

驶入盈利增长“快车道”

----白云机场调研报告

评级： **增持-A**
上次评级： 增持-A
目标价格： **19.25 元**
期限： 12 个月 上次预测： 23.00 元
现价： 15.42 元

报告日期： **2008-03-27**

报告关键点：

- 2007年初新管理层上任以来，公司无论是航线开拓、非航业务调整还是内部管理都正在发生一系列重要的变化，这有利于白云机场成为更具盈利性的机场。
- 自2006年起，在流量增长推动下，公司已迈入盈利增长的“黄金期”，而07年末资产收购完成及所得税率降低将使公司盈利跃上新台阶。考虑到白云机场新一轮大规模建设的周期，预计公司盈利的快速增长至少可以持续3-5年。

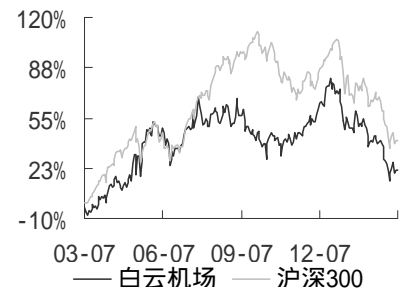
报告摘要：

- 未来3-5年白云机场航空流量仍将呈现快速增长。**自04年8月转场后，白云机场流量增长明显高于深圳机场，这固然是由于白云机场在扩容的同时，加大了市场营销力度，但另一个重要原因就是深圳机场受制于单跑道容量所限，流量高速增长难以为继。我们判断2010年深圳机场二跑道建成之前，珠三角航空流量增长更多体现在白云机场的状况不会改变。
- 联邦快递亚太转运中心投入运营将成为白云机场货运业务的重要转折点。**在客运业务高歌猛进的同时，白云机场过去几年货运业务的增长一直不温不火。而08年末联邦快递亚太转运中心投入运营后，白云机场货运吞吐量将成倍增长，并将推动珠三角物流环境的改善，从而成为白云机场货运业务的重要转折点。
- 机场收费改革对公司影响偏正面。**静态看，公司根据2007年数据测算表明，机场收费改革对公司影响为中性偏正面，具体额度在数千万元左右。动态看，由于新机场收费制度下，机场航空性收入不再单单取决于飞机本身，与客货吞吐量的实际增长也密切相关，而白云机场客货吞吐量增长明显高于起降架次增长，收费模式的这一转变将使公司未来营收能够更加真实地反映客货需求增长。
- 非航业务将成为公司盈利重要增长点。**07年9月以来，以候机楼部分商户重新招租为契机，公司通过引入知名连锁商户、与中免集团合作等，形成高中低端客户兼顾的多元商业模式。近期公司又与荷兰史基浦集团签订商业顾问协议，以期商业占比由目前的30-40%提高到2010年的50%左右。
- 公司未来仍将面临持续的资金压力。**目前白云机场集团总投资20亿的中性货站和东三西三指廊将分别于08年末及09年中期建成。公司择机收购应只是时间问题。而且2010-2013年白云机场应会面临新一轮建设高峰，这将使公司面临持续的资金压力。
- 公司正处在盈利增长的黄金期，维持“增持-A”评级**自2006年起，在流量增长推动下，公司已迈入盈利增长的“黄金期”，而07年末资产收购完成及所得税率降低将使公司盈利跃上新台阶。根据最新的盈利预测，按照09年25倍PE，公司未来12个月合理价值为19.25元，维持公司“增持-A”评级。

市场数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 17,733.00 |
| 流通市值(百万元) | 7,663.12 |
| 总股本(百万股) | 1,150.00 |
| 流通股本(百万股) | 496.96 |
| 12个月最高/最低 | 11.76/23.10元 |
| 十大流通股东(%) | 48.33% |
| 股东户数 | 52,841 |

12个月股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|---------|---------|---------|
| 相对收益 | 1.78 | 1.53 | (19.30) |
| 绝对收益 | (13.85) | (25.54) | 21.30 |

