

吹尽狂沙始现金——发掘被掩盖的真正价值

报告要点

公司的价值被严重低估

公司在未来 3-5 年内，将要面对一系列的变数，业绩也会随之出现波动。（1）我们按照最悲观的情景进行预测后发现，DCF 估值为 13.38 元，远远高于现在的股价 8.01 元。（2）而采用相对中性的 PE 估值法，我们认为合理的价格应该为 14.5 元。（3）两种估值方法均显示，公司价值被严重低估，仅为合理价格的 55%~60%。

目前正是投资公司的绝佳时机

从基本面来看，（1）公司是珠三角唯一容量富余的大型机场，能够独自享受珠三角航空需求的增长；（2）公司在珠三角争夺客源方面具有明显的优势，且优势还在不断扩大；（3）国际航线比例低，能够有效回避当前的国际风险；（4）在大型机场中航空业务增速最快，推动业绩的快速增长。因此我们认为，目前正是投资公司的绝佳时机。

未来的发展，机遇大于风险，维持“推荐”评级

虽然公司面临两大风险，二期工程扩建带来巨额折旧和机场建设费返还取消，但是从整体来看，联邦快递马上要投入运营，亚运会在 2010 年带来大量的客流，未来的发展应该是机遇大于风险。综合考虑各项因素，我们看好公司的发展前景，维持“推荐”评级，给予目标价 14.5 元。

当前股价：8.01
行业评级：推荐

公司基本数据 2009.2.2

总股本(万股)	115000
流通 A 股/B 股(万股)	101500/0
资产负债率	0.00%
每股净资产(元)	4.98
市盈率(当前)	25.5
市净率(当前)	1.61
12 个月内最高/最低价	20.35/6.59

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

深圳机场	08A	09E	10E
PE	31	17	16
PB	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.5	10.	9.9
上海机场	08A	09E	10E
PE	30	21	16
PB	2	1.8	1.7
EV/EBITDA	14	10	8

相关研究

《白云机场三季报点评：值得长期拥有》
2008-10-29
《2009 机场公路年度投资策略：脚踏实地，稳健成长》2008-11-26
《白云机场深度报告：从时空二维角度来发现投资价值》2008-9-11

分析师：

杨志清，李兴
021-63233650
yangzq@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤
(8621) 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,939	3,220	3,594	3,990
增长率(%)	9.5%	9.5%	11.6%	11.0%
归属母公司所有者净利润（百万元）	490	596	701	618
增长率(%)	35.9%	21.6%	17.6%	-12.0%
每股收益(元)	0.43	0.52	0.61	0.24
净资产收益率(%)	8.50%	9.37%	9.93%	3.00%

正文目录

白云机场是目前亮点最突出的机场	4
珠三角容量唯一富余的大型机场	4
珠三角辐射能力突出，客源范围不断扩大	4
国际航线比例低，有效回避国际风险	5
航空业务增长快，才是目前最硬的道理	6
可能的刺激因素	7
联邦快递亚太转运中心马上正式投入运营	7
亚运会将在 2010 年进行	8
周边路网的完善和轨道交通的贯通，大大加强辐射能力	10
可能的风险因素	12
二期工程扩建短期内不会对公司造成影响	12
机场建设费返还比例 2010 年前将保持稳定	13
估值分析	14
最悲观的估值	14
最乐观的估值	16
相对中性的估值	16

图表目录

图 1 白云机场是珠三角唯一容量富余的大型机场	4
图 2 白云机场空港快线与异地候机楼分布图	5
图 3 深圳机场异地候机楼分布图	5
图 4 白云机场的国际旅客比例在三大枢纽机场中最低.....	6
图 5 航空收入是我国机场的主要收入来源	6
图 6 白云机场的航空业务增速在国内处于领先地位（按旅客吞吐量增速排序）	7
图 7 运入转运中心日平均处理快件数量	7
图 8 运出转运中心日平均处理快件数量	7
图 9 日平均分拣量预测(件).....	8
图 10 Fedax 广州基地机队规划.....	8
图 11 白云机场旅客吞吐量预测	9
图 12 白云机场未来 25 年运营数据预测.....	10
图 13 白云机场周边两环四纵四横路网图	10
图 14 两条轨道交通连接白云机场	11
图 15 五条跑道规划图	12
图 16 白云机场 2 号航站楼远期旅客出港流程.....	13
图 17 白云机场收入构成.....	14
图 18 航空业务收入构成.....	14
图 19 机场建设费返还收入与税前利润比较.....	14
图 20 公司历史估值分析.....	17
图 21 国际机场公司估值分布分析	17

表 1 白云机场是珠三角三大机场容量唯一富余的机场.....	4
表 2 白云机场与深圳机场异地值机楼对比	5
表 3 白云机场是国内航空业务增速最快的大型机场	6
表 4 白云机场航空业务量预测.....	9
表 5 第一阶段的运营数据假设.....	15
表 6 估值假设	15
表 7 估值结果	15
表 8 敏感性分析.....	15
表 9 不同条件下的估值比较.....	16
表 10 盈利预测	16
表 11 公司财务报表及指标预测	18

白云机场是目前亮点最突出的机场

珠三角容量唯一富余的大型机场

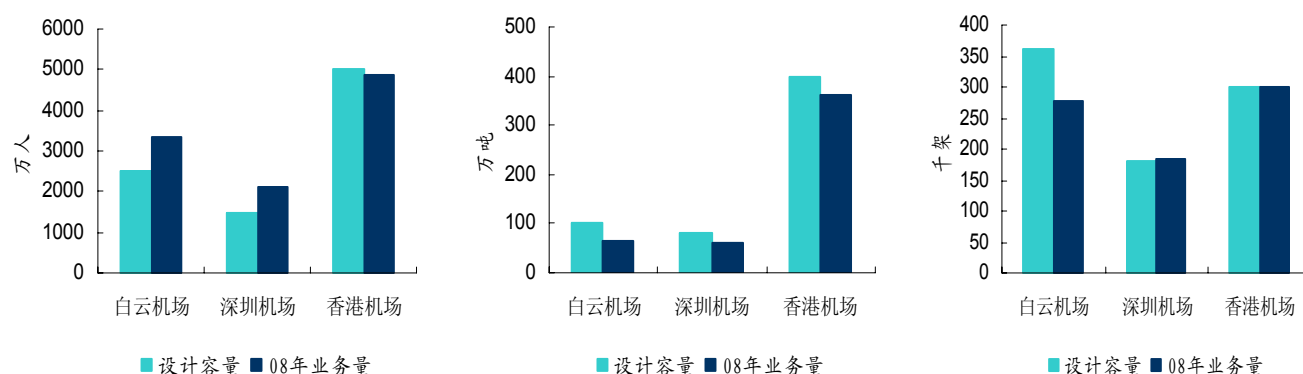
- 将珠三角三大机场的吞吐量和设计容量进行对比后发现, (1) 香港和深圳机场的容量目前已经接近饱和, 尤其是起飞架次的饱和, 表明跑道容量已经接近极限, 新增航线十分困难; (2) 而白云机场跑道容量目前非常宽裕, 虽然航站楼略显拥挤, 但是 2009 年底东三、西三指廊将首先扩建完工, 航站楼的紧张状况将得到改善, 白云机场将独自享受珠三角航空需求的高速增长。
- 如果简单假设三大经济板块的航空需求增速相等, 而香港机场和深圳机场由于饱和, 存量需求不变, 增量全部由白云机场承受, 考虑到白云机场在珠三角的市场份额为 30% 左右, 则白云机场的吞吐量增速将是平均水平的 3 倍左右。

