

2009 年 02 月 10 日

市场数据(人民币)

市价(元)	9.08
已上市流通A股(百万股)	1,015.00
总市值(百万元)	10,442.00
年内股价最高最低(元)	18.88/6.87
沪深 300 指数	2296.67
上证指数	2224.71
2007 年股息率	1.63%


相关报告

- 1 《航空性业务增速低于市场预期》，2008.12.1
- 2 《非航业务抵抗周期性,货运业务翻开新里程》，2008.11.19

曾旭

 (8621)61038319
 zengx@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

白云机场 (600004.SH)

——联邦快递亚太转运中心启用，短期对利润贡献不大

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.252	0.292	0.314	0.423	0.531	0.584
净利润增长率	-11.31%	16.17%	23.49%	34.86%	25.47%	9.97%
先前预期每股收益(元)	0.252	0.292	0.314	0.415	0.562	0.649
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.424	0.489	0.574
市盈率(倍)	26.88	25.80	66.86	21.46	17.10	15.55
行业优化市盈率(倍)	21.80	23.81	46.02	25.02	25.02	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	N/A	1.60	2.85	0.62	0.67	1.56
已上市流通A股(百万股)	476.00	496.96	496.96	496.96	496.96	496.96
总股本(百万股)	1,000.00	1,000.00	1,150.00	1,150.00	1,150.00	1,150.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 2 月 6 日，白云机场联邦快递亚太转运中心正式启用，白云机场取代菲律宾苏比克湾成为联邦快递新的亚太转运中心。目前，联邦快递使用 MD11 和 A310 机型运营，在白云机场每周执行 68 个航班共 136 个起降架次，未来联邦快递根据市场情况逐渐大航班投入、增加起降架次以及调换更大机型。
- 根据投放机型、起降架次、收费标准、航班载运率和预计折扣等变量，我们测算出联邦快递亚太转运中心短期内对白云机场的利润贡献并不大，2009-2011 年增加白云机场 EPS 分别为 0.013 元、0.019 元和 0.024 元。
- 联邦快递在白云机场的亚太转运中心的长期价值在于未来对广州和华南地区带来的巨大的产值和就业机会，以及对于白云机场货运短板的弥补和国际航线网络的构建。（详见我们对白云机场的投资价值报告《非航业务抵抗周期性，货运业务翻开新里程》）
- 财政部和民航局批复了白云机场 08 年机场建设费返还比例为 48%，高于我们此前 45% 的预期。但财政部和民航局并没有对白云机场 09-10 年机场建设费返还比例进行批复，也没有对 2011 年之后白云机场是否继续享受机场建设费返还进行说明。我们谨慎预测 09-10 年白云机场的机场建设费返还比例分别为 45% 和 40%，2011 年开始白云机场不再享受返还。
- 根据联邦快递亚太转运中心启用、机场建设费返还比例预测和年度生产数据变化，我们调整了白云机场的盈利预测，我们预计白云机场 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.423 元、0.531 元和 0.584 元，EBS 分别为 5.081 元、5.433 元和 5.837 元。
- 参照国际和国内上市机场的估值水平，考虑到白云机场的机场建设费返还比例的重大不确定性，我们继续给予白云机场 15XPE 和 1.4XPB，则白云机场的股价应该在 7.114-8.760 元之间，我们维持持有评级。

内容目录

联邦快递亚太转运中心正式启用.....	3
短期对利润贡献不大	3
长期带来巨大产值和就业机会	4
构建国际航线网络和弥补货运短板	4
机场建设费返还问题是白云机场的最大风险.....	4
生产预测和收入预测	5
附录：三张报表预测摘要	7

图表目录

图表 1：联邦快递亚太转运中心未来发展预测	3
图表 2：国内上市机场货邮吞吐量增速对比.....	4
图表 3：2011 年白云机场净利润大幅下滑 50%.....	5
图表 4：2008 年白云机场月度生产数据	5
图表 5：白云机场年度生产数据预测	5
图表 6：2008-2011 年白云机场主营收入预测	6
图表 7：全球上市机场估值（2009 年 2 月 9 日）	6

