

机场 III



白云机场 (600004)

中性 (首次)

“扩能”和“转型”完成，业绩将稳步提升

市场数据

报告日期	2010-9-20
收盘价(元)	9.69
总股本(百万股)	1150.00
流通股本(百万股)	1015.00
总市值(百万元)	11143.50
流通市值(百万元)	9835.35
净资产(百万元)	6167.49
总资产(百万元)	10684.56
每股净资产(元)	5.36

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3306	3757	4318	4896
同比增长(%)	8.4%	13.6%	14.9%	13.4%
净利润(百万元)	544	559	731	932
同比增长(%)	12.0%	2.9%	30.6%	27.5%
毛利率(%)	42.5%	37.5%	40.3%	42.4%
净利率(%)	16.5%	14.9%	16.9%	19.0%
净资产收益率(%)	8.8%	8.7%	10.5%	12.2%
每股收益(元)	0.47	0.49	0.64	0.81
每股经营现金流(元)	1.00	0.24	1.22	1.35

相关报告

投资要点

- 东西三指廊2月份启用，固定资产增加 18.33 亿，估计全年新增固定资产折旧 3500 万、新增运营成本 5000 万、新增财务费用 4000 万，拖累 EPS 0.11 元。
- 公司上半年租赁业务收入 1.57 亿，同比分别增长 42.7%，2008 年开始的从自营向特许经营的转变已转换完毕。随着东西三指廊商铺的陆续开业，下半年租赁业务收入的增长仍将保持强劲态势。自营业务的减少也带来公司销售费用和管理费用占比的持续下降。业务模式的转变将带来持久的正面影响。
- 估算亚运会给公司带来增量客流 20~40 万人次，约合 2009 年客流的 0.5~1.1%。考虑到其带来的候机楼改造、安检加强等成本费用的增加，对 EPS 的综合效应未必为正。
- 公司上半年返还机场建设费 2.25 亿，占收入的 12.7% 和税后净利润的 56%。我们判断公司继续享有机场建设费返还的可能性较大，原因在于首都机场盈利能力欠佳。若取消机场建设费返还，白云、首都、美兰机场 EPS 将下降约 56%、140%、43%。
- 我们预测 2010~2012 年 EPS 为 0.49、0.64、0.81 元，给予 20X 的 PE，则估值为 9.8 元，给予中性评级。
- 风险提示：取消机场建设费返还、高铁冲击。

股价走势



朱峰

021-38565939

zhufeng@xyzq.com.cn

王爽

S0190210030003

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

目 录

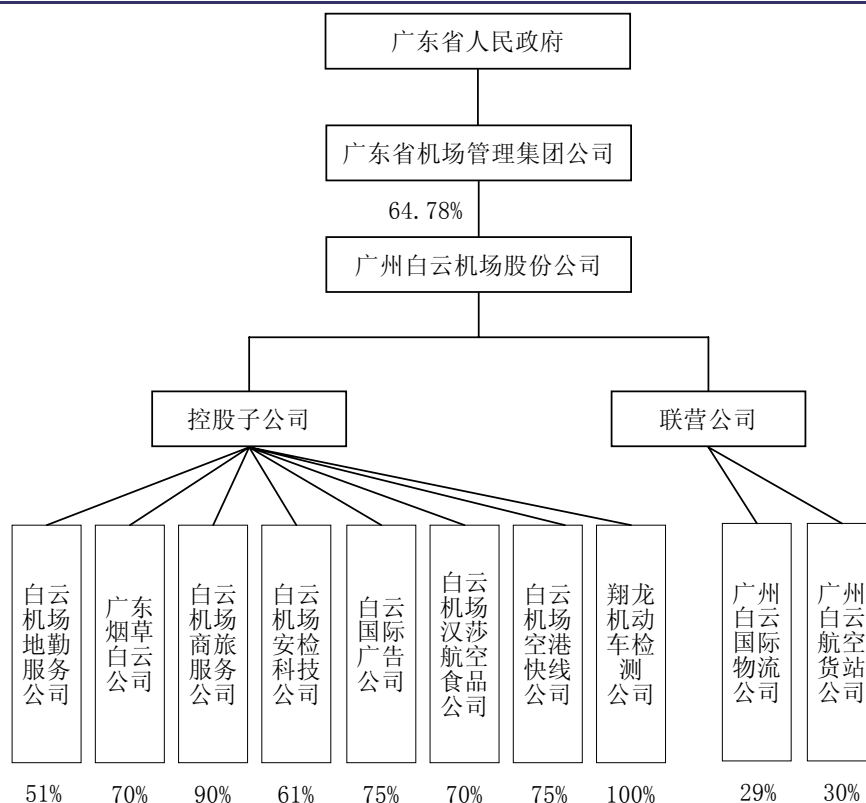
1、公司概况	- 3 -
2、公司业务分析	- 5 -
2.1、航空主业平稳增长	- 5 -
2.2、自营业务向特许经营转变完成	- 6 -
2.3、广告业务增长强劲，前景看好	- 7 -
3、公司运营分析	- 7 -
3.1、期间费用率不断降低	- 7 -
3.2、运营效率还有改善空间	- 8 -
4、国内航线网络错位竞争	- 9 -
5、东西三指廊启用导致成本、费用增加	- 11 -
6、亚运会拉动效应有限	- 12 -
7、机场建设费返还——维持现有政策的可能性大	- 12 -
8、盈利预测和估值	- 14 -
 图 1、白云机场股权和子公司结构图	- 3 -
图 2、2010H 航空主业和航空延伸收入构成	- 4 -
图 3、2010H 航空旅客吞吐量增速	- 5 -
图 4、2010H 航空货邮吞吐量增速	- 5 -
 表 1、公司现有主要资产	- 4 -
表 2、公司与集团的收入和费用分配	- 4 -
表 3、公司生产数据增速与地区内其他机场对比	- 5 -
表 4、公司航空主业分项收入历年增长	- 6 -
表 5、公司自营和特许经营业务数据	- 6 -
表 6、公司广告业务收入历年变化	- 7 -
表 7、公司期间费用历年变化	- 8 -
表 8、中国机场上市公司数据比较	- 8 -
表 9、港深广三机场航线分布	- 10 -
表 10、港深广三机场航线分布	- 11 -
表 11、东西三指廊启用增加折旧和运营成本	- 11 -
表 12、预计亚运会带来的航空旅客增量	- 12 -
表 13、机场建设费历史沿革	- 12 -
表 14、中国各机场上市时间	- 13 -
表 15、白云、首都、美兰机场建设费返还	- 14 -
表 16、财务数据预测	- 14 -
表 17、机场行业估值表（采用 2010.9.20 数据）	- 15 -
附表	- 16 -