研究员

邓红梅 首席行业分析师
021-68801201 denghm@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

| 利润表(百万元) | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 2,149.3 | 2,409.8 | 2,643.2 | 3,288.9 | 3,758.2 |
| Growth(%) | 36.6% | 12.1% | 9.7% | 24.4% | 14.3% |
| 净利润 | 251.5 | 292.2 | 387.0 | 694.5 | 885.2 |
| Growth(%) | -16.3% | 16.2% | 32.4% | 79.5% | 27.5% |
| 主营利润率(%) | 41.3% | 44.0% | 44.1% | 49.5% | 52.8% |
| 净利润率(%) | 11.7% | 12.1% | 14.6% | 21.1% | 23.6% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.25 | 0.34 | 0.60 | 0.77 |
| 每股净资产(元) | 3.47 | 3.63 | 4.91 | 5.37 | 5.94 |
| 市盈率 | 70.51 | 60.69 | 45.82 | 25.53 | 20.03 |
| 市净率 | 4.45 | 4.24 | 3.14 | 2.87 | 2.59 |
| 净资产收益率(%) | 7.7% | 9.2% | 7.9% | 12.7% | 14.7% |
| 投资回报率(%) | 9.4% | 5.8% | 9.3% | 10.8% | 11.8% |
| EV/EBITDA | 21.59 | 16.36 | 18.54 | 13.44 | 11.84 |
| 股息收益率 | 0.56% | 0.00% | 0.55% | 0.98% | 1.25% |

前期研究成果

航空流量快速增长，成本控制初见成效
2007-08-15

1. 未来 3-5 年白云机场航空流量仍将呈现快速增长

1.1. 积极建设“白云启航”品牌，加大市场营销力度

2007 年初白云机场新管理到任后，提出要建设“白云启航、白云中转、白云物流”三大服务品牌。为了吸引航空公司挂靠，白云机场在安全、服务、收费、营销和政策方面作出了一系列承诺，包括：安全责任承诺，机场保证不发生因机场责任而引起的地面安全事故；服务标准承诺，白云国际机场将百分之百执行代理航空公司的服务标准，不发生因机场原因对代理航空公司服务造成不良影响的事件；价格优惠承诺，对新开通的国际航线，在市场培育期内，白云国际机场将配合航空公司在广州地区和珠三角地区开展市场推广活动，以帮助客户进一步开拓广州航空市场；政策协调承诺，白云国际机场将协助航空公司获取一系列政策支持，包括航权政策、空管政策、通关政策、补贴政策等，以吸引更多航空公司、货主和旅客选择白云国际机场。

作为建设亚太航空枢纽港的重要组成部分，白云机场与最大客户——南航在 07 年初的框架性协议基础上，于 11 月正式签订了《“白云启航”项目合作备忘录》；与海关等驻场联检单位签订了共建白云机场航空枢纽的合作备忘录，以优化白云机场的通关环境，为旅客和货主提供更多便利。据了解，2007 年白云机场新增 15 条国际航线，是国际航线开拓力度最大的一年。目前白云机场开通的国际和地区航线已达到 50 多条，国内航线超过 110 条。公司表示将利用 2010 年广州亚运会的良机，继续加大航线开拓力度，力争 2010 年国际和地区航线达到 80-100 条，国内航线超过 130 条。

另外，为了加强对珠三角腹地的辐射力，白云机场 07 年加快异地城市候机楼设立步伐，现在已在东莞、中山、珠海、深圳等地设立了城市候机楼，并开通了多条客运专线。此次调研时我们注意到白云机场国内出港的出口处为东莞、中山等珠三角主要城市设立了专门的候车区。据了解，白云机场的初步目标是开通 25 条客运专线，设立 16 个异地城市候机楼。

1.2. 深圳机场容量受限为白云机场的发展提供了难得的机遇

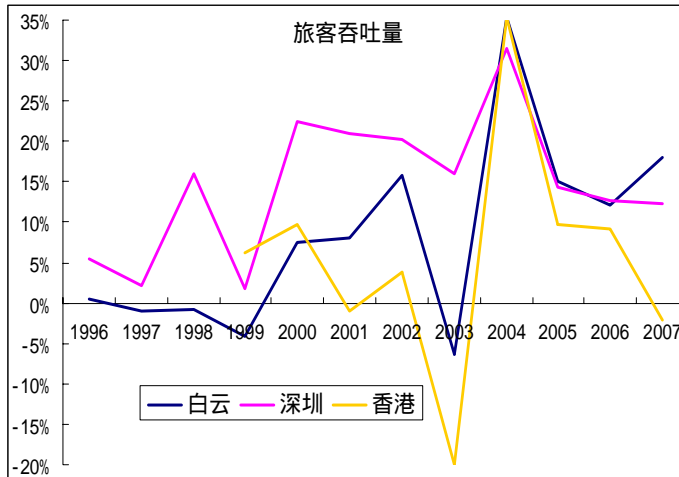
珠三角机场云集了香港、澳门、广州、深圳、珠海五大机场和汕头、梅县、湛江等中小机场，机场密度远高于全国其他地区。其中深圳机场与白云机场由于腹地交叉，存在明显竞争。从年度数据看（图 1、图 2），2004 年新白云机场建成之前，白云机场流量增长相对缓慢，珠三角的航空流量增长主要体现在深圳机场；而 2004 年新白云机场建成之后，白云机场以起降架次衡量的流量增长明显高于深圳机场，这一方面固然是由于白云机场在扩容的同时，加大了市场营销力度，另一方面的重要原因就是深圳机场受制于单跑道容量所限，流量高增长难以为继。

