

白云机场 (600004)

盈利能力保持平稳，扩建在即压制业绩增长

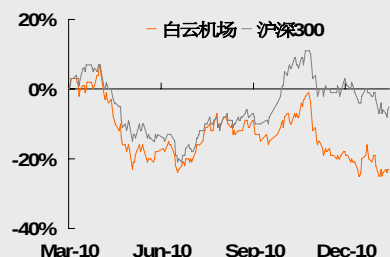
中性 (首次)

现价：8.99 元

主要数据

行业	交通运输、仓储业
公司网址	www.baiyunairport.com
大股东/持股	广东省机场管理集团公司/61.96%
实际控制人/持股	广东省人民政府/129.56%
总股本(百万股)	1,150
流通 A 股(百万股)	1,150
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	103.38
流通 A 股市值(亿元)	103.38
每股净资产(元)	5.7
资产负债率(%)	40.1

行情走势图



研究员

储海 研究员
S1450209060208
021-62078961
Chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司盈利小幅上升，符合市场预期

公司 2010 年全年实现营业收入 38.65 亿元，同比增长 16.92%，归属母公司所有者的净利润 5.88 亿元，每股收益 0.51 元，同比增长 8.07%。公司业绩符合市场预期。

■ 充分利用现有资源，以延伸服务提高收入水平

公司起降架次、旅客及货物吞吐量、收入增速分别为 6.6%、10.6%、19.8%和 16.92%，增速逐级提高。这说明公司在机场容量和空域受到限制的情况下，通过各种手段提高客货的吞吐量，并依靠航空延伸服务收入 28% 的增长，带动了公司整体收入水平的提高。

■ 折旧及维修费用上升致成本增长快于收入增长

随着东三、西三指廊和亚运改造工程完工投入使用后，公司资产折旧、维护费用和运营成本大幅上升，使得成本增长超过收入增长 12.2 个百分点。由于新建东西三指廊以及工程维修无法改变公司空域受限的局面，因此收入增长难度仍然较大，折旧费用的上升使公司毛利率未来将持续下滑。

■ 联邦快递带来货运发展新的增长点

引入联邦快递之后，公司货运吞吐量显著增长。2011 年随着联邦快递的运作进入成熟期，机场货运吞吐量也将能够再上一个台阶。随着机场集团与南航合资建设的中性货站投入使用，机场货运吞吐量增长将继续保持 10% 以上的增速。

■ 公司面临新一轮扩建，未来业绩增长受到压制

目前白云机场旅客、货邮吞吐量均已经超过了白云新机场的设计容量，并且扩建已经在 2008 年得到国家发改委的批复立项。但近距跑道规划以及空域无法增长的限制，使公司未来产能的增加幅度无法保障，从而对业绩形成压制。

公司在扩建前收入及成本费用的增长均比较稳定，我们预计 11-13 年公司的 EPS 为 0.55、0.60、0.63 元，首次给予“中性”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,049.7	3,306.1	3,865.5	4,172	4,495
YoY(%)	13.6	8.4	16.9	7.9	7.8
净利润(百万元)	485.8	543.9	587.8	637	692
YoY(%)	34.6	12.0	8.1	8.3	8.7
毛利率(%)	42.2	42.5	36.6	35.9	35.9
净利率(%)	15.9	16.5	15.2	15.3	15.4
ROE(%)	8.3	8.8	9.0	9.3	9.6
EPS(摊薄/元)	0.42	0.47	0.51	0.55	0.60
P/E(倍)	21.3	19.0	17.6	16.2	14.9
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