1、公司概况

白云机场是国家规划的三大航空枢纽机场之一，也是我国首个按照中枢机场理念设计和建设的航空港，在中国民用机场布局中具有举足轻重的地位。公司现有 2 条 4E 级跑道（3800×60，3600×45），2010 年上半年公司完成旅客吞吐量 2004 万人次、飞机起降 16.29 万架次、货邮吞吐量 51.74 万吨、收入 17.73 亿、净利润 2.93 亿，合 EPS 0.24 元。

截至 2009 年底，白云机场共开通航线 206 条，其中国内 143 条，国际 54 条，地区 9 条。入驻航空公司 44 家，其中国内 17 家，国外 27 家。公司还在在中山、珠海、顺德、江门、深圳、清远、惠州等地设立了 16 个异地城市候机楼，开通了 5 条市区客运专线和 13 条长途客运专线，增强了机场对珠三角及周遍城市的辐射能力。

图 1、白云机场股权和子公司结构图



数据来源：兴业证券研发中心

表 1、公司现有主要资产

资产	描述
T1 航站楼	2004 年 8 月启用，投资 54 亿，建筑面积 32 万平方米，设计旅客吞吐量 2500 万人次。
东西二条跑道	2007 年 12 月由集团注入上市公司，作价 19.7 亿
东西三指廊	2010 年 2 月启用，投资 18.3 亿，建筑面积 15 万平方米，设计旅客吞吐量 1500 万人次。
中性货站	预计 2010 年底启用，投资约 6 亿，2015 年设计吞吐量 52 万吨。

数据来源：兴业证券研发中心

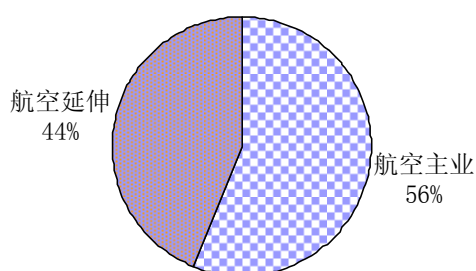
2007 年公司通过非公开增发方式注入跑道等飞行区资产，从而拥有了完整的航空主业资产，并重新划分了与集团的收入分配比例。目前公司航空主业收入和非航收入比例为 56% 和 44%。

表 2、公司与集团的收入和费用分配

收入项目分配比例	白云机场	机场集团
国内航空起降费（包括夜航附加费）	100%	0%
旅客服务费	85%	15%
对外航空地面服务费（基本费率）	100%	0%
国际飞机停场费	100%	0%
国内飞机停场费	100%	0%
费用项目分配比例		
向集团公司交纳的水电管理费		10%

数据来源：兴业证券研发中心

图 2、2010H 航空主业和航空延伸收入构成



数据来源：兴业证券研发中心

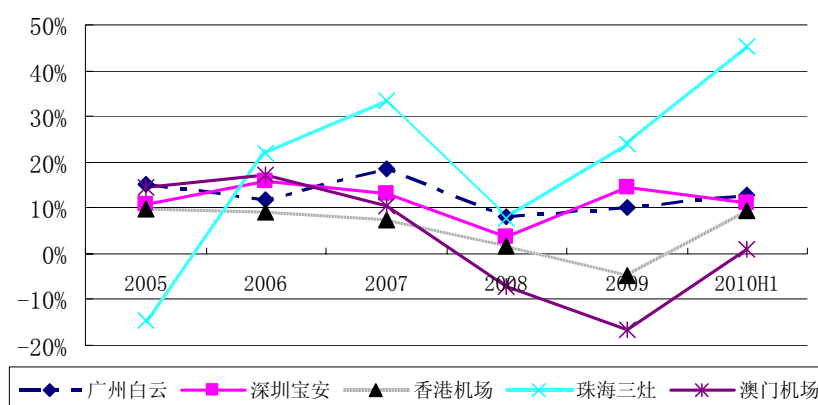
2、公司业务分析

2.1、航空主业平稳增长

公司上半年航空主业收入 9.94 亿，同比增长 10.4%，其中机场建设费返还 2.25 亿。旅客吞吐量 2003.78 万人次，同比增长 12.9%；货邮吞吐量 52 万吨，同比增速 42.2%，高于港珠澳机场平均水平，也高于运能受限的深圳机场。

图 3、2010H 航空旅客吞吐量增速

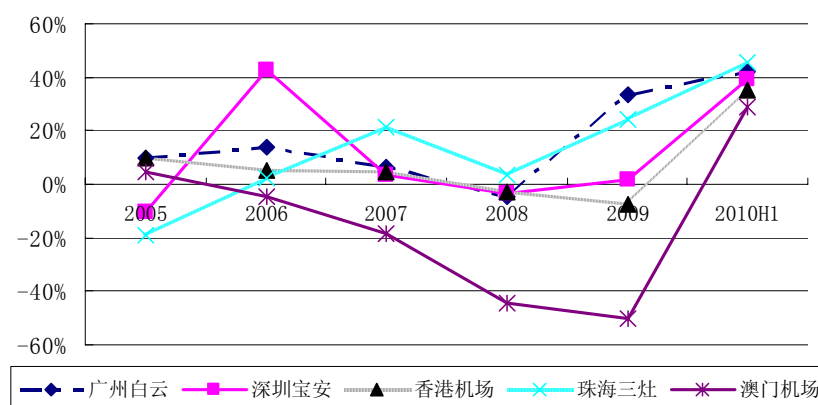
港珠澳5机场旅客吞吐量增速



数据来源：兴业证券研发中心

图 4、2010H 航空货邮吞吐量增速

港珠澳5机场货邮吞吐量增速



数据来源：兴业证券研发中心

表 3、公司生产数据增速与地区内其他机场对比

机场/项目	旅客吞吐		飞机起降		货邮吞吐		备注
	同比 09H1	环比 09H2	同比 09H1	环比 09H2	同比 09H1	环比 09H2	
深圳	11.1%	4.4%	8.6%	4.9%	39.4%	11.3%	UPS 转运中心 2010 年 2 月启用
广州	13.0%	5.1%	11.2%	2.9%	44.9%	1.5%	FedEx 转运中心 2009 年 2 月启用
珠海	45.4%	29.2%	38.4%	25.0%	50.4%	15.7%	
香港	9.3%	3.0%	5.3%	2.6%	35.0%	4.5%	
澳门	1.0%	-4.9%	-11.8%	-7.0%	28.6%	-9.3%	2009 年 8 月两岸直航启动
合计	11.0%	4.0%	7.8%	3.2%	37.2%	4.6%	

数据来源：兴业证券研发中心

就主业中的分项业务来说，2010 上半年各细项收入增长率均接近旅客吞吐量和飞机起降的增长速度，表现稳定。如果没有新政策出台而导致收费标准改变（如 2008 年），则公司航空主业将保持平稳增长。

表 4、公司航空主业分项收入历年增长

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
旅客吞吐量（万人次）	2,339.91	2,612.85	3,095.91	3,343.72	3,681.02	2,003.78
YoY		11.7%	18.5%	8.0%	10.1%	12.9%
飞机起降（架次）	211,116	231,329	259,634	279,037	305,198	162,860
YoY		9.6%	12.2%	7.5%	9.4%	11.0%
货邮吞吐量（吨）	571,846	645,185	691,231	658,992	883,514	517,409
YoY		12.8%	7.1%	-4.7%	34.1%	42.2%
航空主业收入（百万元）	1,142.78	1,269.48	1,443.03	1,710.24	1,912.51	994.19
YoY		11.1%	13.7%	18.5%	11.8%	10.4%
航班起降服务收入	220.92	260.54	289.51	298.87	382.09	206.00
YoY		17.9%	11.1%	3.2%	27.8%	10.4%
旅客综合服务收入	370.60	391.69	434.17	601.12	666.14	346.16
YoY		5.7%	10.8%	38.5%	10.8%	9.9%
安全检查服务收入	60.59	60.06	70.55	125.61	142.89	72.47
YoY		-0.9%	17.5%	78.0%	13.8%	10.7%
航空地面服务收入	186.93	224.76	247.44	265.00	263.44	144.16
YoY		20.2%	10.1%	7.1%	-0.6%	9.6%
机场建设费返还收入	303.74	332.01	400.86	418.37	457.44	224.99
YoY		9.3%	20.7%	4.4%	9.3%	10.6%

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

注：2008 年 3 月起开始实施新的机场收费方案，致使当年主业细项收入变动较大。

2.2、自营业务向特许经营转变完成

公司上半年租赁业务收入 1.57 亿、住宿餐饮收入 0.27 亿、商品销售收入 0.42 亿，同比分别增长 42.7%、16%、7.4%。公司 T1 航站楼现有商业面积约 1.5 万平方米，东西三指廊未来将新增商业面积约 0.8 万平方米。

从 2008 年开始公司对住宿、餐饮、商品销售等业务进行了调整，从自营向特许经营的转变，目前已全部转换完毕。随着经济复苏和航空旅客流量的增加，公司租赁业务增速高达 42.7%，剩下的少量住宿餐饮和商品销售收入也处于稳步回升状态。

表 5、公司自营和特许经营业务数据

项目（百万元）	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
租赁业务	145.33	159.32	205.53	252.13	302.73	156.88
YoY		9.6%	29.0%	22.7%	20.1%	42.7%
住宿餐饮服务收入	90.78	90.31	76.81	50.63	43.66	26.67
YoY		-0.5%	-14.9%	-34.1%	-13.8%	16.0%
商品销售业务收入	279.80	250.34	129.85	61.88	64.49	41.99
YoY		-10.5%	-48.1%	-52.3%	4.2%	7.4%

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

同时我们还应该看到，东西三指廊于 2010 年 2 月启用，之后商铺陆续进场开始进入装修状态。根据公司与特许经营商铺达成的协议，特许经营费按照“固定+提成”收取，装修期间免租金。故上半年租赁业务收入高增长更多的是体现了经济复苏和旅客消费水平提高。东西三指廊的租赁收入将更多的会在下半年体现出来，租赁业务收入的增长仍将保持强劲态势。

从自营向特许经营的转变不是简单的业务微调，而应理解为公司业务模式的一个转变，其带来的影响将是长久而持续的。

2.3、广告业务增长强劲，前景看好

公司广告业务由旗下的白云国际广告有限公司经营。2010 年上半年经济复苏带动了公司广告业务的恢复，收入 1.18 亿，同比增长 29.2%，并超过了 2008 年上半年的高点 0.98 亿。

考虑到东西三指廊的广告招商工作尚未完成，未来公司广告业务增长可期。

表 6、公司广告业务收入历年变化

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
广告业务收入（百万元）	98.64	112.22	149.45	198.91	157.29	118.44
YoY		13.8%	33.2%	33.1%	-20.9%	29.2%
单旅客广告业务收入（元）	4.22	4.29	4.83	5.95	4.27	5.91

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

3、公司运营分析

3.1、期间费用率不断降低

随着自营业务的减少，公司销售费用和管理费用也急剧下降。2010 年上半年销售费用和管理费用为 0.3 亿和 1.27 亿，占总成本的比例由 2007 年的 6.6%和 15.2%下降到 2010H 的 2.2%和 9.2%。

另外公司在 2009 年下半年还通过发行短期融资券的方式，新增 10 亿应付短期债券，替换了 6.5 亿短期借款、1 亿长期借款，其余 2.5 亿偿还了部分应付票据和账款。短期融资券票面利率 2.2%，有效降低了公司财务费用。2009 年财务费用 0.7 亿，占总成本的 2.7%，从 2006 年以来同比持续下降。2010 年上半年由于东西三指廊的启用，财务费用 0.57 亿，总成本占比升至 4.1%。

总体来说，公司期间费用的降低保证了利润的持续增长。

表 7、公司期间费用历年变化

项目（百万元）	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
销售费用	131.00	124.46	137.15	75.55	65.77	29.67
总成本占比	7.5%	6.4%	6.6%	3.2%	2.6%	2.2%
YoY		-5.0%	10.2%	-44.9%	-12.9%	10.4%
管理费用	265.81	315.68	316.94	264.30	311.47	126.73
总成本占比	15.2%	16.3%	15.2%	11.3%	12.2%	9.2%
YoY		18.8%	0.4%	-16.6%	17.8%	5.1%
财务费用	90.41	153.09	101.19	97.13	69.89	56.77
总成本占比	5.2%	7.9%	4.8%	4.1%	2.7%	4.1%
YoY		69.3%	-33.9%	-4.0%	-28.0%	-5.4%

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

3.2、运营效率还有改善空间

机场的盈利水平取决于收费标准、航线结构、固定资产原始造价、非航收入发展水平和经营效率等因素。收费标准由政府指导价决定，航线结构取决于机场的地理位置和航空公司航线网络设计，固定资产原始造价是外生变量，非航收入的发展情况在前文中有所描述，剩下的运营效率则是机场可有效控制的变量，对绩效水平起着重要作用。

表 8、中国机场上市公司数据比较

2010H 数据	广州白云	深圳宝安	厦门高崎	上海浦东	北京首都	海口美兰
旅客吞吐（万人次）	2,003.78	1,318.30	635.21	1,832.64	3,501.58	475.87
飞机起降（架次）	162,860	108,000	56,485	157,233	251,606	36,390
货邮吞吐量（吨）	517,409	378,100	117,361	1,548,000	728,724	50,364
航班结构						
国内	92.2%	96.0%	96.4%	65.0%	86.0%	98.8%
国际	7.0%	3.1%	1.8%	27.2%	12.3%	0.8%
港澳	0.8%	1.0%	1.8%	7.7%	1.7%	0.4%
收入（百万元）	1,773	925	397	1,921	2,745	262
其中：机场建设费	225	-	-	-	445	57
净利润（百万元）	293	371	144	590	201	136
员工薪酬（百万元）	527	193	67	373	167	26
资产（百万元）	10,685	6,139	1,770	17,012	34,866	2,264
负债（百万元）	4,306	575	166	3,629	22,151	255
股东权益（百万元）	6,378	5,564	1,604	13,382	12,715	2,009
权益净利率	4.6%	6.7%	9.0%	4.4%	1.6%	6.8%
销售净利率	16.5%	40.1%	36.3%	30.7%	7.3%	51.8%
总资产周转率	0.17	0.15	0.22	0.11	0.08	0.12
权益乘数	1.68	1.10	1.10	1.27	2.74	1.13
员工数	10,617	3,926	1,777	6,636	1,997	594
人均创收（万元）	17	24	22	29	137	44
人均薪酬（万元）	4.96	4.91	3.76	5.61	8.35	4.31
薪酬占创收比例	29.7%	20.9%	16.8%	19.4%	6.1%	9.8%
应收账款（含票据）（百万元）	1,030	374	167	1,411	1,207	177
应收账款周转率	1.72	2.47	2.38	1.36	2.27	1.48