目前民航总局给深圳机场日起降限制为 500 架次，而 2007 年深圳机场日均起降已达到 497 架次。尽管实施执行中空管部门根据实际情况可以突破这一限制（08 年 1、2 月份深圳机场的日均起降分别达到了 516 架次和 531 架次），但从国内实践看，单跑道起降突破 550 架次后，就会对空管带来巨大挑战，因此在 2010 年深圳机场第二跑道建成之前，深圳机场流量增长缓慢的状况难以根本改变。与此同时，尽管白云机场目前日均起降限制为 750 架次，但白云机场拥有两条跑道，而首都机场双跑道的流量限制最高可以达到 1100 次。在珠三角航空增量仍呈现快速增长的背景下，增加白云

机场的航线和运力投入，成为航空公司必然的选择。

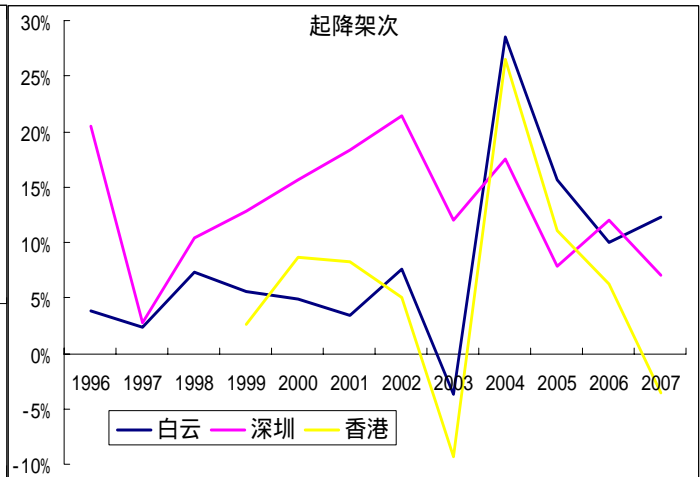
事实上，观察 06 年以来白云机场和深圳机场的月度流量数据，白云机场和深圳机场流量此消彼涨的状况依然明显。在 07 年 8 月份民航总局出台三大供给调控措施之后，深圳机场航空流量增速逐月下降（首都、上海等其他机场与此类似），但白云机场流量增速却不降反增，07 年 10 月以来旅客吞吐量的平均增速更是保持在 20% 以上的水平，我们判断重要的原因之一也是前述的“替代效应”。

