

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 沈晓峰 (8621)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

毛利率已触底，产能仍有空间

事件描述

白云机场公布 2010 年年报：

（1）公司 2010 年实现营业收入 38.65 亿元，同比上升 16.92%，归属于母公司股东的净利润 5.88 亿，同比上升 8.07%，实现 EPS 为 0.51 元。2010 年，白云机场飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别比去年同期增长 6.60%、10.60% 和 19.80%

（2）产能接近瓶颈和亚运安保，生产量增幅低于行业，非航收入增长强劲，业绩略低预期。

（3）四季度毛利率下降明显，拉低全年毛利至 36.55%，同比下降 6 个百分点。

（4）腹地辐射能力增强，设施升级、效率提升，为增量提供保障。

（5）中短期无资本开支，毛利率将反弹。

（6）我们对公司 2011-2013 年的业绩预测分别为 0.62 元、0.70 元和 0.75 元，对应 PE 为 14.39 倍、12.77 倍和 12.05 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，产量接近瓶颈和亚运安保，增幅低于行业；非航收入增长强劲，业绩略低预期。

公司 2010 年飞机起降架次、旅客吞吐量和货邮吞吐量分别比去年同期增长 6.60%、10.60% 和 19.80%，但旅客和货邮吞吐量分别低于全国平均水平 5.37 和 5.78 个百分点，起降架次低于同区域的深圳机场 0.56 个百分点。

我们认为客货增幅低于全国主要在于：1）枢纽型机场体量大，理论上，增幅会低于中小型机场，也会低于全国水平；2）公司双跑道日均 900 个起降架次已居于高位，产能接近瓶颈带来航班量增长缓慢，日均起降架次自 2010 年 3 月开始基本维持在 900 个起降，几乎没有增长；3）亚运安保。但起降架次同比增幅小于同样位于珠三角、产能饱和的次枢纽机场深圳，我们认为海航深圳分公司设立、国深整合、全货机快速增长等导致公司起降架次略低于深圳机场。受益机型变大，公司的旅客吞吐量增幅高于深圳，而货邮吞吐量增幅低于深圳。

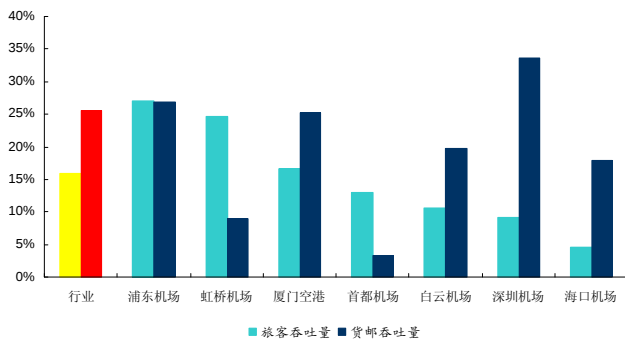
公司 2010 年实现营业收入 38.65 亿元，同比上升 16.92%，其中非航业务增长迅速，同比提升 28.2%，主要是占非航收入 20% 以上的租赁业务和代理业务同比增速约 30%，占比 15% 的广告业务同比增加 67.7%。

归属于母公司股东的净利润 5.88 亿，同比上升 8.07%，实现 EPS 为 0.51 元，高于我们的预测 0.50 元，但低于市场预测中值 0.53 元。

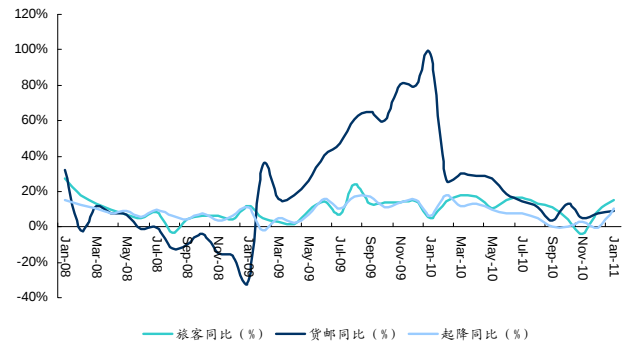
表 1: 白云机场运营数据汇总

	旅客吞吐量 (万人)	货邮吞吐量 (万吨)	起降架次 (万架次)
2009	3,705.10	95.53	30.88
2010	4,097.84	114.45	32.92
同比	10.60%	19.80%	6.60%

