

2010 年增长的量与质将得到提升

- **2009 公司业务经营特征。**公司 2009 年完成飞机起降 30.77 万次、旅客吞吐量 3705 万人次、货邮吞吐量 96 万吨,同比分别增长 9.71%、10.91%、34.07%。飞机起降与旅客吞吐量同比增加得益于国内经济增长与国内低票价的刺激,但增速低于全国水平。货邮吞吐量大幅增长一方面得益于联邦快递的进驻,一方面来自下半年经济复苏带来明显货量提升。与其它两大枢纽机场相比,首都机场起降与旅客吞吐量远高于白云机场,同比分别增长 13.6%和 16.9%,上海机场起降弱于白云机场,同比分别增长 8.3%,旅客吞吐量好于白云机场,同比增长 13.1%。
- **白云机场 2010 年的增长质和量将得到提升。**白云机场所处腹地珠三角地区外向型经济特征明显,在这一轮经济危机中受到影响相对严重,因此 2009 年国内起降与旅客吞吐量增长上弱于首都机场,也弱于全国平均水平 14.5%及 19.8%。据我们了解,目前珠三角地区企业订单饱满,集装箱吞吐量也逐步回升,表明珠三角地区经济处于明显复苏进程中,白云机场的业务增长受腹地经济带动将会明显反弹。同时非航收入这一块在经历 2009 年下滑后,也会随着 2010 年人气的回升而提升盈利能力。东三、西三指廊商业形势及整个特许经营盈利能力提升值得期待。我们认为在中国目前航空业高速增长趋势明显,消费升级在航空领域有突出表现的环境下,对机场盈利的影响将不仅仅在于量上的提升,更在于非航业务的内涵式发展。相较于香港机场 56%、巴黎机场集团 60%、亚特兰大机场集团 68%的非航收入占比,国内机场非航收入这一块还有很大发展空间。
- **白云机场面临的历史机遇。**白云机场枢纽建设尽管落后与上海机场与首都机场,但面临一个较好的发展机遇。原因在于 1、香港机场与深圳机场这两年产能已饱和,香港机场三跑道处于可行性研究阶段,深圳机场二跑道 2011 年投产。2、在枢纽争夺上国家支持白云机场作为三大枢纽的建设,而深圳机场与香港机场的合作深度与广度有待观察。相信作为一个落后的枢纽,白云机场将会有有一个高速发展时期。同时在非航业务上,白云机场正在积极尝试,值得看好。
- **短期将受益于腹地经济反弹与亚运会带来的增量。**从短期来看,白云机场将受于腹地经济反弹与亚运会带来的国际业务的增量,同时高速货量增长也将为公司发展作出有力的推动。考虑目前中国航空业所处的历史阶段,及白云机场面临的发展机遇,给予其 15 元目标价,维持评级。
- **风险因素:**珠三角腹地经济复苏弱于预期,机场建设费返还政策变动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师

8621-50366888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 3 月 4 日) 12.23 元

目标价格 (6 个月) 15 元

总股本/A 股 (万股) 115000/115000

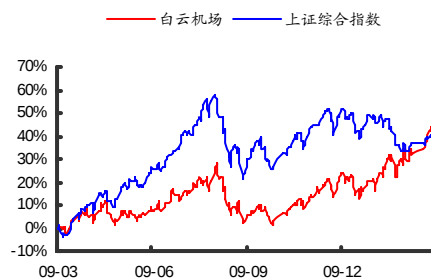
A 股市值 (百万元) 14065

国家/地区 中国

行业 机场

报告日期 2010 年 3 月 4 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.36	24.36	44.70
相对表现 (%)	8.13	31.99	3.81

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	2683	3053	3218	3722
主营业务利润 (百万)	594	697	1234	1360
净利润 (百万)	392	522	500	6072
EBITDA (百万)	1088	1167	1352	1547
每股收益 (元)	0.31	0.43	0.43	0.53
每股经营现金流 (元)	0.99	0.71	0.78	1.12
市盈率 (X)	28	21	29	30
EV/EBITDA (X)	11	10	8	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要点

