

公司研究/季报点评

2017年05月02日

交通运输/机场 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 15.95
合理价格区间(元): 17.0~18.1

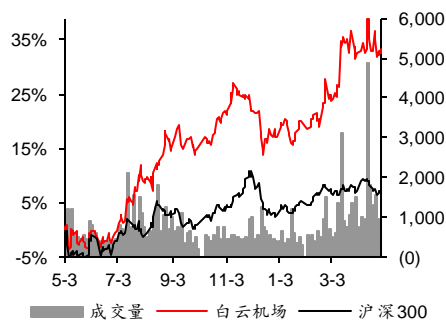
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 021-28972095
联系人 linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1 《白云机场(600004,增持): 客运量快速增长, 上半年业绩乐观》2017.04
- 2 《白云机场(600004,增持): 时刻释放转化业绩, 关注债转股》2017.03
- 3 《白云机场(600004):管理费率水平创新低, 客货运吞吐同步增长》2012.08

股价走势图



资料来源: Wind

业绩超预期, 时刻放量促盈利增长

白云机场(600004)

业绩超预期, 维持“增持”评级

公司发布 2016 年度报告和 2017 年一季度报告: 1) 2016 年营业收入和归母净利润分别增长 9.48%和 11.25%; 2) 2017 年一季度营业收入和归母净利润分别增长 8.59%和 17.45%; 3) 业绩均超预期。我们认为, 盈利快速增长的主因在于时刻放量和需求强劲。基于去年 1 季度低基数带来高增长, 我们维持目标价区间 17.0-18.1 元不变, 对应 17.5x~18.5x 2017E PE (基于摊薄 EPS), 维持“增持”评级。

时刻放量驱动收入增长, 预计 2017 上半年收入增速较为乐观

公司 2016 年营业收入增长 9.48%, 主要受高峰时刻放量驱动: 1) 2016 年高峰小时容量从 65 架次提升至 71 架次(暂按 68 架次执行), 实际增幅 4.62%; 2) 时刻放量叠加非高峰时段利用率提升, 起降架次增长 6.22%; 3) 受益于客座率和宽体机占比提升, 旅客吞吐量增长 8.20%。公司 2017 年一季度营业收入增长 8.59%, 主要受春运需求旺和去年低基数驱动, 起降架次和旅客吞吐量分别增长 8.37%和 12.18%。展望 2017, 高峰时刻有望从 68 提升至 71 架次/小时, 增幅空间 4.41%, 伴随航空需求回暖, 我们对公司 2017 上半年收入增速保持乐观。

人工成本提高推动营业成本小幅上涨

2016 年营业成本增长 10.25%, 主要受人工成本增长影响: 1) 人工成本占总成本 44.87%, 本期同比增长 9.73%; 2) 折旧费增长 3.68%, 经营杠杆持续助益成本改善。2017 年一季度营业成本增长 10.11%, 主要是延续 2016 年的增长趋势。T2 航站楼预计于 2018 年初投产, 考虑新航站楼的人工招聘预计于 2017 年下半年开展, 我们预计 2017 上半年成本增长稳定, 增幅保持在 10%左右。综合一二季度, 我们预计 2017 上半年业绩仍较为乐观。

可转债进入转股期, 当前强赎触发价 16.33 元, 回售触发价 8.79 元

白云机场于 2016 年发行 35 亿元可转债, 目前已进入转股期, 转股价格 12.56 元, 公司赎回触发价 16.33 元, 投资者回售触发价 8.79 元, 当前股价已接近赎回触发价。据公司公告, 截至 2017 年 3 月 31 日, 97.70% 的可转债尚未转股。假设剩余可转债按 12.56 元全部转股, 将新增 2.72 亿股, 占股本的 23.54%, 将大幅摊薄每股盈利和每股净资产。

维持“增持”评级, 维持目标价区间 17.0-18.1 元

基于 2016 年报和 2017 年一季报业绩, 我们小幅调整 2017/18E 净利润至 12.88 亿元(下调 1.0%)/8.83 亿元(上调 2.7%)。我们认为目前估值基本反应免税店重新招标带来非航增长和市场乐观的情绪, 考虑未来可转债带来的摊薄风险和 T2 带来的成本压力, 我们维持“增持”评级, 维持目标价区间 17.0~18.1 元, 对应 17.5x~18.5x 2017E PE (基于摊薄 EPS)。

风险提示: 经济增速放缓、重大疫情或自然灾害等不可抗力、高峰时刻增长不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,156
流通 A 股(百万股)	1,156
52 周内股价区间(元)	11.90-16.71
总市值(百万元)	18,445
总资产(百万元)	18,608
每股净资产(元)	9.73

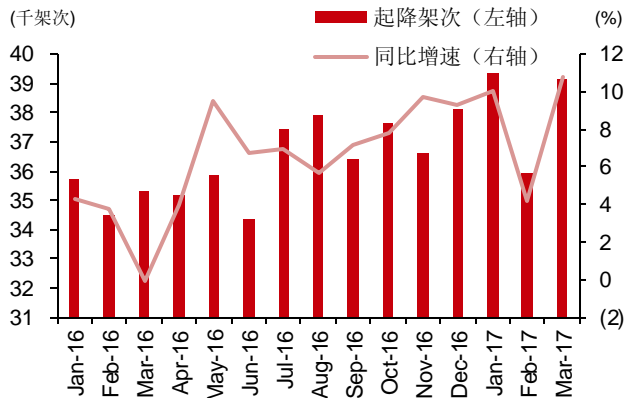
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,633	6,167	6,925	8,154	9,119
+/-%	1.90	9.48	12.30	17.74	11.84
归属母公司净利润(百万元)	1,253	1,394	1,288	883.22	1,320
+/-%	15.20	11.25	(7.60)	(31.42)	49.47
EPS (元, 最新摊薄)	1.09	0.98	0.97	0.68	0.99
PE (倍)	14.64	16.27	16.52	23.36	16.08

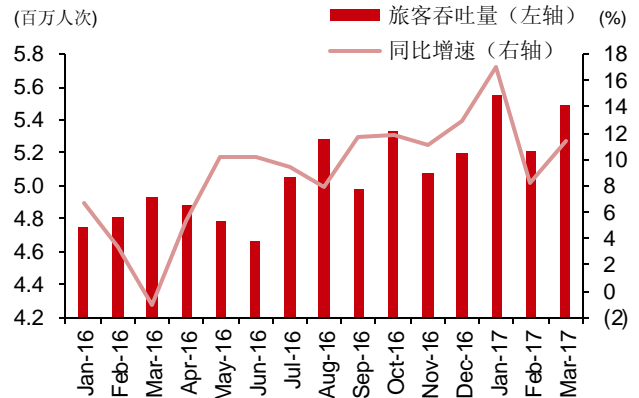
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 白云机场起降架次 (2016.01-2017.03)



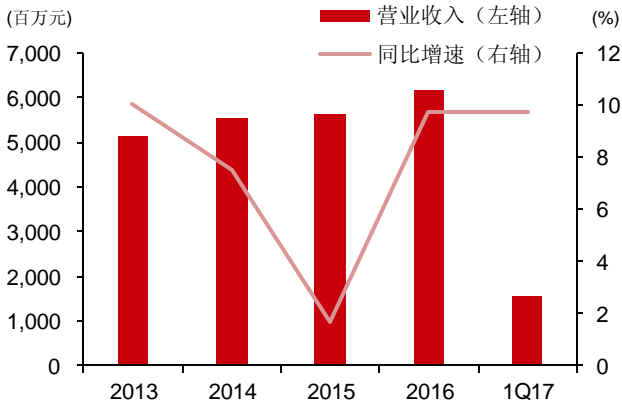
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 白云机场旅客吞吐量 (2016.01-2017.03)



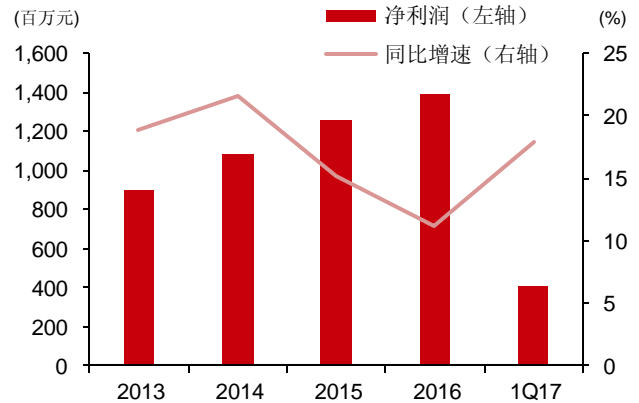
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 白云机场历年营业收入 (2013年-2017年一季度)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 白云机场历年归母净利润 (2013年-2017年一季度)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 机场运营数据

	旅客吞吐量 (千人)		飞机起降架次 (千次)		货邮吞吐量 (千吨)	
	2017.1~3	同比增速	2017.1~3	同比增速	2017.1~3	同比增速
广州	16,262	12.2%	114	8.4%	386	6.5%
厦门	6,155	11.4%	46	0.1%	81	9.0%
海口	6,527	11.0%	43	5.4%	91	5.4%
深圳	11,074	8.0%	83	8.1%	258	9.1%
浦东	16,999	7.6%	121	3.4%	858	13.0%
北京	23,969	6.8%	151	1.8%	-	-

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 可比公司表

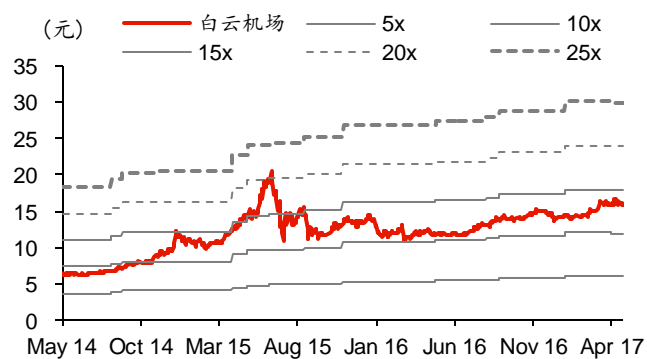
	PE		PB	
	2017E	2018E	2017E	2018E
上海机场	20.29	15.44	2.67	2.36
白云机场	16.52	23.36	1.55	1.49
深圳机场	21.73	18.49	1.57	1.48
厦门空港*	15.54	14.33	2.05	1.95
可比公司均值*	18.52	17.90	1.96	1.82

注释: 标*股票 2017E 和 2018E 来自 Wind 一致预期, PE 和 PB 按照 2017 年 4 月 28 日收盘价计算

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

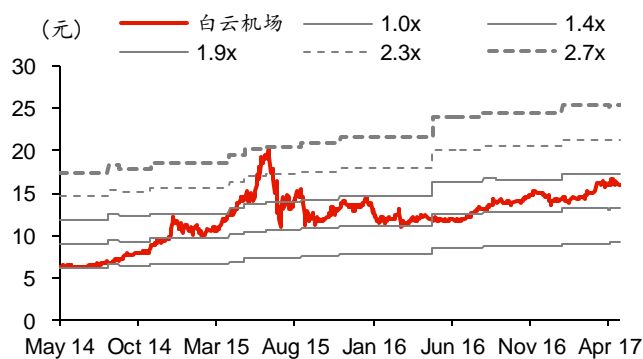
PE/PB - Bands

图表7: 白云机场历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 白云机场历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

经济增速放缓、重大疫情或自然灾害等不可抗力、时刻放量不达预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,250	2,094	2,567	1,774	2,415
现金	1,346	990.16	1,274	250.35	697.58
应收账款	603.40	772.78	867.82	1,022	1,143
其他应收账款	177.31	144.66	219.12	259.70	291.57
预付账款	12.08	21.98	24.68	29.06	32.50
存货	79.75	71.75	78.99	110.91	148.34
其他流动资产	31.85	92.65	102.22	102.22	102.22
非流动资产	10,173	15,649	18,600	20,401	19,311
长期投资	86.35	117.16	162.16	216.16	280.96
固定资产投资	7,401	7,016	6,430	18,165	17,018
无形资产	22.80	22.31	21.86	21.42	20.99
其他非流动资产	2,663	8,494	11,987	1,999	1,992
资产总计	12,423	17,743	21,168	22,176	21,726
流动负债	2,395	2,609	2,863	3,290	3,708
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	119.44	194.83	220.49	261.75	294.16
其他流动负债	2,276	2,414	2,642	3,028	3,414
非流动负债	466.51	4,260	5,406	5,492	3,571
长期借款	0.00	0.00	2,000	2,000	0.00
其他非流动负债	466.51	4,260	3,406	3,492	3,571
负债合计	2,862	6,869	8,269	8,781	7,279
少数股东权益	198.54	107.72	105.95	104.74	102.93
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
资本公积	3,397	3,397	3,397	3,397	3,397
留存公积	4,736	5,762	6,834	7,330	8,386
归属母公司股	9,363	10,767	11,460	11,957	13,012
负债和股东权益	12,423	17,743	21,168	22,176	21,726

