

2015 年 05 月 21 日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元)

18

公司基本资讯

产业别	交通运输
A 股价(2015/5/20)	15.29
上证综指(2015/5/20)	4446.29
股价 12 个月高/低	15.8/6.83
总发行股数(百万)	1150.00
A 股数(百万)	1150.00
A 市值(亿元)	175.84
主要股东	广东省机场管理集团有限公司 (61.96%)
每股净值(元)	7.65
股价/账面净值	2.00
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.3 36.5 130.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014/04/04	6.95	买入
2014/03/21	6.67	买入

产品组合

航空服务	74.2%
地面运输业务收入	7.5%
广告业务收入	6.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	64.4%

股价相对大盘走势



白云机场(600004.SH)

Buy 买入

业绩将处在合理区间，低估值待修复

结论与建议：

公司短期业绩将受制于运能瓶颈以及资本开支增加，但过渡期间业绩仍将处在合理区间，长期看业绩将受益于运能释放和“一带一路”战略实施，且结合估值水平看，当前股价对应 2015 年 P/E 仅为 15 倍，显著低于行业平均水平（P/E 约 30 倍），维持买入投资评级。

■ 2015 年 4 月，白云机场实现飞机起降架次 33850 架次，旅客吞吐量 462.84 万人次，货邮吞吐量 13.23 万吨，同比分别增长 1.46%、3.11% 和 4.53%。从数据看，经营数据同比增幅不大主要是受制于航站楼运能瓶颈，目前 T1 航站楼的产能利用率已经接近 130%。

■ T2 航站楼工程于 2013 年 5 月开工建设，计划于 2018 年投入使用。T2 航站楼设计年旅客吞吐量为 8000 万人次、年货邮吞吐量 250 万吨、年飞机起降量 62 万架次。按照 2014 年经营数据测算，T2 建成后运能（旅客吞吐量、货邮吞吐量、飞机起降量）将分别增加 46%、71%、50%。

■ 作为扩建配套工程的一部分，第三条跑道已经于 2015 年 2 月正式投入使用，待 T2 航站楼投入使用之后，这条跑道的利用率将得到充分提高。

■ 白云机场现有的 T1 航站楼营业面积 50 万平方米，在建的 T2 航站楼营业面积将超过 70 万平米，建成后航站楼的营业面积将增加 1.4 倍，为公司的非航业务提供更为广阔的前景。

■ 通常而言，机场在扩建期间通常会遭遇运能瓶颈和固定资本开支短期大幅增加的问题，之后受益于运能快速释放带来经营数据提升，盈利将重回快速增长期。

■ 经估算，第三跑道及 T2 航站楼的总投资约为 171 亿元。其中，第三条跑道资本开支约 20 亿元，转固后预计每年新增折旧额 10%（6600 万元-7000 万元），综合考虑对运能提升的贡献，对短期的盈利影响中性偏负面，长期影响正面。为缓解扩建工程的资本开支压力，公司拟发行不超过 35 亿的可转债，且不排除后续继续募集资金的可能性。

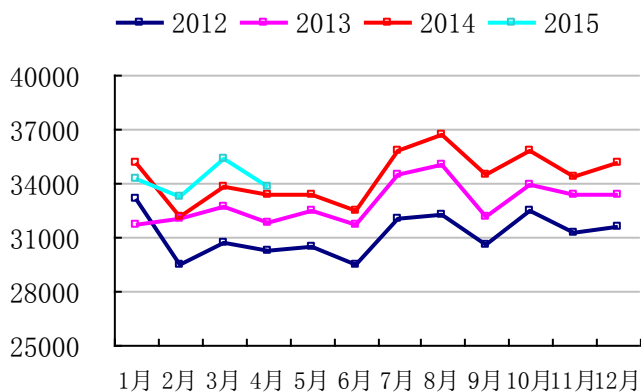
■ 展望未来，借助“一带一路”战略中的“21 世纪海上丝绸之路”建设，以及广东自贸区政策的落地，白云机场作为珠三角地区主要的航空枢纽，未来将显著受益。

■ 过渡期内，公司将继续通过申请扩大高峰小时数，建议航空公司更换大机型，优化对 45 个国家实施 72 小时过境免签政策等措施提升经营效益。综上，预计公司 2015 年和 2016 年可分别实现净利润 11.72 亿元（YoY+8%，EPS 为 1.02 元）和 12.92 亿元（YoY+10%，EPS 为 1.12 元）。

