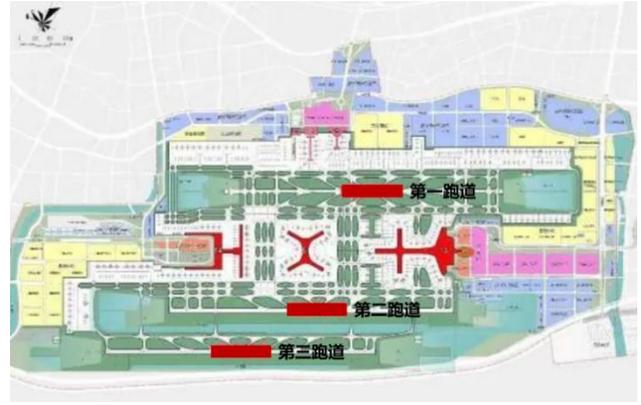
资料来源：公司官网，深圳交通公众号，天风证券研究所

图 19：深圳机场高峰小时容量（架次/小时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

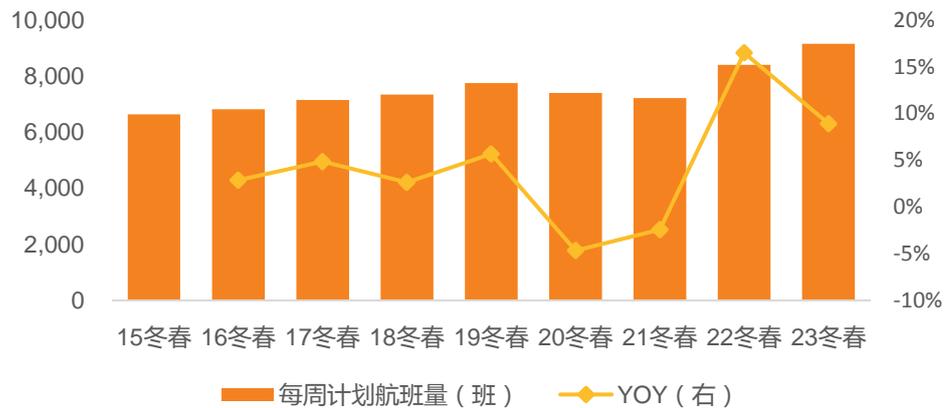
图 20：深圳机场跑道示意图



资料来源：深圳发布公众号，天风证券研究所

陆空两侧产能限制打开，深圳机场时刻资源优化。伴随航站楼设计容量与高峰小时容量限制的打开，深圳机场时刻资源也得到快速增加。23 冬春航季，深圳机场每周计划航班量 9150 班，同比 19 年同期增长 18%，为深圳机场进一步拓展客货航线提供发展空间。

图 21：深圳机场时刻资源



资料来源：pre-flight，天风证券研究所

远期产能规划清晰，上市公司暂无资本开支压力。公司未来四年内主要的规划产能包含：
 1) **机场三跑道**：跑道已于 2020 年 3 月正式开工，计划于 2026 年初投产使用，飞行区按照最高等级 4F 级建设；
 2) **机场东枢纽项目**：项目主要包括机场东枢纽主体和与枢纽站衔接的高铁、城际、地铁等轨道设施两大部分，其中 T1 航站楼及配套工程是机场东枢纽航空功能的核心载体。项目已于 23 年开始建设，预计工程整体在 27 年投入使用。

建设资金方面，机场工程投资由深圳市人民政府安排市本级财政公共预算解决，空管工程投资由民航局安排民航发展基金解决；公司在机场东枢纽暂无资本投入计划。因此我们预计公司在未来 3-4 年内暂无重大资本开支计划。

机场保障能力方面，深圳机场三跑道及 T1、T2 航站区等改扩建工程在 26-27 年完工后，终端保障能力将达到年旅客吞吐能力 8000 万人次，货邮吞吐能力 450 万吨，规划项目将有力支撑深圳国际航空枢纽和粤港澳大湾区世界级机场群建设。

表 4：深圳机场规划产能

机场产能	开建时间	启用时间	规划产能
第三跑道	2020 年	2026 年	
机场东枢纽 (包含 T1 航站楼)	2023 年	2027 年	货邮吞吐量 210 万吨、设计容量 2800 万人次

资料来源：公司公告，深圳发布公众号，深圳政协公众号，天风证券研究所

2.2. 粤港澳机场群：整体产能充裕，区域β助力机场内生增长

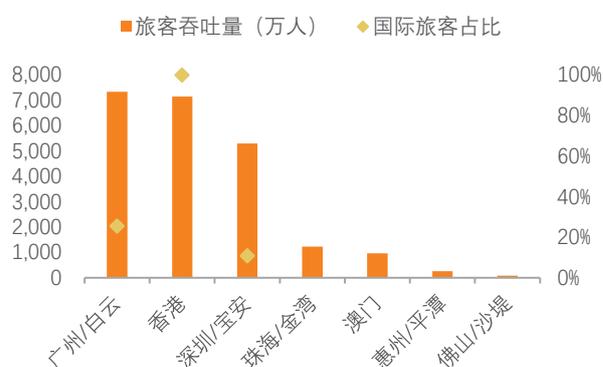
大湾区三大机场区位及定位有所重合。珠江三角洲（含港澳地区）是我国社会经济最为发达的经济区域之一，拥有我国目前最大的航空运输市场，机场资源也最为丰富，主要有深圳、广州、香港、澳门、珠海、惠州和佛山等 7 个民用机场。由于澳门和珠海等机场业务规模相对较小，区域内主要是香港、广州、深圳三个机场在部分交叉业务上的竞争。三大机场地理位置较为集中，整体机场密度、人均机场数远超其他两大经济区中；且白云及宝安机场均为我国一类机场，香港国际机场定位国际航空枢纽，其定位与区位的重叠存在一定的分流效应，国际市场重叠度较高，达到 70% 以上，竞争较为激烈。

图 22：珠三角机场群（不完全）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：粤港澳机场群旅客分布（2019 年）



资料来源：民航局，ACI，澳门国际机场官微，白云机场年报，天风证券研究所

我们首先对另外两个机场的产能进行梳理：

- 白云机场：**机场产能利用率常年居于高位，T2 航站楼于 2018 年投产后，极大缓解了机场产能瓶颈。目前，白云机场三期扩建工程正稳步推进，主要建设西二跑道（第四跑道）、东三跑道（第五跑道）和 T3 航站楼，改扩建 T2 航站楼。整体工程预计 2025 年完成，机场年吞吐量将从 2023 年的 8000 万人次达到 1.4 亿人次，货邮吞吐能力达 600 万吨。

表 5：白云机场产能及规划

资产	工程	开建时间	(预计) 启用时间	建筑面积/规格
第三跑道	二期	2012 年	2015 年	-
T1 航站楼	一期	2001 年	2004 年	50 余万平方米；设计容量 3500 万人次
T2 航站楼	二期	2012 年	2018 年	65.87 万平方米；设计容量 4500 万人次
第四跑道	三期	2020 年	2025 年	-
第五跑道	三期	2020 年	2025 年	-
T2 航站楼	三期	2020 年	2025 年	设计容量扩展至 6000 万人次
T3 航站楼	三期	2020 年	2025 年	约 50 万平方米；设计容量 3000 万人次

资料来源：民航工会公众号，广州白云发布公众号，广州广播电视台公众号，天风证券研究所

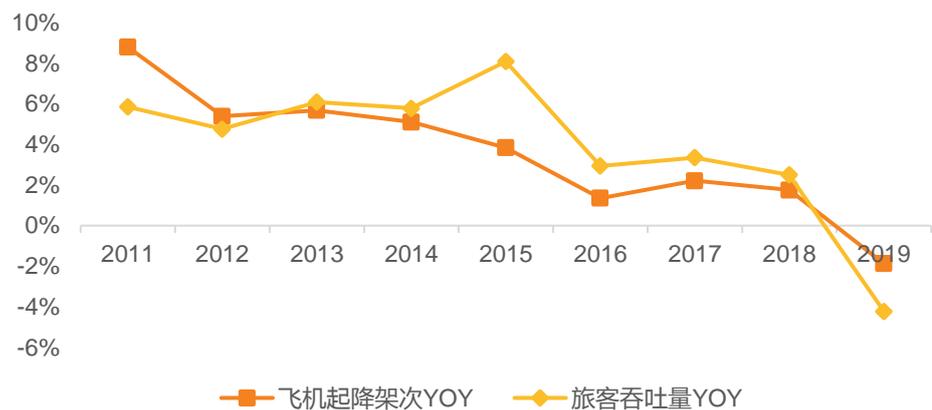
- **香港机场**: 机场产能主要由 2 座航站楼及 2 条跑道构成, 2016 年旅客量突破 7000 万, 机场飞机起降架次及旅客吞吐量增速明显放缓。机场第三跑道于 2016 年开始建设, 并于 2022 年 11 月正式启用。随着第三跑道的启用, 原有的中跑道将关闭以重新配置, 连同其他三跑道系统工程项目 (包括改建二号客运大楼、兴建 T2 客运廊等) 也正在推行中, 三跑道系统预计于 2024 年扩建完成, 其他客运设施将分阶段启用, 香港机场终端容量于 2035 年将达到年旅客吞吐能力 1.2 亿人次, 货邮吞吐能力 1000 万吨。