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,766	1,956	2,381	2,509	2,932
净利润	1,293	1,392	1,286	882.01	1,318
折旧摊销	564.26	589.29	727.67	1,293	1,298
财务费用	(35.80)	(6.44)	139.13	192.40	155.71
投资损失	(17.83)	(29.93)	(45.00)	(54.00)	(64.80)
营运资金变动	33.96	(13.76)	65.45	195.88	224.53
其他经营现金	(72.14)	25.00	208.04	0.00	0.00
投资活动现金	(3,147)	(5,345)	(3,633)	(3,040)	(143.15)
资本支出	3,166	5,294	3,633	3,040	143.15
长期投资	0.00	(2.35)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	18.70	(52.55)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(369.72)	3,040	1,536	(493.32)	(2,341)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	2,000	0.00	(2,000)
普通股增加	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	181.72	0.25	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(551.44)	3,040	(464.13)	(493.32)	(341.47)
现金净增加额	(1,752)	(353.86)	284.20	(1,024)	447.23

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,633	6,167	6,925	8,154	9,119
营业成本	3,378	3,724	4,435	6,050	6,391
营业税金及附加	46.14	66.25	74.40	87.60	97.97
营业费用	102.70	101.00	113.42	133.54	149.35
管理费用	444.65	392.99	434.40	503.33	553.79
财务费用	(35.80)	(6.44)	139.13	192.40	155.71
资产减值损失	(31.93)	19.26	19.26	19.26	19.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.83	29.93	45.00	54.00	64.80
营业利润	1,747	1,900	1,755	1,222	1,817
营业外收入	32.83	10.70	10.55	10.55	10.55
营业外支出	27.99	5.50	5.33	25.72	23.72
利润总额	1,752	1,905	1,760	1,207	1,804
所得税	458.21	512.77	473.81	324.92	485.67
净利润	1,293	1,392	1,286	882.01	1,318
少数股东损益	40.39	(1.91)	(1.77)	(1.21)	(1.81)
归属母公司净利润	1,253	1,394	1,288	883.22	1,320
EBITDA	2,275	2,482	2,629	2,694	3,260
EPS(元)	1.09	0.98	0.97	0.68	0.99

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.90	9.48	12.30	17.74	11.84
营业利润	10.83	8.75	(7.62)	(30.36)	48.70
归属母公司净利润	15.20	11.25	(7.60)	(31.42)	49.47
获利能力(%)					
毛利率	40.03	39.61	35.96	25.81	29.92
净利率	22.24	22.60	18.57	10.82	14.46
ROE	13.38	12.95	11.24	7.39	10.15
ROIC	15.57	10.74	4.70	6.87	9.03
偿债能力					
资产负债率(%)	23.04	38.71	39.07	39.60	33.50
净负债比率(%)	0	0	21.68	20.54	0
流动比率	0.94	0.80	0.90	0.54	0.65
速动比率	0.91	0.77	0.87	0.51	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.41	0.36	0.38	0.42
应收账款周转率	8.48	8.49	8.44	8.63	8.43
应付账款周转率	32.51	23.70	21.35	25.09	22.99
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	0.98	0.97	0.68	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.38	1.68	1.77	2.06
每股净资产(最新摊薄)	8.32	9.03	9.96	10.40	11.31
估值比率					
PE(倍)	14.64	16.27	16.52	23.36	16.08
PB(倍)	1.92	1.70	1.55	1.49	1.37
EV_EBITDA(倍)	6.49	9.07	8.94	9.11	6.77

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com