



## 中国：交通基础设施建设

2015 年 12 月 08 日

## 投资建议：

持有-超越同业 (初次报告)

目标价隐含涨/跌幅：(2.4)%

日期 2015/12/08

收盘价 RMB13.73  
 十二个月目标价 RMB13.40  
 前次目标价 RMBN.A.  
 上海 A 股指数 3,633.3

## 信息更新：

- 首次将白云机场纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级。目标价人民币 13.4 元，系根据 14 倍 2016 年预估市盈率及 1.9 倍 2016 年预估市净率，取其平均而得。
- 预估 2015/16/17 年每股收益将为人民币 1.08/0.91/0.97 元，本中心 2016/17 年估值已计入可转债发行的潜在股本稀释影响。

## 本中心观点：

- 我们忧心区域竞争升高与运量瓶颈可能抑制机场短中期增长，而公司进入第二航站楼建设的高资本支出时期，亦可能对其财务产生负面影响。

公司简介：广州白云机场提供航空服务，并负责中国广州白云国际机场营运。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB15,755.0 百万元
六个月平均日成交量	RMB207.2 百万元
总股本股数 (百万股)	1,150.0
流通 A 股股数比例	100.0%
自由流通股数比例	38.0%
大股东：持股比例	广东省机场管理集团有限公司, 62.0%
净负债比率	(18.4%)
每股净值 (2015F)	RMB8.36
市净率 (2015F)	1.67 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	5,528	5,665	5,856	6,154
营业利润 **	1,540	1,734	1,793	1,906
税后净利润 *	1,089	1,242	1,303	1,385
每股收益(元)	0.95	1.08	0.91	0.97
每股收益同比增长率 (%)	21.6	14.1	(15.5)	6.3
每股股利(元)	0.29	0.11	0.27	0.29
市盈率 (倍)	14.7	12.9	15.3	14.4
股利收益率(%)	2.1	0.8	2.0	2.1
净资产收益率 (%)	12.8	12.9	12.3	11.9

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

报告分析师：

张咏涵

+86 2 3518 7977

april.chang@yuanta.com

## 白云机场 (600004 CH)

## 等待关键转折点浮现

首次将白云机场纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级，目标价人民币 13.4 元：本中心对白云机场展望持中性看法，系因忧心 1) 空域拥挤且区域竞争较为激烈；2) 运量瓶颈限制短中期发展；及 3) 第二航站楼建设需要高额资本支出，可能不利于财务。尽管中国民航局可能考虑改革机场收费制度，将成为白云机场的关键转折点，我们仍建议投资人在具体消息传出前保持观望。本中心目标价人民币 13.4 元，隐含 2% 下跌空间。

邻近六家机场为竞争对手：白云机场的战略定位为中国前三大国际枢纽机场之一，与北京首都机场、上海浦东机场并列。然而与另两家机场相较，白云机场面临更剧烈竞争，系因珠江三角洲地区有六处大型机场。此外，除了必须与香港国际机场竞逐国际航班外，白云机场因运量几乎满载，连国内航班也必须分流至深圳机场。

第二航站楼于 2018 年启用前，运量瓶颈问题恐难解决：白云机场 2015 年 1-3 季度旅客吞吐量仅同比增长 1.2%。根据本中心估计，2015 年上半年每小时平均起降班次为 56.2 班，产能余裕空间仅剩 14%。我们认为在增加航班方面，白云机场已接近其极限。此外，第一航站楼的利用率已达 158%，远高于同业的 80-110%。

进入第二航站楼建设高资本支出投资期：白云机场计划于 2018 年完成第二航站楼建设，以解决运量问题。该投资总额约人民币 170 亿元，并使得白云机场自今年开始进入资本支出高峰期。公司计划发行人民币 35 亿元的可转换债，完全转换后可能稀释股本达 24%。本中心每股收益预估值已计入股权稀释影响。

## 分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 首次纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级

本中心主要担忧：区域竞争、运量瓶颈及较高的资本支出需求。

我们首次将白云机场 (600004 CH) 纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级。12 个月目标为人民币 13.4 元，系根据 14 倍 2016 年预估市盈率及 1.9 倍 2016 年预估市净率，取其平均而得。本中心对白云机场前景持中性看法，系因担忧 1) 空域拥挤且区域竞争较为激烈；2) 运量瓶颈限制中期发展；及 3) 第二航站楼建设需要高额资本支出，可能对财务状况产生不利影响。

### 财务展望

#### 2015 年 3 季度业绩回顾

尽管 3 季度是传统旺季，但 2015 年 3 季度销售额仅环比增长/同比增长 3%/2%。受运量限制，公司商务机客流量及收入同比增速停滞。毛利率从去年同期的 32%回升至 40%，系因折旧费用同比下滑约 20%。白云机场营业费用率维持在相对稳定的水平 (9.6%)。综合而言，3 季度每股收益同比增长 40%至人民币 0.27 元。

#### 2015 年 4 季度展望

我们预计 3 季度旺季效应将延续至今年 4 季度，但受制于运量瓶颈，同比增长率偏低趋势或将持续。我们预计 2015 年 4 季度销售额将环比增长/同比增长 3%/1%，毛利率为 47%。4 季度每股收益为人民币 0.27 元。

#### 2015/16/17 年展望

我们预计 2015/16/17 年每股收益为人民币 1.08/0.91/0.97 元。我们预计 2015 年每股收益将增长 14%，主要得益于折旧费用下滑提升利润率。虽然我们预计 2016/17 年税后净利润将分别同比增长 5%/6%，但在每股收益计算中，我们也计入可转债可能使股份稀释 24%。我们预计公司营收和税后净利润仅将温和增长，主要因 1) 珠三角地区空域拥挤，公司因而难以扩大运量，新增航班；2) 来自深圳机场和香港机场的竞争；及 3) 受限于运量瓶颈。

我们预计 2015/16/17 年每股收益为人民币 1.08/0.91/0.97 元。我们考虑了 2016/17 年可转债对股份的稀释影响。

- ▶ **航班起降：** 基于本中心上文提及的运量瓶颈，我们预计 2015/16/17 年航班总起降架次 (包括起飞、降落) 将仅增长-0.1%/0.8%/2.3%。
- ▶ **旅客吞吐量：** 考虑到运量受限，我们预计 2015/16/17 年旅客吞吐量增速将放缓至 1.1%/1.5%/3%。
- ▶ **货物吞吐量：** 我们认为 2015/16/17 年白云机场的货运业务有望稳步增长，增速分别为 5.3%/6.4%/6.4%，原因是公司计划发展成中国东南地区/亚洲更为重要的货运枢纽。