表 6: 香港机场产能及规划

资产	开建时间	(预计) 启用时间	建筑面积/规格
T1 航站楼	1993 年	1998 年	57 万平方米
T2 航站楼	1993 年	2007 年 (2019 年扩建)	14 万平方米
跑道 (07R/25L)			3800m*60m
跑道 (07C/25C)			3800m*60m
第三跑道	2016 年	2022 年	3800m*60m
三跑道系统	2022 年	2024 年	-

资料来源: 香港机场官网, 中国香港运输及物流局, 中央政府驻港联络办公众号, 香港特区政府驻沪办公众号, 河传国际传播学院公众号, 天风证券研究所

图 24: 香港机场飞机起降架次与旅客吞吐量增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

总结而言, 深圳机场、白云机场分别在 18 年、21 年投入新产能, 现目前产能尚未对旅客增长构成约束, 深圳机场 23 年陆侧产能利用率约 100%, 但考虑到陆侧产能软约束, 产能仍能支撑中短期客流增长。香港机场虽然三跑道项目尚未投产, 但目前处于国际航线恢复阶段, 恢复率不足, 因此整体产能也仍有富余。远期来看, 香港机场、白云机场、深圳机场新产能预计于 24 年、25 年、26 年陆续投产, 产能增幅可观。因此, 不管是中短期, 还是长期而言, 三大机场的产能整体较为充裕, 并不会对机场经营、旅客增长产生明显约束造成溢出客流, 我们认为机场客流更多还是依托于粤港澳大湾区的经济发展实现内生式增长。

进一步对比粤港澳三大国际机场的航线资源, 香港机场因为区位和历史因素, 一直是重要的国际航空枢纽之一, 白云机场和深圳机场的国际航线通达性和运力供给均次于香港机场。另外从票价层面来看, 香港机场飞亚太以及欧美地区的票价基本都更低; 国内两场的通达性以及票价竞争力都有待提升。

表 7: 粤港三大国际机场通航点及运力比较 (截至 19 年 8 月)

机场	国内航点	国际航点	国际运力份额占比
白云机场	110	73	24.15%

深圳机场	115	51	11.42%
香港机场	45	114	69.19%

资料来源：航班管家公众号，天风证券研究所

表 8：三大机场国际航线价格比较（元）

	首尔	起飞时间	法兰克福	起飞时间	伦敦	起飞时间	洛杉矶	起飞时间
深圳机场	2274	12:40	7541	0:30	5614	13:50		
白云机场	3721	12:40	2816	0:30	6356	12:15	8523	21:30
香港机场	1267	12:25	4571	0:15	4361	13:30	7539	21:05

资料来源：飞猪，天风证券研究所

注：机票价格为 2024 年 2 月 3 日价格（不含基建燃油），摘取时间为 2024 年 1 月 22 日

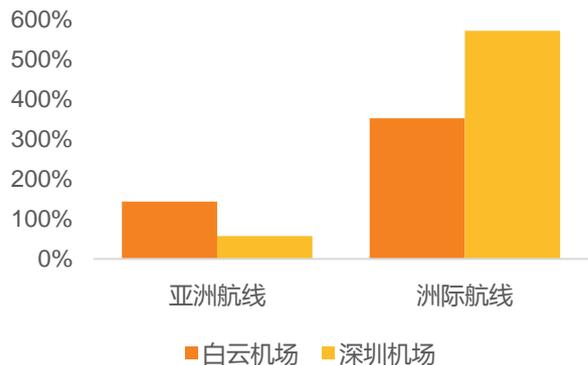
白云机场和深圳机场加快国际航线布局，深机洲际航线增速更快。对比 19 冬春航季时刻资源，白云机场、深圳机场的国际航线（含地区）时刻分别为 2340、1011 班/周，环比 19 夏秋航季国际航线时刻同比增长 163%、69%；广东两场均加快布局国际航线。另外从国际航线结构来看，白云机场的洲际航线占比更高，但随着深机国际枢纽定位的确定，机场加大国际航线铺设力度，19 冬春航季深机洲际航线环比 19 夏秋增长 571%。

图 25：19 冬春航季两场国际航线构成（班/周）



资料来源：航班管家，天风证券研究所

图 26：19 冬春航季两场国际航线环比增速（较 19 夏秋）

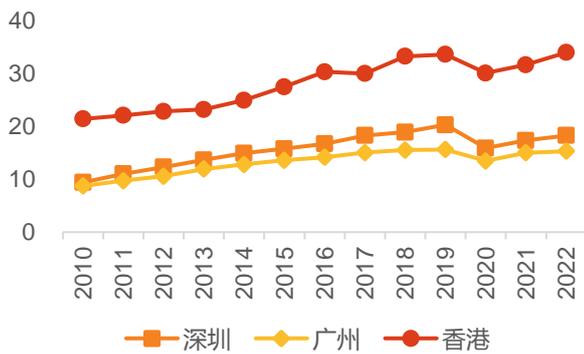


资料来源：航班管家，天风证券研究所

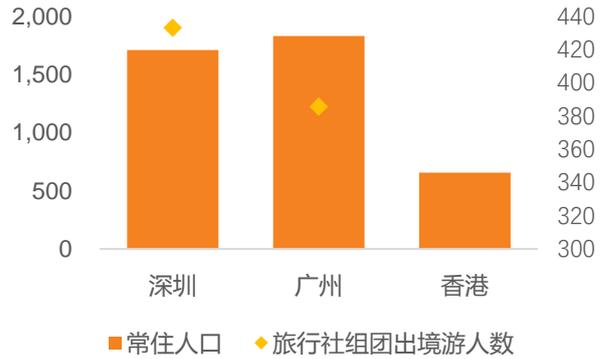
深圳机场腹地的经济基础优于白云，具备国际航线发展需求。民航运输量与地区经济发展水平直接相关，从人均 GDP 来看，深圳的人均 GDP 水平高于广州，旅行社组团出境游人数同样高于广州。我们认为，深圳机场国际航线发展的经济基础更好；长期以来国际旅客较少、占比较低，主要系此前区域性航空枢纽的定位，国际航线拓展不及白云；随着深圳机场国际航线的开拓，腹地具备足够的需求支撑。

图 27：三地人均 GDP 比较（万元）

图 28：深圳与广州旅行社组团出境游人数（2019 年，万人）



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 深中通道增大深机辐射范围，政策助力国际业务高速发展

深中通道将增大深圳机场在珠三角地区的辐射范围。一方面，中山是深圳机场的重要客源地，随着深中通道加快建设，中山与深圳机场未来将实现半小时通达，而中山到白云机场的车程约在 1 小时 44 分，深圳机场服务中山发展迎来了新的战略契机。另一方面，深中通道开通后，江门至深圳机场通行时间将缩短至 1 小时，深圳机场江门候机楼未来能够充分承接深中通道通车后的便利，为江门市民提供更加便捷的航空出行服务。根据《深圳市综合交通“十四五”规划》，机场 25 年有望实现旅客吞吐量 7000 万人次，23-25 年复合增速 15%。

图 29：深中通道示意图



资料来源：央视新闻公众号，高德地图，天风证券研究所

定位提升，政策助力深圳机场国际业务发展。十三五以来，深圳宝安机场的定位由“区域性枢纽机场”提升为“国际航空枢纽”，深圳市“十四五”交通规划中进一步指出提升深圳机场国际枢纽能级，预计 25 年深圳机场国际及地区旅客吞吐量达到 1000 万人次，占旅客吞吐量的 14%。

表 9：深圳机场相关政策梳理

文件名	相关内容	发布日期
《广东省人民政府办公厅关于印发广东省综合交通运输体系发展“十二五”规划的通知》	完善以广州白云国际机场为国际复合型门户枢纽，深圳宝安国际机场为 区域性枢纽机场 ，其他支线机场为补充的全省民用机场布局。	2012 年 9 月
《深圳市综合交通“十三五”规划》	加快深圳宝安机场 国际航空枢纽 建设，不断开拓和提升其国际辐射力。深圳机场将重点围绕加快推进机场基础设施改扩建、提升综合运行保障服务水平、加强拓展国际国内航线网络，打造与城市发展战略相契合的	2016 年 12 月

