

机场 III

署名人: 李 凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢 红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

白云机场

600004

推荐

业绩稳定增长, 毛利率下降

公司实现营业收入 38.87 亿元, 营业利润 8.33 亿元, 归属于母公司的净利润 5.88 亿元, 分别比去年同期增长 16.92%, 10.17% 和 8.07%。全年实现每股收益 0.51 元, 基本符合市场预期。

投资要点:

- 由于东三、西三指廊和亚运改造工程完工投入使用, 营业收入、成本均有明显增长, 但营业成本增长大于收入增长, 毛利率下降 5.99 个百分点至 6.55%。①公司实现营业收入 38.65 亿元, 增长 16.92%, 其中航空服务收入增长 8.7%, 航空性延伸服务收入增长 28.2%, 租赁业务收入、代理业务收入和广告业务均有明显增长。②营业成本 24.53 亿元, 增长 29.12%, 主要是主要是东三、西三指廊扩建工程于 2010 年 2 月完工投入运营, 亚运改造工程于 2010 年 10 月完工投入使用, 在建工程转入固定资产金额为 22.75 亿元, 公司资产折旧、维护费用和运营成本大幅上升。目前主要在建工程主要是中性货站工程, 设计吞吐量 52 万吨, 预计将于今年投入使用, 截止 2010 年 12 月 31 日累计已投入工程建设资金 3.566 亿元。
- 受武广高铁和亚运会影响, 航空业务量增速明显低于行业水平: 2010 年白云机场完成飞机起降 32.92 万架次, 旅客吞吐量 4097.84 万人次, 货邮吞吐量 114.45 万吨 (含联邦快递), 同比分别增长 6.6%、10.6%、19.8%。旅客吞吐量在上市机场中, 仅略好于时刻受限的深圳机场, 我们认为主要原因: ①武广高铁 2009 年底开通, 影响白云机场 2010 年旅客吞吐量增速约 2%。②亚运会维稳对会展等商务活动产生挤出效应, 华南市场四季度客运增速受影响明显, 4 季度白云机场旅客吞吐量增速仅为 3.4%, 比行业前 50 机场的 10% 低 6.3%, 明显高于前三季度的差距 3.7%。
- 预计航空业务增速稳定增长: 白云机场 2010 年日均起降架次超过 900 架次, 其中二日均起降架次达 989.6 架次。我们认为白云机场跑道资源瓶颈将日渐显现, 预计一两年内或将开始建设第三条跑道。同时今年深圳机场二跑道将投入使用, 公司航空业务增速或受影响。
- 投资策略: 不考虑出售所持光大银行股权, 预计 2011-2012 年 EPS0.60、0.69 元。目前股价对应 2011 年市盈率为 15 倍, 给予“推荐”评级。
- 风险提示: 航业业务增速低于预期。

6-12 个月目标价: 10.00 元

当前股价: 8.99 元

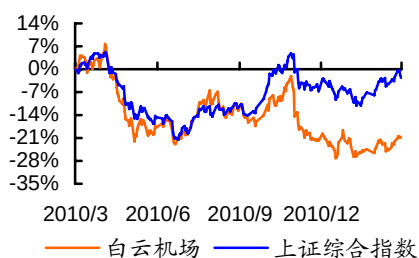
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2933.80
总股本(百万)	1150
流通股本(百万)	1150
流通市值(亿)	103
EPS (TTM)	0.54
每股净资产 (元)	5.88
资产负债率	40.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
白云机场	3.81	0.33	-9.47
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