### 投资风险

#### ▶ 下行风险：

- 1) 发生严重民航事故和其他事故
- 2) 上海迪士尼乐园建设或开园日期大幅推迟
- 3) 出台严格的民航管制措施

#### ▶ 上行风险：

1) 政府调整机场对国内航班的收费。

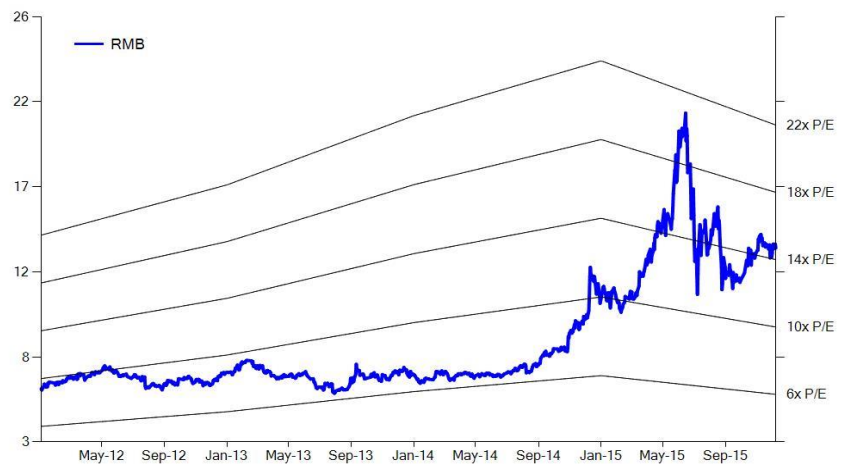
### 股票估值

本中心 12 个月目标价为人民币 13.4 元，系根据 14 倍 2016 年预估市盈率及 1.9 倍 2016 年预估市净率，取其平均而得。

本中心 12 个月目标价为人民币 13.4 元，系根据 14 倍 2016 年预估市盈率及 1.9 倍 2016 年预估市净率，取其平均而得。我们采用市盈率估值以反映公司盈利增长动能。其次，我们采用考虑公司资产负债价值的市净率估值，因为公司正步入高资本支出投资期，可能进行债权/股权融资活动，从而影响每股收益。

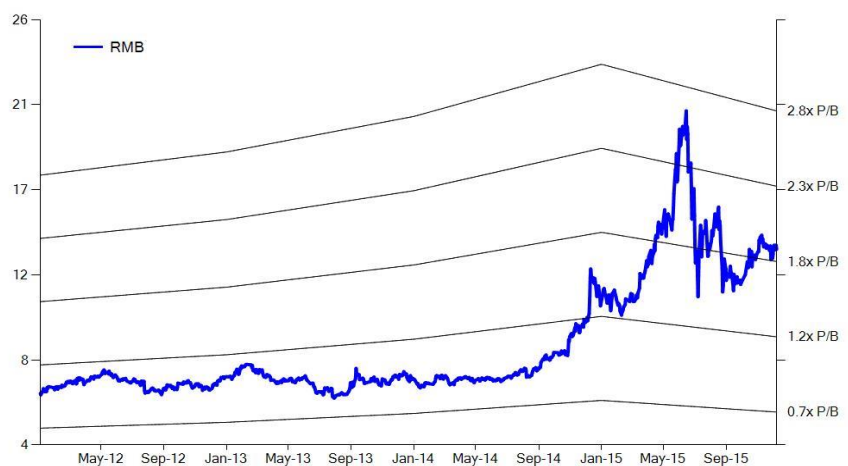
本中心目标市盈率 14 倍为公司历史市盈率均值，在沪港通推出后通常较上海机场 (600009 CH, 买入) 的估值折价约 30%。我们采用 1.9 倍的目标市净率，因为这是以下两者的平均值 1) 沪港通推出后的历史市净率；及 2) 同业市净率估值。

图 1：12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料、元大

图 2：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料、元大

图 3：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价	市值	每股收益			市盈率			每股收益增长率 (%)		
				(百万美元)	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
白云机场	600004 CH	持有-超越同业	RMB13.95	2,504	0.95	1.08	0.91	14.7	12.9	15.3	22%	14%	-15%
本地同业													
上海机场	600009 CH	买入	RMB30.46	9,163	1.09	1.29	1.43	28.0	23.6	21.4	12%	19%	10%
厦门空港-A*	600897 CH	未评级	RMB22.54	1,048	1.54	1.38	1.54	14.6	16.3	14.6	4%	-10%	12%
深圳机场-A*	000089 CH	未评级	RMB8.18	2,619	0.16	0.22	0.30	N.M.	37.7	27.2	-37%	37%	39%
北京首都机场-H*	694 HK	未评级	HK\$8.58	4,795	0.32	0.38	0.42	22.2	18.7	17.0	3%	18%	10%
威海广泰-A*	002111 CH	未评级	RMB31.84	1,795	0.36	0.40	0.52	N.M.	N.M.	N.M.	20%	11%	30%
平均								21.6	24.1	20.0			
国际同业													
Airports Of Thai*	AOT TB	未评级	THB322	12,822	8.55	11.10	12.68	37.7	29.0	25.4	-25%	30%	14%
Sydney Airport*	SYD AU	未评级	AUD6.2	10,095	0.03	0.11	0.12	N.M.	57.4	52.5	101%	304%	9%
Japan Air Termin*	9706 JT	未评级	¥6000	4,107	37	87	125	N.M.	68.6	47.9	83%	138%	43%
Auckland Airport*	AIA NZ	未评级	NZD5.26	4,176	0.19	0.16	0.17	28.0	32.9	30.6	13%	-15%	8%
Malaysia Airport*	MAHB MK	未评级	MYR5.64	2,220	0.52	0.01	0.07	10.8	N.M.	84.2	79%	-98%	644%
Fraport Ag*	FRA GR	未评级	€58.03	5,795	2.54	3.03	3.35	22.8	19.1	17.3	6%	19%	10%
Sats Ltd*	SATS SP	未评级	SGD3.87	3,062	0.16	0.17	0.20	24.2	22.2	19.4	-3%	9%	15%
平均								28.2	25.8*	23.2*			

资料来源：Bloomberg、元大 \*基于 12 月 7 日收盘价。\*本中心计算平均市盈率时剔除 Sydney Airport、Japan Air Terminal 和 Malaysia Airport