数据来源：兴业证券研发中心

注：①由于多家机场 2010 半年报未披露员工人数，故上述员工人数按照 2009 年报披露计算。

②各上市机场的国内、国际和港澳航班比例按照民航局公布的《2010 夏秋航季计划表》统计得出，与实际执行情况差距不大。

从人员效率来说，广州机场员工最多，达到 1.1 万人；人均创收 17 万，为 6 个上市机场最低。

员工多少与机场经营模式有很大关系。广州机场保留了大量的辅助业务，如地面运输、安检、加工修配业务等等。这些业务技术含量低、创收少，但仍会产生不少的人员成本和管理费用。北京机场与此正好相反，其基本采用了全外包的经营模式，只保留了飞行区、站坪、物业和旅客服务的核心管理业务，以及地面调度和应急救援等必要业务。故北京机场员工仅 1997 人，人均创收 137 万，半年人均薪酬 8.35 万，均高于其他机场水平。

我们认为广州机场应该继续推进特许经营和业务外包模式，将非核心业务外包给专业企业经营，以提高相应的人员效益和经营效率，这已经在香港机场和新加坡樟宜机场被证明是比较成功的运营模式。

从应收账款周转率来说，广州机场为 1.72，表现一般。

机场在当地具有区域垄断性，航空公司则具有庞大的资产和航线网络，以及可变化的航线布局。故在机场与航空公司的收费和应收账款谈判中，是寡头与寡头的博弈模式。在中国，航空公司往往更强势一些。

从 6 家机场应收账款周转率来看，非四大航主基地的深圳和厦门机场分别为 2.47 和 2.38，表现最好。四大航基地的广州、浦东、海口机场表现较差。由于国航盈利情况较好，回款即时，故国航基地所在的北京首都机场表现尚可。

如何与强大的基地航空公司建立双赢的良好合作关系，同时又能确保较高的应收账款周转率等经营效率，是广州机场面对的问题，还有改善的空间。

4、国内航线网络错位竞争

机场的航线分布不仅仅取决于机场自身的意愿，也取决于航空公司的航点选择。总的来看，深圳、香港、广州三机场的国内航线分布体现出了错位竞争的特点。

从三机场航班最密集的前十大航线来看，除了共同的北京、上海、成都、重庆、杭州等主要城市外，深圳、香港机场航线更多的集中在东部沿海城市，而广州机场却包含了武汉、桂林、长沙、郑州等中部内陆省会或重点城市。每航点的日均班次达到 3.36 次，也高于深圳和香港的 2.44 和 2.73 次。

表 9、港深广三机场航线分布

深圳机场			香港机场			广州机场		
国内抵港 客机航点	班次	占比	国内抵港 客机航点	班次	占比	国内抵港 客机航点	班次	占比
总计	276	100.0%	总计	109	100.0%	总计	481	100.0%
北京	25	9.1%	上海浦东	29	26.6%	北京	39	8.1%
上海虹桥	25	9.1%	北京	19	17.4%	上海虹桥	29	6.0%
成都	16	5.8%	杭州	6	5.5%	成都	27	5.6%
杭州	14	5.1%	厦门	5	4.6%	重庆	21	4.4%
重庆	14	5.1%	成都	4	3.7%	海口	19	4.0%
上海浦东	11	4.0%	福州	4	3.7%	杭州	19	4.0%
海口	9	3.3%	昆明	3	2.8%	武汉	15	3.1%
无锡	8	2.9%	广州	3	2.8%	桂林	14	2.9%
大连	7	2.5%	南京	3	2.8%	长沙	14	2.9%
沈阳	7	2.5%	武汉	2	1.8%	郑州	13	2.7%
武汉	7	2.5%	宁波	2	1.8%	昆明	12	2.5%
郑州	7	2.5%	晋江	2	1.8%	南京	12	2.5%
济南	7	2.5%	长沙	2	1.8%	青岛	11	2.3%
桂林	6	2.2%	桂林	2	1.8%	西安	11	2.3%
昆明	6	2.2%	泗水	2	1.8%	宁波	10	2.1%
厦门	5	1.8%	青岛	2	1.8%	三亚	10	2.1%
南宁	5	1.8%	汕头	2	1.8%	厦门	10	2.1%
温州	4	1.4%	海口	2	1.8%	汕头	10	2.1%
福州	4	1.4%	无锡	2	1.8%	济南	9	1.9%
西安	4	1.4%	重庆	2	1.8%	天津	9	1.9%
乌鲁木齐	4	1.4%	郑州	1	0.9%	温州	9	1.9%
青岛	4	1.4%	济南	1	0.9%	福州	8	1.7%
太原	4	1.4%	三亚	1	0.9%	贵阳	8	1.7%
三亚	3	1.1%	湛江	1	0.9%	南昌	8	1.7%
宁波	3	1.1%	南昌	1	0.9%	太原	8	1.7%
呼和浩特	3	1.1%	徐州	1	0.9%	南宁	7	1.5%
合肥	3	1.1%	温州	1	0.9%	沈阳	7	1.5%
其他	61	22.1%	其他	4	3.7%	义乌	7	1.5%
国内航点 总数	113		国内航点 总数	40		国内航点 总数	143	
每航点 日均班次	2.44		每航点 日均班次	2.73		每航点 日均班次	3.36	

数据来源：兴业证券研发中心

随着我国中西部地区不断承接东部地区的产业转移，经济发展和人民收入提高必然带来航空需求的增长，且明显高于三大门户及东部成熟干线机场。因此建立完善的覆盖中西部重点城市的航线网络，必将在未来航空旅客增量中分到更大的一杯羹。

我们预计伴随南航在广州机场枢纽战略的不断推进以及更多“城市快线”的开通，未来广州机场在航线错位竞争上将表现的更加明显，以建立对深圳和香港机场的相对竞争优势。

表 10、港深广三机场航线分布

机场	2009H	2010H	YoY	备注
北京首都	3,096.96	3,501.58	13.1%	三大门户 (世博因素导致 上海高增长)
上海两场	2,684.47	3,212.22	19.7%	
广州白云	1,770.97	2,003.78	13.1%	
深圳宝安	1,185.97	1,318.27	11.2%	成熟的港深市场
香港机场	2,240.00	2,448.50	9.3%	
成都	1,028.78	1,222.08	18.8%	八大区域枢纽
昆明	891.93	962.83	7.9%	
西安	708.24	834.91	17.9%	
武汉	522.46	590.93	13.1%	
沈阳	350.03	392.33	12.1%	
郑州	342.65	425.84	24.3%	
重庆	645.18	743.52	15.2%	
乌鲁木齐	317.24	373.06	17.6%	

数据来源：兴业证券研发中心

5、东西三指廊启用导致成本、费用增加

东西三指廊于 2010 年 2 月 9 日启用，第二季度入账开始计提折旧，导致公司上半年与 2009 年下半年相比新增固定资产 18.33 亿，新增主营成本 7000 万，其中新增折旧 500 万（估算中报中东西三指廊只计提了七月份一个月的折旧），新增财务费用 4700 万。毛利率由 2009H2 的 42.3% 下降 3.4 个百分点至 38.9%。估计全年新增固定资产折旧 3500 万、新增运营成本 5000 万、新增财务费用 4000 万，拖累 EPS 0.11 元。

表 11、东西三指廊启用增加折旧和运营成本

项目（百万元）	2009H1	2009H2	2010H1
收入	1,550	1,756	1,773
主营成本	885	1,014	1,084
其中：折旧合计	227	254	259
毛利率	42.9%	42.3%	38.9%
财务费用	60	10	57

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

公司二条跑道运能尚有富余，东西三指廊也刚刚启用，年底中性货站启用后也能满足未来的货运的需求，因此我们估计公司未来 2 年内不会再有大型资产投建活动。现有资产产能利用率的不断爬升、大型固定资产折旧的相对固定，决定了公司处在 EPS 不断提升的阶段。

6、亚运会拉动效应有限

2010.11.12~27 日将在在广州举行第 16 届亚运会，随后还将举办第十届残运会。整个运动会期间可提供 200 多万张门票，另外还加上约 11600 运动员、4600 随队官员和 7000 多名媒体工作人员。

十多天的比赛日程、可坐在电视机前观看比赛的替代性、200 多万现场观看比赛门票数量限制，使得亚运会对广州机场航空旅客增量的贡献将远远小于上海世博会对航空的拉动效应（6 个月的展期、预计 7000 万人次的参观量）。以上海世博会情况来看，坐飞机入境人数略超全部参观人数的 5%，若来回均坐飞机，则新增航空旅客吞吐量占参观人数的 10% 左右。故对亚运会来说，估计给广州带来增量客流在 20~40 万吞吐量之间，约占 2009 年公司全年旅客吞吐量的 0.5~1.1%。

表 12、预计亚运会带来的航空旅客增量

项目	数量（万）
观众数量	200.00
运动员	1.16
随队官员	0.46
媒体人员	0.70

观众坐飞机比例	5%	10%	15%
新增航空旅客吞吐量	24.64	44.64	64.64

数据来源：兴业证券研发中心

考虑亚运带来一些增量客流的同时，也要考虑到其带来的候机楼改造、安检加强等成本费用的增加。对 EPS 来说，综合效应未必为正。

7、机场建设费返还——维持现有政策的可能性大

民航机场管理建设费，简称机场建设费，由航空公司销售客票时随票收取，并上缴中央国库。其历史沿革如下：

表 13、机场建设费历史沿革

时间	事件
1990.7	温州永强机场启用，由当地政府和民航局投资建设，在国内首次征收机场建设费。
1992.3	民航总局、财政部、国家物价局统一发文（国阅[1991]144 号）开始征收机场建设费。 管理：民航直属机场的机场建设费上缴民航总局，地方政府管理的机场收取的建设费由机场或当地政府管理和使用。 用途：用于民用机场的围栏、消防、安检设备及其他安全设施建设。
1995.10	财政部、国家计委、民航总局统一发文（国办发[1995]57 号）整顿和统一机场建设费的征收标准，即：国内始发航班 50 元/人，国际和港澳台始发航班 90 元/人

	(含 20 元旅游发展基金)。取消其他不合理的机场代收费用。 管理：上缴中央国库并由民航总局提留。 用途：扩大至用于飞行区、航站区、机场围界、安全和消防设施、空中交管系统的建设，以及偿还建设项目的贷款本息、补贴亏损机场和其他支出。
2000. 10	国内支线航班机场建设费由 50 元/人降至 10 元/人。
2004. 9	机场建设费改为航空公司随客票收取，上缴中央国库并由民航总局提留。对中转旅客开始征收该项费用。
2006	经国务院批准，机场建设费征收期限延续至 2010. 12. 31.