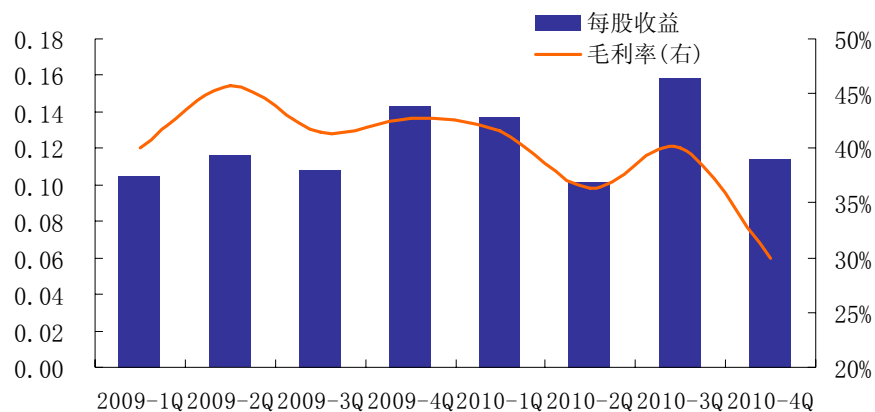
主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3865	4290	4653	5070
同比(%)	17%	11%	8%	9%
归属母公司净利润(百万元)	588	695	788	893
同比(%)	8%	18%	13%	13%
毛利率(%)	36.6%	37.0%	37.5%	38.2%
ROE(%)	9.0%	9.6%	9.8%	10.0%
每股收益(元)	0.51	0.60	0.69	0.78
P/E	17.59	14.88	13.12	11.58
P/B	1.58	1.43	1.29	1.16
EV/EBITDA	7	7	6	6

资料来源: 中投证券研究所

一、业绩稳定增长，毛利率下降

图 1: 白云机场季度 EPS 和毛利率



资料来源：公司数据、中投证券研究所

表 1: 公司营业收入分类及变动情况(千元)

项 目	2010	2009	同比增长
(一) 航空服务收入	207,790	191,199	9%
航班起降服务收入	42,733	38,209	12%
旅客综合服务收入	73,581	66,614	10%
安全检查服务收入	14,815	14,289	4%
航空地面服务收入	25,861	26,344	-2%
机场建设费返还收入	50,799	45,744	11%
(二) 航空性延伸服务收入	178,758	139,410	28%
租赁业务	38,875	30,273	28%
地面运输业务收入	32,703	28,903	13%
代理业务收入	42,183	31,920	32%
航空配餐服务收入	9,461	9,772	-3%
住宿餐饮服务收入	5,394	4,366	24%
广告业务收入	26,371	15,729	68%
商品销售业务收入	8,010	6,449	24%
加工修配业务收入	3,329	2,701	23%
停车场收入	6,158	5,420	14%
行李寄存打包服务收入	1,999	1,866	7%
特许经营权收入	1,133	-	-
其他延伸服务收入	3,141	2,011	56%
合 计	386,548	330,609	17%

资料来源：公司数据、中投证券研究所

二、航空业务量受武广高铁和亚运会影响

图 2：旅客吞吐量（年度）

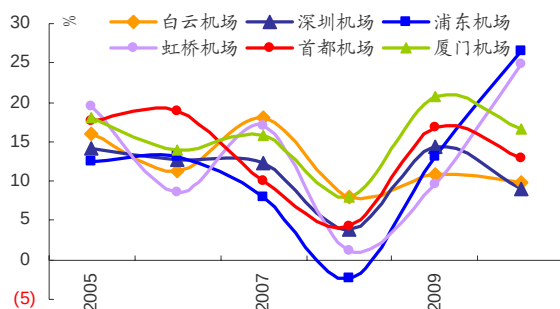
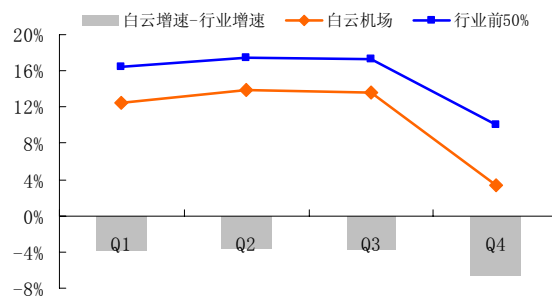


图 3：2010 年季度旅客吞吐量增速（低于行业）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 4：白云机场旅客吞吐量

