

白云机场 (600004.sh)

非航业务将保持较快增长

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

执业编号: S0260511010014

广告有望量价齐升, 上调明年广告收入

公司现有广告业务由子公司白云国际特许经营, 对公司收入和净利润贡献分别为 6%、15%。明年公司将大幅增加位置优越、商业价值高的广告投放, 减少位置差、商业价值低的广告面积, 面积增幅可达 30%-40%。

商业调整显效, 重招标带来提价预期

机场商业盈利模式采取“保底+收入提成”。自上一轮招标调整业态, 引进大宗消费品牌, 实行同城同价, 公司非航收入比重提升较快。今年中期公司租赁收入同比增长 37%, 主要受益于东三西三指廊投入新增商业面积以及机场消费的内生性增长。明年主航站楼部分零售商业重新招标, 带来提价效应, 租赁收入有望持续快速增长。

机型大型化和航空公司国际化推动航空收入较快增长

公司日均起降 960 架次, 空域紧张将制约航班起降较快增长, 但客座率提升将持续推动旅客吞吐量较快于航班量增长, 机型大型化以及航空公司国际化将持续推动航空性收入较快于业务量增长。

成本费用相对稳定

公司未来3年无大型资本开支。经过亚运, 公司现有人员保障基本到位, 上半年员工成本增长居行业最低。

投资建议

我们上调公司12-13年业绩预测, 预计2011-13年EPS分别为0.64、0.80、0.94元。公司在机场板块中分红比率最高, 股息率达4-5%, 目前估值仅为PE11倍, 维持“买入”, 尤其对于稳健型的投资者不失为良好的配置标的。

风险提示

员工成本超预期大幅增长。大规模扩建提前。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3306.09	3865.48	4429.60	5039.32	5688.75
增长率(%)	8.41%	16.92%	14.59%	13.76%	12.89%
EBITDA(百万元)	1397.08	1501.76	1768.19	2000.79	2226.97
净利润(百万元)	543.89	587.78	736.48	914.40	1078.00
增长率(%)	11.96%	8.07%	25.30%	24.16%	17.89%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.64	0.80	0.94
市盈率	21.46	17.26	13.41	10.80	9.16
市净率	1.88	1.55	1.36	1.20	1.06
EV/EBITDA	7.71	6.64	5.01	3.51	2.26

数据来源: 广州白云国际机场股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	7.06 元
合理价值	10.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-8.67	-10.86	-28.40
沪深 300	-5.16	-5.14	-4.02

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1150/1150

主要股东:

广东省机场管理集团公司

主要股东持股比例 61.96%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE	8.97%
ROA	5.22%
资产负债率	40.12%

2010 年报数据

公司最新变化与亮点所在

明年广告量价齐升，上调明年广告收入。白云机场明年将调整广告结构：大幅增加位置优越、商业价值高的广告投放，减少位置差、商业价值低的广告面积，预计广告面积增幅达30%-40%。

商业调整显效，明年部分重招标具有提价预期。机场商业盈利模式采取“保底+收入提成”。公司过去的非航收入贡献较低，主要在于商业经营模式不利，高价抑制消费。自上一轮招标调整业态，引进大宗消费品牌，实行同城同价，公司非航收入比重提升较快。今年中期公司租赁收入同比增长37%，主要受益于东三西三指廊投入新增商业面积以及机场消费的内生性增长。明年主航站楼部分零售商业重新招标，带来提价效应，租赁收入有望持续快速增长。

投资建议：虽然空域紧张制约航班快速增长，但客座率提升将持续推动旅客吞吐量较快于航班量增长、机型大型化以及航空公司国际化将持续推动航空性收入较快于业务量增长。非航业务将驱动整体收入较快增长。公司未来2-3年无大额资本开支，成本费用相对稳定。我们上调公司12-13年业绩预测，预计2011-13年EPS分别为0.64、0.80、0.94元。公司在机场板块中每年分红比率最高，股息率达4-5%，目前估值仅为PE11倍，维持“买入”，尤其对于稳健型的投资者不失为良好的配置标的。

