

2011年07月21

白冰洋

bingyang_bai@e-capital.com.cn

目标价(元)

10.00

公司基本资讯

产业别	机场服务		
A股价 (11/07/20)	8.02		
上证综合指数 (11/07/20)	2794.20		
股价 12 个月高/低	11.13/7.63		
总发行股数 (百万)	1150		
A股数 (百万)	1150		
A流通市值 (亿元)	92.23		
主要股东	广东省机场管理集团(61.96%)		
每股净值 (元)	5.84		
股价/帐面净值	1.37		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	5.11	-9.48	-14.13

近期评等

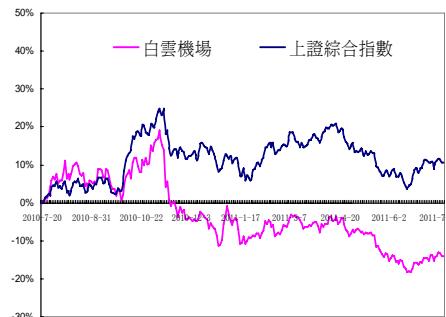
出刊日期	前日收盘	评等
2011.02.22	8.52	买入

产品组合

航空服务收入	53.76%
航空性延伸服务收入	46.24%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	62.98%
基金	0.39%
QFII	1.4%
保险公司	0.17%
券商	0.17%

股价相对大盘走势

白云机场 (600004. SH)
Buy 买入
航空业务稳健、非航业务潜力较大 发展确定性催化估值修复
结论与建议：

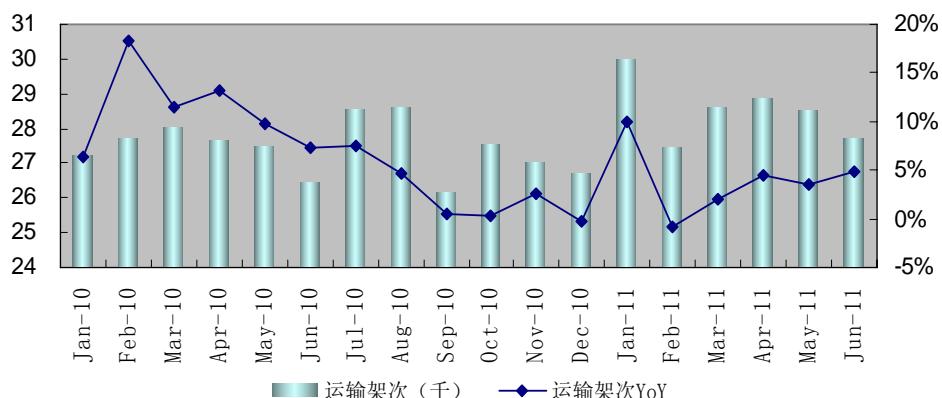
上半年公司营运数据显示出稳定增长的态势，旅客吞吐量YoY增长8.6%，为航空和非航收入盈利增长奠定良好基础。预计航空服务收入受益于区位优势和航线错位布局，未来收入增长在10%以上。租金、广告收入等带动非航收入增长20%左右。综合考虑公司未来几年无大修，毛利率将进入上升通道，预计2011、2012年净利润分别是6.8和8.1亿元,YoY增长15%和19%，EPS分别为0.59元和0.70元，动态PE为13.6倍和11.4倍。综合考虑航空运输旺季到来及公司增长的较高确定性，或催化公司估值修复行情，维持买入的投资建议。

