

分析师： 杨志清 021-63215451 yangzq@cjsc.com.cn

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

1 月数据超预期

事件描述

白云机场公布 1 月份的运营数据：

- 旅客吞吐量 304.7 万人，同比增长 11.8%，环比增长 11.4%。
- 货邮吞吐量 4.6 万吨，同比下降 31.1%，环比下降 13%。

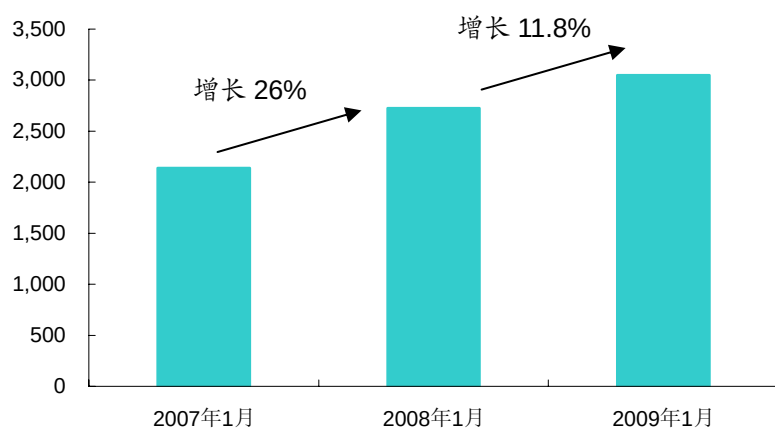
飞机起降架次 2.5 万次，同比增长 11.2%，环比增长 10.1%

事件评论

第一，同比来看，1 月数据超预期

2008 年 1 月份白云机场的旅客吞吐量增速达到 26%，令市场惊喜异常，但是同时普遍预期 2009 年难以为继，可能有下滑的风险。而最新公告的数据显示，公司 2009 年 1 月份旅客吞吐量仍然达到了 11.8%，大大超过市场的预期。虽然其他机场也在 1 月有不错的表现，但是我们要发现，白云机场的增速是在去年高速增长的基础上取得的，其意义不同凡响，也验证了我们前期报告中的观点，白云机场具有时间和空间优势，正处在快速增长的时期。

图 1：白云机场近三年的 1 月份运营数据比较

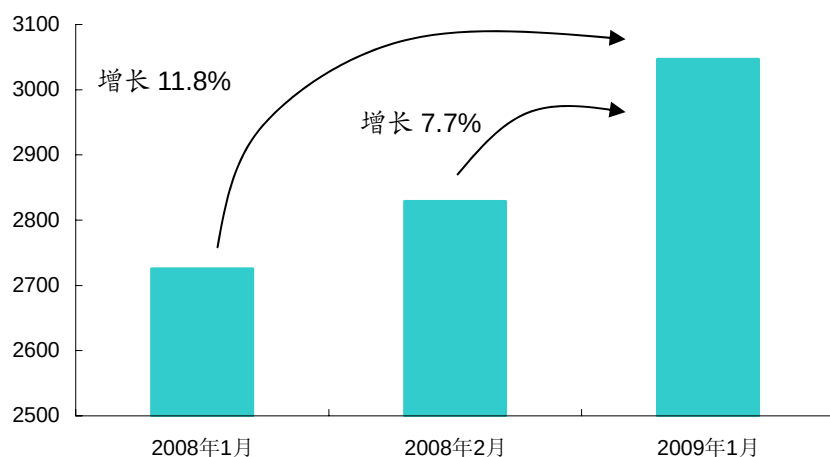


资料来源：长江证券研究部

第二，剔除春节因素，1 月数据仍然超预期

2008 年正月初一为 2 月 7 日，整个春运高峰基本都在 2 月。而 2009 年正月初一在 1 月 26 日，1 月有部分高峰，2 月初仍然有部分春运高峰。即使将今年的 1 月与去年的 2 月相比，2 月份的春运高峰不考虑，同比仍然增长 7.7%，超过市场的预期。我们预计，白云机场 2 月份的运营数据同比仍然会保持较快的增长。

图 2：白云机场剔除春节因素的 1 月运营数据比较



资料来源：长江证券研究部

第三，09 年公司业绩将稳健增长，价值被严重低估，维持“推荐”评级

我们仍然维持此前深度报告中对公司的观点：

- (1) 公司是珠三角唯一容量富余的大型机场，独自享受增量需求；
- (2) 区域辐射能力突出，在珠三角具有明显优势；
- (3) 国际航线比例低，能够有效回避国际风险；
- (4) 航空业务增长快，才是当前最硬的道理。

同时，公司在短期内还面临着三项刺激因素：

- (1) 联邦快递即将正式投入运营，提高公司的起降架次；
- (2) 2010 年召开的亚运会，将带来大量的客流；
- (3) 周边公路网和地铁的贯通，将进一步提高公司在珠三角的辐射能力。

根据我们测算，公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.43、0.52 和 0.61 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。

虽然公司的股价在我们的深度报告出来之后有所上升，达到 9.2 元，但是仍然大幅低于我们认为的合理股价 14.5 元。而即使按照公司的历史最低 PE20 倍来估值，股价也应该在 10.4 元以上，因此我们仍然维持“推荐”评级。

表 1：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%	11.02%	9.82%
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	0.31	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	31	26	22	18	15	38	28
P/B	2.1	1.8	1.7	1.5	1.4	1.1	1.0

资料来源：长江证券研究部

表 2 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	25.5	21.6	17.8	15.1
筹资成本	101	84	139	158	PEG	0.7	1.0	1.0	2.2
其他	-4332	-248	-278	-317	PB	1.8	1.7	1.5	1.4
筹资活动现金流净额	-724	-176	1705	-1387	EV/EBITDA	16.6	10.6	9.9	7.6

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
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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

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。