联邦快递亚太转运中心正式启用

短期对利润贡献不大

- 2月6日，白云机场联邦快递亚太转运中心正式启用，白云机场取代菲律宾苏比克湾成为联邦快递新的亚太转运中心。目前，联邦快递使用 MD11 和 A310 机型运营，在白云机场每周执行 68 个航班共 136 个起降架次，未来联邦快递根据市场情况逐渐加大航班投入、增加起降架次以及调换更大机型（如 A380 机型）。
- 根据投放机型、起降架次、收费标准、航班载运率和预计折扣等变量，我们测算出来联邦快递亚太转运中心启用当年就能给白云机场带来 45 万吨货邮吞吐量（按 11 个月计算），而白云机场 2008 年货邮吞吐量仅 68.6 万吨。
- 目前联邦快递亚太转运中心仅投入航班 8-12 架，且联邦快递可以享受起降费和安检费较大幅度的折扣优惠，因此短期内联邦快递亚太转运中心对白云机场的利润贡献并不大，2009-2011 年增加白云机场 EPS 分别为 0.013 元、0.019 元和 0.024 元。
- 联邦快递亚太转运中心项目是广州白云国际机场扩建工程的核心项目之一，主体工程共征地约 2448 亩，按照满足 2020 年日均快件吞吐量 17.9 万件、日均分拣量 12.5 万件的需求进行设计，高峰小时的分拣能力为 27000 件。

图表1：联邦快递亚太转运中心未来发展预测

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
假设前期MD11和A310运营							
假设MD11运营数量	8	10	12	14	16	18	20
假设A310运营数量	2	4	6	8	10	12	14
MD11每周航班数	56	70	84	98	112	126	140
A310每周航班数	14	28	42	56	70	84	98
MD11年起降架次	2912	3640	4368	5096	5824	6552	7280
A310年起降架次	728	1456	2184	2912	3640	4368	5096
MD11最大起飞权重(吨)	286	286	286	286	286	286	286
A310最大起飞权重(吨)	153	153	153	153	153	153	153
单架MD11起降费(元)	13,416	13,416	13,416	13,416	13,416	13,416	13,416
单架A310起降费(元)	6,532	6,532	6,532	6,532	6,532	6,532	6,532
MD11年起降费用(元)	39,067,392	48,834,240	58,601,088	68,367,936	78,134,784	87,901,632	97,668,480
A310年起降费用(元)	4,755,296	9,510,592	14,265,888	19,021,184	23,776,480	28,531,776	33,287,072
年起降费用合计(元)	43,822,688	58,344,832	72,866,976	87,389,120	101,911,264	116,433,408	130,955,552
MD11最大业载(吨)	75	75	75	75	75	75	75
A310最大业载(吨)	34	34	34	34	34	34	34
假设快件载运率	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
年快件出港量(吨)	194,522	258,003	321,485	384,966	448,448	511,930	575,411
假设普货载运率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
年普货出港量(吨)	48,630	64,501	80,371	96,242	112,112	127,982	143,853
年货邮出港量(吨)	243,152	322,504	401,856	481,208	560,560	639,912	719,264
年货邮吞吐量(吨)	486,304	645,008	803,712	962,416	1,121,120	1,279,824	1,438,528
每吨安检费(元)	70	70	70	70	70	70	70
年安检费用(元)	17,020,640	22,575,280	28,129,920	33,684,560	39,239,200	44,793,840	50,348,480
收入合计(元)	60,843,328	80,920,112	100,996,896	121,073,680	141,150,464	161,227,248	181,304,032
假设折扣率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
贡献收入(元)	33,463,830	48,552,067	60,598,138	72,644,208	84,690,278	96,736,349	108,782,419
假设毛利率(夜间使用)	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
假设销售利润率	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
贡献净利润(元)	15,058,724	21,848,430	27,269,162	32,689,894	38,110,625	43,531,357	48,952,089
贡献EPS(元)	0.013	0.019	0.024	0.028	0.033	0.038	0.043