主运营基地航空公司等重点工作，加大建设投入力度，提高生产服务效率，完善深圳机场的国际枢纽功能。

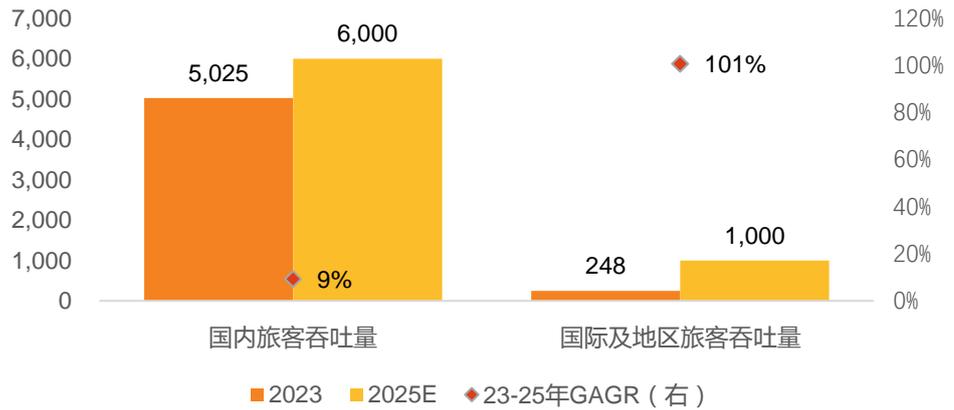
《深圳市人民政府办公厅关于印发深圳市综合交通“十四五”规划的通知》

提升深圳机场国际枢纽能级，努力建成“平安、绿色、智慧、人文”四型机场，推进航空运输高质量发展，打造高品质创新型国际航空枢纽，助力粤港澳大湾区世界级机场群建设。到 2025 年，机场年旅客吞吐量超过 7000 万人次，**国际及地区旅客吞吐量超过 1000 万人次**。

2022 年 3 月

资料来源：广东省人民政府网，深圳市交通运输局，深圳市人民政府网，天风证券研究所

图 30：深圳机场 2025 年旅客吞吐量展望（万人次）



资料来源：wind，深圳市人民政府网，天风证券研究所

十三五以来，机场国际业务加速布局。随着国家“十三五”规划明确深圳机场“国际航空枢纽”的新定位，深圳机场国际业务发展驶入快车道。2019 年，机场全年新开罗马等 17 条国际客运航线，国际客运通航城市实现 60 城，国际旅客吞吐量（不含地区）达到 525.5 万人次，同比增长 32.92%，连续三年增速超过 30%，增速居全国大型机场第一位，占比创纪录提升至 10%。我们进一步对比 19 夏秋和 19 冬春航季，深圳机场国际航线时刻资源环比提升明显，首先在国际航线时刻总量上，环比提升 69%至 1011 班/周；其次在结构上，深圳机场新开北美洲、大洋洲、非洲等共计 47 班/周，加密欧洲 33 班/周。

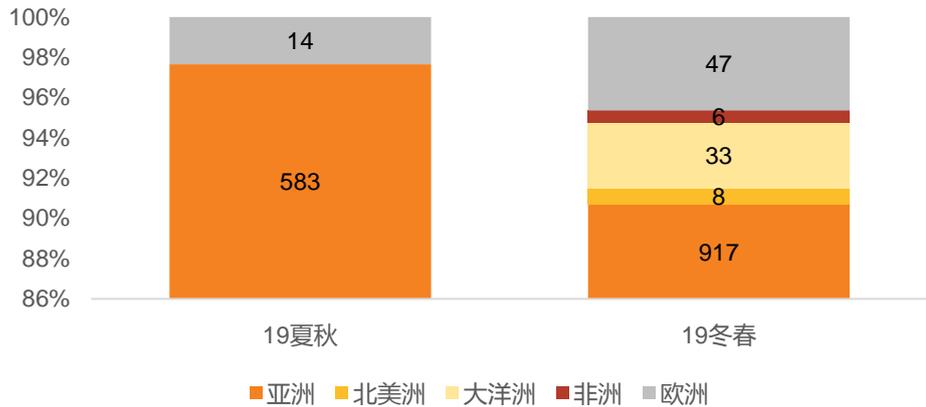
机场国际客运航线恢复领先行业，国际货运业务高速发展。疫情期间，跨境出行链严重影响，机场国际业务发展暂时停滞。截至 23 年 11 月，机场先后恢复拓展深圳至伦敦等 22 条国际及地区客运航线，并加密迪拜等 20 条国际航线，每周计划进出港航班近 600 班，恢复至 2019 年的 65%，高于全民航平均水平。货运方面，截至 23H1，公司国际及地区通航点达 35 个，较 19 年增长近一倍。

表 10：深圳机场国际航线拓展及恢复情况

日期	客运	国际客运 通航城市	货运	国际货运 通航城市
2018 年	新开 15 个国际客运通航城市（其中 9 个为洲际城市） 加密国际客运航线 12 条	45 城 (不含地区)	新开莫斯科等 2 个国际全货机通航点 加密新加坡国际全货机通航点	-
2019 年	新开支罗马等 17 条国际客运航线 加密东京等 19 条国际客运航线	60 城	新开支克拉斯诺亚尔斯克等 3 个国际货运航点 加密莫斯科等 2 条国际货运航线	18 城
2023 年	截至 23 年 11 月，恢复拓展深圳至伦敦等 22 条国际及地区客运航线，并加密迪拜等 20 条国际航线	35 城 截至 11 月	新开支马德里等 5 条国际全货运航线 加密巴黎等 4 个国际货运航点	35 城 截至 23H1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31: 通航地区进出港周航班量对比 (班/周)

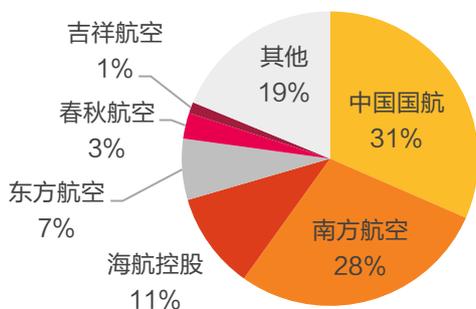


资料来源: 航班管家, 天风证券研究所

基地航司有望持续加大深圳国际化枢纽建设。国航(旗下深航)、南航以及海航是深圳机场主要的基地航司, 23 冬春航季中, 三家航司的时刻占比分别为 31%、28%、11%。其中:

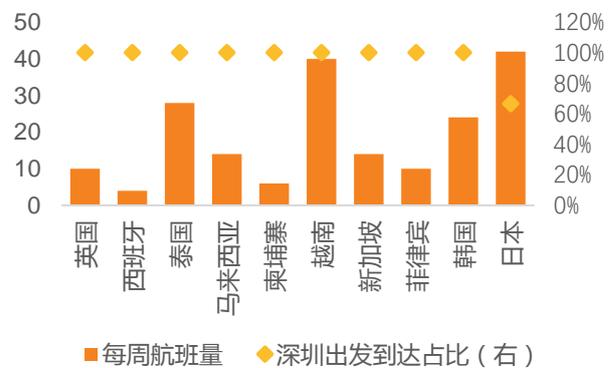
- **深圳航空:** 深航为我国地方性航司, 国际航线占比较小, 这与深圳机场十二五时期“区域枢纽”的定位也相匹配。17 年, 深航引进首架宽体机, 18 年开通首条定期洲际航线(深圳-伦敦), 19 年开通并加密多条国际航线, 国际化进程加速。航司一般只会在主基地铺设国际航线, 深航 23 冬春国际航班计划中, 每周 192 班, 其中 178 班为深圳出发或到达的航线, 占比 93%。我们认为, 深航作为以深圳为主基地的国内第五大航空公司, 将持续助力深圳国际化枢纽的建设。
- **海南航空:** 海航于 17 年与深圳机场集团、深圳市交委签订合作协议, 表示进一步加大海南航空在深战略布局及航线网络拓展, 加速深圳国际化发展进程。截至 2019 年 5 月, 海南航空相继开通了深圳往返的 19 条国际航线, 其中 11 条为洲际航线, 占深圳机场 19 个洲际航点的一半以上, 搭建起华南区域辐射北美洲、欧洲、大洋洲、亚洲的国际航线网络。根据海航 23 冬春国际航班计划, 海航预计恢复 8 条国际航线, 每周 40 班。随着国际航线的逐步恢复, 我们预计海航将继续加大深圳枢纽建设, 构建丰富的境内外航线网络。

