

交通行业小组
(联系人: 姚俊)
0755-25310463
Yaoj@cmschina.com.cn

2009年8月4日

白云机场(600004.SH)/10.61元

业绩增长平稳, 期待国际业务恢复

交通运输·航空机场

目标估值: 11.5元

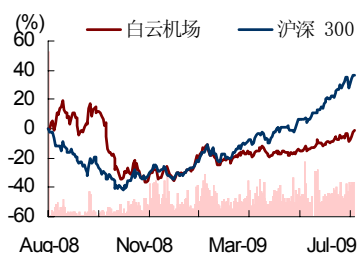
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	3471
总股本(万股)	115000
已上市流通股(万股)	101500
总市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	8.3
资产负债率	36.0%
主要股东	广东省机场管理集团
主要股东持股比例	64.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	32	0
相对表现	-4	-47	-33



相关报告

- 1、《白云机场-需求放缓, 扩建融资压力大》2009/3/11
- 2、《主动性过剩-交通行业专题报告》2009/1/13
- 3、《景气复苏预期加强, 把握盈利拐点的投资机会》2009/4/7
- 4、《航空机场月报》系列

- **09年中期EPS为0.22元。**公司营业收入15.5亿元, 增长2.5%; 营业总成本8.85亿元, 增长4.4%; 营业利润3.59亿, 下降3%; 归属于母公司所有者的净利润2.5亿元, 同比增长1.5%。中期实现EPS为0.22元, 同比增长1.4%。公司营业利润下滑的主因是公司对航空公司的部分应收账款的回收风险加大导致资产减值损失大增。但公司主营的航空服务业实现收入13.3亿元, 增长13.2%, 营业利润率近49%, 较同期上升1.6个百分点。
- **公司上半年运营保持平稳。**09年上半年飞机起降完成14.8万架次, 同比增长6.3%; 旅客吞吐量完成1783万, 同比增长7.2%; 货邮吞吐量完成41万吨, 同比增长15.1%。受飞机起降费用改革因素影响, 飞机起降架次增速对主营收入的增长贡献不大, 预计下半年公司各项营运数据将继续保持平稳。
- **公司上半年分项收入构成:** 航空服务收入占72%, 同比增长4.6%; 航空延伸服务占28%, 同比下降3.5%。其中航空起降费同比增长仅2.5%; 机场建设费返还同比增长2.8%, 而旅客综合服务收入增长较快为8.6%。
- **近期主要关注联邦快递转运中心、东三西三指廊和中性货站建设、亚运会及深港合作等。**联邦快递转运中心自今年初投入运营后对公司机场起降服务和货运业务已有一定提升, 相信其聚集效应将逐步显现; 公司委托集团投资建设东三、西三指廊和中性货站(总投资约20亿)将于今年投入使用, 其新增收入和成本影响有待观察; 2010年广州亚运会有望助推白云机场的业务增长; 长期来看周围200公里半径内有五大机场, 面临较大竞争压力, 特别是深港合作对将公司的战略发展形成一定的挑战。
- **期待国际客流及收入的恢复。**在此轮经济调整中, 珠三角地区因外贸依存度高所受冲击较大, 从而对公司的国际客流及收入影响较大, 我们认为公司与上海浦东机场一样, 尽管国内航空景气强劲复苏但受国际业务拖累, 下半年国际客流收入和货运业务有望逐步恢复。
- **维持“中性A”评级。**预计09年至11年EPS为0.43元、0.46元和0.49元。估值区间为10.7-11.5元, 分别对应09年和10年25倍PE。
- **风险提示:** 2011年建设费返还和融资方式不确定等。