来源：国金证券研究所

长期带来巨大产值和就业机会

- 国内外权威机构研究显示，到 2010 年，联邦快递亚太转运中心将给华南地区带来 131 亿美元的年产值和 11.3 万人的就业机会。到 2020 年，则将给华南地区带来 740 亿美元的年产值和 61 万人的就业。
- 正因为联邦快递亚太转运中心对广州地区经济和就业的贡献，广州市政府和广州省机场集团才同意给予联邦快递在白云机场的起降费和安检费较大幅度的优惠。因为收费标准严格保密，我们预计联邦快递可以享受民航局规定的外航收费标准基础上打六折，相当于内航外线的收费标准。

构建国际航线网络和弥补货运短板

- 目前联邦快递将有 16 条国际货运航线，136 架货机进出这个新转运中心，往返于联邦快递所提供服务的 220 多个国家和地区。未来随着联邦快递亚太转运中心的高速发展，白云机场的国际航线和通航国家将进一步增加。
- 白云机场的货运业务一直受香港机场和深圳机场的挤压，增速长期低于国内其他上市机场。联邦快递亚太转运中心的投入运营将翻开白云机场货运业务的新里程。2009-2011 年白云机场货运业务同比增速分别为 66%、21.8% 和 15.7%，而 2006-2008 年白云机场货运业务同比增速分别为 8.8%、6.4% 和 -1.3%。（详见我们对白云机场的投资价值报告《非航业务抵抗周期性，货运业务翻开新里程》）

图表2：国内上市机场货邮吞吐量增速对比

	货邮吞吐量（万吨）												
	白云机场	首都机场	浦东机场	虹桥机场	深圳机场	厦门机场	白云增速	首都增速	浦东增速	虹桥增速	深圳增速	厦门增速	
2001年	45.63	59.12	35.25	45.19	21.16	7.80							
2002年	49.69	62.90	63.50	43.99	28.86	11.00	8.9%	6.4%	80.1%	-2.7%	36.4%	41.0%	
2003年	45.37	66.27	118.93	20.85	35.36	12.06	-8.7%	5.4%	87.3%	-52.6%	22.5%	9.6%	
2004年	50.70	66.87	164.22	29.40	42.33	14.17	11.7%	0.9%	38.1%	41.0%	19.7%	17.5%	
2005年	60.06	78.21	185.71	35.96	46.65	15.87	18.5%	17.0%	13.1%	22.3%	10.2%	12.1%	
2006年	65.33	120.18	216.81	36.36	55.92	17.50	8.8%	53.7%	16.7%	1.1%	19.9%	10.3%	
2007年	69.51	141.65	255.92	38.89	61.62	19.36	6.4%	17.9%	18.0%	7.0%	10.2%	10.6%	
2008年	68.61	137.00	263.57	41.16	59.80	19.47	-1.3%	-3.3%	3.0%	5.8%	-3.0%	0.5%	

来源：公司数据 国金证券研究所

机场建设费返还问题是白云机场的最大风险

- 根据我们的了解，白云机场可以享受 2006-2010 年的机场建设费返还，返还比例不低于 40%。2006 - 2007 年，白云机场确实享受了 50% 的机场建设费返还，白云机场直接作为收入处理。
- 白云机场 2007 年的机场建设费返还收入为 4 亿元，占营业收入的 15%，占利润总额的 67%。因此，机场建设费返还比例对白云机场的收入、利润和股价的影响都非常大。
- 近期，财政部和民航局批复了白云机场 08 年机场建设费返还比例为 48%，高于我们此前 45% 的预期。但财政部和民航局并没有对白云机场 09-10 年的返还比例进行批复，也没有对 2011 年之后白云机场是否继续享受返还进行说明。
- 我们谨慎预测 09-10 年白云机场的机场建设费返还比例分别为 45% 和 40%，2011 年开始白云机场不再享受机场建设费返还。按照这个关键假设，2011 年白云机场净利润将大幅下滑 50%。

