

白云机场 (600004)

增持/维持评级

股价: RMB6.9

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.hthsc.com.cn

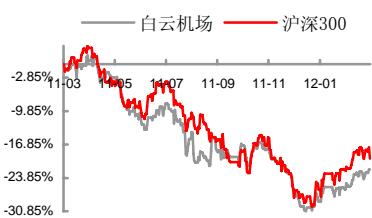
利润增长略超预期

- 净利润增长略超预期:** 2011 年白云机场实现营业收入 42.39 亿元, 同比增长 9.67%, 营业成本 26.54 亿元, 同比增长 8.23%, 营业成本增速低于营业收入增速, 导致公司 2011 年实现净利润 6.97 亿元, 折合每股收益 0.61 元/股, 同比增长约 19.61%, 净利润增长略超我们的预期。
- 航空业务收入增速超过航空延伸业务收入增速:** 2011 年公司实现航空服务收入 23.28 亿元, 同比增长 12.05%, 实现航空性延伸服务收入 19.11 亿元, 同比增长 6.90%, 航空服务收入增速显著超过航空性延伸服务收入增速, 并且航空服务收入增速超过起降架次与旅客吞吐量增速(2011 年白云机场起降架次同比增长 6.09%, 旅客吞吐量同比增长 9.92%), 反映出白云机场的非航业务拓展依然没有惊喜, 非航业务中租赁业务实现收入 4.46 亿, 同比增长 14.8%, 超过非航业务收入增速以及公司整体业务收入增速平均水平, 主要推动力在于 2010 年东三、西三指廊投产所带来的商业面积的增加, 除此之外, 广告业务实现收入 2.74 亿元, 只同比增长 4%, 在户外广告依然不能开展的情况下, 公司广告业务拓展依然比较缓慢。
- 毛利率小幅提升, 管理费用+营业费用同比基本持平:** 2011 年白云机场毛利率水平小幅提升至 37.39%, 同比 2010 年的 36.55% 小幅提升, 管理费用+营业费用占营业收入比重约为 9.87%, 同比 2010 年的 9.81% 基本持平。
- 未来两年产能瓶颈将逐步显现, 中长期面临大额资本开支压力:** 2011 年公司实现起降架次 34.9 万架次, 旅客吞吐量 4500 万人, 在目前 2 条跑道的情况下, 预计依然有一定提升空间, 但未来两年产能瓶颈将逐步显现, 十二五期间, 白云机场将进行二期扩建工程。二期扩建工程包括第三条跑道、国际航站区主楼以及东四、西四等候机指廊及相关配套。中长期将面临比较大的资本开支压力。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计白云机场 2012 年至 2013 年 EPS 为 0.70 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。

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)	7,935

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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4239	4645.0	5001.0	0.0
(+/-%)	9.7	9.6	7.7	0.0
归属母公司净利润(百万元)	700	800.0	897.0	0.0
(+/-%)	19.0	14.5	12.1	0.0
EPS(元)	0.61	0.70	0.78	0.00
P/E(倍)	11.3	9.7	8.6	0.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				利润表				单位: 百万元	
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014
流动资产	2128	2346	3557	0	营业收入	4239	4645	5001	0
现金	848	929	2030	0	营业成本	2654	2798	2954	0
应收账款	839	920	990	0	营业税金及附加	169	185	200	0
其他应收款	131	161	176	0	营业费用	80	87	100	0
预付账款	19	20	21	0	管理费用	339	372	400	0
存货	37	38	40	0	财务费用	69	60	65	0
其他流动资产	255	279	300	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	9795	9291	8781	0	公允价值变动收	22	0	0	0
长期投资	73	73	73	0	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	9342	9001	8578	0	营业利润	955	1143	1282	0
无形资产	15	5	-5	0	营业外收入	28	0	0	0
其他非流动资	365	212	135	0	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	11924	11637	12338	0	利润总额	977	1143	1282	0
流动负债	4581	3410	3133	0	所得税	244	286	320	0
短期借款	2741	1412	1000	0	净利润	733	857	961	0
应付账款	77	82	87	0	少数股东损益	33	57	64	0
其他流动负债	1763	1916	2047	0	归属母公司净利	700	800	897	0
非流动负债	172	199	216	0	EBITDA	1492	1708	1858	0
长期借款	90	90	70	0	EPS (元)	0.61	0.70	0.78	0.00
其他非流动负	82	109	146	0					
负债合计	4753	3609	3349	0					
少数股东权益	241	298	362	0					
股本	1150	1150	1150	0					
资本公积	3258	3258	3258	0					
留存收益	2500	3300	4197	0					
归属母公司股	6930	7730	8627	0					
负债和股东权	11924	11637	12338	0					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014
经营活动现金	342	1472	1599	0	成长能力				
净利润	733	857	961	0	营业收入	9.7%	9.6%	7.7%	0.0%
折旧摊销	469	505	511	0	营业利润	14.6%	19.7%	12.2%	0.0%
财务费用	69	60	65	0	归属母公司净利	19.0%	14.3%	12.2%	0.0%
投资损失	-4	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-825	20	16	0	毛利率(%)	37.4%	39.8%	40.9%	0.0%
其他经营现金	-99	29	45	0	净利率(%)	0.0%	17.2%	17.9%	16.5%
投资活动现金	-1075	-1	-2	0	ROE(%)	10.1%	10.3%	10.4%	0.0%
资本支出	1250	0	0	0	ROIC(%)	8.4%	10.4%	12.4%	0.0%
长期投资	-172	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	2	-1	-2	0	资产负债率(%)	39.9%	31.0%	27.1%	0.0%
筹资活动现金	638	-1390	-497	0	净负债比率(%)	59.56	41.61	31.95	0.00%
短期借款	2141	-1329	-412	0	流动比率	0.46	0.69	1.14	0.00
长期借款	0	0	-20	0	速动比率	0.46	0.68	1.12	0.00
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.39	0.42	0.00
其他筹资现金	-1503	-60	-65	0	应收账款周转率	5	5	5	0
现金净增加额	-95	81	1101	0	应付账款周转率	35.25	35.19	34.98	0.00

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。