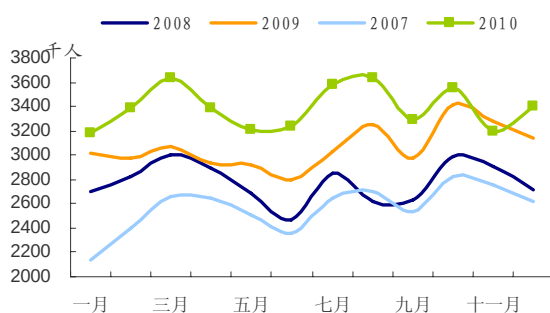
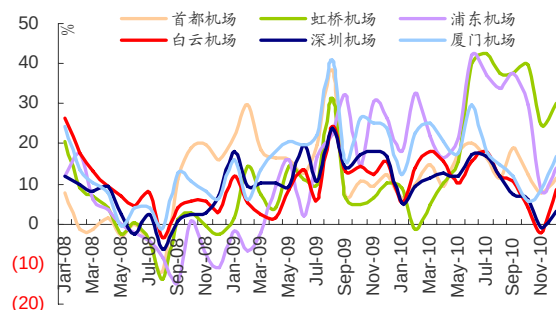


图 5：旅客吞吐量增速



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 6：白云机场起降架次

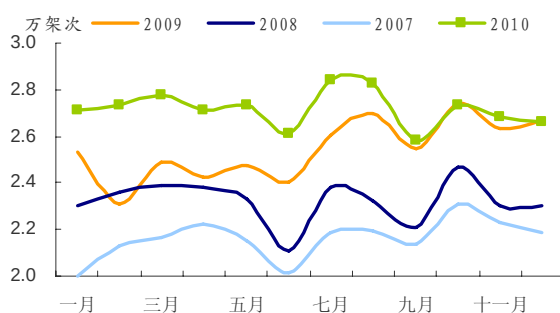
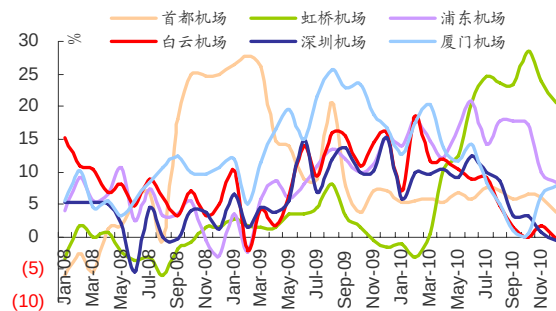


