

公司动态点评

航空运输行业

机场

白云机场（600004）
中性

（维持评级）

2009年3月10日

分析师：黄金香 CFA

电话：010-82252922

E-mail: huangjixiang@guosen.com.cn

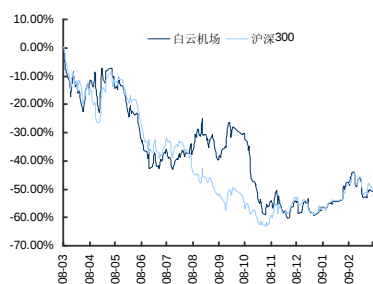
首席分析师：唐建华

电话：0755-82130468

Email: tangjianhua@guosen.com.cn

年报业绩点评

短期业绩增长稳健，但中期面临很大压力

一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

公司深度报告《特许经营任重道远，扩建融资方式影响价值》2008.11.05

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 公司 08 年业绩基本符合预期

公司 2008 年公司营业收入为 25.687 亿万元、营业利润为 7.08 亿元、归属于母公司的净利润为 5.17 亿元，分别同比增长 16.71%、19.11% 和 31.8%。公司收入和利润大幅上升主要原因是业务量增长以及 2007 年底完成非公开发行后飞行区相关资产注入公司。公司 08 年每股盈利为 0.42 元，基本符合我们的预期。

● 公司主营收入对航空公司有所折扣，非航业务整体温和增长

根据我们的粗略测算，以民航局 159 号文规定的收费上线测算，公司对航空公司的折扣率约为 4%-5%，公司机场建设费返还相对于 07 年折扣率约为 90%，基本符合我们的预期。公司非航业务整体温和增长，同比增长率为 8%，但广告业务和租赁业务成为其中的亮点，分别同比增长 33% 和 23%。

● 成本控制效果不显著，公司员工人数仍快速增加

08 年公司营业成本较 07 年增加 33,467 万元，增幅为 23.42%，主要是因为业务增长导致物料消耗、人工、水电成本等增加、飞行区资产置入导致折旧增加；由于飞行区资产注入的价值约为 20 亿左右，剔除这部分折旧影响公司营业成本仍增加 19% 左右，公司成本控制效果并不显著。

我们一直认为公司全面实施特许经营将是公司控制成本和提升利润率水平的必由之路，而其中的关键是人员控制和现有员工的重新安排。但公司 08 年年底员工人数仍同比 07 年年底增加 10.4%，达到了 10779 人，其中在职员工人数达到了 3482 人，同比增加了 60%，我们认为这将进一步加大公司未来成本控制的难度。

● 应收账款环比三季度大幅减少

公司应收账款达到了 9.62 亿元，同比增加了 41%，但环比三季度数据减少了 1.77 亿元，显示公司的回款情况有所改善，这也与航空公司的经营状况基本一致。

● 未来几年业务增速将有望保持较快增长

受益于深圳机场饱和以及南方航空运力快速增长，国内航线在最近几年将保持较快的增长，而货运业务随着 FedEx 的入驻，09 年在我国乃至全球航空货运大幅下滑的情况下仍将保持快速增长，但国际航线预计在 09 年难

有起色，我们预计公司 09 年起降架次、旅客吞吐量和货运吞吐量将同比 08 年分别增长 13%、10%和 20%。

- **未来几年面临巨额资本开支，融资方式将对公司股价产生重大影响**

公司在未来 5 年的资本支出将超过 140 亿元，首先是东三、西三指廊以及中性货站，前者的资本开支预计 16 元左右，后者的资本开支为 5 亿左右，目前均为委托集团建设，预计在 2009 年由公司收购。除此之外，公司第三跑道以及第二航站楼的扩建项目目前已经获得民航总局的立项审批，总投资额将达到 140 亿元，预计其中 120 亿左右需由上市公司投资，我们预计跑道将在 2013 年以前投入使用。

由于公司目前的负债率水平已经较高，根据我们的测算，公司将产生超过 80 亿的资金缺口，我们认为公司很可能需要进行股权融资，这将摊薄现有股东的利益，从而对公司股价产生重大影响，并且预计公司业绩在机场扩建投产后将出现比较大的下降。

- **下调盈利预测并维持投资评级**

由于资本开支在投产前不会影响公司业绩，公司业务量的较快增长将使公司业绩在短期内保持稳健增长，但由于公司国际航线的进一步下滑，我们下调公司的盈利预测，即 09-10 年 EPS 从原来的 0.49 和 0.55 元下调至 0.47 和 0.52 元，尽管公司业绩短期内比较稳健，但由于公司未来几年面临巨大的资本开支，并且机场建设费返还在 2010 年以后也存在一定不确定性，我们维持公司“中性”的投资评级。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。