图 32: 深圳机场 23 冬春航季航班量构成



资料来源: pre-flight, 天风证券研究所

图 33: 深航 2023 年冬春航季国际航班计划



资料来源: 深圳航空公众号, 天风证券研究所

表 11: 海航 23 冬春航季国际航班计划

执飞航线	班次 (班/周)
------	----------

深圳-温哥华	2
深圳-布鲁塞尔	6
深圳-罗马	6
深圳-米兰	6
深圳-巴黎	4
深圳-特拉维夫	4
深圳-开罗	6
深圳-奥克兰	6

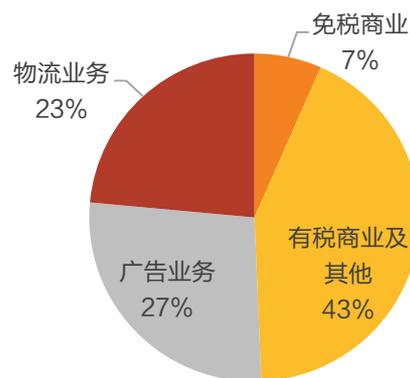
资料来源：海航航空集团公众号，湖北中航服商务有限公司公众号，天风证券研究所

注：1) 往返各为一班；2) 深圳-开罗航线于 2024/1/21 启航

3. 非航业务：商业潜力有待释放，物流业务高速增长

机场的非航业务主要包含增值业务、广告业务以及物流业务三大板块，其中航空增值业务是指依托于航空主业延伸出的商业服务业务，主要包括航站楼商业及物业租赁业务、两舱服务业务等。我们将增值业务重分类为免税商业，有税商业及其他业务。经测算，2019 年，增值业务、广告业务、物流业务分别非航业务收入的 50%、27%、23%，增值业务中有税商业及其他收入为主要来源。

图 34：2019 年机场非航业务收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：免税商业、有税商业及其他收入为测算值，仅供参考

3.1. 商业面积拓展，免税生态优化，商业潜力有待释放

深圳机场有税商业面积增长近两成。卫星厅 2021 年投产之后，机场商业面积增加约 6000 平方米左右，并于当年完成 T3 航站楼 151 个网点和卫星厅 96 个网点的招商。单从面积增量来看，机场有税商业的增长潜力近两成。

深圳机场目前网点空置率或近三成。今年深圳机场国内旅客超 19 年同期，但是卫星厅投产分流一部分国内旅客，因此总体来看航站楼与卫星厅或均存在一定的产能不饱和，对于商业端的影响即是招商不满或者开店率不足。23 年 12 月，机场举行招商推介会，相关商业面积超过 1 万平方米，我们预计目前机场的空置网点近 3 成。

表 12：T3 航站楼与卫星厅商业面积

	面积 (万㎡)	有税商业面积 (㎡)	免税面积 (㎡)
T3 航站楼	45.1	约 30804.27	2195.73

卫星厅	24	6000	无
-----	----	------	---

资料来源：公司公告，天风证券研究所

免税扣点率下滑，合资经营增厚投资收益。23年5月，机场发布公告称拟与深免设立合资公司共同经营 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店，提升深圳机场免税店运营管理能力，增加免税业务收益。新一轮的免税合同仍然采取“月保底租金、月营业额提成租金两者取高”模式。

扣点率：进出境提成率有所下滑，T3 进境免税店扣点率由 35%下滑至 30%，T3 出境免税店扣点率为 24%；

保底租金：T3 航站楼进境与出境免税店月保底租金单价均为 3,280 元/m²/月，同时以 2019 年国际客流量为基准建立月度保底租金动态调整机制。

我们认为，提成率的降低无疑对机场免税收入产生了一定的负面影响，但另外一个角度而言或有利于免税品运营主体做大免税规模，同时合资运营的模式，也能加大双方利益绑定，投资收益的增加也一定程度上弥补扣点率下降的影响。

表 13：机场新旧免税合同对比

	航站楼	区域	面积 (m ²)	月保底租金 (元/m ²)	年保底租金 (万元)	扣点率	合同期限
原合同	T3 航站楼	T3 进境	377	10,008	4528	35%	2017.8-2020.8, 可延期两年
新合同	T3 航站楼	T3 进境	377	3,280	86424	30%	2022.12.1-2027.11.30
		T3 出境	1818.73			24%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 14：深圳机场免税合同的月保底租金调节机制

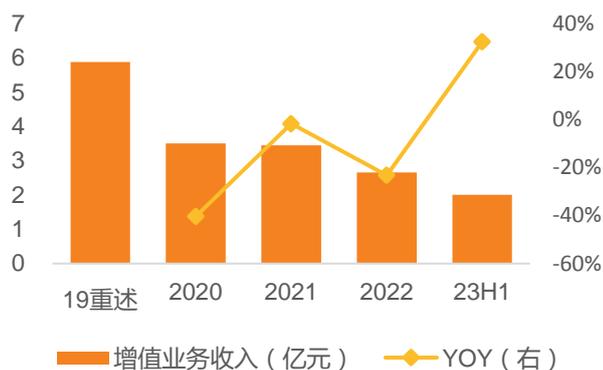
年度	年度保底租金标准
Y1 (Y1 为国际及地区客流量恢复至 2019 年水平的首年, Y1 国际及地区客流量 ≥ 2019 年)	月国际客流恢复不及 19 年月均的 25%/50%，月保底租金折算比例为 25%/50%
Y2	Y2 保底租金单价=Y1 保底租金单价 × Y2 保底租金调整系数 Y2 保底租金调整系数=1+(Y1 国际及地区客流量-2019 年国际及地区客流量) ÷ 2019 年国际及地区客流量 × 80%
Yn (n ≥ 3)	Yn 保底租金单价=Yn-1 保底租金单价 × Yn 保底租金调整系数 Yn 保底租金调整系数=1+(Yn-1 国际及地区客流量-Yn-2 国际及地区客流量) ÷ Yn-2 国际及地区客流量 × 80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

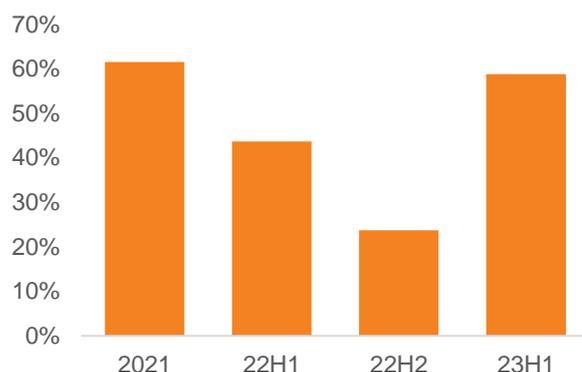
客流修复下看好机场商业发展潜力。疫情期间，机场增值业务受到严重影响，我们预计 22 年增值业务收入体量仅为 19 年同期的 45%。23 年深圳机场的国内旅客位居全国第二，虽然有基数较低的影响，但机场国内旅客的超预期恢复一定程度上反映了深圳机场的商业发展潜力，23H1，机场增值业务收入同比增长 33%，营业利润率环比改善明显。我们预计随着 24 年以来深中通道的开启，叠加机场产能尚为充裕，深圳机场旅客增长有望保持高速增长；随之而来的是机场商业潜力的释放。

图 35：航空增值业务及同比增速

图 36：航空增值业务营业利润率



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

免税生态优化，销售客单价提振。深免深耕酒水免税市场 40 年，21 年与 DFS (LVMH 子公司) 合作在海南布局海口观澜湖免税购物城。我们认为，合作的进一步加深以及海南免税的布局有望进一步增强深免的渠道能力，在酒水优势品类的基础上，持续加强香化等品类优势。目前，由深免集团和公司共同合资成立的深圳市鹏盛空港免税品有限公司已正式运营，众多品牌通过直采方式引进，销售的免税商品包括赫莲娜、古驰、轩尼诗等 270 多个知名品牌，涵盖香化、烟酒、食品、精品等众多品类。根据公司公告披露，机场 23 年 3 月深圳机场免税店综合客单价大幅提升，超过 2019 年水平；从 23 年末销售情况来看，免税客单价较 2019 年已实现翻倍。

短期来看，免税商业面积有望进一步拓展。以 T3 航站楼西翼廊国内功改国际功能为契机，深圳机场正研究推进免税点位优化，将优质商业点位转变为免税店，同时设立免税提货点，进一步提升免税业务经营能力。

我们假设 24-25 年机场国际旅客恢复至 19 年同期的 70%、100%；23-25 年免税客单价提升至 60、85、110 元，经测算 23-25 年机场免税租金收入为 0.43、0.88、1.63 亿元，体量在机场增值服务中较小，但整体增速可观；预计 27 年免税租金收入占比 4%，同时贡献 9% 的毛利。

