

2016 年 01 月 21 日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元)

14

公司基本资讯

产业别	交通运输
A 股价(2016/1/21)	12.20
上证综指(2016/1/21)	2880.48
股价 12 个月高/低	20.96/10.3
总发行股数(百万)	1150.00
A 股数(百万)	1150.00
A 市值(亿元)	143.18
主要股东	广东省机场管理集团有限公司 (61.96%)
每股净值(元)	8.03
股价/账面净值	1.55
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-15.7 -7.5 10.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015/05/21	15.29	买入
2014/03/21	6.67	买入

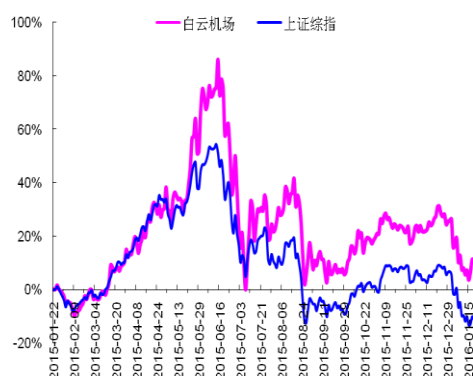
产品组合

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

降本增效, 预告 2015 年纯利同比增长 15%-25%

结论与建议:

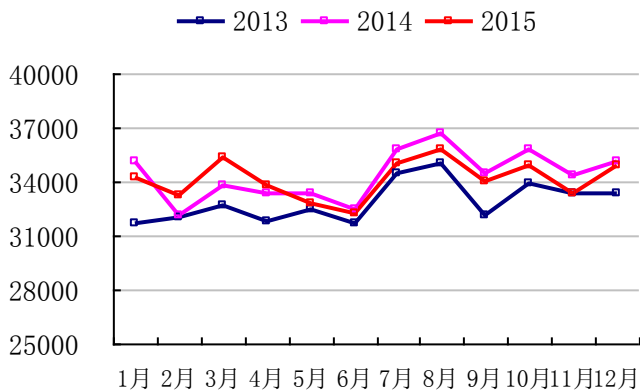
在受制于运能瓶颈的背景下, 公司预计 2015 年实现归属母公司净利润将同比增长 15%-25%, 表现不俗, 好于我们此前的预期。长期看, 公司业绩将受益于运能释放和“一带一路”战略实施, 且预估过渡期间业绩将处在合理区间。当前股价对应 2016 年和 2017 年 P/E 为 10 倍和 9 倍, 维持买入投资评级。

- 公司预告 2015 年实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 15%-25%, 好于我们此前的预期。2014 年公司实现归属上市公司净利润约 10.88 亿元, 照此估算, 2015 年公司实现归母净利润 12.5 亿元至 13.6 亿元。
- 业绩增长主要来源于两方面, 一是 2015 年受益于外航飞机起降架次和旅客吞吐量增长, 使得整体航空业务收入增长, 二是营业总成本控制有效, 预计同比基本持平。
- 2015 年, 白云机场累计实现旅客吞吐量为 5520.86 万人次、货邮吞吐量 153.78 万吨、飞机起降量 40.97 万架次, 同比分别增长 0.77%、增长 5.61%、微降 0.61%。从数据看, 经营数据表现主要是受制于运能瓶颈, 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 2015 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 45%、62%、50%。
- 作为 T2 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进一步提高。
- 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。
- 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, 公司发行不超过 35 亿的可转债, 未来不排除后续继续募集资金。
- 通常而言, 机场在扩建期间通常都会遭遇运能瓶颈和固定资本开支短期大幅增加的问题, 但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。
- 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、2016 年和 2017 年可分别实现净利润 13.04 亿元 (YoY+20%, EPS 为 1.13 元)、14.48 亿元 (YoY+11%, EPS 为 1.26 元) 和 15.64 亿元 (YoY+8%, EPS 为 1.36 元)。

..... 接续下页

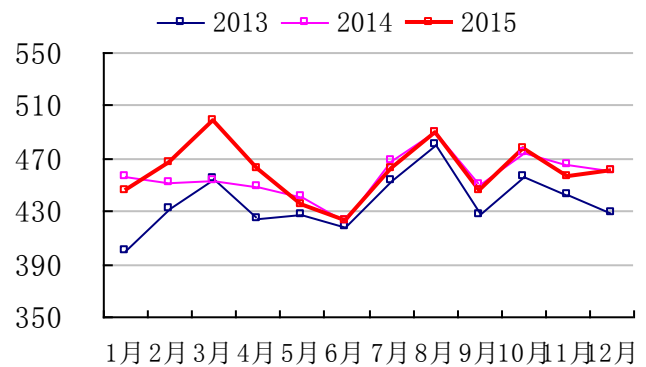
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	753	895	1088	1304	1448	1564
同比增减	%	8%	19%	22%	20%	11%	8%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.65	0.78	0.95	1.13	1.26	1.36
同比增减	%	7%	19%	22%	19%	11%	8%
A 股市盈率 (P/E)	X	19.0	16.0	13.1	11.0	9.9	9.2
股利 (DPS)	RMB 元	0.33	0.37	0.29	0.34	0.38	0.41
股息率 (Yield)	%	2.65%	2.97%	2.33%	2.73%	3.03%	3.27%

图 1: 白云机场飞机起降架次 单位: 架次



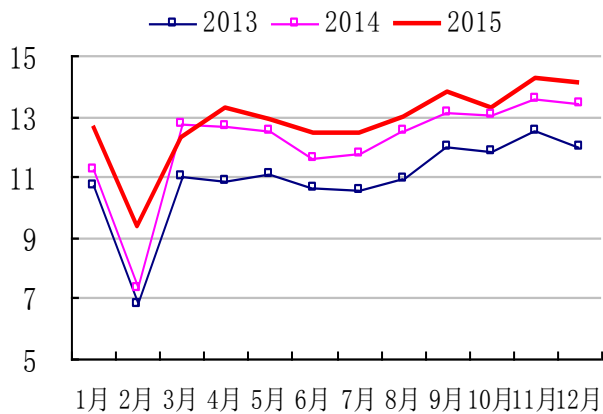
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 白云机场旅客吞吐量 单位: 万人次



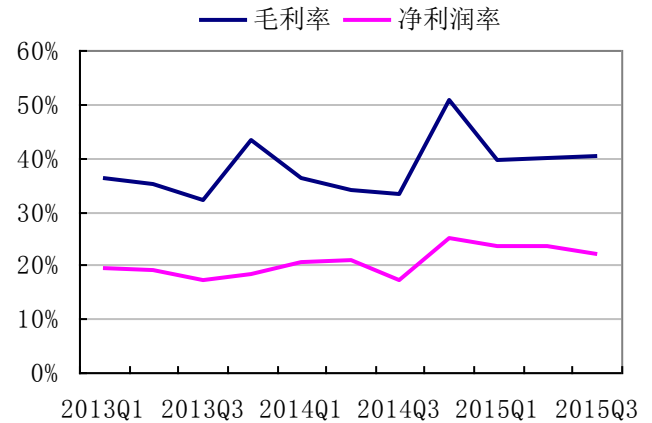
资料来源: 公司公告, 群益证券整理

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	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4673	5141	5528	5978	6465	6992
经营成本	2853	3261	3393	3647	3944	4265
营业税金及附加	166	48	47	48	45	49
销售费用	82	83	93	84	78	84
管理费用	387	436	456	478	517	559
财务费用	54	3	(36)	(42)	(45)	(49)
资产减值损失	(11)	(4)	10	(5)	(6)	(6)
投资收益	6	2	10	0	0	0
营业利润	1148	1315	1576	1779	1944	2101
营业外收入	44	40	39	50	60	60
营业外支出	125	66	66	40	50	50
利润总额	1067	1290	1550	1789	1954	2111
所得税	276	339	393	393	430	464
少数股东损益	38	56	69	91	76	82
归属于母公司所有者的净利润	753	895	1088	1304	1448	1564

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1164	1740	3133	2819	2904	3049
应收账款	627	578	658	664	671	678
存货	55	53	65	55	56	56
流动资产合计	1964	2475	4011	3687	3785	3940
长期股权投资	71	88	91	88	88	88
固定资产	7828	7158	6534	8045	8142	8442
在建工程	37	10	14	65	84	84
非流动资产合计	8181	7474	7063	8493	8609	8909
资产总计	10144	9950	11074	12180	12394	12849
流动负债合计	2450	1730	2012	1811	1630	1467
非流动负债合计	222	194	205	3500	3410	3411
负债合计	2672	1923	2217	5311	5040	4878
少数股东权益	247	298	366	240	221	222
股东权益合计	7473	8026	8857	6869	7354	7971
负债及股东权益合计	10144	9950	11074	12180	12394	12849

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1797	1966	1824	1733	1611	1499
投资活动产生的现金流量净额	(283)	(94)	(76)	(448)	(612)	(514)
筹资活动产生的现金流量净额	(1203)	(1314)	(396)	3102	3004	3120
现金及现金等价物净增加额	311	558	1352	4387	4003	4105

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先通知前变更。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i @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口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。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。