

白云机场(600004)/机场

“三驾马车”领跑非航业绩 枢纽建设释放商业潜力

评级:增持(首次)

市场价格: 13.90

目标价格: 16.0

分析师: 焦俊

执业证书编号: S0740517050001

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

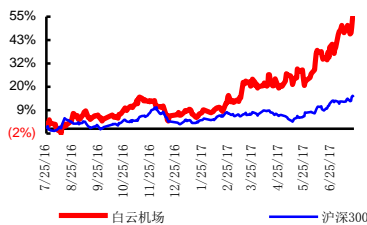
联系人: 扈世民

电话: 010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,069
流通股本(百万股)	2,069
市价(元)	13.90
市值(百万元)	29,074
流通市值(百万元)	29,074

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,619.7	6,166.7	6,666.2	9,399.3	10,399.3
增长率 yoy%	1.7	9.7	8.1	41.0	10.0
净利润	1,253.1	1,393.9	1,430.9	1,765.2	2,133.2
增长率 yoy%	15.2	11.2	2.7	23.4	20.9
每股收益(元)	0.61	0.67	0.69	0.85	1.03
每股净资产(元)	4.6	5.2	5.5	6.0	6.7
净资产收益率%	12.7	12.9	13.1	14.2	15.4
P/E	23.0	20.6	20.1	16.3	13.5
P/B	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1

备注: 股价为 2017 年 7 月 25 日收盘价。

投资要点

- 《三年行动计划》推进国际枢纽建设, 流量变现带来非航潜力释放。**白云机场依托粤港澳大湾区经济腹地、16 年腹地 GDP 占比全国 12.5%, 经济增速领先推动商务出行和出境旅游需求增长;《三年行动计划》中 2019 年国际旅客占比 24%、旅客中转率 18%;《三年行动计划》推动国际旅客吞吐量和中转率的快速增长, 商业租赁、免税和广告等非航业务迎来潜力的释放。注: (2017 年 7 月 17 日广州市政府发布《推进广州国际航空枢纽和临空经济示范区建设三年行动计划(2017-2019 年)》简称《三年行动计划》)
- 商业租赁项目持续落地, 我们预计 18 年贡献净利润 5.1 亿。**白云机场计划将 T2 航站楼打造成集餐饮、文化休闲和科技体验为核心的商业品牌; 已公布的招商面积约 3 万余 m², 招商结果正在陆续披露中。我们预计商业项目有望贡献年化收入 7.72 亿, 对应净利润 5.79 亿; 商业项目细分年收入包括: 品牌零售 0.63 亿、餐饮和货币兑换 2.5 亿、7 月公示招商项目 2.4 亿、招标进行中项目 1.4 亿、流标后自行组织项目 0.79 亿。假设 T2 航站楼 18 年 2 月运营, 我们预计商业项目 18 年贡献利润 5.3 亿。
- 出境免税招商持续推动, 我们预计 18 年贡献业绩弹性 27.7%。**白云机场进境免税招商率先落地, 我们预计合同期内进境免税为公司带来 21.2 亿利润; 2017、18 年进境免税对应的业绩弹性分别为 4.5%、16.5%; 按照 T1 航站楼标准, 假设提成比例 31%、35%和 42%, 我们预计 2018 年出境免税租金贡献的业绩弹性 11.6%、17%和 20.4%。我们预计出境招商提成比例 35%以上, 对应的净利润 3.0 亿元。
- T2 广告招商花落德高, 我们预计 18 年贡献业绩弹性 14%。**假设 T2 航站楼 18 年 2 月运营、按照深圳机场广告业务标准, 我们预计 T2 航站楼合同期贡献净利润 15.02 亿元, 18 年贡献净利润 2.48 亿, 对应业绩弹性 14%。
- 非航业绩抵消重大资本开支, 分部估值重新审视公司价值。**我们预计 18 年 T2 航站楼新增折旧成本约 5 亿, 新增财务费用、运营成本和人工成本约 2 亿元; 我们预计 18 年商业、免税和广告租金贡献利润 13.7 亿、抵消重大资本开支并实现增长; 19 年机场迎来产能爬坡期、旅客流量变现业绩提升, 我们预计对应估值 PE 为 13.5。
- 盈利预测和投资建议:** 我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 66.7、94.0、104.0 亿元, 同比增长 8.1%、41.0%、10.0%, 归属于母公司净利润为 14.3、17.7、21.3 亿元, 同比增长 2.7%、23.4%、20.9%, 对应的每股收益 EPS 分别为 0.69、0.85、1.03 元, 给予 16.0 元目标价, 对应 2017 年 20.1XPE。《三年行动计划》加快国际枢纽建设步伐, 商业租赁、免税和广告等三驾马车开启非航成长空间, 客流量变现带来非航潜力的释放。首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 出境免税招商、后续商业招商不及预期, 突发性事件影响。

内容目录

《三年行动计划》加速国际枢纽建设 流量变现带来非航潜力释放	- 4 -
经济增速领先叠加政策东风 多重利好助力国际枢纽建设	- 4 -
旅客吞吐量增速放缓 非航业务带来价值重估	- 4 -
商业租赁项目持续落地 我们预计 18 年贡献利润 5.3 亿	- 6 -
T2 航站楼全新设计理念 “云主题” 打造核心商业品牌	- 6 -
我们预计品牌零售贡献年化收入 0.63 亿	- 8 -
我们预计餐饮和货币兑换贡献年化收入 2.5 亿	- 8 -
我们预计 7 月公示和进行中项目贡献年化收入 4.6 亿	- 9 -
出境免税招商持续推动 我们预计 18 年贡献业绩弹性 27.7%	- 11 -
进境免税招标率先落地 我们预计 18 年贡献利润 2.91 亿	- 11 -
出境免税提成比例 35% 以上 我们预计 18 年贡献净利润 3.0 亿元	- 12 -
T2 广告招商花落德高 我们预计 18 年贡献业绩弹性 14%	- 13 -
广告业务转换经营模式 我们预计 18 年贡献净利润 2.48 亿	- 13 -
非航业绩抵消重大资本开支 分部估值重新审视公司价值	- 15 -
我们预计 18 年非航业绩抵消重大资本开支	- 15 -
分部估值审视公司价值	- 16 -
盈利预测和投资建议：目标价： 16.0 元，首次覆盖给予“增持”评级	- 16 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1：近年来珠三角 GDP 年均复合增速 9.2%	- 4 -
图表 2：广州市《三年行动计划》助力白云机场国际枢纽建设	- 4 -
图表 3：近年来白云机场旅客吞吐量复合增速 5.6%	- 5 -
图表 4：近年来白云机场飞机起降架次复合增速 4%	- 5 -
图表 5：《三年行动计划》19 年国际旅客占比达 24%	- 5 -
图表 6：新增 13 个机场进境免税口岸，9 个已招标完成	- 6 -
图表 7：“云主题” 打造航站楼商业品牌	- 7 -
图表 8：商业项目招商面积约 3 万余平米	- 7 -
图表 9：我们预计品牌零售贡献年化收入 0.63 亿	- 8 -
图表 10：我们预计餐饮贡献年化收入 0.24 亿元	- 8 -
图表 11：我们预计餐饮（集成）贡献年化收入 1.9 亿	- 9 -
图表 12：我们预计货币兑换贡献年化收入 0.34 亿	- 9 -
图表 13：我们预计 7 月公示商业项目贡献年化收入 2.4 亿	- 10 -
图表 14：我们预计正在招标中和自行组织项目贡献年化收入 2.2 亿	- 10 -
图表 15：我们预计商业招标项目贡献年化收入合计 7.72 亿	- 11 -

图表 16: T2 航站楼投产后, 进境免税提成比例 42%	- 11 -
图表 17: 我们预计 17、18 年进境免税贡献利润 0.64、2.91 亿	- 12 -
图表 18: 出境免税招标标底提成比例 31%	- 12 -
图表 19: 我们预计出境招标提成比例 35%, 对应净利润 3 亿	- 13 -
图表 20: 近年机场广告业务营收复合增长率 4.6%	- 13 -
图表 21: T2 广告资源使用费底价年增长率 6%	- 14 -
图表 22: 德高公司自 13 年来收入复合增速 41%	- 14 -
图表 23: 我们预计广告业务 18 年贡献净利润 2.48 亿	- 15 -
图表 24: 我们预计 2018 年净利润增速 23.4%	- 15 -
图表 25: 我们估算 2017 年公司市盈率 P/E 为 20.3	- 16 -
图表 26: 我们估算 2018、2019 年公司市盈率 P/E 为 16.5、13.6	- 16 -
图表 27: 可比公司估值情况	- 16 -
图表 28: 财务报表摘要	- 18 -

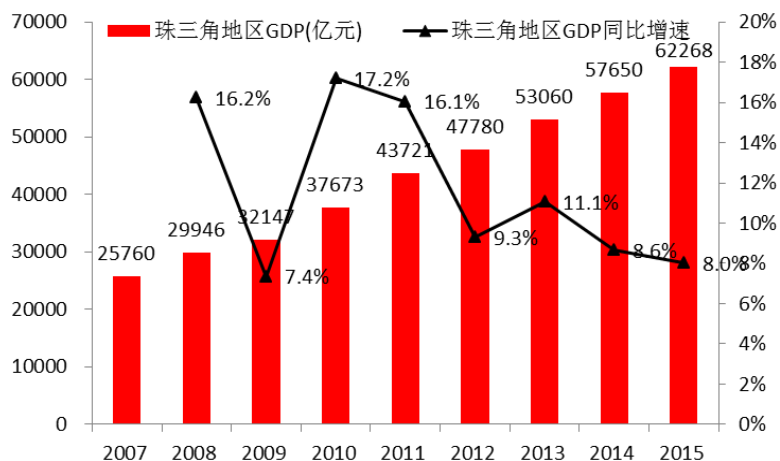
《三年行动计划》加速国际枢纽建设 流量变现带来非航潜力释放

经济增速领先叠加政策东风 多重利好助力国际枢纽建设

■ 经济增长领先推动商务出行和出境旅游需求增长

白云机场依托粤港澳大湾区经济腹地，涵盖了9个珠三角城市和香港、澳门。近年来珠三角地区（不含港澳）GDP年均复合增速9.2%，领先全国平均水平。2016年粤港澳大湾区GDP达9.3万亿，占比全国12.5%。经济增长领先推动商务出行和出境旅游需求的增长。

图表1：近年来珠三角GDP年均复合增速9.2%

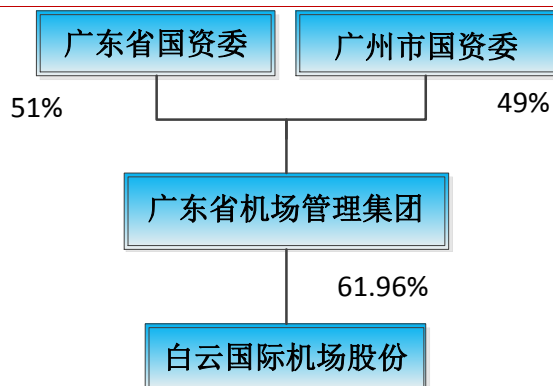


来源：wind，中泰证券研究所

■ 多重政策利好助力国际航空枢纽建设

2017年7月1日，《深化粤港澳合作，推进大湾区建设框架协议》在香港签署落地，提出建立世界级空港群的目标、推进基础设施互联互通。7月17日广州市政府发布《推进广州国际航空枢纽和临空经济示范区建设三年行动计划（2017-2019年）》（简称《三年行动计划》），在基础设施、航空维修、航空物流等领域计划推动重点项目76个，项目总投资2998.2亿元，多重政策利好助力白云机场国际枢纽建设。

图表2：广州市《三年行动计划》助力白云机场国际枢纽建设



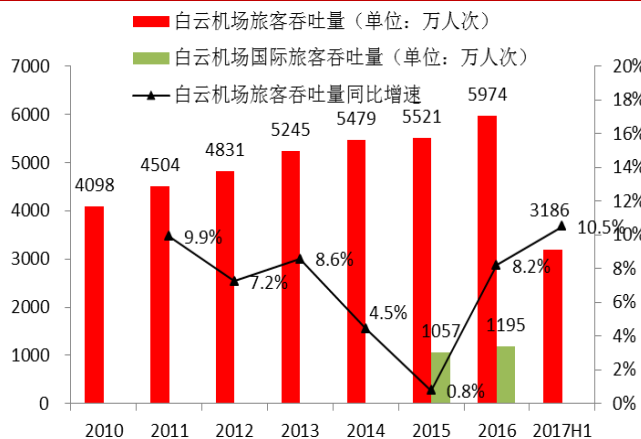
来源：公司年报，中泰证券研究所

旅客吞吐量增速放缓 非航业务带来价值重估

■ 我们预计2017年白云机场旅客吞吐量增速为8%

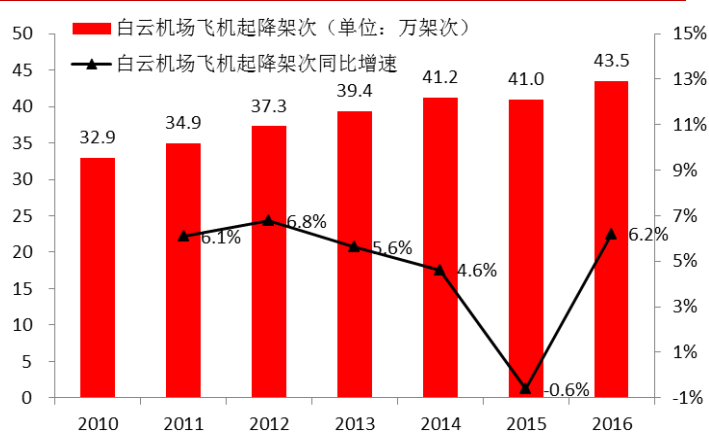
受机场时刻资源紧张、T1航站楼设计容量的限制，旅客吞吐量增速开始放缓。近年来白云机场旅客吞吐量复合增速5.6%(2015年增速仅为0.8%)、飞机起降架次复合增速4%。2016年白云机场旅客吞吐量5974万人次，其中国际旅客占比21.3%。暑期旺季机场已试行高峰小时容量71架次，同比增加4.5%，我们预计2017年白云机场旅客吞吐量增速为8%、飞机起降架次增速6%。

图表3：近年来白云机场旅客吞吐量复合增速5.6%



来源：wind，中泰证券研究所

图表4：近年来白云机场飞机起降架次复合增速4%

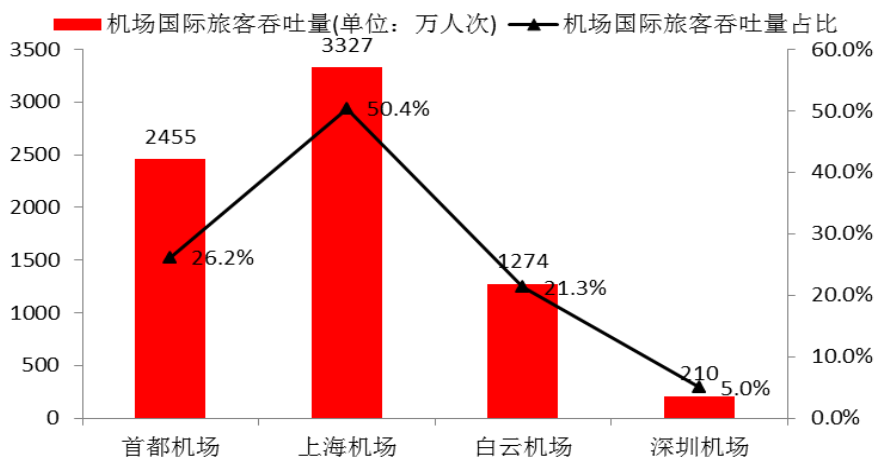


来源：wind，中泰证券研究所

■ 《三年行动计划》19年国际旅客占比24%、旅客中转率18%

白云机场T1航站楼设计年旅客容量3500万人次，2016年产能利用率达171%。随着T2航站楼投产，白云机场设计年旅客容量将达8000万人次。2016年白云机场国际旅客占比21.3%，低于首都机场(26.2%)和上海机场(50.4%)。广州市政府推动《三年行动计划》提出19年白云机场旅客吞吐量7200万人次，国际旅客比例24%、旅客中转率18%。

图表5：《三年行动计划》19年国际旅客占比达24%



来源：wind，中泰证券研究所

■ 旅客流量变现有望带来非航业务潜力释放

2016年2月，国务院增设和恢复19个进境免税口岸，其中机场口岸13个。免税招标打开了非航业务的发展瓶颈，带来机场价值重估。目前免税租金广受市场关注，但商业租赁和广告业务的潜力也不容忽视。在我国三大国际枢纽机场中，白云机场非航业务发展增速领跑全国。T2航站楼运

营将加快国际枢纽建设进程,《三年行动计划》推动国际旅客吞吐量和中转率快速增长,商业租赁、免税和广告等非航业务迎来潜力的释放。

图表 6: 新增 13 个机场进境免税口岸, 9 个已招标完成

招标批次	机场名称	定标时间	中标公司
第一轮	西安咸阳机场	2017. 1. 16	深免
	昆明长水机场	2017. 2. 1	中免
	重庆江北机场	2017. 2. 12	中出服
第二轮	广州白云机场	2017. 3. 10	中免
	大连周水子机场	2017. 3. 20	中出服
	青岛流亭机场	2017. 3. 27	中免
	天津滨海机场	2017. 4. 18	珠免
	南京禄口机场	2017. 4	中免
第三轮	成都双流机场		
	乌鲁木齐地窝堡机场		
	深圳宝安机场	2017. 6. 8	深免
	沈阳仙桃机场		
	杭州萧山机场		

来源: IATA, 中泰证券研究所

商业租赁项目持续落地 我们预计 18 年贡献利润 5.3 亿

T2 航站楼全新设计理念 “云主题” 打造核心商业品牌

■ 打造集餐饮、文化休闲和科技体验为核心的商业品牌

商业项目分布T2航站楼四层、共7个主题板块,按照“云主题”理念规划商业项目布置。其中,餐饮区注重高中低合理搭配、引进清真餐厅、素食餐厅满足特定人群需求;加密贵宾旅客休息室、配置科技产品体验店、文化体验店等前沿项目。采用信息化技术提升商业运营水平并实现“同城同质同价”。从满足旅客需求出发,打造集餐饮、文化休闲和科技体验为核心的商业品牌形象。

图表7：“云主题”打造航站楼商业品牌

楼层	名称	位置
1层	“云客来”	陆侧一层到达商业核心区
2层	“云遇见”	空侧国内混流商业核心区
	“云味道”	国内出发核心餐饮区
3层	“云天一线”	国内出发一线品牌区
	“云东方”	国际出发商业区
	“云集市”	陆侧商业与服务区
4层	“云上天街”	陆侧餐饮集中区

来源：公司官网，中泰证券研究所

■ 商业项目招商面积约3万余平米

白云机场T2航站楼规划商业面积4.4万m²，本次商业项目招标主要包括T2航站楼和地面交通中心(GTC)，已公布的招商面积约3万余m²，招商结果正在陆续披露中。我们预计已公布招商商业项目有望贡献年化收入7.42亿，对应净利润5.56亿。

图表8：商业项目招商面积约3万余平米

招标开始时间	名称	招商面积 (m ²)	合同期限 (年)	招标状态
2017年4月28日	商业(品牌零售)	3059	5~7	已公布
2017年5月8日	餐饮招商	3673	-	已公布
2017年5月8日	餐饮招商(集成)	9022	-	已公布
2017年5月10日	云天一线	6842	7	已公布
2017年5月10日	云集市	2465	6	已公布
2017年5月26日	货币兑换	128	6	已公布
2017年5月26日	零售(水果专营)	207	5	已公布
2017年5月26日	零售(药店)	130	6	已公布
2017年5月26日	零售(书刊)	330	5	已公布
2017年6月5日	零售(特产)	1298	6	已公布
2017年6月5日	零售(烟酒)	354	6	已公布
2017年6月5日	零售(旅行用品)	264	5	已公布
2017年6月5日	零售(包装食品+冰淇淋)	453	6	已公布
2017年6月23日	计时休息室	1783	8	进行中
2017年6月30日	鲜花店	60	5	进行中
2017年6月30日	电子产品+玩具	671	5	进行中
2017年6月30日	茶叶	288	6	进行中
2017年6月30日	餐饮补招	2195	-	进行中
2017年7月14日	餐饮补招(二楼GTC连廊休闲餐饮)	504	-	进行中

来源：公司公告，中泰证券研究所

我们预计品牌零售贡献年化收入 0.63 亿

■ 我们预计品牌零售贡献年化收入0.63亿

2017年6月20日，T2航站楼商业招商项目（品牌零售）招商结果公示，按照第一中标候选人进行计算。本次品牌零售有效招商面积2806m²，我们预计品牌零售贡献年化收入0.63亿元。

图表9：我们预计品牌零售贡献年化收入0.63亿

品牌零售子包	商业面积 (m ²)	合同期限 (年)	首年月保 底销售额 (万元)	提成比例	贡献收入 (万元/ 月)
PP1	813	6	656.8	23.50%	154.4
PP2	381	6	438.9	16%	70.2
PP3	788	7	816.9	22%	179.7
PP4	472	7	286	27%	77.2
PP5	352	5	170	25%	42.5
PP6	253	6	-	-	-
合计					524

来源：公司公告，中泰证券研究所

我们预计餐饮和货币兑换贡献年化收入 2.5 亿

■ 我们预计餐饮贡献年化收入0.24亿

2017年6月28日，T2航站区餐饮招商项目结果公示，按照第一中标候选人进行计算。本次品牌零售有效招商面积2232m²，我们预计餐饮贡献年化收入0.24亿元。

图表10：我们预计餐饮贡献年化收入0.24亿元

餐饮 子包	商业面积 (m ²)	首年月保 底销售额 (万元)	提成比例	贡献收入(万元/ 月)
包一	118	195	20.00%	39
包二	485	由招商人另行组织实施，本次招商失败		
包三	417	由招商人另行组织实施，本次招商失败		
包四	264	108	9%	9.94
包五	363	285	21%	59.85
包六	299	由招商人另行组织实施，本次招商失败		
包七	385	140	8.20%	11.48
包八	149	118	8.20%	9.68
	10	40	8.20%	3.28
包九	149	88	9.20%	8.1
包十	308	145	8.10%	11.75
	12	36	8.10%	2.92
包十一	140	148	9%	13.32
包十二	100	90	8.10%	7.29
包十三	234	150	13%	19.5
包十四	240	由招商人另行组织实施，本次招商失败		
合计				196.1

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **我们预计餐饮(集成)贡献年化收入1.9亿**

2017年6月28日，T2航站区餐饮招商项目结果公示，按照第一中标候选人进行计算。本次品牌零售有效招商面积7764m²，我们预计餐饮(集成)贡献年化收入1.9亿元。

图表11：我们预计餐饮(集成)贡献年化收入1.9亿

餐饮子包	商业面积 (m ²)	首年月保 底销售额 (万元)	提成比例	贡献收入(万元/ 月)
包一	1387	1750	20%	350
包二	1258	由招商人另行组织实施，本次招商失败		
包三	1147	788.6	15%	118.3
包四	2479	2800	22%	616
包五	1909	1455	16%	232.8
包六	842	1152.3	21%	242
合计			1559	

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **我们预计货币兑换贡献年化收入0.34亿**

2017年6月25日，T2航站区货币兑换招商项目结果公示，按照第一中标候选人进行计算。本次品牌零售有效招商面积128m²，我们预计货币兑换贡献年化收入0.34亿元。

图表12：我们预计货币兑换贡献年化收入0.34亿

货币兑换子包	商业面积 (m ²)	首年租赁 费(万元)	合同期限(月)	贡献收入(万元/ 月)
T2F1	23 16	3.3	6	128.7
T2F2	24 26	1.68	6	84
T2F3	23 16	1.86	6	72.5
合计				285.2

来源：公司公告，中泰证券研究所

我们预计7月公示和进行中项目贡献年化收入4.6亿

■ **我们预计7月公示商业贡献年化收入2.4亿**

2017年7月已公示的商业项目，按照第一中标候选人进行计算，包括云集市、云天一线和其他零售业务（水果、书刊、药店、食品+冰激凌、旅行用品、烟酒和特产），我们预计7月公示招商项目贡献年化收入2.4亿元。

图表13：我们预计7月公示商业项目贡献年化收入2.4亿

	商业面积(m ²)	首年月保底销售额/租赁费(元)	提成比例	贡献收入(万元/月)
云集市	2465	2435	20%	120
云天一线	6842	4467	18%	750.1
水果零售	207	12555	-	259.9
书刊零售	330	2606	-	86
药店零售	130	1197	15.60%	24.3
食品+冰淇淋	453	1734	27.5%~29%	148.6
旅行用品	264	520	21.8%~28%	49.4
烟酒	354	1063	20%	75.3
特产	1298	5211	25%~35%	446.5
合计				1960.1

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 我们预计正在招标中和自行组织项目贡献年化收入2.2亿

目前部分商业项目在招标中，包括计时休息室、鲜花店、电子数码+玩具、品牌零售子包餐饮补充6和GTC连廊休闲餐饮；有些项目流标后由招标人自行组织。参照已招标项目平均坪效年化2.68万/m²，我们预计招标进行中项目贡献收入1.4亿元、流标后自行组织贡献收入0.79亿元，两者合计贡献年化收入2.2亿元。

图表14：我们预计正在招标中和自行组织项目贡献年化收入2.2亿

项目名称	商业面积(m ²)	平均坪效	贡献收入(亿元)
招标进行中			
计时休息室	1783		
鲜花店	60		
电子数码+玩具	671		1.4
GTC连廊餐饮	504		
餐饮补充	2195	2.68	
品牌零售子包6	253		
流标后自行组织			
餐饮子包二、三、六、十四	1441		0.79
餐饮（集成）包二	1258		

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 我们预计商业招标项目贡献年化收入合计7.72亿

T2商业招标公布的招商面积约3万余m²，其中有效招商面积约2.8万m²，合计贡献年化收入7.72亿，包含正在招标中项目年化收入1.4亿、流标后由机场自行组织项目年化收入0.79亿。T2航站楼还有约8000m²未开始招标，按照此次招标公示标准，我们预计还可为机场带来年化收入2.1亿。

图表15：我们预计商业招标项目贡献年化收入合计7.72亿

品牌零售	餐饮+餐饮（集成）+货币兑换（亿元）	7月公示项目（亿元）	招标中项目（亿元）	流标后自行组织（亿元）
0.63	2.5	2.4	1.4	0.79
年化收入合计（亿元）	7.72			
年化贡献利润（亿元）	5.79			
18年贡献净利润（亿元）	5.3			

来源：公司公告，中泰证券研究所

出境免税招商持续推动 我们预计 18 年贡献业绩弹性 27.7%

进境免税招标率先落地 我们预计 18 年贡献利润 2.91 亿

■ 进境免税改革打响第一枪 提成比例42%

2017年5月6日，白云机场公布进境免税招标结果，中标单位为中免集团。按照T2航站楼是否投入运营分为两个阶段，提成比例分别为39%和42%。合同期限从T2航站楼投入使用后满6年，保底销售额为招标价格8.7倍，打响我国枢纽机场进境免税招标的第一枪，保底销售额、提成比例远超市场预期。

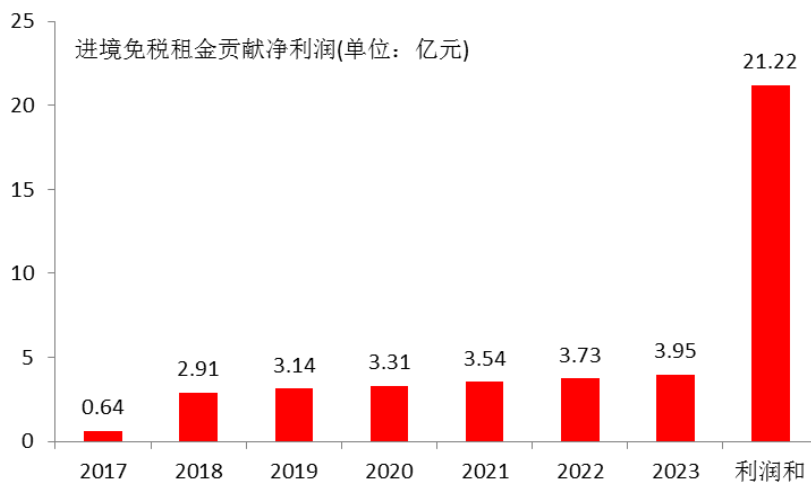
图表16：T2航站楼投产后，进境免税提成比例42%

	面积(m ²)	首年月保底销售额（万元/月）	提成比例
第一阶段：T2航站楼未启用前			
T1进境免税店	300	3244	39%
第二阶段：T2航站楼运营后			
T1进境免税店	400	2356	42%
T2进境免税店	700	3533	

来源：公司《关于签订进境免税项目经营合作协议公告》，中泰证券研究所

■ 我们预计17、18年进境免税业贡献利润为0.64、2.91亿

根据和中免签署的《关于签订进境免税项目经营合作协议公告》进行计算，假设T2航站楼2018年2月投入使用，我们预计合同期内进境免税为公司带来21.2亿利润。2017、18年进境免税贡献利润为0.64亿元、2.91亿元，对应的业绩弹性分别为4.5%、16.5%。

图表17：我们预计17、18年进境免税贡献利润0.64、2.91亿


来源：公司《关于签订进境免税项目经营合作协议公告》，中泰证券研究所

出境免税提成比例 35%以上 我们预计 18 年贡献净利润 3.0 亿元
■ 出境免税招标标底提成比例31%

白云机场出境免税招商信息发布起止日2017年4月28日—5月8日，招商面积约为3544m²，店铺数量25间。本次出境免税分为两个子包，面积分别为1943m²、1601m²，标底提成比例31%。合同期限从T2航站楼投入使用后满6年，首年月保底销售额分别为1586万元、1307万元。

图表18：出境免税招标标底提成比例31%

所属子包	面积(m ²)	首年月保底销售额(万元/月)	提成比例	经营期限
子包1	1943	1586	31%	6年
子包2	1601	1307	31%	6年

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 我们预计出境招标提成比例35%以上，对应的净利润3.0亿

T2航站楼出境免税招标的投标人仅中免1家，已经流标、将由招标方自行组织招商。根据年报披露免税商品特许经营费缴纳标准，我们推断白云机场T1航站楼出境免税16年销售额为2.5亿。以旅客吞吐量增速为免税销税额增速，我们预计2018年T1航站楼出境免税销售额3.4亿元，坪效25.4万元/m²。假设T2航站楼18年2月运营、提成比例31%、35%和42%，按照T1航站楼标准，我们预计2018年出境免税租金贡献的业绩弹性11.6%、17%和20.4%。按照首都机场免税标准，首年保底资金考虑溢价30%，我们预计出境招标提成比例35%以上，对应的净利润3.0亿元。

图表19：我们预计出境招标提成比例35%，对应净利润3亿

出境免税销售面积 (m ²)	3544		
按照T1出境坪效 (万元/m ²)	25.4		
2018年免税销售额(亿元)	8.3		
预计提成比例	31%	35%	42%
按议比例提成(亿元)	2.6	2.9	3.5
首年保底租金(亿元)	3.3	3.8	4.5
净利润增加(亿元)	2	3	3.6
2018年预计净利润(亿元)	17.7		
免税租金利润增量占比	11.6%	17.0%	20.4%

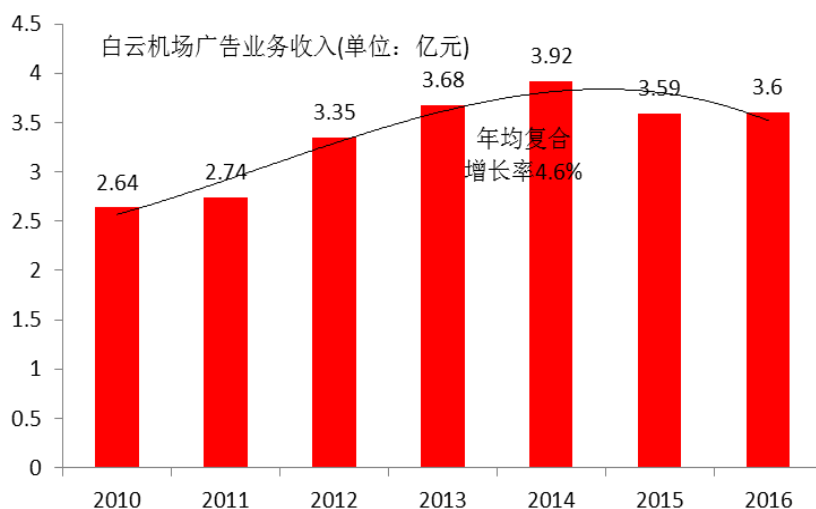
来源：公司年报，中泰证券研究所

T2 广告招商花落德高 我们预计 18 年贡献业绩弹性 14%

广告业务转换经营模式 我们预计 18 年贡献净利润 2.48 亿

■ 广告业务外包德高经营，利于提高机场广告毛利率

T1航站楼广告由白云机场自营、主营单位为全资子公司白云国际广告有限公司。近年来白云机场广告业务营收年均复合增长率4.6%，2016年广告业务营收达3.6亿元，毛利率为61.2%。对标深圳机场广告业务外包雅仕维传媒公司经营，2016年广告业务3.3亿元，毛利率达94.9%。T2航站楼广告业务外包德高经营，有利于提高广告业务毛利率。

图表20：近年机场广告业务营收复合增长率4.6%


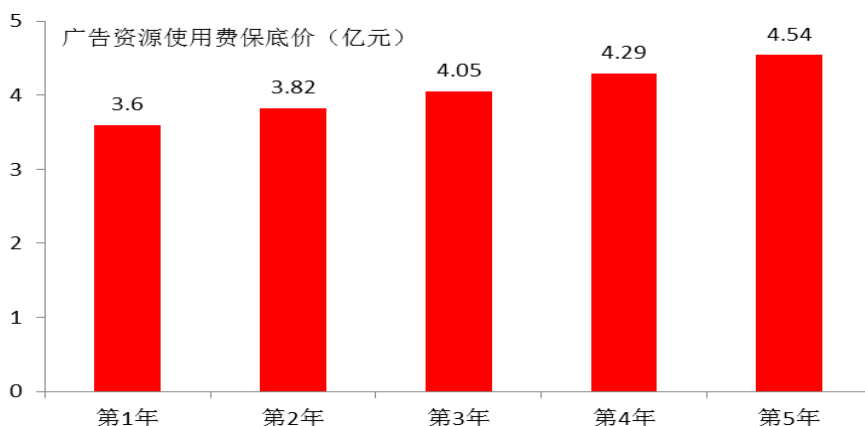
来源：公司年报，中泰证券研究所

■ T2广告业务首年保底价3.6亿，年增长率6%

2017年5月白云机场和德高广告签署《二号航站楼及GTC（地面交通中心）广告媒体建设经营合同》。德高广告运营T2广告业务并支付广告资源使用费，包括保底价和超额提成。其中，保底价：第1年保底价为首年

广告资源使用费保底报价,以后随年增长率6%逐年增长;超额提成为(年度销售额-对应年度提成基准数)*10%

图表21: T2广告资源使用费保底价年增长率6%

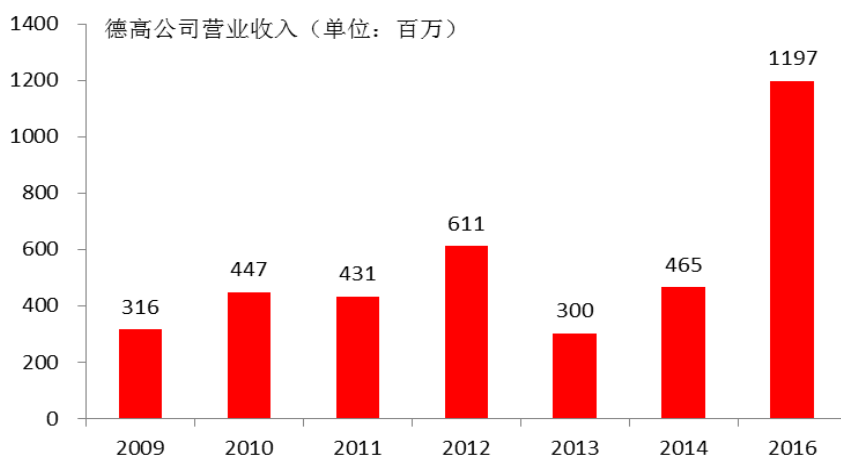


来源: 公司《关于签订二号航站楼及GTC广告媒体建设经营合同的公告》, 中泰证券研究所

■ **T2广告德高经营期限5年, 可延长3年**

德高广告(上海)有限公司(以下简称“德高公司”)自13年以来收入复合增速41%, 实现收入快速增长。德高公司拥有多年机场、地铁广告运营管理经验, 业务排名始终保持全国前10, 本次合同期限自T2投产后5年、届满经机场评估后可延长3年。

图表22: 德高公司自13年来收入复合增速41%



来源: wind, 中泰证券研究所

■ **我们预计广告业务18年贡献净利润2.48亿, 对应业绩弹性为14%**

广告使用费包括保底价和超额提成两部分, 首年保底价为3.6亿元, 每年增长率6%; 超额提成可写为(年度销售额-对应年度提成基数)*10%, 假设年度销售额增速为旅客吞吐量增速、第1年提成基准数为4.5亿元, 每年增长率6%。假设T2航站楼18年2月运营、按照深圳机场广告业务的标准, 我们预计T2航站楼广告业务贡献净利润15.02亿元, 18年贡献净利润为2.48亿, 对应业绩弹性为14%。

图表23：我们预计广告业务18年贡献净利润2.48亿

年度	保底租金	提成基数	贡献收入	净利润
2018	3.6	4.5	3.3	2.48
2019	3.82	4.77	3.83	2.87
2020	4.04	5.06	4.05	3.04
2021	4.29	5.36	4.3	3.23
2022	4.54	5.68	4.54	3.41
合计				15.02

注：（单位：亿元）

来源：公司《关于签订二号航站楼及GTC广告媒体建设经营合同的公告》，中泰证券研究所

非航业绩抵消重大资本开支 分部估值重新审视公司价值

我们预计18年非航业绩抵消重大资本开支

■ 非航业绩抵消18年重大资本开支

我们预计18年T2航站楼新增折旧成本约5亿、新增财务费用、运营成本和人工成本增加2亿元；商业、免税和广告租金贡献业绩助力白云机场渡过重大资本开支期，我们预计18年净利润增速23.4%；国际枢纽建设持续推进，旅客流量变现带来非航潜力的释放。考虑到航空性业务和非航业务的经营模式、估值中枢各有不同，对两项业务分别进行盈利预测，并在此基础上分部估值审视公司价值。

图表24：我们预计2018年净利润增速23.4%

项目	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
(单位：百万)					
航空性业务					
营业收入	4379.5	4800.3	5184.3	5759.8	6377.6
增长率yoy%	-	9.60%	8.00%	11.10%	10.70%
净利润	1115.8	1254.8	1281.2	1406.7	1598
增长率yoy%	-	12.50%	2.10%	9.80%	13.60%
非航业务					
(单位：百万)					
营业收入	1240.2	1366.4	1481.9	3639.5	4021.7
增长率yoy%	-	10.20%	8.50%	145.60%	10.50%
净利润	137.3	139.1	149.7	358.5	535.2
增长率yoy%	-	1.30%	7.70%	139.40%	49.30%
总计					
(单位：百万)					
营收总额	5619.7	6166.7	6666.2	9399.3	10399.3
增长率yoy%	1.70%	9.70%	8.10%	41.00%	10.00%
净利润总额	1253.1	1393.9	1430.9	1765.2	2133.2
增长率yoy%	15.2%	11.2%	2.7%	23.4%	20.9%

来源：公司年报，中泰证券研究所

分部估值审视公司价值

采用相对估值法，选取营业收入、净利润相近公司作为指标确定分项 P/E，由此确定各项总市值加总后得到公司估值。

图表25：我们估算2017年公司市盈率P/E为20.3

分部估值	P/E	净利润（百万）	总市值（百万）
航空业务	20.9	1281.2	26777.1
非航业务	15.2	149.7	2270.2
综合	20.3	1430.9	29047.3

来源：公司年报，中泰证券研究所

按照相同方法确定公司2018、2019年估值。

图表26：我们估算2018、2019年公司市盈率P/E为16.5、13.6

	2017E	2018E	2019E
P/E	20.3	16.5	13.6

来源：公司年报，中泰证券研究所

盈利预测和投资建议：目标价：16.0元，首次覆盖给予“增持”评级

图表27：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	EPS（元）			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600009.SH	上海机场	36.99	1.46	1.66	2.15	25.3	22.3	17.2
000089.SZ	深圳机场	9.20	0.32	0.36	0.44	28.9	25.3	20.8
600897.SH	厦门空港	25.29	1.55	1.68	1.71	16.3	15.1	14.8
	平均值					23.5	20.9	17.6

来源：wind，中泰证券研究所 注：股价为2017年7月25日收盘价

- **重要假设：(1) 2017 旅客吞吐量增速 8%、飞机起降架次增速 6%；(2) T2 航站楼 2018 年 2 月投入运营；相关分析详前面章节。**
- **《三年行动计划》推进国际枢纽建设，流量变现带来非航潜力释放。**白云机场依托粤港澳大湾区经济腹地、16 年腹地 GDP 占比全国 12.5%，经济增速领先推动商务出行和出境旅游需求增长；《三年行动计划》中 2019 年国际旅客占比 24%、旅客中转率 18%；《三年行动计划》推动国际旅客吞吐量和中转率的快速增长，商业租赁、免税和广告等非航业务迎来潜力的释放。
- **商业租赁项目持续落地，我们预计 18 年贡献净利润 5.1 亿。**白云机场计划将 T2 航站楼打造成集餐饮、文化休闲和科技体验为核心的商业品牌；已公布的招商面积约 3 万余 m²，招商结果正在陆续披露中。我们预计商业项目有望贡献年化收入 7.72 亿，对应净利润 5.79 亿；商业项目细分年化收入包括：品牌零售 0.63 亿、餐饮和货币兑换 2.5 亿、7 月公示招商项目 2.4 亿、招标进行中项目 1.4 亿、流标后自行组织项目 0.79 亿。假设 T2 航站楼 18 年 2 月运营，

我们预计商业项目 18 年贡献利润 5.3 亿。

- **出境免税招商持续推动，我们预计 18 年贡献业绩弹性 27.7%。**白云机场进境免税招标率先落地，我们预计合同期内进境免税为公司带来 21.2 亿利润；2017、18 年进境免税对应的业绩弹性分别为 4.5%、16.5%；按照 T1 航站楼标准，假设提成比例 31%、35%和 42%，我们预计 2018 年出境免税租金贡献的业绩弹性 11.6%、17%和 20.4%。我们预计出境招标提成比例 35%以上，对应的净利润 3.0 亿元。
- **T2 广告招商花落德高，我们预计 18 年贡献业绩弹性 14%。**假设 T2 航站楼 18 年 2 月运营、按照深圳机场广告业务标准，我们预计 T2 航站楼合同期贡献净利润 15.02 亿元，18 年贡献净利润 2.48 亿，对应业绩弹性 14%。
- **非航业绩抵消重大资本开支，分部估值重新审视公司价值。**我们预计 18 年 T2 航站楼新增折旧成本约 5 亿，新增财务费用、运营成本 and 人工成本约 2 亿元；我们预计 18 年商业、免税和广告租金贡献利润 13.7 亿、抵消重大资本开支并实现增长；19 年机场迎来产能爬坡期、旅客流量变现业绩提升，我们预计对应估值 PE 为 13.5。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 66.7、94.0、104.0 亿元，同比增长 8.1%、41.0%、10.0%，归属于母公司净利润为 14.3、17.7、21.3 亿元，同比增长 2.7%、23.4%、20.9%，对应的每股收益 EPS 分别为 0.69、0.85、1.03 元，给予 16.0 元目标价，对应 2017 年 20.1XPE。《三年行动计划》加快国际枢纽建设步伐，商业租赁、免税和广告等三驾马车开启非航成长空间，客流量变现带来非航潜力的释放。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **出境免税招商、后续商业招商不及预期**
T2 航站楼出境免税招标的投标人仅中免 1 家，已经流标、将由招标方自行组织招商。目前拥有出境免税经营资质且有意向的企业仅中免 1 家、自行组织招商免税保底租金和提成比例可能不及预期。
- **突发事件影响**
受 2015 年 11 月以来欧洲系列突发事件的影响，出境游特别是欧洲周边旅游影响较大，2016 年出境游人数同比增速降为 1.7%，突发事件影响出境旅客的航空需求，进而成为公司业绩的重要风险。

图表 28: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	5,619.7	6,166.7	6,666.2	9,399.3	10,339.3	货币资金	1,335.9	990.2	533.3	751.9	827.1
营业成本	3,366.2	3,724.0	4,009.3	6,041.9	6,369.5	存货	73.4	71.8	81.5	156.6	90.9
毛利率	40.10%	39.61%	39.86%	35.72%	38.40%	应收账款	767.7	917.4	875.0	1,682.5	1,123.7
营业税金及附加	45.7	66.2	60.7	87.6	100.5	其他流动资产	24.4	92.6	44.1	53.7	63.5
营业费用	102.9	101.0	114.3	162.4	175.1	流动资产合计	2,213.4	2,094.0	1,555.9	2,684.8	2,129.8
营业费用率	1.83%	1.64%	1.72%	1.73%	1.69%	固定资产	7,399.3	7,016.0	7,152.9	12,416.0	11,241.2
管理费用	455.7	393.0	482.7	639.8	726.2	长期股权投资	100.6	117.2	117.2	117.2	117.2
管理费用率	8.11%	6.37%	7.24%	6.81%	7.02%	无形资产	22.8	22.3	21.2	20.0	18.9
财务费用	-47.7	-6.4	40.0	56.4	62.0	其他长期资产	299.8	377.6	1,987.2	6,979.1	8,971.1
财务费用率	-0.85%	-0.10%	0.60%	0.60%	0.60%	非流动资产合计	10,111.4	15,649.5	17,413.5	20,427.0	21,241.9
投资收益	17.9	29.9	23.9	26.9	25.4	资产总计	12,324.8	17,743.5	18,969.4	23,111.8	23,371.8
营业利润	1,747.3	1,899.5	1,983.1	2,438.1	2,931.4	短期借款	0.0	0.0	3,778.8	3,557.2	4,157.2
营业利润率	31.09%	30.80%	29.75%	25.94%	28.35%	应付账款	1,824.3	2,141.5	1,600.2	4,386.5	1,959.7
营业外收入	32.7	10.7	27.5	23.7	20.6	其他流动负债	532.7	454.8	590.3	525.7	589.6
营业外支出	27.8	5.5	32.9	22.1	20.2	流动负债合计	2,369.0	2,608.5	5,998.2	8,495.3	6,735.4
利润总额	1,752.3	1,904.7	1,977.7	2,439.7	2,931.8	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	457.7	512.8	524.5	647.0	777.5	其他长期负债	183.1	1,102.5	496.9	594.2	731.2
所得税率	26.12%	26.92%	26.52%	26.52%	26.52%	非流动性负债合计	183.1	4,260.5	1,549.6	1,997.7	2,602.6
少数股东损益	41.5	-1.9	22.3	27.5	21.0	负债合计	2,552.1	6,869.0	7,547.8	10,493.0	9,338.0
归属于母公司股东的净利润	1,253.1	1,393.9	1,430.9	1,765.2	2,133.2	股本	1,150.0	1,150.1	1,150.1	1,150.1	1,150.1
净利率	22.30%	22.60%	21.47%	18.78%	20.63%	资本公积	3,396.6	3,396.8	3,415.5	3,407.8	3,406.7
每股收益(元)	0.61	0.67	0.69	0.85	1.03	股东权益合计	9,571.4	10,766.8	11,291.6	12,461.3	13,855.3
						少数股东权益	201.3	107.7	130.0	157.5	178.5
						负债股东权益总计	12,324.8	17,743.5	18,969.4	23,111.8	23,371.8

现金流量表(百万元)						盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	1,253.1	1,393.9	1,430.9	1,765.2	2,133.2	成长性指标					
少数股东损益	41.5	-1.9	22.3	27.5	21.0	营业收入增长率(%)	1.7	9.7	8.1	41.0	10.0
折旧和摊销	563.2	589.3	659.0	1,175.9	1,175.9	净利润增长率(%)	15.2	11.2	2.7	23.4	20.9
营运资金变动	-54.5	711.6	-2,521.6	-3,086.6	-3,584.9	盈利能力指标					
财务费用	1.1	13.9	40.0	56.4	62.0	毛利率(%)	40.1	39.6	39.9	35.7	38.4
经营现金流	1,739.1	1,956.1	-393.3	-88.5	-218.1	EBIT Margin(%)	29.3	30.5	30.0	26.3	28.7
可出售金融资产变动	27.6	14.2	-18.7	7.7	1.1	EBITDA Margin(%)	39.4	40.1	39.9	38.8	40.1
投资收益	17.9	29.9	23.9	26.9	25.4	净利率(%)	22.3	22.6	21.5	18.8	20.6
资产变卖	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PEG	1.5	1.8	7.6	0.7	0.6
投资现金流	-3,147.2	-5,344.6	5.3	34.6	26.5	偿债能力指标					
资本公积变动	161.0	378.3	-1,233.9	514.6	-267.9	资产负债率(%)	20.7	38.7	39.8	45.4	40.0
财务费用	47.7	6.4	-40.0	-56.4	-62.0	流动比率	0.9	0.8	0.3	0.3	0.3
股息支出	-368.0	-528.0	-467.0	-587.7	-738.2	估值指标					
短期借款变动	0.0	0.0	3,778.8	-221.6	600.0	净资产收益率(%)	12.7	12.9	13.1	14.2	15.4
融资现金流	-346.8	3,040.2	-68.8	272.5	266.8	P/E(倍)	23.0	20.6	20.1	16.3	13.5
现金净流量	-1,755	-348	-457	219	75	P/B(倍)	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。