表 15：免税商业收入测算

	2019A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
国际旅客 (万人)	591	248	414	591	650	715
恢复率	-	42%	70%	100%	110%	121%
保底租金调整系数	-	50%	100%	100%	100%	108%
A 保底租金 (亿元)	-	0.43	0.86	0.86	0.86	0.93
人均免税销售额 (元/人)	41	60	85	110	127	145
免税销售额 (亿元)	2.42	1.49	3.52	6.50	8.23	10.41
扣点率	35%	25%	25%	25%	25%	25%
B 扣点租金 (亿元)	0.85	0.37	0.88	1.63	2.06	2.60
机场免税租金收入 (亿元)	0.85	0.43	0.88	1.63	2.06	2.60
收入占比	2%	1%	2%	3%	3%	4%
毛利占比	6%	3%	5%	7%	8%	9%

资料来源：wind，招商蛇口公众号，天风证券研究所

注：1) 2019 年的数据为测算值，仅供参考；2) 毛利占比假设免税商业收入的毛利率=航空增值业务毛利率

基于合资经营的商业模式，机场方除了能够收取免税租金以外，还可以从合资公司获取投资收益。22 年深免净利率为 3.86%，我们假设机场店的净利率更高，以及 23 国际航线同比

恢复，免税经营有所改善，我们假设 23-25 年深免的净利率水平为 5.86%、6.86%、7.86%，经测算，预计 23-25 年机场方可以取得投资收益 0.04、0.11、0.25 亿元。

表 16：合资免税公司投资收益测算（亿元）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
深免净利率	5.86%	6.86%	7.86%	7.86%	7.86%
投资收益	0.04	0.11	0.25	0.32	0.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：暂未考虑合资公司经营的福永免税店收入

3.2. 广告业务兼具安全垫与弹性，卫星厅投产增厚优质广告资产

深圳机场 T3 航站楼投入使用时，公司与上海雅仕维公司合资设立了深圳机场雅仕维传媒有限公司（合资公司），公司授权控股子公司深圳市机场广告有限公司（广告公司）将 T3 航站楼全部室内外广告资源许可给合资公司经营。广告公司按照基本经营费+广告媒体资源使用费的形式向合资公司收取，其中使用费性质即收入提成，同时采取“保底与提成孰高”的模式。

2020 年 4 月，公司发布广告合同补充协议调整 20-23 年基本经营费，四年经营费整体折价 54%。公告称主要系：1) 2018 年 6 月，T3 航站楼室外所有广告牌已拆除，公司广告资源数量减少。2) 首六年基本经营费的定价考虑到设施折旧因素，但截至 2019 年 12 月 31 日，T3 航站楼广告设施已基本达到折旧年限，故障率和维护成本较高，但仍具备使用价值。除此之外，我们认为疫情干扰机场客流也存在一定影响。

卫星厅增厚公司广告资源。机场卫星厅投产之后，子公司与合资公司继续签订广告合同，收费模式与航站楼一致，基本经营费 530 万元/年，广告媒体资源使用费中，两年底价合计 1.68 亿元，收入提成为广告发布收入的 79%，即 22-23 年卫星厅带来的广告收入至少为 1.79 亿元。

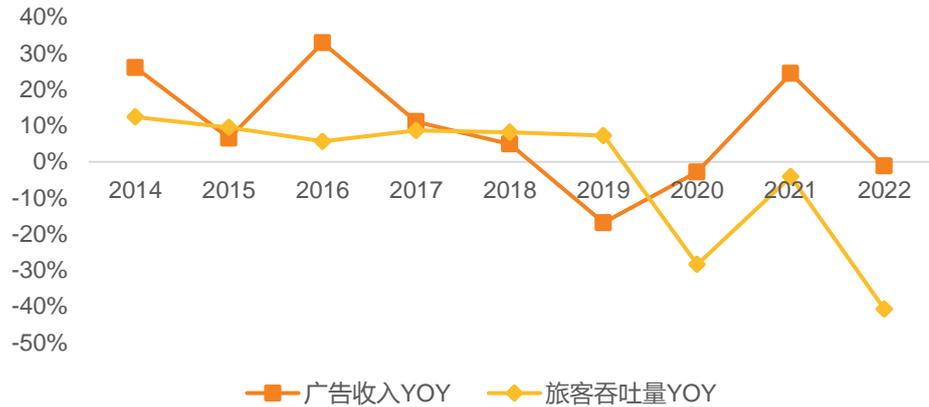
表 17：深圳机场广告合同

位置	区域	费用	费用明细	期限
卫星厅	广告媒体 272 个	基本经营费	44.2 万元/月	2021 年 11 月 28 日至 2023 年 11 月 27 日
		广告媒体资源使用费	底价（1.68 亿元）与收入 提成（卫星厅广告发布收 入*79%）取高	
T3 航站楼	室内广告资源	基本经营费	14-19 年为 1000 万/年； 20 年-23 年合计 1830 万 元（23 年 341 万元）	2020 年 1 月 1 日至 2023 年 11 月 27 日
		广告媒体资源使用费	底价与收入提成（广告发 布收入* 79%）取高	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

弹性收费模式使得机场充分享受流量红利。航站楼与卫星厅的收费模式均为“基本经营费+广告媒体资源使用费（底价与收入提成孰高）”，我们认为基本经营费与底价保证了绝对收入，收入提成又赋予了广告业务业绩弹性。除此之外，公司参股仕维传媒 51% 的股权，还能进一步获得投资收益，商业模式较为优异。我们对比公司广告收入与旅客吞吐量增速可以发现，机场广告收入基本领先于旅客吞吐量，13-18 年广告收入与旅客吞吐量 CAGR 分别为 16%、9%，弹性制的收费模式保障了机场方能够充分享受流量红利。

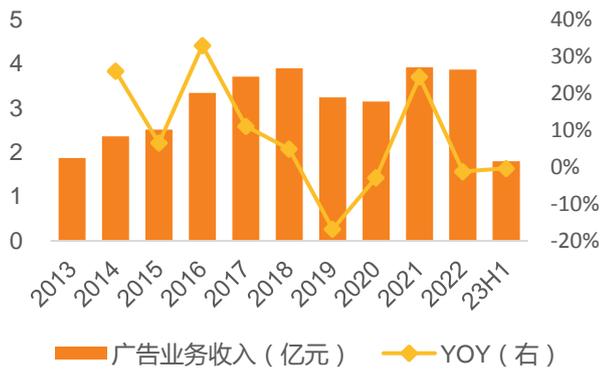
图 37：公司广告收入与旅客吞吐量同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

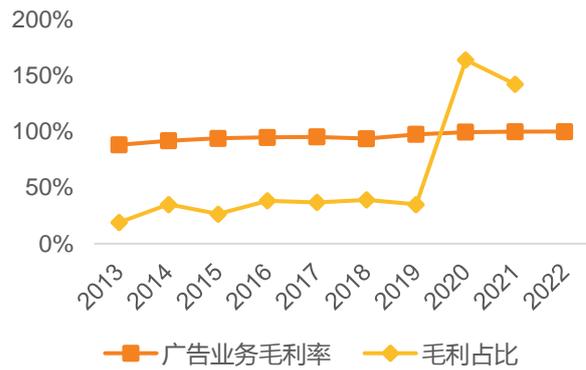
广告业务具备安全垫作用。13 年 T3 航站楼启用以来, 机场广告业务收入始终保持增长, 18 年航站楼户外广告资源拆除对广告收入产生一定影响。20 年以来机场客流严重受到疫情干扰, 但机场的广告业务并未受到严重影响, 同时叠加其优秀的盈利水平(机场广告不承担相关业务成本)为公司业绩下滑起到明显缓冲作用。20-21 年机场广告业务毛利占比分别为 164%、142%, 22 年公司毛利润-9.4 亿元, 广告业务实现 3.87 亿元的毛利。

图 38: 机场广告收入及同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 39: 机场广告业务毛利率及毛利占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

机场航站楼与卫星厅的广告商业合同均于 2023 年底到期, 新一轮广告合同中, 梅迪派勒为新的广告媒体经营方, 拥有深圳机场 T3 航站楼、GTC、卫星厅(均指室内)现有 396 个广告媒体经营权, 经营合同期限为 2024 年 2 月 1 日至 2030 年 1 月 31 日。

广告经营费采取与客流量挂钩的动态调整机制:

- **首年广告经营费**(即第一合同年度, 2024 年 2 月 1 日-2025 年 1 月 31 日): 广告经营费基准价为中选价 40,180 万元。首年实际客流量较基准值(5600 万人)变动幅度在(±)10%(含本数)以内, 首年广告经营费为基准价; 当实际客流变动增幅/降幅超过 10%, 则以超过 10%部分的 50%相应调增/调减。
- **以后合同年度的广告经营费:** 主要依据当年客流量增速进行相应调整, 当客流增速在 5%及以内, 当年广告经营费以上一合同年度广告经营费为基数, 按照 3%增长; 当客流量增幅超过 5%, 则以上一合同年度广告经营费为基数, 按照 3%增长, 再按照客流量增幅超过 5%的部分的 50%相应增加。

表 18: 深圳机场 2024 年广告合同条款

第 i 合同年度客流量增速 X	第 i 合同年度实际广告经营费
X > 5%	上一合同年度实际广告经营费 × [1+3%+ (X-5%) × 50%]

$-5 \leq X \leq 5\%$	上一合同年度实际广告经营费 $\times (1+3\%)$
$-10 \leq X < -5\%$	上一合同年度实际广告经营费
$X < -10\%$	上一合同年度实际广告经营费 $\times [1 + (X+10\%) \times 50\%]$

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为新一轮的广告合同使得机场的广告业务发展更为稳健，采取与客流挂钩的机制也一定程度上给予了收入增长的弹性，但相较此前“基本经营费+广告媒体资源使用费（保底与提成孰高）”的模式而言，收入增长的弹性或不及此前。基于新旧广告合同条款和旅客吞吐量的增长假设，我们预计 23-25 年，公司广告业务收入为 3.64、4.02、4.21 亿元，同比增速为 -6.0%、+10.4%、+4.8%。

表 19：机场广告收入测算（万人、万元）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
旅客吞吐量	5273	5741	6238	6579	6940
YOY	144.6%	8.9%	8.7%	5.5%	5.5%
其中：国内航线	5025	5327	5646	5929	6225
国际及地区航线	248	414	591	650	715
广告经营费	36,396	40,180	42,120	43,483	44,895
YOY	-6.0%	10.4%	4.8%	3.2%	3.2%

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

3.3. 跨境电商红利叠加产能释放，助力物流业务高速发展

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，主要包括航空物流园租赁与管理业务，航空货运代理服务、货物过站处理业务等。机场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，以及在建的东区国际转运一号货站。

庞大卖家奠定深圳跨境电商基本盘，市场规模跃升全国第一。截至 23 年，深圳跨境电商出口企业数量超过 15 万家，在阿里巴巴国际站、速卖通等平台几乎占据了国内卖家的半壁江山，亚马逊的中国卖家也有三分之一来自深圳，庞大的卖家群体和市场规模奠定了深圳跨境电商的基本盘。2023 年深圳跨境电商进出口额达 3265.3 亿人民币，同比增长 74.4%，规模跃升至全国第一。

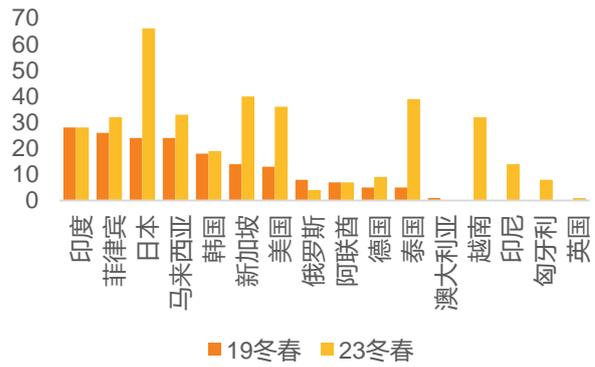
深圳机场大力拓展货运航线网络，助力国货出海。空运作为跨境电商货物最主要的运输方式，航线网络通达性和充足的舱位运能是电商货物运输时效的基础保障。近年来，深圳机场聚焦深圳跨境电商产业发展和深圳制造“出海”需求，联合国内外航司大力拓展货运航线网络，全力打造“全球 123 快货物流圈”。截至 23 年 12 月，深圳机场全货机通航点达 59 个，新开及加密列日、圣保罗、巴黎、墨西哥城等 15 条国际货运航线，其中跨境电商专线 9 条，国际及地区航点合计 37 个。相较 19 冬春航季，深圳机场加密原有航线并新增部分国际航线，机场国际货运航线 368 班/周，较 19 年同期增长 113%。

图 40：深圳机场国际货运航线时刻资源（班/周）

图 41：深圳机场通航国家/地区进出港周航班量对比（班/周）



资料来源：航班管家，天风证券研究所



资料来源：航班管家，天风证券研究所

疫情影响消退叠加跨境电商红利，机场物流业务边际向好。机场的物流业务基本由国内货站以及现代物流公司两家子公司负责经营，疫情期间国内货站收入收缩明显，利润转亏。随着 23 年国内航线快速恢复以来，机场国内货站业务快速恢复。2023 全年累计货量 160 万吨，同比增长 6.2%，其中空运跨境电商业务量同比增长八成。23H1 公司物流业务收入同比增长 27%至 1.47 亿元，国内货站扭亏为盈，物流业务整体边际向好。

图 42：机场物流业务收入及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：机场物流业务毛利及毛利率

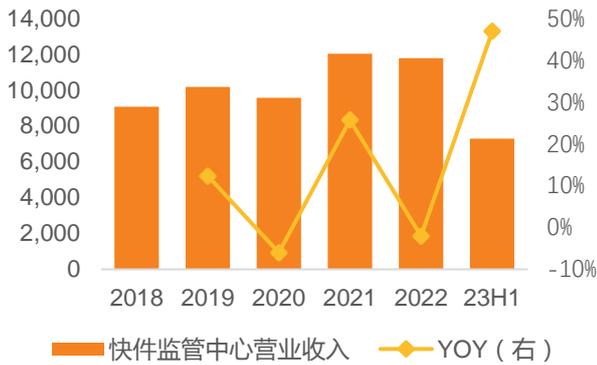


资料来源：wind，天风证券研究所

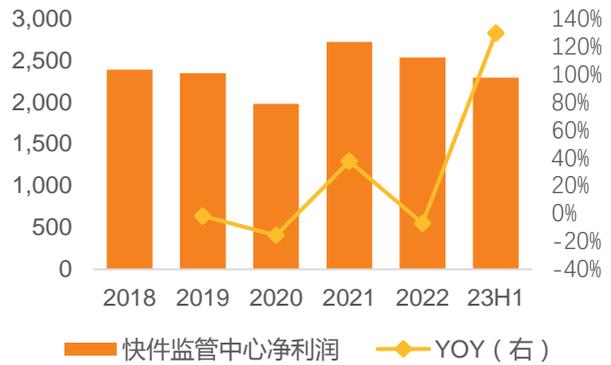
公司通过参股公司快件监管中心（持股比例 50%）经营管理深圳机场国际快件海关监管中心，提供海关监管设备的设备服务。2023 年上半年，公司与希音、拼多多等头部电商平台及菜鸟、云途等电商物流企业密切对接，推动加大货物投放力度，跨境电商货量同比增长 112%；快件监管中心实现营业收入 7,289 万元，同比上升 46.94%，净利润 2291 万元，同比上升 130%。我们认为，随着希音、TEMU 等新兴跨境电商平台的高速发展，机场作为跨境空运物流中的一环有望受益，进一步增厚公司投资收益。

图 44：快件监管中心营业收入及同比增速（万元）

图 45：快件监管中心净利润及同比增速（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

22 年 12 月，深圳机场围绕跨境电商、国际快递、生鲜冷链、电子元器件等城市发展需求，启动总投资超 50 亿元、建筑面积约 80 万平方米物流设施建设项目；**建成后将新增年货邮保障能力超 150 万吨，有效破解物流设施不足的瓶颈，助力空港枢纽建设。**

截至 23 年底，深圳机场东区国际转运一号货站、机场南货运区货代一号库、机场南区新国际货站一期等重点物流设施正式投用，预计每年给机场新增国际货物处理能力 37 万吨；同时启用航空跨境电商企业处理专区，每年新增航空快件及跨境电商货物处理能力 20 万吨。

