

公司研究/公告点评

2017年05月07日

交通运输/机场 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 16.69
合理价格区间(元): 17.50~19.30

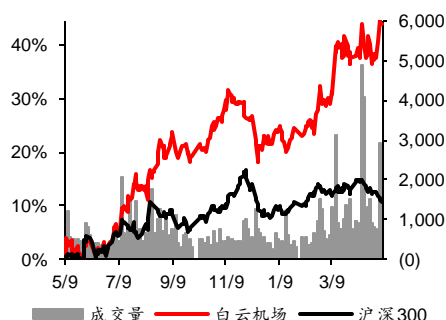
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

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

相关研究

- 1《白云机场(600004,增持): 业绩超预期, 时刻放量促盈利增长》2017.05
- 2《白云机场(600004,增持): 客运量快速增长, 上半年业绩乐观》2017.04
- 3《白云机场(600004,增持): 时刻释放转化业绩, 关注债转股》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

生产量稳健, 非航收入即将爆发

白云机场(600004)

4月生产量稳健增长, 非航收入即将爆发, 维持“增持”评级

4月生产量保持较快增长; 进境免税招商尘埃落定, 未来6年确认带来收入贡献21亿元; T2出境招商值得期待。维持2017年归属母公司净利润12.94亿元的预测不变; 考虑招商还将继续进行并有望超预期, 我们上调2018年净利润18.9%至10.5亿元。基于DCF和PE估值法, 小幅上调目标价区间至17.5-19.3元。考虑市场对于非航收入爆发式增长预期充分, 且可转债转股概率日益加大, 存在摊薄风险, 维持“增持”评级。

4月客运保持较快增长, 货运增速环比回升

公司披露2017年4月运营数据。2017年4月, 公司起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别同比增长6.5%、8.3%、9.6%。2017年1-4月, 公司起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别同比增长7.9%、11.2%、7.4%。1) 起降架次同比增速较快, 主要源自去年同期的低基数。2016年夏秋航季, 白云机场高峰小时数从65提升至71架次/小时(暂按68架次执行), 实际增幅为4.6%。2) 受益于客座率和宽体机占比提升, 旅客吞吐量同比增长8.3%。3) 货运增速环比回升, 主要因为一季度货运淡季结束。

商业招标继续推进, 非航收入增长值得期待

公司公告, T1和T2进境免税项目由中免公司中标, 协议主要内容为: 1) 合同期自T2启用日起6年; 2) 年保底销售额超7亿, 3) 提成率42%。据此估算, 未来6年, 中免公司至少为白云机场贡献21亿的免税提成。此外, 公司还在进行T2出港部分的商业招标, 包括一般商铺和免税商铺, 我们预计此举将大幅提升2018年非航收入。参考北京首都和上海浦东的国际旅客人数及消费能力, 我们预计白云机场T2投产后, 免税提成额有望突破7亿, 租赁收入合计有望突破10亿。

可转债进入转股期, 股价已超赎回触发价, 摊薄风险加大

白云机场的35亿元可转债已进入转股期, 当前转股价格12.56元, 且上周股价已超过公司赎回触发价16.33元, 摊薄风险逐渐加大。据公司4月6日和5月6日公告, 目前约91.98%可转债尚未转股。剩余假设可转债按12.56元全部转股, 将新增2.56亿股, 摊薄21.86%。

维持“增持”, 小幅上调目标价区间至17.5-19.3元

考虑T1和T2进境免税协议签订, 及T2出港商铺(含免税)开始招商, 我们上调2018年净利润18.9%至10.5亿。目前公司估值为17.28x 2017E PE和1.62x 2017E PB, 考虑2018年T2投产拖累业绩, 估值合理。再考虑可转债转股概率加大, 业绩存在摊薄风险, 维持“增持”评级。1) 基于DCF估值法, 给予目标价17.5元; 2) 基于PE估值法, 给予目标价19.3元, 对应20x 2017PE(基于摊薄EPS); 3) 综合以上估值方法, 给予目标价区间17.5-19.3元。

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)	1,221
流通A股(百万股)	1,221
52周内股价区间(元)	11.90-16.76
总市值(百万元)	20,380
总资产(百万元)	18,608
每股净资产(元)	9.22

资料来源: 公司公告

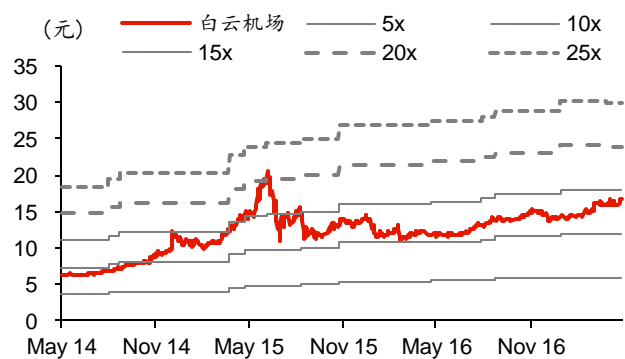
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,633	6,167	6,795	8,267	9,027
+/-%	1.90	9.48	10.19	21.66	9.20
归属母公司净利润(百万元)	1,253	1,394	1,294	1,050	1,356
+/-%	15.20	11.25	(7.13)	(18.87)	29.11
EPS(元, 最新摊薄)	1.09	0.98	0.97	0.80	1.01
PE(倍)	15.32	17.11	17.28	20.95	16.49

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

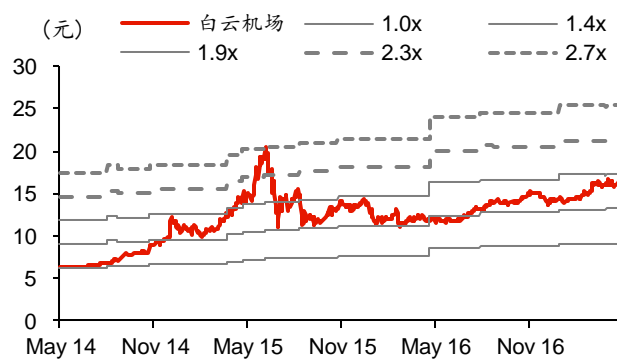
PE/PB - Bands

图表1: 白云机场历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 白云机场历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

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	2,528	2,013	2,548
现金	1,346	990.16	1,255	492.27	895.21
应收账款	603.40	772.78	851.51	1,036	1,131
其他应收账款	177.31	144.66	214.82	263.43	288.53
预付账款	12.08	21.98	24.22	29.46	32.17
存货	79.75	71.75	80.56	89.61	98.76
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	21,129	22,414	21,859
流动负债	2,395	2,609	2,818	3,357	3,684
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	119.44	194.83	216.12	265.54	291.06
其他流动负债	2,276	2,414	2,602	3,092	3,393
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	8,224	8,849	7,255
少数股东权益	198.54	107.72	105.95	104.51	102.65
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	6,840	7,502	8,543
归属母公司股	9,363	10,767	11,467	12,129	13,169
负债和股东权益	12,423	17,743	21,129	22,414	21,859

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	2,362	2,771	2,934
净利润	1,293	1,392	1,293	1,049	1,354
折旧摊销	564.26	589.29	727.67	1,293	1,298
财务费用	(35.80)	(6.44)	139.28	190.73	152.40
投资损失	(17.83)	(29.93)	(45.00)	(54.00)	(64.80)
营运资金变动	33.96	(13.76)	39.64	292.29	194.65
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	(493.61)	(2,388)
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	(464.28)	(493.61)	(388.27)
现金净增加额	(1,752)	(353.86)	264.91	(762.80)	402.94

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,633	6,167	6,795	8,267	9,027
营业成本	3,378	3,724	4,316	5,936	6,272
营业税金及附加	46.14	66.25	64.55	78.54	85.76
营业费用	102.70	101.00	111.28	135.39	147.84
管理费用	444.65	392.99	426.23	510.29	548.19
财务费用	(35.80)	(6.44)	139.28	190.73	152.40
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	1,764	1,450	1,866
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	1,769	1,435	1,853
所得税	458.21	512.77	476.21	386.35	498.81
净利润	1,293	1,392	1,293	1,049	1,354
少数股东损益	40.39	(1.91)	(1.78)	(1.44)	(1.86)
归属母公司净利润	1,253	1,394	1,294	1,050	1,356
EBITDA	2,263	2,402	2,638	2,920	3,305
EPS(元)	1.09	0.98	0.97	0.80	1.01

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	10.19	21.66	9.20
营业利润	10.83	8.75	(7.15)	(17.77)	28.67
归属母公司净利润	15.20	11.25	(7.13)	(18.87)	29.11
获利能力(%)					
毛利率	40.03	39.61	36.49	28.19	30.52
净利率	22.24	22.60	19.02	12.69	15.00
ROE	13.38	12.95	11.29	8.66	10.30
ROIC	15.57	10.74	5.44	7.02	8.84
偿债能力					
资产负债率(%)	23.04	38.71	38.92	39.48	33.19
净负债比率(%)	0	0	21.79	20.40	0
流动比率	0.94	0.80	0.90	0.60	0.69
速动比率	0.91	0.77	0.87	0.57	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.41	0.35	0.38	0.41
应收账款周转率	8.48	8.49	8.37	8.76	8.33
应付账款周转率	32.51	23.70	20.99	24.65	22.54
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	0.98	0.97	0.80	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.70	1.65	1.94	2.05
每股净资产(最新摊薄)	8.32	9.36	10.30	10.88	11.78
估值比率					
PE(倍)	15.32	17.11	17.28	20.95	16.49
PB(倍)	2.01	1.78	1.62	1.53	1.42
EV_EBITDA(倍)	8.56	9.56	9.36	8.72	6.97

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