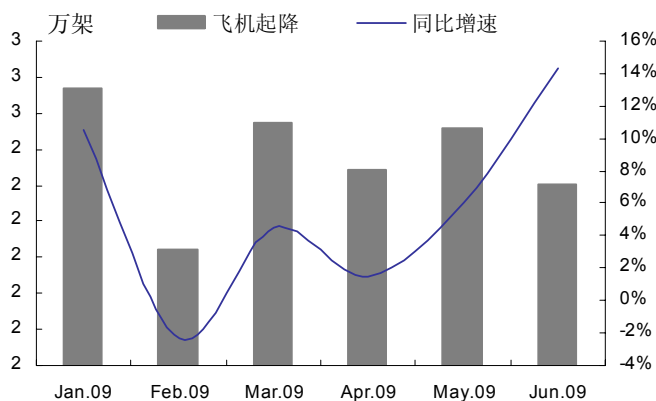
财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2683	3050	3139	3599	3849
同比增长	11%	14%	3%	15%	7%
营业利润(百万元)	594	708	706	754	805
同比增长	26%	19%	0%	7%	7%
净利润(百万元)	361	486	497	532	568
同比增长	23%	35%	2%	7%	7%
每股收益(元)	0.36	0.42	0.43	0.46	0.49
PE	33.8	25.1	24.5	22.9	21.5
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源: 招商证券

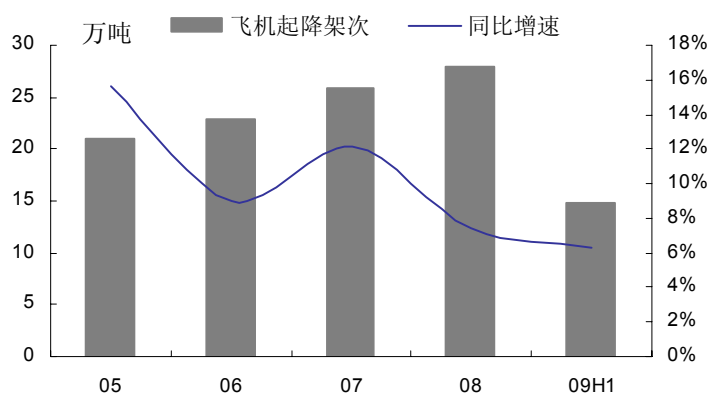
1、公司 09 年上半年营运情况保持平稳

图1：公司09年上半年飞机起降月度情况



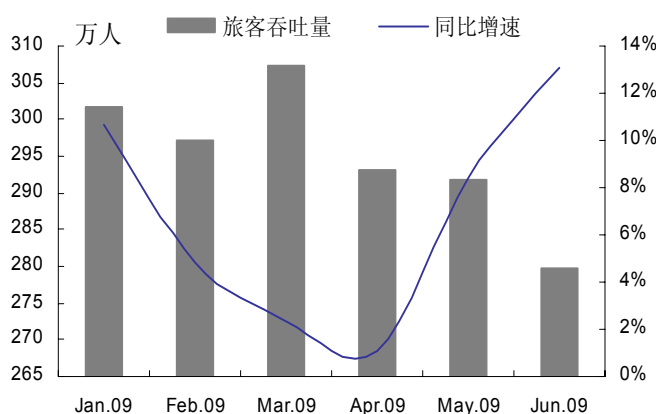
资料来源：公司、招商证券

图2：公司飞机起降年度情况



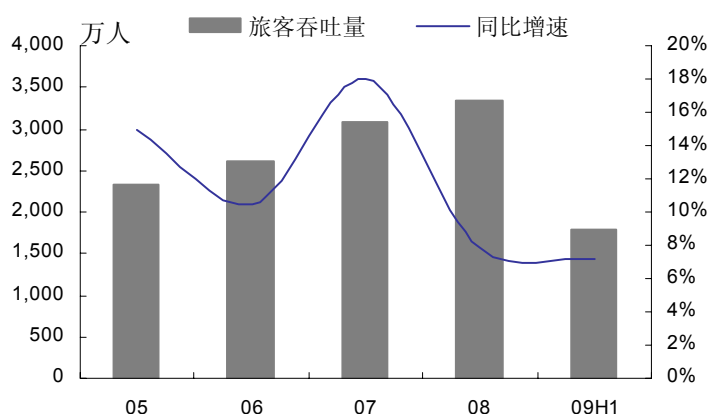
资料来源：公司、招商证券

图3：公司09年上半年旅客吞吐量月度情况



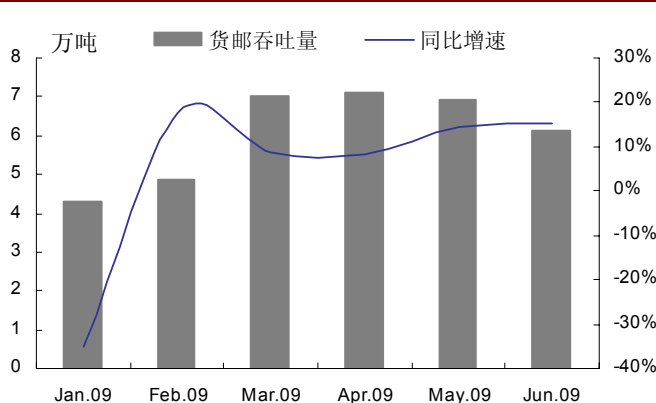
资料来源：公司、招商证券

图4：公司旅客吞吐量年度情况



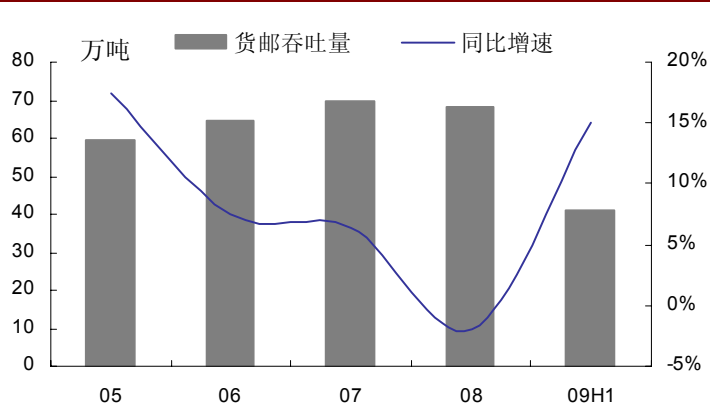
资料来源：公司、招商证券

图5：公司09年上半年货邮吞吐量月度情况



资料来源：公司、招商证券

图6：公司货邮吞吐量年度情况



资料来源：公司、招商证券

2、经营情况分析

表 1：09 年上半年公司主要经营数据摘要

单位：万元	09H1	08H1	同比变化
营业收入	154983	151146	2.5%
营业成本	88467	84768	4.4%
营业税金及附加	5984	5830	2.6%
销售费用	2687	3380	-20.5%
管理费用	12053	13183	-8.6%
财务费用	5999	6240	-3.8%
资产减值损失	3876	725	434.6%
投资收益	0	-4	-100%
营业利润	35917	37017	-3.0%
营业外收入	339	70	381.4%
营业外支出	26	145	-82.0%
利润总额	36231	36942	-1.9%
所得税费用	9300	9849	-5.6%
净利润	26931	27094	-0.6%
归属于母公司所有者的净利润	25391	25024	1.5%

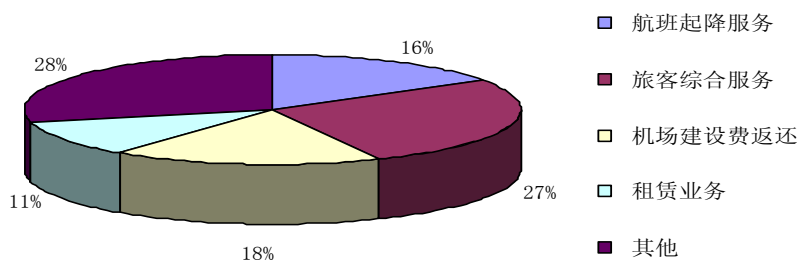
资料来源：公司半年报

表 2：09 年上半年公司主要经营数据摘要

单位：万元	09H1	08H1	同比增长
(一) 航空服务收入	83628	79960	4.6%
航班起降服务收入	18666	18217	2.5%
旅客综合服务收入	31341	28853	8.6%
安全检查服务收入	6546	5778	13.3%
航空地面服务收入	6733	7330	-8.1%
机场建设费返还收入	20341	19782	2.8%
(二) 航空性延伸服务收入	32598	33782	-3.5%
租赁业务	12576	10857	15.8%
代理业务收入	6055	8264	-26.7%
住宿餐饮服务收入	2300	3046	-24.5%
特许经营权	3109	2344	32.6%
商品销售业务收入	3884	4438	-12.5%
停车场收入	2591	2434	6.4%
行李寄存打包服务收入	976	929	5.1%
其他延伸服务收入	1108	1015	9.2%
合计	116226	113742	2.2%

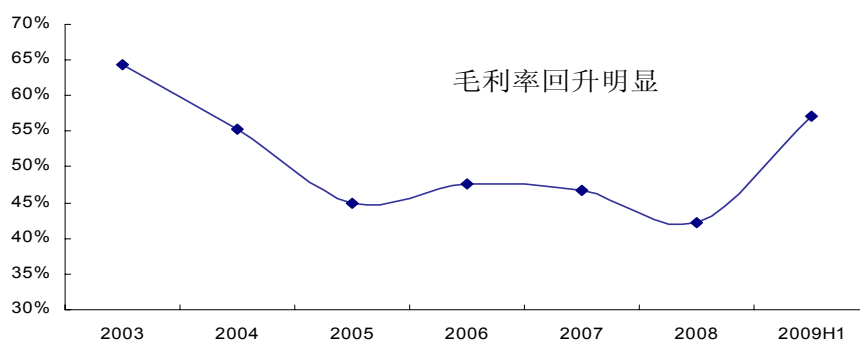
资料来源：公司半年报

图7：公司收入分项占比



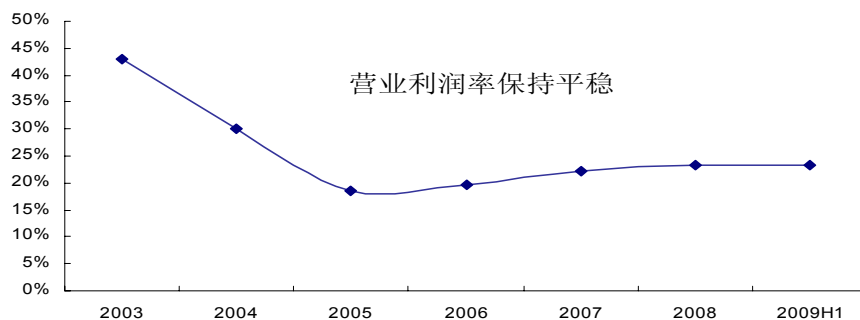
资料来源：公司、招商证券

图8：公司09上半年毛利率趋于回升



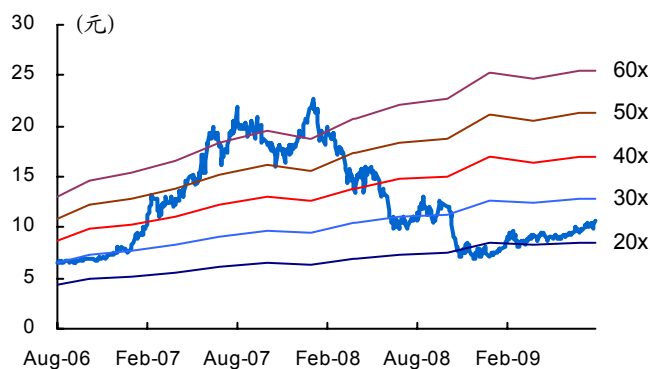
资料来源：公司、招商证券

图9：营业利润率受大幅计提资产减值拖累而落后于毛利率回升速度



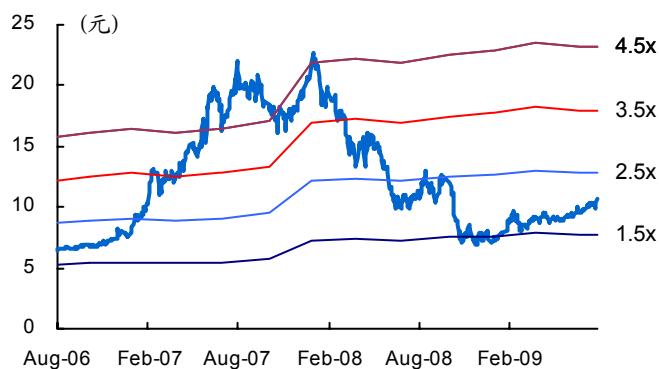
资料来源：公司、招商证券

图 10：白云机场历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 11：白云机场历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1321	1624	1282	1144	1220
现金	556	561	327	50	50
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	0	0	0	0
应收款项	679	962	835	957	1024
其它应收款	46	60	78	90	96
存货	28	29	28	32	34
其他	8	13	13	15	16
非流动资产	7790	7397	8930	9593	10404
长期股权投资	150	149	149	149	149
固定资产	7503	7100	8685	9354	10170
无形资产	30	30	27	24	22
其他	107	117	69	65	62
资产总计	9113	9021	10212	10737	11623
流动负债	3135	2717	2203	2495	2420
短期借款	1300	648	0	257	165
应付账款	67	44	131	150	159
预收账款	30	33	75	86	91
其他	1738	1992	1997	2003	2005
长期负债	240	270	1570	1370	1870
长期借款	240	270	870	1370	1870
其他	0	0	700	0	0
负债合计	3375	2987	3773	3865	4290
股本	1150	1150	1150	1150	1150
资本公积金	3186	3186	3186	3186	3186
留存收益	1229	1508	1881	2280	2706
少数股东权益	172	190	222	256	292
母公司所有者权益	5565	5844	6217	6616	7042
负债及权益合计	9113	9021	10212	10737	11623

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1144	996	1467	1192	1354
净利润			497	532	568
折旧摊销			561	638	689
财务费用			49	94	120
投资收益			0	0	0
营运资金变动			321	(108)	(60)
其它			39	37	38
投资活动现金流	(346)	(562)	(2100)	(1300)	(1500)
资本支出			(2100)	(1300)	(1500)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(724)	(428)	399	(170)	146
借款变动			(128)	757	408
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(124)	(133)	(142)
其他			651	(794)	(120)