非航业务具较大增长潜力

广告业务量价齐升

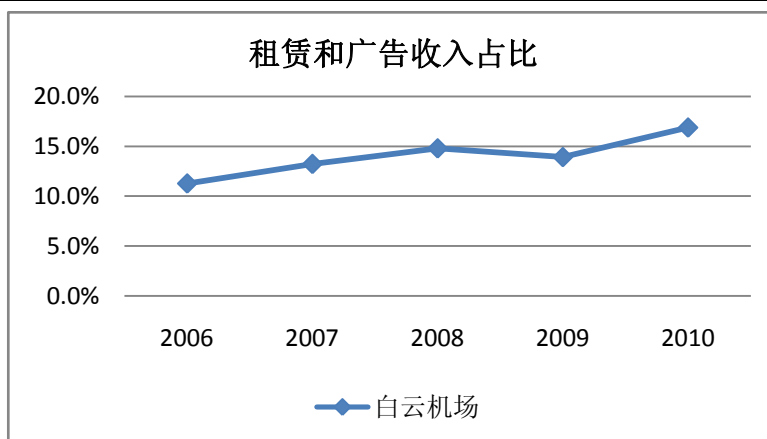
公司现有广告业务由子公司白云国际特许经营，对公司收入和净利润贡献分别为6%、15%。明年公司将大幅增加位置优越、商业价值高的广告投放，减少位置差、商业价值低的广告面积，面积增幅可达30%-40%。

商业调整显效

机场商业盈利模式采取“保底+收入提成”。公司过去的非航收入贡献较低，主要在于商业经营模式不利，高价抑制消费。自上一轮招标调整业态，引进大宗消费品牌，实行同城同价，公司非航收入比重提升较快。

今年中期公司租赁收入同比增长37%，主要受益于东三西三指廊投入新增商业面积。明年主航站楼部分零售商业重新招标，带来提价效应，租赁收入有望持续快速增长。

图1：白云机场非航收入比重的变化趋势



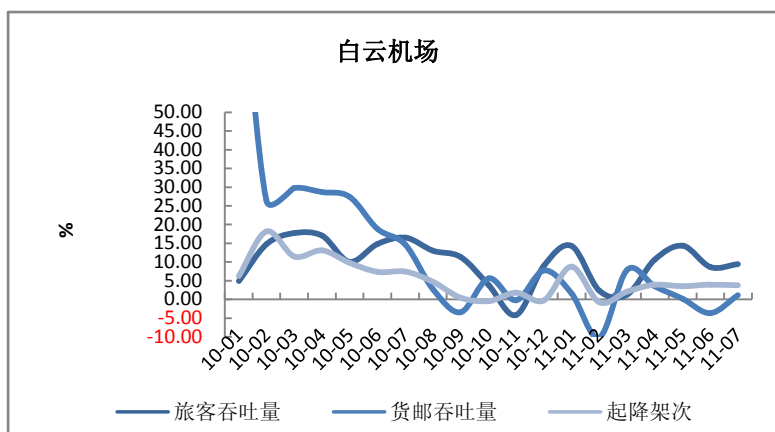
数据来源：公司年报、广发证券股份有限公司

机型大型化和航空公司国际化推动航空收入较快增长

公司现日均起降960架次左右。跑道利用率尚存10%-20%的空间，空域紧张将制约航班起降较快增长，但客座率提升将持续推动旅客吞吐量较快于航班量增长、机型大型化以及航空公司国际化将持续推动航空性收入较快于业务量增长。

从全国范围看，珠三角空域饱和度较高，虽然民航自身可以通过压缩飞行高度和间距挤出一些空域，但将对安全带来更大压力，而民航向军方申请空域的难度较大。通过与集团机场的内部协调，未来集团将疏导支线航班迁往周边汕头、梅县、湛江机场，白云机场将主要立足干线网络。

图2：白云机场旅客吞吐量、起降、货邮吞吐量的增长变化



数据来源：公司公告、广发证券股份有限公司

成本费用相对稳定

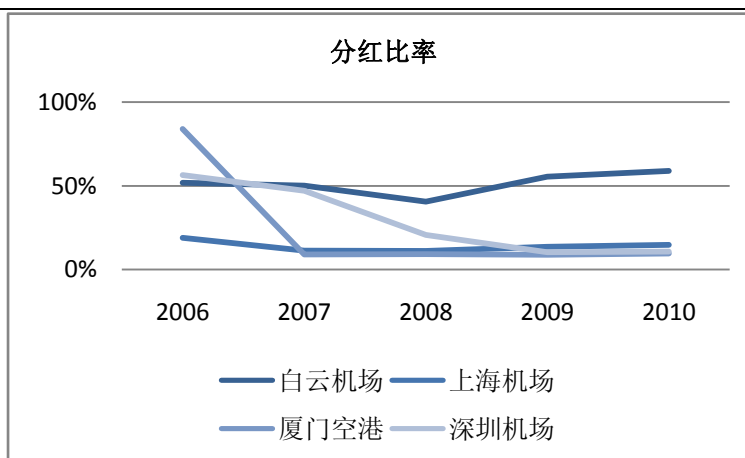
公司未来3年无大型资本开支。东三西三指廊和亚运改造工程已于去年投产，投资3.5亿的中性货站将于年底投产，届时货邮处理能力大幅提升。第三跑道和T2航站楼的投资建设方案还未审批，将由集团承建。

由于无重大资本项目投产，经过亚运，公司现有人员保障基本到位，上半年员工成本增长居行业最低。

较高的分红比率

公司在机场行业中历年分红比率最高，股息率达4-5%。

图3：白云机场旅客吞吐量、起降、货邮吞吐量的增长变化



数据来源：公司公告、广发证券股份有限公司

盈利预测

表1：白云机场旅客吞吐量、起降、货邮吞吐量预计

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
旅客吞吐量（万人次）	3,344	3,705	4,098	4,476	4,794	5,111
航空起降（万架次）	28	31	33	35	37	38
货邮吞吐量（万吨）	69	96	114	118	136	156
YOY						
旅客吞吐量	8.00%	10.81%	10.60%	9.24%	7.10%	6.60%
航空起降	7.52%	10.13%	6.61%	6.00%	5.00%	4.00%
货邮吞吐量	-1.31%	39.28%	19.81%	3.00%	15.00%	15.00%

数据来源：广发证券股份有限公司

基于上调明年广告业务收入，我们上调公司12-13年业绩预测，预计2011-13年EPS分别为0.64、0.80、0.94元，目前估值仅为PE11倍，维持“买入”。

风险提示

员工成本超预期大幅增长。

大规模扩建提前。

资产负债表

单位：百万元

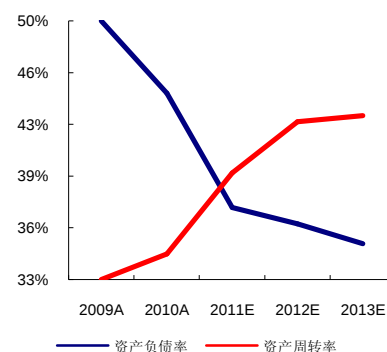
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,210	1,992	2,421	4,401	6,574
货币资金	1,157	942	1,168	3,007	4,984
应收及预付	1,027	1,018	1,218	1,356	1,547
存货	26	32	35	38	42
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	9,022	9,299	8,624	7,934	7,243
长期股权投资	149	71	71	71	71
固定资产	6,723	8,494	8,179	7,493	6,805
在建工程	2,012	411	61	62	63
无形资产	48	35	39	33	29
其他长期资产	89	287	274	274	274
资产总计	11,231	11,291	11,045	12,334	13,817
流动负债	6,176	5,169	4,292	4,624	4,969
短期借款	0	600	0	0	0
应付及预收	3,088	2,483	2,732	3,064	3,409
其他流动负债	3,088	2,086	1,560	1,560	1,560
非流动负债	170	360	215	210	210
长期借款	170	90	90	90	90
应付债券	0	0	5	0	0
其他非流动负债	0	270	120	120	120
负债合计	6,346	5,529	4,507	4,834	5,179
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
资本公积	3,186	3,258	3,258	3,258	3,258
留存收益	1,856	2,145	2,882	3,796	4,874
归属母公司股东权益	6,192	6,553	7,290	8,204	9,282
少数股东权益	193	208	248	296	355
负债和股东权益	12,731	12,291	12,045	13,334	14,817

利润表

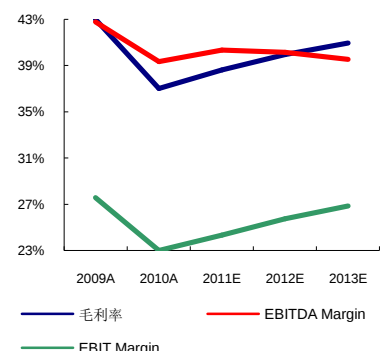
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3306	3865	4430	5039	5689
营业成本	1899	2453	2736	3047	3386
营业税金及附加	127	153	173	196	223
销售费用	66	67	75	86	97
管理费用	311	312	377	423	472
财务费用	70	50	37	8	-2
资产减值损失	79	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2	3
营业利润	756	833	1035	1281	1516
营业外收入	4	11	7	9	8
营业外支出	3	9	6	8	7
利润总额	757	835	1036	1282	1517
所得税	191	212	259	321	379
净利润	566	623	777	962	1138
少数股东损益	23	35	41	47	60
归属母公司净利润	544	588	736	914	1078
EBITDA	1397	1502	1768	2001	2227
EPS (元)	0.47	0.51	0.64	0.80	0.94