表 1 白云机场是珠三角三大机场容量唯一富余的机场

机场	旅客吞吐量 (万人)	货物吞吐量 (万吨)	起飞架次 (千架)	扩建计划
白云机场	08 年业务量 3328 设计容量 2500	65.9 100	279 360	2009 年初联邦快递亚太转运中心投入运营; 2009 年中期中性货站完工, 货物吞吐量达到 150 万吨; 年底东三、西三指廊完工, 设计旅客吞吐量变为 3700 万人
深圳机场	08 年业务量 2134 设计容量 1500	59.6 80	185 180	2010 年 UPS 泛亚转运中心投入运营; 2011 年 T3 航站楼和第二跑道竣工, 旅客吞吐能力 3600 万人次、货邮吞吐量 180 万吨、飞机起降 30 万架次。
香港机场	08 年业务量 4869 设计容量 5000	363 400	301 300	

资料来源: 长江证券研究部

图 1 白云机场是珠三角唯一容量富余的大型机场



资料来源: 长江证券研究部

珠三角辐射能力突出, 客源范围不断扩大

白云机场目前已经开通珠海、东莞、顺德、中山、江门、深圳、佛山、肇庆的长途客运班线, 即将开通白云机场至南海、惠州、清远等珠三角城市的长途客运班线。到 2010 年, 广州白云机场将开通 25 条客运专线, 设立 16 个异地城市候机楼, 珠三角任何城市到达白云机场的时间将在 2 个小时以内。

深圳机场也已开通了惠州、东莞万江、东莞虎门、香港机铁九龙站、东莞厚街、中山、珠海、东莞石龙、东莞汽车东站等 10 个城市候机楼，在珠三角积极的吸引客源。

图 2 白云机场空港快线与异地候机楼分布图

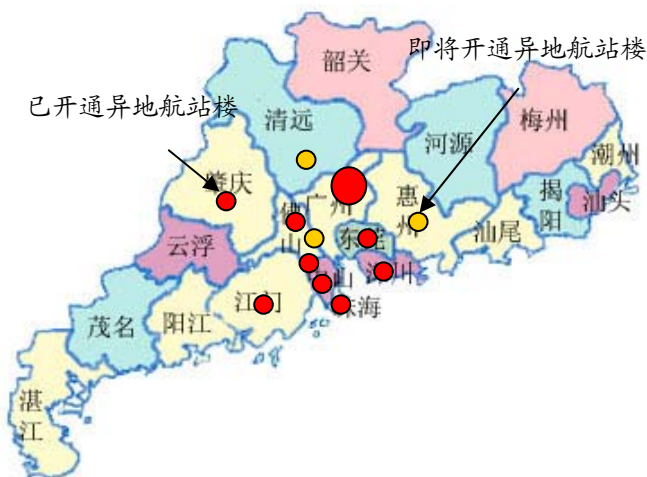


图 3 深圳机场异地候机楼分布图



资料来源：长江证券研究部

资料来源：长江证券研究部

表 2 白云机场与深圳机场异地值机楼对比

机场名称	异地候机楼数量	覆盖范围	吸引旅客
白云机场	8 个，2 年内增加到 16 个	覆盖大珠三角，深圳也有候机楼	07 年吸引旅客超过 100 万人，08 年大约在 110-115 万人。占总吞吐量 3% 左右
深圳机场	10 个	覆盖小珠三角，广州没有候机楼	08 年吸引旅客接近 10 万人，占总吞吐量 0.5% 左右

资料来源：长江证券研究部

将深圳机场和白云机场的异地候机楼进行比较可以发现：

- (1) 白云机场的布局着眼于大珠三角，异地候机楼覆盖珠三角范围的所有城市。
- (2) 深圳机场的布局着眼于小珠三角，异地候机楼主要覆盖深圳市周边的城市和地区。
- (3) 从吸引的客源数量来说，白云机场是深圳机场的 10 倍以上，占总吞吐量的比例也在 6 倍以上。
- (4) 白云机场能够在深圳吸引到客源，而深圳机场在广州则没有候机楼，无法抢夺广州的客源。
- (5) 根据我们的了解，广州与深圳中间地带的东莞，大部分都因为白云机场的航线多而选择到广州乘飞机。

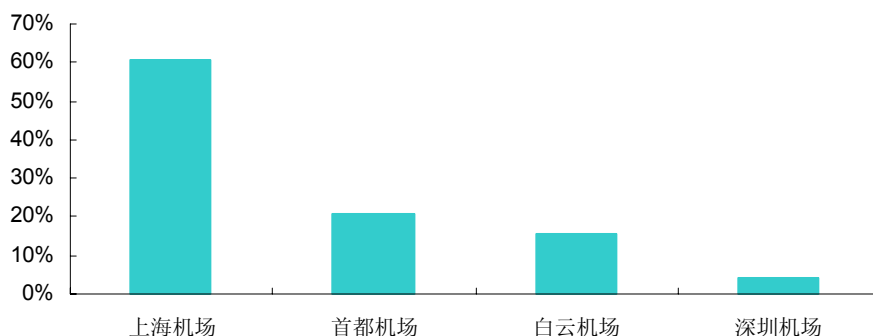
因此我们可以认为，在珠三角地区，白云机场依托庞大的航线网络，在区域内的辐射能力具有明显优势。随着高速公路网的进一步加密和轨道交通的建设，白云机场在珠三角的辐射能力还有继续加强的趋势，客流增长的势头将非常迅速。

国际航线比例低，有效回避国际风险

当前国际经济环境前景暗淡，国际航线的比重越高，则可能受到的冲击会越大。白云机场的国际旅客比例仅用 15% 左右，是上海机场的 1/4，是首都机场的 65%，为三大枢纽机场中最

