

公司研究/动态点评

2017年07月20日

交通运输/机场 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.62  
合理价格区间(元): 16.1~16.3

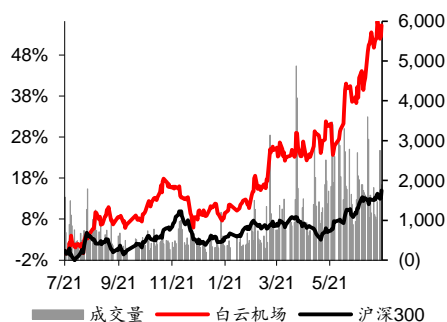
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**陈宇** 021-28972065  
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1 《白云机场(600004,增持): 可转债转股完毕, 轻装上阵》2017.06
- 2 《白云机场(600004,增持): 生产量稳健, 非航收入即将爆发》2017.05
- 3 《白云机场(600004,增持): 业绩超预期, 时刻放量促盈利增长》2017.05

股价走势图



资料来源: Wind

## 非航超预期, 上调盈利和目标价 白云机场(600004)

### 2018年2月T2投产, 非航超预期, 上调盈利和目标价

我们实地调研了白云机场, 据管理层所述, 二号航站楼已进入装修阶段, 预计2017年11月完工、2018年2月投产。基于目前招标情况, 我们预计2018年: 新增零售收入4亿元(约1.15万元/平米/年); 新增广告、免税收入6.2亿元, 高于早前预期。因此, 我们上调2018/2019年净利润7.9%/6.6%, 并上调目标价区间至16.1-16.3元, 维持增持评级。

### T2一期招商进度: 入境免税、广告已经落地, 零售完成75%

T2一期零售计划招商面积3.5万平米, 已完成招标140-150个商铺, 完成率约75%(按总计划约200个铺位计); 功能服务类商铺招标将逐步推进。应标者多为集成商, 由其对接商铺经营商, 这种模式在一定程度上加强了对机场的违约风险保护。根据公布的投标信息测算, 首期保底租金有望达4亿, 考虑边际成本几乎为零, 增厚利润显著。广告、入境免税招标已落地, 预计分别在2018年贡献收入3.3亿元和2.9亿元, 其中3544平米的T2出境招标暂未有结果, 目前公司正在积极接触意向应标者, 有望于T2投产前落实招标。

### 年化折旧额预计将达6亿, 短期内暂无大笔资本支出

目前T2建造已投资超100亿, 预计还将投入约40亿。T2竣工投产后, 预计年折旧额为6亿, 主要为建筑物、设备的折旧。当前跑道产能利用率达90%, 且为达到政府对旅客量的规划(计划其2020年旅客吞吐量达8000万, 2016年接近6000万), 公司计划建造第四、第五跑道, 目前都还在研讨阶段。综上, 短期内暂无大笔资本性支出。

### 上年度权益分派, 每股0.45股红股稀释股价

白云机场7月4日公布2016年度权益分派实施公告, 向全体股东派发含税现金红利每股0.37元, 派送红股0.45股, 共计派发现金红利5.28亿元, 红股6.42亿股, 使得总股本增至20.69亿, 摊薄32%, 2016最新摊薄EPS降至0.67元, 由于预测期内上调盈利, 一定程度抵消派送红股的稀释效应, 因此2017/2018/2019相应降低EPS33.2%/25.6%/26.5%。除权当日(7/14)收盘价为13.71元, 较前日降低了30%。

### 非航增厚业绩, 上调盈利和目标价, 维持“增持”

目前公司估值为19.7x 2017PE和1.8x 2017EPB, 17.5x 2018E PE和1.6x 2018EPB, 估值具有吸引力, 维持“增持”评级。1) 基于DCF估值法, 给予目标价16.3; 2) 基于PE估值法, 给予目标价16.1元, 对应18x PE和2017加权平均EPS。综上, 给予新目标价区间16.1-16.3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)	2,069
流通A股(百万股)	2,069
52周内股价区间(元)	12.90-19.89
总市值(百万元)	28,184
总资产(百万元)	18,608
每股净资产(元)	5.44

资料来源: 公司公告

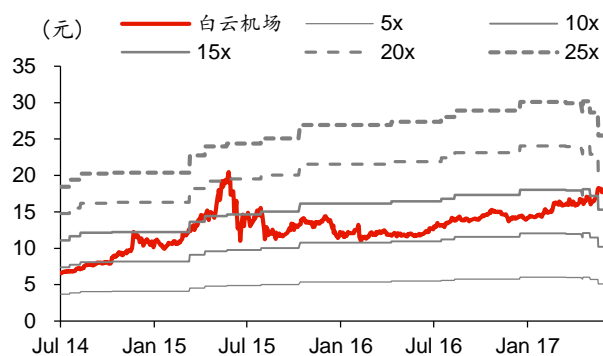
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,633	6,167	6,819	8,892	9,558
+/-%	1.90	9.48	10.57	30.41	7.48
归属母公司净利润(百万元)	1,253	1,394	1,430	1,606	1,930
+/-%	15.20	11.25	2.62	12.31	20.12
EPS(元, 最新摊薄)	0.61	0.67	0.69	0.78	0.93
PE(倍)	22.49	20.22	19.70	17.54	14.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

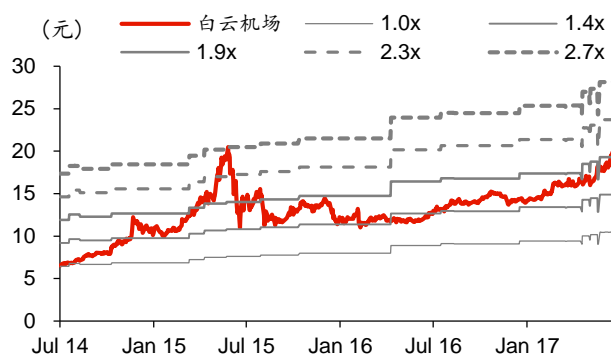
**PE/PB - Bands**

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	3,022	2,733	4,089
现金	1,346	990.16	1,744	1,110	2,349
应收账款	603.40	772.78	854.49	1,114	1,198
其他应收账款	177.31	144.66	215.60	284.08	306.05
预付账款	12.08	21.98	24.30	31.69	34.06
存货	79.75	71.75	80.93	90.86	100.14
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	20,876	19,761
长期投资	86.35	117.16	162.16	216.16	280.96
固定投资	7,401	7,016	6,430	18,640	17,468
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	21,622	23,610	23,850
流动负债	2,395	2,609	2,845	3,657	3,953
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	119.44	194.83	216.92	286.54	308.87
其他流动负债	2,276	2,414	2,628	3,371	3,644
非流动负债	466.51	4,260	1,648	1,648	147.69
长期借款	0.00	0.00	1,500	1,500	0.00
其他非流动负债	466.51	4,260	147.69	147.69	147.69
负债合计	2,862	6,869	4,493	5,305	4,101
少数股东权益	198.54	107.72	105.76	103.56	100.91
股本	1,150	1,150	2,069	2,069	2,069
资本公积	3,397	3,397	6,955	6,955	6,955
留存公积	4,736	5,762	6,976	8,153	9,601
归属母公司股	9,363	10,767	16,080	17,257	18,705
负债和股东权益	12,423	17,743	21,622	23,610	23,850

### 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	2,429	3,508	3,489
净利润	1,293	1,392	1,479	1,710	2,043
折旧摊销	564.26	589.29	727.67	1,318	1,323
财务费用	(35.80)	(6.44)	51.10	44.08	4.94
投资损失	(17.83)	(29.93)	(45.00)	(54.00)	(64.80)
营运资金变动	33.96	(13.76)	85.91	490.21	182.72
其他经营现金	(72.14)	25.00	130.59	0.00	0.00
投资活动现金	(3,147)	(5,345)	(3,633)	(3,540)	(143.15)
资本支出	3,166	5,294	3,633	3,540	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	2,031	(488.25)	(2,019)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	1,500	0.00	(1,500)
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	4,477	0.00	0.00
其他筹资现金	(551.44)	3,040	(3,946)	(488.25)	(518.65)
现金净增加额	(1,752)	(353.86)	827.11	(519.92)	1,327

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,633	6,167	6,819	8,892	9,558
营业成本	3,378	3,724	4,239	5,892	6,117
营业税金及附加	46.14	66.25	64.78	84.48	90.80
营业费用	102.70	101.00	111.67	145.63	156.53
管理费用	444.65	392.99	427.72	548.90	580.41
财务费用	(35.80)	(6.44)	51.65	46.04	8.42
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	1,949	2,210	2,650
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	1,955	2,195	2,637
所得税	458.21	512.77	526.20	590.99	709.89
净利润	1,293	1,392	1,428	1,604	1,927
少数股东损益	40.39	(1.91)	(1.96)	(2.20)	(2.65)
归属母公司净利润	1,253	1,394	1,430	1,606	1,930
EBITDA	2,109	2,402	2,736	3,562	3,971
EPS (元)	0.61	0.67	0.69	0.78	0.93

### 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	10.57	30.41	7.48
营业利润	10.83	8.75	2.63	13.39	19.89
归属母公司净利润	15.20	11.25	2.62	12.31	20.12
获利能力 (%)					
毛利率	40.03	39.61	37.83	33.75	36.00
净利率	22.24	22.60	20.95	18.04	20.16
ROE	13.38	12.95	8.90	9.31	10.32
ROIC	8.23	7.39	7.27	8.98	10.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.04	38.71	20.78	22.47	17.19
净负债比率 (%)	0	0	27.54	23.96	0
流动比率	0.94	0.80	1.06	0.75	1.03
速动比率	0.91	0.77	1.03	0.72	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.41	0.35	0.39	0.40
应收账款周转率	8.48	8.49	8.38	9.03	8.27
应付账款周转率	32.51	23.70	20.59	23.40	20.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.67	0.69	0.78	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.95	1.14	1.63	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.63	5.20	7.77	8.33	9.03
估值比率					
PE (倍)	22.49	20.22	19.70	17.54	14.61
PB (倍)	2.94	2.62	1.75	1.63	1.51
EV_EBITDA (倍)	6.89	6.15	10.25	8.05	6.53

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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