2009 公司业务经营特征

公司 2009 年完成飞机起降 30.77 万次、旅客吞吐量 3705 万人次、货邮吞吐量 96 万吨，同比分别增长 9.71%、10.91%、34.07%。飞机起降与旅客吞吐量同比增加得益于国内经济增长与国内低票价的刺激，但增速低于全国水平。货邮吞吐量大幅增长一方面得益于联邦快递的进驻，一方面来自下半年经济复苏带来明显货量提升。与其它两大枢纽机场相比，首都机场起降与旅客吞吐量远高于白云机场，同比分别增长 13.6%和 16.9%，上海机场起降弱于白云机场，同比分别增长 8.3%，旅客吞吐量好于白云机场，同比增长 13.1%。

白云机场 2010 年的增长质和量将得到提升

白云机场所处腹地珠三角地区外向型经济特征明显，在这一轮经济危机中受到影响相对严重，因此 2009 年国内起降与旅客吞吐量增长上弱于首都机场，也弱于全国平均水平 14.5%及 19.8%。据我们了解，目前珠三角地区企业订单饱满，集装箱吞吐量也逐步回升，表明珠三角地区经济处于明显复苏进程中，白云机场的业务增长受腹地经济带动将会明显反弹。同时非航收入这一块在经历 2009 年下滑后，也会随着 2010 年人气的回升而提升盈利能力。东三、西三指廊商业形势及整个特许经营盈利能力提升值得期待。我们认为在中国目前航空业高速增长趋势明显，消费升级在航空领域有突出表现的环境下，对机场盈利的影响将不仅仅在于量上的提升，更在于非航业务的内涵式发展。相较于香港机场 56%、巴黎机场集团 60%、亚特兰大机场集团 68%的非航收入占比，国内机场非航收入这一块还有很大发展空间。

白云机场面临的历史机遇

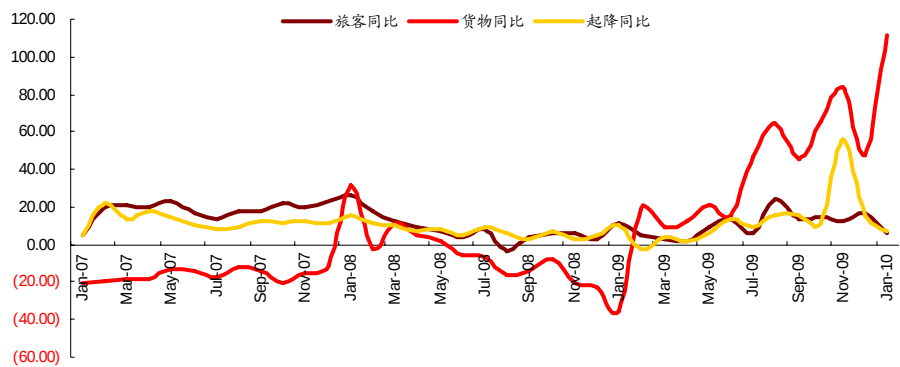
白云机场枢纽建设尽管落后与上海机场与首都机场，但面临一个较好的发展机遇。原因在于 1、香港机场与深圳机场这两年产能已饱和，香港机场三跑道处于可行性研究阶段，深圳机场二跑道 2011 年投产。2、在枢纽争夺上国家支持白云机场作为三大枢纽的建设，而深圳机场与香港机场的合作深度与广度有待观察。相信作为一个落后的枢纽，白云机场将会有有一个高速发展时期。同时非航业务上，白云机场正在积极尝试，值得看好。

短期将受益于腹地经济反弹与亚运会带来的增量

从短期来看，白云机场将受于腹地经济反弹与亚运会带来的国际业务的增量，同时高速货量增长也将为公司发展作出有力的推动。考虑目前中国航空业所处的历史阶段，及白云机场面临的发展机遇，给予其 15 元目标价，维持评级。

