

2011年3月14日

白云机场

4季度业绩低于预期

买入
A

600004.SS - 人民币 8.99

目标价格: 人民币 10.11 (↓11.49)

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(%)	2	4	0	(22)
相对新华富时	(2)	1	(0)	(11)
A50 指数 (%)				

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)	10,339
3个月日均交易额(人民币 百万)	76
净负债比率(%)	4
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

公司 2010 年归属于母公司所有者净利润同比增长 8.07% 至 5.88 亿人民币, 营业收入同比增长 16.92% 至 38.65 亿人民币, 但营业成本同比上升了 29.12%。公司 4 季度营业成本同比增长 45%, 拖累了全年的业绩表现, 业绩低于我们之前预期。我们将 2011-12 年每股收益分别下调至 0.56 人民币和 0.66 人民币。目标价下调至 10.11 人民币, 维持买入评级。

年报要点

- 2010 年白云机场完成飞机起降 32.92 万架次、旅客吞吐量 4,097.8 万人次、货邮吞吐量 114.45 万吨, 分别同比增长 6.6%、10.6% 和 19.8%。公司旅客吞吐量首次跃上 4,000 万人次的台阶。公司航空服务收入同比增长 8.68%, 与航空业务量的增速基本相符。
- 公司的航空性延伸服务收入实现了 28.2% 的同比增长, 其中租赁业务同比增长 28.4%, 代理业务收入同比增长 32.2%, 广告业务收入同比增长 67.7%, 带动航空性延伸服务收入在主营收入中的占比从 2009 年的 42.2% 和 2010 年上半年的 43.9%, 进一步上升到全年的 46.2%。
- 公司 2010 年 4 季度的营业成本同比上升 44.65% 至 7.92 亿人民币, 比三季度增加 2.14 亿元人民币, 大大超出我们的预期, 我们认为可能是前期成本计算和分摊带来的影响。各项期间费用则控制较好。我们将继续关注公司的成本控制问题。

估值

- 公司目前股价相当于 16 倍 2011 年市盈率。基于 18 倍 2011 年市盈率, 我们将公司目标价由之前的 11.49 人民币下调至 10.11 人民币, 维持买入评级。

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)	3,306	3,865	4,231	4,666	5,147
变动(%)	8	17	9	10	10
净利润(港币 百万)	537	588	643	759	899
全面摊薄每股收益(人民币)	0.467	0.511	0.559	0.660	0.782
变动(%)	10.7	9.5	9.5	18.0	18.4
市场预期每股收益(人民币)	-	0.536	0.607	0.724	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.659	0.733	-
调整幅度(%)	-	-	(15.1)	(9.9)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	19.3	17.6	16.1	13.6	11.5
每股现金流量(港币)	1.00	1.43	1.30	1.11	0.71
价格/每股现金流量(倍)	8.9	6.3	6.9	8.1	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.9	7.5	6.5	5.6	5.1
每股股息(人民币)	0.260	0.300	0.280	0.330	0.381
股息率(%)	2.9	3.3	3.1	3.7	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩和估值

公司 2010 年归属于母公司所有者净利润同比增长 8.07%至 5.88 亿人民币, 营业收入同比增长 16.92%至 38.65 亿人民币, 但营业成本同比上升了 29.12%。公司 4 季度营业成本同比增长 45%, 拖累了全年的业绩表现, 业绩低于我们之前预期。我们将 2011-12 年每股收益分别下调至 0.56 人民币和 0.66 人民币。基于 18 倍 2011 年市盈率, 我们将公司目标价由之前的 11.49 人民币下调至 10.11 人民币, 维持**买入**评级。

图表 2. 2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比增长(%)
营业收入	3,306.09	3,865.48	16.92
减: 营业成本	(1,899.42)	(2,452.53)	29.12
营业税金及附加	(127.40)	(152.58)	19.77
销售费用	(65.77)	(67.43)	2.52
管理费用	(311.47)	(311.86)	0.12
财务费用	(69.89)	(50.23)	(28.13)
资产减值损失	(79.16)	0.58	(100.73)
投资收益	3.37	1.80	(46.72)
营业利润	756.34	833.22	10.17
加: 营业外收入	3.86	10.64	175.37
减: 营业外支出	(2.94)	(9.30)	215.93
利润总额	757.26	834.56	10.21
减: 所得税费用	(190.84)	(211.97)	11.07
净利润	566.41	622.60	9.92
归属于母公司所有者的净利润	543.89	587.78	8.07
少数股东损益	22.52	34.82	54.61
每股收益	0.4730	0.5111	8.07
主要比率(%)			
经营利润率	22.88	21.56	
净利率	16.45	15.21	
净资产收益率	9.04	9.28	

资料来源: 公司数据

图表 3.2010 年 4 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 4 季度	2010 年 4 季度	同比增长(%)
营业收入	956.84	1,129.90	18.09
减: 营业成本	(547.25)	(791.61)	44.65
营业税金及附加	(37.03)	(45.80)	23.69
销售费用	(23.39)	(23.97)	2.48
管理费用	(125.76)	(113.64)	(9.63)
财务费用	13.92	17.79	27.78
资产减值损失	(26.87)	9.07	(133.76)
投资收益	0.00	0.00	n.a.
营业利润	210.46	181.75	(13.64)
加: 营业外收入	0.27	4.65	1,634.10
减: 营业外支出	(2.65)	(8.43)	218.38
利润总额	208.08	177.97	(14.47)
减: 所得税费用	(41.93)	(40.35)	(3.76)
净利润	166.15	137.61	(17.17)
归属于母公司所有者的净利润	165.21	131.63	(20.33)
少数股东损益	0.94	5.98	537.97
每股收益	0.143	0.111	(22.27)
主要比率(%)			
经营利润率	22.00	16.09	
净利率	17.27	11.65	
净资产收益率	2.76	2.06	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

航空业务收入增长平稳, 航空性延伸服务收入同比增长 28.2%

2010 年白云机场完成飞机起降 32.92 万架次、旅客吞吐量 4,097.8 万人次、货邮吞吐量 114.45 万吨, 分别同比增长 6.6%、10.6%和 19.8%。公司旅客吞吐量首次跃上 4,000 万人次的台阶。公司航空服务收入同比增长 8.68%, 与航空业务量的增速基本相符。

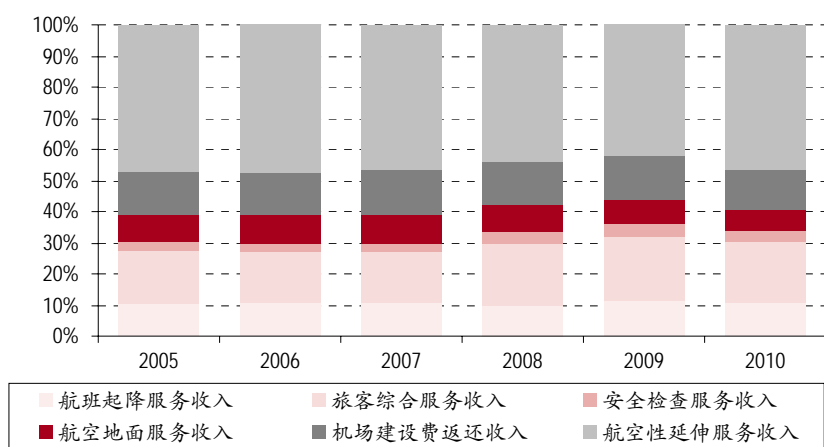
2010 年 2 月初公司的东三/西三指廊开始试运营, 设计年旅客吞吐量为 1,000 万人次, 总建筑面积约为 15 万平方米, 不但较好地满足了需求, 提升了服务质量, 同时也使公司的航空性延伸服务收入实现了 28.2%的同比增长, 其中租赁业务同比增长 28.4%, 代理业务收入同比增长 32.2%, 广告业务收入同比增长 67.7%, 带动了板块的增速, 航空性延伸服务收入在主营收入中的占比从 2009 年的 42.2%和 2010 年上半年的 43.9%, 进一步上升到全年的 46.2%。

图表 4. 公司主营业务增长情况

同比增长(%)	2008	2009	2010
(一)航空服务收入	18.47	11.88	8.68
航班起降服务收入	3.23	27.84	11.84
旅客综合服务收入	38.45	10.82	10.46
安全检查服务收入	78.03	13.75	3.69
航空地面服务收入	7.09	(0.59)	(1.84)
机场建设费返还收入	4.37	9.34	11.05
(二)航空性延伸服务收入	8.04	3.98	28.22
租赁业务	22.67	20.07	28.42
地面运输业务收入	28.91	17.66	13.15
代理业务收入	14.55	(2.20)	32.15
航空配餐服务收入	4.16	7.32	(3.19)
住宿餐饮服务收入	(34.08)	(13.77)	23.54
广告业务收入	33.10	(20.92)	67.66
商品销售业务收入	(52.34)	4.21	24.21
加工修配业务收入	(3.01)	(4.44)	23.27
停车场收入	14.23	12.02	13.62
行李寄存打包服务收入	6.70	0.42	7.12
其他延伸服务收入	(31.30)	6.58	56.17
合计	13.65	8.41	16.92

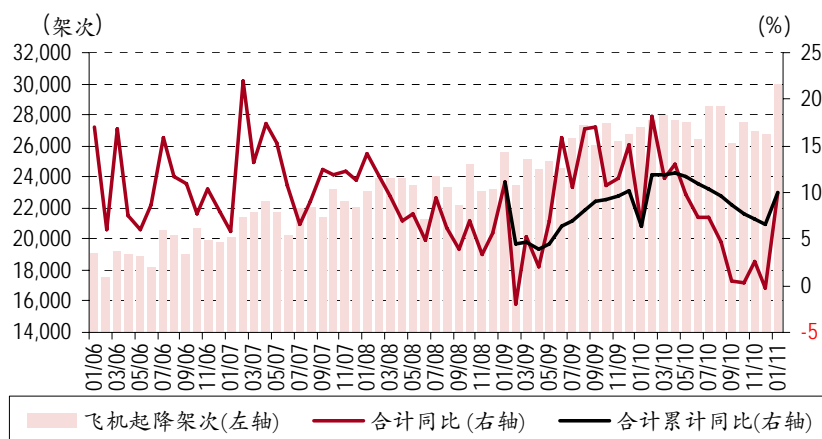
资料来源：公司数据

图表 5. 公司主营业务收入结构



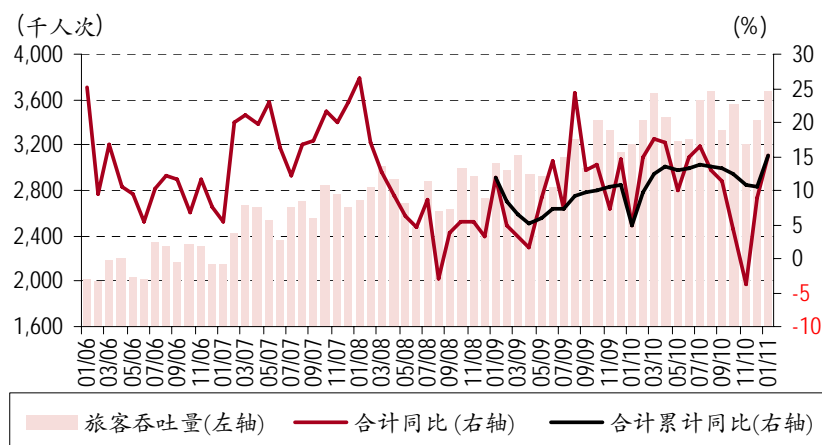
资料来源：公司数据

图表 6.白云机场飞机起降架次月度数据



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

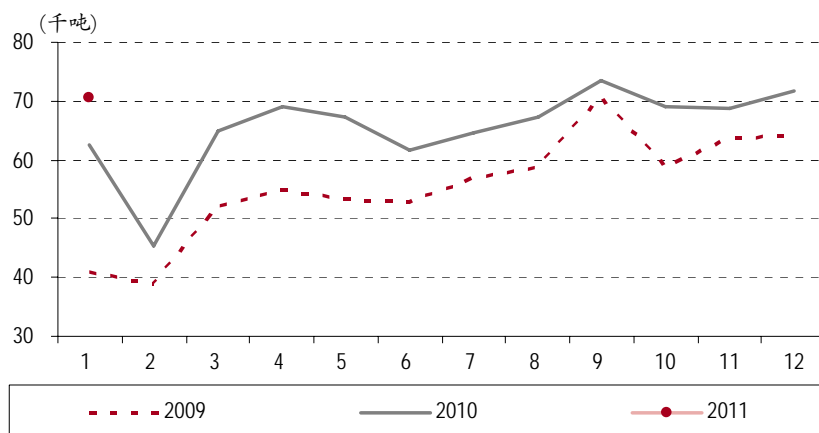
图表 7.白云机场旅客吞吐量月度数据



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

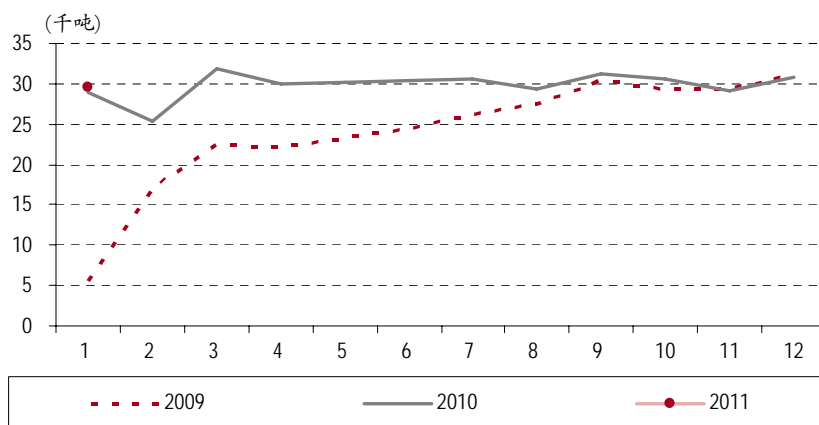
2010 年货邮吞吐量整体同比增长 19.8%，其中货物同比增长 18%，邮件同比增长 24.3%。由于自 2009 年 9 月以来邮件吞吐量基本稳定在 3 万吨/月，因此公司货物吞吐量的增长今后将是一个主要的增长点。

图表 8.白云机场货物吞吐量月度数据



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 9.白云机场邮件吞吐量月度数据



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2010 年四季度营业成本增长超预期