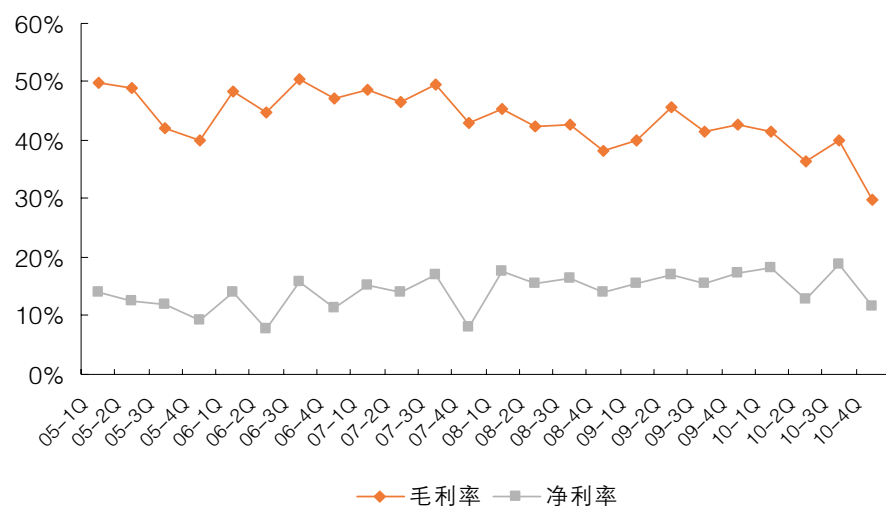
一、公司盈利小幅上升，符合市场预期

公司 2010 年全年实现营业收入 38.65 亿元，同比增长 16.92%，归属母公司所有者的净利润 5.88 亿元，每股收益 0.51 元，同比增长 8.07%。公司业绩符合市场预期。

从季度的情况来看，去年四季度机场候机楼亚运改造项目完成并投入使用，收入方面获得市政府相应的财政拨款而环比三季度增长 17.37%，而成本也由于折旧大幅度增长 37.10%，使四季度毛利率环比下降了 10 个百分点。

我们认为白云机场受到折旧成本上涨的影响，同时公司受空域限制，航空业务收入无法快速增长，毛利率将维持在 36%左右的水平，公司盈利水平保持平稳。

图表1 白云机场毛利率在四季度明显下滑



资料来源：公司公告

二、充分利用现有资源，以延伸服务提高收入水平

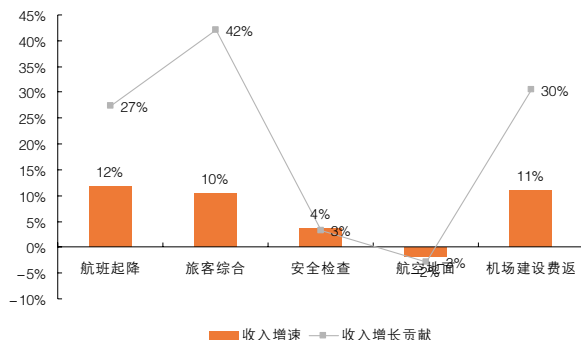
公司起降架次、旅客及货物吞吐量、收入增速分别为 6.6%、10.6%、19.8%和 16.92%，增速逐级提高。由于公司此次东西三指廊的扩建并不能带来起降和客货量的增加，因此目前收入的增长说明公司通过各种方式加大提升收入的力度。

航空业务收入中，航班起降服务、旅客综合服务、机场建设费返还三项收入仍然是收入中占比以及增长贡献最大的三个部分。其中航班起降服务收入增长率达到 11.84%，超过起降架次的增长速度，主要源于南航在广州大量增加至澳洲国际航班。其它两项收入与旅客吞吐量增速保持一致，说明公司进出港旅客的结构没有发生明显变化。

航空延伸服务收入中，租赁、代理、广告业务收入占据了延伸服务收入的 60%，增长贡献达到了 74%。公司租赁业务连续三年保持在 20%以上的增长速度，体现出了良好的发展势头，而代理服务和广告业务收入也走出了 09 年的负增长的低谷，达到历史的新高。除此之外，住宿餐饮服务、商品销售、加工修配业务虽然占比较小，但也实现了 20%以上的增长。