低。因此，在当前环境下，白云机场是抵御国际金融危机冲击能力最强的大型机场。

图 4 白云机场的国际旅客比例在三大枢纽机场中最低

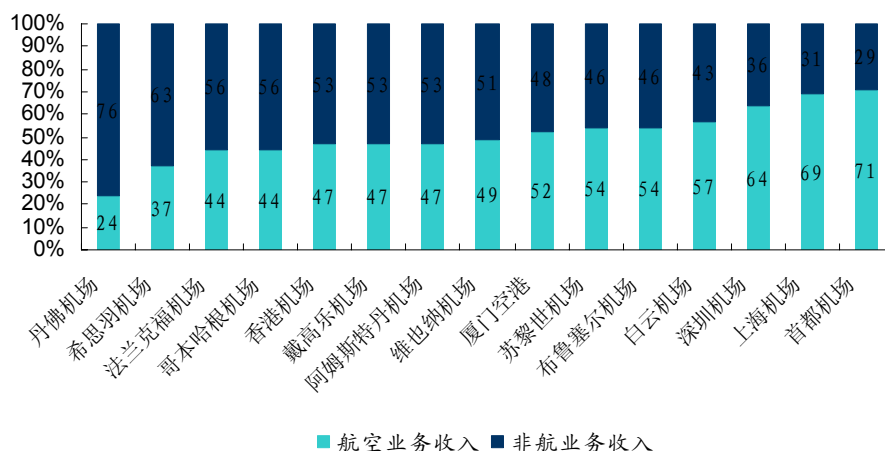


资料来源：长江证券研究部

航空业务增长快，才是目前最硬的道理

我国的机场还处于快速发展期，因此一个显著的特征就是航空收入占比很大，而非航业务收入占比较小。在这样的收入结构下，谁的航空业务增速最快，那么谁的收入增速将最快。

图 5 航空收入是我国机场的主要收入来源



资料来源：长江证券研究部

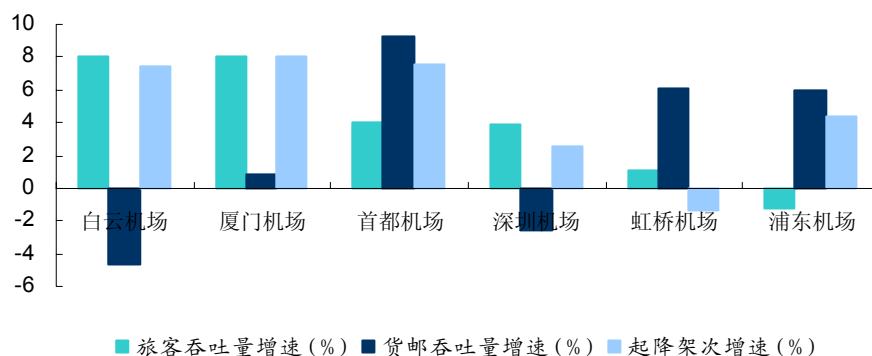
2008 年 1-12 月的机场数据显示，白云机场是国内航空业务增速最快的大型机场，旅客吞吐量增速达到 8.09%，远远超过其他大型枢纽机场，甚至领先于一般干线机场的增速。这与我们前面已经探讨过的，白云机场由于是珠三角是唯一容量富裕的大型机场，增速最快的判断完全吻合。因此，毫无疑问，白云机场将是国内收入增速最大的机场。

表 3 白云机场是国内航空业务增速最快的大型机场

1-12 月累计增速	白云机场	厦门机场	首都机场	深圳机场	虹桥机场	浦东机场
旅客吞吐量增速(%)	8.09	8.07	3.96	3.9	1.06	-1.28
货邮吞吐量增速(%)	-4.66	0.82	9.21	-2.58	6.04	5.93
起降架次增速(%)	7.43	7.99	7.54	2.59	-1.38	4.44

资料来源：长江证券研究部

图 6 白云机场的航空业务增速在国内处于领先地位（按旅客吞吐量增速排序）



资料来源：长江证券研究部

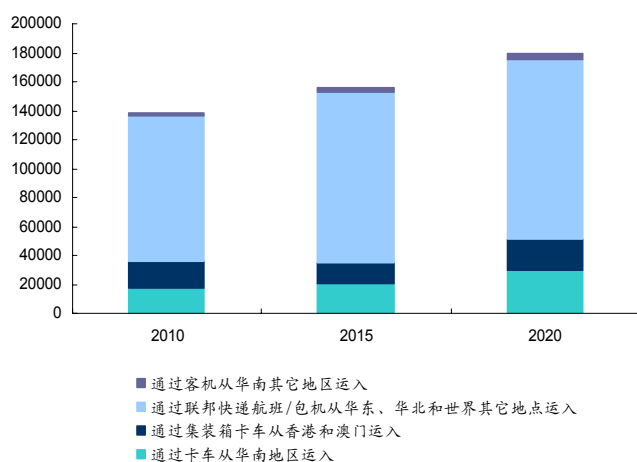
可能的刺激因素

联邦快递亚太转运中心马上正式投入运营

选址于白云机场的联邦快递亚太区转运中心已经于 2008 年 12 月 17 日开始试运营，目前每天一个航班。根据规划，该中心将成为联邦快递在美国本土以外建造的最大转运中心，将在未来 30 年内成为联邦快递在亚太区的运营枢纽。

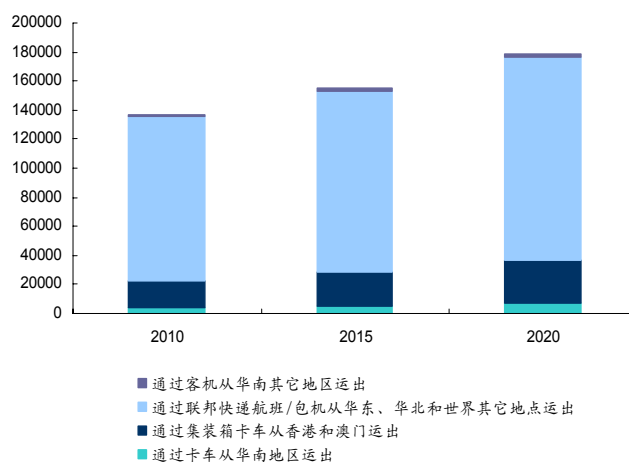
预测数据显示，FedEx 亚太转运中心在 2010-2020 年的运营，日平均吞吐量在 2010 年将达到 13.7 万件左右，2020 年将增长到 17.9 万件。转运中心内分拣设施的日平均分拣量在 2010 年为 88,000 件左右，2015 年为 111,000 件左右，2020 年为 125,000 件左右。分拣系统分拣能力 18000~21000 件/小时。