公司的亚运改造工程于 2010 年 10 月完工投入使用, 公司暂按工程建设指挥部提供的预计结算金额 3.11 亿元估价结转固定资产, 我们粗略估算由此将增加约 3,000 万年折旧费用。同时, 广州市财政局下拨资金 2.5 亿元, 作为广州白云机场亚运改造工程专项扶持金。公司将其作为递延收益反映, 并对应亚运改造工程所形成的资产分摊结转计入损益。因此两项相抵后公司的收益略受影响, 但由于改造工程也将有利于公司的业务, 因此我们认为整体而言亚运改造工程对公司的影响将呈现积极影响。

公司 2010 年营业成本较上年增加 5.53 亿万元，同比增长 29.12%，主要系 2010 年度东三、西三指廊（2010 年 2 月初开始试运营）和亚运改造工程完工投入使用后，公司资产折旧、维护费用和运营成本大幅上升，以及随业务量的提升物料消耗、燃料及动力、人工成本、水电费费用等相应增加所致。但是，公司 2010 年 4 季度的营业成本同比上升 44.65% 至 7.92 亿人民币，比三季度增加 2.14 亿元人民币，大大超出我们的预期，我们认为可能是前期成本计算和分摊带来的影响。成本细分项中，增幅较快的主要有工资薪金、折旧费、固定资产维修费、水电费、燃料及动力、固定资产租赁费等。各项期间费用则控制较好。我们将继续关注公司的成本控制问题。

图表 10. 公司营业成本细分

(人民币, 百万)	2009 年		2010 年		2010/2009 同比增长(%)
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	
营业成本	1,899.42	100.00	2,452.53	100.00	29.12
工资薪金	537.43	28.29	676.42	27.58	25.86
折旧费	460.33	24.24	596.66	24.33	29.61
固定资产维修费	65.00	3.42	178.83	7.29	175.11
水电费	133.46	7.03	167.97	6.85	25.86
劳动保险费	70.03	3.69	80.76	3.29	15.33
燃料及动力	58.37	3.07	76.98	3.14	31.89
住房公积金	63.26	3.33	71.60	2.92	13.17
物料成本	57.12	3.01	65.79	2.68	15.18
商品销售成本	53.80	2.83	59.89	2.44	11.31
固定资产租赁费	35.16	1.85	57.11	2.33	62.46
其他	365.46	19.24	420.51	17.15	15.06