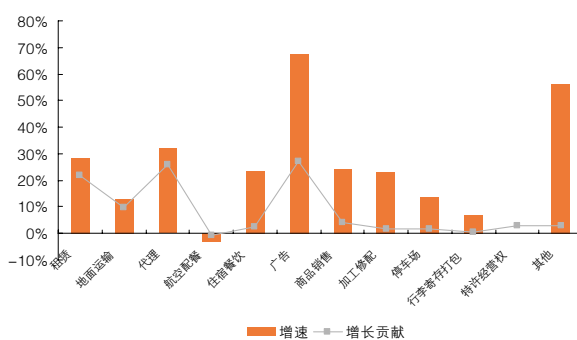
需要注意的是，第一，占公司航空延伸服务收入 18.3%的地面运输收入在 2010 年仅增长了 13.15%，贡献率仅为 9%，这主要是由于新白云机场的地面交通运输方式选择增加所致；第二，航空配餐业务由于客户减少以及国深整合等原因，导致收入同比负增长。

图表2 航空服务收入的增速及贡献



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 航空延伸服务收入的增速及贡献

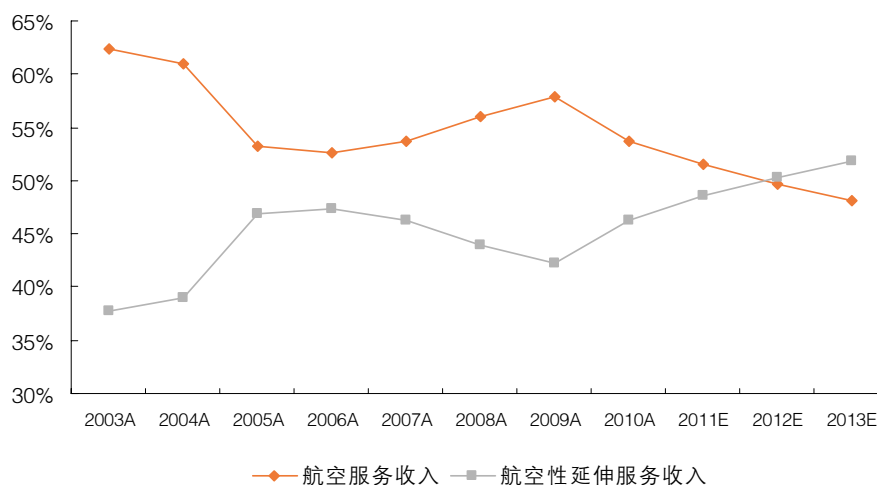


资料来源：公司公告，平安证券研究所

对比来看，航空服务收入与航空延伸服务的收入比例，已经从 2003 年的 62%对 38%，变化为 2010 年的 53.76%对 46.24%，相较于 2009 年，延伸服务收入比例增长了 4.1 个百分点。公司在机场容量和空域受到限制的情况下，通过各种手段提高客货的吞吐量，并依靠航空延伸服务收入 28%的增长，带动了公司整体收入水平的提高。

虽然公司年报中公布的延伸服务收入中，仍然包括部分与航空起降及旅客服务有关的收入，但广告、商品销售、租赁业务的增长，仍然反映出公司在非航业务方面的努力，并得到了明显的效果。我们预计公司的航空延伸服务收入将在三年内比例增长至 52%左右。

图表4 白云机场航空延伸服务收入比例有望超过50%



资料来源：公司公告

三、折旧及维修费用上升致成本增长快于收入增长

固定资产折旧与工资及福利费用是公司最主要的两项成本，分别占公司营业总成本（营业成本、营业税及三项费用）的 19.89%和 36.40%，合计共 56.28%。

公司东三、西三指廊和亚运改造工程完工投入使用后，公司资产折旧大幅度增长 29.61%。由于公司雇员总数上升 13%，平均工资增长 5.76%，使工资费用也增长了 19.71%。

公司的运营成本也明显上升，固定资产维修、水电、燃料及动力、固定资产租赁四项费用的增长分别达到了 175.11%、25.86%、31.89%和 62.46%。运营成本的增加，一方面是由于公司亚运改造工程增加了支出，另一方面也说明目前公司面临着较大的通胀传导压力。