图 4：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价	市值	净资产收益率			股利收益率 (%)			市净率 (%)		
				(百万美元)	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
白云机场	600004 CH	持有-超越同业	RMB13.95	2,504	12.8%	12.9%	12.3%	2.1%	0.8%	2.0%	1.9	1.7	1.9
<b>本地同业</b>													
上海机场	600009 CH	买入	RMB30.46	9,163	11.4%	12.3%	12.4%	1.1%	1.3%	1.4%	3.2	2.9	2.7
厦门空港-A*	600897 CH	未评级	RMB22.54	1,048	17.1%	13.6%	13.6%	2.1%	1.4%	2.0%	2.4	2.2	2.0
深圳机场-A*	000089 CH	未评级	RMB8.18	2,619	3.4%	4.7%	5.5%	0.3%	0.5%	0.7%	1.8	1.6	1.6
北京首都机场-H*	694 HK	未评级	HK\$8.58	4,795	8.3%	9.3%	9.7%	1.8%	2.2%	2.5%	1.8	1.7	1.6
威海广泰-A*	002111 CH	未评级	RMB31.84	1,795	9.2%	10.9%	12.9%	0.3%	0.3%	0.3%	7.8	8.4	7.5
<b>平均</b>					<b>9.9%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>
<b>国际同业</b>													
Airports Of Thai*	AOT TB	未评级	THB322	12,822	13.0%	15.4%	16.0%	1.1%	1.3%	1.6%	4.74	4.27	3.9
Sydney Airport*	SYD AU	未评级	AUD6.2	10,095	3.4%	19.2%	98.6%	3.8%	4.2%	4.6%	9.06	13.84	18.2
Japan Air Termin*	9706 JT	未评级	¥6000	4,107	3.0%	6.8%	8.8%	0.2%	0.3%	0.6%	4.86	4.59	4.2
Auckland Airport*	AIA NZ	未评级	NZD5.26	4,176	7.5%	6.2%	6.8%	2.8%	3.1%	3.3%	2.06	1.70	1.6
Malaysia Airport*	MAHB MK	未评级	MYR5.64	2,220	13.4%	0.6%	1.3%	1.1%	1.0%	1.2%	1.28	1.16	1.2
Fraport Ag*	FRA GR	未评级	€58.03	5,795	7.5%	8.3%	9.0%	2.3%	2.4%	2.6%	1.66	1.57	1.5
Sats Ltd*	SATS SP	未评级	SGD3.87	3,062	12.8%	13.2%	15.0%	3.4%	3.5%	4.0%	3.06	2.90	2.8
<b>平均</b>					<b>8.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>22.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7**</b>	<b>2.5**</b>

资料来源：Bloomberg、元大 \*基于 12 月 7 日收盘价。\*本中心计算平均市净率时剔除 Sydney Airport



## 坐落于拥挤的珠三角地区

白云机场的战略定位为中国三大国际枢纽机场之一（另两者是北京首都机场和上海浦东机场）。但与另两个机场相比，白云机场面临更激烈的竞争，因为珠三角地区已建成六个大型机场（参见图 6）。

**珠三角地区已建成六个主要机场，导致竞争加剧。**

- 1) 白云机场靠近香港国际机场，因而持续受到后者世界一流的服务和营运水平带来的竞争，尤其是在国际航班方面。这可能是国际航班仅占白云机场所有航班 19% 的原因之一，远远落后于上海浦东机场的 37-40%。
- 2) 另外，白云机场离深圳宝安机场更近，而且继广深高铁于 2011 年末投入营运后，两者的车程大幅缩短至一个小时内。这可能是除了白云机场运量受限以来，2014-15 年深圳机场显着分流白云机场客流量的原因。
- 3) 同时，由于白云机场运量增长空间很小，增加更多航班较为困难，因此华南地区兴起的廉价航空选择在佛山沙堤机场起降，该机场距广州市仅 40 分钟的车程。

此外，我们认为在 2017 年广深港高铁竣工后，区域竞争恐将越发激烈，特别是考虑到白云机场计划增加国际航班比重（参见图 5）。

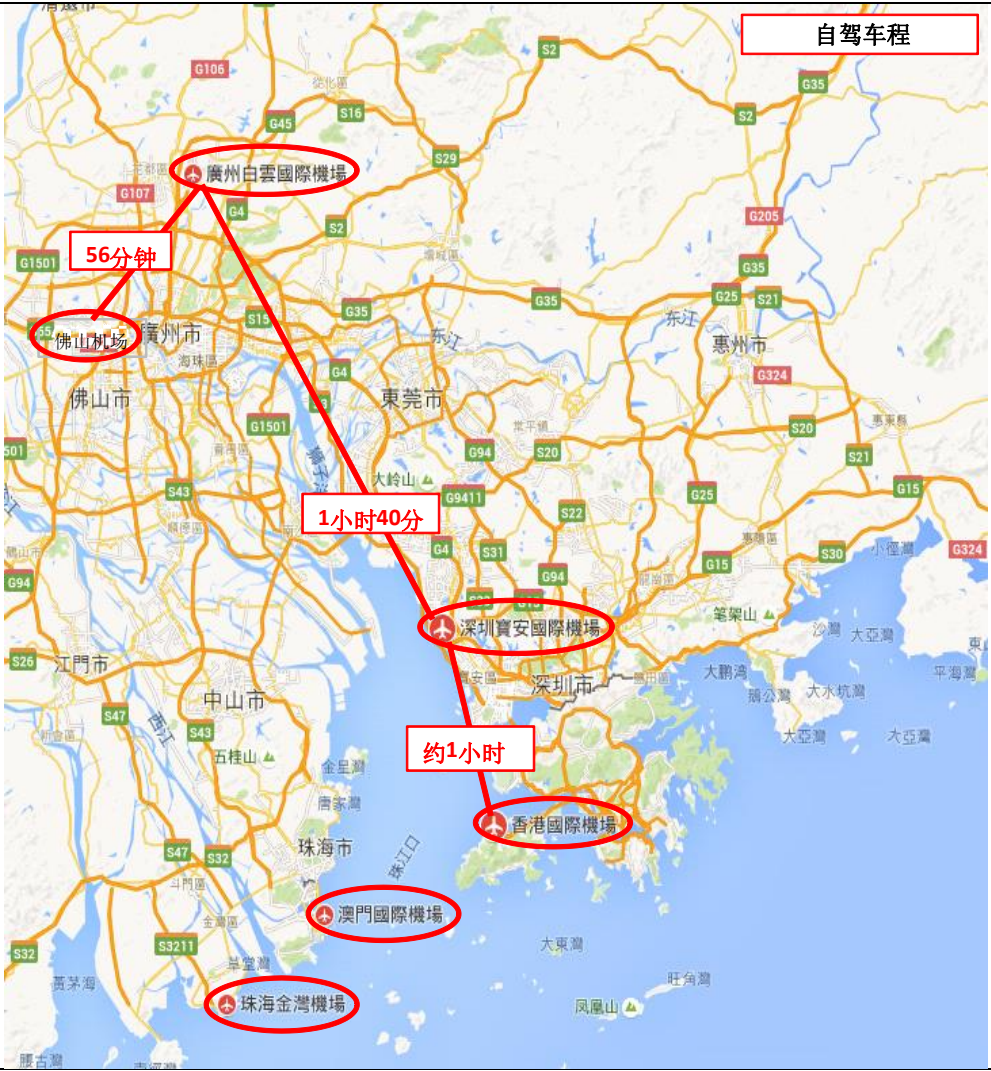
除了区域竞争外，机场密度提高也导致空域资源紧张，我们将在下文进行分析。

图 5：广深港高铁 - 规划线路



资料来源：元大

图 6：珠三角地区机场密度较高



资料来源：元大

## 面临运量瓶颈

虽然中国民航需求依然强劲，但大多数一线机场都面临运量瓶颈。白云机场可能最具代表性，2015 年 1-3 季度其旅客吞吐量仅增长 1.2%，低于上海浦东机场和北京首都机场 17.7%/5.8%的同比增长率。我们将在下文深入探讨白云机场的运量瓶颈和前景。

### 每小时平均起降架次达到法定上限

2015 年 2 月白云机场第三条跑道投入营运以来，中国民航局并未上调白云机场高峰小时起降数上限，即 65 班/小时。根据本中心估计，2015 年上半年每小时平均起降架次为 56.2 班，运量余裕空间仅剩 14%(参见图 7)。由于航班起降分高峰期和非高峰期，我们认为在增加航班方面，白云机场已接近其极限。即使民航局上调白云机场高峰小时起降数上限，我们猜测其上调幅度可能不高，尤其是考虑到珠三角地区空域已十分拥挤。

### 第二航站楼于 2018 年初竣工之前，难以解决航站楼超负荷运转的问题

白云机场面临的另一大运量瓶颈为其第一航站楼的利用率已达到设计产能的 158%，远高于北京首都机场/上海浦东机场/深圳机场的 111%/78%/90% (参见图 7)。超负荷运转对机场的营运效率将产生不利影响，且导致单位旅客商业租赁/餐饮收入增速放缓。虽然第二航站楼已开工建设，但不太可能在 2018 年以前投入营运。

整体而言，我们认为 2015-17 年白云机场的经营前景较为黯淡，系因 1) 珠三角地区空域资源有限；及 2) 第二航站楼于 2018 年投入营运之前，第一航站楼超负荷运转的问题难以得到解决。

白云机场每小时平均起降架次的利用率已达 86%，继续增加航班的空间很小。

白云机场第一航站楼是国内运量负担最重的航站楼，而 2018 年前第二航站楼仍未竣工。

图 7：中国机场运量比较

		上海国际机场	白云机场	北京首都机场	深圳机场
		600009 CH	600004 CH	00694 HK	000089 SZ
航站楼	目前运量	76.8 百万*	35 百万/ 2018 年第二航站楼投入营运后为 80 百万	82 百万	45 百万
	2015 年旅客吞吐量**	60 百万	55.4 百万	91 百万	40.3 百万
	产能利用率**	78%	158%	111%	90%
机场跑道	营运中	4	3	3	2
每小时平均起降架次	高峰小时起降架次规定	74 (2014 年最新调整)	65 (2012 年最新调整)	88 (2011 年末最新调整)	46 (2014 年最新调整)
	2015 年上半年实际平均起降架次	61	56.2	80.5	42
	产能利用率	82%	86%	91%	91%

资料来源：公司资料，Wind、元大。\*2015 年末或 2016 年初第一航站楼完成装修后；\*\*元大预估

## 进入第二航站楼建设高资本支出投资期

第二航站楼投入使用后白云机场的设计产能将达 8,000 万旅客/年。

如上文所述，白云机场正投资建设第二航站楼，并计划于 2018 年投入使用，以解决第一航站楼超负荷运转的问题。第二航站楼规划吞吐旅客 4,500 万人/年，其投入使用后白云机场的设计产能将达 8,000 万旅客/年，而 2015 年预计旅客吞吐量将达 5,540 万人 (图 8 显示第二航站楼的建设规划)。

据公司介绍，第二航站楼建设的总投资预计为人民币 170 亿元，工程建设由上市公司白云机场委托广东省机场管理集团建造。白云机场已开始支付建设费用，2015 年 1-3 季度总资本支出为人民币 22 亿元，远高于 2014 年同期的人民币 3,850 万元。同时，2015 年 3 季度末白云机场的现金余额降至人民币 18 亿元，较 2014 年末缩水 43% (图 9 显示资本支出变动，图 10 显示现金余额变动)。

因此，我们认为白云机场已进入高资本支出投资期，可能从以下三方面对公司财务状况产生负面影响。

第二航站楼的巨额资本支出可能对财务状况产生不利影响，包括 1) 发行可转债会稀释每股收益；2) 可能进行其他融资活动及 3) 降低股利分配率。

### ► 人民币 35 亿元的可转债可能导致盈利被稀释 24%

公司正计划发行可转债，募集不超过人民币 35 亿元。募集资金可覆盖不超过第二航站楼建设投资的 25.81%。假设转股价格为每股人民币 12.62 元，对股份的整体稀释效应或高达 24%。由于本中心每股收益计算中采用完全稀释股数，该影响已反映于本中心的财务模型中。(注：这可以解释为何本中心预估值和市场预估差距较大。)

### ► 是否会进行更多债权/股权融资活动？

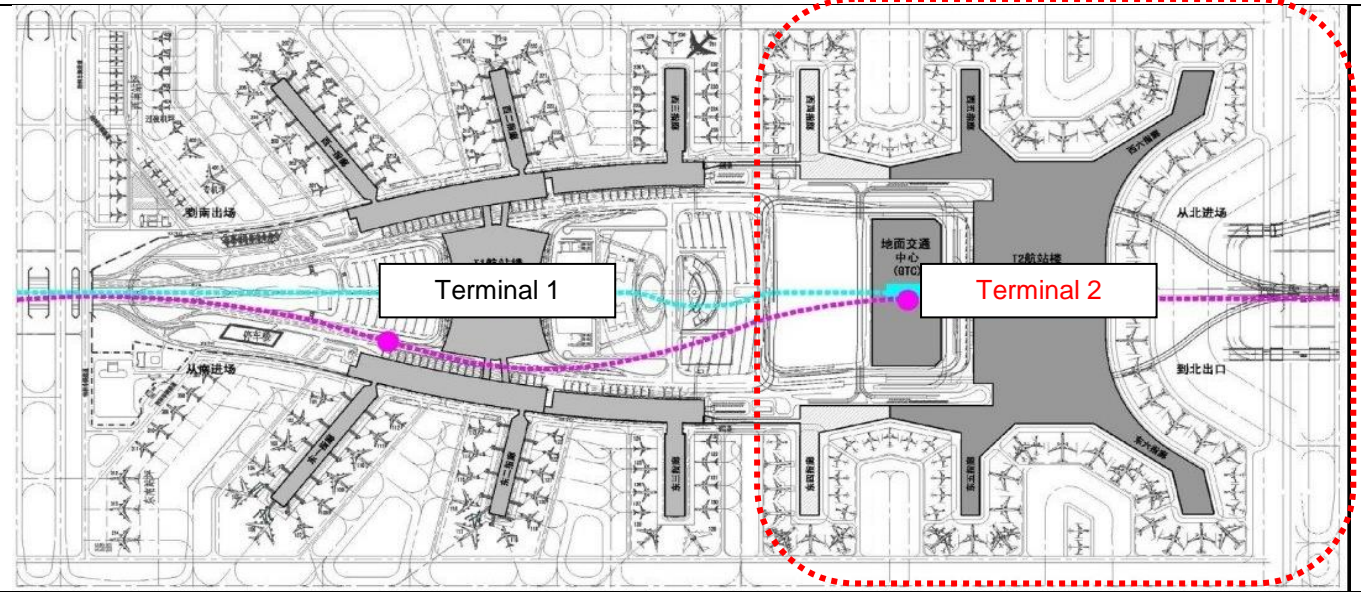
将公司现金余额及发行可转债募得的资金加总 (约为人民币 53 亿元)，与第二航站楼建设成本人民币 170 亿元相比仍有 100-120 亿元的资金缺口。虽然我们无法确定公司资本支出规划详情，但我们预计未来公司可能采取其他债权/股权融资活动以支付第二航站楼的巨额投资。

### ► 2015 年股利分配率或将下降：

公司的股利政策是三年平均股利分配率不低于 30%。2013/14 年白云机场将盈利的 48%/31% 作为股利发放，但由于公司近期需要大笔资金，我们认为公司可能将 2015 年股利分配率降至 10-15% (图 11 显示历史股利分配率)。

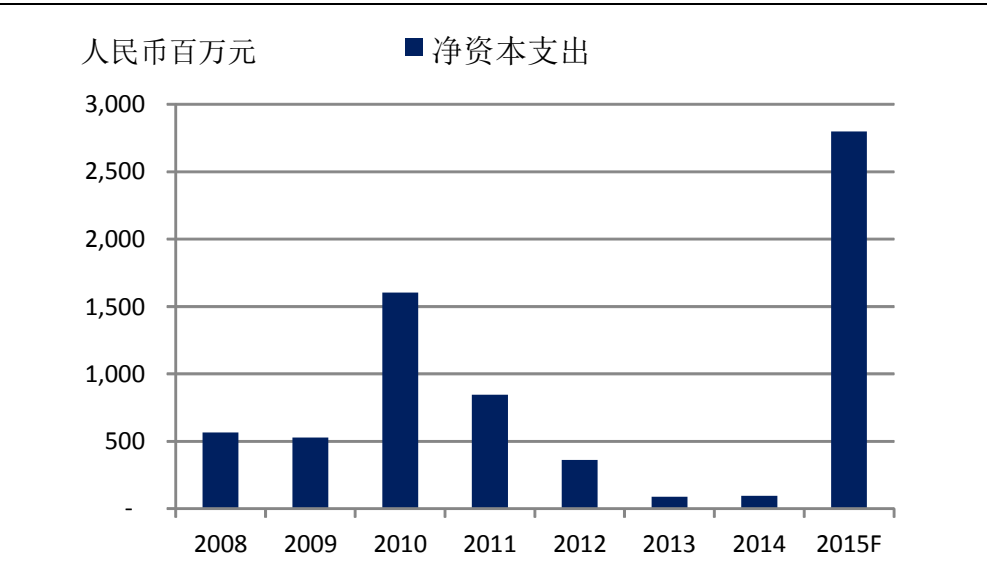


图 8：第二航站楼建设规划



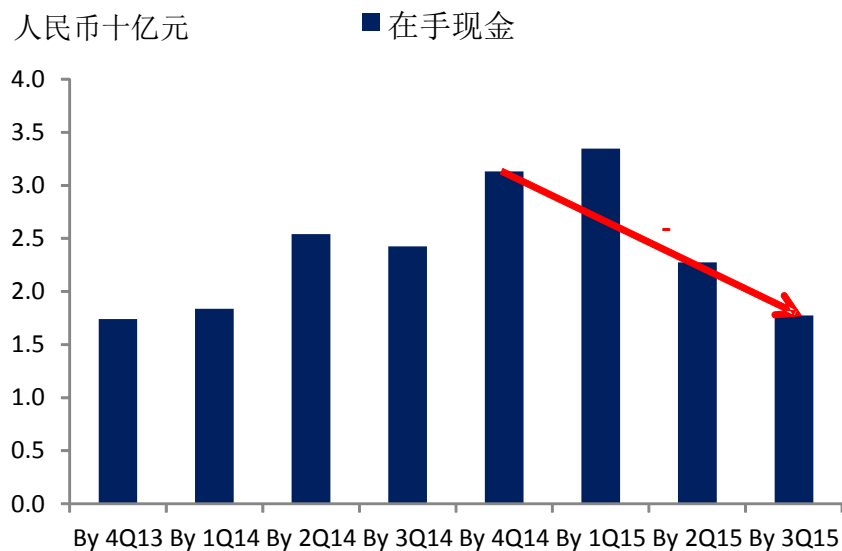
资料来源：公司资料、元大

图 9：2008-15 年白云机场资本支出



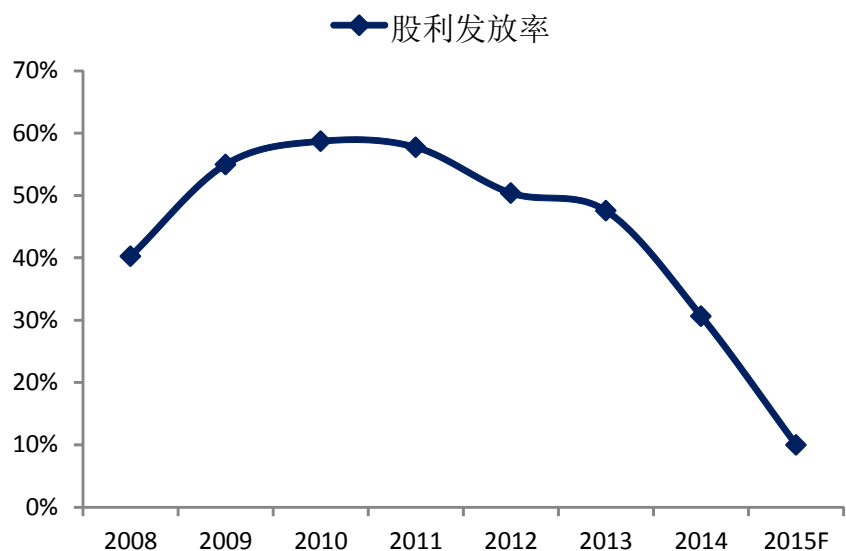
资料来源：公司资料、元大预估

图 10：2013 年 4 季度至 2015 年 3 季度白云机场现金余额



资料来源：公司资料、元大

图 11：2008-15 年白云机场股利发放率



资料来源：公司资料、元大预估

# 什么可能为关键转折点？

中国机场的航空性业务收费标准由民航局制定。2013 年改革后，不同等级的机场和不同航空公司的国际航班收费结构实现统一，国内航班的收费标准则按机场等级不同而变化 (参见图 12)。

## 为何机场收费需要改革

如图 12 所示，一类 1 级机场 (例如北京首都机场和上海浦东机场) 的国内航班收费标准最低，而小型三类机场的收费标准最高。逻辑是小型机场由于客流量较低，需要更高收入才能平衡营业费用。然而，该设计导致航空公司更倾向于在一类机场已然十分繁忙的航班安排中投放更多航班，而不是将航班按效率配置转移至小型机场，因后者可能面临载客率较低而收费却更高。

另外，国内机场收费结构与国外大相径庭。以台湾为例，台北松山机场收费最高，因为其位于市内，其次为桃园机场，接着是高雄小港机场。

## 若收费政策进行改革，将彻底扭转白云机场的劣势地位

我们认为若民航局决定改革国内航班的收费结构，白云机场有望成为主要受益者，因为其国内航班占比最高，达 81% (上海浦东机场为 63%)。虽然我们无法确定民航局是否及何时会做类似调整，但需强调的是这将大幅改变我们预估的白云机场的盈利增长前景。

图 12：中国民用航空局关于航空性业务收费标准的规定

机场分类	起降费 (人民币)					停场费	客桥费	旅客服务费	安检费	
国内航线										
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上			旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)	
一类 1 级	240	650	1100+22*(T-50)	2200+25*(T-100)	5000+32*(T-200)			34	5	35
一类 2 级	250	700	1100+23*(T-50)	2250+25*(T-100)	5050+32*(T-200)	1. 2 小时以内：免费 2. 2 小时以上：每停 场 24 小时按起降费的 15%计收	1. 1 小时以内： 100 元 2. 1 小时以上： 每半小时人民币 50 元	40	6	40
二类	250	700	1150+24*(T-50)	2350+26*(T-100)	5100+33*(T-200)			42	7	41
三类	270	800	1300+24*(T-50)	2500+26*(T-100)	5150+33*(T-200)			42	7	42
国际航班										
	25 吨以下	26-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上			旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)	
所有类别	人民币 2000 元	2200	2200+40× (T-50)	4200+44× (T-100)	8600+56× (T-200)	1. 2 小时以内：免费 2. 2 小时以上：每停 场 24 小时按起降费的 15%计收	1. 1 小时以内： 200 元 2. 1 小时以上： 每半小时人民币 100 元	70	12	70

资料来源：中国民用航空局、元大

图 13：中国民用航空局划分的中国机场分类

种类	机场
一类 1 级	北京首都机场、上海浦东机场
一类 2 级	广州白云机场、上海虹桥机场、深圳机场、成都机场、昆明机场
二类	杭州、西安、重庆、厦门、青岛、海口、长沙、大连、南京、武汉、沈阳、乌鲁木齐、桂林、三亚、郑州、福州、贵阳、济南和哈尔滨机场
三类	其他民用机场

资料来源：中国民用航空局

## 盈利回顾与展望

### 2015 年 3 季度业绩回顾

尽管 3 季度是传统旺季，但 2015 年 3 季度销售额仅环比增长/同比增长 3%/2%。受运量限制，公司客流量及收入同比增速停滞。毛利率从去年同期的 32%回升至 40%，系因折旧费用同比下滑约 20%。白云机场营业费用率维持在相对稳定的水平 (9.6%)。综合而言，3 季度每股收益同比增长 40%至人民币 0.27 元。

### 2015 年 4 季度展望

我们预计 3 季度旺季效应将延续至今年 4 季度，但受制于运量瓶颈，同比增长低增长的趋势或将持续。我们预计 2015 年 4 季度销售额将环比增长/同比增长 3%/1%，毛利率为 47%。4 季度每股收益为人民币 0.27 元。

### 2015/16/17 年展望

我们预计 2015/16/17 年每股收益为人民币 1.08/0.91/0.97 元。我们预计 2015 年每股收益将增长 14%，主要得益于折旧费用下滑提升利润率。虽然我们预计 2016/17 年税后净利润将分别同比增长 5%/6%，但在每股收益计算中，我们也计入可转债可能使股份稀释 24%。我们预计公司营收和税后净利润仅将温和增长，主要因 1) 珠三角地区空域拥挤，公司因而难以扩大运量，新增航班；2) 来自深圳机场和香港机场的竞争；及 3) 受限于运量瓶颈。

我们预计 2015/16/17 年每股收益为人民币 1.08/0.91/0.97 元。我们考虑了 2016/17 年可转债对股份的稀释影响

- **航班起降：**基于本中心上文提及的运量瓶颈，我们预计 2015/16/17 年航班总起降架次 (包括起飞、降落) 将仅增长-0.1%/0.8%/2.3%。
- **旅客吞吐量：**考虑到运量受限，我们预计 2015/16/17 年旅客吞吐量增速将放缓至 1.1%/1.5%/3%。
- **货物吞吐量：**我们认为 2015/16/17 年白云机场的货运业务有望稳步增长，增速分别为 5.3%/6.4%/6.4%，原因是公司计划发展成中国东南地区/亚洲更为重要的货运枢纽。

### 提示资产负债表的潜在重大变化：

正如本报告“进入第二航站楼建设高资本支出投资期”一节所述，我们认为未来公司可能将采取其他债权/股权融资活动以支持第二航站楼的巨额投资。



图 14：季度与年度简明损益表(合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	1,390	1,384	1,423	1,468	5,665	1,446	1,412	1,469	1,528	5,856
销货成本	(850)	(842)	(859)	(785)	(3,337)	(901)	(868)	(899)	(791)	(3,458)
营业毛利	539	542	563	683	2,328	546	544	570	738	2,398
营业费用	(106)	(145)	(137)	(206)	(593)	(110)	(149)	(141)	(206)	(605)
营业利润	433	397	426	477	1,734	436	396	430	531	1,793
业外利益	2	32	2	(19)	19	2	32	2	(19)	19
税前净利润	436	430	429	459	1,753	438	428	432	513	1,811
少数股东权益	(14)	(17)	(6)	(6)	(43)	(6)	(6)	(6)	(6)	(23)
所得税费用	(112)	(104)	(115)	(138)	(469)	(112)	(104)	(116)	(154)	(486)
归属母公司税后净利润	309	309	308	316	1,242	320	319	311	353	1,303
每股稀释盈余(人民币)	0.27	0.27	0.27	0.27	1.08	0.22	0.22	0.22	0.25	0.91
加权平均股数	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,427	1,427	1,427	1,427	1,427
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	38.8%	39.2%	39.6%	46.5%	41.1%	37.7%	38.5%	38.8%	48.3%	40.9%
营业利润率	31.2%	28.7%	30.0%	32.5%	30.6%	30.1%	28.0%	29.3%	34.8%	30.6%
税前净利润率	31.4%	31.0%	30.1%	31.3%	30.9%	30.3%	30.3%	29.4%	33.5%	30.9%
有效所得税率	25.7%	24.2%	26.8%	30.0%	26.7%	25.7%	24.2%	26.8%	30.0%	26.8%
<b>季增率(%)</b>										
营业收入	(4.0%)	(0.4%)	2.8%	3.2%	2.5%	(1.5%)	(2.4%)	4.1%	4.0%	3.4%
营业利润	(16.2%)	(8.3%)	7.3%	12.0%	12.6%	(8.7%)	(9.2%)	8.7%	23.6%	3.4%
税后净利润	(9.7%)	(0.2%)	(0.2%)	2.4%	14.1%	1.4%	(0.4%)	(2.5%)	13.7%	4.9%
每股收益	(9.7%)	(0.2%)	(0.2%)	2.4%	14.1%	(18.3%)	(0.4%)	(2.5%)	13.7%	(15.5%)
<b>营收分布 (人民币百万元)</b>										
航空相关	1,074	1,070	1,099	1,138	4,381	1,128	1,091	1,132	1,183	4,535
餐饮	41	41	42	43	167	45	43	44	45	177
地面交通	99	99	101	104	403	99	99	101	104	403
VIP 服务	69	69	71	73	282	69	69	71	73	282
地勤	87	87	89	92	354	89	87	90	94	361
广告相关	86	85	88	88	346	86	90	101	101	377
其他	1	1	1	1	3	1	1	1	1	3
分部间抵消	(67)	(66)	(68)	(70)	(272)	(70)	(68)	(71)	(74)	(282)
合计	1,390	1,384	1,423	1,468	5,665	1,446	1,412	1,469	1,528	5,856
<b>营收分布(%)</b>										
航空相关	77%	77%	77%	77%	77%	78%	77%	77%	77%	77%
餐饮	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
地面交通	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
VIP 服务	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
地勤	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
广告相关	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	6%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
分部间抵消	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)	(5%)
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史数据

图 15：白云机场营运数据预估

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
起降架次	394,416	412,210	411,706	414,827	424,218
同比增长率	5.7%	4.5%	-0.1%	0.8%	2.3%
客运量 (千人)	52,456	54,788	55,407	56,239	57,938
同比增长率	8.6%	4.4%	1.1%	1.5%	3.0%
货运量 (千吨)	1,310	1,456	1,534	1,632	1,737
同比增长率	4.9%	11.2%	5.3%	6.4%	6.4%

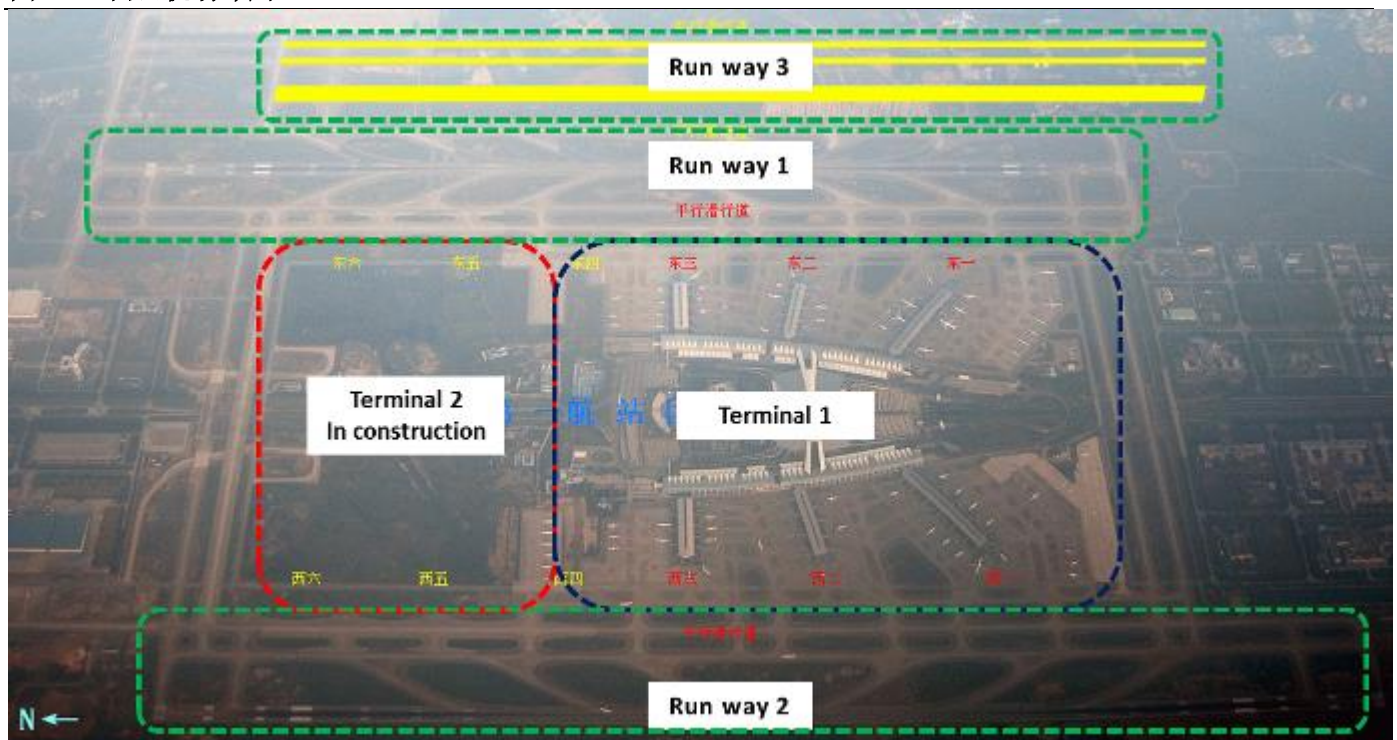
资料来源：公司资料、元大预估

## 公司简介

2004 年广州新白云国际机场取代旧机场，在新址对外营运，为中国三大航空枢纽之一。目前白云国际机场是南航、深航、国航、海航和 FedEX 在中国的主要枢纽。白云机场已开通从广州始发的 120 多条航线，通达 80 多个国内城市和 50 多个国际城市，该机场旅客吞吐量和货运吞吐量分别位列全球第 13 位和第 19 位。

此外，为满足日益上升的客流量，白云机场于 2012 年开始实施扩建项目，包括新建飞机跑道、滑行道系统和第二航站楼。目前白云机场年均客运量为 4500 万人次，预计随着第二航站楼的竣工，到 2020 年旅客吞吐量将增至 8000 万人次。

图 16：白云机场布局



资料来源：公司资料、元大预估

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	1,740	3,133	1,837	3,605	1,636
存货	53	65	49	69	54
应收帐款及票据	582	667	621	711	689
其他流动资产	100	146	118	139	131
流动资产	2,475	4,011	2,624	4,523	2,509
长期投资	203	301	311	321	331
固定资产	7,167	6,548	8,838	11,750	14,670
什项资产	104	214	214	214	214
其他资产	7,474	7,063	9,363	12,285	15,215
资产总额	9,950	11,074	11,987	16,809	17,725
应付帐款及票据	123	112	108	120	119
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	1,607	1,901	1,700	2,022	1,889
流动负债	1,730	2,012	1,808	2,142	2,008
长期借款	0	0	0	3,500	3,500
其他负债及准备	194	205	205	205	205
长期负债	194	205	205	3,705	3,705
负债总额	1,923	2,217	2,013	5,847	5,713
股本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
资本公积	3,186	3,215	3,215	3,215	3,215
保留盈余	3,363	4,025	5,143	6,131	7,181
换算调整数	29	100	100	100	100
额归属母公司之权益	7,728	8,491	9,608	10,596	11,646
少数股权	298	366	366	366	366
股东权益总额	8,026	8,857	9,974	10,962	12,012
资料来源：公司资料、元大					

