

深圳机场（000089.SZ）

设立合资公司扩大免税业务获利空间，枢纽机场议价能力不改

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 航空机场

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：姜明	021-60933128	jiangming2@guosen.com.cn	执证编码：S0980521010004
证券分析师：曾凡喆	010-88005378	zengfanzhe@guosen.com.cn	执证编码：S0980521030003

事项：

公司公告：根据公司全资子公司航空城公司与深免前期签订的 T3 航站楼进出境免税店合同，公司可与深免集团成立合资公司经营 T3 航站楼进出境免税店，现公司拟与深免集团投资设立深圳鹏盛空港免税品有限公司，共同经营深圳机场 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店，其中公司持股比例为 49%。

国信交运观点：

类似于上海机场投资收购日上免税股权，深圳机场与深免集团成立合资公司共同运营机场免税业务，可在三个维度实现共赢。

第一，由于前期口岸进出境免税店管理办法的修订，机场方与免税运营商之间签订合同时，提成率需设置上限，相较 2017 年前后枢纽机场免税店招标动辄 40% 以上的提成率有显著下降，深圳机场与深免本次进出境免税店招标的提成率为 30% 和 24%。提成率的降低为免税品运营主体降费提利打开空间，深圳机场与深免设立合资公司，49% 的股权占比扩大了机场方免税业务的获利空间，在一定程度上提高了真实扣点率，也体现了尽管受到了政策扰动，枢纽机场灵活应对后的议价能力不改。

第二，经营主体变更后由合资公司经营免税店，将以股权为纽带加强深圳机场与深免集团的业务协同，有助于提升免税店运营管理水平和国际形象，全面提升资源价值，助力打造世界一流的免税品商店，也为未来进一步合作打开空间。

第三，尽管保底租金相对较低或意味着福永码头免税店销售规模较小，但参与码头免税店的经营及利益分配也在一定程度上提升了公司运营及盈利能力。

投资建议：维持“买入”评级。

我们继续看好国际航线逐步修复下枢纽机场的价值回归，深圳机场已经被定位为国际航空枢纽，未来国际客流增长有望进入快车道，拉动公司营业收入持续增长。考虑到国际线全面恢复正常，深圳机场免税店运营步入正轨尚需时日，暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.1 亿、4.7 亿、7.5 亿，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下滑，客流恢复不及预期，免税销售不及预期，安全事故。

评论：

◆ 公司公告与深免成立合资公司共同运营机场免税业务

根据公司全资子公司航空城公司与深免前期签订的 T3 航站楼进出境免税店合同，公司可与深免集团成立合资公司经营 T3 航站楼进出境免税店，现公司拟与深免集团投资设立深圳鹏盛空港免税品有限公司，共同经营深圳机场 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店，其中公司持股比例为 49%。

◆ 国信交运观点

类似于上海机场投资收购日上免税股权，深圳机场与深免集团成立合资公司共同运营机场免税业务，可在三个维度实现共赢。

第一，由于前期口岸进出境免税店管理办法的修订，机场方与免税运营商之间签订合同时，提成率需设置上限，相较 2017 年前后枢纽机场免税店招标动辄 40% 以上的提成率有显著下降，深圳机场与深免本次进出境免税店招标的提成率为 30% 和 24%。提成率的降低为免税品运营主体降费提利打开空间，深圳机场与深免设立合资公司，49% 的股权占比扩大了机场方免税业务的获利空间，在一定程度上提高了真实扣点率，也体现了尽管受到了政策扰动，枢纽机场灵活应对后的议价能力不改。

第二，经营主体变更后由合资公司经营免税店，将以股权为纽带加强深圳机场与深免集团的业务协同，有助于提升免税店运营管理水平和国际形象，全面提升资源价值，助力打造世界一流的免税品商店，也为未来进一步合作打开空间。

第三，尽管保底租金相对较低或意味着福永码头免税店销售规模较小，但参与码头免税店的经营及利益分配也在一定程度上提升了公司运营及盈利能力。

表1：深圳机场 T3 航站楼免税店招标结果

	首年保底租金	提成率
T3 航站楼出境免税店	3280 元/㎡/月	24%
T3 航站楼进境免税店	3280 元/㎡/月	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。

