



2017年03月24日

增持(首次评级)

当前价：16.0 元
目标价：20.0 元

联讯交运研究组

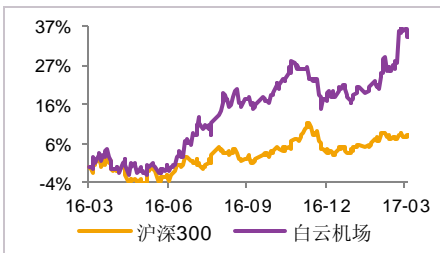
分析师：王风华

执业编号：S030051606000
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：牛永涛

电话：13810660508
邮箱：niuyongtao@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,619.	5,956.	6,790.	9,507.
(+/-)	1.67%	6.00%	14.00%	40.00%
净利润	1,294.	1,202.	1,274.	1,805.
(+/-)	11.90%	-5.70%	5.99%	41.65%
EPS(元)	1.09	1.03	1.25	1.54
P/E	14.86	15.76	14.52	10.49

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

白云机场(600004.SH)

【联讯交运公司点评】白云机场：业绩稳定增长，大湾区建设带来新机遇

投资要点

◇ 事件

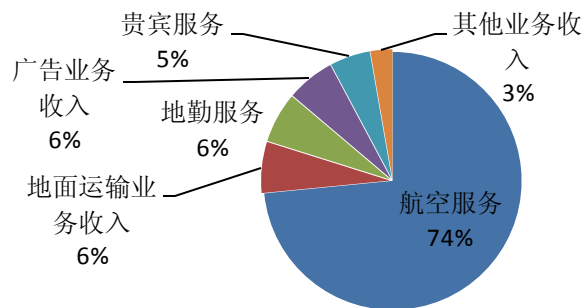
白云机场近日发布2月份生产经营数据快报，报告披露：白云机场2月份飞机起降达到**35950架次**，同比增长**4.18%**；旅客吞吐量达到**521万人**，同比增长**8.2%**；货物吞吐量达到**10499吨**，同比增长**22.9%**。与同行业其他A股上市机场相比，白云机场的业务量在规模及增速上均处于行业领先水平：2月份旅客吞吐量增长率位居行业第一，飞机起降架次增长率仅次于深圳机场。公司业务收入**74%**来自航空业务收入，其他业务还包括地面运输业务、地勤业务等。

图表1：A股上市机场2月份业务量对比

	深圳机场	上海机场	白云机场	厦门空港
飞机起降架次(架次)	25,800.00	37,560.00	35,950.00	14,877.00
同比增长	5.31%	-0.31%	4.18%	-2.68%
旅客吞吐量(万人)	351.67	545.14	521.06	202.17
同比增长	3.74%	4.08%	8.20%	4.53%

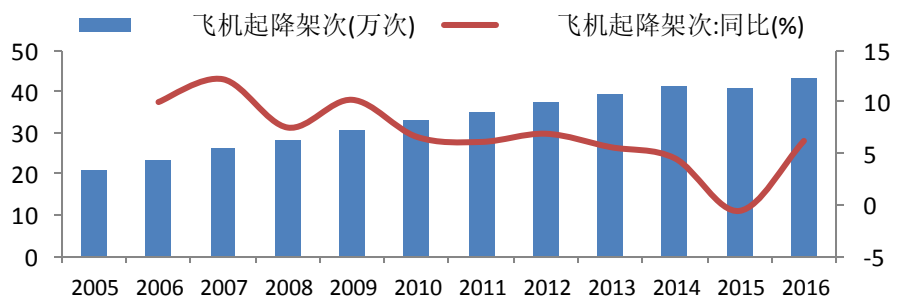
资料来源：wind 资讯、联讯证券

图表2：白云机场业务构成



资料来源：公司公告、联讯证券

图表3：白云机场飞机起降架次



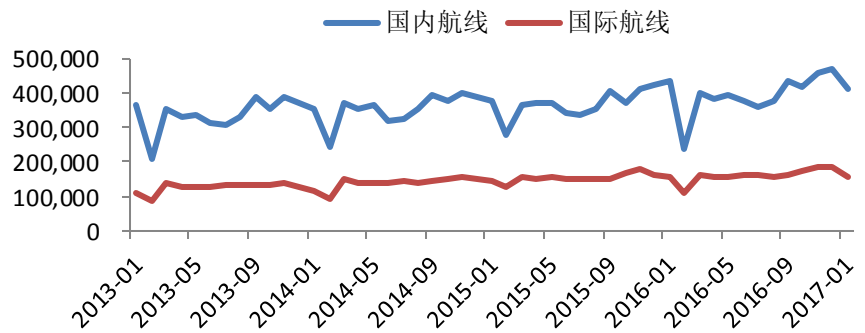
资料来源：wind 资讯、联讯证券



◇ 2017 年航空货运迎来强势开局

行业层面，2017 年 1 月份全球航空货运需求（按照货运吨公里计算）同比增长 6.9%。尽管与 2016 年 12 月份数据报告的年均增长率（10%）相比有所下滑，但仍然远高于过去 5 年的年均增长率（3%）。由于货运需求与新出口订单增长基本保持一致，2 月份新出口订单的增长达到了自 2011 年 3 月份以来的最高水平，2017 年货运需求增长有望持续保持积极态势。国内民航货运呈现季节性变化，一般来说，第一季度为航空货运低谷。但从公布的数据来看，国内航空货运无论是国内航线还是国际航线，一季度航空货运都呈现明显的抬头趋势。

图表4： 民航货邮运输量（吨）



资料来源：wind 资讯、联讯证券

◇ 机场扩建+空铁联运，支撑业务量快速增长

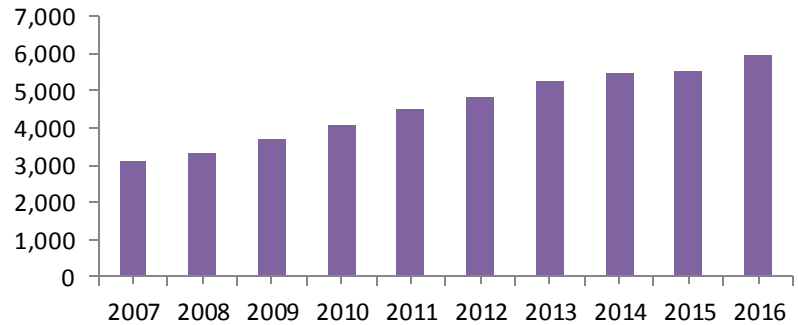
企业层面，白云机场位于珠三角的核心区域，是中国三大国际航空枢纽之一。珠三角地区拥有世界上密集度较高的工业基地和巨大的货源生成量，是目前国内经济最活跃的地区之一，发达的区域经济和便利的贸易口岸条件是白云机场航空客货运输持续发展的基础，不仅是南中国地区最佳出入境点，更是亚太地区理想的客货流中转点。另外，随着“一带一路”的逐步推进，白云机场作为“一带一路”和“空中丝绸之路”的重要国际航空枢纽，将迎来业务的进一步发展，目前正在进行的机场扩建工程将有力地支持这一发展。

在基础设施配置方面，白云机场飞行区等级为 4F 级，是国内级别最高的机场类别，能够起降各种大型飞机，国内目前的 4F 级机场不足 20 家。自 2004 年建成之后，机场进行了多次改扩建，2011 年新增国际货站、2015 年第 3 条跑道投产等。目前白云机场使用中的航站楼只有一座 T1 航站楼，设计年旅客吞吐量为 3500 万人次，2016 年实际旅客吞吐量已达到 5974 万人次，T1 航站楼的饱和很大程度上制约了业务规模的扩大。新一期扩建工程 2012 年 8 月正式启动，计划 2020 年完工。2 号航站楼是本次扩建工程的主体核心项目，面积 63 万平方米，建设 77 个机位，国内与国际可转换的混合机位 9 个。T2 航站楼有望在 2018 年投产使用。建成后将满足年旅客吞吐量 8000 万人次、货邮吞吐量 250 万吨、飞机起降量 62 万架次的使用需求。