### 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	951	1,157	1,284	1,325	1,408
折旧及摊提	676	674	513	590	582
本期营运资金变动	227	140	(114)	203	(89)
其他营业资产	168	(77)	(37)	(37)	(37)
营运活动之现金流量	1,966	1,824	1,604	2,059	1,841
资本支出	27	(50)	(2,800)	(3,500)	(3,500)
本期长期投资变动	4	(88)	0	0	0
其他资产变动	(126)	62	175	175	175
投资活动之现金流量	(94)	(76)	(2,625)	(3,325)	(3,325)
股本变动	(341)	(257)	(124)	(315)	(335)
本期负债变动	(910)	11	0	3,500	0
其他调整数	(63)	(150)	(150)	(150)	(150)
融资活动之现金流量	(1,314)	(396)	(275)	3,035	(485)
本期产生现金流量	558	1,352	(1,296)	1,768	(1,969)
自由现金流量	1,872	1,748	(1,021)	(1,267)	(1,484)
资料来源：公司资料、元大					

### 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	5,141	5,528	5,665	5,856	6,154
销货成本	(3,309)	(3,439)	(3,337)	(3,458)	(3,621)
营业毛利	1,832	2,088	2,328	2,398	2,533
营业费用	(520)	(549)	(593)	(605)	(627)
营业利润	1,313	1,540	1,734	1,793	1,906
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	3	(36)	(48)	(48)	(48)
利息收入净额	3	(36)	(48)	(48)	(48)
投资利益(损失)净额	2	10	10	10	10
其他业外收入(支出)净额	(28)	36	57	57	57
非常项目净额	0	1	0	0	0
税前净利润	1,289	1,551	1,753	1,811	1,924
所得税费用	(339)	(393)	(469)	(486)	(517)
少数股权净利	(56)	(69)	(43)	(23)	(23)
归属母公司之净利	895	1,089	1,242	1,303	1,385
税前息前折旧摊销前净利	1,989	2,213	2,247	2,382	2,488
每股收益 (RMB)	0.78	0.95	1.08	0.91	0.97
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.78	0.95	1.08	0.91	0.970

资料来源：公司资料、元大

### 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长率 (%)					
营业收入	10.0	7.5	2.5	3.4	5.1
营业利润	10.8	17.3	12.6	3.4	6.3
税前息前折旧摊销前净	6.0	11.3	1.5	6.0	4.4
税后净利润	18.8	21.6	14.1	4.9	6.3
每股收益	18.84	21.64	14.07	(15.48)	6.31
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	35.6	37.8	41.1	40.9	41.2
营业利润率	25.5	27.9	30.6	30.6	31.0
税前息前 折旧摊销前净利率	38.7	40.0	39.7	40.7	40.4
税后净利率	17.4	19.7	21.9	22.2	22.5
资产报酬率	9.5	11.0	11.1	9.2	8.2
净资产收益率	11.6	12.8	12.9	12.3	11.9
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.0	0.0	0.0	31.9	29.1
净现金(负债)权益比(%)	21.3	34.5	17.7	32.2	13.0
利息保障倍数 (倍)	(399.3)	44.1	37.2	38.4	40.7
利息及短期债	(399.3)	44.1	37.2	38.4	40.7
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(610.4)	50.7	33.1	42.5	38.0
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	(610.4)	50.7	33.1	42.5	38.0
流动比率 (倍)	1.4	2.0	1.5	2.1	1.2
速动比率 (倍)	1.4	2.0	1.4	2.1	1.2
净负债 (RMB 百万元)	(1,740)	(3,133)	(1,837)	(105)	1,864
每股净值 (RMB)	6.72	7.38	8.36	7.42	8.16
估值指标 (倍)					
市盈率	17.9	14.7	12.9	15.3	14.4
股价自由现金流量比	8.6	9.2	(15.7)	(15.7)	(13.4)
市净率	2.1	1.9	1.7	1.9	1.7
股价税前息前折旧摊销 前净利比	8.1	7.2	7.1	8.4	8.0
股价营收比	3.1	2.9	2.8	3.4	3.2

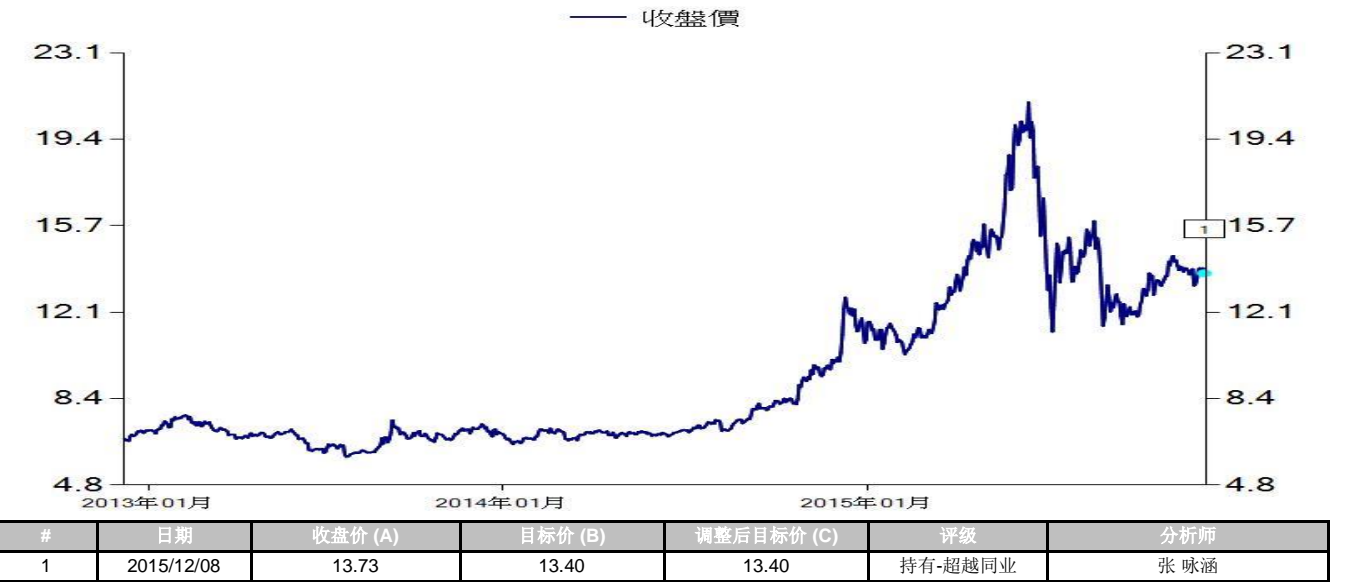
资料来源：公司资料、元大

# 附录 A：重要披露事项

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

## 白云机场 (600004 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

## 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

## 投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。



## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