

白云机场 (600004.SH)

航空机场

评级：买入 首次评级

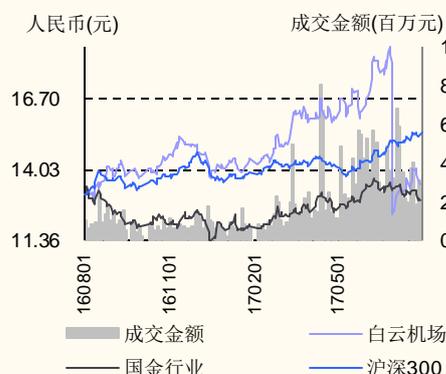
公司研究

市场价格 (人民币): 13.51 元  
 目标价格 (人民币): 18.50-18.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,069.32
总市值(百万元)	27,956.52
年内股价最高最低(元)	18.67/12.39
沪深 300 指数	3737.87
上证指数	3273.03



## 枢纽迎接产能释放, 商业助力穿越周期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.090	1.212	0.723	0.844	0.999
每股净资产(元)	8.32	9.36	7.38	7.97	8.67
每股经营性现金流(元)	1.51	1.69	1.18	1.76	1.74
市盈率(倍)	13.06	11.63	18.70	16.00	13.52
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	15.21%	11.23%	7.27%	16.83%	18.35%
净资产收益率(%)	13.09%	12.95%	9.79%	10.59%	11.52%
总股本(百万股)	1,150.00	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **珠三角门户枢纽, 扩建周期迎接产能释放:** 白云机场地处珠三角, 是国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场。2016年3月, 民航局将白云机场高峰小时容量由65架次/小时上调至71架次/小时, 时刻放量让公司日均飞机起降架次有明显提高。但是2016年航站楼产能利用率已超过170%, 瓶颈愈发突出, 使得时刻资源无法得到充分体现。目前白云机场处于扩建周期, 通过发行可转债募集资金建设的T2航站楼, 将于2018年2月投产使用, 瓶颈打开, 产能将达到8000万人次, 预计迎来放量过程。
- **占据“天时”“地利”“人和”, 内生增长无忧:** T2航站楼建成及时, 白云机场在珠三角竞争中占据优势, 香港机场发展较为成熟, 产能逼近上限, 部分旅客将分流至白云机场, 深圳机场虽最新定位为国际枢纽, 但国际市场未成形, 对于白云国际航线尚不构成威胁; 白云机场腹地优势明显, 广东省经济发展好且速度快, 且面向东南亚旅游热点区域, 出行需求和机场消费长期看好; 2017年升级为一类1级机场, 国际航线将迎来爆发, 同时公路铁路建设为机场提供完善的集疏运系统, 将加强白云枢纽能力, 汇聚周边流量。
- **T2 非航三大招标渐落地, 业绩穿越机场周期:** T2航站楼投产将大幅增加折旧和人工成本, 但由于旅客机场消费能力的提升, 枢纽机场商业价值得到重新认识, 新增非航收入预计覆盖新增成本, 并提供利润增量, 业绩大概率穿越机场传统周期。预计2018年免税招标、广告招标、商业租赁招标将分别至少贡献6.5亿、3.3亿、6.2亿, 伴随招标结果陆续公布, 业绩确定性不断增强, 非航业务成为机场收入增长新引擎。另外, 新增产能将使机场进入放量周期, 航空业务与非航业务将共同支撑公司业绩稳定提升。

## 投资建议

- 白云机场作为门户枢纽, 内生增长无忧, T2航站楼投产后, 产能瓶颈打开, 航空业务将迎来放量, 近期无重大资本支出。三大非航招标保证未来收入确定性, 覆盖T2航站楼新增成本, 业绩将继续稳步增长。目前估值处于低位, 并未充分反映产能释放以及公司商业价值, 估值中枢有望逐步提升。预测公司2017~2019年EPS为0.72元、0.84元、1.00元, 对应PE分别为19倍、16倍、14倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价18.5元。

## 风险

- 商业招商和出境免税招标结果不及预期, 突发性事件影响。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人  
 (8621)61038274  
 huangfanyang@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 珠三角门户枢纽，扩建周期迎接产能释放.....	4
1.1 白云机场股权结构与经营概况.....	4
1.2 跑道投产时刻释放，航站楼瓶颈亟待缓解.....	5
1.3 发行可转债支持产能扩建，转股结束股本增厚.....	7
2. 占据“天时”“地利”“人和”，流量增长势头强.....	8
2.1 天时-T2 航站楼建成及时，珠三角竞争白云占据优势.....	8
2.2 地利-腹地优势明显，航空需求仍有上升空间.....	9
2.3 人和-升级一类 1 级机场，提升国际航线重要性.....	11
3. T2 非航三大招标渐落地，业绩穿越机场周期.....	13
3.1 免税招标预计贡献 6.5 亿元收入.....	13
3.2 广告招标预计贡献 3.3 亿元收入.....	14
3.3 商业租赁招标预计贡献 6.2 亿元收入.....	15
3.4 T2 非航收入覆盖新增成本，业绩有望保持增长.....	16
4. 估值与盈利预测.....	17
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1：白云机场股权结构.....	4
图表 2：白云机场营业收入平稳增长.....	5
图表 3：白云机场航空服务贡献主要营业收入.....	5
图表 4：白云机场年旅客吞吐量.....	5
图表 5：白云机场年飞机起降架次.....	5
图表 6：白云机场旅客航线结构.....	6
图表 7：白云机场飞机起降架次因时刻放量明显提高.....	6
图表 8：白云机场产能利用率国内最为严峻.....	7
图表 9：白云机场可转换公司债券发行条款.....	7
图表 10：珠三角主要机场白云旅客吞吐量增长领先.....	8
图表 11：白云机场国际航线对比深圳机场优势明显.....	9
图表 12：珠三角三大机场市场份额对比.....	9
图表 13：广东省 2005-2016 年 GDP 增长稳定.....	10
图表 14：全国各省 2016 年人均可支配收入.....	10
图表 15：2012-2016 年白云机场货邮吞吐量.....	11
图表 16：珠三角机场群示意图.....	11
图表 17：机场分类目录调整变化.....	11
图表 18：白云定位升级国际航线吞吐量占比将提升.....	12
图表 19：白云机场国际（地区）旅客增速领先.....	12
图表 20：珠三角城际铁路网“十三五”规划.....	12

图表 21: 机场业绩增长具有周期性.....	13
图表 22: 白云机场进境免税中标结果.....	14
图表 23: 白云机场出境免税收入预测.....	14
图表 24: 2018 年 T2 航站楼出境免税收入敏感性测算 (百万元) .....	14
图表 25: 白云机场广告招标收入预测.....	15
图表 26: T2 航站楼商业租赁招标结果汇总.....	16
图表 27: T2 航站楼商业租赁首期预计贡献收入 6.23 亿元.....	16
图表 28: T2 航站楼新增非航收入与成本汇总.....	17
图表 29: 白云机场 PE Bands.....	17
图表 30: 机场 PE 估值对比.....	17