数据来源：兴业证券研发中心

2000 年为了支持首都机场在香港上市，民航总局给予首都机场以优惠政策，即将其上缴的机场建设费的 50% 返还给首都机场。随后上市的白云机场和美兰机场也连带着享受到了这一优惠政策。2009 年起这一返还比例调整到 48%。

表 14、中国各机场上市时间

机场	上市时间	上市地点
厦门空港	1996 年 5 月	上海
上海机场	1998 年 2 月	上海
深圳机场	1998 年 4 月	深圳
首都机场	2000 年 2 月	香港
美兰机场	2002 年 11 月	香港
白云机场	2003 年 4 月	上海

数据来源：兴业证券研发中心

2003~2004 年，民航总局开始了机场属地化改革，除北京首都机场和西藏自治区内机场外，其他机场移交地方政府管理。也就是说，首都机场变成民航总局的“亲儿子”，其他机场变成了“干儿子”。故在机场建设费返还问题上，白云机场和美兰机场唯首都机场马首是瞻。

我们判断机场建设费返还这一政策还会继续延续下去，原因在于首都机场盈利水平欠佳。2010 年上半年首都机场收入 27.44 亿，其中机场建设费返还 4.45 亿，净利润 2.01 亿。若剔除返还的建设费，则亏损 1.16 亿。若取消机场建设费返还，首都机场盈利能力难以保证，可能导致香港资本市场难以接受。而若首都机场继续享受这一优惠政策，白云和美兰机场势必也会连带沾光。所以我们判断这一政策延续下去的可能性较大。若万一取消，则会分别拖累广州、北京、海口机场上半年 EPS 0.14、0.07、0.12 元，占上半年 EPS 的 56%、140%、43%。

表 15、白云、首都、美兰机场建设费返还

2010H	广州白云	北京首都	海口美兰
收入（百万元）	1,772.86	2,744.99	262.42
机场建设费返还（百万元）	224.99	445.00	56.68
占比	12.7%	16.2%	21.6%
净利润（百万元）	292.54	201.00	135.81
剔除建设费返还后的净利润（百万元）	128.86	-122.74	80.83
取消机场建设费拖累 EPS（元）	-0.14	-0.07	-0.12
机场建设费返还对应 BT 税率	3%	3%	3%
机场建设费返还对应 EIT 税率	25%	25%	0%

数据来源：公司财报、兴业证券研发中心

注：海口美兰机场机场建设费返还享受当地给予的所得税优惠

8、盈利预测和估值

如前所述，我们估算由于东西三指廊启用导致全年新增固定资产折旧 3500 万、新增运营成本 5000 万、新增财务费用 4000 万，合计 1.25 亿。而 2010 年总成本估算较 2009 年增加约 4.5 亿，同比增长 23.7%。

我们预测公司 2010~2012 年 EPS 为 0.49、0.64、0.81 元，给予 20X 的 PE，则估值为 9.8 元，给予中性评级。

表 16、财务数据预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营数据				
飞机起降架次	305,198	332,764	369,738	407,178
YoY	9.4%	9.0%	11.1%	10.1%
旅客吞吐量（万人次）	3,681.02	4,159.55	4,658.70	5,171.16
YoY	10.1%	13.0%	12.0%	11.0%
货邮吞吐量（吨）	883,514	1,060,217	1,297,705	1,515,720
YoY	34.1%	20.0%	22.4%	16.8%
财务数据（百万元）				
航空服务收入	1,911.99	2,093.92	2,338.59	2,588.63
航空性延伸服务收入	1,394.10	1,671.44	1,989.70	2,319.52
合计	3,306.09	3,765.36	4,328.29	4,908.15
YoY	8.4%	13.9%	15.0%	13.4%
租赁/折旧/员工薪酬				
飞行区土地租赁费	20.00	20.00	20.00	20.00
飞行区外土地租赁费	7.26	8.50	9.50	10.50
办公场所租赁	24.91	27.40	30.14	33.16
财务系统接口	1.15	1.15	1.15	1.15
房屋建筑物折旧	176.44	234.90	279.90	279.90
机器设备折旧	113.72	130.00	140.00	140.00
运输工具折旧	11.11	14.00	16.00	16.00
其他设备折旧	119.44	130.00	140.00	140.00
无形资产摊销	3.87	10.00	10.00	10.00
员工薪酬费用	980.23	1,110.60	1,258.31	1,425.67
其他营业成本	441.29	620.66	630.54	699.90
主营成本(万元)	1,899.42	2,348.87	2,577.20	2,817.93
YoY	7.7%	23.7%	9.7%	9.3%