现金净增加额	74	6	(234)	(277)	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2683	3050	3139	3599	3849
营业成本	1429	1763	1869	2139	2269
营业税金及附加	102	118	122	144	154
营业费用	137	76	110	126	154
管理费用	317	264	283	342	346
财务费用	101	97	49	94	120
资产减值损失	3	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(0)	0	0	0
营业利润	594	708	706	754	805
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	1	4	2	1	1
利润总额	599	705	706	754	805
所得税	206	187	176	189	201
净利润	392	517	529	566	604
少数股东损益	31	32	32	34	36
母公司所有者净利润	361	486	497	532	568
EPS (元)	0.36	0.42	0.43	0.46	0.49

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	11%	14%	3%	15%	7%
营业利润	26%	19%	0%	7%	7%
净利润	23%	35%	2%	7%	7%
获利能力					
毛利率	46.8%	42.2%	40.4%	40.6%	41.0%
净利率	13.4%	15.9%	15.8%	14.8%	14.7%
ROE	6.5%	8.3%	8.0%	8.0%	8.1%
ROIC	6.2%	8.4%	7.7%	7.5%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	33.1%	36.9%	36.0%	36.9%
净负债比率	17.8%	11.1%	8.5%	15.2%	17.5%
流动比率	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	52.1	61.5	65.2	71.2	68.6
应收帐款周转率	3.5	3.7	3.5	4.0	3.9
应付帐款周转率	22.9	31.8	21.4	15.2	14.7
每股资料(元)					
每股收益	0.36	0.42	0.43	0.46	0.49
每股经营现金	0.99	0.87	1.28	1.04	1.18
每股净资产	4.84	5.08	5.41	5.75	6.12
每股股利	0.18	0.14	0.11	0.12	0.12
估值比率					
PE	33.8	25.1	24.5	22.9	21.5
PB	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.0	11.1	10.6	9.4	8.7

分析师简介

姚俊，博士，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，主要研究领域为交通物流、港口业发展、企业战略管理等，目前为招商证券交通行业研究员。

罗雄，长期从事交通行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

纪敏，复旦大学计算机科学技术专业学士（2002），复旦大学计算机应用技术专业硕士（2005），目前为招商证券交通运输行业（港口、公路、铁路）分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。