

2011年8月25日

白云机场

上半年净利润同比增长 19.75%

买入

A

600004.SS - 人民币 7.07

标价格: 人民币 8.73 (↓ 10.11)

杜建平

(8610) 66229079

jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	(11)	(15)	(30)
相对新华富时A50 指数 (%)	(10)	(3)	(6)	(20)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,150
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8,131
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2011E)	3
主要股东(%)	
广东省机场管理集团公司	65

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

期内公司实现归属于母公司的净利润 3.28 亿人民币，同比增长 19.75%，实现每股收益 0.285 元人民币。公司营业收入同比增长了 14.4% 至 20.28 亿人民币，总营业成本同比增长 13.42%，其中管理费用同比增幅达到 25%，得益于销售费用增速较低，以及财务费用大幅减少，公司营业利润同比增长了 17.86%。公司业绩基本符合我们的预期。我们小幅上调了对公司 2011-12 年的每股盈利预测至 0.582 和 0.683 元人民币，基于 15 倍 2011 年市盈率，我们将目标价下调至 8.73 元人民币。维持对公司买入的评级。

中报要点

- 期内公司各项航空业务量取得温和增长。公司完成飞机起降 17.11 万架次、旅客吞吐量 2,192.57 万人次和货邮吞吐量 56.29 万吨，同比分别增长了 4.0%、8.6% 和 2.8%。从月度趋势来看，公司旅客吞吐量增速自年初以来呈现逐渐抬升势头，我们认为公司年旅客吞吐量有望冲击 4,500 万人次大关。我们将三项指标 2011 年增速调整至 5%、10% 和 3%。
- 期内公司航空服务收入占比为 55.6%，比 2010 年增加了 1.8 个百分点，同比增长了 13.47% 至 11.28 亿，收入增速超过航空业务量增速。南方航空以白云机场作为主运营基地和国内中转澳新的国际枢纽，有利于公司国际业务的提升。
- 航空性延伸服务收入同比增长了 15.6% 至 9 亿人民币。

估值

- 基于 15 倍 2011 年市盈率，我们将目标价由 10.11 元下调至 8.73 元人民币。维持对公司买入的评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万) 3,30	6	3,865	4,29	14,72	7
变动(%)	8	17	11	10	10
净利润(港币 百万) 537		588	669	785	926
全面摊薄每股收益(人民币) 0.46	7	0.511	0.58	2.068	3
变动(%)	10.7	9.5	13.9	17.4	18.0
市场预期每股收益(人民币)		0.58	8.067	8	0.748
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-0.55	9.066	0	0.782
调整幅度(%)	-	-	4.0	3.4	3.1
核心每股收益(人民币)	0.467	0.511	0.58	2.068	3
变动(%)	11.0	9.5	13.8	17.4	18.0
全面摊薄市盈率(倍) 15.1		13.8	12.1	10.4	8.8
核心市盈率(倍) 15.1		13.8	12.1	10.4	8.8
每股现金流量(港币) 1.00		1.43	1.35	1.12	0.73
价格/每股现金流量(倍) 7.0		4.9	5.2	6.3	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍) 6	.3	6.1	5.0	4.3	3.9
每股股息(人民币) 0.26	0	0.300	0.29	1.034	1
股息率(%) 3	.7	4.2	4.1	4.8	5.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

业绩和估值

期内公司实现归属于母公司所有者的净利润 3.28 亿人民币，同比增长 19.75%，实现每股收益 0.285 元人民币。公司营业收入同比增长了 14.4% 至 20.28 亿人民币，其中航空服务收入同比增长了 13.47% 至 11.28 亿，占比为 55.6%，比 2010 年增加了 1.8 个百分点；航空性延伸服务收入同比增长了 15.6% 至 9 亿人民币。公司总营业成本同比增长 13.42%，其中管理费用同比增幅达到 25%，得益于销售费用增速较低以及财务费用大幅减少，公司营业利润同比增长了 17.86%。公司业绩基本符合我们的预期。我们小幅上调了对公司 2011-12 年的每股盈利预测至 0.582 和 0.683 元人民币，基于 15 倍 2011 年市盈率，我们将目标价下调至 8.73 元人民币。维持对公司买入的评级。

图表 2. 白云机场 2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比增长(%)
营业收入	1,772.86	2,028.31	14.41
总营业成本	(1,379.44)	(1,564.62)	13.42
减：营业成本	(1,083.54)	(1,256.17)	15.93
营业税金及附加	(69.10)	(80.55)	16.58
销售费用	(29.67)	(30.22)	1.83
管理费用	(126.73)	(158.37)	24.97
财务费用	(56.77)	(30.09)	(47.00)
资产减值损失	(13.63)	(9.21) (32.4	1)
投资收益			n.a.
营业利润	393.41	463.69	17.86
加：营业外收入	5.58	13.61	143.83
减：营业外支出	(0.35)	(1.01)	186.98
利润总额	398.65	476.30	19.48
减：所得税费用	(106.11)	(137.31)	29.40
净利润	292.54	338.99	15.88
归属于母公司所有者的净利润	274.01	328.13	19.75
少数股东损益	18.52	10.86	(41.36)
每股收益(元)	0.238	0.285	19.75
主要比率(%)			
毛利率	34.98	34.10	
营业利润率 22.1	9	22.86	
净利率	15.46	16.18	
净资产收益率 4.33		4.88	

资料来源：公司数据

图表 3. 白云机场 2011 年 2 季度业绩摘要

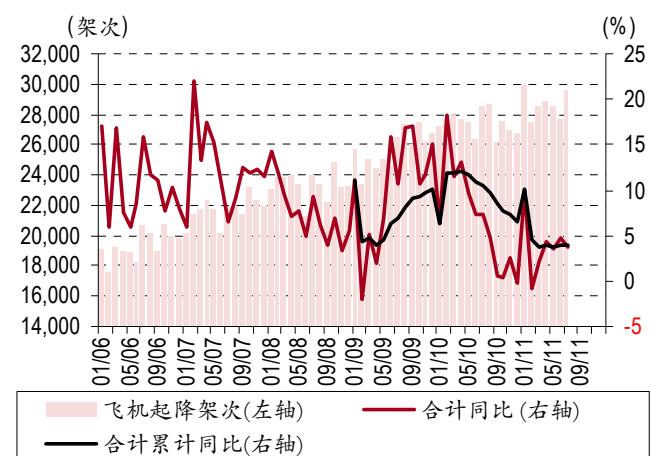
(人民币, 百万)	2010 年 2 季度	2011 年 2 季度	同比增长(%)
营业收入	906.12	1041.73	14.97
总营业成本	(737.11)	(803.84)	9.05
减: 营业成本	(577.35)	(662.28)	14.71
营业税金及附加	(35.07)	(41.34)	17.87
销售费用	(16.86)	(14.66)	(13.06)
管理费用	(63.35)	(69.08)	9.04
财务费用	(36.30)	(13.51)	(62.77)
资产减值损失	(8.18)	(2.96)	(63.79)
投资收益	0.00	0.00	n.a.
营业利润	169.01	237.90	40.76
加: 营业外收入	4.63	6.47	39.63
减: 营业外支出 0.11		(0.43)	(475.02)
利润总额	173.76	243.94	40.39
减: 所得税费用	(48.17)	(76.20)	58.18
净利润	125.58	167.74	33.57
归属于母公司所有者的净利润	116.46	161.53	38.70
少数股东损益	9.13	6.21	(31.93)
每股收益(元)	0.101	0.140	38.70
主要比率(%)			
毛利率	32.41	32.46	
营业利润率 18.6	5	22.84	
净利率	12.85	15.51	
净资产收益率 1.85		2.37	