图 7 运入转运中心日平均处理快件数量



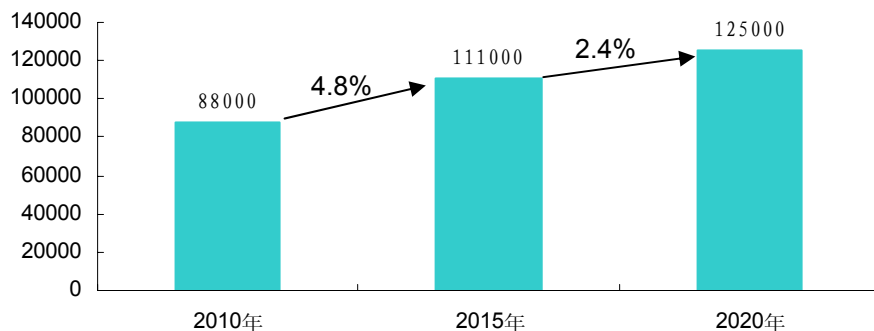
资料来源：长江证券研究部

图 8 运出转运中心日平均处理快件数量



资料来源：长江证券研究部

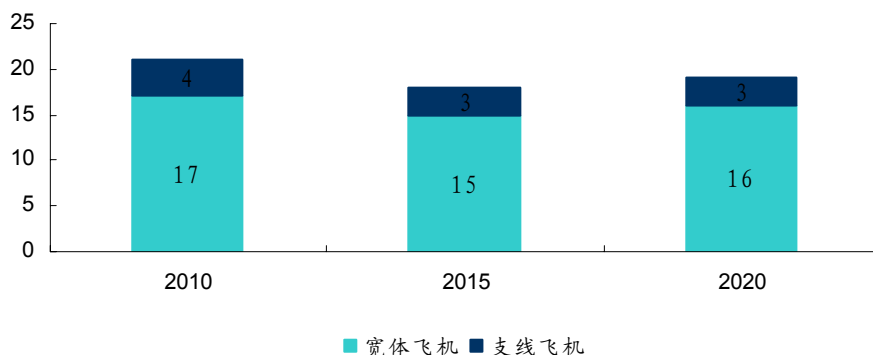
图 9 日平均分拣量预测(件)



资料来源：长江证券研究部

FedEx 计划 2010 年将有 17 家宽体飞机和 4 架支线飞机飞往广州转运中心。由于在 2015 年和 2020 年将启用更大的飞机，因此这两个年度飞往转运中心的飞机架次预计没有 2010 年多。飞机运载总量在 10 年预测期内呈增长趋势。

图 10 Fedex 广州基地机队规划



资料来源：长江证券研究部

FedEx 亚太转运中心正式运营将于 2009 年 2 月底展开，届时将实现每周 139 个航班，按照全年 52 周计算，一年将增加 7228 个航班。FedEx 航班的起降时间都在 23:00~7:00，不占用白云机场白天的跑道容量，因此能够在不影响正常客货运的基础上，提高白云机场起降架次 2.6%。

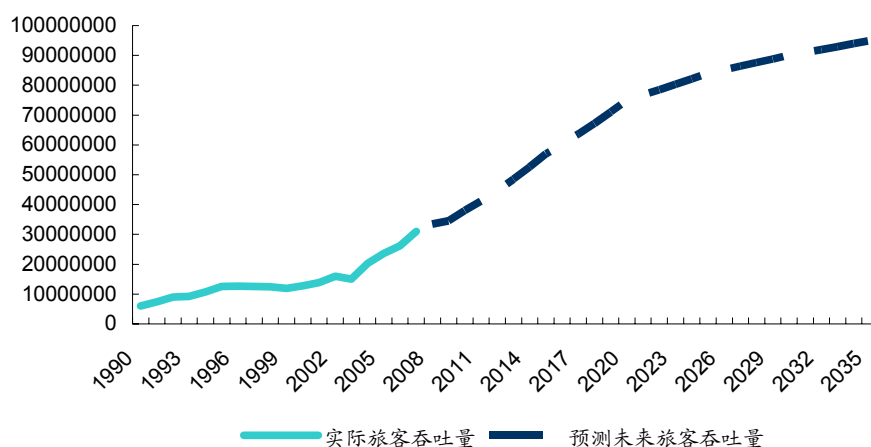
亚运会将在 2010 年进行

2010 年广州亚运会要办成有“中国特色、广东风格、广州风采”的历史上最出色的一届亚洲体育盛会，广州市计划总投资 2200 亿元，比上海迪士尼乐园的 400 亿元投资预算要多几倍，广州要借亚运会举办之机，完成“十年一大变”工程，把亚运建设与城市改建、旧城区改造、道路整治、环境卫生紧密结合，全方位提升现代化和国际化大都市形象。

白云机场是 2010 年亚运会的“形象工程”，亚运宾客踏入广州的第一个接待站就是白云机场，因此广州市政府对白云机场高度重视，白云机场也将极大的受益于亚运会。根据保守预测，白云机场 2010 年旅客吞吐量将达到 3800 万人，并且未来 10 年旅客吞吐量都会保持一个相

对快速的增长，2020 年以后将逐渐放缓。

图 11 白云机场旅客吞吐量预测



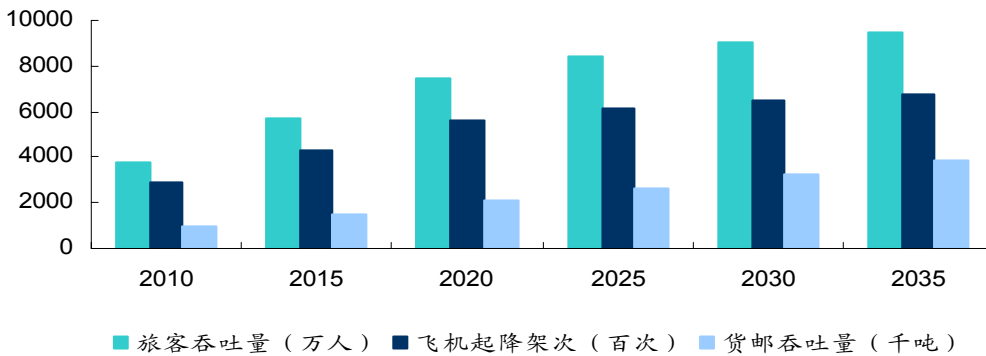
资料来源：长江证券研究部

表 4 白云机场航空业务量预测

年份	类别	年旅客吞吐量(万人次)	年飞机起降架次	货邮吞吐量预测值(吨)
2010	国内	3040	244932	956821.3
	国际及地区	760	48559	
	合计	3800	293490	
2015	国内	4489	355512	1472188.2
	国际及地区	1211	76466	
	合计	5700	431978	
2020	国内	5813	452664	2064820.2
	国际及地区	1688	105273	
	合计	7500	557937	
2025	国内	6405	490610	2635291.9
	国际及地区	1995	123004	
	合计	8400	613614	
2030	国内	6750	508678	3206235.5
	国际及地区	2250	137125	
	合计	9000	645803	
2035	国内	7125	528396	3900875.8
	国际及地区	2375	143092	
	合计	9500	671488	