图 1 珠三角主要机场旅客吞吐量增长-年度



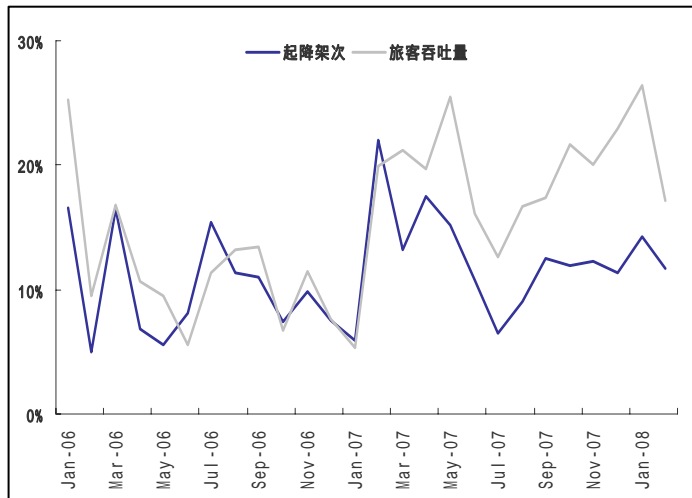
数据来源：公司数据，安信证券研究中心整理

图 3 珠三角主要机场起降架次增长-年度



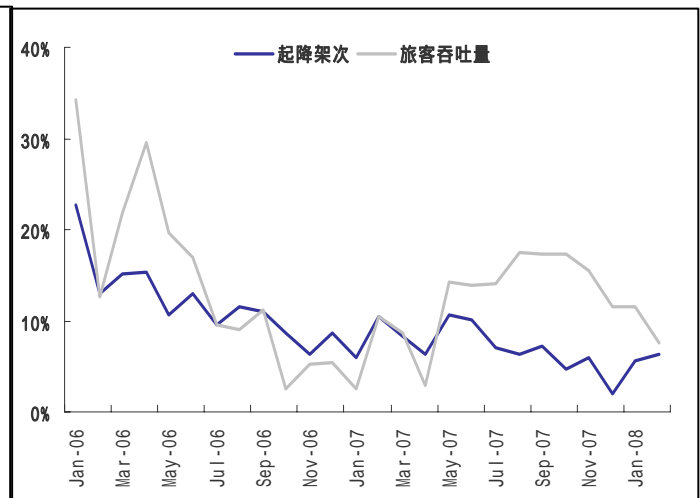
数据来源：公司数据，安信证券研究中心整理

图 3 06 年以来白云机场月度流量增长



数据来源：公司数据，安信证券研究中心整理

图 4 06 年以来深圳机场月度流量增长



数据来源：公司数据，安信证券研究中心整理

1.3. Fedex 转运中心投入运营促货运业务出现转折

尽管白云机场的起降架次和旅客吞吐量一直较深圳机场高 40-50%，但近年来两者货运业务方面的差距却一直在缩小。但 08 年底联邦快递（Fedex）亚太转运中心的正式投入将成为白云机场货运业务的重要转折点。联邦快递转运中心项目 2006 年 1 月动工，总投资 24 亿，预计 08 年 8 月建成，08 年 12 月正式投入使用。据预测，该转运中心启用后每周将有 150 个货运航班起降，实现亚洲一日达，并衔接欧洲、北美一日达，营运初期每年就可为白云机场带来 60-80 万的货量，与 07 年白云机场 69.5 万吨货邮吞吐量相当。

据了解，联邦快递亚太转运中心项目由机场集团公司承建，股份公司只收取全货机起

降费和地面服务收费。尽管我们目前不了解 fedex 使用的主力机型，且预计白云机场在费率方面将给予联邦快递较大的折扣，但考虑到联邦快递航班将主要采取夜航，不占用单独的跑道和正常的航班时刻，对成本的增加有限，我们判断联邦快递亚太转运中心启用后，每年可以为公司带来几千万的盈利增加。

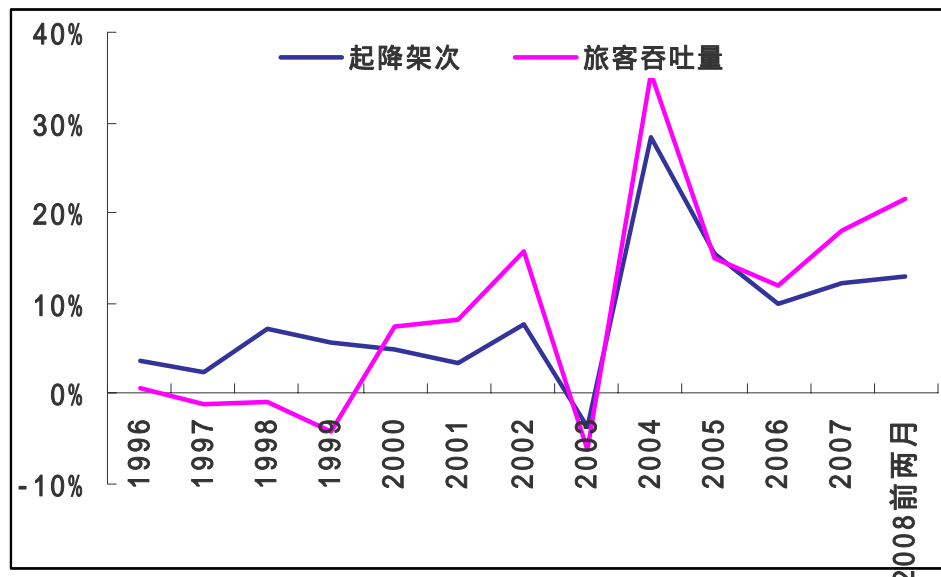
除此之外，07 年初白云机场启动了“白云物流”建设，致力于打造物流快速通道、远程货站、战略联盟、信息平台四大品牌。具体措施方面。根据白云机场与海关、边防、检疫等签订的战略合作协议，上述联检单位将全面支持白云机场异地货站建设，加快落实珠三角地区“属地申报、口岸验收”政策；7 月和 10 月白云机场先后与德国伯灵顿货运代理公司/全球国际货运代理、中外运等国内外货代巨头签订战略合作协议，预计后两者可为白云机场带来 3-4 亿的国际货量。