- **上半年机场各项营运指标增长稳健**——1>6月份机场航空器起降2.77万架次，YoY增长4.8%，货邮吞吐量9.35万吨，YoY增长1.7%，旅客吞吐量325.04万人次，YoY增长9.0%，基本符合我们的预期。2>环比来看，各项运营指标环比略有下滑，主要是之前广交会带动商贸往来频繁，近期各项营运指标有所回落。3>上半年累计数据来看，航空器起降17.11万架次，YoY增长4.0%，货邮吞吐量56.29万吨，YoY增长2.8%，旅客吞吐量2192.57万人次，YoY增长8.6%，显示出稳定增长的态势，为航空和非航收入盈利的增长奠定良好基础。
- **区位优势+容量优势成就长期客货流稳健增长**——1>与邻近的深圳机场跑道资源饱和不同，白云机场跑道资源仍有20%左右的提升空间。2>随着公司对接周边更多的干支线机场，配合基地航空优化航线布局等举措，服务效率将大幅提高。综合考虑，未来营运指标年均增长约在10%。
- **错位布局航线网络+积极吸引航空货量、航空服务收入增长稳定**——1>白云机场国内航线多布局中部内陆省会及重点城市，并配合航空公司应对高铁冲击，布局国际航线特别是东南亚地区航线，更多分享中西部发展及中国与东南亚商贸旅游发展带来的航空需求增长。2>货运方面，引进了联邦快递转运中心、兴建远程货站和国际中性货站，使得货运量持续上升。随着2011年综合保税区的建设，将吸引更多货源支撑货邮业务发展。综合考虑，预计航空服务收入年均增长在10%-15%。
- **非航业务日趋成熟，是未来盈利增长亮色**——1>非航业务主要包括代理服务、租赁、地面运输和广告服务（见图4）。2>租赁和广告服务收入将是增长最快的。商业租赁面积在2010年扩建指廊后增长了44%，考虑到培育期和“保底+提成”的租金模式，未来年均收入增长在20%-30%。广告收入随面积扩大和经济增长将有不俗增长，预计增速在20%左右。3>其他代理、地面运输等业务将随机场客货流增长而稳定增长，随着国际航线增加，收入弹性有望加大。未来增速当保持在15%左右。
- **未来几年无重大工程，毛利率渐进上升通道**——预计2011、2012年净利润分别是6.8和8.1亿元,YoY增长15%和19%，EPS分别为0.59元和0.70元，动态PE为13.6倍和11.4倍。综合考虑航空运输旺季到来及公司增长的较高确定性，或催化公司估值修复行情，维持买入的投资建议。

..... 接续下页

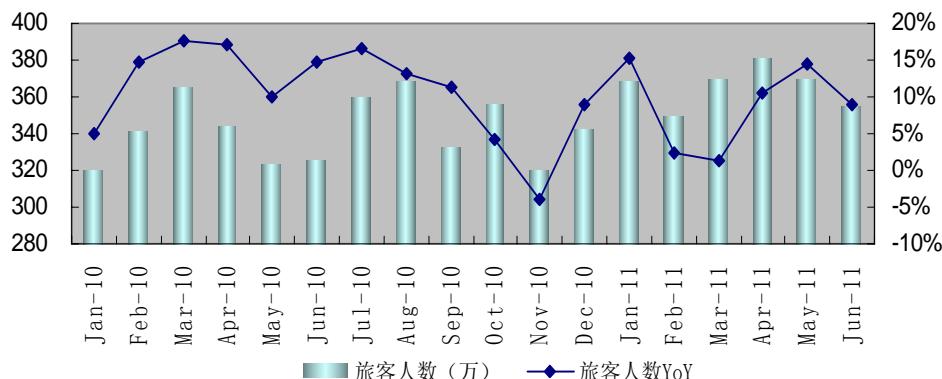
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	486	544	588	678	809
同比增减	%	34.62%	11.96%	8.07%	15.39%	19.25%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.422	0.473	0.511	0.590	0.703
同比增减	%	34.62%	11.96%	8.07%	15.39%	19.25%
A 股市盈率 (P/E)	X	18.99	16.96	15.69	13.60	11.40
股利 (DPS)	RMB 元	0.17	0.26	0.21	0.21	0.21
股息率 (Yield)	%	2.12%	3.24%	2.62%	2.62%	2.62%

