


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2011-10-27

交通运输/机场


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 季报点评


华泰联合
白云机场 (600004)**增持/维持**

股价: RMB7.24

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

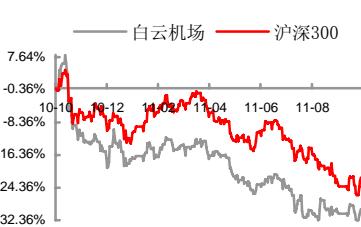
lijunyjs@mail.hthsc.com.cn

东西三投产导致净利润同比下降

- 净利润同比下降:** 2011 年 3 季度白云机场实现营业收入 10.77 亿元, 同比增长 11.84%, 营业成本 6.62 亿元, 同比增长 14.73%, 营业成本增速超过营业收入增速, 导致公司 2011 年 3 季度实现净利润 1.77 亿元, 折合每股收益 0.145 元/股, 同比下降约 8%。
- 净利润下降的主要原因为折旧成本的同比增加:** 2010 年 2 月及 2010 年 10 月, 白云机场东三、西三指廊和相关连接楼亚运改造工程分别投入使用, 由于相关工程项目决算尚未完成, 公司暂按广东省机场管理集团公司工程建设指挥部 (该工程建设项目受托代建方) 提供的预计结算金额 2,252,367,191.47 元估价入账, 并按公司会计政策计提了相关资产折旧, 由此产生的折旧增加超过 6000 万, 从而导致 2011 年 3 季度营业成本增速超过营业收入增速。
- 收入增速符合预期, 其中非航业务收入增速超过航空业务收入增速:** 2011 年 3 季度白云机场实现营业收入 10.77 亿元, 同比增长 11.84%, 收入增长符合预期, 2011 年 3 季度起降架次同比增长 6.34%, 旅客吞吐量同比增长 9.36%, 营业收入增速超过起降架次增速和旅客吞吐量增速, 因此我们认为 2011 年 3 季度非航业务收入增速超过 10% 以上, 超过了航空业务收入增速。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计白云机场 2011 年至 2013 年 EPS 为 0.58 元/股、0.65 元/股、0.78 元/股, 维持“增持”的投资评级。
- 风险因素:** 偶然因素带来的航空需求大幅下降。

相关研究**基础数据**

总股本 (百万股)	1,150
流通 A 股 (百万股)	1,150
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,326

最近 52 周股价走势图

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3865.5	4099.0	4499.0	4653.0
(+/-%)	16.9	6.0	9.8	3.4
归属母公司净利润(百万元)	587.8	668.0	751.0	899.0
(+/-%)	8.1	13.6	12.4	19.7
EPS(元)	0.51	0.58	0.65	0.78
P/E(倍)	14.2	12.2	10.8	9.1

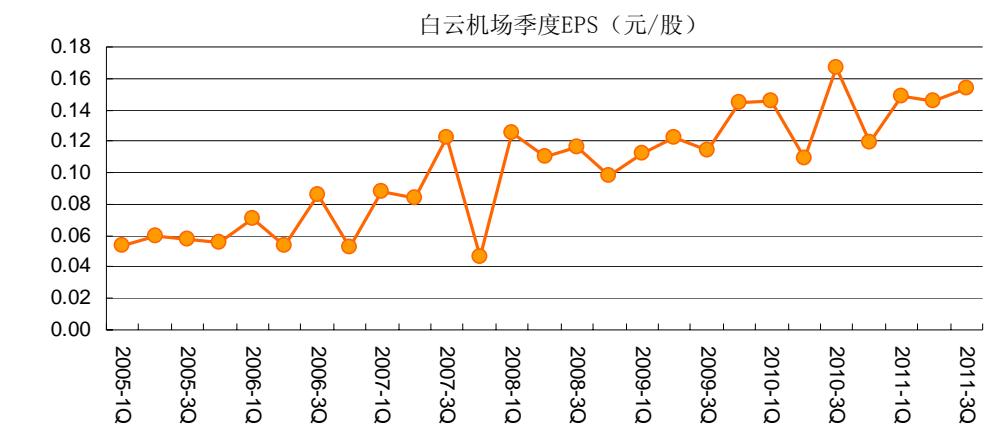
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

净利润同比下降

3Q2011 净利润同比下降 8%

2011 年 3 季度白云机场实现营业收入 10.77 亿元，同比增长 11.84%，营业成本 6.62 亿元，同比增长 14.73%，营业成本增速超过营业收入增速，导致公司 2011 年 3 季度实现净利润 1.77 亿元，折合每股收益 0.145 元/股，同比下降约 8%。

图 1： 白云机场单季度 EPS 发展趋势

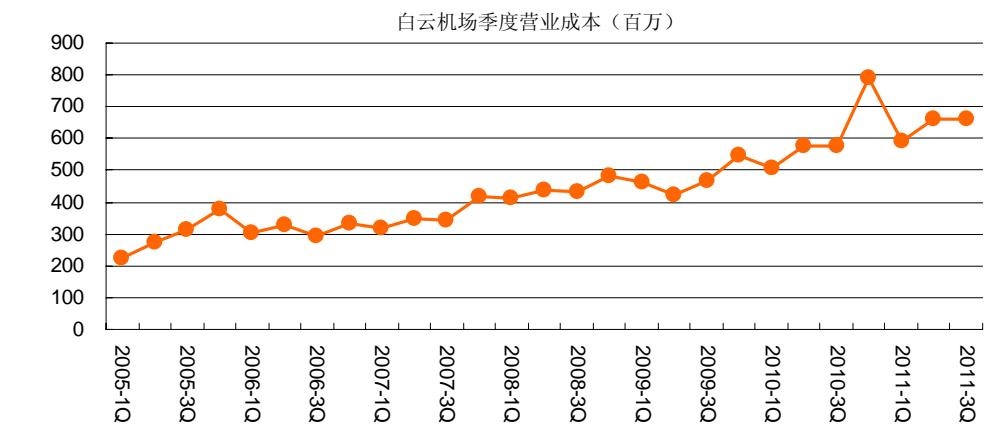


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

净利润下降的主要原因为折旧成本的同比增加

2010 年 2 月及 2010 年 10 月，白云机场东三、西三指廊和相关连接楼亚运改造工程分别投入使用，由于相关工程项目决算尚未完成，公司暂按广东省机场管理集团公司工程建设指挥部（该工程建设项目受托代建方）提供的预计结算金额 2,252,367,191.47 元估价入账，并按公司会计政策计提了相关资产折旧，由此产生的折旧增加超过 6000 万，从而导致 2011 年 3 季度营业成本增速超过营业收入增速。

图 2： 白云机场季度营业成本发展趋势



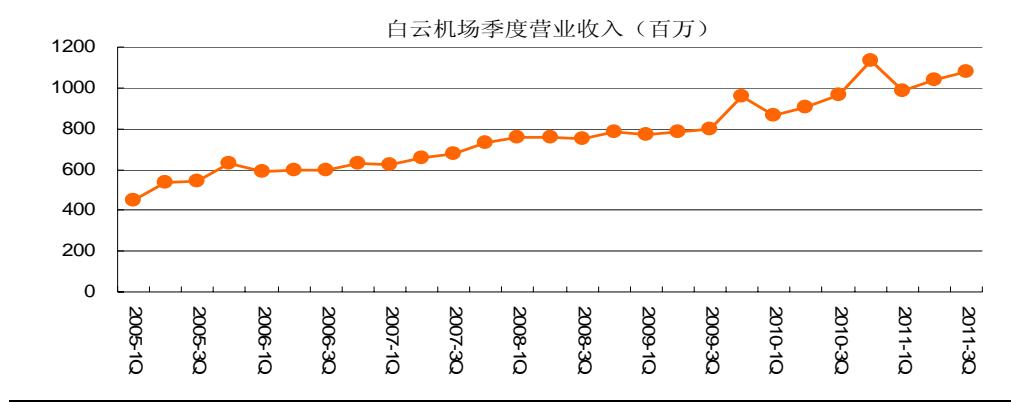
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期公告

收入增速符合预期

3Q2011 营业收入同比增长 11.84%

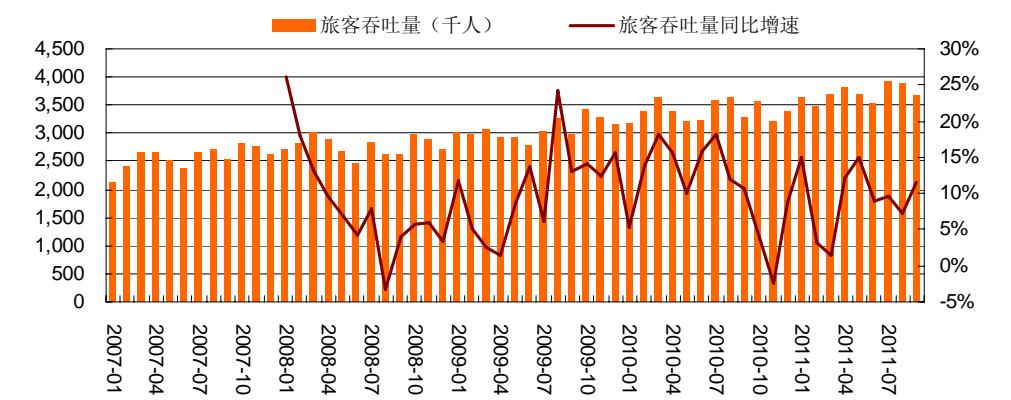
2011 年 3 季度白云机场实现营业收入 10.77 亿元，同比增长 11.84%，收入增长符合预期，2011 年 3 季度起降架次同比增长 6.34%，旅客吞吐量同比增长 9.36%，营业收入增速超过起降架次增速和旅客吞吐量增速，因此我们认为 2011 年 3 季度非航业务收入增速超过 10%以上，超过了航空业务收入增速。