2. 机场收费改革对公司影响偏正面

新机场收费改革方案已于 2008 年 3 月 1 日起正式实施，尽管此次收费改革中内航内线机场收费标准有所下调，但由于旅客服务费征收基准由原来的按客座率 65%改为据实征收，而白云机场的客座率接近 80%，公司按照 07 年数据所做的静态测算表明，机场收费改革对公司的影响为中性略偏正面，具体数额影响在数千万元左右。

另一方面，从动态角度看。在原来的机场收费政策下，机场航空性收入的计价基础均为飞机本身，如起降费按照技术手册列明的飞机最大起飞全重征收、旅客服务费按照设计座位数的 65%征收、安检费按照飞机最大业载征收等等。但是，03 年以来，受高油价、运力紧张等因素影响，航空公司航线航班增速明显低于客货运量增速，表现为航空公司客座率和载运率持续上升，这使得机场航空性收入的增长无法充分分享中国民航需求的快速增长。07 年民航总局出台三大供给调供措施以来，主要机场起降架次和旅客吞吐量增速的差距进一步加大，白云机场也不例外，这客观上降低了公司盈利的成长性。而在 3 月 1 日开始实施的新机场收费政策下，除起降费仍按飞机最大起飞全重征收外，旅客服务费和安检费都改为据实征收。而后两者占公司航空性收入的 35%左右。收费政策的这一改变有利于公司长期盈利的提升。

图 5：白云机场起降架次与旅客吞吐量增速对比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心整理

3. 非航业务将成为公司未来重要盈利增长点

由于航班结构、候机楼布局、经营模式以及地方政策等诸多原因，尽管白云机场候机楼面积达到 37 万平米，商业面积达到 2 万，但 04 年 8 月开航以来，白云机场候机商业方面一直未见明显起色。自 07 年 9 月开始，白云机场着手对候机楼内即将到期的商业面积进行重新招商。据了解，此次重新招商的面积超过 7000 平米，占白云机场候机楼商业面积的 30%以上，包括四个子项目：专营权子项目（水果、玩具、书刊）面积约 1500 平米，品牌专卖项目约 2800 平米，餐饮项目约 800 平米，其他零售项目约 2300 平米。尽管此次招租的商户经营期仍然为 3 年，但招商中白云机场借鉴了国际通行的“保底+收入分成”的模式。另外，除了照顾中高端客户需求外，7-11、万宁、麦当劳等平价连锁店也相继进驻，新的商业格局已初步显现。根据粗略计算，重新招商后，白云机场可新增租金 5000-6000 万。

另外，07 年 10 月，公司与中国免税品（集团）公司签署免税品经营合作协议，根据协议，白云机场将对免税店进行大规模调整，涉及面积达 1000 平米，具体包括扩大免税店面积、合理进行商业分区、增设免税旗舰店、引入更多国际顶级品牌等。日前公司又与荷兰阿姆斯特丹机场的控股股东--史基浦集团签订商业顾问合作协议。根据协议，白云机场将与史基浦集团进行为期两年的商业顾问合作，后者将派遣人员常驻广州，参与白云机场零售、餐饮设施以及其他服务设施等非航业务运作管理，执行双方共同制定的“商业布局规划”，优化白云机场的商业格局。

经过上述一系列调整，公司预测，到 2010 年非航业务在白云机场收入中的占比将由目前的 30-40%提高到 50%左右，成为公司未来 3 年的重要利润增长点。

4. 启动机构改革，管理效率有望提高

据了解，公司将于 2 季度启动机构改革，主要内容包括优化公司部门设置、明确职能权限；实行员工竞聘上岗、减少冗员；强化二级部门和分支机构成本/盈利责任制，等等。对于市场普遍担心的机构研究会提高管理成本的问题，公司表示经过初步测算，机构改革增加的成本约在 2000-3000 万左右，相对于公司 6-7 亿的人工成本而言较为有限。而且机构改革后，管理效率有望明显提高，有利于公司长远发展。