随着各项成本的大幅上升，成本增长超过收入增长 12.2 个百分点。由于新建东西三指廊以及亚运改造工程投入使用并无法改变公司空域和起降架次增长受限的局面，收入增长难度仍然较大，未来折旧及工资的上涨将使公司毛利率未来将持续下滑。

图表5 白云机场航空延伸服务收入比例有望超过50%

项目（百万元）	本期数	上期数	增速	占比	增长贡献
固定资产维修费	178.83	65.00	175.11%	7.29%	20.58%
水电费	167.97	133.46	25.86%	6.85%	6.24%
劳动保险费	80.76	70.03	15.33%	3.29%	1.94%
燃料及动力	76.98	58.37	31.89%	3.14%	3.37%
住房公积金	71.60	63.26	13.17%	2.92%	1.51%
物料成本	65.79	57.12	15.18%	2.68%	1.57%
商品销售成本	59.89	53.80	11.31%	2.44%	1.10%
固定资产租赁费	57.11	35.16	62.46%	2.33%	3.97%
其他	420.51	365.46	15.06%	17.15%	9.95%
合计	1,179.45	901.67	30.81%	48.09%	50.22%
营业成本合计	2,452.53	1,899.42	29.12%		

资料来源：公司公告，平安证券研究所

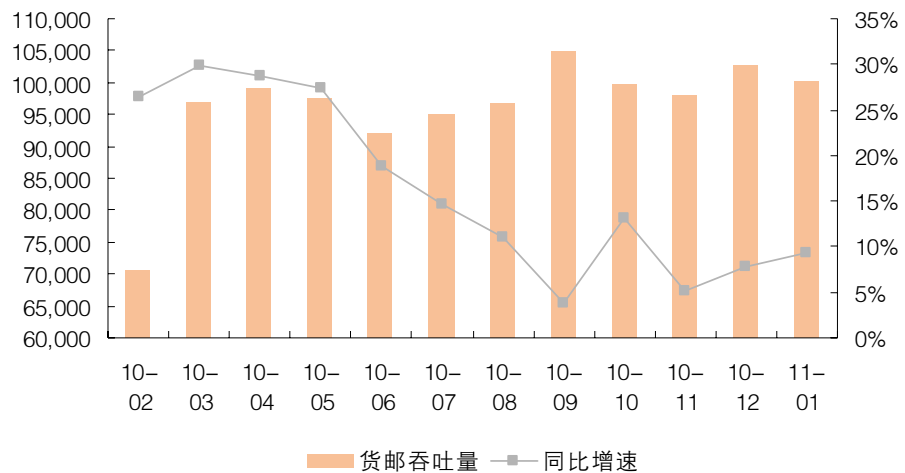
四、联邦快递带来货运发展新的增长点

引入联邦快递之后，公司货运吞吐量显著增长。2011 年随着联邦快递的运作进入成熟期，机场货运吞吐量也将能够再上一个台阶。随着机场集团与南航合资建设的中性货站投入使用，机场货运吞吐量增长将继续保持 10%以上的增速。

按照联邦快递在广州的规划，转运中心投入使用后，将每年带给机场 50-60 万吨国际货邮的吞吐量，但目前联邦快递在广州的运营仍没有达到预期水平。我们预计随着机场运营的成熟，以及今年欧美经济的好转，联邦快递在机场的航线航班量将明显增加。

但由于机场起降时刻受到限制，联邦快递未来的发展仍然会受限制，这是白云机场发展国际货运的主要瓶颈。

图表6 白云机场的月货邮吞吐量增速将保持在10%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、公司面临新一轮扩建，未来业绩增长受到压制

目前白云机场旅客、货邮吞吐量均已经超过了白云新机场的设计容量，并且扩建已经在 2008 年得到国家发改委的批复立项。

按照机场最新的规划，第三跑道建在既有东跑道东侧 400 米处，3800 米×60 米。新老跑道之间及新跑道东侧各设置一条平行滑行道，飞行区等级指标为 4F，可满足 A 380 等超大型飞机的起降。二号航站楼主楼及候机指廊总建筑面积为 53.1 万平方米，停车楼 12.5 万平方米，停车场 5.73 万平方米，交通中心及地铁站 1.6 万平方米。地铁三号线北延段可通达。