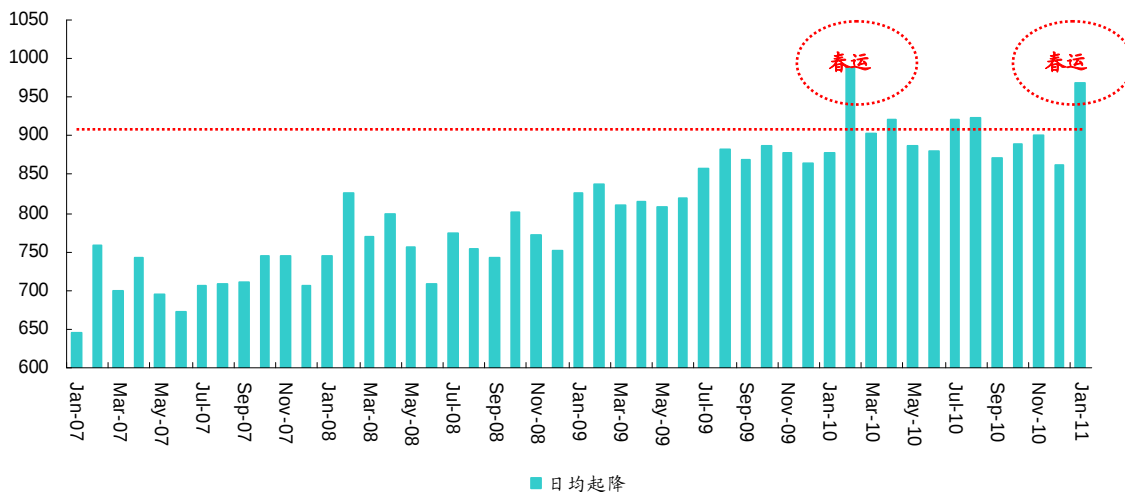
资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

图 1: 国内主要机场运营数据同比增速


资料来源: 公司财报, 长江证券研究部

图 2: 公司生产指标历史变化


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 白云机场日均起降架次


资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 2: 白云机场收入细分

	2010	2009	增幅
(一) 航空服务收入	207,790.15	191,199.01	8.7%
航班起降服务收入	42,733.18	38,208.57	11.8%
旅客综合服务收入	73,581.31	66,613.52	10.5%
安全检查服务收入	14,815.34	14,288.72	3.7%
航空地面服务收入	25,860.88	26,344.45	-1.8%
机场建设费返还收入	50,799.44	45,743.75	11.1%
(二) 航空性延伸服务收入	178,757.80	139,409.94	28.2%
租赁业务	38,875.31	30,272.69	28.4%
地面运输业务收入	32,702.81	28,902.92	13.1%
代理业务收入	42,183.18	31,919.99	32.2%
航空配餐服务收入	9,460.73	9,772.16	-3.2%
住宿餐饮服务收入	5,393.84	4,366.16	23.5%
广告业务收入	26,371.42	15,729.15	67.7%
商品销售业务收入	8,010.24	6,448.76	24.2%
加工修配业务收入	3,329.00	2,700.66	23.3%
停车场收入	6,158.26	5,420.16	13.6%
行李寄存打包服务收入	1,999.05	1,866.21	7.1%
特许经营收入	1,133.33	-	
其他延伸服务收入	3,140.63	2,011.08	56.2%
合计	386,547.95	330,608.95	16.9%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 四季度毛利率下降明显, 拉低全年毛利至 36.55%, 同比下降 6 个百分点。

从单季度来看, 四季度毛利率下降至 30%, 我们认为: 1) 亚运安保影响客流, 进而影响收入增幅; 2) 22.5 亿的东三、西三指廊 2 月转固, 3.11 亿的亚运村资产 4 季度转固, 增加折旧成本; 3) 保障亚运增加其他成本开支。

表 3: 白云机场单季度经营业绩比较

	2010Q4	2010Q3	2010Q2	2010Q1	2010	2009	同比
营业收入 (万元)	112,990	96,272	90,612	86,673	386,548	330,609	16.92%
营业成本 (万元)	79,161	57,738	57,735	50,619	245,253	189,942	29.12%
毛利率 (%)	29.94%	40.03%	36.28%	41.60%	36.55%	42.55%	-5.99PPT
营业税金及附加 (万元)	4,580	3,768	3,507	3,403	15,258	12,740	19.77%
销售费用 (万元)	2,397	1,378	1,686	1,281	6,743	6,577	2.52%
管理费用 (万元)	11,364	7,149	6,335	6,337	31,186	31,147	0.12%
财务费用 (万元)	-1,779	1,126	3,630	2,047	5,023	6,989	-28.13%
营业利润 (万元)	18,175	25,806	16,901	22,440	83,322	75,634	10.17%
营业外净收入 (万元)	-378	-11	475	49	134	92	45.49%
利润总额 (万元)	17,797	25,795	17,376	22,489	83,456	75,726	10.21%
所得税 (万元)	4,035	6,550	4,817	5,794	21,197	19,084	11.07%
净利润 (万元)	13,761	19,245	12,558	16,695	62,260	56,641	9.92%
归属于母公司净利润 (万元)	13,163	18,214	11,646	15,756	58,778	54,389	8.07%
EPS (元)	0.11	0.16	0.10	0.14	0.51	0.47	8.51%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三，腹地辐射能力增强，设施升级、效率提升，为增量提供保障。

截止 2010 年底，公司已经在中山、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，增加了 4 个长途线路配客点，开通了 6 条市区客运专线和 15 条长途客运专线，极大地增强了对珠三角及周边城市的辐射能力。

东三西三指廊投产，安检通道、国际区域、行李系统、交通流程、标识系统等设备设施升级改造和完善；同时公司租赁集团下兄弟公司位于机场北区的仓库等设施（其中室内仓库 9812 平方米，室外库、卡布隆、职工食堂及宿舍总面积 3384.6 平方米，室外场地 30825.4 平方米），为公司保障新增产能提供支撑。

第四，中短期无资本开支，毛利率将反弹，维持“推荐”。

虽然公司目前仅有两条跑道，跑道容量接近瓶颈，但东三西三指廊投产、运营效率提升，若参考深圳机场日均 600 架次的起降，公司仍有 20%-30% 的产能提升空间。即使投建三跑道，据了解，也将由集团建设，预计投产后将先收入分成再注入。因此，毛利率逐渐反弹是大概率事件。

此外，公司享有亚运政府补助资金 2.5 亿，2010 年增加营业外收入 900 万，预计未来每年都将额外增加营业外收入 2000 万左右，增厚 EPS 为 0.017 元。

近 4 年公司利润不断走高，分红稳定。

我们对公司 2011-2013 年的业绩预测分别为 0.62 元、0.70 元和 0.75 元，对应 PE 为 14.39 倍、12.77 倍和 12.05 倍，维持“推荐”评级。

表 4：2007-2010 年白云机场分红明细

分红年度	现金分红的数额(含税)	分红年度合并报表中归属于上市公司股东的净利润	占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率(%)
2007	207,000,000	360,862,632	57.36
2008	195,500,000	485,774,463	40.25
2009	299,000,000	543,894,657	54.97
2010	345,000,000	587,778,571	58.70

资料来源：公司财报，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3865	4310	4646	4960	货币资金	942	1293	1760	3033
营业成本	2453	2679	2899	3131	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1413	1631	1747	1829	应收账款	1000	1115	1202	1283
% 营业收入	36.6%	37.8%	37.6%	36.9%	存货	32	35	38	41
营业税金及附加	153	170	183	196	预付账款	18	19	21	22
% 营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	67	75	81	87	流动资产合计	1992	2462	3020	4379
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	可供出售金融资产	174	183	192	202
管理费用	312	348	375	400	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	长期股权投资	71	71	71	71
财务费用	50	53	16	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.2%	0.3%	-0.1%	固定资产合计	11052	10510	9959	9405
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	25	22	19	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	13	34	44	递延所得税资产	113	0	0	0
营业利润	833	997	1125	1194	其他非流动资产	-2137	-2137	-2137	-2137
% 营业收入	21.6%	23.1%	24.2%	24.1%	资产总计	11291	11112	11124	11937
营业外收支	1	18	18	18	短期贷款	680	269	0	0
利润总额	835	1015	1143	1211	应付款项	96	105	113	122
% 营业收入	21.6%	23.5%	24.6%	24.4%	预收账款	72	81	87	93
所得税费用	212	254	286	303	应付职工薪酬	260	284	307	332
净利润	623	761	857	908	应交税费	243	283	313	333
归属于母公司所有者的净利润	587.8	718.6	809.4	858.0	其他流动负债	2818	3083	3335	3599
少数股东损益	35	42	48	51	流动负债合计	4169	4104	4155	4479
EPS (元/股)	0.51	0.62	0.70	0.75	长期借款	90	90	90	90
现金流量表 (百万元)					应付债券	1000	500	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	24	0	0	0
经营活动现金流净额	1646	1736	1700	1735	其他非流动负债	-754	-754	-754	-754
取得投资收益	2	13	34	44	负债合计	4529	3940	3491	3815
收回现金					归属于母公司	6553	6921	7335	7774
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	-1	-1	-1	少数股东权益	208	250	298	348
固定资产投资	-1605	-73	-76	-80	股东权益	6761	7171	7633	8122
其他	102	0	0	0	负债及股东权益	11291	11112	11124	11937
投资活动现金流净额	-1503	-62	-44	-37	基本指标				
债券融资	1000	-500	-500	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.511	0.625	0.704	0.746
银行贷款增加 (减少)	520	-411	-269	0	BVPS	5.70	6.02	6.38	6.76
筹资成本	375	-412	-421	-425	PE	17.59	14.39	12.77	12.05
其他	-2276	0	0	0	PEG	1.31	1.07	0.95	0.90
筹资活动现金流净额	-381	-1324	-1189	-425	PB	1.58	1.49	1.41	1.33
现金净流量	-238	351	467	1273	EV/EBITDA	7.49	5.93	4.89	4.05
					ROE	9.0%	10.4%	11.0%	11.0%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，资深分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。