5. 公司面临的主要风险

5.1. 未来公司面临持续的资金压力

根据公司 2007 年中期合并资产负债表，公司账面现金约为 4.3 亿，同时长短期银行贷款 6.6 亿、2007 年末到期的短期融资券 15 亿（利率仅为 3.4%左右），另有应付控股股东的其他应付款约 3 亿。而未来 3-5 年公司尚有下列款项需支付：

从短期看，2007 年末，公司通过定向增发收购控股股东拥有的飞行区资产，相关资产评估值约为 20.3 亿，其中募集资金约 11.8 亿，差额部分 8.5 亿中公司将 5 亿元应收机场建设费转让给集团，其余 3.5 亿元公司承诺 2008 年 1 月 1 日以后偿还。

从中期看，公司 05 年拟以发行可转债资金建设东三西三指廊和中性货站，但由于市场原因未能发行。作为白云机场扩建工程的一部分，目前这两个项目由集团公司承建，由于规划调整以及建筑材料、人工等成本因素上涨，工程概算由原来的 13.74 亿上调为 20 亿左右。据了解，中性货站项目将于 08 年底建成，东三西三指廊项目预计 09

年中期建成。而从更长期的视角看，我们判断 2010 年前后白云机场会启动第三跑道和国际候机楼建设，尽管先期建设预计仍将由集团承担，但考虑上述项目均系航空主业，公司出资收购应只是时间问题。因此，未来公司仍将面临持续的资金压力。

5.2. 2010 年以后机场建设费是否继续征收及具体方式尚不明确

同香港上市的首都机场、美兰机场一样，公司拥有 50%的机场建设费返还收入。2007 年中期，公司航空性收入 27.2%、全部收入的 15%来自于机场建设费。根据财政部有关通知，机场建设费暂延长征收至 2010 年，2010 年以后机场建设费是否继续征收以及以何种方式征收尚不明确。考虑到机场建设费是绝大多数中小机场收入的主要来源，我们判断完全取消的可能性不大，更可能的是代之以机场税等其他形式收费。

6. 公司正处于盈利增长的“黄金期”，维持“增持-A”评级

事实上，自 2006 年起，在流量快速增长的推动下，公司已迈入了盈利增长的“黄金期”；而 2007 年末完成的对飞行区收购以及 2008 年起实施的新企业所得税法则推动公司盈利跃升至新的平台。根据我们更新后的盈利预测，公司 2007-2010 年每股收益分别为 0.34 元、0.60 元、0.77 和 0.90 元，对应的动态市盈率分别为 45.8 倍、25.5 倍、20.0 和 17.0 倍。考虑到公司未来 3-5 年良好的盈利成长性，按照 09 年 25 倍 PE，公司未来 12 个月合理估值为 19.25 元，维持“增持-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2008-03-27