- **东区国际转运一号货站：重点物流客户拓展，助力物流业务高速增长。**项目建筑面积约 6 万平方米，23 年 10 月，公司与中外运-敦豪国际航空快件有限公司（DHL）协签订合同，将深圳机场东区国际转运一号货站（预计计租面积共计 32,308 平方米）租赁给 DHL，租赁期限为 12 年，枢纽一期项目预计合同期内租金总额 49,946 万元，即至少每年为机场带来 4162 万元的直接增量收入，以及起降费、停车场费等间接收益。同时，与 DHL 的合作将有效加强深圳机场货物集散与分拨能力，提升场地资源价值，助推深圳市跨境贸易电子商务、临空商贸及物流业进一步发展。
- **南货运区货代一号库：**建筑面积约 8.7 万平方米，融合传统物流运输业务和电商等新业务于一体，是集货物存储、分拣、集散等功能于一体的现代化物流项目。
- **南货运区新国际货站一期：**建筑面积约 1.9 万平方米，将主要用于保障国际普货业务，服务航空公司及货运代理人。公司子公司现代物流公司通过受托管理南货运区货代一号库，持续扩大物业资源管理范围，将进一步提升其管理资源的规模效益，有利于增加公司收入。据公告披露，在租金标准不调整且满租状态下，3 年合同期间现代物流公司预计可收入委托管理费及正向激励收入约 1,395 万元，即每年为机场带来 465 万元的增量收入。

22 年公司航空物流收入为 2.57 亿元，综上新增产能带来的增量收入约为 0.41-0.46 亿元，增幅约为 16%-18%；同时考虑到电商业务的高速发展，我们认为物流业务至少可以保持 20% 的高收入增速。

4. 盈利预测与估值模型

23 年以来，全国出行链逐步修复，部分国际航线的修复进程仍然较慢。2023 年，深圳机场旅客吞吐量、起降架次分别为 5273 万人、393 千架次，恢复至 19 年同期的 100%、106%；其中国内旅客、国际旅客、地区旅客恢复率分别为 107%、41%、51%，国内旅客超 19 年同期，国际旅客恢复四成左右。

我们对公司关键经营指标旅客吞吐量做出如下假设：24-25 年国内旅客保持同比增速 6%，24 年国际旅客（含地区）恢复至 19 年的 7 成，25 年国际旅客完全修复。

我们结合上文分析，对机场非航业务的关键假设如下：

- 1) **免税业务**：23 年 12 月机场免税销售客单价较 19 年翻倍，我们认为随着免税运营方免税的渠道能力加强，机场免税客单价有望持续提升，23-25 年机场免税客单价提升至 60、85、110 元；
- 2) **有税商业及其他**：23 年上半年，机场增值业务快速修复。卫星厅 21 年投产，机场商业面积大幅增长，但是由于机场门店目前仍存在一定的空置率，23 年有税商业尚未恢复疫前水平，预计 24-25 年随着机场客流的修复，机场有税商业有望保持高速增长并突破 19 年收入体量上限，假设 23-25 年，机场有税商业及其他收入增速为 55%、25%、15%。
- 3) **广告业务**：机场卫星厅投产增厚机场广告商业资产，原合同于 23 年底到期，新一轮合同已经落地，基于新旧广告合同条款和旅客吞吐量的增长假设，我们预计 23-25 年，公司广告业务收入为 3.64、4.02、4.21 亿元，同比增速为-6.0%、+10.4%、+4.8%。
- 4) **物流业务**：23 年机场物流业务快速修复，同时新增与 DHL 的物流合同，预计将对 24 年及以后的物流收入产生积极影响，我们预计 23-25 年机场物流收入同比增速为 20%。

综上，我们预计机场 23-25 年将实现营业收入 43.49、47.55、53.90 亿元，同比增长 63%、9%、13%。

表 20：公司经营数据与营业收入预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
起降架次（千架次）	370.2	320.3	317.9	235.7	393.1	420.1	481.6
YOY	4%	-13%	-1%	-26%	67%	7%	7%
内航内线	330.7	316.3	317.4	234.5	376.6	390.6	449.2
内航外线	39.5	4.0	0.5	1.2	16.5	29.4	32.4
旅客吞吐量（万人）	5293.2	3791.6	3635.8	2156.3	5273.5	5740.6	6237.5
YOY	7%	-28%	-4%	-41%	145%	9%	9%
内航内线	4702.0	3724.7	3626.6	2141.1	5025.2	5326.8	5646.4
内航外线	591.2	66.9	9.3	15.3	248.3	413.8	591.2
航空主业收入	26.13	20.75	22.66	17.62	32.27	33.86	37.77
YOY	-9%	-21%	9%	-22%	83%	5%	12%
航空增值	5.89	3.51	3.46	2.66	4.51	5.97	7.48
YOY	-	-40%	-2%	-23%	70%	33%	25%
其中：免税租金收入	0.85	0.12	0.02	0.03	0.43	0.88	1.63
YOY		-86%	-86%	82%	1367%	104%	85%
有税商业及其他	5.04	3.40	3.44	2.63	4.07	5.09	5.86
YOY		-33%	1%	-24%	55%	25%	15%
航空广告	3.24	3.15	3.92	3.87	3.64	4.02	4.21
YOY	-17%	-3%	24%	-1%	-6%	10%	5%
航空物流	2.81	2.55	3.03	2.57	3.08	3.70	4.44
YOY	2%	-9%	19%	-15%	20%	20%	20%
营业收入	38.07	29.97	33.06	26.71	43.49	47.55	53.90
YOY	6%	-21%	10%	-19%	63%	9%	13%

资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率假设：

- 1) 航空主业方面，由于 21 年卫星厅投产，相关折旧运营成本增加，叠加国际航线恢复较慢，我们预计机场 23 年航空主业盈利有待修复，假设 23-25 年航空主业毛利率分别为 1%、6.6%、9.6%。
- 2) 非航业务方面，机场商业恢复明显，预计航空增值业务毛利率同比有所提高，假设

23-25 年毛利率分别为 55%、55.5%、56%；广告毛利率维持高水平，23-25 年毛利率为 99.9%；航空物流业务方面，参考 23H1，国内货站公司与现代物流公司合计营业利润率较 22 年提升 16pcts，我们假设 23-25 年物流业务毛利率分别为 31.5%、31.7%、31.9%。

综上，机场 23-25 年毛利率分别为 17%、22.6%、24.9%。

表 21：公司毛利率预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
航空主业	-	-16.6%	-17.9%	-82.7%	1.0%	6.6%	9.6%
航空增值	-	47.7%	60.8%	34.1%	55.0%	55.5%	56.0%
航空广告	97.6%	99.6%	100.0%	100.0%	99.9%	99.9%	99.9%
航空物流	19.2%	21.1%	26.1%	15.5%	31.5%	31.7%	31.9%
毛利率	23.7%	6.4%	8.3%	-35.2%	17.0%	22.6%	24.9%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：2019 年航空主业及航空增值的毛利率与此后年份的口径不可比

综上，我们预计机场 23-25 年将实现营业收入 43.49、47.55、53.90 亿元，同比增长 63%、9%、13%；归母净利润 3.65、4.85、7.39 亿元，同比扭亏为盈/+33%/+52%；对应 EPS 分别为 0.18、0.24、0.36 元/股，对于 PE 分别为 37x、28x、18x；对于 BPS 分别为 5.39、5.62、5.98 元/股，对应 PB 分别为 1.2x、1.2x、1.1x。

1) 相对估值

我们选取上海机场、白云机场、厦门空港作为可比公司，深圳机场国际旅客占比不及上海机场、白云机场，免税客单价更低，免税商业价值或不及可比公司，但考虑到：1) 航空主业方面，机场短期暂无重大项目投产、自身也无重大资本开支，收入修复有望缓解成本端压力；2) 非航业务方面，卫星厅投产增厚机场商业资产，增值业务、广告业务有望高速增长，其中免税商业增速更是可期；物流业务方面新增重大物流客户，叠加跨境电商红利，物流业务有望一改疫前收缩态势步入上升通道。综上，公司收入增速可观，盈利边际修复，参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 1.4 倍的 PB 估值，对应股价为 7.87 元/股。

表 22：可比公司估值

公司名称	公司代码	股价 (元/股)	BPS(元/股)				PB			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
上海机场	600009	35.54	15.92	16.29	17.73	19.72	2.2	2.2	2.0	1.8
白云机场	600004	10.13	7.26	7.48	8.06	8.79	1.4	1.4	1.3	1.2
厦门空港	600897	12.91	12.83	10.01	10.93	-	1.3	1.3	1.2	-
平均							1.63	1.61	1.48	1.48
深圳机场	000089	6.53	-0.56	5.39	5.62	5.98	-11.7	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据日期截至 2024 年 2 月 21 日

2) 绝对估值

我们采取 EVA 估值模型测算公司每股权益价值，首先对模型的关键参数做出假设，根据企业未来预估经济利润的折现，测算得出公司的每股合理价值为 9.79 元。

表 23：EVA 估值核心参数假设

指标	假设值	依据
无风险利率	2.84%	10 年期国债收益率近 5 年的平均收益率
风险溢价	5.91%	近 20 年沪深 300 指数平均年化收益率—无风险利率
β 系数	1.08	近 10 年，深圳机场相较上证综指的 β 值
半显性期增长率	3.00%	假设 2027-2034 年，公司以 3%的增速稳健增长

