

2010年8月27日

# 白云机场

## 2季度业绩低于预期

A

持有 (↓买入)

600004.SS - 人民币 9.82

目标价格: 人民币 10.07 (↓12.75)

公司2010年上半年归属于母公司所有者净利润同比增长7.9%至2.74亿人民币，营业收入同比增长14.4%至17.7亿人民币，但营业成本同比上升了22.5%。公司2季度业绩比1季度差，拖累了上半年的业绩表现，主要是期内新建的候机楼东三、西三指廊2季度投产，固定资产增加18.59亿，计提折旧比上年同期增加了约3,000万。公司业绩低于我们之前预期。我们将2010-12年每股收益预测分别下调5.2%、0.7%和24.7%至0.503元、0.601元和0.736元人民币。我们将目标价下调至10.07元，将评级下调为持有。

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(%)	(3)	1	3	7
相对新华富时A50指数 (%)	22	1	4	23

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 (%)	88
流通市值 (人民币 百万)	9,938
3个月日均交易额 (人民币 百万)	73
净负债比率 (%)	净现金
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

### 中报要点

- 期内公司完成飞机起降16.46万架次、旅客吞吐量2,108.99万人次、货邮吞吐量54.78万吨，分别同比增长10.9%、13.2%和34.32%。公司航空服务收入同比增长10.4%。
- 公司航空性延伸服务收入实现20%的同比增长，其中租赁业务收入同比增长30.9%，广告业务收入同比增长29.2%，停车场收入也同比增长18.3%，带动板块在主营收入中的占比从2009年的42.2%上升到2010年上半年的43.9%。由于公司候机楼设施得到扩建，我们预计公司租赁和广告业务都将保持30%以上的增速。
- 未来公司将直接受益于广州亚运会所带来的交通流量上升，但新投产的候机楼设施及亚运会改造工程将使公司面临一定成本上升压力，同时机场建设费返还政策也面临较大的不确定性。

### 估值

- 基于20倍2010年市盈率，我们将公司目标价由之前的12.75元下调至10.07元人民币，将公司评级由买入下调为持有。

### 图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	3,050	3,306	3,775	4,161	4,452
变动 (%)	14	8	14	10	7
净利润(港币百万)	485	537	579	691	847
全面摊薄每股收益(人民币)	0.422	0.467	0.503	0.601	0.736
变动(%)	34.3	10.7	7.9	19.4	22.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.544	0.602	0.774
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.531	0.605	0.978
调整幅度(%)	-	-	(5.2)	(0.7)	(24.7)
核心每股收益(人民币)	0.421	0.467	0.503	0.601	0.736
变动(%)	33.6	11.0	7.8	19.4	22.5
全面摊薄市盈率(倍)	23.3	21.0	19.5	16.3	13.3
核心市盈率(倍)	23.3	21.0	19.5	16.3	13.3
每股现金流量(港币)	0.87	1.00	0.30	1.22	1.22
价格/每股现金流量(倍)	11.3	9.8	32.8	8.0	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	8.6	7.5	6.2	5.2
每股股息(人民币)	0.170	0.260	0.252	0.301	0.339
股息率(%)	1.7	2.6	2.6	3.1	3.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR<GO>，firstcall.com, Multex.com以及中银国际研究网站([www.bocresearch.com](http://www.bocresearch.com))上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 业绩和估值

公司 2010 年上半年归属于母公司所有者净利润同比增长 7.9%至 2.74 亿人民币，营业收入同比增长 14.4%至 17.7 亿人民币，但营业成本同比上升了 22.5%。公司 2 季度业绩比 1 季度差，拖累了上半年的业绩表现，主要是期内新建的候机楼东三、西三指廊 2 季度投产，固定资产增加 18.59 亿，计提折旧比上年同期增加了约 3,000 万。公司业绩低于我们之前预期。我们将 2010-12 年每股收益预测分别下调 5.2%、0.7% 和 24.7% 至 0.503 元、0.601 元和 0.736 元人民币。基于 20 倍 2010 年市盈率，我们将公司目标价由之前的 12.75 元下调至 10.07 元人民币，将公司评级由买入下调为持有。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比增长(%)
<b>营业收入</b>	1,549.83	1,772.86	14.39
减：营业成本	(884.67)	(1,083.54)	22.48
营业税金及附加	(59.84)	(69.10)	15.47
销售费用	(26.87)	(29.67)	10.43
管理费用	(120.53)	(126.73)	5.14
财务费用	(59.99)	(56.77)	(5.38)
资产减值损失	(38.76)	(13.63)	(64.83)
<b>营业利润</b>	359.17	393.41	9.53
加：营业外收入	3.39	5.58	64.51
减：营业外支出	(0.26)	(0.35)	34.56
利润总额	362.31	398.65	10.03
减：所得税费用	(93.00)	(106.11)	14.10
净利润	269.31	292.54	8.62
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	253.91	274.01	7.92
少数股东损益	15.40	18.52	20.25
每股收益	0.221	0.238	7.92
<b>主要比率(%)</b>			
经营利润率	23.17	22.19	
净利润率	16.38	15.46	
净资产收益率	4.30	4.44	

