

白云机场 (600004.sh)

高峰小时起降增加, 商业租赁持续较快增长

董丁 分析师

电话: 020-87555888-8403

eMail: dd2@gf.com.cn

执业编号: S0260511010014

冬春航季高峰小时时刻增加

白云机场 2011 年 12 月实现起降 3 万架次、旅客吞吐量 377 万人、货邮吞吐量 11 万吨, 分别同比增长 11.7%、10.3%、6.7%。11 月份以来, 公司起降和旅客量呈现双位数较快增长, 主要受益于 2011-12 年冬春航季时刻增长: 定期总航班量同比增长 10% 左右, 高峰小时数从 58 架次提高至 65 架次。在基地航空公司运力引进加速、以及大型化和国际化的趋势下, 公司航空性收入将较快于起降和旅客量增长。

东三西三指廊新增商业面积拉动非航收入较快增长

公司现有商业采取“保底+提成”的收入模式。东三西三指廊于 2011 年 5-8 月招标结束, 使公司商业面积由原来 1.8 万平米增至 2.6 万平米, 增幅达 44%。预计东三西三新增商业面积以及原有商业的重招标将拉动 2011-12 年商业租赁收入维持 30% 左右的较高增长。

员工成本持续存在上涨压力

公司雇用大量的劳务工。近三年广州市企业职工最低工资年均增长 15%, 使得公司员工成本增长较快于行业平均水平。公司在现有员工结构下, 员工成本具有持续上涨的压力。未来三年折旧趋于稳定, 员工成本在营业成本中的比重将不断提高。

投资建议

基于员工成本上涨较快, 我们调整公司 2011-13 年 EPS 为 0.58、0.69、0.80 元, 业绩年均复合增长 15% 左右, 最新股价对应 $10.9 \times 11PE$ 、 $9.1 \times 12PE$, 估值较低。公司分红比率较高, 税后股息率为 3.6%—4.4%, 维持“买入”。

风险提示

员工成本较快增长, 第二航站楼和第三跑道开工建设。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3306.09	3865.48	4408.42	4892.87	5400.87
增长率(%)	8.41%	16.92%	14.05%	10.99%	10.38%
EBITDA(百万元)	1397.08	1501.76	1726.60	1898.40	2044.76
净利润(百万元)	543.89	587.78	672.05	797.44	915.65
增长率(%)	11.96%	8.07%	14.34%	18.66%	14.82%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.58	0.69	0.80
市盈率	21.46	17.26	10.59	8.93	7.77
市净率	1.88	1.55	1.03	0.98	0.92
EV/EBITDA	7.71	6.64	3.37	2.16	1.46

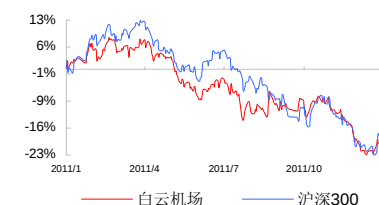
数据来源: 广州白云国际机场股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	6.31 元
合理价值	8.70 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	-2.62	-14.03	-27.39
沪深 300	-1.86	-11.61	-24.13

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

公司调研要点

白云机场公司2012年的航空性和非航业务兼具看点。

航空性业务方面，公司2011-12年冬春航季定期总航班量同比增长10%左右，高峰小时数从前期58架次提高至65架次。且受益基地航空公司运力引进加速、以及大型化和国际化的趋势，公司航空性收入将较快于旅客量增长。

非航方面，东三西三指廊于2011年5-8月招标结束，使公司商业面积由原来1.8万平米增至2.6万平米，增幅达44%。预计东三西三新增商业面积以及原有商业的重招标将拉动2011-12年商业租赁收入维持30%左右的较高增长。