图表3：2011年白云机场净利润大幅下滑50%

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2008增速	2009增速	2010增速	2011增速	2012增速	2013增速
营业收入	2681.05	3018.99	3278.99	3483.97	3397.11	3676.28	4017.70	12.60%	8.61%	6.25%	-2.49%	8.22%	9.29%
营业成本	1428.82	1781.20	1854.97	1942.89	2129.92	2304.95	2519.02	24.66%	4.14%	4.74%	9.63%	8.22%	9.29%
净利润	360.86	486.66	610.64	671.51	333.91	395.17	447.55	34.86%	25.47%	9.97%	-50.28%	18.35%	13.26%
EPS	0.314	0.423	0.531	0.584	0.290	0.344	0.389	34.86%	25.47%	9.97%	-50.28%	18.35%	13.26%

来源：公司数据 国金证券研究所

生产预测和收入预测

图表4：2008年白云机场月度生产数据

	旅客吞吐量 (万人次)	货邮吞吐量 (吨)	航班起降架次 (架次)	旅客吞吐量 增速%	货邮吞吐量 增速%	航班起降架次 增速%
2008-02	282.90	41036	23602	17.88%	-2.80%	11.00%
2008-03	300.00	64570	23876	12.99%	11.60%	10.27%
2008-04	289.22	63469	23783	9.59%	4.58%	6.81%
2008-05	268.25	57365	23296	6.79%	1.37%	8.18%
2008-06	246.24	52810	21098	4.25%	-5.32%	4.73%
2008-07	285.66	53186	23837	7.80%	-6.38%	8.96%
2008-08	261.32	51481	23272	-3.29%	-16.59%	6.03%
2008-09	263.19	58601	22058	3.99%	-13.76%	3.33%
2008-10	299.10	53025	24692	5.84%	-7.37%	7.06%
2008-11	292.3	51643	23060	6.28%	-15.00%	3.36%
2008-12	273.5	52913	23164	3.30%	-15.36%	5.60%
合计	3,343.72	685955	279037	8.00%	-1.30%	7.50%

来源：公司数据 国金证券研究所

图表5：白云机场年度生产数据预测

	航班起降架次 (万架次)	航班起降架次 增速	旅客吞吐量 (万人次)	旅客吞吐量 增速	货邮吞吐量 (万吨)	货邮吞吐量 增速
2001年	13.74		1382.93		45.63	
2002年	14.77	7.51%	1601.44	15.80%	49.69	8.90%
2003年	14.23	-3.65%	1501.27	-6.25%	45.37	-8.68%
2004年	18.28	28.46%	2032.61	35.39%	50.70	11.74%
2005年	21.13	15.61%	2355.83	15.90%	60.06	18.47%
2006年	23.24	9.98%	2622.20	11.31%	65.33	8.77%
2007年	26.08	12.23%	3095.85	18.06%	69.51	6.40%
2008年	28.03	7.47%	3343.52	8.00%	68.61	-1.30%
2009E	29.71	6.00%	3577.56	7.00%	113.87	65.98%
2010E	31.79	7.00%	3863.77	8.00%	138.64	21.76%
2011E	34.34	8.00%	4211.51	9.00%	160.44	15.73%