资料来源: 公司数据

航空业务量温和增长, 业务收入增速快于航空业务量增速

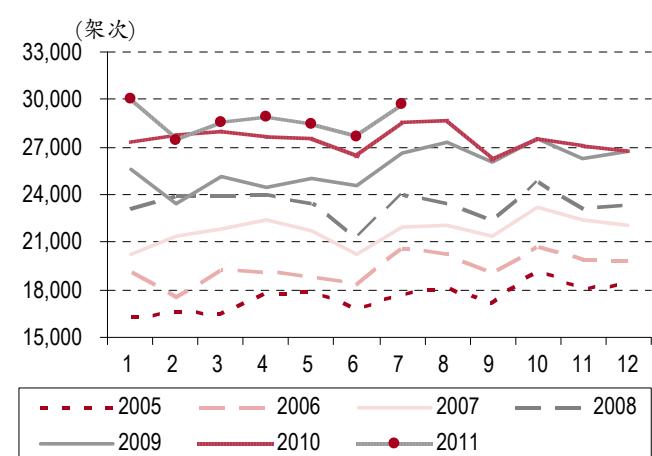
期内公司各项航空业务量取得温和增长。公司完成飞机起降 17.11 万架次、旅客吞吐量 2,192.57 万人次和货邮吞吐量 56.29 万吨, 同比分别增长了 4.0%、8.6% 和 2.8%。从月度趋势来看, 公司旅客吞吐量增速自年初以来呈现逐渐抬升势头, 我们认为公司年旅客吞吐量有望冲击 4,500 万人次大关。我们将三项指标 2011 年增速调整至 5%、10% 和 3%。

图表 4. 公司飞机起降架次月度变化



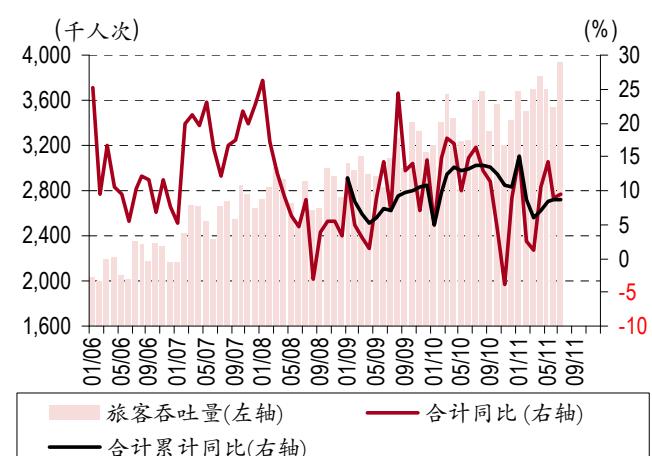
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 5. 公司飞机起降架次(梯度图)



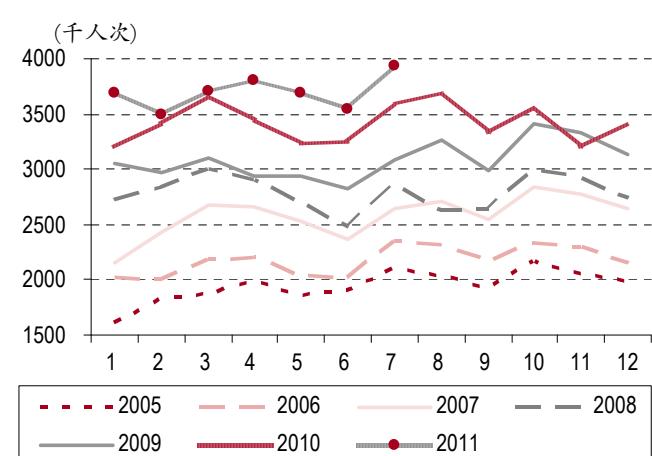
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 6. 公司旅客吞吐量月度变化



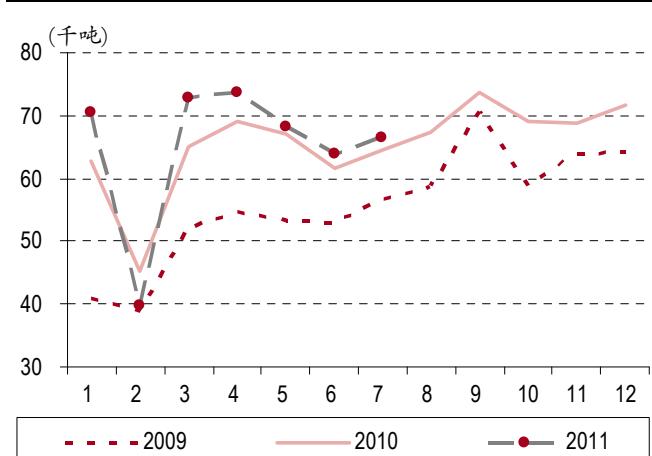
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 7. 公司旅客吞吐量月度变化(梯度图)



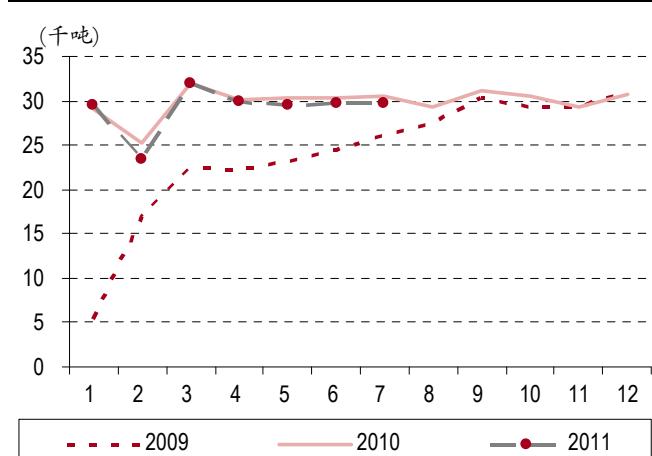
资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 8. 公司货物吞吐量月度变化



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

图表 9. 公司邮件吞吐量月度变化



资料来源：中国民用航空局，中银国际研究

公司主营业务收入同比增长了 14.4% 至 20.28 亿，其中航空服务收入同比增长了 13.47% 至 11.28 亿，占比为 55.6%，比 2010 年增加了 1.8 个百分点；航空性延伸服务收入同比增长了 15.6% 至 9 亿人民币。主营业务收入的增速快于航空业务量的增速，我们认为可能是国际客运需求增速较快的原因，期内公司新开通了 8 条国际航线，以广州为主要运营基地的南方航空在国际航线拓展上采取了积极措施，将广州机场作为国内中转澳新航线的枢纽。