成本方面，折旧趋于稳定，而员工成本存在持续上涨的压力。公司新增折旧主要来自投资约4亿的中性货站于今年年初投产，其将处理南航以外、含FEDEX普货的货邮量，该项目每年新增折旧折合EPS约0.01元。白云机场第三跑道和第二航站楼建设项目虽已于2008年便获得了国家发改委的批复立项，并写入全国和省市的“十二五”规划纲要，目前可行性方案尚未落实，预计建成投入使用时间将在2015年以后。公司雇用大量的劳务工。由于近几年广州最低职工工资标准持续不断上调，近三年年均增长15%，公司员工成本增长较快于行业平均水平。公司在现有员工结构下，员工成本具有持续上涨的压力，在营业成本中的比重将不断提高。

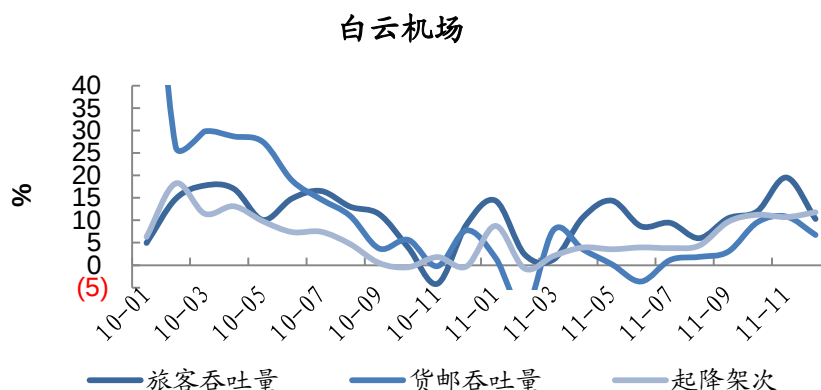
基于员工成本上涨较快，我们调整公司EPS为0.58、0.69、0.80元，业绩年均复合增长15%左右，最新股价对应 $10.9 \times 11PE$ 、 $9.1 \times 12PE$ ，估值较低。公司分红比率较高，税后股息率为3.6%—4.4%，维持“买入”评级。

冬春航季高峰小时时刻增加

白云机场2011年12月实现起降3万架次、旅客吞吐量377万人、货邮吞吐量11万吨，分别同比增长11.7%、10.3%、6.7%。11月份以来，公司起降和旅客量呈现双位数较快增长，主要受益于2011-12年冬春航季换季以来时刻增长。2011-12年冬春航季定期总航班量同比增长10%左右，高峰小时数从前期58架次提高至65架次。同时，去年11月的较高增长，也包含2010年广州亚运会的低基数影响。

2011年1-12月，公司累计实现起降35万架次、旅客吞吐量4497万人、货邮吞吐量117万吨，分别同比增长6%、10%、3%。虽然实际业务量已非常接近现有跑道和航站楼的设计吞吐能力，但从实际经验来看，地面起降和吞吐能力尚有一定的增长空间。受益基地航空公司南航运力引进加速、以及大型化和国际化的趋势，公司航空性收入将较快于起降和旅客量增长。

图1：白云机场起降、旅客吞吐量、货邮吞吐量的增长变化

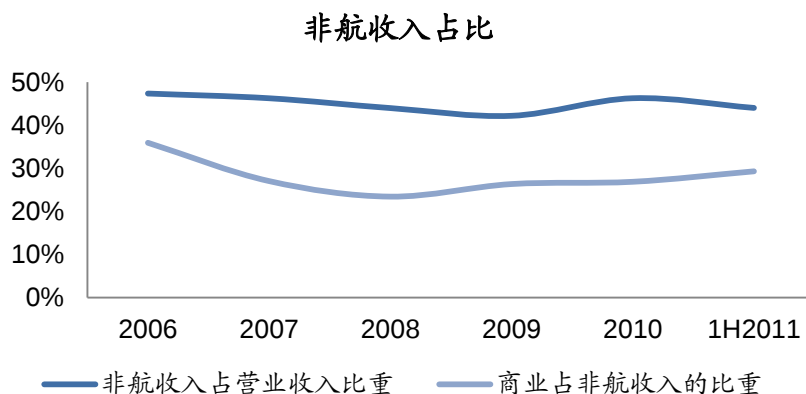


数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

东三西三指廊新增商业面积拉动非航收入较快增长

公司现有商业采取“保底+提成”的收入模式。东三西三指廊于2011年5-8月招标结束，使公司商业面积由原来1.8万平米增至2.6万平米，增幅达44%。东三西三新增商业面积以及原有商业的重招标对商业收入增长的拉动主要体现在2011年4季度和2012年，预计2011-2012商业收入将维持30%左右的较高增长。

图2：白云机场非航及商业收入占比的变化



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

折旧趋于稳定

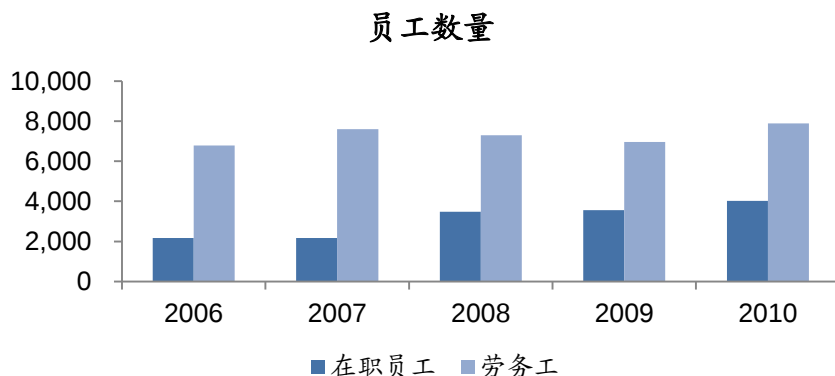
投资约4亿的中性货站于今年年初投产，其将处理南航以外、含FEDEX普货的货邮量，该项目每年新增折旧折合EPS约0.01元。

白云机场第三跑道和第二航站楼建设项目虽已于2008年便获得了国家发改委的批复立项，并写入全国和省市的“十二五”规划纲要，目前可行性方案尚未落实，预计投资规模较大，建成投入使用时间将在2015年以后。

员工成本存在持续上涨压力

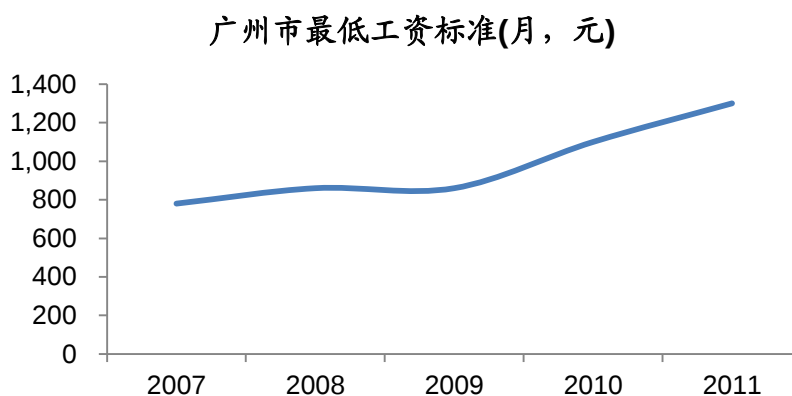
公司雇用大量的劳务工。由于近几年广州最低职工工资标准持续不断上调，近三年广州市企业职工最低工资年均增长15%，公司员工成本增长较快于行业平均水平。2011年广州市企业职工最低工资标准由1100元/月调整为1300元/月，2012年有望继续上调。公司在现有员工结构下，员工成本具有持续上涨的压力，在营业成本中的比重将不断提高。

图3：白云机场员工结构与数量



数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

图4：广州市企业职工最低工资标准的变化



数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议

基于员工成本上涨较快，我们调整公司的盈利预测水平，预计2011-13年公司EPS 0.58、0.69、0.80元，业绩年均复合增长15%左右，最新股价对应估值为 $10.9 \times 11PE$ 、 $9.1 \times 12PE$ ，估值较低。公司分红比率较高，税后股息率为3.6%—4.4%，维持“买入”评级。