资料来源：长江证券研究部

图 12 白云机场未来 25 年运营数据预测

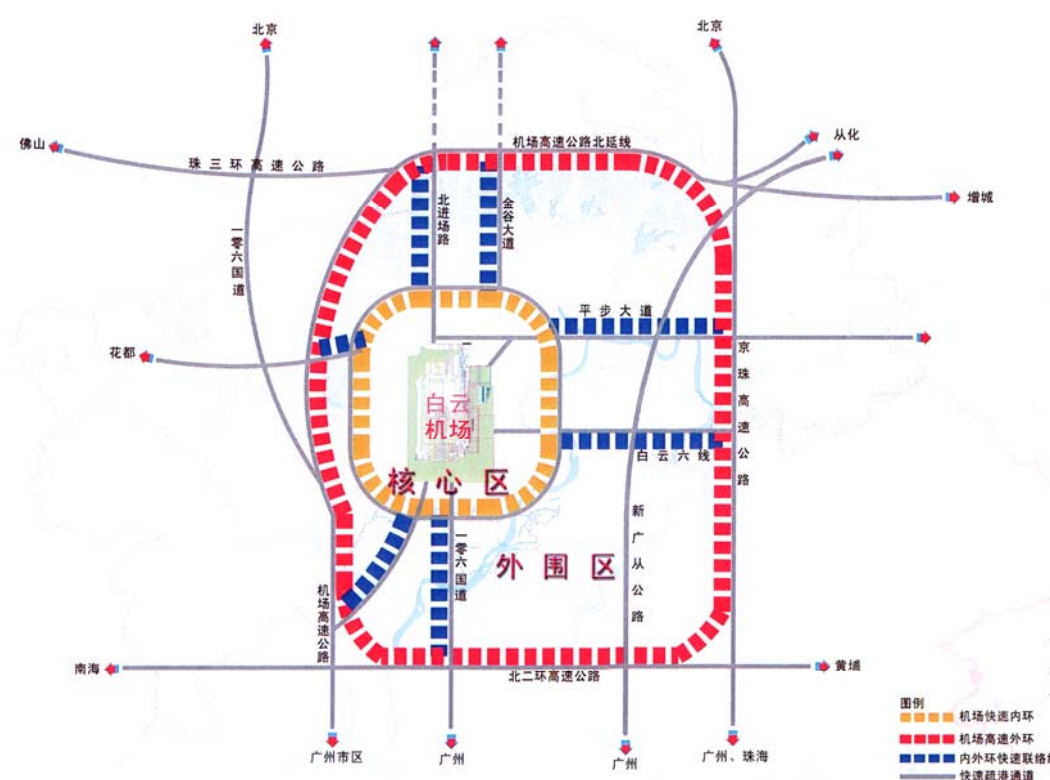


资料来源：长江证券研究部

周边路网的完善和轨道交通的贯通，大大加强辐射能力

根据广州市交通规划研究所对机场进出口及周边交通需求预测分析，结合周边地形地貌的特点，对地区重要交通走廊走向、交通节点布局方案进行了测试调整，形成了以机场为核心的双环、四纵四横的高快速路网架构。

图 13 白云机场周边两环四纵四横路网图



资料来源：长江证券研究部

(1) 双环：

内环（快速环路）：机场高速公路北延线西段——平步大道中段——机场东环路——白云六

线——106 国道机场南段

外环（高速路环）：机场高速公路——机场高速公路北延线——京珠高速公路——北二环高速公路

（2）四纵四横：

四纵：机场高速公路、106 国道、新广从公路、京珠高速公路

四横：北二环高速公路、白云六线、平步大道、珠三环（机场高速公路北延线）。

这样的网络交通形态，不但有利于机场核心区域的交通循环，同时还有利外围交通的快速联系和转换，大大提高白云机场对周边的辐射能力。根据规划，到 2010 年，将有 12 条高速公路与白云机场相连，从珠三角任何城市到白云机场都能在 2 小时内到达。

图 14 两条轨道交通连接白云机场



资料来源：长江证券研究部

根据广州轨道交通建设规划，白云机场附近规划的轨道线路包括轨道三号线和九号线。

（1）轨道三号线

三号线起自新进场，经人和、嘉禾、广州东站、沥军、番禺广场、广州新城止至海鸥岛，并设支线体育西路~天河客运站。三号线全长 84.5 公里，东站至机场段计划于 2009 年建成。

（2）轨道九号线

轨道九号线的一期工程以汽车城为起点，经花都中心区域新华镇，至白云机场与三号线接驳。九号线计划于 2006 年中开工，2009 年底建成。

2009 年两条轨道的建成，尤其是三号线的完工，将大大增强白云机场的接驳能力，提高白云机场对周边地区的辐射，同时全面推动空港物流园区的建设和发展，为白云机场带来更加充沛的客货流量。

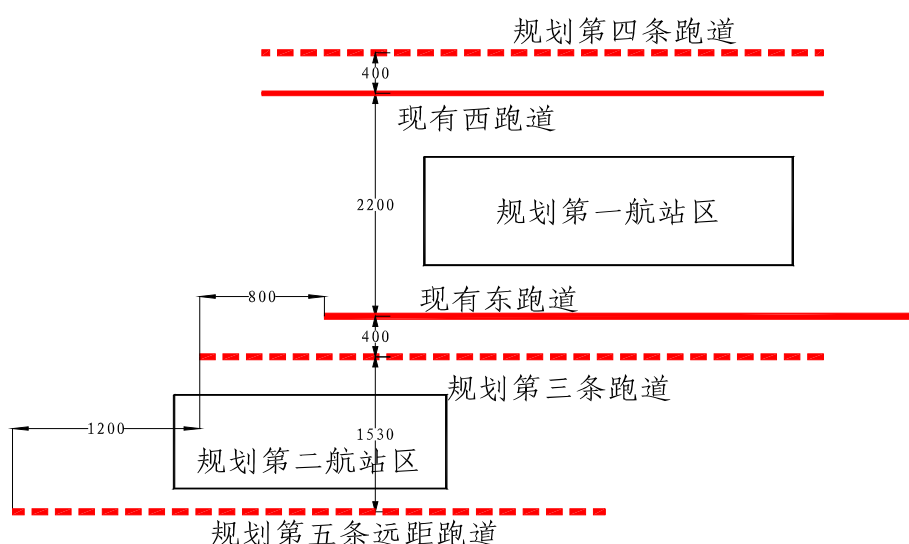
可能的风险因素

二期工程扩建短期内不会对公司造成影响

今年 8 月 29 日，广州白云国际机场二期扩建工程项目获得国家发改委批复立项，根据国家发改委批复文件，白云机场二期扩建工程包括第三条跑道、2 号航站楼主楼及候机指廊以及其他相关配套设施，总投资 140.36 亿元，其中 2 号航站楼主楼及指廊 53 万平米、跑道长 3800 米。项目建成后，白云机场将可以满足年旅客吞吐量 7500 万人次、货邮吞吐量 217 万吨、飞机起降量 62 万架次的需要。