资料来源：公司数据

图表 3.2010 年二季度业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年 2 季度	10 年 2 季度	同比增长(%)
<b>营业收入</b>	781.42	906.12	15.96
减：营业成本	(424.13)	(577.35)	36.13
营业税金及附加	(29.98)	(35.07)	16.99
销售费用	(14.30)	(16.86)	17.90
管理费用	(64.88)	(63.35)	(2.35)
财务费用	(32.89)	(36.30)	10.35
资产减值损失	(31.06)	(8.18)	(73.66)
<b>营业利润</b>	184.18	169.01	(8.23)
加：营业外收入	1.21	4.63	281.49
减：营业外支出	(0.13)	0.11	(185.08)
利润总额	185.26	173.76	(6.21)
减：所得税费用	(44.68)	(48.17)	7.82
<b>净利润</b>	140.58	125.58	(10.67)
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	133.54	116.46	(12.79)
少数股东损益	7.04	9.13	29.72
<b>每股收益</b>	0.116	0.101	(12.54)
<b>主要比率(%)</b>			
<b>经营利润率</b>	23.57	18.65	
<b>净利润率</b>	17.09	12.85	

资料来源：公司数据

## 航空业务收入增长平稳，航空性延伸服务收入实现 20%同比增长

报告期内，白云机场完成飞机起降 16.46 万架次、旅客吞吐量 2,108.99 万人次、货邮吞吐量 54.78 万吨，分别同比增长 10.9%、13.2% 和 34.32%。公司航空服务收入同比增长 10.4%，与航空业务量的增速基本持平。

公司航空性延伸服务收入实现 20% 的同比增长，其中租赁业务同比增长 30.9%，代理业务收入同比增长 16%，广告业务收入同比增长 29.2%，停车场收入也同比增长 18.3%，带动了板块的增速，航空性延伸服务收入在主营收入中的占比从 2009 年的 42.2% 上升到 2010 年上半年的 43.9%。由于公司候机楼设施得到扩建，我们预计公司租赁和广告业务都将保持 30% 以上的增速，航空性延伸服务比重会进一步扩大。

图表 4. 公司主营业务增长情况

同比增长(%)	2008	09年上半年	2009	10年上半年
(一) 航空服务收入	18.47	3.81	11.88	10.36
航班起降服务收入	3.23	2.46	27.84	10.36
旅客综合服务收入	38.45	7.63	10.82	10.45
安全检查服务收入	78.03	10.56	13.75	10.70
航空地面服务收入	7.09	(3.99)	(0.59)	9.62
机场建设费返还收入	4.37	2.83	9.34	10.61
(二) 航空性延伸服务收入	8.04	0.82	3.98	19.97
租赁业务	22.67	26.12	20.07	30.94
地面运输业务收入	28.91	20.69	17.66	15.96
代理业务收入	14.55	(10.65)	(2.20)	27.25
航空配餐服务收入	4.16	1.74	7.32	(10.77)
住宿餐饮服务收入	(34.08)	(24.50)	(13.77)	15.97
广告业务收入	33.10	(6.61)	(20.92)	29.18
商品销售业务收入	(52.34)	(12.33)	4.21	7.37
加工修配业务收入	(3.01)	(6.57)	(4.44)	51.71
停车场收入	14.23	4.29	12.02	18.31
行李寄存打包服务收入	6.70	5.08	0.42	6.76
其他延伸服务收入	(31.30)	(48.04)	6.58	(13.72)
合计	13.65	2.54	8.41	14.39

资料来源：公司数据

## 受益亚运会，但成本面临压力，机场建设费返还面临政策风险

公司将直接受益于广州亚运会所带来的交通流量上升，但是，由于公司新投产的候机楼设施以及亚运会改造工程将使公司面临一定成本上升压力，同时即将于年底到期的机场建设费返还政策，也将使公司面临较大的政策方面的不确定性。