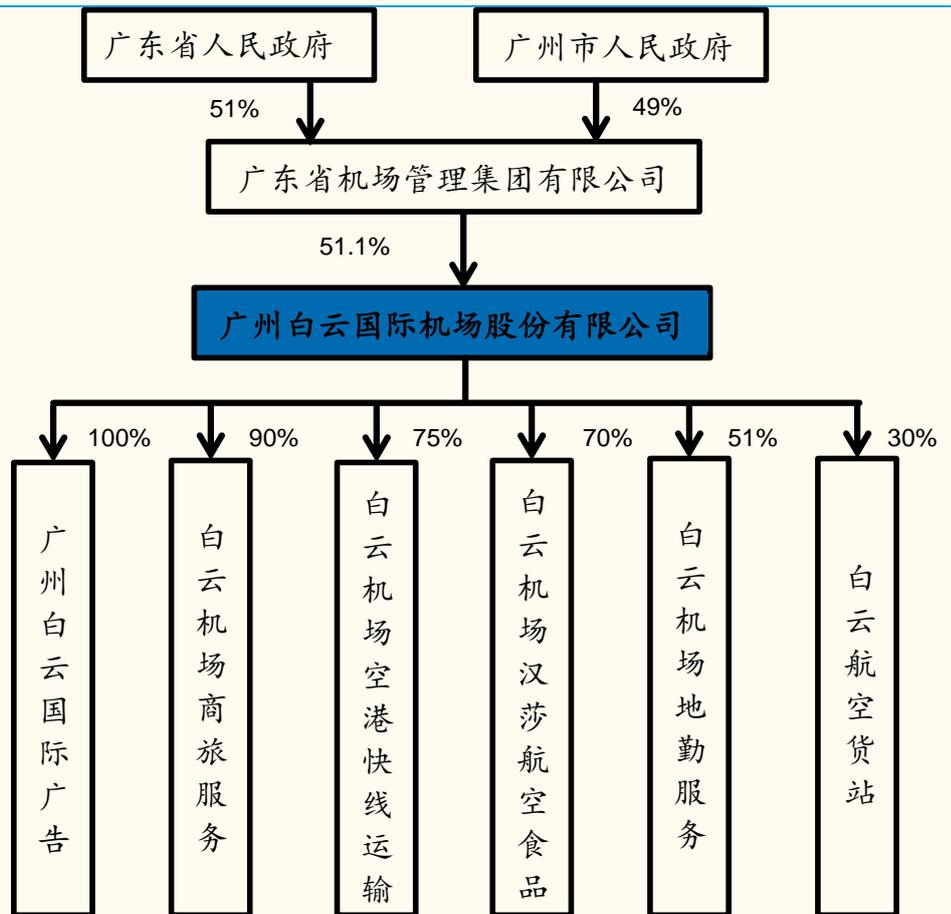
## 1. 珠三角门户枢纽，扩建周期迎接产能释放

### 1.1 白云机场股权结构与经营概况

- 广州白云国际机场股份有限公司（以下简称“白云机场”）于 2003 年 9 月成立，广州白云国际机场集团公司作为主发起人，联合中国国际航空公司、中国民航机场建设总公司、广州白云国际机场有限公司和广州交通投资有限公司四家企业共同发起。白云机场于 2003 年 4 月成功 IPO，登陆 A 股。

2004 年 2 月，控股股东广州白云国际机场集团公司经批准，变更组建为广东省机场管理集团有限公司，公司的实际控制人由中国民用航空总局变更为广东省人民政府。截止最新数据，广东省机场管理集团有限公司持股比例达到 51.1%，实际控制人为广东省人民政府。

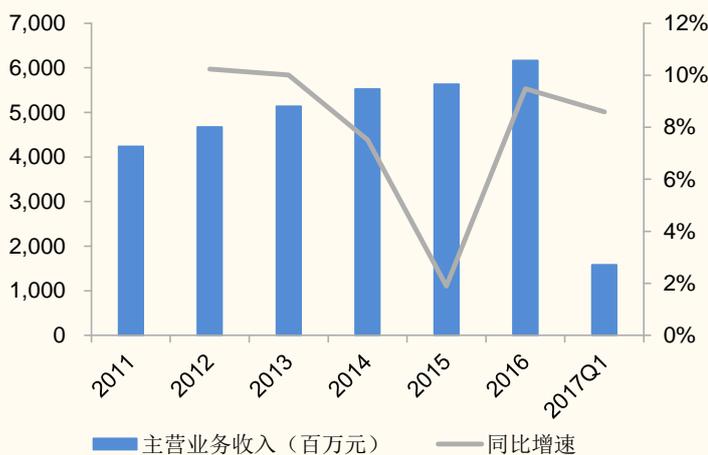
图表 1：白云机场股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

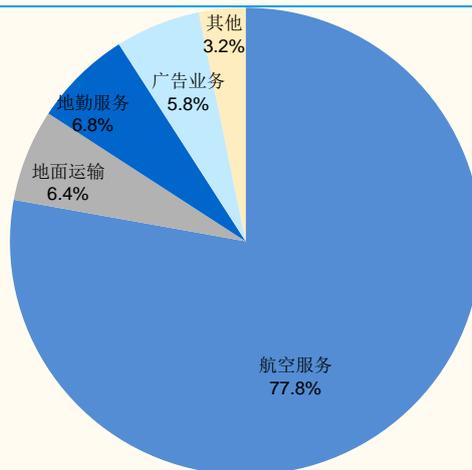
- 白云机场地处珠三角地区，是国家确立的中南机场群中唯一核心门户枢纽机场。公司目前拥有一座航站楼，三条跑道，主要在白云机场运营和管理航空性及非航空性业务。2016 年，公司实现营业收入 61.67 亿元，同比增长 9.5%，归母净利润 13.94 亿元，同比增长 11.3%；2017 年一季度，公司实现营业收入 15.84 亿元，同比增长 8.6%，归母净利润 4.08 亿元，同比增长 17.5%。除去 2015 年营收增速较慢外，公司业绩增长较为稳定。
- 细看公司收入结构，航空服务业务包括提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查和航空地面保障，以及商业租赁等部分航空性延伸服务业务，是公司营业收入的主要来源，2016 年贡献了 77.8% 的营业收入，航空服务同样也是公司净利润主要来源，2016 年实现净利润 12.55 亿元，超过公司合计归母净利润 90%。另外，地勤服务、地面运输、广告业务分别占比营业收入为 6.8%、6.4%、5.8%。

图表 2：白云机场营业收入平稳增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：白云机场航空服务贡献主要营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2 跑道投产时刻释放，航站楼瓶颈亟待缓解

- 2016 年，白云机场流量增速回暖。公司录得旅客吞吐量 5973.7 万人次，同比增长 8.2%，飞机起降架次 43.5 万次，同比增长 6.2%，2015 年增速分别仅为-0.8%和-0.6%。2015 年流量增速的低迷，也是公司营收增长缓慢的主要原因。

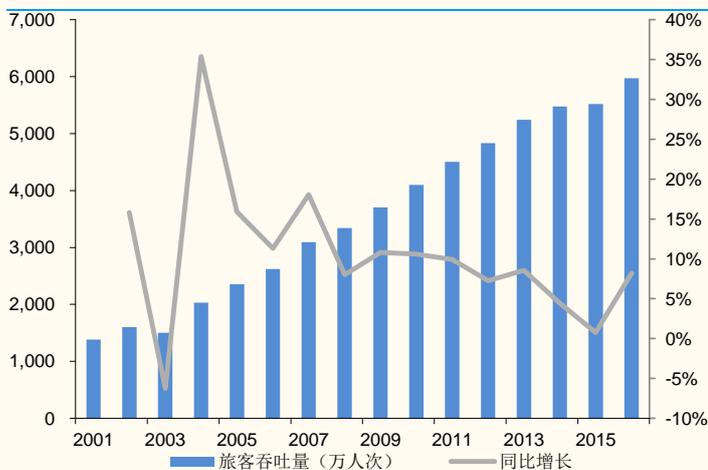
旅客结构方面，2016 年公司国内航线旅客吞吐量为 4699 万人次，国际航线为 1274 万人次，分别占比为 79%和 21%。

- 白云机场上市后，早在 2004 年 8 月，公司转场至新白云机场，旅客吞吐量设计产能可达 3500 万人次。

搬入新机场后，白云机场迎来过一次旅客放量过程。伴随我国航空需求高速发展，2004 年，白云机场实现旅客吞吐量 2032 万人次，飞机起降架次 18.3 万次，分别同比增长 35.4%和 28.5%。2009 年，白云机场年旅客吞吐量首次超过设计产能，达到 3704 万人次，在此之前的 2004~2009 年，白云机场旅客吞吐量 CAGR 达到 16.2%，这段时期我国民航客运量 CAGR 为 17.5%，白云机场充分享受了我国航空出行需求的增长。

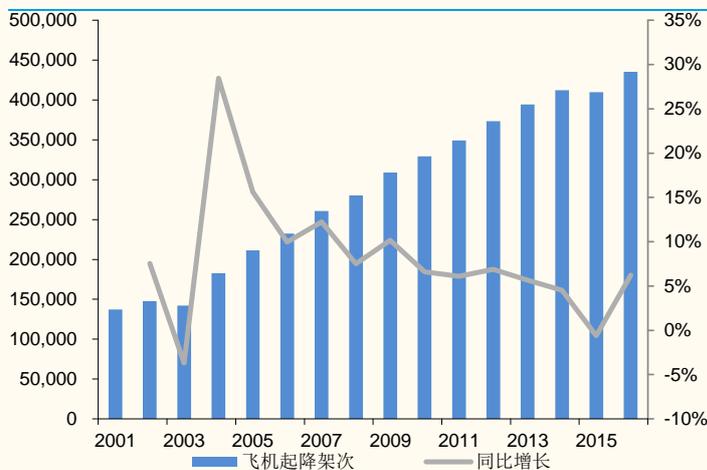
当流量达到产能限制后，白云机场流量增速开始放缓。2009~2016 年，白云机场旅客吞吐量 CAGR 降为 7.1%，而我国民航客运量仍然维持两位数增长，CAGR 达到 11.3%，航站楼产能限制成为白云机场流量高速增长瓶颈，流量增速在 2015 年达到底部。

图表 4：白云机场年旅客吞吐量



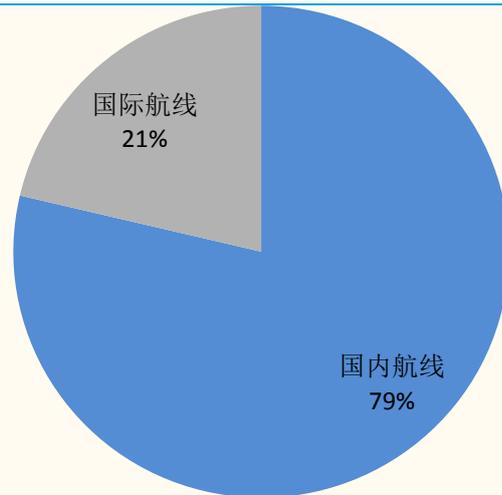
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：白云机场年飞机起降架次



来源：Wind，国金证券研究所

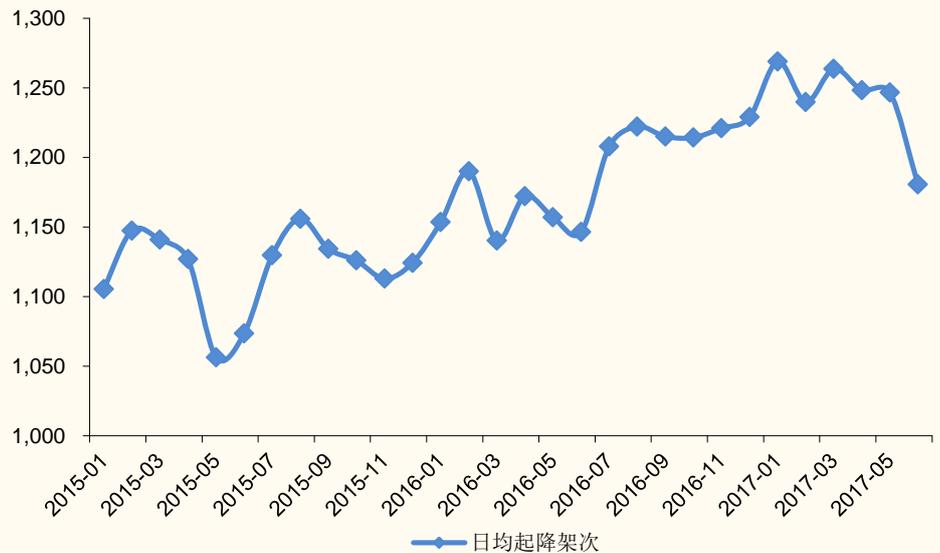
图表 6：白云机场旅客航线结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年公司流量回暖也与产能释放有关。2015 年 2 月，白云机场第三跑道正式投入使用。在经历了一年的安全与生产数据达标运营后，2016 年 3 月，民航局将白云机场高峰小时容量由 65 架次/小时上调至 71 架次/小时，虽然暂按 68 次/小时执行，但时刻放量仍然让公司流量增速得以回暖，日均飞机起降架次有明显提高。

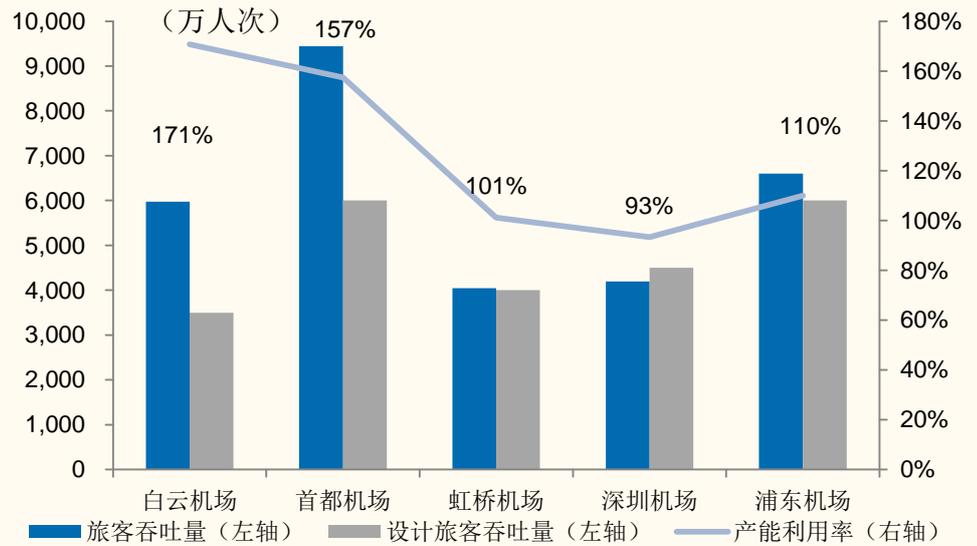
图表 7：白云机场飞机起降架次因时刻放量明显提高



来源：公司公告，国金证券研究所

- 通过 2004~2009 年以及 2016 年流量高增长，我们发现充裕的产能是流量得以高增长的决定性因素。虽然目前高峰小时起降架次仍有剩余，但航站楼容量瓶颈愈发突出，2016 年产能利用率已超过 170%，在国内一线城市机场中最高，使得时刻资源作用无法得到充分体现。
- 公司在 2012 年已发现航站楼产能瓶颈的严峻性，扩建项目获得国家发改委批复并正式动工建设，T2 航站楼将于 2018 年 2 月投产使用。届时，公司航站楼产能将达到 8000 万人次，瓶颈消除，预计将再次迎来放量过程。远期规划中，白云机场将修建 3 号航站楼以及第四、第五跑道，向世界级枢纽机场迈进，产能将长期不再造成限制。

图表 8：白云机场产能利用率国内最为严峻



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 发行可转债支持产能扩建，转股结束股本增厚

- 广州白云国际机场扩建工程航站区工程项目预计投资总额 135.63 亿元，为了募集部分项目资金，白云机场于 2015 年 4 月公告公开发行可转换公司债券预案，并于 2016 年 3 月正式发行成功。

此次共发行人民币 35 亿元白云转债，按面值 100 元人民币共发行 3500 万张。最终实际募得资金 34.55 亿元，全部将用于航站区扩建工程项目。可转债条款中，债券期限为 5 年，转股期限为可转债发行满六个月后至可转债到期日止，即 2016 年 9 月 5 日至 2021 年 2 月 25 日，初始转股价格为 12.88 元/股，2016 年 8 月 5 日由于公司分配现金股利，转股价格调整为 12.56 元/股。另外，此次发行的可转债还附带有条件赎回和回售条款，保障债券持有者和公司利益。

图表 9：白云机场可转换公司债券发行条款

条款	内容
发行证券的种类	可转换为公司人民币普通股（A股）股票的可转换公司债券
发行规模	人民币35亿元（包括发行费用）
票面金额、发行价格	100元人民币
债券期限	自发行之日起5年，即2016年2月26日至2021年2月25日
债券利率	第一年0.2%、第二年0.4%、第三年1.0%、第四年1.2%、第五年1.5%
转股期限	自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即2016年9月5日至2021年2月25日
转股价格	初始转股价格为12.88元/股，后因分配现金股利调整至12.56元/股
赎回条款	（1）到期赎回条款：期满后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值上浮6%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。 （2）有条件赎回条款：以下情况发生，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的A股可转债：①在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）； ②当本次可转债未转股余额不足3,000万元时。
回售条款	（1）有条件回售条款：最后两个计息年度任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的103%（含当期利息）的价格回售给公司。 （2）附加回售条款：改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

来源：公司公告，国金证券研究所

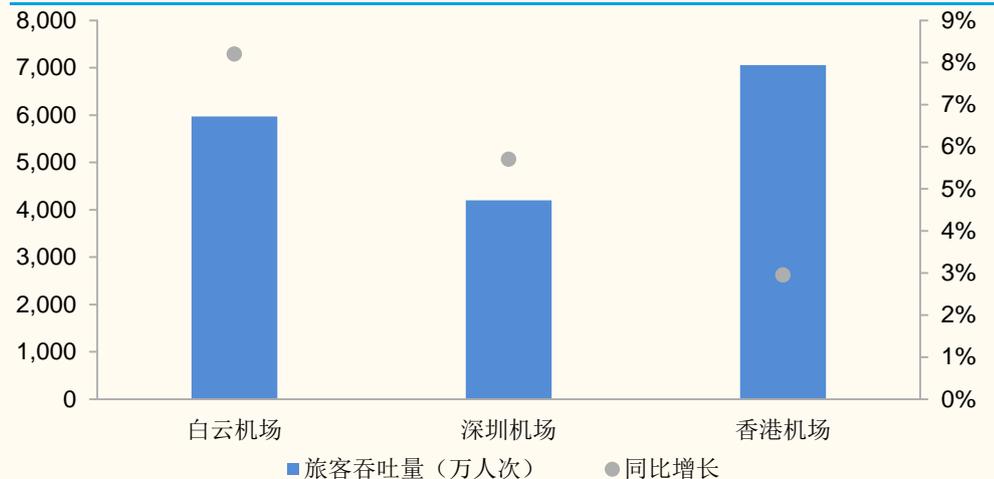
- 2017年4月10日至2017年5月22日，白云机场股价连续30个交易日内有15个交易日收盘价格，不低于白云转债当期转股价格（12.56元/股）的130%，可转债的赎回条款触发。公司发布公告，宣布2017年6月6日为可转债赎回登记日，2017年6月7日白云转债将停止交易和转股，并在提前赎回完成后，白云转债将在上海证券交易所摘牌。
- 最终截止赎回登记日，共计3,480,628,000元白云转债转股，转股数为277,117,596股，占可转债转股前（2016年9月2日）白云机场已发行股份总额的比例为24.1%，总股本增至1,427,117,596股。本次可转债赎回金额19,372,000元，占发行总额35亿元的0.55%，公司共支付19,393,309.20元用于赎回剩余可转债，未对公司资金使用造成重大影响。
- 此次发行可转债，公司为机场航站区扩建项目成功募得部分资金，并且股本得到增厚，增加了资本实力，提高公司抗风险能力；同时由于股本增加，对本公司每股收益有所摊薄。另外，公司于7月14日每股派送红股0.45股，分配后公司最新总股本为2,069,320,514股。公司控股股东仍为广东省机场管理集团公司，但持股比例从转股前的62.0%下降至约51.1%。

## 2. 占据“天时”“地利”“人和”，流量增长势头强

### 2.1 天时-T2航站楼建成及时，珠三角竞争白云占据优势

- 珠三角机场群流量竞争中，白云机场增长最快。对比香港机场和深圳机场，白云机场的旅客吞吐量处于深圳机场和香港机场之间，但是增长率远高于其他两个机场。T2航站楼建成投产后，航站楼产能压力缓解，跑道资源将得到充分利用，预计流量增长将维持高水平。

图表 10：珠三角主要机场白云旅客吞吐量增长领先



来源：公司公告，国金证券研究所

- 香港机场产能逼近上限，部分旅客流量将分流至白云机场。香港机场发展较为成熟，流量已较为稳定，增速接近欧美成熟机场，2016年旅客吞吐量同比增速仅为2.95%。2016年8月1日，香港机场第三跑道填海扩建工程开始，最快将于2023年竣工。香港机场目前航站楼产能为7400万人次，2016年旅客吞吐量已经达到7050万人次，接近饱和，在第三跑道完工前可能会受到运量限制。并且白云机场T2航站楼2018年初投产，运量充沛，香港机场旅客分流到白云机场在所难免。
- 深圳机场国际市场未成形，白云国际航线流量不受威胁。虽然深圳机场定位提升为国际航空枢纽，但白云机场国际航线运量优势明显。2016年全年，白云机场新增、复航国际航线27条，国际通航点达到85个，国际旅客吞吐量1274万人次，占客运总量21.3%。深圳机场全年新开国际航线12条，国际（不含地区）通航城市达到22个，旅客吞吐量仅为223万，占客运总量5.3%。深圳机场现在仍处在国际市场开发阶段，短时间内不会对白云机场在珠三角地区的国际枢纽地位造成影响。

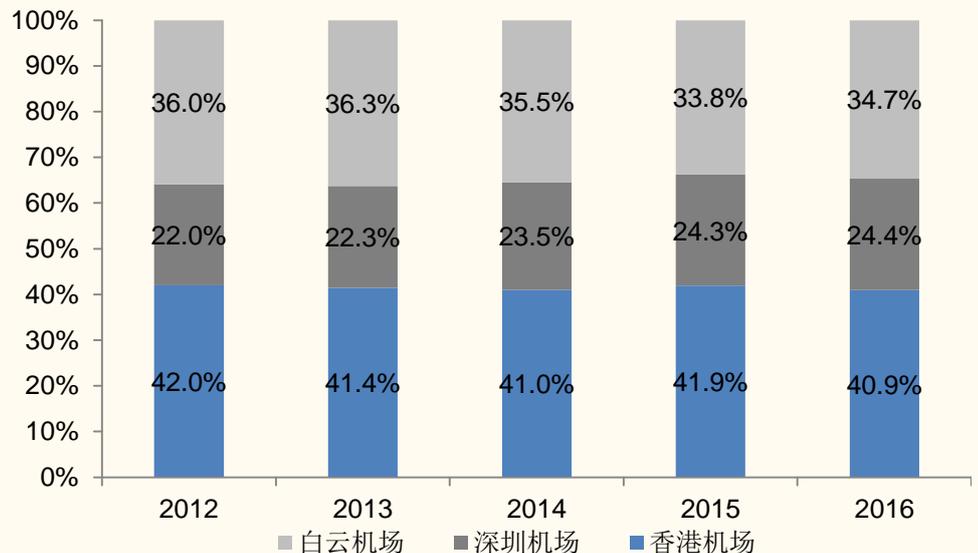
图表 11：白云机场国际航线对比深圳机场优势明显

	白云机场	深圳机场
新增、复航国际航线（条）	27	12
国际通航点（个）	85	22
国际旅客吞吐量（万人次）	1274	223
同比增长	20.56%	34.30%
占客运总量	21.30%	5.30%
国际货邮吞吐量（万吨）	90.01	25.3
同比增长	10.85%	18.40%
占货运总量	54.50%	22.50%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2016 年白云机场高峰小时容量从 65 架次/小时提升至 68 架次/小时后，在珠三角市场份额重新获得增长。香港机场发展成熟较早，近五年份额有被略微侵蚀，略降 1.2pts 左右（2012 年 42.1%，2016 年 40.9%），深圳机场近期发展较快，市场份额五年增长 1.4pts（2012 年 22.0%，2016 年 24.4%），2013 至 2015 年，白云机场由于产能瓶颈限制，市场份额稍有下降，但在 2016 年时刻资源部分释放后，市场份额重新获得提升。预计在 2018 年 T2 航站楼投产，产能进一步释放后，借助门户国际枢纽地位，白云机场在珠三角机场群中竞争优势将更加明显。

图表 12：珠三角三大机场市场份额对比

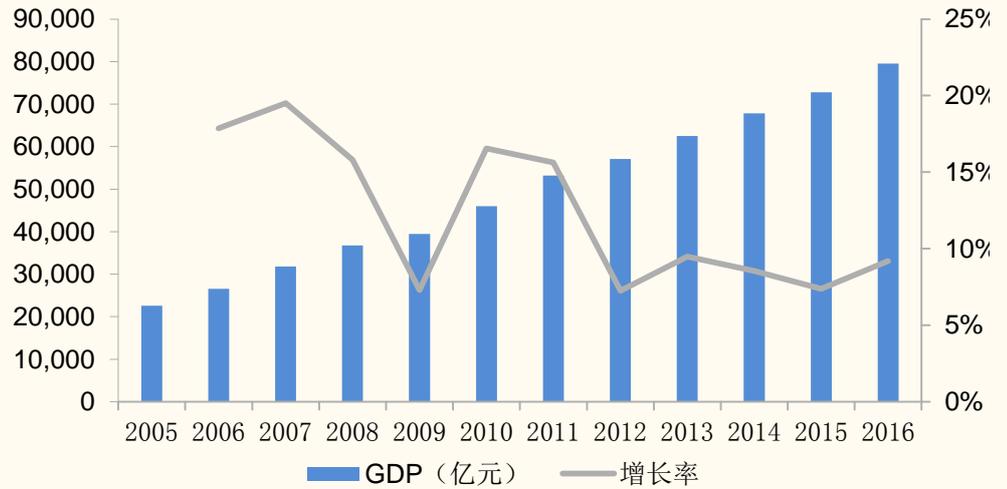


来源：公司年报，国金证券研究所

## 2.2 地利-腹地优势明显，航空需求仍有上升空间

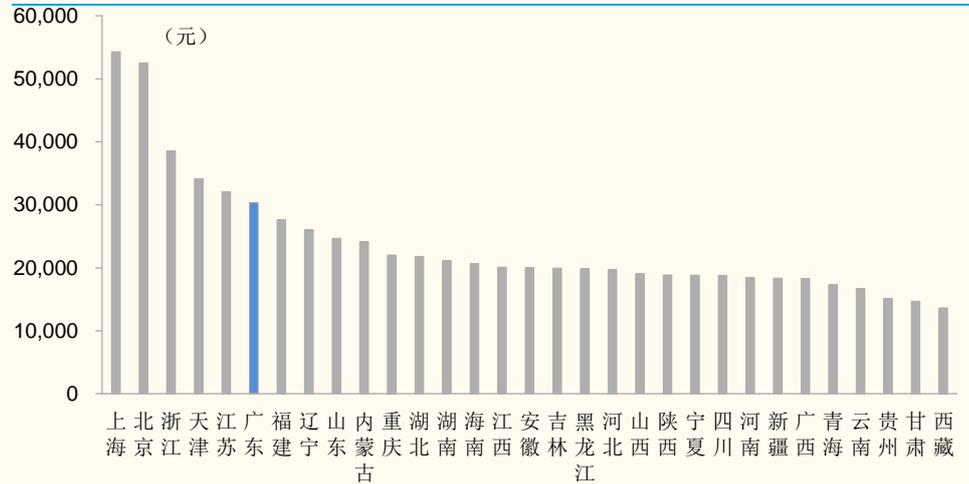
- 白云机场位于珠三角机场群核心，腹地 GDP 和人均可支配收入的增长拉动居民商务出行和旅游消费。广东省作为我国经济大省，GDP 增长稳定，经济发展好且速度快。人均可支配收入不断提升，在 2016 年首次突破 3 万元大关，以 30296 元位列全国第六。人均可支配收入的增加将会加强居民消费能力和意愿，带动旅游业和相关行业发展，航空出行需求和机场消费将显著增加。借助经济优势，白云机场的旅客吞吐量增长无忧，航空业务和非航业务将会同时贡献收入增量。

图表 13: 广东省 2005-2016 年 GDP 增长稳定



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 14: 全国各省 2016 年人均可支配收入



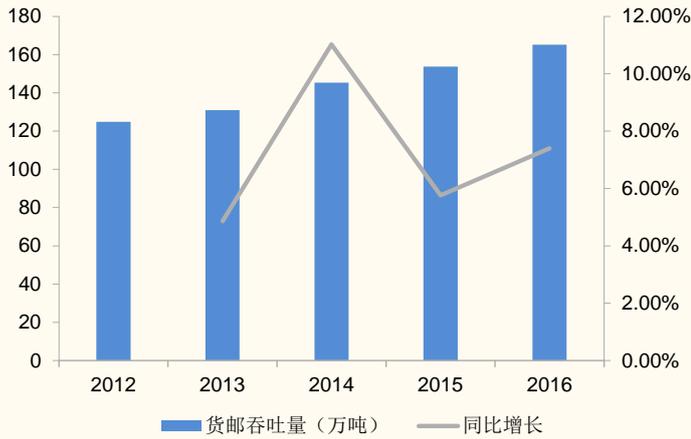
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 白云机场面向东南亚旅游热点区域, 规划航空交通圈为白云机场吸引流量。出境旅游方面, 距离相对较近、价格较便宜的亚洲周边国家、地区旅游受到大众欢迎。2016 年上半年, 最热门的出境游目的地国家、地区前十名中, 东南亚国家占据半壁江山, 中国香港和中国台湾也位居前列。广州因为距离东南亚国家较近, 可以确实感受到东南亚旅游热度带来的流量效应。虽然 2016 年下半年受突发事件影响, 泰国航线需求下降, 但长期仍将是我国旅游热门目的地, 并在近期开始回暖。

按照《广州市人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的意见》的规划, 未来将构建出与国内以及东南亚主要城市连接的“4 小时航空交通圈”和包含全球主要城市的“12 小时航空交通圈”。届时, 白云机场不仅能在旅游的热潮中维持现有的巨大流量, 还将享受到升级成为亚太地区国际性中转枢纽后释放的流量增长潜力。

- 珠三角外向型经济特点为白云机场吞吐量做保障。白云机场位于珠三角的核心区, 海陆交通便利, 被称为中国的“南大门”, 是全国进出口贸易数额的主要贡献者之一。依托珠三角的区位优势, 2016 年货邮吞吐量 165.15 万吨, 同比增长 7.4%, 占所有境内机场年货邮吞吐量的 10.9%, 在三大复合枢纽机场中增速最快。国际航线货邮吞吐量 90.01 万吨, 同比增长 10.8%。

图表 15: 2012-2016 年白云机场货邮吞吐量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 珠三角机场群示意图



来源: 互联网, 国金证券研究所

### 2.3 人和-升级一类 1 级机场, 提升国际航线重要性

- 2017 年 4 月, 中国民用航空局下发《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》(民航发[2017]18 号), 将广州白云机场升级为一类 1 级机场, 与北京首都和上海浦东机场并列全国三大门户枢纽机场, 战略地位凸显。
- 级别提升, 虽然收费标准略有下降, 但作为珠三角唯一门户枢纽机场, 该地区新增的出行需求将首先汇聚于此, 流量增长将得到政策保证。另外, 国际旅客占比也将向北京首都和上海浦东机场靠拢。近年, 由于定位的提升以及基地航空公司南方航空国际化战略, 国际航线高速增长, 白云机场 2016 年国际及地区航线增速达到 19.5%, 明显高于上海机场和首都机场, 国际旅客占比处于提高阶段。

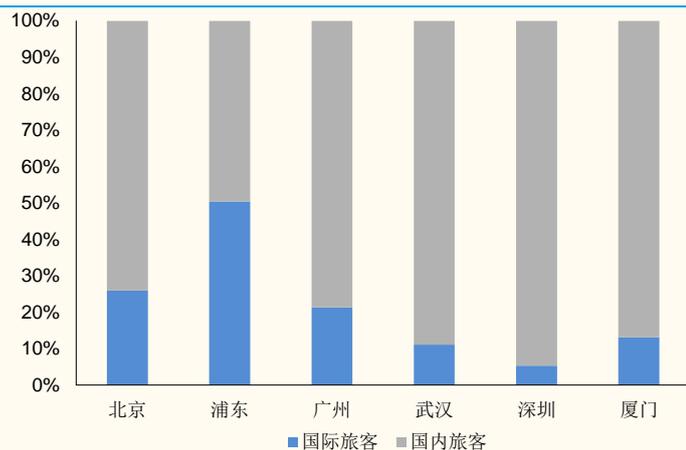
由于国际航线收费标准更高, 旅客结构的优化将提高白云机场航空性收入; 另外国际旅客消费能力和意愿更强, 非航业务议价能力也将得到明显改善。

图表 17: 机场分类目录调整变化

机场分类	调整方案	机场
一类 1 级	广州升级	北京首都、上海浦东、 <b>广州</b>
一类 2 级	昆明降级	深圳、成都、上海虹桥
二类	天津、南宁升级 济南、桂林降级	<b>昆明</b> 、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、 <b>南宁</b> 、 <b>天津</b>
三类		除上述一、二类机场以外的机场

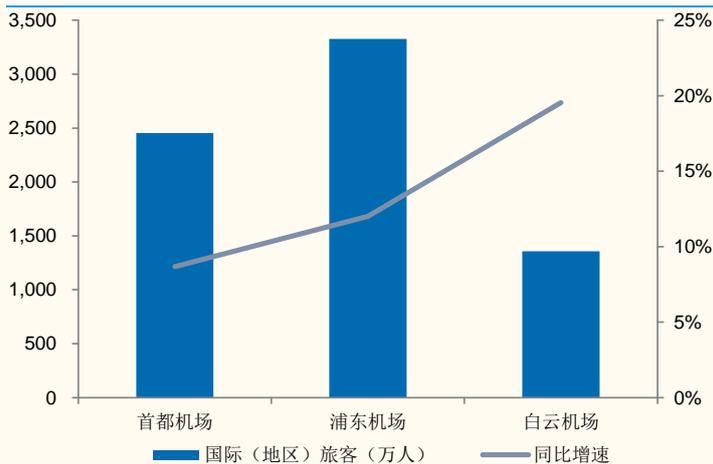
来源: 中国民用航空局, 国金证券研究所

图表 18: 白云定位升级国际航线吞吐量占比将提升



来源: 公司年报, 民航资源网, 国金证券研究所

图表 19: 白云机场国际(地区)旅客增速领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公路铁路建设为机场提供完善的集疏运系统, 将加强白云机场枢纽能力。机场第二高速公路项目于 2015 年开工, 预计 2018 年将建成使用。机场第二高速公路全长约 28 公里, 直线连接广州城区和白云机场, 方便旅客往返市中心和机场。

根据珠三角城际轨道交通网规划, 穗莞深城际轨道(新塘经白云机场至广州北站段、广佛环线广州南至白云机场段)将与白云机场 T2 航站楼同步完成。珠三角城际轨道交通以实现广州为核心的“一小时交通圈”为目标, 连接包括香港和澳门在内的周边城市, 增加距离相对较短的城市间运输线路(如连接广州和东莞的穗莞深城际线)。

- 公路和铁路建设将对航空运输起到补充作用, 并且达到为白云机场提供完善集疏运系统的目的, 帮助机场提升其枢纽功能

图表 20: 珠三角城际铁路网“十三五”规划



来源: 广东省发展和改革委员会, 国金证券研究所

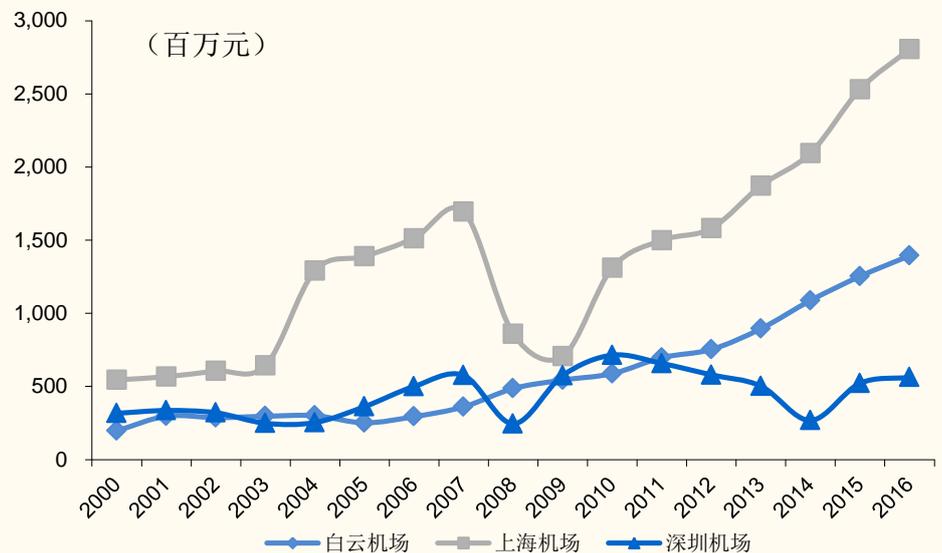
- **总结:** 与香港机场、深圳机场竞争中的时机优势, 地处珠三角的地理优势, 政府规划带来的政策优势, 将共同帮助白云机场保持流量增长势头。

### 3. T2 非航三大招标渐落地，业绩穿越机场周期

- 由于新增产能尤其是新航站楼的投产使用，将使得机场折旧和人工成本阶梯式增长，并且新建航站楼的资本支出同样将在投产之前对业绩造成一定压力。而新建产能后，流量的培育需要一段时间，才能使产能充分得到使用。所以盈利在新产能投产后将先有所降低，再逐渐增长，超过前一峰值，呈现锯齿状增长特点。这也形成了机场行业自身独特的周期性。回顾我国主要机场历史，这一周期性多次得到印证。

上海浦东机场 2 号航站楼于 2008 年 3 月投入运营，使得 2008 年和 2009 年上海机场归母净利润大幅下降，分别仅为 8.6 亿元和 7.1 亿元，较 2007 年的 16.9 亿元大幅下降，之后上海机场逐渐放量，业绩进入稳步提升阶段；白云机场在 2004 年 8 月转场，产能大幅提升后，没有再进行大规模扩建，业绩也仅从 2004 年的 3.0 亿元，下降至 2005 年的 2.5 亿元，之后便一直处于上升通道；深圳机场在 2004 年 1 月启用 B 号候机楼、2013 年 11 月投入使用新航站楼，这两次新增产能均使得深圳机场业绩减少，并且在投产之前的若干年，由于资本支出力度较大，净利润已承压下滑。

图表 21：机场业绩增长具有周期性



来源：公司公告，国金证券研究所

- 白云机场 T2 航站楼预计将于 2018 年 2 月投产使用，但是此次新增产能或与之前不同，由于非航招标，将促使业绩穿越机场传统周期。

伴随我国人均收入的增长，航空需求爆发导致机场流量在近 10 年高速增长，机场消费能力也与日俱增。我国枢纽机场商业价值有望得到重视，业绩增长从单一航空性收入转变为航空性收入与非航收入齐头并进的双引擎模式。白云机场 T2 航站楼免税+商业租赁+广告招标正逐步落地，招标结果持续超过市场预期，贡献收入增量超过历史水平，在弥补新增成本的基础上，提供新的业绩增量，白云机场价值将得到重新认识。

#### 3.1 免税招标预计贡献 6.5 亿元收入

- **进境免税：**2016 年 2 月政府发布了《口岸进境免税店管理暂行办法》，决定在我国 19 个口岸增设进境免税店。广州白云机场作为其中国际旅客最多的进境口岸，T1 及 T2 进境免税招标竞争激烈。最终中免集团给出的年销售额指标 7.07 亿元（为标底价格 8.8 倍），提成比例高达 42%（高于标底比例 16 个百分点），位列第一。若 T1 航站楼进境免税店 2017 年 9 月交付，T2 航站楼进境免税店 2018 年 2 月交付，按照保底销售额计算，预计 2017 年和 2018 年将至少为白云机场贡献 0.51 亿元和 2.85 亿元收入，经营期 6 年预计将给公司带来 21 亿的营业收入。

图表 22：白云机场进境免税中标结果

二号航站楼（T2）启用前首年中标价			
场地	面积 $m^2$	首年月保底销售额（元/月）	提成比例（%）
一号航站楼（T1）国际到达进境免税店场地	300	32,440,000	39
二号航站楼（T2）启用后首年中标价			
场地	面积 $m^2$	首年月保底销售额（元/月）	提成比例（%）
一号航站楼（T1）国际到达进境免税店场地	400	23,560,000	42
二号航站楼（T2）国际到达进境免税店场地	700	35,330,000	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **出境免税：**2017 年 5 月，T2 航站楼出境免税店招标如期开启。但由于目前只有中免一家有资质运营，招标流标，公司正与免税经营商洽谈，预计最终结果将于 8 月中旬出台。
- 关于 T2 航站楼贡献收入，我们与首都机场进行了对比。在扣点率 40% 的前提下，我们考虑了两个机场旅客结构的质量，得出白云机场坪效为 3.1 万元/平米/月，以及中免作为唯一有资质运营的免税经营商，在与白云机场洽谈过程中议价能力的提高，假设与首都机场相比，保底销售额会有 75% 的折扣。最终我们预计 2018 年 2 月 T2 航站楼启用后，出境免税招标 2018 年将为白云机场贡献 3.6 亿元收入。另外，我们以扣点率和坪效两个变量，用同样的算法，对 T2 出境免税租赁收入进行了敏感性分析。

图表 23：白云机场出境免税收入预测

首都机场免税招标结果						
	出境面积 $m^2$	入境面积 $m^2$	免税总面积 $m^2$	首年保底经营费用（元）	提成比例	保底销售额（百万）
T2	3,186	417	3,603	830,000,000	47.50%	1,747
T3	9,461	1,939	11,400	2,200,000,000	43.50%	5,057
合计	12,648	2,355	15,003	3,030,000,000	-	6,805
首都机场免税店人均坪效（元/ $m^2$ /月）				37,797.61		
2016首都机场国际旅客占比				26.0%		
2016白云机场国际旅客占比				21.3%		
中免作为唯一竞标者议价折扣				75%		
扣点率				40%		
白云机场出境免税预测						
T2出境免税面积	3544 $m^2$	白云机场免税坪效（元/ $m^2$ /月）		30,964.96	2018年收入（百万元）	362.1

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：2018 年 T2 航站楼出境免税收入敏感性测算（百万元）