来源：公司数据 国金证券研究所

图表6：2008-2011 年白云机场主营收入预测

	2007	2008E	2009E	2010E	2008增速	2009增速	2010增速
航班起降费	288.23	364.27	389.99	421.46	26.38%	7.06%	8.07%
旅客服务费	434.17	663.67	751.80	820.07	52.86%	13.28%	9.08%
安检费	70.55	114.02	146.55	157.97	61.62%	28.53%	7.79%
地面服务费	246.34	178.02	190.59	205.97	-27.73%	7.06%	8.07%
机场建设费返还	400.86	421.57	422.89	405.98	5.17%	0.31%	-4.00%
航空性业务收入小计	1440.14	1741.56	1901.83	2011.44	20.93%	9.20%	5.76%
航空性延伸业务收入	679.26	733.61	784.96	847.76	8.00%	7.00%	8.00%
租赁收入	205.53	215.80	265.90	298.66	5.00%	23.21%	12.32%
广告收入	149.45	196.34	241.92	271.72	31.37%	23.21%	12.32%
住宿餐饮收入	76.81	53.77	37.64	26.35	-30.00%	-30.00%	-30.00%
商贸收入	129.85	77.91	46.74	28.05	-40.00%	-40.00%	-40.00%
非航收入小计	561.64	543.82	592.20	624.77	-3.17%	8.90%	5.50%
营业收入合计	2681.05	3018.99	3278.99	3483.97	12.60%	8.61%	6.25%

来源：国金证券研究所

- 根据白云机场的联邦快递亚太转运中心启用、机场建设费返还比例预测和年度生产数据的变化，我们调整了白云机场的未来盈利预测，我们预计白云机场 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.423 元、0.531 元和 0.584 元，EBS 分别为 5.081 元、5.433 元和 5.837 元。
- 参照国际和国内上市机场的估值水平，考虑到白云机场的机场建设费返还比例的重大不确定性，我们继续给予白云机场 15XPE 和 1.4XPB，则白云机场的股价应该在 7.114-8.760 元之间，我们维持持有评级。

图表7：全球上市机场估值（2009 年 2 月 9 日）

公司名称		代码	CRNCY	收盘价	EPS				PE				PB			
					2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
白云机场	GUANGZHOU BAIYUN INTERNATIONAL	600004 CH EQUITY	CNY	7.89	0.36	0.43	0.55	0.69	58.28	21.04	16.48	13.23	4.34	1.71	1.57	1.39
上海机场	SHANGHAI INTERNATIONAL AIR-A	600009 CH EQUITY	CNY	12.75	0.88	0.50	0.62	0.75	42.64	28.18	22.46	18.50	6.26	2.18	2.04	1.88
深圳机场	SHENZHEN AIRPORT CO-A	000089 CH EQUITY	CNY	5.75	0.33	0.18	0.34	0.37	38.52	33.77	18.12	16.79	5.18	2.11	1.97	1.83
厦门空港	IAMEN INTERNATIONAL AIR-A	600897 CH EQUITY	CNY	13.45	0.55	0.61	0.80	0.88	34.64	23.08	17.60	16.07	4.91	3.18	3.13	4.29
国内平均					0.53	0.43	0.58	0.67	34.64	21.43	16.29	15.38	5.17	2.30	2.18	2.35
北京首都机场	BEIJING CAPITAL INTL AIRPO-H	694 HK EQUITY	HKD	3.61	0.28	0.01	0.05	0.11	44.24	327.85	60.71	30.08	4.67	1.12	1.04	1.02
美兰机场	HAINAN MEILAN INTL AIRPORT-H	357 HK EQUITY	HKD	3	0.29	0.44	0.43	0.46	31.97	6.01	6.18	5.66	2.59	0.68	0.64	0.60
香港平均					0.29	0.22	0.24	0.29	38.11	166.93	33.45	17.87	3.63	0.90	0.84	0.81
空港施設	AIRPORT FACILITIES CO LTD	8864 JP EQUITY	JPY	516	50.7	56.5	n/a	n/a	14.69	9.027	10.559	n/a	0.94	n/a	n/a	n/a
日本空港	JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	9706 JP EQUITY	JPY	1020	24.7	41.8	53.20	53.20	69.54	24.09	24.99	18.93	1.49	0.85	0.82	0.80
泰国机场	AIRPORTS OF THAILAND PCL	AOT TB EQUITY	THB	18.1	0.8	1.8	1.87	1.87	81.58	9.86	9.70	9.70	1.28	0.35	0.34	0.33
法兰克福机场	FLUGHAFEN ZUERICH AG-REG	FRA GR EQUITY	EUR	31.4	2.3	2.1	1.85	1.98	23.62	14.92	16.95	15.85	2.00	1.13	1.10	1.08
奥克兰机场	AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	AIA NZ EQUITY	NZD	1.9	0.2	0.1	0.09	0.09	17.35	22.93	21.12	21.12	2.09	1.20	1.26	1.25
哥本哈根机场	KOBENHAVNS LUFTHAVNE	KBHL DC EQUITY	DKK	1020	141.8	105.3	95.26	99.57	16.33	9.69	10.71	10.25	4.87	2.35	2.43	2.43
维也纳机场	FLUGHAFEN WIEN AG	FLU AV EQUITY	EUR	30.9	4.2	4.4	3.31	3.03	18.90	7.07	9.35	10.19	2.26	0.84	0.83	0.82
苏黎世机场	FLUGHAFEN ZUERICH AG-REG	UZAN SW EQUITY	CHF	251	21.3	23.0	21.22	22.32	21.60	10.93	11.83	11.25	2.06	1.05	0.99	0.93
巴黎机场	ADP	ADP FP EQUITY	EUR	43.195	3.3	2.7	2.75	3.11	21.54	15.97	15.73	13.91	2.35	1.39	1.33	1.26
外国平均					27.69	26.41	22.44	23.15	31.68	13.83	14.55	13.90	2.15	1.14	1.13	1.11