400 米距离的近距跑道规划比虹桥机场 900 米距离更近，新建跑道将无法实现独立起降，并且未来的航班时刻也无法大幅度增长，加上目前珠三角五大机场和佛山机场的空域限制，我们预期即使三、四跑道同时建成，公司未来产能的增加幅度还是无法保障，对于即将产生的巨大的扩建成本和资产折旧来说，业绩必然将受到压制。

六、投资建议及评级

公司在扩建前收入及成本费用的增长均比较稳定，我们预计 11-13 年公司的 EPS 为 0.55、0.60、0.63 元，首次给予“中性”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1992	1433	1541	2030	营业收入	3865	4172	4495	4817
现金	942	300	320	721	营业成本	2453	2673	2881	3114
应收账款	805	869	937	1004	营业税金及附加	153	167	180	193
其他应收款	195	210	226	243	营业费用	67	73	79	86
预付账款	18	19	21	22	管理费用	312	340	366	396
存货	32	35	37	40	财务费用	50	14	7	-7
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	9299	8961	8596	8208	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	71	71	71	71	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	8494	8278	7982	7636	营业利润	833	904	982	1036
无形资产	25	20	15	10	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	709	592	528	490	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	11291	10394	10138	10237	利润总额	835	904	982	1036
流动负债	4169	2984	2362	2098	所得税	212	230	249	263
短期借款	600	259	0	0	净利润	623	674	733	773
应付账款	74	75	84	91	少数股东损益	35	38	41	43
其他流动负债	3495	2650	2278	2007	归属母公司净利润	588	637	692	729
非流动负债	360	320	303	287	EBITDA	1504	1557	1655	1719
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	0.51	0.55	0.60	0.63
其他非流动负债	270	230	213	197	主要财务比率				
负债合计	4529	3304	2665	2385		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	208	245	286	330	成长能力				
股本	1150	1150	1150	1150	营业收入	16.9%	7.9%	7.8%	7.2%
资本公积	3258	3258	3258	3258	营业利润	10.2%	8.5%	8.7%	5.5%
留存收益	2145	2437	2777	3115	归属于母公司净利润	8.1%	8.3%	8.7%	5.5%
归属母公司股东权益	6553	6845	7186	7523	获利能力				
负债和股东权益	11291	10394	10138	10237	毛利率(%)	36.6%	35.9%	35.9%	35.4%
现金流量表					净利率(%)	15.2%	15.3%	15.4%	15.1%
单位:百万元					ROE(%)	9.0%	9.3%	9.6%	9.7%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	8.8%	8.5%	9.1%	9.5%
经营活动现金流	1646	449	950	1099	偿债能力				
净利润	623	674	733	773	资产负债率(%)	40.1%	31.8%	26.3%	23.3%
折旧摊销	621	639	666	690	净负债比率(%)	17.00%	10.57%	3.38%	3.77%
财务费用	50	14	7	-7	流动比率	0.48	0.48	0.65	0.97
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	0.47	0.47	0.64	0.95
营运资金变动	370	-838	-439	-341	营运能力				
其他经营现金流	-15	-40	-16	-16	总资产周转率	0.34	0.38	0.44	0.47
投资活动现金流	-1503	-312	-312	-312	应收账款周转率	4	5	5	5
资本支出	1605	300	300	300	应付账款周转率	37.92	35.92	36.25	35.68
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	102	-12	-12	-12	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.55	0.60	0.63
筹资活动现金流	-381	-779	-618	-386	每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	0.39	0.83	0.96
短期借款	600	-341	-259	0	每股净资产(最新摊薄)	5.70	5.95	6.25	6.54
长期借款	-80	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	17.59	16.24	14.95	14.17
资本公积增加	72	0	0	0	P/B	1.58	1.51	1.44	1.37
其他筹资现金流	-973	-438	-359	-386	EV/EBITDA	7	7	7	6
现金净增加额	-238	-642	20	401					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257