除了机场扩建，“空铁联运”规划也是一大亮点。规划中对机场外部交通和内部交通系统都进行了优化，目的就在于实现机场客货交通快速疏散，并且和城市交通分离，提升空港内陆辐射力，进而重构与珠三角的区域联系、与中心城区和三大战略枢纽间的交通联系以及临空经济示范区的交通体系。空铁联运将大大提升机场的运输能力和效率。

图表5：旅客吞吐量（万人次）



资料来源：wind 资讯、联讯证券

◇ 粤港澳大湾区建设带来新机遇

政策层面，粤港澳大湾区建设也是一个重大利好因素。粤港澳大湾区指的是由广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆 9 市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群。这一概念最早在 2010 年前后就被提出。2017 年国务院总理在政府的工作报告中再一次强调了大湾区的建设，各地政府对于粤港澳大湾区的重视也进一步加强。粤港澳的合作对广东的改革开放与经济发展具有全局性意义。首先，广东将在大湾区建设背景下打造世界级旅游区，计划到 2020 年，旅游投资总额 2000 亿元人民币，旅游业总收入达到 1.6 万亿元人民币，实现旅游业对广东国民经济的综合贡献度达到 13%。其次，大湾区建设将实现湾区内各城市的互联互通，形成辐射国内外的综合交通体系；第三，大湾区携手构建“一带一路”开放新格局，有利于深入推进粤港澳服务贸易自由化。白云机场作为国内国际重要的航空枢纽，大湾区建成之后，无论是旅游、贸易还是交通的发展都将为其带来巨大的发展机遇。

◇ 债转股将触发赎回价，大面积转股影响估值

2016 年 2 月公司发行可转换债券 35 亿元，面值 100 元，合计 3500 万份。初始转股价格 12.88 元/股，由于 2016 年 8 月 4 日公司发放现金股利，转股价格调整为 12.56 元/股。可转债自 2016 年 9 月 3 日起进入转股期。可转债包含赎回条款：如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，即 16.33 元时，公司可赎回债券。截至 2017 年 3 月 23 日，白云机场 A 股收盘价为 16.01 元，已非常接近赎回价格，因此预计本次发行的可转债将会大面积实现转股。