白云机场是 2010 年亚运会的“形象工程”，广州市政府“十一五”规划中提到，要高质量建成白云国际机场二期工程，以求缓解 2010 年亚运会带来的客流量增多的压力。根据我们多方的了解，第三跑道将在亚运会之前完工，而 2 号航站楼则可能要延后，我们粗略估计可能会在 2011 年完工。

图 15 五条跑道规划图



资料来源：长江证券研究部

（1）第三跑道

白云机场共规划有 5 条跑道，现有两条投入运营，分别为东跑道和西跑道。在西跑道的西侧规划一条与西跑道等长、间距 400 米的平行跑道，两条跑道平齐。在东跑道的东侧规划一条

3800 米的跑道，与东跑道的间距为 400 米，以东跑道为参照向南错 800 米。在第三跑道的东侧规划一条 3800 米的跑道，跑道间距为 1530 米，以第三跑道为参照向南错 1200 米。

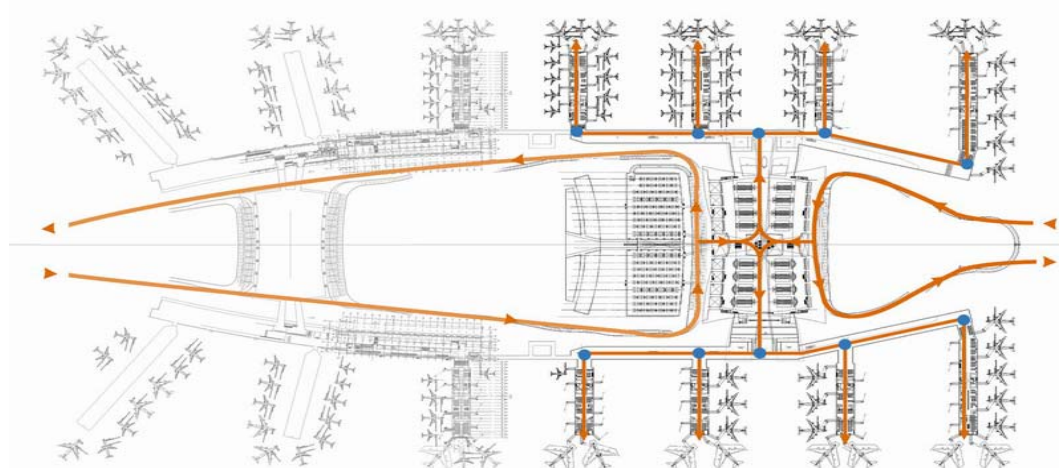
（2）二号航站楼

此次批复的二期工程中除了跑道外，还将建设 2 号航站楼主楼和东四、五、六指廊供国际旅客使用，现有东一指廊的国际部分全部纳入 1 号航站楼处理。原来的东-1 指廊合并到国内部分使用。

国内出港旅客通过 1 号航站楼办票，然后分散进入到东西连接楼办理安检，经东一、二、三和西一、二、三指廊候机-出港。

国际出港旅客到达 2 号航站楼办票，到东侧连接楼经海关和安检后，到东四、五、六候机-出港。

图 16 白云机场 2 号航站楼远期旅客出港流程



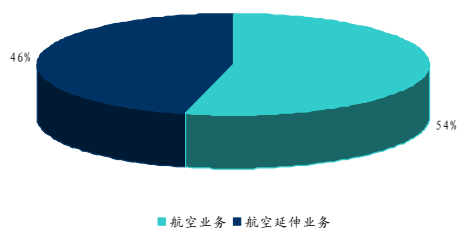
资料来源：长江证券研究部

按照惯例，机场扩建通常由集团负责投资和兴建，完工后再进入上市公司。而二期工程中的跑道和航站楼完工时间可能会存在差异，没有完工的资产，通常无法准确的进行评估，收购行为展开比较困难。二期的资产规模在 140 亿左右，采取增发股权的方式可能性较大，因此该部分资产分两次注入上市公司的可能性就较小了。我们判断，二期扩建将工程的资产可能会在 2011 年通过增发股份的形式一次性注入上市公司，而提前完工的跑道，则可能先采用租赁的方式来避免同业竞争。

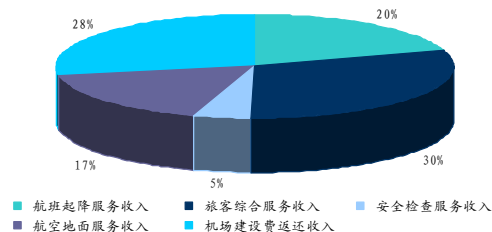
短期来看，机场扩建对上市公司基本不够成影响。长期来看，2011 年资产注入后，会产生巨额的折旧，同时产能利用率较低，公司的业绩会面临一定的压力，需要 1 年左右的时间进行消化。

机场建设费返还比例 2010 年前将保持稳定

白云机场是 A 股中唯一一家享有机场建设费返还的上市机场公司，能够获得 50% 的返还比例。公司的收入包括两个部分，航空业务和航空延伸业务，比例分别为 54% 和 46%。机场建设费返还收入占航空业务的 28%，大约占总收入的 15%。

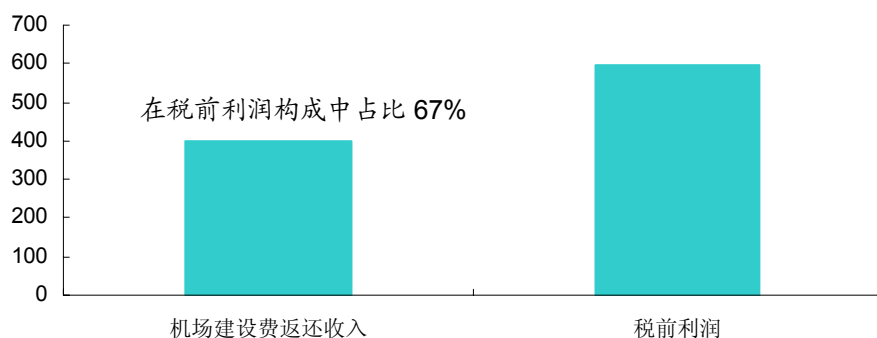
图 17 白云机场收入构成


资料来源：长江证券研究部

图 18 航空业务收入构成


资料来源：长江证券研究部

考虑到机场建设费返还收入几乎没有成本，因此我们将这部分收入与公司税前利润进行比较，占比大约为 67%。也就是说，如果取消这部分收入，公司的业绩大约下降 67%，对公司业绩造成重大影响。