图表一、2010年1月-2011年6月飞机起落架次变化图



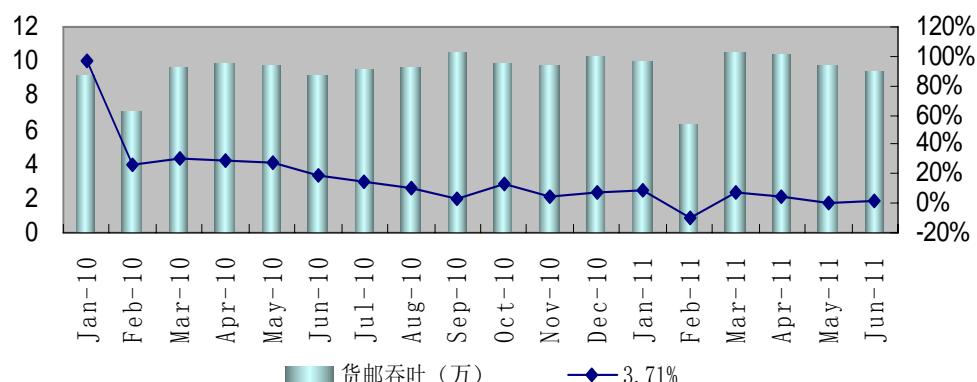
资料来源：公司资料、群益证券整理

图表二：2010年1月-2011年6月旅客吞吐量变化图



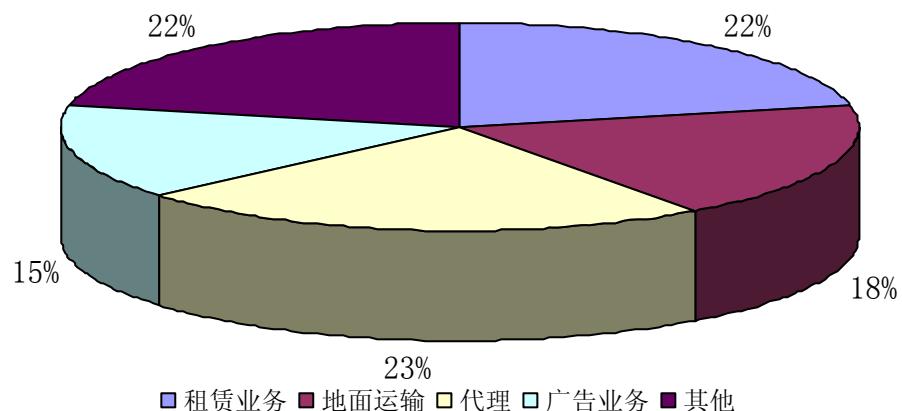
资料来源：公司资料、群益证券整理

图表三：2010年1月-2011年6月货邮吞吐量变化图



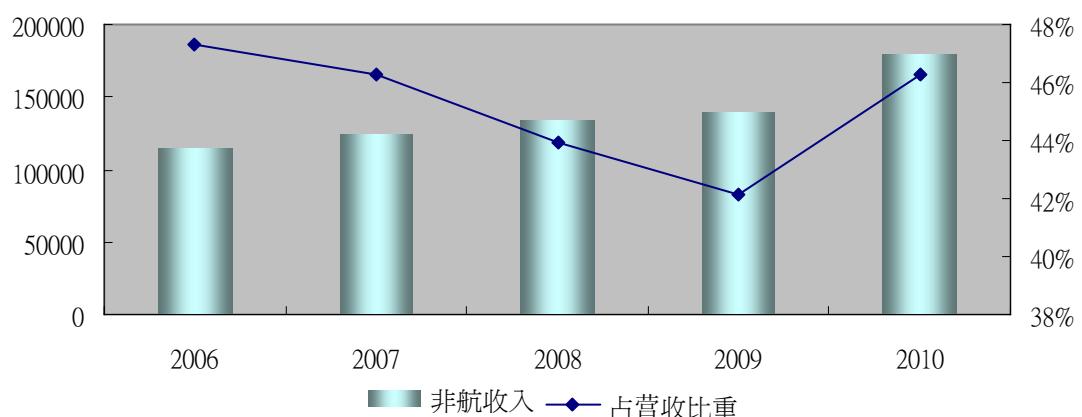
资料来源：公司资料、群益证券整理

图表四：非航收入构成 (2010年年报)



资料来源：公司资料、群益证券整理

图表五：非航收入历年变化图（单位：万元）



资料来源：公司资料、群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	3050	3306	3865	4309	4740
经营成本	1763	1899	2453	2628	2844
营业税金及附加	118	127	153	172	172
销售费用	76	66	67	86	86
管理费用	264	311	312	396	409
财务费用	97	70	50	73	78
资产减值损失	23	79	0	0	0
投资收益	0	3	2	0	0
营业利润	708	756	833	952	1150
营业外收入	1	4	11	0	0
营业外支出	4	3	9	0	0
利润总额	705	757	835	952	1150
所得税	187	191	212	252	311
少数股东损益	32	23	35	22	31
归属于母公司所有者的净利润	486	544	588	678	809

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	561	1157	763	949	1558
应收账款	962	947	1051	841	673
存货	29	26	27	28	28
流动资产合计	1624	2210	1918	1937	1956
长期股权投资	149	149	152	154	155
固定资产	7100	6723	8473	8558	8643
在建工程	28	2012	40	36	32
无形资产	30	29	26	26	27
资产总计	9021	11231	10898	11007	11117
流动负债合计	2717	4676	4219	4261	4304
非流动负债合计	270	170	173	175	177
负债合计	2987	4846	4393	4436	4481
少数股东权益	190	193	215	217	219
股东权益合计	6034	6385	6506	6571	6636
负债及股东权益合计	9021	11231	10898	11007	11117

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	996	1155	688	860	1032
投资活动产生的现金流量净额	-562	-524	-1032	-609	-359
筹资活动产生的现金流量净额	-428	-35	-51	-65	-64
现金及现金等价物净增加额	6	596	-395	186	609

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告，不是用作推销或促使客户交易此报告内所提及之证券。