图表 10. 公司主营业务收入细分

	金额(人民币, 百万)	同比增长(%)	占比(%)
(一) 航空服务收入	1128	13.47	55.60
航班起降服务收入 227		10.06	11.18
旅客综合服务收入	400	15.65	19.74
安全检查服务收入 83		14.02	4.07
航空地面服务收入	160	11.26	7.91
机场建设费返还收入 258		14.50	12.70
(二) 航空性延伸服务收入	901	15.60	44.40
租赁业务 214		36.58	10.56
地面运输业务收入	167	(1.63)	8.23
代理业务收入 198		22.35	9.74
航空配餐服务收入	55	26.74	2.71
住宿餐饮服务收入 26		(3.42)	1.27
广告业务收入	127	7.38	6.27
商品销售业务收入 50		18.04	2.44
加工修配业务收入	7	(27.08)	0.33
停车场收入 30		1.30	1.50
行李寄存打包服务收入	10	0.45	0.52
其他延伸服务收入 17		52.68	0.84
合计	2028	14.41	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
销售收入	3,306	3,865	4,291	4,727	5,213	
销售成本	(1,899)	(2,453)	(2,636)	(2,867)	(3,120)	
经营费用	(17)	89	51	20	(16)	
息税折旧前利润	1,390	1,502	1,706	1,880	2,076	
折旧及摊销	(495)	(621)	(647)	(677)	(708)	
经营利润(息税前利润)	895	881	1,058	1,202	1,368	
净利润收入/(费用)	(70)	(50)	(96)	(73)	(16)	
其他收益/(损失)	(75)	3	0	0	0	
税前利润	750	835	962	1,129	1,352	
所得税	(191)	(212)	(250)	(294)	(346)	
少数股东权益	(23)	(35)	(43)	(50)	(80)	
净利润	537	588	669	785	926	
核心净利润	537	588	669	785	926	
每股收益(人民币)0.46	7	0.511	0.582	0.68	3	0.806
核心每股收益(人民币)0.46	7	0.511	0.582	0.68	3	0.806
每股股息(人民币)0.26	0	0.300	0.291	0.34	1	0.394
收入增长(%)	8	17	11	10	10	
息税前利润增长(%)	8	(2)	20	14	14	
息税折旧前利润增长(%)	88		14	10	10	
每股收益增长(%)	11	10	14	17	18	
核心每股收益增长(%)	11	10	14	17	18	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 1,15	7	919	1,158	1,073	1,108
应收帐款 1,02	7	1,041	1,180	1,300	1,434
库存 26		32	43	47	52
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,210	1,992	2,381	2,420	2,593
固定资产 8,73	5	8,904	8,731	8,428	8,094
无形资产 29		25	21	17	12
其他长期资产 257		369	367	367	367
长期资产总计	9,022	9,299	9,119	8,812	8,474
总资产	11,231	11,291	11,500	11,232	11,067
应付帐款 2,67	1	1,970	1,931	1,654	782
短期债务 1,58	0	1,680	1,280	680	680
其他流动负债 425		519	819	927	1,042
流动负债总计	4,676	4,169	4,030	3,261	2,504
长期借款 170		90	90	90	90
其他长期负债	0	270	270	270	270
股本 1,15	0	1,150	1,150	1,150	1,150
储备 5,04	2	5,403	5,709	6,160	6,673
股东权益	6,192	6,553	6,859	7,310	7,823
少数股东权益 193		208	250	301	380
总负债及权益	11,231	11,291	11,500	11,232	11,067
每股帐面价值(人民币)5.38		5.70	5.96	6.36	6.80
每股有形资产(人民币)5.36		5.68	5.95	6.34	6.79
每股净负债/(现金)(人民币)	0.52	0.74	0.18	(0.26)	(0.29)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 750		835	962	1,129	1,352
折旧与摊销 495		621	647	677	708
净利润 70		50	96	73	16
运营资本变动	(33)	370	111	(293)	(896)
税金	(191)	(212)	(250)	(294)	(346)
其他经营现金流 64		(17)	(16)	0	0
经营活动产生的现金流	1,155	1,646	1,550	1,293	834
购买固定资产净值	(527)	(1,605)	(470)	(370)	(370)
投资减少/增加	4	102	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(524)	(1,503)	(470)	(370)	(370)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务 252		1,520	(400)	(600)	0
支付股息	(281)	(375)	(441)	(408)	(430)
其他融资现金流	(6)	(1,526)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(35)	(381)	(841)	(1,008)	(430)
现金变动 596		(238)	239	(85)	35
期初现金 561		1,157	919	1,158	1,073
公司自由现金流 632		143	1,080	923	464
权益自由现金流 884		1,663	680	323	464

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率 42.0	38.9	39.7	39.8	39.8	
息税前利润率 27.1	22.8	24.7	25.4	26.2	
税前利润率 22.7	21.6	22.4	23.9	25.9	
净利率 16.2	15.2	15.6	16.6	17.8	
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0
利息覆盖率 11.6	14.5	9.8	14.3	57.1	
净权益负债率(%) 9.3	12.6	3.0	净现金	净现金	
速动比率 0.5	0.5	0.6	0.7	1.0	
估值(倍)					
市盈率 15.1	13.8	12.1	10.4	8.8	
核心业务市盈率 15.1	13.8	12.1	10.4	8.8	
目标价对应核心业务市盈率	18.7	17.1	15.0	12.8	10.8
市净率 1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	
价格/现金流	7.0	4.9	5.2	6.3	9.7
企业价值/息税折旧前利润	6.3	6.1	5.0	4.3	3.9
周转率					
存货周转天数 5.3	4.3	5.2	5.7	5.8	
应收帐款周转天数 113.	8	97.6	94.5	95.7	95.7
应付帐款周转天数 207.	5	219.1	165.9	138.4	85.3
回报率 (%)					
股息支付率 55.7	58.7	50.0	50.0	48.9	
净资产收益率 8.9	9.2	10.0	11.1	12.2	
资产收益率 6.6	5.8	6.9	7.8	9.1	
已运用资本收益率 11.5	10.7	12.6	14.4	15.9	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371