| 财务报表(百万元) | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F | | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F |
| 利润表(百万元) | | | | | | 销售利润率 | | | | | |
| 主营业务收入 | 2,149.3 | 2,409.8 | 2,643.2 | 3,288.9 | 3,758.2 | 主营业务利润率 | 41.3% | 44.0% | 44.1% | 49.5% | 52.8% |
| 减:主营业务成本 | 1,186.0 | 1,261.0 | 1,383.8 | 1,544.7 | 1,642.8 | EBITDA Margin | 39.6% | 41.1% | 40.0% | 46.1% | 48.5% |
| 减:营业税金 | 76.4 | 87.8 | 92.5 | 115.1 | 131.5 | EBIT Margin | 22.7% | 25.9% | 26.1% | 32.8% | 36.9% |
| 主营业务利润 | 886.9 | 1,061.0 | 1,166.9 | 1,629.1 | 1,983.9 | NOPLAT Margin | 14.9% | 16.7% | 17.5% | 24.6% | 27.6% |
| 加:其他业务利润 | - | - | - | - | - | 净利润率 | 11.7% | 12.1% | 14.6% | 21.1% | 23.6% |
| 减:营业费用 | 131.0 | 124.5 | 132.2 | 164.4 | 187.9 | 投资资本效率 | | | | | |
| 减:管理费用 | 265.8 | 310.5 | 345.9 | 386.2 | 410.7 | 固定资产周转率 | 270.5% | 250.5% | 218.6% | 226.2% | 240.4% |
| 减:财务费用 | 90.4 | 153.1 | 93.3 | 135.2 | 186.3 | 流动资金周转率 | -124.0% | 25.6% | -40.6% | 6.4% | -2.7% |
| 营业利润 | 399.7 | 472.9 | 595.5 | 943.3 | 1,199.0 | 流动资产周转率 | 81.3% | 59.5% | 54.1% | 28.4% | 34.9% |
| 加:投资收益 | -2.9 | -2.3 | - | - | - | 应收帐款周转率 | 37.8% | 44.5% | 35.8% | 35.0% | 20.0% |
| 加:非经常性损益 | 1.9 | 0.0 | - | - | - | 存货周转率 | 1.3% | 1.4% | 1.1% | 1.2% | 1.2% |
| 利润总额 | 398.7 | 470.7 | 595.5 | 943.3 | 1,199.0 | 总资产周转率 | 365.0% | 325.6% | 283.8% | 263.4% | 282.9% |
| 减:所得税 | 137.2 | 167.4 | 196.5 | 235.8 | 299.7 | 投资资本周转率 | 0.63 | 0.35 | 0.53 | 0.44 | 0.43 |
| 净利润 | 251.5 | 292.2 | 387.0 | 694.5 | 885.2 | 投资回报率 | | | | | |
| 资产负债表(百万元) | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F | ROE | 7.7% | 9.2% | 7.9% | 12.7% | 14.7% |
| 货币资金 | 375.6 | 483.2 | 396.5 | 517.5 | 613.6 | ROA | 4.1% | 5.4% | 5.3% | 7.6% | 8.4% |
| 应收帐款 | 956.0 | 863.4 | 425.1 | 657.8 | 751.6 | ROIC(税前) | 14.3% | 9.0% | 13.8% | 14.3% | 15.7% |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | ROIC(税后) | 9.4% | 5.8% | 9.3% | 10.8% | 11.8% |
| 存货 | 30.2 | 26.8 | 31.7 | 39.5 | 45.1 | 增长率 | | | | | |
| 其他流动资产 | 72.3 | 55.4 | 79.3 | 98.7 | 112.7 | 主营收入增长率 | 36.6% | 12.1% | 9.7% | 24.4% | 14.3% |
| 固定资产净额 | 6,036.9 | 5,779.1 | 7,440.6 | 9,034.4 | 10,598.2 | 主营利润增长率 | 8.8% | 19.6% | 9.7% | 39.6% | 21.8% |
| 在建工程 | 75.6 | 21.0 | 21.0 | 21.0 | 21.0 | EBITDA 增长率 | 40.5% | 16.4% | 6.7% | 43.3% | 20.3% |
| 其他固定资产 | -0.0 | 0.0 | - | - | - | EBIT 增长率 | 1.2% | 28.0% | 10.4% | 56.6% | 28.4% |
| 其他资产 | 299.6 | 272.2 | 268.2 | 264.2 | 260.2 | NOPLAT 增长率 | 0.7% | 25.8% | 14.8% | 75.3% | 28.4% |
| 资产总额 | 7,846.2 | 7,501.0 | 8,662.3 | 10,632.9 | 12,402.4 | 净利润增长率 | -16.3% | 16.2% | 32.4% | 79.5% | 27.5% |
| 短期债务 | 1,568.0 | 443.3 | 396.5 | 493.3 | 563.7 | 投资资本增长率 | 104.6% | -28.4% | 51.0% | 17.0% | 21.3% |
| 应付帐款 | 57.4 | 57.9 | 62.3 | 569.5 | 323.9 | 财务杠杆 | | | | | |
| 应付票据 | 108.6 | 201.6 | - | - | - | 资产负债率 | 47.1% | 41.9% | 32.5% | 40.0% | 43.1% |
| 其他流动负债 | 599.1 | 2,120.5 | 660.8 | 822.2 | 939.6 | 负债权益比 | 92.7% | 75.2% | 49.9% | 69.0% | 78.2% |