图 19 机场建设费返还收入与税前利润比较


资料来源：长江证券研究部

根据公司最新的信息披露，在 2010 年前，机场建设费返还比例将保持在 48%。2010 年之后将如何征收，目前的政策尚不明朗。乐观的可能就是继续征收，而悲观的可能就是立刻取消。不过我们估计一次性全额取消的可能性不大，而采取中性的方案逐年递减，分期过渡的方式比较符合政府和上市公司的共同利益。

估值分析

最悲观的估值

白云机场在未来 3-5 年内经营上存在诸多变化，也包含了一定的风险，业绩将会随之波动。因此我们从最悲观的角度出发，采用 FCFF 方法对公司的价值进行评估，以获得公司价值的下限。具体的假设如下：

- 20 亿的中性货站和东三西三指廊在 2010 年进入公司资产负债表
- 140 亿的二期扩建工程将在 2011 年进入公司资产负债表
- 2011 年开始机场建设费返还被取消
- 第二阶段增长率取 5%，长期增长率取 0.5%，其他各项指标如表所示。

表 5 第一阶段的运营数据假设

指标	2008	2009	2010	2011	2012
旅客吞吐量（万人）	3327.98	3527.66	3845.15	4133.54	4443.55
同比	7.51%	6.00%	9.00%	7.50%	7.50%
货邮吞吐量（万吨）	65.864	77.72	96.37	113.72	130.78
同比	-26.40%	18.00%	24.00%	18.00%	15.00%
起降架次（千次）	278.80	306.67	340.41	371.05	400.73
同比	6.90%	10.00%	11.00%	9.00%	8.00%

资料来源：长江证券研究部

表 6 估值假设

假设	数值
第二阶段(2013-2020)年数	8
第二阶段增长率	5.00%
长期增长率	0.50%
应付债券利率	0.00
无风险利率 Rf	4.50%
β	0.82
Rm	11.00%
Ke	9.83%
税率	25.00%
Kd	4.20%
Ve	8,705.50
Vd	1,527.91
目标资本结构	40%
WACC	7.16%

资料来源：长江证券研究部

表 7 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段	(10,218.14)
第二阶段	9,651.90
第三阶段（终值）	16,940.41
企业价值 AEV	16,374.17
+ 非核心资产价值	758.74
- 少数股东权益	214.96
- 净债务	1,527.91
总股本价值	15,390.03
股本（万股）	1,150.00
每股价值（元）	13.38

资料来源：长江证券研究部

表 8 敏感性分析

敏感性测试结果					长期增长率(g)					
WACC	-1.50%	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	
4.66%	20.16	22.05	24.32	27.07	30.48	34.82	40.54	48.41	65.72	
5.16%	(1.37)	(1.36)	(1.35)	(1.35)	(1.34)	(1.34)	(1.33)	(1.33)	50.84	
5.66%	15.06	16.32	17.79	19.51	21.57	24.08	27.18	31.13	40.66	
6.16%	13.04	14.09	15.29	16.69	18.34	20.30	22.69	25.65	33.27	

6.66%	11.29	12.17	13.16	14.31	15.65	17.22	19.10	21.38	27.65
7.16%	9.75	10.49	11.33	12.29	13.38	14.66	16.16	17.95	23.24
7.66%	8.40	9.03	9.74	10.54	11.45	12.50	13.72	15.15	19.68
8.16%	7.21	7.74	8.35	9.02	9.78	10.65	11.66	12.82	16.74
8.66%	6.14	6.60	7.12	7.69	8.34	9.07	9.90	10.85	14.28
9.16%	5.18	5.59	6.03	6.52	7.07	7.69	8.38	9.18	12.19
9.66%	4.33	4.68	5.06	5.48	5.95	6.48	7.07	7.73	10.39

资料来源：长江证券研究部

经过我们的测算发现，按照最悲观的估值，公司的长期价值为 13.38 元，远远高于目前 8 元左右的股价。我们可以将这一价值作为公司合理价值区间的底限。

最乐观的估值

同理，我们采用最乐观的假设来获得公司价值的上限。具体的假设如下：

- 第二阶段增长率取 8%，长期增长率取 2%
- 机场建设费收入按照以下两种情况进行讨论，其余假设同上。

表 9 不同条件下的估值比较

条件	估值结果（元）
机场建设费永远采用目前的比例	32.53
机场建设费 2011 年取消	23.95

资料来源：长江证券研究部

通过以上的测算可以发现，当机场建设费收入永远采用目前的比例时，公司价值为 32.53 元。当然，我们认为这种情况是不太可能出现的。因此，当按照机场建设费 2011 年取消进行测算时，公司的价值上限为 23.95 元。

相对中性的估值

根据上面最悲观和最乐观的估值分析，我们可以认为公司的长期价值区间为 13.38-23.95 元。结合前面我们分析过的，2011 年突然取消公司的机场建设费可能性不大，因此假设在可预见的时间内，即 2012 年之间都不取消该项收费。其余的假设同上。

根据我们测算，公司 2009-2012 年的 EPS 分别为 0.52、0.61、0.24 和 0.33 元。从公司历史的估值水平来看，最低值为 20 倍，一般情况下在 30 倍上下。而参考国际各机场的估值水平可以发现，除个别机场外，大部分机场的 PE 中值都在 30 倍上下。因此我们综合考虑公司历史估值、国际估值区间和公司目前所处的成长阶段，我们给予公司相对略为保守的 28 倍 PE，以 2009 年 EPS0.52 元为基数，我们认为目前合理的股价为 14.5 元。因此维持“推荐”评级。