假设发行的 3500 万份债券全部实现转股，公司股本将增加 27866 万股，总股本达到 142872 万股。股本变动将对每股收益及市盈率产生一定影响。

◇ 盈利预测与投资建议

预计公司 2016~2018 年归母净利润分别为 11.63 亿元、12.33 亿元、17.47 亿

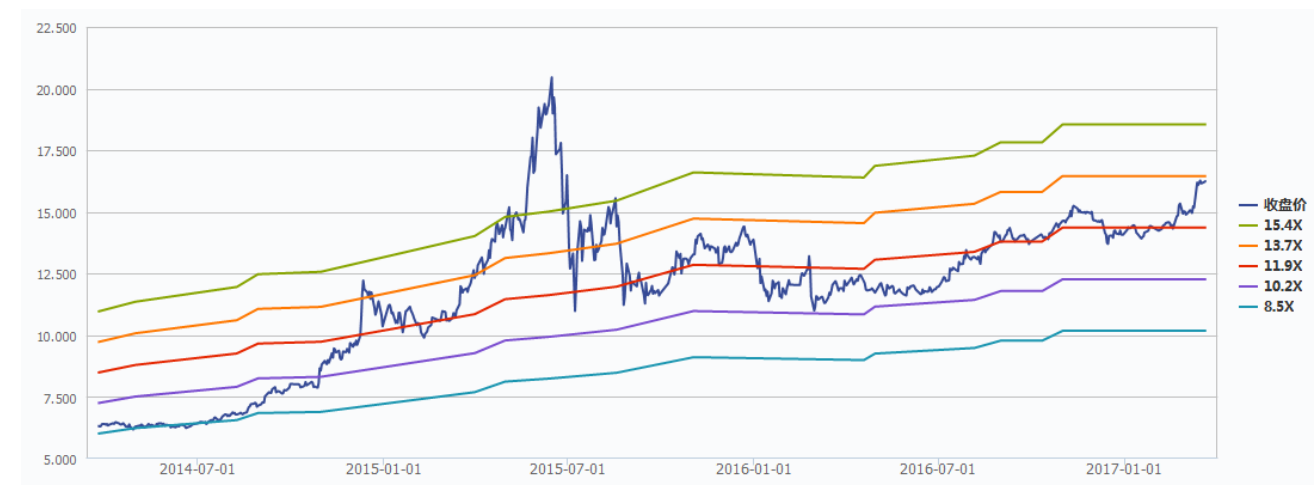


元, EPS 分别为 1.03 元、1.25 元、1.54 元, 对应的 P/E 分别为 15.76x、14.52x、10.49x。公司业务量增长稳定, 且机场扩建和空铁联运有助于提升自身经营效率; 同时在“一带一路”和大湾区建设的影响下, 业绩有望超出预期。基于 16x 合理估值, 2017 年目标价为 20 元, 维持“增持”评级。

◇ 风险提示

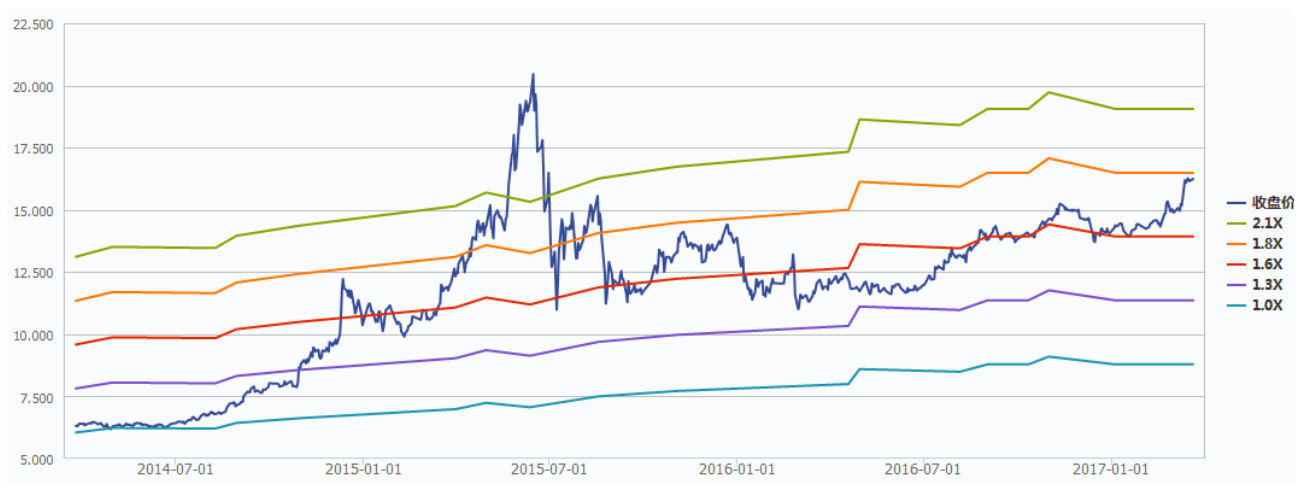
客流量不及预期; 航空货运量下降; 油价上升。

图表6：白云机场 PE 走势



资料来源：wind 资讯、联讯证券

图表7：白云机场 PB 走势



资料来源：wind 资讯、联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万)	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,829.53	2,053.04	2,528.57	4,282.86	经营活动现金流	1742.42	2710.18	2928.72	3833.27
货币资金	961.6	1059.57	1404.2	2454.09	净利润	1294.57	1202.6	1274.67	1805.58
应收账款	591.69	768.51	782.11	1,388.76	折旧摊销	563.17	1528.17	1528.17	1908.54
其它应收款	176.01	132.72	219.23	273.49	财务费用	-47.73	14.21	147.48	180.72
预付账款	12.08	19.14	16.45	33.38	投资损失	-3.7	11.82	11.82	11.82
存货	73.36	58.31	91.79	118.35	营运资金变动	-24.52	-24.52	-24.52	-24.52
其他	14.79	14.79	14.79	14.79	其它	-39.36	-22.09	-8.9	-48.87
非流动资产	9,853.34	12,334.13	19,414.91	17,915.33	投资活动现金流	-3147.19	-3011.82	-3011.82	-3011.82
长期股权投资	100.62	100.62	100.62	100.62	资本支出	2132.56	4587.99	3887.65	3664.23
固定资产	7,399.32	8,010.94	7,816.39	8,621.84	长期投资	0	0	0	0
无形资产	22.8	17.77	12.74	7.7	其他	-5279.75	-7599.81	-6899.47	-6676.05
其他	2,330.60	4,204.80	11,485.16	9,185.17	筹资活动现金流	-346.83	399.61	427.73	228.44
资产总计	11,682.87	14,387.17	21,943.48	22,198.19	短期借款	0	836.29	2,022.73	2,043.14
流动负债	1,910.23	3,819.67	8,386.48	8,582.47	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	836.29	2,022.73	2,043.14	其他	-346.83	-436.68	-1595	-1814.7
应付账款	118.95	139.6	155.15	257.5	现金净增加额	-1751.6	97.97	344.63	1049.89
其他	1,791.28	2,843.78	6,208.60	6,281.83					
非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	0	0	0	0	营业收入	1.67%	6.00%	14.00%	40.00%
负债合计	1,910.23	3,819.67	8,386.48	8,582.47	营业利润	9.27%	-3.52%	5.94%	41.27%
少数股东权益	201.27	240.38	281.84	340.56	归属母公司净利润	15.21%	-5.70%	5.99%	41.65%
归属母公司股东权益	9,571.37	10,327.12	13,275.16	13,275.16	获利能力				
负债和股东权益	11,682.87	14,387.17	21,943.48	22,198.19	毛利率	40.10%	38.43%	38.43%	38.43%
					净利率	23.04%	20.49%	19.05%	19.28%
利润表 (百万)	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	13.09%	11.44%	11.26%	14.47%
营业收入	5,619.74	5,956.92	6,790.89	9,507.24	偿债能力				
营业成本	3,366.18	3,667.63	4,181.10	5,853.54	资产负债率	16.35%	21.06%	36.64%	25.15%
营业税金及附加	45.67	48.41	55.19	77.26	流动比率	95.77%	37.35%	18.07%	45.42%
销售费用	102.91	109.09	124.36	174.10	速动比率	91.16%	34.75%	16.46%	42.28%
管理费用	455.67	483.01	550.63	770.88	营运能力				
财务费用	-47.73	14.21	147.48	180.72	总资产周转率	0.4810	0.4450	0.3771	0.5646
资产减值损失	-32.35	-8.96	-8.96	-8.96	应收帐款周转率	9.4978	7.7512	8.6827	6.8458
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	存货帐款周转率	45.8865	62.9009	45.5497	49.4603
投资净收益	3.70	-11.82	-11.82	-11.82	每股指标(元)				
营业利润	1,729.39	1,643.53	1,741.09	2,459.70	每股收益	1.09	1.03	1.25	1.54
营业外收入	22.88	-15.76	-15.76	-15.76	每股经营现金	1.52	2.36	2.46	2.99
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	8.32	8.98	9.68	10.66
利润总额	1,752.27	1,627.78	1,725.33	2,443.94	估值比率				
所得税	457.70	425.18	450.66	638.36	P/E	14.86	15.76	14.52	10.49
净利润	1,294.57	1,202.60	1,274.67	1,805.58	P/B	1.95	1.80	1.67	1.52
少数股东损益	41.48	39.11	41.46	58.72	EV/EBITDA	10.42	11.91	12.49	7.95
归属母公司净利润	1,253.09	1,163.49	1,233.22	1,746.86					
EBITDA	2,264.40	3,291.16	3,423.94	3,835.95					
EPS (元)	1.09	1.03	1.25	1.54					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华，2000年2月进入证券业，2008年加入联讯证券，在投研中心（研究院）担任总经理助理，策略分析师。其间曾在联讯证券资管部门工作超过一年，担任公司首只权益类产品投资主办人。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价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：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com