风险提示

员工成本较快增长，第二航站楼和第三跑道开工建设。

资产负债表

单位：百万元

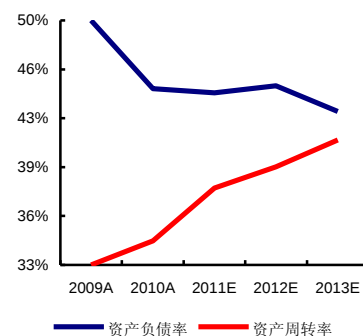
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,210	1,992	3,293	4,921	6,053
货币资金	1,157	942	2,000	3,500	4,500
应收及预付	1,027	1,018	1,255	1,381	1,510
存货	26	32	37	40	44
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	9,022	9,299	8,618	7,912	7,220
长期股权投资	149	71	71	71	71
固定资产	6,723	8,494	8,179	7,493	6,805
在建工程	2,012	411	54	40	40
无形资产	48	35	39	33	29
其他长期资产	89	287	274	274	274
资产总计	11,231	11,291	11,910	12,833	13,274
流动负债	6,176	5,169	5,551	6,048	5,981
短期借款	0	600	542	335	217
应付及预收	3,088	2,483	3,449	4,153	4,203
其他流动负债	3,088	2,086	1,560	1,560	1,560
非流动负债	170	360	225	210	210
长期借款	170	90	90	90	90
应付债券	0	0	15	0	0
其他非流动负债	0	270	120	120	120
负债合计	6,346	5,529	5,776	6,258	6,191
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	2,481	2,880	3,338
归属母公司股东权益	6,192	6,553	6,889	7,288	7,746
少数股东权益	193	208	245	286	337
负债和股东权益	12,731	12,291	12,910	13,833	14,274

利润表

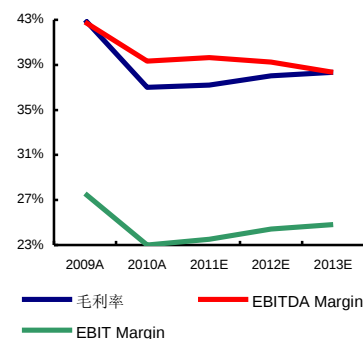
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3306	3865	4408	4893	5401
营业成本	1899	2453	2785	3053	3353
营业税金及附加	127	153	172	191	211
销售费用	66	67	75	83	92
管理费用	311	312	348	382	416
财务费用	70	50	82	64	39
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	948	1122	1293
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	949	1124	1294
所得税	191	212	240	285	328
净利润	566	623	709	839	966
少数股东损益	23	35	37	41	51
归属母公司净利润	544	588	672	797	916
EBITDA	1397	1502	1727	1898	2045
EPS (元)	0.47	0.51	0.58	0.69	0.80