图 3：白云机场单季度营业收入发展趋势



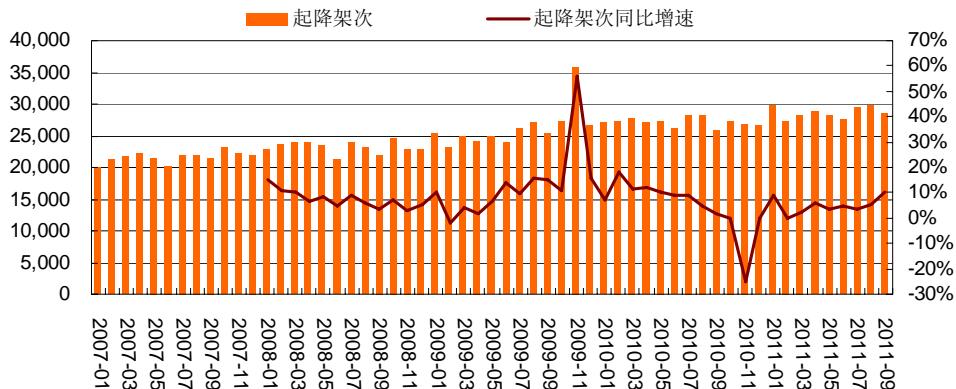
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 4：白云机场月度旅客吞吐量发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 5： 白云机场月度飞机起降架次发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

盈利预测与投资评级

我们预计白云机场 2011 年至 2013 年 EPS 为 0.58 元/股、0.65 元/股、0.78 元/股，维持“增持”的投资评级。

风险因素

偶然因素带来的航空需求大幅下降。

盈利预测

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	2053	2269	3330	营业收入	3865	4099	4499	4653
现金	942	820	900	1913	营业成本	2453	2321	2553	2540
应收账款	805	812	891	921	营业税金及附加	153	160	176	182
其他应收款	195	127	156	164	营业费用	67	82	90	93
预付账款	18	17	18	18	管理费用	312	410	450	437
存货	32	32	34	34	财务费用	50	133	158	116
其他流动资产	0	246	270	279	资产减值损失	-1	39	0	0
非流动资产	9299	9793	9289	8779	公允价值变动收	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	9342	9001	8578	营业利润	833	955	1072	1284
无形资产	25	15	5	-5	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资	709	365	212	135	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	11291	11846	11558	12109	利润总额	835	955	1072	1284
流动负债	4169	4542	3423	2994	所得税	212	239	268	321
短期借款	600	2763	1483	1000	净利润	623	716	804	963
应付账款	74	67	75	75	少数股东损益	35	48	54	64
其他流动负债	3495	1712	1865	1920	归属母公司净利	588	668	751	899
非流动负债	360	172	199	216	EBITDA	1504	1556	1736	1911
长期借款	90	90	90	70	EPS (元)	0.51	0.58	0.65	0.78
其他非流动负	270	82	109	146					
负债合计	4529	4714	3622	3210					
少数股东权益	208	255	309	373					
股本	1150	1150	1150	1150					
资本公积	3258	3258	3258	3258					
留存收益	2145	2468	3219	4118					
归属母公司股	6553	6877	7627	8526					
负债和股东权	11291	11846	11558	12109					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	1646	359	1520	1634	成长能力				
净利润	623	716	804	963	营业收入	16.9%	6.1%	9.8%	3.4%
折旧摊销	621	469	505	511	营业利润	10.2%	14.6%	12.3%	19.7%
财务费用	50	133	158	116	归属母公司净利	8.1%	13.7%	12.3%	19.7%
投资损失	-2	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	370	-837	23	1	毛利率(%)	36.6%	43.4%	43.3%	45.4%
其他经营现金	-15	-122	29	43	净利率(%)	15.2%	16.3%	16.7%	19.3%
投资活动现金	-1503	-1077	-2	-2	ROE(%)	9.0%	9.7%	9.8%	10.5%
资本支出	1605	1250	0	0	ROIC(%)	8.8%	8.9%	10.7%	12.9%
长期投资	0	-174	0	0	偿债能力				
其他投资现金	102	-2	-2	-2	资产负债率(%)	40.1%	39.8%	31.3%	26.5%
筹资活动现金	-381	596	-1439	-619	净负债比率(%)	17.00	60.52	43.42	33.33
短期借款	600	2163	-1280	-483	流动比率	0.48	0.45	0.66	1.11
长期借款	-80	0	0	-20	速动比率	0.47	0.44	0.65	1.10
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	72	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.35	0.38	0.39
其他筹资现金	-973	-1567	-158	-116	应收账款周转率	4	5	5	5
现金净增加额	-238	-122	80	1013	应付账款周转率	37.92	32.93	35.92	33.97

数据来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。