### 损益表 (人民币百万)

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,050	3,306	3,775	4,161	4,452
销售成本	(1,763)	(1,899)	(2,322)	(2,538)	(2,671)
经营费用	7	(17)	(80)	(106)	(128)
息税折旧前利润	1,293	1,390	1,373	1,517	1,653
折旧及摊销	(466)	(495)	(425)	(431)	(446)
经营利润(息税前利润)	827	895	948	1,086	1,207
净利润收入/(费用)	(91)	(70)	(77)	(71)	(62)
其他收益/(损失)	(33)	(75)	(20)	0	0
税前利润	704	750	850	1,015	1,144
所得税	(187)	(191)	(221)	(264)	(297)
少数股东权益	(32)	(23)	(50)	(60)	0
净利润	485	537	579	691	847
核心净利润	484	537	579	691	847
每股收益(人民币)	0.422	0.467	0.503	0.601	0.736
核心每股收益(人民币)	0.421	0.467	0.503	0.601	0.736
每股股息(人民币)	0.170	0.260	0.252	0.301	0.339
收入增长(%)	14	8	14	10	7
息税前利润增长(%)	18	8	6	15	11
息税折旧前利润增长(%)	19	8	(1)	10	9
每股收益增长(%)	34	11	8	19	22
核心每股收益增长(%)	34	11	8	19	22

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	704	750	850	1,015	1,144
折旧与摊销	466	495	425	431	446
净利润息费用	91	70	77	71	62
运营资本变动	(90)	(33)	(780)	156	119
税金	(187)	(191)	(221)	(264)	(297)
其他经营现金流	14	64	(7)	0	(68)
经营活动产生的现金流	996	1,155	345	1,409	1,407
购买固定资产净值	(567)	(527)	1,737	(163)	(163)
投资减少/增加	4	4	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	(562)	(524)	1,737	(163)	(163)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(122)	252	0	(170)	0
支付股息	(300)	(281)	(376)	(360)	(408)
其他融资现金流	(6)	(6)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(428)	(35)	(376)	(530)	(408)
现金变动	6	596	1,705	715	835
期初现金	556	561	1,157	2,862	3,577
公司自由现金流	434	632	2,081	1,245	1,243
权益自由现金流	312	884	2,081	1,075	1,243

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	561	1,157	2,862	3,577	4,412
应收帐款	1,034	1,027	1,227	1,352	1,447
库存	29	26	38	42	45
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	1,624	2,210	4,127	4,971	5,904
固定资产	7,128	8,735	6,587	6,324	6,045
无形资产	30	29	25	21	17
其他长期资产	239	257	247	247	247
长期资产总计	7,397	9,022	6,860	6,592	6,310
总资产	9,021	11,231	10,986	11,563	12,214
应付帐款	1,088	2,671	1,812	1,997	2,137
短期债务	1,228	1,580	1,580	1,580	1,580
其他流动负债	401	425	716	816	893
流动负债总计	2,717	4,676	4,108	4,393	4,610
长期借款	270	170	170	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
储备	4,694	5,042	5,315	5,717	6,150
股东权益	5,844	6,192	6,465	6,867	7,300
少数股东权益	190	193	243	303	303
总负债及权益	9,021	11,231	10,986	11,563	12,213
每股帐面价值(人民币)	5.08	5.38	5.62	5.97	6.35
每股有形资产(人民币)	5.06	5.36	5.60	5.95	6.33
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	0.52	(0.97)	(1.74)	(2.46)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率	42.4	42.0	36.4	36.5	37.1
息税前利润率	27.1	27.1	25.1	26.1	27.1
税前利润率	23.1	22.7	22.5	24.4	25.7
净利率	15.9	16.2	15.3	16.6	19.0
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.6	0.5	1.0	1.1	1.3
利息覆盖率	8.3	11.6	11.8	10.2	11.3
净权益负债率(%)	15.5	9.3	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.6	0.5	1.0	1.1	1.3
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	23.3	21.0	19.5	16.3	13.3
核心业务市盈率	23.3	21.0	19.5	16.3	13.3
目标价对应核心业务市盈率	23.9	21.6	20.0	16.8	13.7
<b>比率</b>					
市净率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
价格/现金流	11.3	9.8	32.8	8.0	8.0
企业价值/息税折旧前利润	9.5	8.6	7.5	6.2	5.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	5.9	5.3	5.0	5.7	5.9
应收帐款周转天数	106.0	113.8	108.9	113.1	114.7
应付帐款周转天数	147.2	207.5	216.7	167.1	169.5
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率	40.3	55.7	50.0	50.0	46.0
净资产收益率	8.5	8.9	9.1	10.4	12.0
资产收益率	6.7	6.6	6.3	7.1	7.5
已运用资本收益率	11.2	11.5	11.5	13.0	13.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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