数据来源：兴业证券研发中心

表 17、机场行业估值表（采用 2010.9.20 数据）

公司	PE			PB			ROE			EV/EBITA		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
国际												
日本空港	46.96	34.87	26.26	1.16	1.12	1.07	2.50	3.30	4.86	9.11	9.01	N/A
泰国机场	21.94	15.77	13.23	0.73	0.71	0.69	3.35	4.43	5.20	7.16	5.97	6.03
法兰克福机场	25.46	21.81	20.93	1.56	1.52	1.47	6.23	7.17	7.31	10.26	9.98	9.24
奥克兰机场	23.91	21.89	19.81	1.44	1.46	1.45	3.88	6.56	7.15	13.57	12.27	11.58
哥本哈根机场	16.56	15.46	14.59	3.45	3.40	3.35	19.65	20.93	21.91	9.27	8.80	8.43
维也纳机场	11.86	11.99	14.08	1.13	1.08	1.06	9.87	9.37	7.35	9.44	9.58	9.19
苏黎世机场	16.31	13.74	12.45	1.27	1.19	1.11	7.99	8.86	9.33	7.37	6.84	6.54
平均值	23.29	19.36	17.34	1.54	1.50	1.46	7.64	8.66	9.02	9.45	8.92	8.50
香港												
北京首都机场	34.24	21.48	17.03	1.16	1.13	1.09	3.47	5.32	6.81	12.01	11.05	9.08
美兰机场	15.32	13.60	12.09	1.60	1.49	1.39	10.89	11.21	11.64	8.48	7.55	6.64
平均值	24.78	17.54	14.56	1.38	1.31	1.24	7.18	8.26	9.22	10.24	9.30	7.86
国内												
上海机场	22.50	19.52	16.62	1.81	1.67	1.54	8.58	9.21	9.91	14.45	13.87	11.42
白云机场	18.11	16.40	14.04	1.65	1.55	1.44	9.71	10.44	11.49	9.27	7.40	6.42
深圳机场	14.06	12.94	13.43	1.67	1.48	1.33	12.63	12.53	10.36	9.99	8.33	5.95
厦门机场	16.94	15.12	13.55	3.06	2.59	2.20	19.71	18.87	16.99	8.59	6.82	5.90
平均值	17.90	15.99	14.41	2.05	1.82	1.63	12.66	12.76	12.19	10.52	9.05	7.30

数据来源：Bloomberg、兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2210	2490	2851	3226
货币资金	1157	1315	1511	1714
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	947	1046	1196	1353
其他应收款	42	59	66	74
存货	26	35	38	42
非流动资产	9022	9402	8892	8367
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	149	149	149	149
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	6723	9135	8643	8145
在建工程	2012	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	29	20	14	7
资产总计	11231	11892	11743	11593
流动负债	4676	5045	4354	3449
短期借款	0	1059	223	208
应付票据	0	0	0	0
应付账款	56	70	77	85
其他	4620	3916	4053	3157
非流动负债	170	170	170	170
长期借款	170	170	170	170
其他	0	0	0	0
负债合计	4846	5215	4524	3619
股本	1150	1150	1150	1150
资本公积	3186	3186	3186	3186
未分配利润	1483	1688	2116	2725
少数股东权益	193	224	266	318
股东权益合计	6385	6677	7219	7974
负债及权益合计	11231	11892	11743	11593

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	544	559	731	932
折旧和摊销	495	514	606	612
资产减值准备	79	-30	25	23
无形资产摊销	14	14	14	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	70	34	39	3
投资损失	-3	-4	-5	-6
少数股东损益	23	32	41	53
营运资金的变动	-1549	813	24	64
经营活动产生现金流量	2732	281	1403	1552
投资活动产生现金流量	-1617	-901	-102	-101
融资活动产生现金流量	-17	778	-1105	-1249
现金净变动	1098	158	196	202
现金的期初余额	561	1157	1315	1511
现金的期末余额	1658	1315	1511	1714

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3306	3757	4318	4896
营业成本	1899	2349	2577	2818
营业税金及附加	127	147	168	191
销售费用	66	75	86	98
管理费用	311	353	406	460
财务费用	70	34	39	3
资产减值损失	79	20	20	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	4	5	6
营业利润	756	783	1026	1312
营业外收入	4	8	6	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	757	788	1029	1313
所得税	191	197	257	328
净利润	566	591	772	985
少数股东损益	23	32	41	53
归属母公司净利润	544	559	731	932
EPS (元)	0.47	0.49	0.64	0.81

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.4%	13.6%	14.9%	13.4%
营业利润增长率	6.8%	3.5%	31.1%	27.8%
净利润增长率	12.0%	2.9%	30.6%	27.5%
盈利能力(%)				
毛利率	42.5%	37.5%	40.3%	42.4%
净利率	16.5%	14.9%	16.9%	19.0%
ROE	8.8%	8.7%	10.5%	12.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	43.1%	43.9%	38.5%	31.2%
流动比率	0.47	0.49	0.65	0.94
速动比率	0.47	0.49	0.65	0.92
营运能力(次)				
资产周转率	32.6%	32.5%	36.5%	42.0%
应收帐款周转率	320.8%	345.0%	356.5%	354.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.47	0.49	0.64	0.81
每股经营现金	1.00	0.24	1.22	1.35
每股净资产	5.38	5.61	6.05	6.66
估值比率(倍)				
PE	21.3	20.7	15.8	12.4
PB	1.9	1.8	1.7	1.5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。