来源：彭博咨询 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2,149	2,410	2,683	3,019	3,312	3,533
增长率		12.1%	11.4%	12.5%	9.7%	6.6%
主营业务成本	-1,186	-1,261	-1,429	-1,781	-1,855	-1,943
% 销售收入	55.2%	52.3%	53.2%	59.0%	56.0%	55.0%
毛利	963	1,149	1,255	1,238	1,457	1,590
% 销售收入	44.8%	47.7%	46.8%	41.0%	44.0%	45.0%
营业税金及附加	-76	-88	-102	-115	-126	-134
% 销售收入	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
营业费用	-131	-124	-137	-63	-70	-74
% 销售收入	6.1%	5.2%	5.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	-266	-311	-317	-272	-298	-318
% 销售收入	12.4%	12.9%	11.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	490	626	698	788	964	1,063
% 销售收入	22.8%	26.0%	26.0%	26.1%	29.1%	30.1%
财务费用	-90	-153	-101	-90	-101	-113
% 销售收入	4.2%	6.4%	3.8%	3.0%	3.0%	3.2%
资产减值损失	0	0	-3	-14	-8	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	-2	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	397	471	594	683	855	943
营业利润率	18.5%	19.5%	22.2%	22.6%	25.8%	26.7%
营业外收支	2	0	4	-1	-1	-1
税前利润	399	471	599	682	854	942
利润率	18.6%	19.5%	22.3%	22.6%	25.8%	26.7%
所得税	-137	-167	-206	-171	-214	-236
所得税率	34.4%	35.6%	34.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	262	303	392	512	641	707
少数股东损益	10	11	31	25	30	35
归属于母公司的净利润	252	292	361	487	611	672
净利率	11.7%	12.1%	13.4%	16.1%	18.4%	19.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	252	292	392	512	641	707
少数股东损益	10	11	0	0	0	0
非现金支出	387	374	395	471	533	602
非经营收益	103	149	70	92	106	118
营运资金变动	-287	215	287	-529	-40	-34
经营活动现金净流	465	1,042	1,144	545	1,240	1,393
资本开支	-3,328	-68	-346	-96	-2,204	-105
投资	-15	-3	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3,343	-71	-346	-97	-2,204	-105
股权募资	13	29	207	0	0	0
债权募资	2,528	-640	-643	-299	1,326	-1,013
其他	-305	-252	-289	-105	-312	-324
筹资活动现金净流	2,235	-863	-725	-404	1,014	-1,338
现金净流量	-643	108	72	44	50	-50