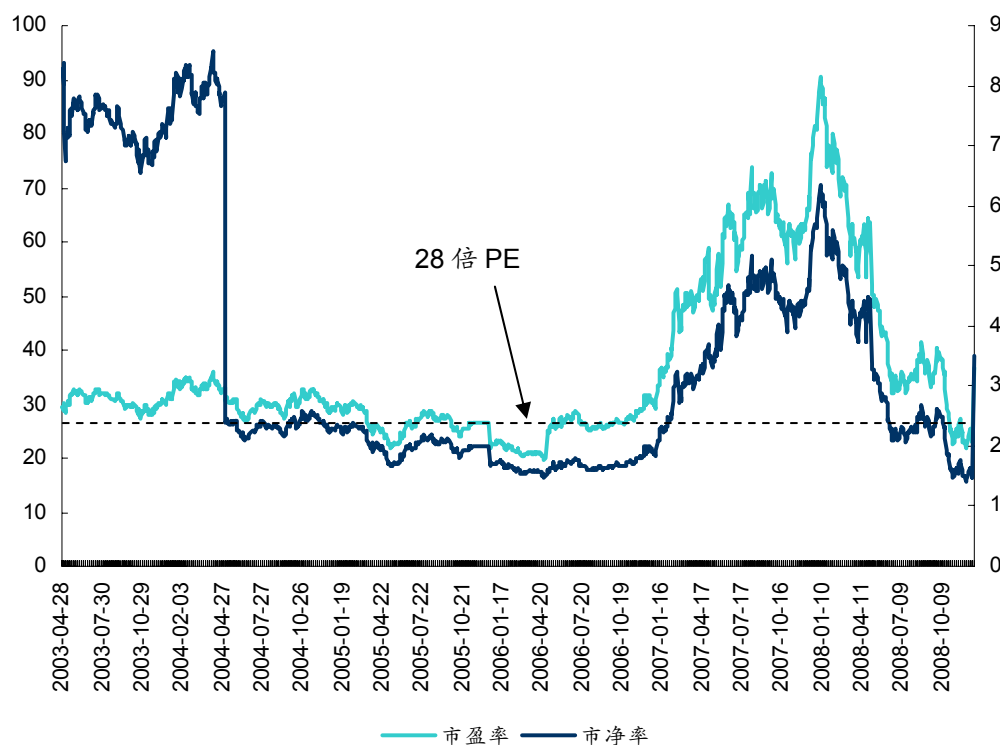
表 10 盈利预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2,409.80	2,683.44	2,938.87	3,219.52	3,594.47	3,990.42	4,382.43
营业收入增长率	12.12%	11.36%	9.52%	9.55%	11.65%	0.00%	0.00%
净利润（百万元）	293.88	360.86	490.40	596.23	701.45	617.56	830.78
净利润增长率	16.85%	22.79%	35.90%	21.58%	17.65%	-11.96%	34.52%
EPS（元）	0.29	0.36	0.43	0.52	0.61	0.24	0.33

ROE	7.01%	6.84%	8.50%	9.37%	9.93%	3.00%	3.88%
P/E	27	22	19	15	13	33	25
P/B	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	0.9	0.9

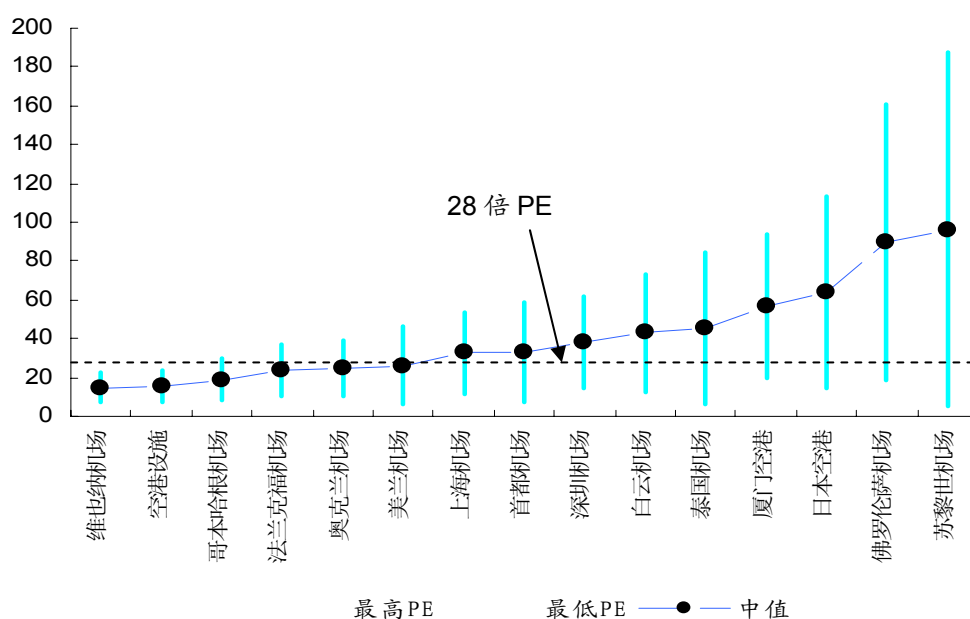
资料来源：长江证券研究部

图 20 公司历史估值分析



资料来源：长江证券研究部

图 21 国际机场公司估值分布分析



资料来源：长江证券研究部

表 11 公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2683	2939	3220	3594	货币资金	556	609	667	744
营业成本	1429	1687	1754	1946	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1255	1252	1465	1648	应收账款	679	1176	1127	1078
% 营业收入	46.75%	42.58%	45.52%	45.85%	存货	28	33	34	38
营业税金及附加	102	112	123	137	预付账款	8	10	10	11
% 营业收入	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%	其他流动资产	50	46	46	46
销售费用	137	59	58	58	流动资产合计	1321	1873	1885	1919
% 营业收入	5.11%	2.00%	1.80%	1.60%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	317	288	284	281	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.81%	9.81%	8.81%	7.81%	长期股权投资	150	150	150	150
财务费用	101	84	139	158	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.77%	2.85%	4.33%	4.41%	固定资产合计	7503	7544	9134	8811
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	30	29	27	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	50	50	50	50
营业利润	594	709	862	1015	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	22.15%	24.11%	26.78%	28.23%	资产总计	9111	9727	11393	11081
营业外收支	4	2	2	2	短期贷款	1300	1218	1062	833
利润总额	599	711	864	1017	应付款项	67	169	175	195
% 营业收入	22.31%	24.19%	26.85%	28.29%	预收账款	30	63	99	139
所得税费用	206	178	216	254	应付职工薪酬	168	198	206	228
净利润	392	533	648	763	应交税费	201	220	241	270
归属于母公司所有者					其他流动负债	1369	1280	382	426
的净利润	361	490	596	701	流动负债合计	3135	3148	2165	2091
少数股东损益	31	43	52	61	长期借款	240	310	2310	1310
EPS (元/股)	0.36	0.43	0.52	0.61	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1144	581	354	1514	负债合计	3375	3458	4475	3401
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	5564	6054	6651	7352
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	172	215	267	328
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5736	6269	6918	7680
固定资产投资	-352	-352	-2000	-50	负债及股东权益	9111	9727	11393	11081
其他	6	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-346	-352	-2000	-50		2007A	2008E	2009E	2010E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.31	0.43	0.52	0.61
股权融资	206.88	0	0	0	BVPS	5.0	5.5	6.0	6.7
银行贷款增加 (减少)	3300	-12	1844	-1228	PE	22.2	18.8	15.4	13.1
筹资成本	101	84	139	158	PEG	0.6	0.9	0.9	1.9
其他	-4332	-248	-278	-317	PB	1.6	1.5	1.3	1.2
筹资活动现金流净额	-724	-176	1705	-1387	EV/EBITDA	14.6	9.3	8.8	6.8

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

杨志清，同济大学道路与机场工程系博士，交通部公路科学研究院联合培养研究生，从事交通运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。