资料来源：公司数据

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	4,231	4,666	5,147
销售成本	(1,899)	(2,453)	(2,621)	(2,852)	(3,103)
经营费用	(17)	89	59	29	(7)
息税折旧前利润	1,390	1,502	1,669	1,843	2,036
折旧及摊销	(495)	(621)	(647)	(677)	(708)
经营利润(息税前利润)	895	881	1,022	1,165	1,328
净利息收入/(费用)	(70)	(50)	(97)	(74)	(16)
其他收益/(损失)	(75)	3	0	0	0
税前利润	750	835	925	1,092	1,312
所得税	(191)	(212)	(240)	(284)	(335)
少数股东权益	(23)	(35)	(41)	(48)	(77)
净利润	537	588	643	759	899
核心净利润	537	588	643	759	899
每股收益(人民币)	0.467	0.511	0.559	0.660	0.782
核心每股收益(人民币)	0.467	0.511	0.559	0.660	0.782
每股股息(人民币)	0.260	0.300	0.280	0.330	0.381
收入增长(%)	8	17	9	10	10
息税前利润增长(%)	8	(2)	16	14	14
息税折旧前利润增长(%)	8	8	11	10	10
每股收益增长(%)	11	10	9	18	18
核心每股收益增长(%)	11	10	9	18	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	1,157	919	1,101	1,007	1,036
应收帐款	1,027	1,041	1,164	1,283	1,415
库存	26	32	42	47	51
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,210	1,992	2,307	2,337	2,502
固定资产	8,735	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	11,426	11,149	10,976
应付帐款	2,671	1,970	1,904	1,633	772
短期债务	1,580	1,680	1,280	680	680
其他流动负债	425	519	800	907	1,020
流动负债总计	4,676	4,169	3,984	3,220	2,472
长期借款	170	90	90	90	90
其他长期负债	0	270	270	270	270
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
储备	5,042	5,403	5,684	6,121	6,619
股东权益	6,192	6,553	6,834	7,271	7,769
少数股东权益	193	208	249	297	375
总负债及权益	11,231	11,291	11,426	11,149	10,976
每股帐面价值(人民币)	5.38	5.70	5.94	6.32	6.75
每股有形资产(人民币)	5.36	5.68	5.92	6.31	6.74
每股净负债/(现金)(人民币)	0.52	0.74	0.23	(0.21)	(0.23)

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	925	1,092	1,312
折旧与摊销	495	621	647	677	708
净利息费用	70	50	97	74	16
运营资本变动	(33)	370	82	(288)	(885)
税金	(191)	(212)	(240)	(284)	(335)
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	1,494	1,271	816
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)	(442)	(395)	(417)
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)	(842)	(995)	(417)
现金变动	596	(238)	182	(94)	29
期初现金	561	1,157	919	1,101	1,007
公司自由现金流	632	143	1,024	901	446
权益自由现金流	884	1,663	624	301	446

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	39.4	39.5	39.6
息税前利润率	27.1	22.8	24.1	25.0	25.8
税前利润率	22.7	21.6	21.9	23.4	25.5
净利率	16.2	15.2	15.2	16.3	17.5
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	9.5	13.9	55.5
净权益负债率(%)	9.3	12.6	3.8	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	19.3	17.6	16.1	13.6	11.5
核心业务市盈率	19.3	17.6	16.1	13.6	11.5
目标价对应核心业务市盈率	21.7	19.8	18.1	15.3	12.9
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流	8.9	6.3	6.9	8.1	12.7
企业价值/息税折旧前利润	7.9	7.5	6.5	5.6	5.1
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	95.1	95.7	95.7
应付帐款周转天数	207.5	219.1	167.1	138.3	85.3
回报率(%)					
股息支付率	55.7	58.7	50.0	50.0	48.8
净资产收益率	8.9	9.2	9.6	10.8	12.0
资产收益率	6.6	5.8	6.7	7.6	8.9
已运用资本收益率	11.5	10.7	12.2	14.0	15.5

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。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、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。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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 Advisors 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