| 长期负债合计 | 1,360.0 | 320.0 | 1,699.8 | 2,371.0 | 3,520.4 | 净负债权益比 | 64.0% | 6.7% | 23.0% | 31.5% | 44.9% |
| 其他债务 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 0.61 | 0.51 | 0.83 | 0.70 | 0.83 |
| 负债总额 | 3,693.1 | 3,143.2 | 2,819.4 | 4,256.1 | 5,347.6 | 速动比率 | 0.60 | 0.50 | 0.80 | 0.68 | 0.81 |
| 少数股东权益 | 167.2 | 180.0 | 192.0 | 205.0 | 219.0 | 分红指标 | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F |
| 股本 | 1,000.0 | 1,000.0 | 1,150.0 | 1,150.0 | 1,150.0 | DPS(元) | 0.09 | 0.00 | 0.08 | 0.15 | 0.19 |
| 留存收益 | 2,985.9 | 3,177.8 | 4,500.9 | 5,021.8 | 5,685.7 | 分红比率 | 39.8% | 0.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 股东权益 | 3,985.9 | 4,177.8 | 5,650.9 | 6,171.8 | 6,835.7 | 股息收益率 | 0.56% | 0.00% | 0.55% | 0.98% | 1.25% |
| 负债与股东权益 | 7,846.2 | 7,501.0 | 8,662.3 | 10,632.9 | 12,402.4 | 业绩和估值指标 | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F |
| 现金流量表(百万元) | 2005 | 2006 | 2007F | 2008F | 2009F | EBITDA | 851.7 | 991.4 | 1,057.3 | 1,514.7 | 1,821.5 |
| EBIT | 487.2 | 623.8 | 688.8 | 1,078.5 | 1,385.3 | EBIT | 487.2 | 623.8 | 688.8 | 1,078.5 | 1,385.3 |
| 减:EBIT的税赋 | 167.6 | 221.9 | 227.3 | 269.6 | 346.3 | NOPLAT | 319.6 | 401.9 | 461.5 | 808.9 | 1,038.9 |
| NOPLAT | 319.6 | 401.9 | 461.5 | 808.9 | 1,038.9 | 净利润 | 251.5 | 292.2 | 387.0 | 694.5 | 885.2 |
| 加:折旧 | 364.5 | 367.6 | 368.5 | 436.2 | 436.2 | EPS(元) | 0.22 | 0.25 | 0.34 | 0.60 | 0.77 |
| 减:营运资本变动 | 3,281.4 | (1,688.7) | 1,282.4 | (312.0) | 312.2 | BVPS(元) | 3.47 | 3.63 | 4.91 | 5.37 | 5.94 |
| 经营活动现金流 | (2,597.3) | 2,458.2 | (452.4) | 1,557.1 | 1,162.9 | PE(X) | 70.51 | 60.69 | 45.82 | 25.53 | 20.03 |
| 资本支出 | (586.8) | (109.8) | (2,030.0) | (2,030.0) | (2,000.0) | PB(X) | 4.45 | 4.24 | 3.14 | 2.87 | 2.59 |
| 其他净资产变动 | (50.6) | 27.4 | 404.0 | 4.0 | 4.0 | CAGR | 40.3% | 44.7% | 39.0% | | |
| 投资活动现金流 | (637.4) | (82.4) | (1,626.0) | (2,026.0) | (1,996.0) | PEG | 1.75 | 1.36 | 1.17 | | |
| 营运自由现金流 | (3,234.7) | 2,375.8 | (2,078.4) | (468.9) | (833.1) | EV/EBITDA | 21.59 | 16.36 | 18.54 | 13.44 | 11.84 |
| 税后财务费用 | (59.3) | (98.6) | (62.5) | (101.4) | (139.7) | EV/EBIT | 37.74 | 26.00 | 28.46 | 18.88 | 15.57 |
| 付息债务变动 | 2,928.0 | (2,164.8) | 933.0 | 768.0 | 1,219.8 | EV/NOPLAT | 57.53 | 40.36 | 42.47 | 25.17 | 20.76 |
| 股东权益变动 | 2.5 | 191.9 | 1,473.1 | 520.9 | 663.9 | EV/IC | 2.64 | 3.26 | 2.61 | 2.31 | 2.02 |
| 红利 | (100.0) | - | (96.7) | (173.6) | (221.3) | ROIC/WACC | 1.22 | 0.75 | 1.20 | 1.39 | 1.53 |
| 少数股东权益变动 | 10.0 | 11.1 | 12.0 | 13.0 | 14.0 | REP | 2.17 | 4.35 | 2.17 | 1.66 | 1.32 |
| 融资活动现金流 | 2,131.1 | (1,992.0) | 2,137.2 | 1,051.1 | 1,562.4 | | | | | | |

资料来源:安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-66581668

何诗钊

0755-82558082

李瑾

0755-82558084

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编: 200120

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034