

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

李兴 (8621) 63233650

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

2008 年报点评

事件描述

白云机场公布 2008 年年报：

- 公司 2008 年实现收入 30.5 亿，同比增长 13.65%，归属于上市公司股东的净利润 4.85 亿，同比增长 34.61%，每股收益 0.42，同比增长 16.67%。
- 公司的利润分配预案为：按照每 10 股派现金 1.70 元（含税）向本公司全体股东分配，占净利润 40%。

事件评论

第一，公司的业绩完全符合我们的预期

公司公布的 2008 年报，与我们此前深度报告中的盈利预测完全吻合，不管是收入、成本还是利润，误差都不超过 5%，最小的误差只有 0.1%。因此，公司的经营完全符合我们的预期。

表 1 公司业绩预测值与实际值基本相当

	预测值	实际值	误差百分比
营业收入（百万元）	2939	3,050	-3.6%
营业成本（百万元）	1687	1,763	-4.3%
营业利润（百万元）	709	708	0.1%
净利润（百万元）	533	517	3.1%
EPS（元）	0.43	0.42	2.4%

资料来源：长江证券研究部

第二，公司的收入结构正在朝着特许经营的方向发展

公司的收入主要分为航空业务收入和航空延伸业务收入，两者的比例为 56%和 44%。航空业务是公司的主要收入来源，公司是当前国内航空业务增长最快的大型机场，航空业务增长 18.47%。航空延伸业务增长相对慢一下，为 8.04%。但是通过对公司收入结构的分析后发现，公司的航空延伸业务出现了一些明显的变化。

租赁业务、地面运输业务和代理业务在收入中的比重越来越大，而住宿餐饮、商品销售的比重却越来越低。这说明公司近年来一直在调整各项业务的重心，自营的业务已经在逐渐的缩减，而特许经营的模式正在大力推行。我们相信，这一趋势还将继续，我们期待能从 2009 年的年报中看到更多的变化。

表 2 公司航空延伸业务各项收入的比重分析

收入类型	2005	2006	2007	2008
租赁业务	14.44%	13.97%	16.56%	18.81%
地面运输业务收入	10.67%	11.35%	15.36%	18.32%
代理业务收入	14.90%	19.59%	22.96%	24.34%
航空配餐服务收入	6.44%	6.75%	7.04%	6.79%
住宿餐饮服务收入	9.02%	7.92%	6.19%	3.78%
广告业务收入	9.80%	9.84%	12.04%	14.84%
商品销售业务收入	27.80%	21.95%	10.46%	4.62%
加工修配业务收入	2.97%	2.90%	2.35%	2.11%
停车场收入	1.56%	2.87%	3.41%	3.61%
行李寄存打包服务收入	1.04%	1.11%	1.40%	1.39%
其他延伸服务收入	1.36%	1.76%	2.21%	1.41%

资料来源：长江证券研究部

第三，我们仍然维持前期对公司的判断，给予推荐评级

由于前期已经有深度报告，我们在此不过多的对公司展开分析，主要的观点如下：

- （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 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.51、0.61 和 0.29 元。2011 年业绩出现下滑是由于二号航站楼和第三跑道的折旧导致的，与公司本身的经营无关。并且该项扩建完工后，将能够保障 2020 年前的使用，10 年之内再无大的扩建，公司的业绩将打开上升的通道。而公司目前的股价为 8.51 元，对比 08 年也仅有 20 倍 PE，基本处在机场行业历史最低 PE 水平，因此我们维持推荐评级。

表 3 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	3050	2994	3372	3729	货币资金	561	551	620	686
营业成本	1763	1639	1806	2349	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1286	1355	1566	1380	应收账款	962	1198	1180	1119
% 营业收入	42.18%	45.25%	46.44%	37.00%	存货	29	27	30	39
营业税金及附加	118	114	128	142	预付账款	13	10	10	14
% 营业收入	3.88%	3.81%	3.81%	3.81%	其他流动资产	60	46	46	46
销售费用	76	60	61	60	流动资产合计	1624	1831	1887	1903
% 营业收入	2.48%	2.00%	1.80%	1.60%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	264	230	225	211	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.67%	7.67%	6.67%	5.67%	长期股权投资	149	150	150	150
财务费用	97	131	169	507	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.18%	4.37%	5.01%	13.60%	固定资产合计	7100	7322	8879	22049
资产减值损失	23	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	66	50	50	50
营业利润	708	821	983	460	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	23.22%	27.41%	29.15%	12.33%	资产总计	9021	11337	11059	24344
营业外收支	-3	2	2	2	短期贷款	648	820	1598	15307
利润总额	705	823	985	462	应付款项	44	164	181	235
% 营业收入	23.11%	27.48%	29.22%	12.39%	预收账款	33	64	101	143
所得税费用	187	206	246	116	应付职工薪酬	201	192	212	275
净利润	517	617	739	347	应交税费	176	224	253	280
归属于母公司所有者					其他流动负债	1615	1280	382	425
的净利润	486	586	701	329	流动负债合计	2717	2744	2727	16665
少数股东损益	32	32	38	18	长期借款	270	2240	1240	240
EPS (元/股)	0.42	0.51	0.61	0.29	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
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	996	686	511	1863	负债合计	2987	4984	3967	16905
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	5844	6149	6850	7179
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	190	204	242	259
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	6034	6353	7092	7439
固定资产投资	-567	-2000	-50	-14000	负债及股东权益	9021	11337	11059	24344
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-562	-2000	-50	-14000		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.42	0.51	0.61	0.29
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.2	5.5	6.2	6.5
银行贷款增加 (减少)	2758	1520	-222	12710	PE	23.6	16.7	14.0	29.8
筹资成本	0	131	169	507	PEG	1.1	0.8	-0.3	4.3
其他	-3186	-342	-338	-1014	PB	1.7	1.5	1.4	1.3
筹资活动现金流净额	-428	1309	-391	12202	EV/EBITDA	15.4	9.9	7.8	14.5

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。