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	376	483	556	600	650	600
应收款项	1,008	908	729	1,235	1,140	1,016
存货	30	27	28	37	38	40
其他流动资产	20	11	8	12	13	13
流动资产	1,434	1,429	1,321	1,884	1,841	1,669
% 总资产	18.3%	19.0%	14.5%	20.2%	16.8%	16.2%
长期投资	178	162	150	151	150	150
固定资产	6,112	5,800	7,513	7,152	8,831	8,341
% 总资产	77.9%	77.3%	82.5%	76.8%	80.6%	81.1%
无形资产	121	110	77	30	29	29
非流动资产	6,412	6,072	7,790	7,432	9,110	8,619
% 总资产	81.7%	81.0%	85.5%	79.8%	83.2%	83.8%
资产总计	7,846	7,501	9,111	9,316	10,950	10,288
短期借款	1,568	443	1,380	481	1,258	794
应付款项	596	679	1,373	1,362	1,210	1,038
其他流动负债	169	1,700	383	592	618	642
流动负债	2,333	2,823	3,135	2,435	3,086	2,475
长期贷款	1,360	320	240	340	390	340
其他长期负债	0	0	0	500	1,000	500
负债	3,693	3,143	3,375	3,275	4,476	3,315
普通股股东权益	3,986	4,178	5,564	5,844	6,247	6,712
少数股东权益	167	180	172	197	227	262
负债股东权益合计	7,846	7,501	9,111	9,316	10,950	10,288

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.252	0.292	0.314	0.423	0.531	0.584
每股净资产	3.986	4.178	4.838	5.081	5.432	5.836
每股经营现金净流	0.465	1.042	0.994	0.474	1.078	1.211
每股股利	0.100	0.150	0.180	0.180	0.180	0.180
回报率						
净资产收益率	6.31%	6.99%	6.49%	8.33%	9.77%	10.01%
总资产收益率	3.21%	3.90%	3.96%	5.22%	5.58%	6.53%
投入资本收益率	4.54%	7.88%	6.22%	8.03%	7.92%	9.26%
增长率						
主营业务收入增长率	39.49%	12.12%	11.36%	12.50%	9.72%	6.64%
EBIT增长率	7.14%	27.74%	11.56%	12.80%	22.33%	10.31%
净利润增长率	-11.31%	16.18%	23.50%	34.86%	25.47%	9.97%
总资产增长率	0.44%	-4.40%	21.47%	2.25%	17.54%	-6.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	128.9	137.8	104.9	143.0	120.0	100.0
存货周转天数	7.8	8.3	7.0	7.5	7.5	7.5
应付账款周转天数	16.5	16.7	16.0	9.0	9.0	9.0
固定资产周转天数	1,026.0	876.1	1,020.6	864.4	972.7	861.4
偿债能力						
净负债/股东权益	61.46%	6.43%	18.56%	11.94%	30.85%	14.83%
EBIT利息保障倍数	5.4	4.1	6.9	8.7	9.5	9.4
资产负债率	47.07%	41.90%	37.04%	35.16%	40.88%	32.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	3	9
买入	0	1	5	9	29
持有	0	0	0	2	11
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.67	1.83	1.97

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-08-01	买入	18.21	19.16 ~ 22.50
2 2008-11-19	持有	8.23	7.13 ~ 8.84
3 2008-12-01	持有	6.88	6.22 ~ 7.64

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。