

强烈推荐-A (维持)

白云机场 600004.SH

目标估值: N.A
 当前股价: 14.05 元
 2017年07月23日

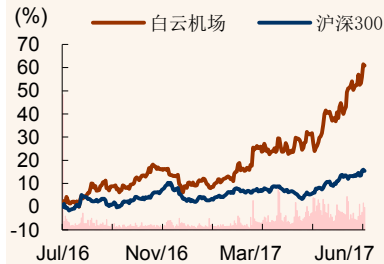
从美式跑道到欧式商业城，业绩与估值双升

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	206932
已上市流通股(万股)	206932
总市值(亿元)	291
流通市值(亿元)	291
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	38.9%
主要股东	广东省机场管理集团
主要股东持股比例	61.62%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	48	65
相对表现	14	37	50



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《白云机场(600004)一流量奠定长期,市场化引爆短期,机场资产溢价推动业绩与估值双升》2017-05-26
- 2、《白云机场(600004)一时刻放量叠加春运旺季效应,增速好于预期》2017-03-13

常涛

010-57601863
 changt@cmschina.com.cn
 S1090512030004

研究助理

袁钉
 yuanding@cmschina.com.cn

旅客流量奠定长期价值,市场化引爆短期价值,实现美式“跑道”向欧式“商业城”的估值切换;对标上海机场长期价值仍然被低估,中期看450亿市值空间。

- **三大航空枢纽之一,南方航空主基地。**公司是仅次于首都机场和浦东机场的第三大航空枢纽,同时是南方航空主基地。2017年4月,机场收费标准改革后,白云机场正式从一类二级机场升格为一类一级机场,政治地位进一步提升,为航空主业长期增长奠定基础。
- **航班放行率持续良好,产能利用率短期有望再提升。**2017年7月,白云机场暑运高峰小时架次正式开始执行71架次(之前为69),为17年旅客吞吐量的持续增长奠定基础。白云机场航班准点率居一线枢纽机场之首,加上跑道技术优化与升级,18年T2航站楼启用后,高峰小时容量有望再次提升。
- **非航收入三箭齐发:免税+广告+商业,变现能力逐步兑现。**入境免税招标超预期(42%分成/首年年化收益2.89亿元),我们估算T2出境首年年化收益约3.5亿元。T2+GTC室内广告完成招标约3.6亿元,外包模式下盈利将显著强于T1;若政策管制放松,户外广告有望贡献业绩增量。T2商业面积4.4万平,有效商业面积约3.6万平,预计贡献年化收益8.75亿元;即使考虑T1商业租赁收入下滑30%至3亿元,商业合计年化增量约7.4亿元。
- **严格控制人工成本,18年业绩有超预期可能。**此前市场普遍担心18年T2投产导致业绩大幅下滑。实际上,T2投运后,公司充分利用劳务外包+T1员工转岗的方式,人工成本增幅低于预期,加上非航收入的高速增长,我们认为公司18年业绩至少不会下降。
- **投资策略:**我们预计公司17~19年EPS为0.74/0.77/0.93元,对应当前股价PE 18.9/18.3/15.1X。公司定位国际枢纽,旅客流量奠定长期价值,市场化(机场收费改革、免税和商业租赁招标、广告招标和户外广告放开)引爆短期价值,实现美式“跑道”向欧式“商业城”的估值切换,对标上海机场长期价值仍然被低估,中期看450亿市值空间,维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**T2出境招商低于预期、空域制约时刻放量

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5620	6167	6647	8448	9150
同比增长	2%	10%	8%	27%	8%
营业利润(百万元)	1747	1900	2034	2105	2553
同比增长	11%	9%	7%	3%	21%
净利润(百万元)	1253	1394	1539	1592	1929
同比增长	15%	11%	10.4%	3.4%	21.1%
每股收益(元)	1.09	1.21	0.74	0.77	0.93
PE	12.9	11.6	18.9	18.3	15.1
PB	1.7	1.5	2.0	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、三大枢纽机场，南方航空主基地.....	5
1、历史沿革：一期转场到二期扩建.....	5
(1) 一期转场.....	5
(2) 二期扩建和远期规划.....	6
2、业务组织架构.....	6
3、长期业绩复合增速超过 10%.....	7
二、核心枢纽机场优势，时刻放量拉动主业增长.....	9
1、三大航空枢纽之一，17 年升格一类一级机场.....	9
2、民航需求大众化，消费升级推动较快增长.....	10
3、新增产能投放，远期发展空间充裕.....	11
三、非航收入三箭齐发：免税+广告+商业.....	13
1、入境免税招标落地，出境免税谈判进行时.....	13
2、市场化引爆广告收入.....	14
3、商业租赁招标持续超预期.....	15
四、从美式跑道到欧式商业城，中期看 450 亿市值.....	18
1、18 年业绩不下滑，估值具备吸引力.....	18
2、PE-PB Band.....	19

图表目录

图 1: 白云机场发展历史沿革	5
图 2: 白云机场远期规划: 3 座航站楼+5 条跑道	6
图 3: 白云机场业务组织架构	7
图 4: 白云机场收入和净利润	7
图 5: 白云机场历年起降架次	7
图 6: 白云机场历年旅客吞吐量	8
图 7: 白云机场历年货邮吞吐量	8
图 8: 白云机场收入结构 (2016)	8
图 9: 白云机场利润结构 (2016)	8
图 10: 白云机场成本构成 (2016)	8
图 11: 广东省民用机场布局“十三五”规划	9
图 12: 各省市、地区人均 GDP 比较	9
图 13: 南方航空全国基地分布	9
图 14: 2015 年中外人均乘机次数对比	10
图 15: 2035 年中外人均乘机次数对比	10
图 16: 机场的产能投放周期	11
图 17: 一线机场跑道和航站楼产能利用率 (2016)	12
图 18: 一线机场容量情况 (2016)	12
图 19: 白云机场起降架次 (月)	12
图 20: 白云机场旅客吞吐量 (月)	12
图 21: 全国机场旅客吞吐量	13
图 22: 一线枢纽机场国际航线客流占比 (2016)	13
图 23: 白云机场广告收入和利润	14
图 24: 四大枢纽机场广告收入和利润 (百万)	14
图 25: 白云机场广告业务经营模式 (T2 建成后)	15
图 26: 白云机场三层主题商区	16
图 27: 白云机场四层主题商区	16
图 28: 白云机场二层主题商区	16
图 29: 白云机场一层主题商区	16

图 30: 白云机场和上海机场市值比较	19
图 31: 白云机场历史 PE Band.....	19
图 32: 白云机场历史 PB Band.....	19
表 1: 上市公司与集团收入分成比例 (07 年重新划分)	5
表 2: 白云机场业务架构.....	7
表 3: 机场费率改革对白云机场的影响.....	10
表 4: 美国、日本民航大众化时期表现.....	11
表 5: 中国民航需求弹性测算	11
表 6: T2 投产后免税面积大幅增长	13
表 7: 白云机场入境免税招标结果	14
表 8: 白云机场免税销售额测算.....	14
表 9: 广告外包显著增厚业绩	15
表 10: 白云机场已公布招商结果项目情况汇总.....	16
表 11: 白云机场 T2 商业收入测算	17
表 12: 白云机场盈利预测.....	18
表 13: 主要上市机场估值表.....	19
附: 财务预测表	20

一、三大枢纽机场，南方航空主基地

广州白云机场是中国三大国际枢纽机场之一（注：另外两个机场是首都国际机场和上海浦东机场），03 年在上交所上市，04 年转场至新机场，通过资产置换和定增逐步置入新白云机场资产。目前，公司共有 2 座航站楼（T2 预计 18 年 2 月投运）和 3 条跑道，跑道和航站楼资产均在上市公司体内，远期规划 3 座航站楼和 5 条跑道。

1、历史沿革：一期转场到二期扩建

(1) 一期转场

1932 年，旧白云机场正式通航，原为军用机场，后来改建成民用机场，有 1 条跑道、1 座候机楼。1987 年，民航开始新一轮改革；1992 年，民航广州管理局正式分设民航中南管理局、中国南方航空公司和广州白云机场。2000 年，白云机场股份公司正式成立，并于 03 年在上交所 IPO。2004 年，新白云机场正式启用，同年白云机场移交广东省政府管理，公司实际控制人变更为广东省人民政府。2007 年，白云机场发行股份收购机场飞行区资产，重新划分相关收入分成比例。2012 年，白云机场二期扩建正式启动，第三跑道于 15 年上半年投入运营，T2 航站楼预计 18 年 2 月投入运营。

图 1：白云机场发展历史沿革



资料来源：招商证券

上市公司成立之初，主营业务位于旧白云机场（此时新白云机场已经动工），通过租赁集团资产开展业务，最大限度避免新白云机场启用后资产报废问题。07 年 6 月，上市公司与集团开展资产置换，彻底解决历史遗留问题。同年 12 月，公司非公开发行募集资金，以 20.30 亿收购新白云机场飞行区资产，包括两条跑道以及滑行道、停机坪等核心资产，并重新划分与集团的收入分成比例。

表 1：上市公司与集团收入分成比例（07 年重新划分）

项目	调整前	调整后
起降费	75%	100%
旅客服务费	80%	85%
地面服务费	50%	100%
国际航班停机费	0%	100%
国内航班停机费	50%	100%

资料来源：公司公告

通过资产置换和收购后，公司运营 T1 航站楼和两条跑道，其中 T1 航站楼总面积达 52.3 万平方米，提供 138 个客机机位和 45 个货机机位，设计旅客吞吐量为 3500 万人次；

两条跑道分别为东跑道、西跑道两条远距跑道（2200 米），其中西跑道为“4E”等级，东跑道为机场跑道最高等级“4F”级别，可满足世界上最大客机 A380 机型起降需求。

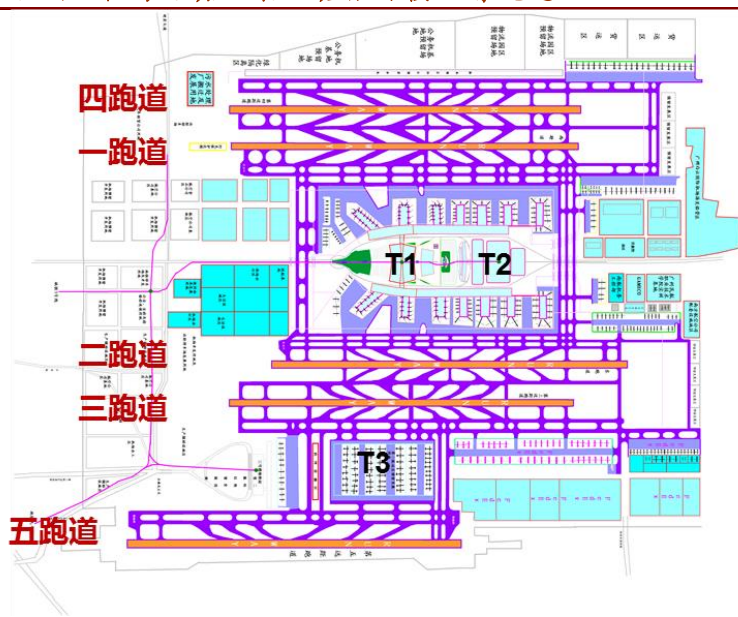
（2）二期扩建和远期规划

白云机场二期扩建工程于 2012 年 8 月初正式动工，包括第三条跑道及滑行系统、T2 航站楼、站坪及空管、供油等配套设施，总投资概算 197.4 亿元，其中上市公司承担的航站区和飞行区合计投资 170.96 亿元（集团公司主要承担土地和其它投资）。建成后，白云机场的旅客吞吐能力将增至 8000 万人次/年、货邮吞吐能力 250 万吨/年、飞机起降能力 62 万架次/年。

2015 年 1 月 4 日，二期扩建工程项目法人由集团变更为上市公司。2015 年 2 月 5 日，第三跑道正式投入运营，为“4F”级别。预计 18 年 2 月投运的 T2 航站楼建筑面积 62.4 万平方米，配套的交通中心（GTC）及停车楼 22 万平方米。

根据白云机场远期规划，2020-2025 年，推动建设白云机场第四、第五跑道和东四、西四指廊以及第三航站楼，白云机场西侧大物流基地基本成型；力争在 2020 年至 2025 年期间，白云机场旅客吞吐量达到 7500 万至 9500 万人次；广州第二机场也就是珠三角新干线机场基本建成。

图 2：白云机场远期规划：3 座航站楼+5 条跑道



资料来源：招商证券

2、业务组织架构

截止 17 年 7 月，可转债全部转股（转了 1.58 亿股，2017-6-6）后，并实施 10 送 4.5 股后（2017-7-17），公司总股本为 20.69 亿股，广东省机场集团持有上市公司 51.05% 的股权，为公司控股股东，实际控制人为广东省人民政府。

白云机场母公司主要经营航空服务主业，专业子公司分别经营配餐、地面运输、贵宾服务、地勤服务、广告业务；公司同时参股国际货站和国内货站业务 29% 和 30% 股权。

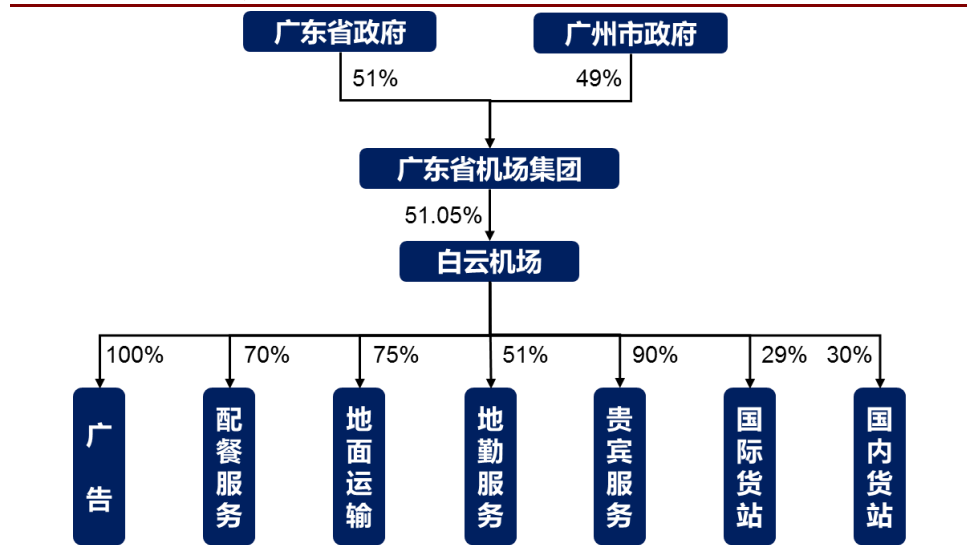
表 2: 白云机场业务架构

收入类型	业务主体	持股比例	16 年收入	16 年利润
航空服务	母公司	100%	4800	1255
配餐服务	白云机场汉莎航食公司	70%	163	6
地面运输	白云机场空港快线公司	75%	393	10
贵宾服务	白云机场商旅服务公司	90%	304	8
地勤服务	白云机场地勤服务公司	51%	417	-24
广告业务	白云国际广告公司	100%	360	148
国际货站	白云国际物流公司	29%		81
国内货站*	白云航空货站公司	30%		

资料来源: 招商证券

*由于南航货站资产未注入, 国内货站实际未开展业务

图 3: 白云机场业务组织架构

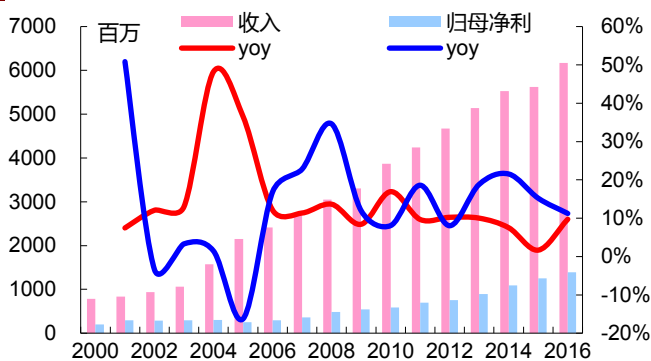


资料来源: 招商证券

3、长期业绩复合增速超过 10%

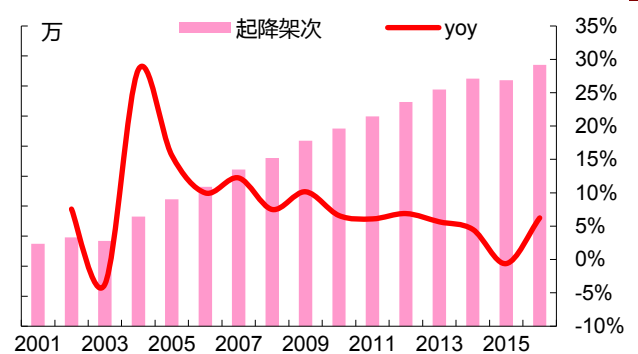
2016 年, 公司完成收入 61.67 亿元, 归母净利 13.94 亿元, 00-16 年复合增速为 13.8% 和 13%; 完成起降 43.52 万架次, 旅客吞吐量 5973 万人, 货邮吞吐量 165 万吨, 11-16 年复合增速为 8.0%、10.2%和 9.0%。

图 4: 白云机场收入和净利润



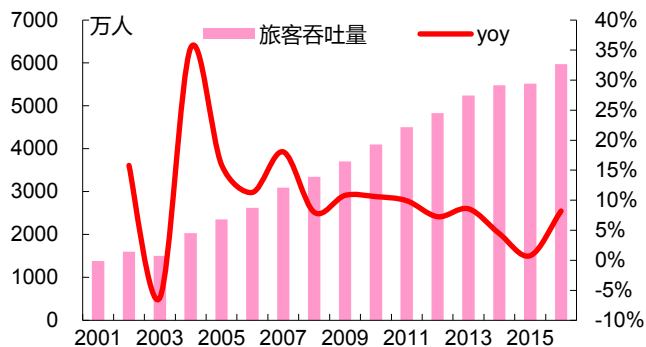
资料来源: 招商证券

图 5: 白云机场历年起降架次



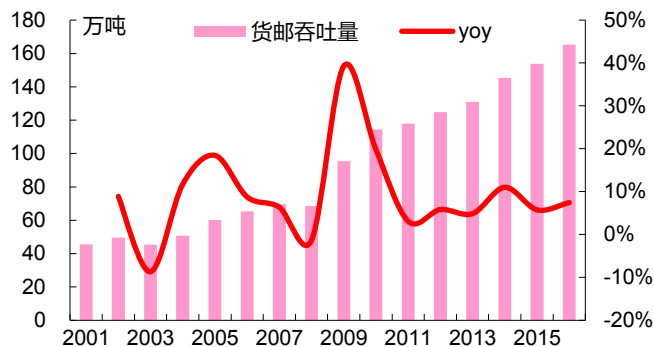
资料来源: 招商证券

图 6: 白云机场历年旅客吞吐量



资料来源: 招商证券

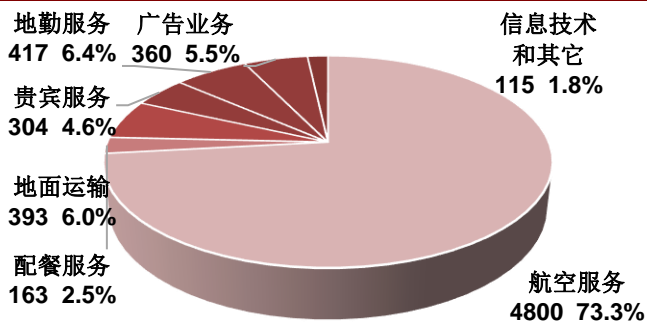
图 7: 白云机场历年货邮吞吐量



资料来源: 招商证券

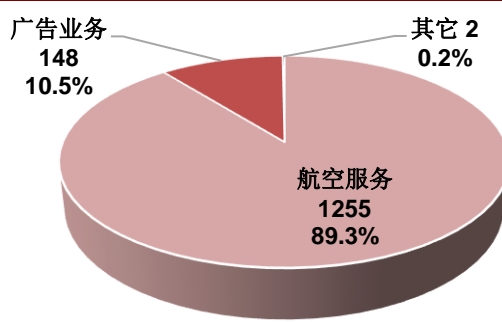
分业务板块看, 16 年母公司实现收入(分部报告航空服务)48 亿元, 利润 12.55 亿元, 贡献主要收入和利润; 除广告外其它业务板块利润贡献很少。从成本结构上看, 人工和折旧是白云机场主要成本, 合计占比约 60%。

图 8: 白云机场收入结构 (2016)



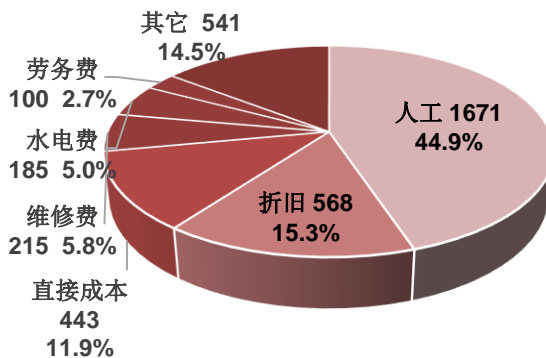
资料来源: 招商证券

图 9: 白云机场利润结构 (2016)



资料来源: 招商证券

图 10: 白云机场成本构成 (2016)



资料来源: 招商证券

二、核心枢纽机场优势，时刻放量拉动主业增长

1、三大航空枢纽之一，17 年升格一类一级机场

白云机场坐落于泛珠三角地区，该地区是我国经济社会发展最具活力的区域之一，人口和国内生产总值占全国 1/3，消费能力居全国领先地位。同时，广州具有覆盖东南亚、连接欧美澳，辐射内地各主要城市的区位优势。从白云机场起飞，6 个小时内可飞抵亚太 20 多个城市 and 地区。

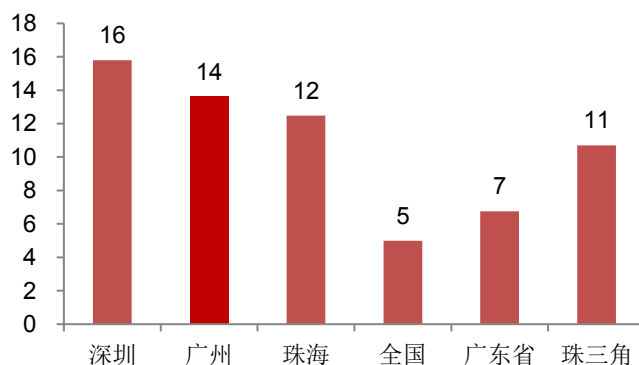
截止 2016 年底，白云机场航线网络已覆盖全球 200 多个通航点，其中国际及地区航点超过 80 个，通达全球 40 多个国家和地区，实现年旅客吞吐量 5978 万人次，货邮吞吐量 165 万吨。

图 11: 广东省民用机场布局“十三五”规划



资料来源：招商证券

图 12: 各省市、地区人均 GDP 比较



资料来源：招商证券

截止 2016 年底，南方航空机队达到 702 架，机队规模居亚洲第一、世界第四，拥有最密集的国内航线网络。南航作为广州白云机场最重要的基地航空公司，承运白云机场接近 50% 的旅客量。

图 13: 南方航空全国基地分布



资料来源：招商证券

2017 年 4 月 1 日，机场收费新政正式实施。虽然整体收费标准有所上调，但是由于白云机场从一类二级升格一类一级机场，收费标准低于原有一类二级机场（如深圳），综

合考虑机场收费改革对白云机场的影响接近中性。

本次改革后，白云机场正式成为三家一类一级机场（另外两家是首都机场和浦东机场）之一，政治地位进一步提升；凭借其优越的地理位置、显著的区位优势、完善的枢纽航线网络与基础设施，为主业长期发展奠定基础。

表 3: 机场费率改革对白云机场的影响

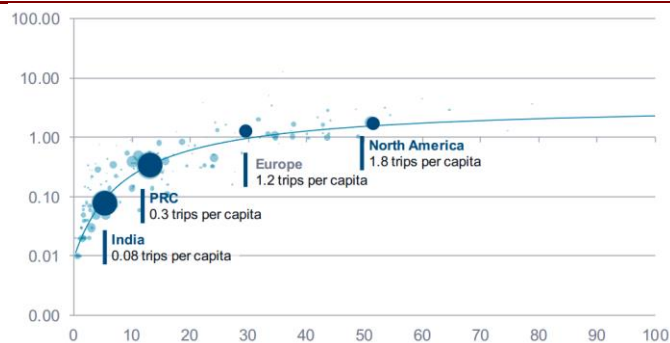
类别	细分	国际航线	国内航线	调节幅度
机场类别		一类二级上调至一类一级		
起降费	25 吨以下	2000	240	-4%
	26-50 吨	2200	650	-7%
	51-100 吨	2200+40* (T-50)	1250+24* (T-50)	8%
	101-200 吨	4200+44* (T-100)	2400+25* (T-100)	6%
	200 吨以上	8600+56* (T-200)	5000+32* (T-200)	-1%
停车场		2 小时内免费，后续每停 24 小时，按起降费 15%；不足 24 小时，按 24 小时计	2 小时内免费，2-6 小时，起降费 20%；6-24 小时 25%；24 小时以上，每 24 小时 25%；不足 24 小时，按 24 小时计	5%-10%
客桥费	单桥	1 小时 200 元，后续每 0.5 小时 100 元；不足 0.5 小时，按 0.5 小时计；单桥标准倍数计收	1 小时 200 元，后续每 0.5 小时 100 元；不足 0.5 小时，按 0.5 小时计；单桥标准倍数计收	100%
	多桥			
旅客服务费		40	34	-15%
安检费	旅客行李 (元/人)	12	8	33%
	货物邮件 (元/吨)	70	53	33%
地面服务		市场定价		

资料来源：招商证券

2、民航需求大众化，消费升级推动较快增长

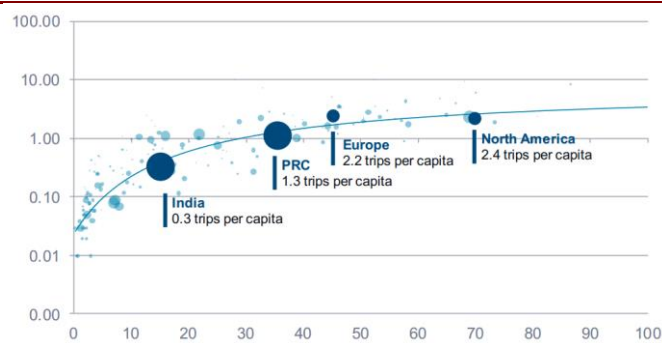
国际比较看，中国 2016 年人均乘机次数仅为 0.35 次，不到美国的七分之一（2.7 次），航空渗透率提升的空间很大。

图 14: 2015 年中外人均乘机次数对比



资料来源：空中客车

图 15: 2035 年中外人均乘机次数对比



资料来源：空中客车

美国 1960-1970: 人均 GDP 为 2.9-5.1 千美元，人均乘机次数从 0.34 次上升至 0.83 次，客运周转量相对 GDP 弹性为 3.3。

日本 1970-1980: 人均 GDP 为 2.0-9.3 千美元，人均乘机次数从 0.16 次上升至 0.47 次，客运周转量相对 GDP 弹性为 2.9。

表 4: 美国、日本民航大众化时期表现

美国	人均 GDP: 千美元	人均乘机次数	RPKCAGR	GDPCAGR	弹性
1950-1960	1.9-2.9	0.13-0.34	11.40%	2.70%	4.2
1960-1970	2.9-5.1	0.34-0.83	12.70%	3.90%	3.3
1970-1980	5.1-12.2	0.83-1.3	6.50%	2.80%	2.3
1980-1990	12.2-23.1	1.3-1.86	6.20%	2.90%	2.1
日本	人均 GDP: 千美元	人均乘机次数	RPKCAGR	GDPCAGR	弹性
1965-1970	0.91-2.0	0.05-0.16	25.40%	9.00%	2.8
1970-1980	2.0-9.3	0.16-0.41	11.70%	3.98%	2.9
1980-1990	9.3-25.1	0.41-0.61	5.88%	4.21%	1.4

资料来源: 招商证券

2011-2016 年, GDP 增速从 9.2% 下降至 6.7%, 但民航客运周转量增速基本稳定。2011-2015 年, GDP 对民航客运周转量的弹性分别为 1.3、1.4、1.6、1.6 和 2.1, 平均弹性为 1.5, 较 2005-2010 的 1.3 有所增长, 而 2016 年进一步提高至 2.2。

对比美日航空业发展轨迹, 我们认为未来 5-10 年, 中国民航客运周转量增速仍有望维持在 10% 以上。

表 5: 中国民航需求弹性测算

	RPK CAGR	GDP CAGR	弹性	人均乘机次数 CAGR	人均收入 CAGR	弹性
1980-1990	19.30%	9.30%	2.1	15.40%	12.20%	1.3
1990-2000	15.50%	10.40%	1.5	13.80%	15.30%	0.9
2001-2005	16.10%	9.80%	1.6	14.80%	10.80%	1.4
2005-2010	14.60%	11.20%	1.3	13.60%	12.70%	1.1
2010-2015	12.48%	8.55%	1.5	9.90%	10.30%	1
2016	15%	6.70%	2.2	11.20%	8.40%	1.3

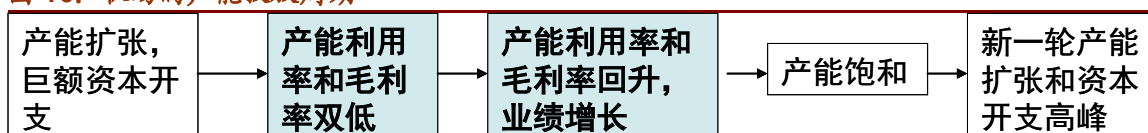
资料来源: 招商证券

3、新增产能投放, 远期发展空间充裕

机场行业属于重资产行业, 其产能的投放 (主要是航站楼和飞行区) 具有显著的离散特征, 这也决定了机场的产能投放需要较强的超前性。这是机场行业的主营成本呈现阶梯式增长的根本原因。

伴随产能投放, 折旧与人工成本呈现较为明显的阶梯式增长 (特别是折旧成本)。典型的机场行业的产能投放周期包括: 产能扩张, 巨额资本开支, 此时产能利用率和毛利率双低, 业绩也达到谷底。随着业务量的增长, 产能利用率和毛利率均开始回升, 业绩也开始回升。产能利用率不断提升, 达到饱和后业绩也达到阶段性顶峰。然后又进入了新一轮的产能扩张和资本开支高峰。

图 16: 机场的产能投放周期



资料来源: 招商证券

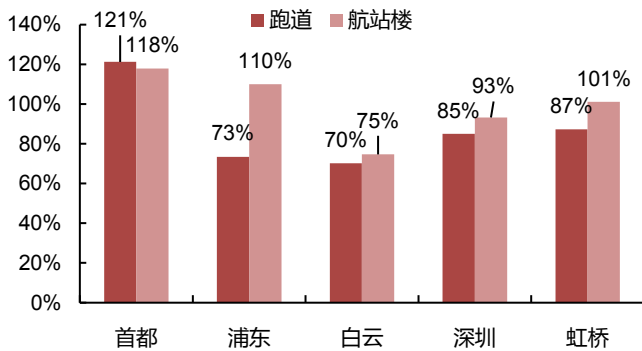
1) 跑道和航站楼保障能力充裕: 目前, 白云机场拥有 1 座航站楼和 3 条跑道, 设计旅客吞吐量 3500 万人次、飞机起降 62 万架次, 若考虑到 T2 投产后航站楼设计吞吐量提

升至 8000 万人，航站楼和跑道保障能力居一线机场之首。

2) 高峰小时容量利用率不高，18 年仍有上调空间：2010 年，借助于广州亚运会召开的契机，白云机场高峰小时架次从 48 提升至 58，12 年冬春航季进一步上调至 65 架次。此后，由于产能饱和、准点率不达标等因素，高峰小时容量迟迟未能上调，15 年公司起降架次有所下滑，压制主业增长。

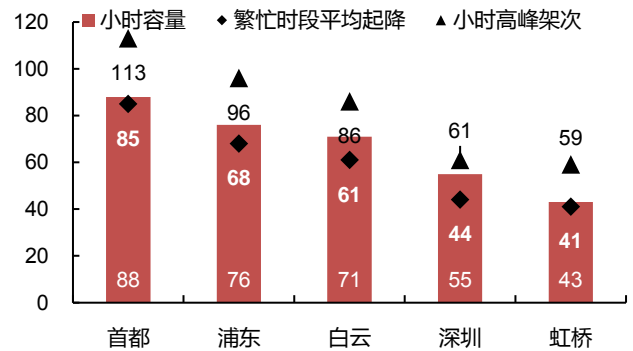
随着三跑道 15 年 2 月投入运营，16 年 3 月，民航局批准白云机场高峰小时容量由 65 架次提升到 71 架次（实际执行 69 架次，17 年 7 月暑运正式开始执行 71 架次）。2016 年，白云机场繁忙时段（7:00-22:00）平均起降 61 架次，最高小时起降达到 86 架次。在当前的小时容量下，起降架次仍有提升空间。考虑到公司近期准点率良好，且 18 年 2 月 T2 投产进一步释放产能，高峰小时容量仍有继续上调的空间。

图 17：一线机场跑道和航站楼产能利用率（2016）



资料来源：民航局、招商证券

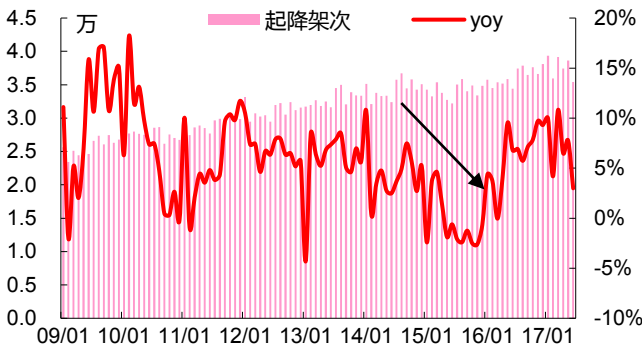
图 18：一线机场容量情况（2016）



资料来源：招商证券（*白云机场为 T2 启用后数据）

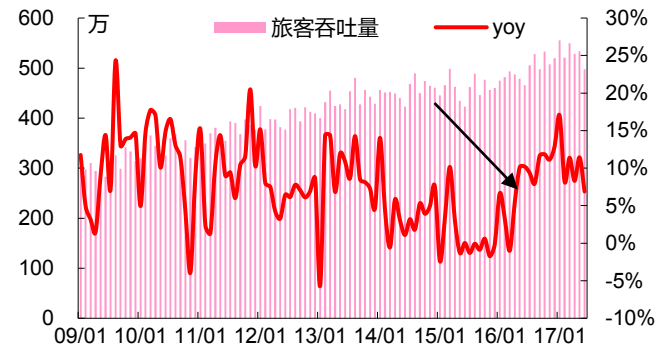
虽然天气原因导致公司 17 年 6 月旅客吞吐量增速下降至 6.9%，我们认为 17 全年增速仍有望维持 9% 以上。若 18 年继续上调高峰小时容量，则 18/19 年旅客吞吐量增速有望维持在 8% 左右。

图 19：白云机场起降架次（月）



资料来源：Wind、招商证券

图 20：白云机场旅客吞吐量（月）



资料来源：Wind、招商证券

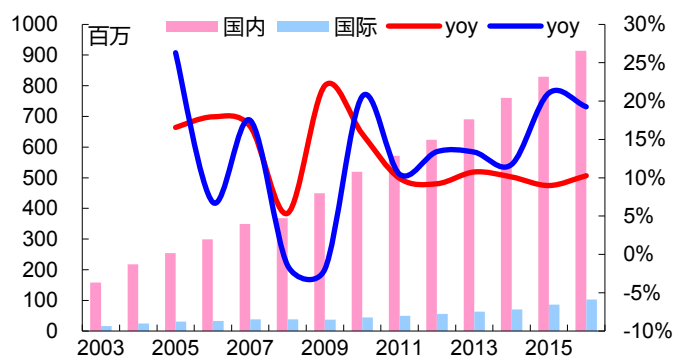
三、非航收入三箭齐发：免税+广告+商业

1、入境免税招标落地，出境免税谈判进行时

随着经济发展和消费升级，出境游人次高速增长。2016 年，全国机场完成旅客吞吐量 10.16 亿人次 (+11.1%)，其中国内线 9.14 亿人次 (+10.3%)，国际线 1.02 亿人次 (+19.3%)，国际旅客吞吐量增速显著高于国内旅客。

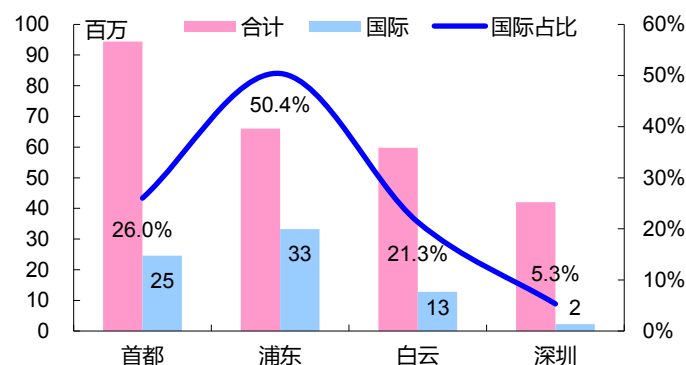
2016 年，白云机场完成国际旅客吞吐量 1274 万人，同比增长 12.2%，超过公司整体客流增速 (8.2%)。受益于珠三角中高收入阶层的不断扩大、国际消费旅客流量的增加，机场免税业务收入有望维持高增长。此外，国内免税业的发展有望引导部分国人回国消费，增加了免税收入弹性。

图 21：全国机场旅客吞吐量



资料来源：招商证券

图 22：一线枢纽机场国际航线客流占比 (2016)



资料来源：招商证券

截止目前，公司 T1 免税面积约 1600 平米，其中出境免税面积 1300 平米，入境面积 300 平米，实际开展经营的为 T1 出境业务，**中免集团给白云机场的分成约 4000-5000 万元/年**。预计 T2 投产后，公司将新增出境面积 3544 平米，入境面积 700 平米；T1 国际候机区通过流程改造，入境免税面积也将扩大至 400 平米。

表 6：T2 投产后免税面积大幅增长

	T2 启用前		T2 启用后		合计
	T1	T1	T1	T2	
入境	300	400	700		1100
出境	1300	1300	3544		4844
合计	1600	1700	4244		5944

资料来源：招商证券

1) 入境业务：2017 年 5 月 5 日，中免集团以 5889 万元的月保底销售额竞标成功，取得公司 T1、T2 未来 9 年的入境免税经营权。其中 T1 入境保底销售额为 2356 万/月、T2 入境保底销售额为 3533 万/月。T2 启用前，提成比例 39%；T2 启用后，提成比例为 42%。

表 7: 白云机场入境免税招标结果

	场地	面积	底标		招标结果		坪效
			月保底销售额 (万)	提成比例 (%)	月保底销售额 (万)	提成比例 (%)	
T2 投产前	T1 入境	300	371	26%	3244	39%	130
T2 投产后	T1 入境	400	266	26%	2356	42%	71
	T2 入境	700	400		3533	42%	61

资料来源: 招商证券

2) 出境业务: 根据了解, T2 出境免税首次招标流标, 公司正在积极接触免税运营商, 预计近期 T2 免税招标逐步落地。

7 月 5 日, 中国国旅发布公告: 中免集团中标首都机场 T2 免税特许经营权, 首年保底经营费用为 8.3 亿元, 提成比例 47.5%; 日上免税行中标 T3 航站楼段, 首年保底经营费用为 22 亿元, 提成比例 43.5%。根据首都机场免税招标结果, 我们测算其首年保底销售额 (T2+T3) 对应人效 277 元/人和坪效 45 万元/平米。

假设: 白云机场 T2 免税 (出境+入境) 综合人效和坪效分别为 170 元/人和 35 万元/平米。(主要考虑到白云机场国际线客流质量低于首都机场)

测算: T2 首年保底销售额为 13.6/14.85 亿元。

简单假设保底销售额为 14.2 亿元 (含出境+入境), 则扣除 4.2 亿元入境保底销售额后, **若分成比例为 35%, T2 出境免税有望贡献收入 3.5 亿元。**

表 8: 白云机场免税销售额测算

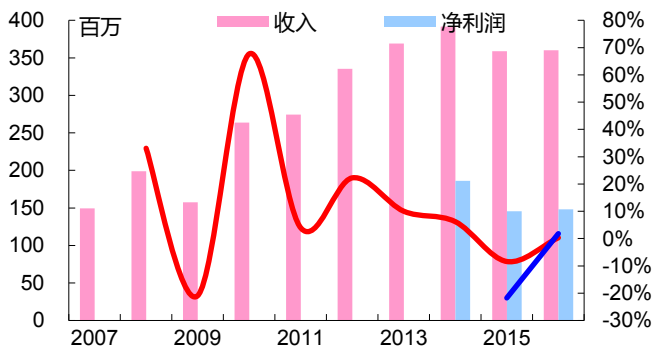
单位	保底销售额 亿	国际客流 万人	人效 元/人	保底销售额 亿	面积 平米	坪效 万/平米
首都机场 T2+T3	68.05	2454	277	68.05	15003	45
白云机场 T2	13.60	800	170	14.85	4244	35

资料来源: 招商证券

2、市场化引爆广告收入

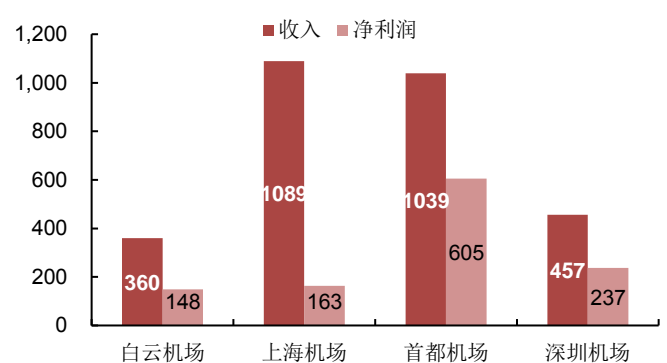
由于机场广告位有限、合约周期较长以及政策因素, 13 年以来白云机场自营 T1 广告业务, 收入大约 3.6 亿元, 扣除 1.5 亿营业成本, 净利润约 1.5 亿元。由于激励机制不足等因素, 白云机场广告业务盈利显著弱于同业。

图 23: 白云机场广告收入和利润



资料来源: 招商证券

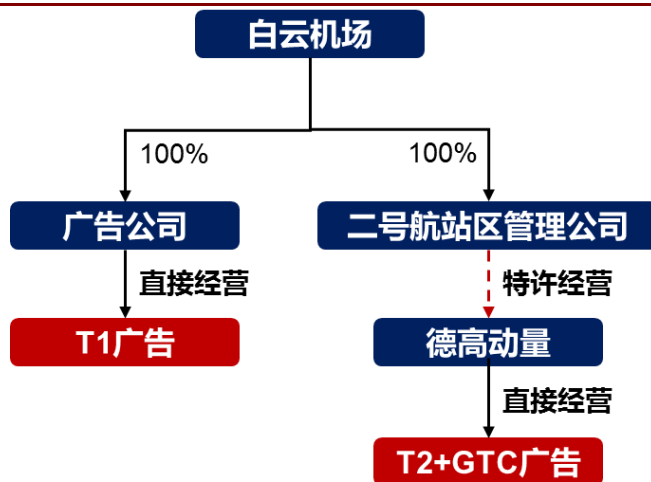
图 24: 四大枢纽机场广告收入和利润 (百万)



资料来源: 招商证券

根据合约，德高广告获得白云机场 T1 及 GTC 广告资源使用权，需向二号航站区管理公司支付广告资源使用费，包括底价以及超额提成：1) 底价：首年广告资源使用费底价为 3.6 亿元，以后逐年增长；2) 超额提成：(年度销售额-对应年度提成基准数) * 超额提成率，预计合约期内（5 年期）带来收入不低于 20.29 亿。

图 25: 白云机场广告业务经营模式 (T2 建成后)



资料来源：招商证券

从收入规模看，T2+GTC 广告特许经营收入和 T1 大致相当，但是由于公司采用特许经营模式，成本可忽略不计，简单估算 T2+GTC 首个完整年度贡献广告利润 2.7 亿元，大幅优于 T1 的 1.5 亿元。我们认为，未来公司不排除将 T1 广告业务外包的可能，若政策管制放松，户外广告将成为公司又一利润来源。

表 9: 广告外包显著增厚业绩

期间	收入金额 (亿元)
第一年度	3.6
第二年度	3.82
第三年度	4.04
第四年度	4.29
第五年度	4.54
合计	20.29

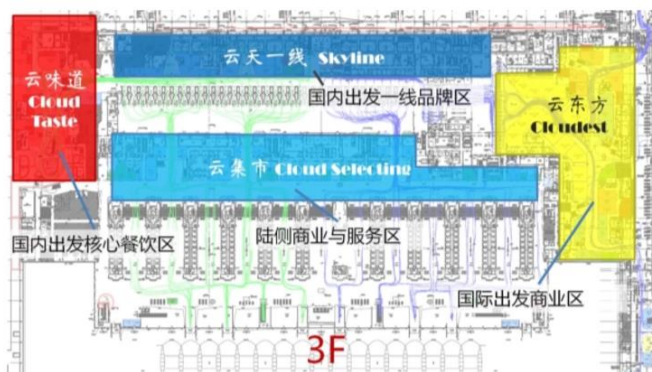
资料来源：招商证券

3、商业租赁招标持续超预期

1) T1 航站楼: T1 商业面积约 2.8 万平米，2016 年特许经营收和商业租赁收入合计 4.3 亿元，对应坪效约 1.5 万元。

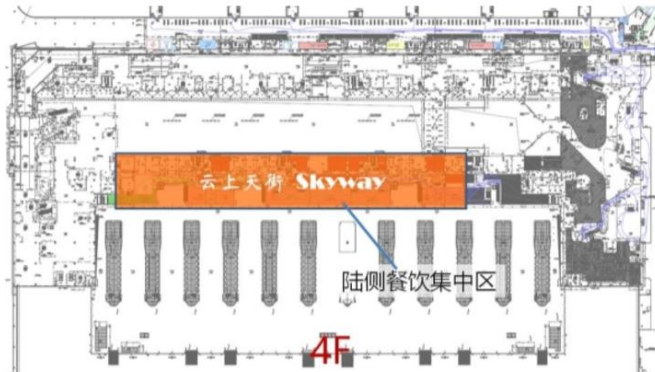
2) T2 航站楼: 根据白云机场 T2 商业规划纲要，公司在二号航站楼的四层共设置七大商业板块，并围绕“云+”的总体概念，对七大商业板块进行命名，形成不同的品牌主题。白云机场二号航站楼和交通中心商业面积达 4.4 万平米，剔除免税 4200 平和云天一线非经营面积 4300 平，有效商业面积 3.6 万平。

图 26: 白云机场三层主题商区



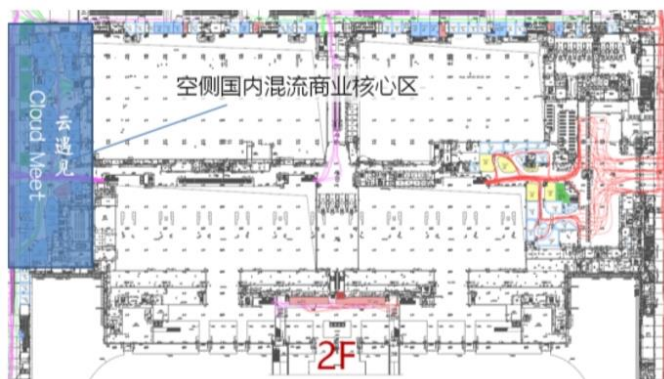
资料来源: 公司资料

图 27: 白云机场四层主题商区



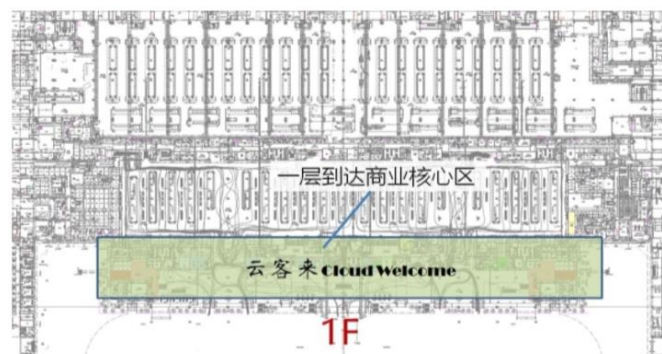
资料来源: 公司资料

图 28: 白云机场二层主题商区



资料来源: 公司资料

图 29: 白云机场一层主题商区



资料来源: 公司资料

截止目前, 白云机场招商面积 2.57 万平米, 有效招商 2.27 万平米 (3000 平流标), 年化收入 5.81 亿元, 综合坪效 2.55 万元/平米/年。

表 10: 白云机场已公布招商结果项目情况汇总

项目类别	总招商面积 (平方米)	有效招商面积 (平方米)	机场月保底收入 (万元)	坪效 (万元/平米/年)
品牌零售	3059	2806	524	2.24
餐饮	3673	2232	166	0.89
餐饮 (集成)	9022	7764	1559	2.41
货币兑换	128	128	285	26.7
云集市	2465	2465	805.6	3.92
水果专营	207	207	259.9	15.07
书刊	330	330	86	3.13
药店*	130	130	20.2	1.86
云天一线	2536	2536	372	1.76
烟酒	354	354	89	3.00
特产	1298	1298	434	4.01
旅行用品	264	264	43	1.97
包装食品	453	453	144	3.83
计时休息室	1783	1783	50	0.34
合计	25702	22750	4839	2.55

资料来源: 招商证券

假设白云机场流标面积坪效为 2 万元，正在招商和待招商面积坪效 2.3 万元，测算白云机场 T2 商业年化收入 8.75 亿元。假设 T2 建成后，T1 商业收入下滑 30%至 3 亿元，则 T2 投产后白云机场年化商业收入约 11.75 亿元。

表 11: 白云机场 T2 商业收入测算

项目类别	面积(平方米)	月保底收入 (万元)	坪效(万元/平米 /年)	年化收入 (亿)
已经招商	25702	4839	2.55	5.81
流标	2952	492	2.00	0.59
正在招商	3214	616	2.30	0.74
待招商	7000	1342	2.30	1.61
T2 合计		7288		8.75

资料来源: 招商证券

四、从美式跑道到欧式商业城，中期看 450 亿市值

1、18 年业绩不下滑，估值具备吸引力

虽然 T2 总投资达到 136 亿元，但是我们预测公司 18 年利润不会下降：1) 非航收入三箭齐发，净收入贡献达到 14.5 亿元(年化 17.4 亿元，包括广告 3.6+商业 7.4+免税 6.4)；2) 人工成本低速增长：T1 公司大量业务为自主经营，员工总数超过上海机场的 2 倍(1.32 万 VS 0.64 万)，T2 运营中公司会显著增加劳务外包比率，并对 T1 部分员工转岗，人工成本增幅会显著低于市场预期。

1) 关键假设

- 航空性收入：17/18/19 年航空性收入同比增长 9%/8%/8%，
- 非航收入：广告 17 年化收入 3.6 亿元，T1、T2 (T2 投产后) 商业租赁 17 年化收入 3 亿元和 8.75 亿元，T2 出境免税 17 年化收入 3.5 亿元。
- 人工成本：17/18/19 年人工成本(人工+劳务费)同比增长 12%/28%/5%，
- 折旧：17/18/19 年折旧费同比增长 5%/100%/5%。

2) 盈利预测

我们预计公司 17~19 年 EPS 为 0.74、0.77、0.93 元，对应当前股价 PE 为 18.9、18.3 和 15.1X，新增产能投放后 18 年业绩基本持平。

表 12：白云机场盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5620	6167	6647	8448	9150
yoy	2%	10%	8%	27%	8%
营业利润(百万元)	1747	1900	2034	2105	2553
yoy	11%	9%	7%	3%	21%
净利润(百万元)	1253	1394	1539	1592	1929
yoy	15%	11%	10.4%	3.4%	21.1%
每股收益(元)	1.09	1.21	0.74	0.77	0.93
P/E(倍)	12.9	11.6	18.9	18.3	15.1
P/B(倍)	1.7	1.5	2.0	1.9	1.7

资料来源：招商证券

3) 投资建议

欧美政府对机场航空业务的价格管制是相似的，差异在于美国管制非航业务的盈利，欧洲鼓励非航业务盈利。因此美式机场类似“跑道”，凸显公用事业特征；欧式机场更强调“商业城”功能，最大化非航收入价值。

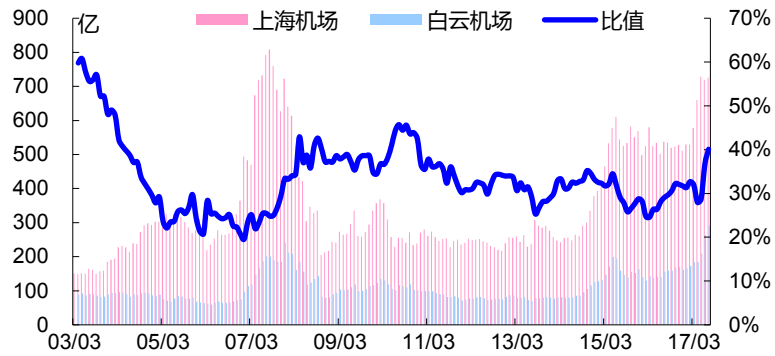
公司定位为国际枢纽，旅客流量奠定长期价值，市场化(机场收费改革、免税和商业租赁招标、广告招标和户外广告放开)引爆短期价值，实现美式“跑道”向欧式“商业城”的估值切换；虽然股价本周创历史新高，但对标上海机场长期价值仍然被低估，中期看 450 亿市值空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 13: 主要上市机场估值表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E			
深圳机场	000089.SZ	0.27	0.35	0.42	8	29	18	33	26	22	1.7	5.4	188
白云机场	600004.SH	1.21	0.74	0.77	11	7	-6	12	19	18	2.0	13.7	291
上海机场	600009.SH	1.46	1.65	2.00	11	14	21	26	23	19	3.1	13.2	725
厦门空港	600897.SH	1.34	1.59	1.75	8	19	11	18	16	14	2.4	12.6	73
中位数					9	16	14	22	21	19	2.2	12.9	240

资料来源: 公司数据、招商证券

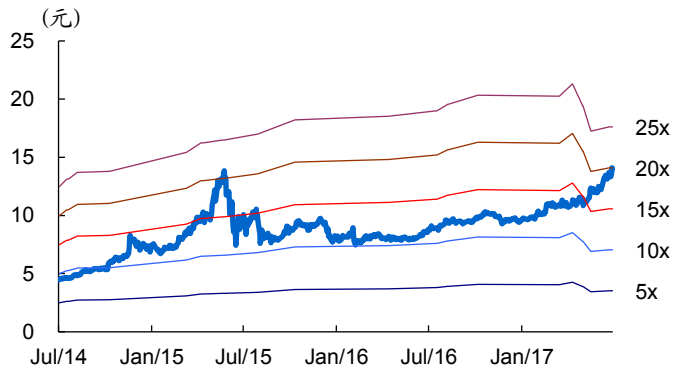
图 30: 白云机场和上海机场市值比较



资料来源: 招商证券

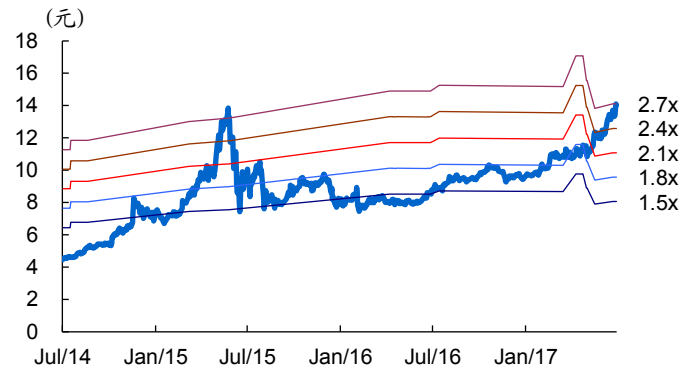
2、PE-PB Band

图 31: 白云机场历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 32: 白云机场历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2213	2094	1562	2567	4342
现金	1336	990	401	1079	2736
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	592	773	812	1032	1118
其它应收款	176	145	156	198	215
存货	73	72	69	97	101
其他	36	115	124	160	172
非流动资产	10111	15649	20068	20142	19513
长期股权投资	101	117	117	117	117
固定资产	7399	7016	11442	11523	10899
无形资产	23	22	20	18	16
其他	2589	8494	8488	8484	8480
资产总计	12325	17743	21629	22709	23855
流动负债	2369	2609	2627	2733	2749
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	107	195	210	294	307
预收账款	74	32	34	48	50
其他	2188	2382	2383	2391	2392
长期负债	183	4260	4260	4260	4260
长期借款	0	0	0	0	0
其他	183	4260	4260	4260	4260
负债合计	2552	6869	6888	6993	7009
股本	1150	1150	2069	2069	2069
资本公积金	3476	3466	5405	5405	5405
留存收益	4945	6151	7162	8138	9271
少数股东权益	201	108	106	103	101
归属于母公司所有者权益	9571	10767	14636	15612	16745
负债及权益合计	12325	17743	21629	22709	23855

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1739	1956	2077	2290	2739
净利润	1253	1394	1539	1592	1929
折旧摊销	563	589	571	925	931
财务费用	1	14	26	26	16
投资收益	(18)	(30)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(13)	7	(39)	(230)	(105)
其它	(47)	(18)	9	7	(1)
投资活动现金流	(3147)	(5345)	(5000)	(1000)	(300)
资本支出	(3166)	(5294)	(5000)	(1000)	(300)
其他投资	19	(50)	0	0	0
筹资活动现金流	(347)	3040	2334	(611)	(782)
借款变动	(225)	(699)	0	0	0
普通股增加	0	0	919	0	0
资本公积增加	161	(10)	1939	0	0
股利分配	(334)	(368)	(528)	(616)	(796)
其他	51	4117	4	4	14
现金净增加额	(1755)	(348)	(590)	678	1657

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5620	6167	6647	8448	9150
营业成本	3366	3724	4013	5612	5859
营业税金及附加	46	66	71	91	98
营业费用	103	101	109	138	150
管理费用	456	393	424	507	503
财务费用	(48)	(6)	26	26	16
资产减值损失	(32)	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	18	30	30	30	30
营业利润	1747	1900	2034	2105	2553
营业外收入	33	11	11	11	11
营业外支出	28	6	6	6	6
利润总额	1752	1905	2039	2110	2558
所得税	458	513	502	520	632
净利润	1295	1392	1537	1590	1926
少数股东损益	41	(2)	(2)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	1253	1394	1539	1592	1929
EPS (元)	1.09	1.21	0.74	0.77	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	2%	10%	8%	27%	8%
营业利润	11%	9%	7%	3%	21%
净利润	15%	11%	10%	3%	21%
获利能力					
毛利率	40.1%	39.6%	39.6%	33.6%	36.0%
净利率	22.3%	22.6%	23.2%	18.8%	21.1%
ROE	13.1%	12.9%	10.5%	10.2%	11.5%
ROIC	12.8%	12.6%	10.5%	10.2%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	20.7%	38.7%	31.8%	30.8%	29.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	0.8	0.6	0.9	1.6
速动比率	0.9	0.8	0.6	0.9	1.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	48.7	51.3	56.8	67.3	59.0
应收帐款周转率	9.0	9.0	8.4	9.2	8.5
应付帐款周转率	34.5	24.7	19.8	22.3	19.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.09	1.21	0.74	0.77	0.93
每股经营现金	1.51	1.70	1.00	1.11	1.32
每股净资产	8.32	9.36	7.07	7.54	8.09
每股股利	0.32	0.46	0.30	0.38	0.47
估值比率					
PE	12.9	11.6	18.9	18.3	15.1
PB	1.7	1.5	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.4	10.4	9.8	8.4	7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012年、2013年、2014年、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012年、2013年、2014年、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。