..... 接续下页

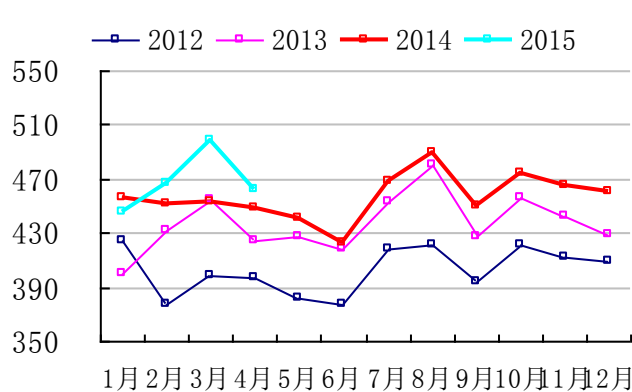
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	697	753	895	1088	1172	1292
同比增减	%	19%	8%	19%	22%	8%	10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.61	0.65	0.78	0.95	1.02	1.12
同比增减	%	20%	7%	19%	22%	7%	10%
A 股市盈率 (P/E)	X	25.1	23.4	19.7	16.1	15.0	13.6
股利 (DPS)	RMB 元	0.35	0.33	0.37	0.29	0.31	0.34
股息率 (Yield)	%	2.29%	2.16%	2.42%	1.90%	2.00%	2.20%

图 1: 白云机场飞机起降架次 单位: 架次



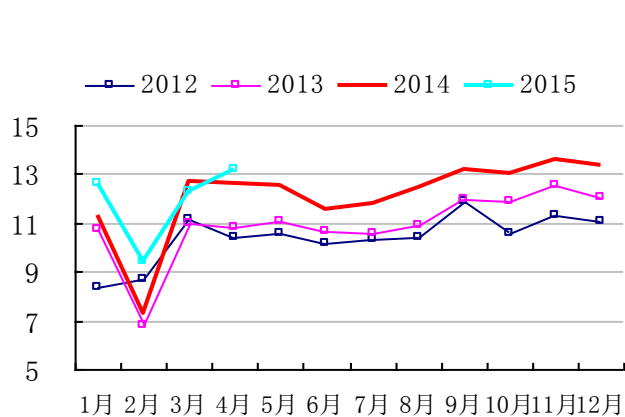
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 白云机场旅客吞吐量 单位: 万人次



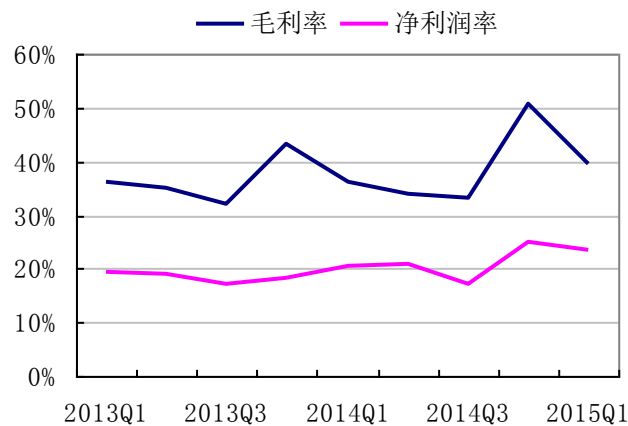
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 3: 白云机场货邮吞吐量 单位: 万吨



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 4: 毛利率和净利润率变动



资料来源: 公司公告, 群益证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	4239	4673	5141	5528	5978	6591
经营成本	2654	2853	3261	3393	3766	4152
营业税金及附加	169	166	48	47	48	53
销售费用	80	82	83	93	90	99
管理费用	339	387	436	456	478	527
财务费用	69	54	3	(36)	(42)	(46)
资产减值损失	(22)	(11)	(4)	10	(5)	(6)
投资收益	4	6	2	10	0	0
营业利润	954	1148	1315	1576	1653	1823
营业外收入	28	44	40	39	50	60
营业外支出	5	125	66	66	40	50
利润总额	977	1067	1290	1550	1663	1833
所得税	247	276	339	393	416	458
少数股东损益	33	38	56	69	75	82
归属于母公司所有者的净利润	697	753	895	1088	1172	1292

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
货币资金	854	1164	1740	3133	2819	2678
应收账款	700	627	578	658	664	671
存货	43	55	53	65	55	56
流动资产合计	1793	1964	2475	4011	3687	3559
长期股权投资	71	71	88	91	88	88
固定资产	8410	7828	7158	6534	8045	8142
在建工程	103	37	10	14	65	84
非流动资产合计	8847	8181	7474	7063	8493	8609
资产总计	10639	10144	9950	11074	12180	12168
流动负债合计	3230	2450	1730	2012	1811	1630
非流动负债合计	321	222	194	205	3500	3410
负债合计	3551	2672	1923	2217	5311	5040
少数股东权益	219	247	298	366	240	221
股东权益合计	7089	7473	8026	8857	6869	7128
负债及股东权益合计	10639	10144	9950	11074	12180	12168

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	1310	1797	1966	1824	1733	1611
投资活动产生的现金流量净额	(791)	(283)	(94)	(76)	(448)	(612)
筹资活动产生的现金流量净额	(599)	(1203)	(1314)	(396)	3102	3004
现金及现金等价物净增加额	(80)	311	558	1352	4387	4003

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户j，或代他人之户j买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。