我们继续看好国际航线逐步修复下枢纽机场的价值回归，深圳机场已经被定位为国际航空枢纽，未来国际客流增长有望进入快车道，拉动公司营业收入持续增长。考虑到国际线全面恢复正常，深圳机场免税店运营步入正轨尚需时日，暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.1 亿、4.7 亿、7.5 亿，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下滑，客流恢复不及预期，免税销售不及预期，安全事故。

相关研究报告：

- 《深圳机场（000089.SZ）-2022 客流量因疫情走低，全年亏损 11.4 亿》——2023-04-02
- 《深圳机场（000089.SZ）-疫情持续亏损延续，看好疫情消退后国际线发展空间》——2022-10-29
- 《深圳机场（000089.SZ）-国际线潜力有望释放，期待疫后复苏》——2022-07-29

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3164	242	1000	1500	2000	营业收入	3306	2671	4215	5177	5897
应收款项	556	471	693	709	808	营业成本	3030	3611	3788	4097	4441
存货净额	7	6	9	9	10	营业税金及附加	81	27	55	83	106
其他流动资产	429	22	548	518	590	销售费用	11	10	11	13	14
流动资产合计	4156	2382	3891	4378	5049	管理费用	140	137	164	178	207
固定资产	14000	13395	13043	12671	12284	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	282	300	289	278	267	财务费用	126	365	323	317	267
投资性房地产	7044	8348	8348	8348	8348	投资收益	57	8	110	125	140
长期股权投资	848	702	712	717	722	资产减值及公允价值变动	0	24	5	3	3
资产总计	26330	25128	26283	26393	26671	其他收入	14	31	37	32	27
短期借款及交易性金融负债	144	303	1285	1388	1078	营业利润	(11)	(1416)	27	651	1032
应付款项	11	12	17	19	21	营业外净收支	(15)	(20)	0	(5)	(10)
其他流动负债	3595	3476	3614	3622	4003	利润总额	(27)	(1436)	27	646	1022
流动负债合计	3749	3791	4917	5028	5102	所得税费用	(6)	(308)	7	161	255
长期借款及应付债券	4439	4274	4274	3774	3274	少数股东损益	14	14	10	15	20
其他长期负债	6239	6368	6378	6393	6408	归属于母公司净利润	(34)	(1143)	11	469	746
长期负债合计	10678	10642	10652	10167	9682	现金流量表 (百万元)					
负债合计	14428	14432	15568	15195	14784	净利润	(34)	(1143)	11	469	746
少数股东权益	14	12	21	34	52	资产减值准备	7	(5)	0	0	0
股东权益	11889	10683	10694	11163	11835	折旧摊销	498	930	719	736	753
负债和股东权益总计	26330	25128	26283	26393	26671	公允价值变动损失	0	(24)	(5)	(3)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	126	365	323	317	267
每股收益	(0.02)	(0.56)	0.01	0.23	0.36	营运资本变动	1058	(805)	(597)	37	227
每股红利	0.01	0.12	0.00	0.00	0.04	其它	17	22	9	13	18
每股净资产	5.80	5.21	5.21	5.44	5.77	经营活动现金流	1544	(1024)	137	1253	1741
ROIC	-0.30%	-7.63%	-1%	3%	5%	资本开支	0	(253)	(351)	(351)	(351)
ROE	-0.29%	-10.70%	0%	4%	6%	其它投资现金流	0	(1642)	0	0	0
毛利率	8%	-35%	10%	21%	25%	投资活动现金流	(16)	(1749)	(361)	(356)	(356)
EBIT Margin	1%	-42%	5%	16%	19%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	-7%	22%	30%	32%	负债净变化	4439	(164)	0	(500)	(500)
收入增长	10%	-19%	58%	23%	14%	支付股利、利息	(22)	(238)	0	0	(75)
净利润增长率	-223%	3218%	-101%	4328%	59%	其它融资现金流	(8664)	656	982	103	(311)
资产负债率	55%	57%	59%	58%	56%	融资活动现金流	170	(150)	982	(397)	(885)
股息率	0.2%	1.7%	0.0%	0.0%	0.5%	现金净变动	1698	(2923)	758	500	500
P/E	(411.5)	(12.4)	1337.6	30.2	19.0	货币资金的期初余额	1467	3164	242	1000	1500
P/B	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	货币资金的期末余额	3164	242	1000	1500	2000
EV/EBITDA	52.8	(156.1)	32.0	18.9	15.3	企业自由现金流	0	(1002)	(71)	1037	1485
						权益自由现金流	0	(511)	669	402	474

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