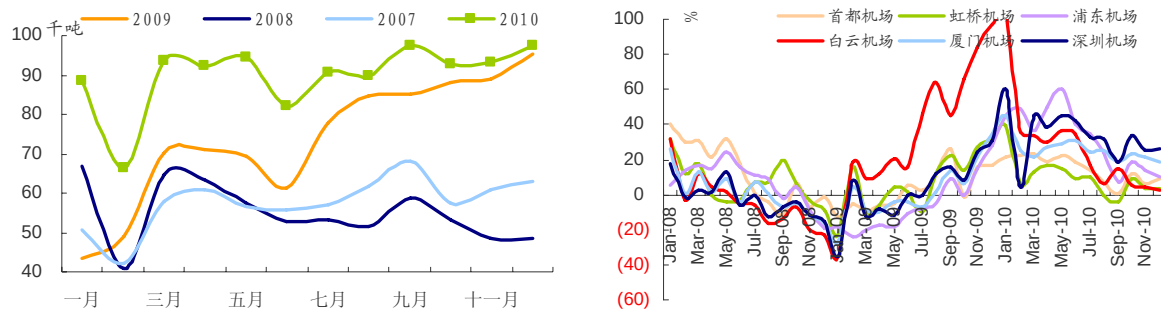
图 7：起降架次增速



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 8：白云机场货邮吞吐量

图 9：货邮吞吐量增速



资料来源: CEIC、中投证券研究所

三、预计白云机场航空业务量稳定增长

图 10: 白云机场 2010 年日均起降架次 902 架次

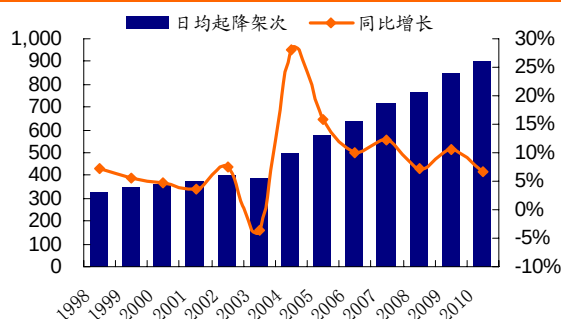
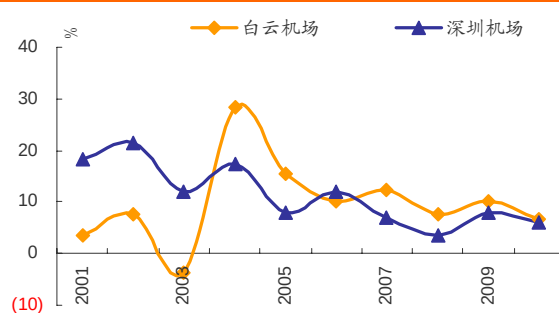


图 11: 白云机场与深圳机场起降次同比增速对比



资料来源: CEIC、中投证券研究所

四、估值水平

图 12: 白云机场动态 PE



资料来源: WIND, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1992	2957	4480	5139	营业收入	3865	4290	4653	5070
现金	942	1684	3145	3658	营业成本	2453	2701	2907	3135
应收账款	805	1050	1083	1200	营业税金及附加	153	168	182	198
其它应收款	195	160	183	205	营业费用	67	75	81	88
预付账款	18	19	21	22	管理费用	312	346	375	409
存货	32	36	38	41	财务费用	50	25	-1	-17
其他	0	8	10	12	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	9299	8672	8005	7349	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	8288	7656	7023	营业利润	833	976	1109	1256
无形资产	25	21	16	12	营业外收入	11	6	6	6
其他	709	292	261	242	营业外支出	9	6	7	7
资产总计	11291	11628	12485	12487	利润总额	835	976	1108	1255
流动负债	4169	3963	3962	2986	所得税	212	244	277	314
短期借款	600	400	400	400	净利润	623	732	831	941
应付账款	74	78	85	92	少数股东损益	35	37	43	48
其他	3495	3485	3476	2494	归属母公司净利润	588	695	788	893
非流动负债	360	172	199	236	EBITDA	1504	1635	1757	1889
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	0.51	0.60	0.69	0.78
其他	270	82	109	146					
负债合计	4529	4135	4161	3222	主要财务比率				
少数股东权益	208	245	288	336	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1150	1150	1150	1150	成长能力				
资本公积	3258	3258	3258	3258	营业收入	16.9%	11.0%	8.5%	9.0%
留存收益	2145	2840	3628	4520	营业利润	10.2%	17.1%	13.6%	13.2%
归属母公司股东权益	6553	7248	8036	8929	归属于母公司净利润	8.1%	18.2%	13.4%	13.3%
负债和股东权益	11291	11628	12485	12487	获利能力				
					毛利率	36.6%	37.0%	37.5%	38.2%
					净利率	15.2%	16.2%	16.9%	17.6%
					ROE	9.0%	9.6%	9.8%	10.0%
					ROIC	8.8%	10.6%	12.8%	15.7%
					偿债能力				
					资产负债率	40.1%	35.6%	33.3%	25.8%
					净负债比率	17.00	13.78%	13.70	17.69%
					流动比率	0.48	0.75	1.13	1.72
					速动比率	0.47	0.74	1.12	1.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.37	0.39	0.41
					应收账款周转率	4	5	4	4
					应付账款周转率	37.92	35.55	35.55	35.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.60	0.69	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	0.85	1.28	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	5.70	6.30	6.99	7.76
					估值比率				
					P/E	17.59	14.88	13.12	11.58
					P/B	1.58	1.43	1.29	1.16
					EV/EBITDA	7	7	6	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434