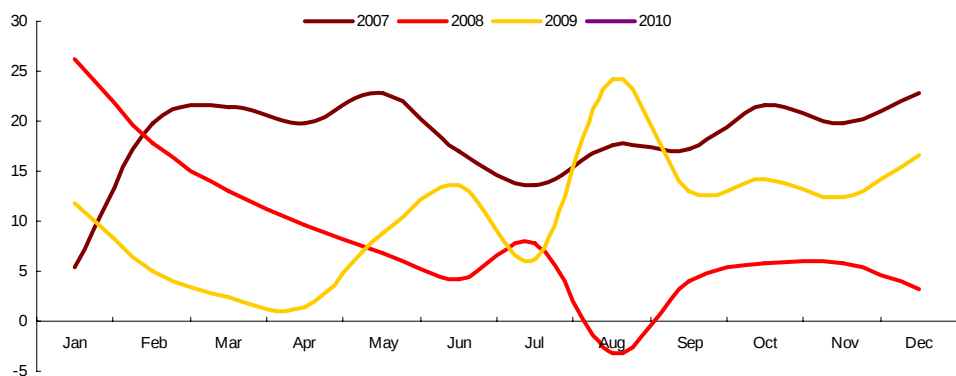
风险因素：珠三角腹地经济复苏弱于预期，机场建设费返还政策变动。

图 1：腹地经济影响 2009 年复苏慢于全国平均



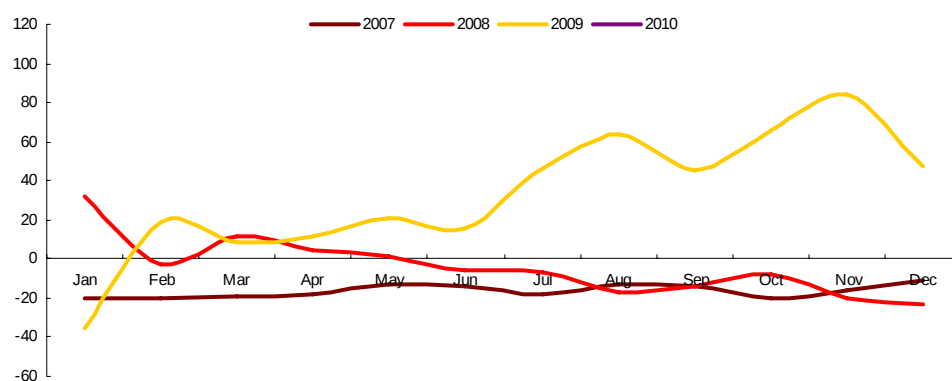
资料来源：公司数据

图 2：白云机场近几年旅客同比



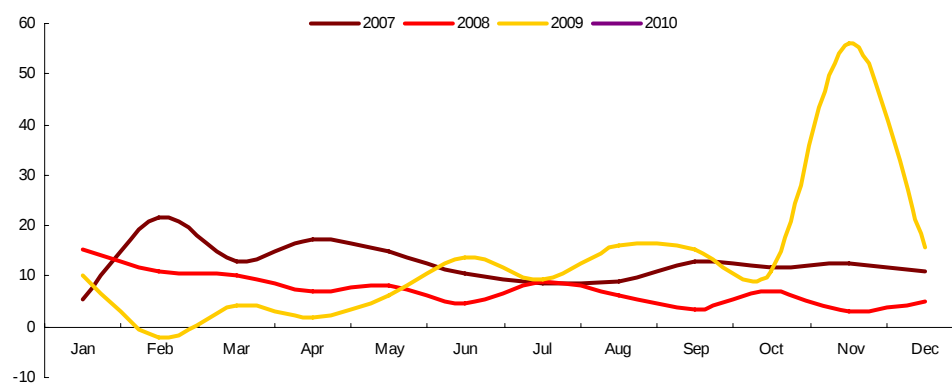
资料来源：公司数据

图 3：白云机场近几年货物同比



资料来源：公司数据

图 4：白云机场近几年起降同比



资料来源：公司数据

分析师承诺

章琪：交通运输业高级分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn