



2017年05月18日

增持(维持)

当前价：16.93 元
目标价：19.36 元

交运及设备行业研究组

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

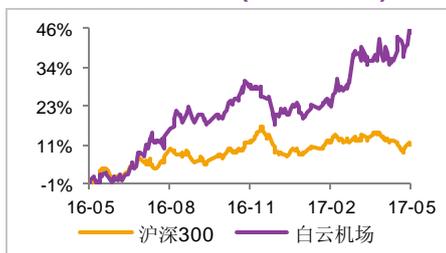
研究助理：牛永涛

电话：13810660508
邮箱：niu Yongtao@lxsec.com

研究助理：陈梦洁

电话：18701150220
邮箱：chenmengjie@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	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6167	6783	8818	9700
(+/-)	9.73%	10%	30%	10%
归母净利润	1394	1423	1027	1618
(+/-)	11.23%	2.1%	-27.9%	57.6%
EPS(元)	1.21	1.21	0.88	1.38
P/E	13.99	13.95	19.33	12.26

资料来源：联讯证券研究院

《【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》
2017-03-24

白云机场(600004.SH)

【联讯交运公司点评】白云机场：免税招标进境落地、出境启动，非航业务助推业绩增长

投资要点

◇ 事件：

5月5日，广州白云国际机场股份有限公司发布公告，公司和中国免税品有限责任公司签署了进境免税项目经营合作协议。T2航站楼启用后，T1航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 2356 万元/月，T2 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 3533 万元/月，提成比例为 42%。

◇ 签订进境免税店经营合作协议，助力非航空类业务收入增长

根据协议，中免公司将在白云机场现有的一号航站楼及建设中的二号航站楼内经营进境免税店，经营面积 1100 平方米，免税项目的经营期限为 6 年，至协议期满，如中免公司通过协议的考核评定，公司同意协议期延长 3 年。

根据该协议中标价，T2 启用前，T1 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 3244 万元/月，提成比例为 39%；T2 启用后，T1 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 2356 万元/月，T2 航站楼国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 3533 万元/月，提成比例为 42%。根据公司测算，预计首年将实现营业收入 6300 万元，未来 6 年带来营业收入 21.26 亿元。

◇ 出境免税店招商启动，业绩增量可期

公司委托国义招标股份有限公司发布二号航站楼出境免税店招商项目公告，项目相比于进境免税店更具有吸引力。招商信息报名时间为 2017 年 5 月 2 日至 5 月 8 日，目前已经结束。参考北京首都国际机场免税店项目从招标到项目落地的周期，我们预计白云机场出境免税店招商将在 6 月落地。

此次招商范围为二号航站楼出境免税店，招商面积约为 3544 平方米，店铺数量 25 间。项目规定经营期限为 6 年。一方面，根据游客的消费习惯，为了便利，很多人往往选择出境前赶往机场免税店购物，而入境的游客则相对较少选择在免税店购物。另一方面，从店铺的面积上来看，进境免税店的总面积约为 1100 平方米，而出境免税店的总面积是其 3 倍。因此，我们认为出境免税店项目招商将会给公司带来更加丰厚的利润。

T2 航站楼进境免税店首年月保底销售额 3533 万/月，经营面积 700 平方米，出境免税店的总面积是进境的 3 倍，以此估算，出境免税店首年月保底销售额约为 1.79 亿/月，若提成比例维持 42%，则出境项目未来 6 年将给公司带来超过 54 亿元的营业收入。

◇ T2 航站楼明年投入使用，扩大机场航空业务发展空间

2016 年白云机场航班起降 43.51 万架次，旅客吞吐量 5973.62 万人次，T1 航站楼设计吞吐量为 3500 万人次，2016 年产能利用率已达到 171%。建设中的 T2 航站楼设计年旅客吞吐量为 4500 万人次，并且同步建设面积超过 20



万平米的交通中心，与广州地铁实现对接，增强客流集散能力。**T2 航站楼**预计于明年 2 月投入使用，届时将扩大白云机场航空业务主业的发展空间，至 2020 年旅客吞吐量有望达到 8000 万人次。

同时，第三航站楼工程和机场第四、五跑道已在规划当中，在 2020 年至 2025 年，公司将规划建设第四、第五跑道和东四、西四指廊以及 T3 航站楼，机场西侧大物流基地也将基本成型。另一方面，4 月 1 日起机场收费改革正式实施，本次改革将白云机场由一类二级机场上调至一类一级机场，调高白云机场的等级有助于提升公司作为国际枢纽机场的竞争力，进一步优化航线布局，同时借助于其地理优势以及 2018 年 T2 航站楼的启用，将会大大提升白云机场的综合业务能力，从而将其建成国际一流水平的现代化机场。

◇ 盈利预测与投资评级

预计公司 2017~2019 年归母净利润为 14.23 亿元、10.27 亿元、16.18 亿元，对应 EPS 为 1.21 元、0.88 元、1.13 元。考虑到今年免税店经营合作协议的签订，以及机场的扩建，将对公司业绩产生积极的影响，秉持谨慎原则，给予 2017 年 16 倍 PE，目标价 19.36 元，维持“增持”评级。

◇ 风险提示

免税店项目经营权转让费存在市场因素影响的不确定性；T2 航站楼完工投产存在不确定性。

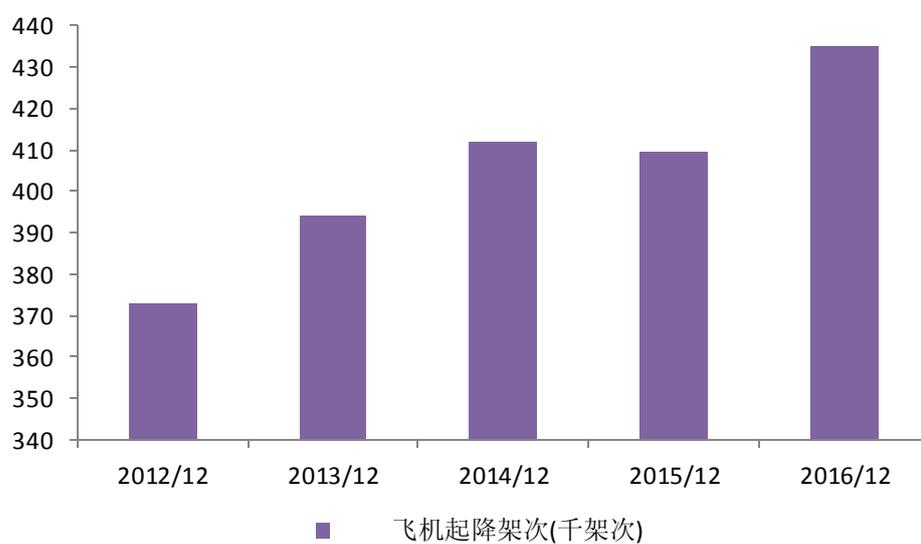
图表 1：进境免税项目经营合作协议对公司业绩的影响

序号	协议营业收入期间	协议预计营业收入金额（亿元）
1	T2 启用前	0.63
2	T2 启用第一年	2.89
3	T2 启用第二年	3.15
4	T2 启用第三年	3.33
5	T2 启用第四年	3.54
6	T2 启用第五年	3.75
7	T2 启用第六年	3.97
8	总计	21.26

资料来源：公司公告，联讯证券研究院

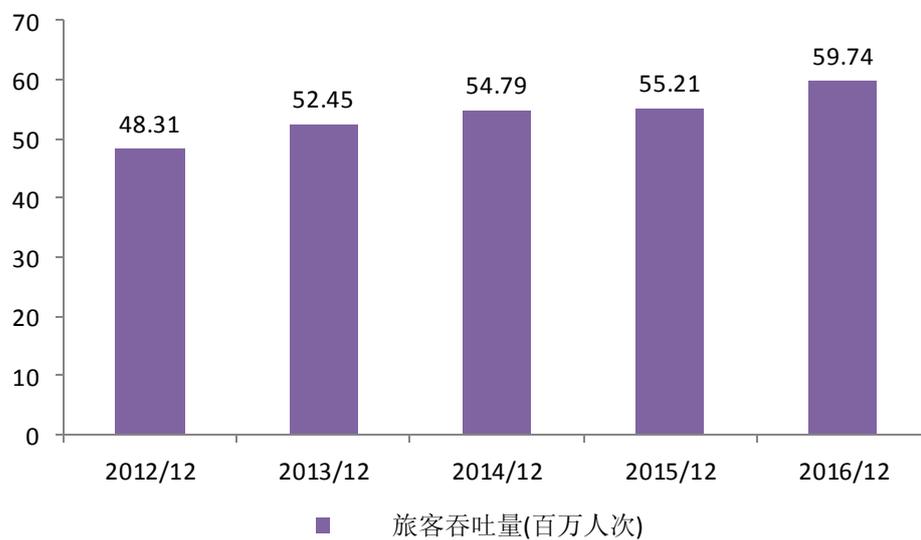


图 2：白云机场飞机起降架次



资料来源:公司年报, 联讯证券研究院

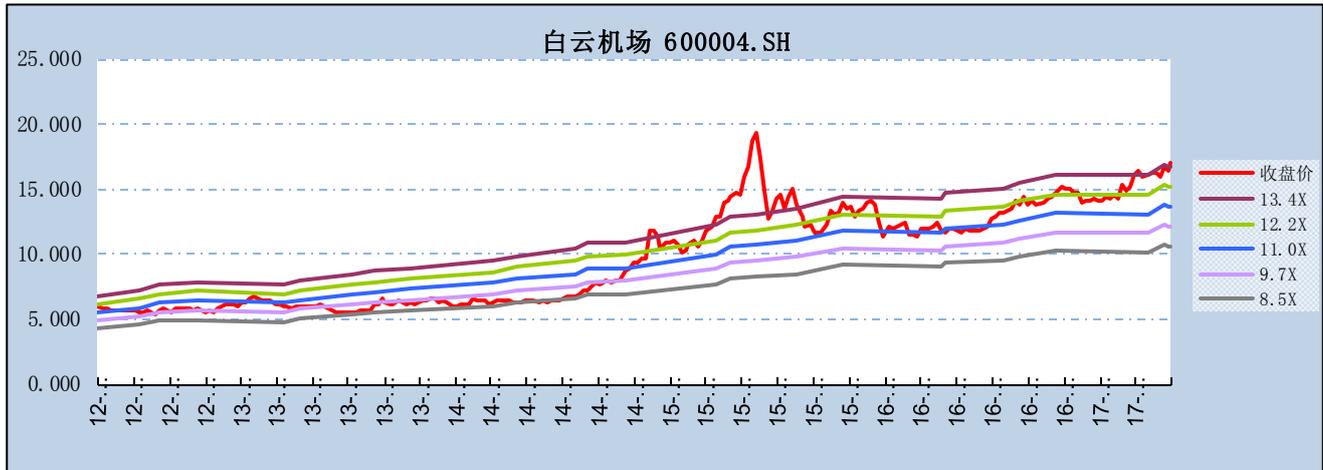
图表 3：白云机场旅客吞吐量



资料来源:公司年报, 联讯证券研究院

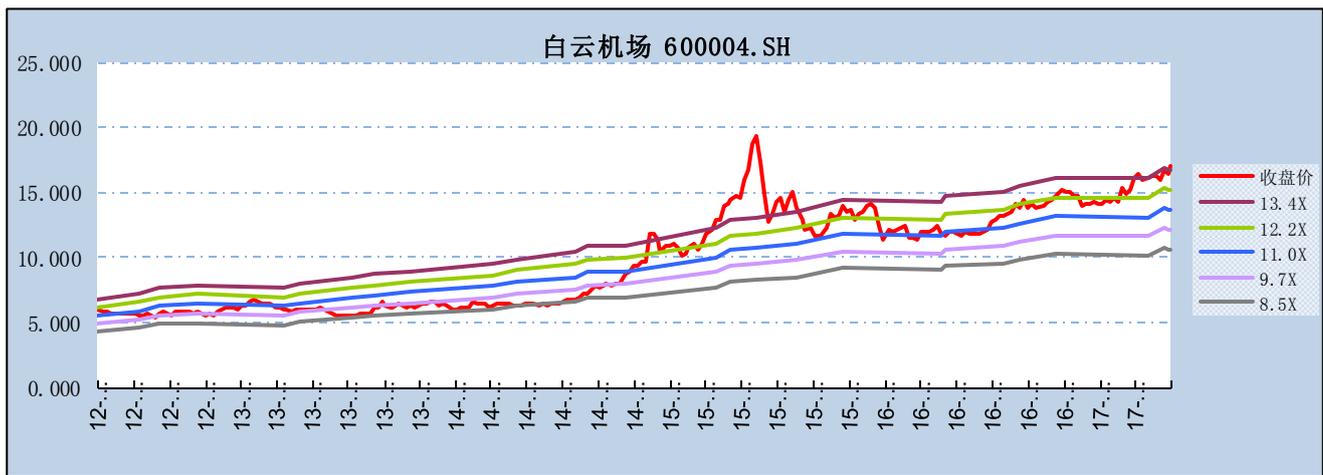


图表 4: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 5: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,094	2,303	2,534	2,787	经营活动现金流	1,956	2,152	3,228	3,550
货币资金	990	607	1,046	1,530	净利润	1,392	1,459	1,067	1,662
应收账款	773	850	935	1,029	折旧摊销	589	648	972	1,070
其它应收款	145	159	175	193	财务费用	-6	-37	-48	-52
预付账款	22	24	27	29	投资损失	-30	-33	-36	-40
存货	72	79	87	96	营运资金变动	-359	-51	-1,204	-177
其他	93	584	264	-88	其它	370	165	2,477	1,088
非流动资产	15,649	17,214	25,822	28,404	投资活动现金流	-5,345	-5,879	-6,467	-7,114
长期股权投资	117	123	129	136	资本支出	5,294	5,824	6,406	7,047
固定资产	7,016	7,718	19,294	21,223	长期投资	117	123	129	136
无形资产	22	23	25	26	其他	-10,756	-11,826	-13,002	-14,296
其他	8,494	9,350	6,374	7,019	筹资活动现金流	3,040	3,344	3,679	4,047
资产总计	17,743	19,518	28,355	31,191	短期借款	0	0	0	0
流动负债	2,609	2,869	4,304	4,734	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	3,040	3,344	3,679	4,047
应付账款	195	214	236	259	现金净增加额	-348	-383	439	483
其他	2,414	2,655	4,068	4,475					
非流动负债	4,260	4,687	5,155	5,413	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4,260	4,687	5,155	5,413	营业收入	9.73%	10.00%	30.00%	10.00%
负债合计	6,869	7,556	9,459	10,147	营业利润	8.71%	4.54%	-11.81%	37.87%
少数股东权益	108	102	97	92	归属母公司净利润	11.23%	2.10%	-27.86%	57.63%
归属母公司股东权益	10,767	11,860	18,799	20,951	获利能力				
负债和股东权益	17,743	19,518	28,355	31,191	毛利率	39.61%	38.73%	38.73%	38.73%
					净利率	22.60%	20.98%	11.64%	16.68%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	13.48%	12.78%	6.91%	8.32%
营业收入	6,167	6,783	8,818	9,700	ROIC	28.58%	18.66%	11.98%	16.90%
营业成本	3,724	4,156	5,403	5,944	偿债能力				
营业税金及附加	66	62	81	89	资产负债率	38.71%	38.71%	33.36%	32.53%
销售费用	101	117	152	167	流动比率	0.80	0.80	0.59	0.59
管理费用	393	514	1,499	1,164	速动比率	0.78	0.78	0.57	0.57
财务费用	-6	-37	-48	-52					
资产减值损失	19	17	16	14	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.36	0.37	0.33
投资净收益	30	33	36	40	应收帐款周转率	9.04	8.36	9.88	9.88
营业利润	1,900	1,986	1,751	2,414	应付帐款周转率	24.68	20.32	24.01	24.01
营业外收入	11	12	13	14	每股指标(元)				
营业外支出	6	5	4	4	每股收益	1.21	1.21	0.88	1.38
利润总额	1,905	1,993	1,760	2,425	每股经营现金	1.70	1.84	2.75	3.03
所得税	513	533	693	762	每股净资产	9.46	10.20	16.12	17.95
净利润	1,392	1,459	1,067	1,662	估值比率				
少数股东损益	-2	36	40	44	P/E	13.99	13.95	19.33	12.26
归属母公司净利润	1,394	1,423	1,027	1,618	P/B	1.79	1.66	1.05	0.94
EBITDA	2,452	2,634	2,724	3,484	EV/EBITDA	10.34	10.17	10.38	8.17

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

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