永续增长率 1.00%

经济增速放缓，航空运输需求增长放缓，假设永续增长率数值为 1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：日期截至 2024 年 2 月 1 日

表 24：EVA 估值（百万元）

	预测年份						半显性预测						终值
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2034E
经济利润	28.3	237.3	693.3	731.0	745.7	760.6	775.8	791.3	807.1	823.3	839.7	856.5	11385.0
贴现	28.6	221.1	594.8	577.5	542.4	509.5	478.5	449.4	422.1	396.5	372.4	349.8	4649.1
经济利润 附加值													9591.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们取加权资本成本 WACC 为 7.10%至 10.10%，永续增长率为 0%至 2%，根据 EVA 估值模型敏感性分析测算得出，公司每股价值合理区间为 9.37-10.33 元。

表 25：EVA 估值敏感性分析

WACC	永续增长率				
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
10.10%	8.84	8.92	9.02	9.12	9.24
9.60%	9.04	9.13	9.24	9.36	9.50
9.10%	9.26	9.37	9.50	9.64	9.80
8.60%	9.50	9.64	9.79	9.96	10.16
8.10%	9.78	9.94	10.12	10.33	10.57
7.60%	10.10	10.29	10.51	10.76	11.06
7.10%	10.47	10.70	10.96	11.27	11.64

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议：上调至“买入”评级。我们综合参考相对估值及绝对估值两种方法，给予公司目标价 8.83 元，上调至“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行风险。机场行业是航空运输业的重要辅助行业，与经济发展高度关联，受国家及地区宏观经济周期性波动影响较为明显。宏观经济的景气程度影响居民消费水平和货物进出口贸易，从而影响航空客货运的市场需求，进而对公司业务发展和经营业绩产生较大的影响。

国际客流恢复不及预期。目前国际客流恢复率较低，如果未来国际客流恢复不及预期，将对公司航空主业，以及免税商业的经营产生明显影响。

免税客单价提升不及预期。如果机场免税店的客单价提升不及预期，将影响公司免税商业增长潜力。

核心资源限制风险。珠三角地区是世界上空域环境最复杂的地区之一，空域资源的紧张成为制约公司进一步发展的关键因素。随着客货运吞吐量的持续增长将使深圳机场的航站区、停机坪等机场设施资源容量达到饱和，无法满足未来长远发展的需要。

测算具有主观性。报告涉及到免税租金收入、广告业务收入具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,164.30	241.77	2,388.18	3,610.62	3,454.39	营业收入	3,305.64	2,671.18	4,349.43	4,754.88	5,390.43
应收票据及应收账款	545.29	460.70	996.59	611.22	1,275.07	营业成本	3,030.31	3,610.86	3,608.57	3,681.22	4,046.33
预付账款	0.00	0.00	0.43	0.14	0.12	营业税金及附加	81.01	27.28	80.09	84.21	83.26
存货	7.50	5.77	11.41	5.48	12.09	销售费用	10.82	9.53	11.17	7.45	8.45
其他	439.31	1,673.88	1,782.95	1,752.02	1,783.76	管理费用	139.74	136.53	130.48	142.65	161.71
流动资产合计	4,156.39	2,382.13	5,179.55	5,979.49	6,525.44	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	848.10	702.39	702.39	702.39	702.39	财务费用	125.87	364.71	350.56	324.96	320.65
固定资产	13,850.32	13,253.50	12,559.76	11,918.73	11,327.28	资产/信用减值损失	(4.65)	0.07	(0.82)	(1.80)	(0.85)
在建工程	149.64	141.49	266.49	391.49	516.49	公允价值变动收益	0.00	23.67	0.00	0.00	0.00
无形资产	282.14	300.30	297.39	290.88	284.55	投资净收益	57.03	7.54	69.18	132.71	204.28
其他	7,043.72	8,347.98	5,221.83	6,862.43	6,810.75	其他	(123.15)	(93.01)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	22,173.92	22,745.66	19,047.85	20,165.92	19,641.46	营业利润	(11.33)	(1,416.01)	236.92	645.30	973.46
资产总计	26,330.32	25,127.79	24,227.41	26,145.40	26,166.90	营业外收入	10.12	1.60	256.55	6.55	6.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	25.37	21.63	20.33	22.44	21.47
应付票据及应付账款	10.61	11.53	23.63	8.01	24.99	利润总额	(26.59)	(1,436.03)	473.14	629.40	958.54
其他	3,728.58	3,765.88	2,721.53	4,234.76	3,452.12	所得税	(6.50)	(307.77)	101.25	134.69	205.13
流动负债合计	3,739.20	3,777.41	2,745.16	4,242.77	3,477.11	净利润	(20.09)	(1,128.26)	371.89	494.71	753.41
长期借款	4,438.77	4,274.29	4,000.00	4,000.00	4,000.00	少数股东损益	14.35	14.42	7.30	9.71	14.78
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(34.44)	(1,142.68)	364.59	485.00	738.63
其他	6,239.44	6,367.59	6,415.00	6,340.68	6,374.42	每股收益(元)	(0.02)	(0.56)	0.18	0.24	0.36
非流动负债合计	10,678.22	10,641.88	10,415.00	10,340.68	10,374.42	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	14,427.63	14,432.43	13,160.16	14,583.45	13,851.54	成长能力					
少数股东权益	13.56	11.95	19.25	28.95	43.73	营业收入	10.31%	-19.19%	62.83%	9.32%	13.37%
股本	2,050.77	2,050.77	2,050.77	2,050.77	2,050.77	营业利润	-119.26%	12398.19%	-116.73%	172.37%	50.85%
资本公积	2,790.86	2,789.34	2,789.34	2,789.34	2,789.34	归属于母公司净利润	-222.68%	3217.98%	-131.91%	33.03%	52.29%
留存收益	7,047.50	5,843.30	6,207.89	6,692.89	7,431.52	获利能力					
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	8.33%	-35.18%	17.03%	22.58%	24.93%
股东权益合计	11,902.69	10,695.35	11,067.24	11,561.95	12,315.37	净利率	-1.04%	-42.78%	8.38%	10.20%	13.70%
负债和股东权益总计	26,330.32	25,127.79	24,227.41	26,145.40	26,166.90	ROE	-0.29%	-10.70%	3.30%	4.21%	6.02%
						ROIC	0.75%	-13.16%	9.16%	12.48%	27.00%
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	(20.09)	(1,128.26)	364.59	485.00	738.63	资产负债率	54.79%	57.44%	54.32%	55.78%	52.94%
折旧摊销	505.26	948.35	853.18	864.00	878.01	净负债率	11.92%	40.53%	15.91%	5.09%	6.19%
财务费用	132.00	378.33	350.56	324.96	320.65	流动比率	1.11	0.63	1.89	1.41	1.88
投资损失	(57.03)	(7.54)	(69.18)	(132.71)	(204.28)	速动比率	1.11	0.63	1.88	1.41	1.87
营运资金变动	(213.18)	(471.85)	1,485.67	179.73	(1,368.28)	营运能力					
其它	643.53	584.28	7.30	9.71	14.78	应收账款周转率	6.61	5.31	5.97	5.91	5.72
经营活动现金流	990.49	303.32	2,992.12	1,730.69	379.52	存货周转率	409.75	402.69	506.35	563.25	613.84
资本支出	(3,211.33)	69.10	234.11	415.78	371.49	总资产周转率	0.16	0.10	0.18	0.19	0.21
长期投资	16.40	(145.71)	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	536.82	(979.83)	(301.36)	(648.72)	(604.70)	每股收益	-0.02	-0.56	0.18	0.24	0.36
投资活动现金流	(2,658.11)	(1,056.45)	(67.25)	(232.93)	(233.21)	每股经营现金流	0.48	0.15	1.46	0.84	0.19
债权融资	3,085.06	(370.91)	(778.46)	(275.31)	(302.54)	每股净资产	5.80	5.21	5.39	5.62	5.98
股权融资	(63.04)	(1.52)	0.00	0.00	0.00	估值比率					
其他	(195.34)	(64.78)	0.00	0.00	0.00	市盈率	-388.85	-11.72	36.73	27.61	18.13
筹资活动现金流	2,826.68	(437.21)	(778.46)	(275.31)	(302.54)	市净率	1.13	1.25	1.21	1.16	1.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	15.70	-68.91	5.86	3.06	2.68
现金净增加额	1,159.06	(1,190.34)	2,146.40	1,222.44	(156.23)	EV/EBIT	93.26	-9.68	14.37	5.79	4.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com