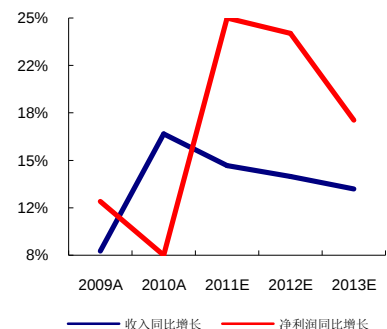
资产负债率趋势



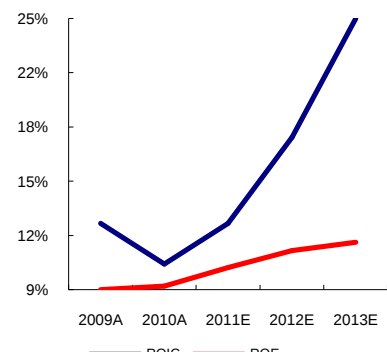
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

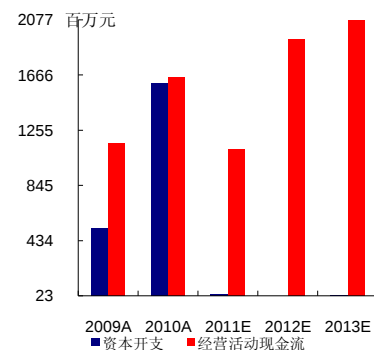
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,155	1,646	1,072	1,882	2,017
净利润	566	623	777	962	1,138
折旧摊销	495	621	698	714	716
营运资金变动	-33	370	-451	192	149
其它	127	33	48	15	14
投资活动现金流	-524	-1,503	-34	-20	-21
资本支出	-527	-1,605	-36	-23	-24
投资变动	3	2	2	2	3
其他	0	100	0	0	0
筹资活动现金流	-35	-382	-813	-23	-18
银行借款	2,000	1,000	-600	0	0
债券融资	-1,748	520	-161	-5	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-287	-1,902	-52	-18	-18
现金净增加额	596	-238	225	1,839	1,978
期初现金余额	561	1,157	942	1,168	3,007
期末现金余额	1,157	919	1,168	3,007	4,984

主要财务比率

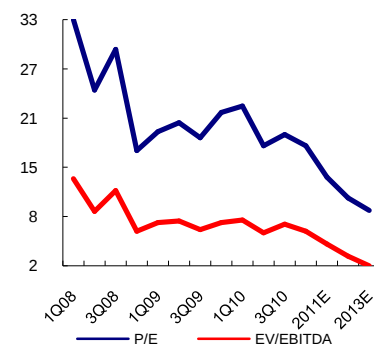
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.4%	16.9%	14.6%	13.8%	12.9%
营业利润	6.8%	10.2%	24.2%	23.8%	18.3%
归属于母公司净利润	12.0%	8.1%	25.3%	24.2%	17.9%
获利能力					
毛利率	42.5%	36.6%	38.2%	39.5%	40.5%
净利率	17.1%	16.1%	17.5%	19.1%	20.0%
ROE	8.8%	9.0%	10.1%	11.1%	11.6%
ROIC	12.7%	10.3%	12.7%	17.8%	24.8%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	45.0%	37.4%	36.3%	35.0%
净负债比率	-14.2%	-2.5%	-13.4%	-33.6%	-50.2%
流动比率	0.36	0.39	0.56	0.95	1.32
速动比率	0.35	0.38	0.55	0.94	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.34	0.40	0.43	0.44
应收账款周转率	3.46	4.41	4.04	4.16	4.12
存货周转率	68.76	84.86	78.72	80.66	80.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.51	0.64	0.80	0.94
每股经营现金流	1.00	1.43	0.93	1.64	1.75
每股净资产	5.38	5.70	6.34	7.13	8.07
估值比率					
P/E	21.5	17.3	13.4	10.8	9.2
P/B	1.9	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.7	6.6	5.0	3.5	2.3

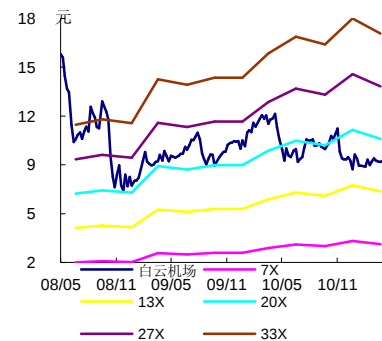
资本支出与经营活动现金流



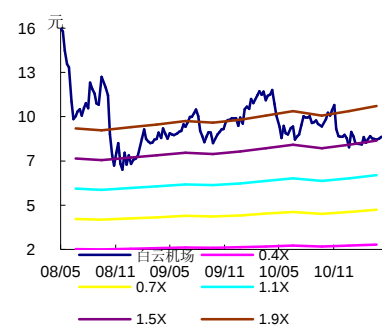
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

白云机场：受益基地公司的战略转型，航空性和非航业务并驾齐驱

董丁

2011-05-10

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。