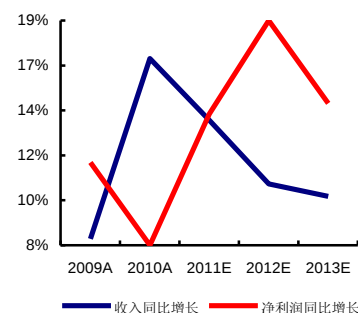
资产负债率趋势



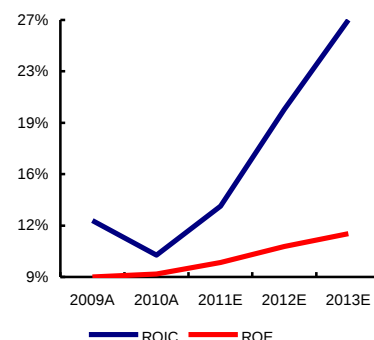
经营利润率趋势



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

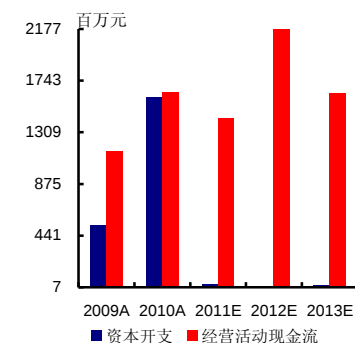
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,155	1,646	1,391	2,135	1,587
净利润	566	623	709	839	966
折旧摊销	495	621	698	714	716
营运资金变动	-33	370	-109	513	-142
其它	127	33	92	69	47
投资活动现金流	-524	-1,503	-27	-5	-20
资本支出	-527	-1,605	-30	-7	-23
投资变动	3	2	2	2	3
其他	0	100	0	0	0
筹资活动现金流	-35	-382	-305	-630	-567
银行借款	2,000	1,000	-58	-207	-118
债券融资	-1,748	520	-151	-15	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-287	-1,902	-96	-408	-449
现金净增加额	596	-238	1,058	1,500	1,000
期初现金余额	561	1,157	942	2,000	3,500
期末现金余额	1,157	919	2,000	3,500	4,500

主要财务比率

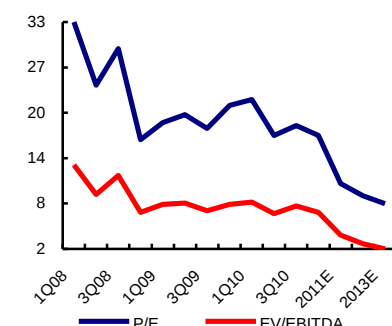
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.4%	16.9%	14.0%	11.0%	10.4%
营业利润	6.8%	10.2%	13.8%	18.4%	15.2%
归属于母公司净利润	12.0%	8.1%	14.3%	18.7%	14.8%
获利能力					
毛利率	42.5%	36.6%	36.8%	37.6%	37.9%
净利率	17.1%	16.1%	16.1%	17.1%	17.9%
ROE	8.8%	9.0%	9.8%	10.9%	11.8%
ROIC	12.7%	10.3%	13.7%	20.4%	26.6%
偿债能力					
资产负债率	49.8%	45.0%	44.7%	45.2%	43.4%
净负债比率	-14.2%	-2.5%	-18.1%	-39.8%	-51.1%
流动比率	0.36	0.39	0.59	0.81	1.01
速动比率	0.35	0.38	0.58	0.80	1.00
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.34	0.38	0.40	0.41
应收账款周转率	3.46	4.41	3.93	3.99	4.03
存货周转率	68.76	84.86	74.36	76.47	77.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.51	0.58	0.69	0.80
每股经营现金流	1.00	1.43	1.21	1.86	1.38
每股净资产	5.38	5.70	5.99	6.34	6.74
估值比率					
P/E	21.5	17.3	10.6	8.9	7.8
P/B	1.9	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.7	6.6	3.4	2.2	1.5

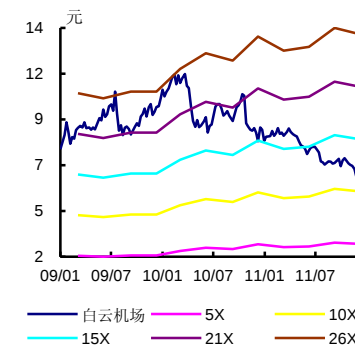
资本支出与经营活动现金流



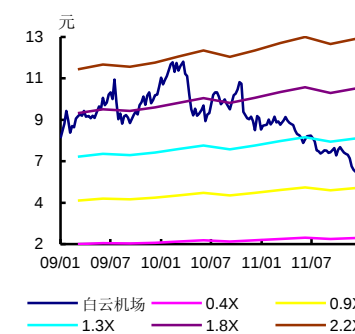
相对估值



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，2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围、天眼交通运输行业最佳分析师第一名；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、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，2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）、天眼交通运输行业最佳分析师第一名；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，2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）；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年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）。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（600004.sh）：非航业务将保持较快增长	董丁	2011-09-07
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
白云机场：航空业务与非航业务并驾齐驱：	董丁	2011-05-03

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。