扣点率	坪效（万元/ $m^2$ /月）				
	20	25	30	35	40
31%	181.3	226.6	271.9	317.2	362.6
35%	204.7	255.8	307.0	358.2	409.3
40%	233.9	292.4	350.9	409.3	467.8
45%	263.1	328.9	394.7	460.5	526.3
50%	292.4	365.5	438.6	511.7	584.8

来源：公司公告，国金证券研究所

- 根据以上计算，2018 年进境+出境免税收入预计约为 6.5 亿元。

### 3.2 广告招标预计贡献 3.3 亿元收入

- 白云机场对于 T2 航站楼的广告业务，同样采取了招标特许经营的方式，而非 T1 航站楼自营。经过招标，德高广告（上海）有限公司获得 T2 航站楼

及 GTC（地面交通中心）广告媒体建设 5 年经营权，并且若经营期限内，德高广告经营效益情况良好，经营期限可延长 3 年。

- 根据合同，德高广告需向白云机场支付广告资源使用费，包括底价和超额提成。底价第一年为 3.6 亿元，之后每年按年增长率 6% 逐年提高，超额提成计算公式为（年度销售额-对应年度提成基准数）\*超额提成率，对应年度提成基准数第一年 4.5 亿元，之后每年同样按年增长率 6% 逐年提高，超额提成率固定为 10%。

考虑到合同预计于 2018 年 2 月 1 日履行，2018 年 T2 航站楼广告业务将至少贡献新增收入 3.3 亿元。

图表 25：白云机场广告招标收入预测

年度	当年提成基准数（亿元）	保底报价（亿元）	年份	对应年份保底收入（亿元）
第一年度	4.50	3.60	2018	3.30
第二年度	4.77	3.82	2019	3.80
第三年度	5.06	4.04	2020	4.03
第四年度	5.36	4.29	2021	4.27
第五年度	5.68	4.54	2022	4.52
	-	-	2023	0.38
合计		20.29		20.29

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 商业租赁招标预计贡献 6.2 亿元收入

- 白云机场 T2 航站楼商业招标陆续落地，招标结果持续超预期。公司 T2 航站楼将充分发挥商业潜能，体现我国枢纽机场将向航空性收入与非航收入双引擎模式转变的趋势，逐渐向国际先进商业城靠拢。
- 根据《白云机场二号航站区商业规划纲要》，白云机场 T2 航站楼和交通中心商业面积达 4.4 万平米，首期计划招商面积约 3 万平米，将在 T2 航站楼四层共设置七大商业板块，围绕“云+”的总体概念，提升航站楼商业形象，助力 T2 航站楼实现“Skytrax 五星航站楼”认证。
- 目前，已有品牌零售、货币兑换、餐饮、餐饮（集成）、水果专营等 14 个招商项目公布招商结果，除去品牌零售、餐饮和餐饮（集成）项目中，有个别子包招标失败，有效招商面积已达 22750 平方米，平均坪效达到 2.44 万元/平米/年。目前，仍在招标的商业项目面积为 5106 平米，若坪效同样以 2.44 万元/平米/年计算，预计首期商业租赁招商将贡献 2018 年非航收入约 6.23 亿元。另外，按照商业面积 4.4 万平方米计算，仍有超过 10000 平米商业招标项目有待公布，商业收入仍有超预期可能。

**图表 26: T2 航站楼商业租赁招标结果汇总**

项目	总招商面积 (m <sup>2</sup> )	有效招商面积 (m <sup>2</sup> )	年化保底收入 (万元)	坪效 (万元/m <sup>2</sup> /年)
品牌零售	3,059	2,806	6,288.1	2.24
货币兑换	128	128	3,422.9	26.74
餐饮	3,673	2,232	1,991.4	0.89
餐饮 (集成)	9,022	7,764	18,708.8	2.41
水果专营	207	207	3,118.7	15.07
药店	130	130	186.7	1.44
书刊	330	330	1,032.0	3.13
云集市	2,465	2,465	7,202.7	2.92
烟酒	354	354	1,063.0	3.00
包装食品+冰淇淋	453	453	1,733.5	3.83
旅行用品	264	264	520.0	1.97
特产	1,298	1,298	5,210.8	4.01
云天一线	6,482	2,536	4,467.4	1.76
计时休息室	1,783	1,783	600.0	0.34
<b>合计</b>	<b>29,648</b>	<b>22,750</b>	<b>55,546.0</b>	<b>2.44</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 27: T2 航站楼商业租赁首期预计贡献收入 6.23 亿元**

	面积 (m <sup>2</sup> )	坪效 (万元/m <sup>2</sup> /年)	年化保底收入 (万元)
成功招商	22,750	2.44	55,545.95
正在招商*	5,106	2.44	12,466.71
<b>合计</b>	<b>27,856</b>	<b>2018年收入 (百万元)</b>	<b>623.45</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 假设正在招商部分坪效与成功招商项目相同)

### 3.4 T2 非航收入覆盖新增成本, 业绩有望保持增长

- 传统机场周期中, 新航站楼投产将大幅增加折旧和人工成本。在此前非航收入未得到充分发展时, 仅凭缓慢培育流量, 航空收入并不能完全弥补成本的增加, 导致机场业绩下滑。
- 折旧方面, 白云机场 T2 航站楼扩建工程, 投资总额为 135.63 亿元, 其中房屋及建筑物约 115 亿, 剩余为其他配套设施。按公司折旧方法, 房屋及建筑物折旧按 40 年计算, 每年新增折旧 2.8 亿元, 其他配套设施按平均折旧 10 年计算, 每年新增折旧 2.1 亿元。总计每年将新增 4.9 亿元折旧。

人工成本方面, 截止 2016 年, 白云机场共有在职员工 1.32 万人, T2 航站楼投产必将招募大量员工。不过公司在 T2 航站楼将尽量采取外包模式, 向母公司购买劳务, 并可以将 T1 员工转岗至 T2 航站楼工作。预计白云机场员工人数将增加 4000 人左右, 人工成本增加约 6 亿元。

根据以上计算, 2018 年 2 月 T2 航站楼正式启用后, 预计将增加 2018 年成本约 10 亿元。而 2018 年, T2 非航业务三大招标预计将录得 16.0 亿元收入, 将覆盖 T2 航站楼新增成本, 并且将继续实现税前利润约 6 亿元增长。不仅如此, 以上非航收入均为以标底价计算, 实际销售情况或有大幅超预期可能; 另外, 新增产能将使机场进入放量周期, 内生增长将继续支撑公司航空业务稳定提升。

图表 28: T2 航站楼新增非航收入与成本汇总

收入成本项目	金额 (亿元)
免税招标	6.5
广告招标	3.3
商业租赁招标	6.2
折旧	-4.5
人工成本	-5.5
合计	6.0

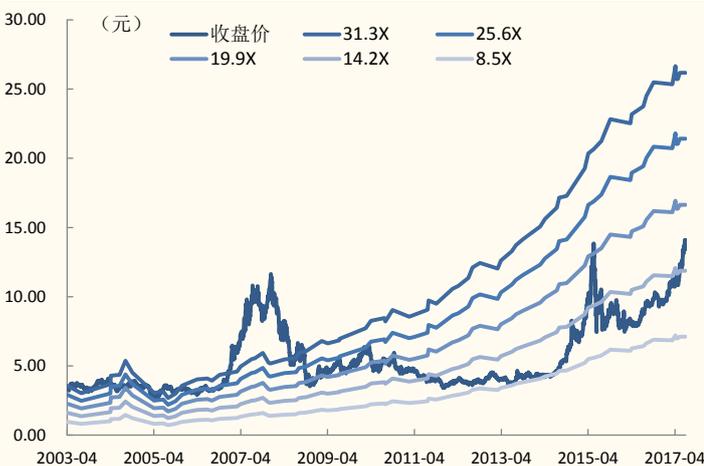
来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4. 估值与盈利预测

- 白云机场招标确定性较高, 非航业务正向世界成熟机场接轨, 是我国机场行业转型有利证明, 商业价值正逐渐被市场重估。目前 6000 万人次的客流量以及爆发增长的国际旅客, 使得白云机场成为商家必争的战略要地。白云机场业绩有望穿越机场传统周期, 持续增长。
- 但白云机场估值水平并没有充分体现商业价值。目前, 白云机场 PE 估值约为 19 倍, 相比历史 22 倍的估值中枢存在修复空间, 另外机场板块的 PE 估值中枢达到约 25 倍。

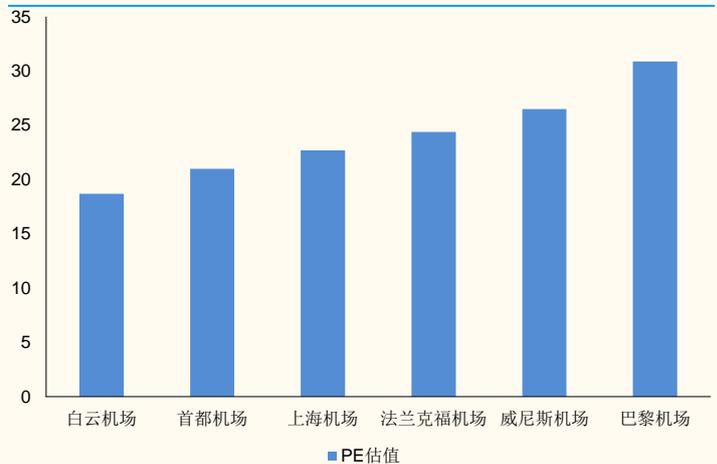
我们认为白云机场市值有充分向上空间: 1) 业绩提升: 2018 年产能释放, 内生增长进入加速通道; 非航招标逐渐落地, 足以覆盖 T2 航站楼新增成本, 贡献利润增量。2) 估值上移: 白云机场产能瓶颈打开后, 流量增速迎来拐点, 估值第一步修复至公司历史中枢; 白云机场升级一类 1 级机场后, 国际旅客将迎来高速增长, 提升公司盈利水平, 估值第二步将靠拢上海机场和首都机场; 经营模式向航空业务与非航业务双引擎驱动转变, 作为我国三大门户枢纽机场之一, 目标成熟商业城模式机场, 穿越机场传统业绩周期, 估值第三步将靠拢国际成熟机场。

图表 29: 白云机场 PE Bands



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 机场 PE 估值对比



来源: Wind, 国金证券研究所

- 旅客吞吐量: 2017 年时刻放量继续, 叠加 2018 年 T2 航站楼投产, 打开产能瓶颈, 白云机场旅客吞吐量有望加速增长。预计 2017~2019 年旅客吞吐量增速为 8.0%、10.0%、9.0%。
- 飞机起降架次: 2018 年 T2 航站楼投产后, 白云机场预计将逐渐达到民航局批准的高峰小时 71 架次/小时, 飞机起降架次增速将维持高位。预计 2017~2019 年飞机起降架次增速为 6.0%、8.0%、7.0%。
- 人工成本: 由于新增产能需要大量新员工, 预计 2017~2019 年人工成本增速为 10.2%、32.6%、7.1%。

- 基于以上假设，并考虑到公司可转债转股以及 2017 年每股派送红股 0.45 股，摊薄每股收益，预计公司 2017-2019 年归母净利润为 15.0 亿元、17.5 亿元、20.7 亿元，EPS 为 0.72 元、0.84 元、1.00 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 18.5 元，对应 2018 年 PE 为 22 倍。

## 5. 风险提示

- 商业招商和出境免税招标结果不及预期，突发性事件影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,528	6,620	6,167	6,783	8,963	9,930
增长率		1.7%	9.7%	10.0%	32.1%	10.8%
主营业务成本	-3,393	-3,366	-3,724	-4,029	-5,583	-6,061
%销售收入	61.4%	59.9%	60.4%	59.4%	62.3%	61.0%
毛利	2,135	2,254	2,443	2,754	3,380	3,869
%销售收入	38.6%	40.1%	39.6%	40.6%	37.7%	39.0%
营业税金及附加	-47	-46	-66	-68	-90	-99
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-93	-103	-101	-115	-152	-169
%销售收入	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-456	-456	-393	-441	-583	-645
%销售收入	8.2%	8.1%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	1,540	1,649	1,882	2,130	2,555	2,956
%销售收入	27.9%	29.3%	30.5%	31.4%	28.5%	29.8%
财务费用	36	48	6	-159	-214	-182
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.1%	2.3%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-10	32	-19	-7	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	18	30	30	30	30
%税前利润	0.6%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%
营业利润	1,576	1,747	1,900	1,994	2,369	2,802
营业利润率	28.5%	31.1%	30.8%	29.4%	26.4%	28.2%
营业外收支	-26	5	5	40	5	5
税前利润	1,550	1,752	1,905	2,034	2,374	2,807
利润率	28.0%	31.2%	30.9%	30.0%	26.5%	28.3%
所得税	-393	-458	-513	-529	-617	-730
所得税率	25.3%	26.1%	26.9%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	1,157	1,295	1,392	1,505	1,757	2,077
少数股东损益	69	41	-2	10	10	10
归属于母公司的净利润	1,088	1,253	1,394	1,495	1,747	2,067
净利率	19.7%	22.3%	22.6%	22.0%	19.5%	20.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,157	1,295	1,392	1,505	1,757	2,077
非现金支出	680	523	599	577	996	1,075
非经营收益	-64	-106	-31	111	199	168
营运资金变动	48	20	-14	253	700	277
经营活动现金净流	1,820	1,731	1,947	2,446	3,652	3,598
资本开支	-96	-3,165	-5,293	-7,068	-1,999	-1,001
投资	0	0	-81	-1	0	0
其他	20	18	30	30	30	30
投资活动现金净流	-76	-3,147	-5,345	-7,039	-1,969	-971
股权募资	0	0	0	3,480	0	0
债权募资	0	0	3,455	1,787	-931	-1,803
其他	-396	-348	-420	-663	-752	-824
筹资活动现金净流	-396	-348	3,035	4,603	-1,683	-2,627
现金净流量	1,348	-1,764	-363	10	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,133	1,336	990	1,000	1,000	1,000
应收账款	782	768	917	922	1,218	1,349
存货	65	73	72	77	107	116
其他流动资产	31	36	115	46	62	67
流动资产	4,011	2,213	2,094	2,045	2,387	2,532
%总资产	36.2%	18.0%	11.8%	8.4%	9.3%	9.9%
长期投资	301	283	286	287	286	286
固定资产	6,548	9,505	14,964	21,501	22,513	22,444
%总资产	59.1%	77.1%	84.3%	88.7%	88.0%	87.5%
无形资产	25	62	52	51	51	52
非流动资产	7,063	10,111	15,649	22,188	23,199	23,131
%总资产	63.8%	82.0%	88.2%	91.6%	90.7%	90.1%
资产总计	11,074	12,325	17,743	24,233	25,586	25,663
短期借款	0	0	0	4,924	3,993	2,189
应付款项	1,581	1,910	2,186	2,288	3,151	3,430
其他流动负债	431	459	423	513	693	839
流动负债	2,012	2,369	2,609	7,725	7,838	6,458
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	205	183	4,260	1,125	1,125	1,125
负债	2,217	2,552	6,869	8,850	8,963	7,584
普通股股东权益	8,491	9,571	10,767	15,266	16,495	17,942
少数股东权益	366	201	108	118	128	138
负债股东权益合计	11,074	12,325	17,743	24,233	25,586	25,663

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.946	1.090	1.212	0.723	0.844	0.999
每股净资产	7.383	8.323	9.362	7.377	7.971	8.670
每股经营现金净流	1.583	1.505	1.693	1.182	1.765	1.739
每股股利	0.290	0.320	0.370	0.230	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	12.81%	13.09%	12.95%	9.79%	10.59%	11.52%
总资产收益率	9.82%	10.17%	7.86%	6.17%	6.83%	8.06%
投入资本收益率	12.93%	12.43%	9.79%	7.75%	9.16%	10.78%
增长率						
主营业务收入增长率	7.51%	1.67%	9.73%	9.99%	32.13%	10.79%
EBIT增长率	17.32%	7.11%	14.13%	13.15%	19.96%	15.68%
净利润增长率	21.53%	15.21%	11.23%	7.27%	16.83%	18.35%
总资产增长率	11.30%	11.30%	43.97%	36.58%	5.58%	0.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.8	40.6	40.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	6.3	7.5	7.1	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	10.1	10.6	14.8	12.0	12.0	12.0
固定资产周转天数	431.4	480.6	415.3	352.5	796.7	698.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.37%	-13.67%	19.93%	25.51%	18.01%	6.58%
EBIT利息保障倍数	-42.8	-34.6	-292.5	13.4	12.0	16.2
资产负债率	20.02%	20.71%	38.71%	36.52%	35.03%	29.55%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	10	10	10	10
增持	1	2	2	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.17	1.17	1.17	1.33

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD