

白云机场

产能饱和瓶颈制约，短期内旅客量或难以大幅增长

2015 年业绩点评：产能饱和拖累经营表现，降本增效推动业绩同比+15%

公司发布业绩快报，2015 年实现收入 56 亿元，同比仅增 1.7%，正如我们此前预计主要源于产能饱和拖累起降架次负增长、旅客量同比仅增 0.8%。由于积极降本增效，归股东净利润 12.5 亿元，同比增长 15.2%，好于收入增速。

未来三年高峰小时起降难大幅增长，扩建工程对 2019 年业绩负面影响显著

考虑 2015 年航站楼产能利用率约 110%，我们预计 2016-2018 年高峰小时起降难以大幅上调，旅客量同比+5%/4.5%/3.5%。新航站楼投资额约 136 亿元，资本开支压力较大，我们预计后续公司仍可能借助银行贷款等融资，财务压力 2016 年开始体现；2019 年 T2 投产后，由于折旧、人工、水电等成本大幅增加，公司将迎来业绩底部。

国内机场收费上调，对公司业绩影响或有限

和全球主要机场收费比较，中国机场国际航线收费处于中等偏下水平，仅高于新加坡和香港机场，但低于日本成田机场、伦敦盖特威克机场、德国法兰克福机场等，国内航线收费仅为国际航线的 1/2；现实行的机场收费标准是 2008 年初开始实施，距现在已有约 8 年时间，考虑到 2013 年 4 月国内机场对中国航空公司国际航线收费上调至与外航一致，我们预计国内航线收费或将于 2016 年内上调；我们测算，若国内航线收费上调 10%，2016 年白云机场净利润增加或在 5% 以内。

估值：调整盈利预测，下调目标价，维持“中性”评级

考虑业绩快报，我们下调 2015 地服及航空配餐收入预测；考虑民航局试点时刻配置，上调 2016 年业务量增速；基于产能饱和和限制下调 2018 年业务量增速。2015-2017 年 EPS 从 1.12/1.17/1.32 元调整至 1.09/0.95/1.02 元（2016-2017 年 EPS 考虑可转债行权后股本增加影响）。基于现金流贴现模型（WACC=7%，）得新目标价 13.5 元（原：15.5 元）。维持“中性”评级。

Equities

中国

运输服务

12 个月评级 中性
保持不变

12 个月目标价 Rmb13.50
之前: Rmb15.50

股价 Rmb12.13

路透代码: 600004.SS 彭博代码 600004 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb20.96-11.26

市值 Rmb13.9 十亿/US\$2.15 十亿

已发行股本 1,150 百万 (ORDA)

流通股比例 35%

日均成交量(千股) 7,463

日均成交额(Rmb 百万) Rmb91.7

普通股股东权益 (12/15E) Rmb9.41 十亿

市净率 (12/15E) 1.5x

净债务 / EBITDA 0.3x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/15E	1.12	1.09	-2 1.09
12/16E	1.17	0.95	-19 1.13
12/17E	1.32	1.02	-22 1.18

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	4,673	5,141	5,528	5,620	5,956	6,229	6,493	7,556
息税前利润(UBS)	1,185	1,313	1,540	1,727	1,943	2,068	2,211	1,333
净利润(UBS)	742	891	1,097	1,253	1,351	1,453	1,519	713
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.64	0.77	0.95	1.09	0.95	1.02	1.07	0.50
每股股息 (Rmb)	0.33	0.37	0.29	0.22	0.12	0.13	0.13	0.06
现金 / (净债务)	364	1,740	3,133	(822)	(1,922)	(4,968)	(6,803)	(4,823)
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	25.4	25.5	27.9	30.7	32.6	33.2	34.1	17.6
ROIC (EBIT) (%)	18.2	20.2	26.8	21.9	16.9	13.9	11.8	6.8
EV/EBITDA	■	■	■	■	■	■	■	■
■ (后) (x)	10.4	8.9	8.2	11.1	12.8	11.9	11.4	24.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	19.7	24.2	18.7	(26.0)	(5.8)	(20.7)	(11.6)	17.4
净股息收益率(%)	4.9	5.4	3.7	1.8	1.0	1.0	1.1	0.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2016 年 04 月 27 日 20 时 56 分的股价(Rmb12.13)得出；

瑞银证券 证券估算 主题页 我们的观点与本文内容概览

[图示主题→](#)

关键问题

问：未来三年公司高峰小时起降架次是否有望上调>10%?

可能性不大。我们测算，2015 年公司航站楼产能利用率约 110%，已经饱和；预计 2019 年 T2 投产前，高峰小时起降架次或难大幅上调。

[更多→](#)**问：资本开支对公司业绩影响何时体现？**

1) 航站区工程投资约 136 亿元，预计后续仍将借助贷款等融资，2016 年财务压力体现。2) 我们测算 T2 投产后，折旧、人工等成本大幅增加，利息资本化停止，2019 年业绩同比降幅或逾 45%。

[更多→](#)**问：中国机场收费是否有望上调？**

有可能。2015 年底民航局提出“到 2017 年，进一步理顺航空性业务收费结构”；中国机场收费在全球主要机场中处于中下等水平，提升空间较大；考虑国际航线收费 2013 年已上调，我们预计国内航线收费上调可能性较大。我们测算：若国内航线收费上调 10%，对应 2016 年净利润或增加 3-5%。

[更多→](#)

瑞银证券 VIEW

我们认为 2015 年航站楼产能利用率 110%，预计未来三年高峰小时起降难大幅上调，我们预计旅客量持续个位数增长。航站楼投资约 136 亿元，压力较大，35 亿可转债上市后，后续仍可能借助银行贷款等融资。2019 年 T2 投产后，预计迎来业绩底部。机场收费若上调，将利好公司，但影响有限。

论据

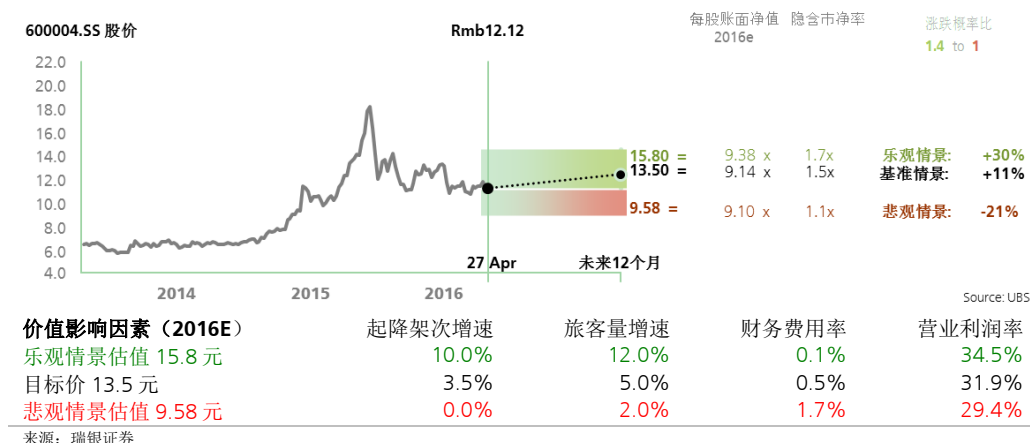
产能利用率是旅客量能否快速增长的先决条件，2013 年公司航站楼产能已饱和，导致 2013-2015 年公司旅客量同比增速从 8.6%降至 0.8%；2) 根据资本开支影响机场盈利周期的历史经验，新的航站楼投产运营，将导致当年利润大幅下滑。

什么已反映在股价中？

我们认为市场已经基本反映了公司的预期 1. 瑞银剩余收益估值模型显示，当前股价隐含长期增长预期占比 30%，自 2015 年来处于历史高位，我们认为市场已认识到航站楼饱和对业绩的拖累、2019 年 T2 航站楼投产运营导致当年业绩的大幅下滑、以及产能释放后业务量的快速增长有望带动 2020 年起业绩高速增长 2. 从 PB 估值角度分析：我们认为目前估值较为合理，主要考虑：1) 公司目前股价对应 2016 年 PB 估值为 1.3 倍，处于历史低位，我们认为已经反映了航站楼产能饱和对业绩增长的制约；2016 年预测 ROE 为 13.5%，而同为饱和的首都机场 2016 年 PB 为 1.6 倍、预测 ROE 为 9.8%。考虑产能饱和拖累公司 ROE 下行（2019 年仅 5.4%），我们认为估值较为合理。...

[更多→](#)

乐观/悲观情景分析

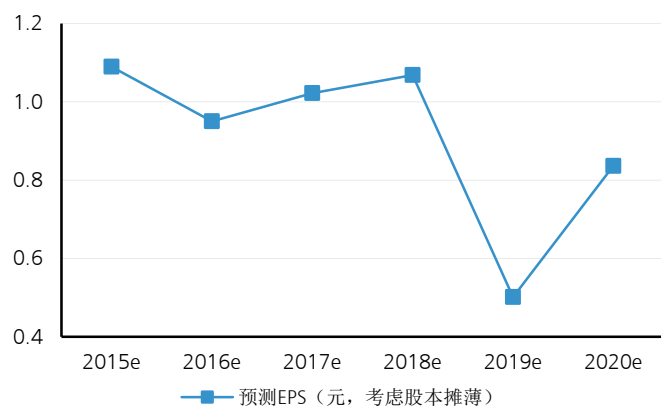
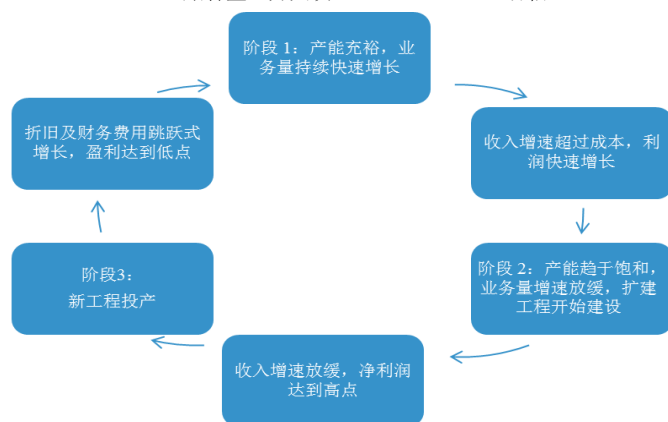
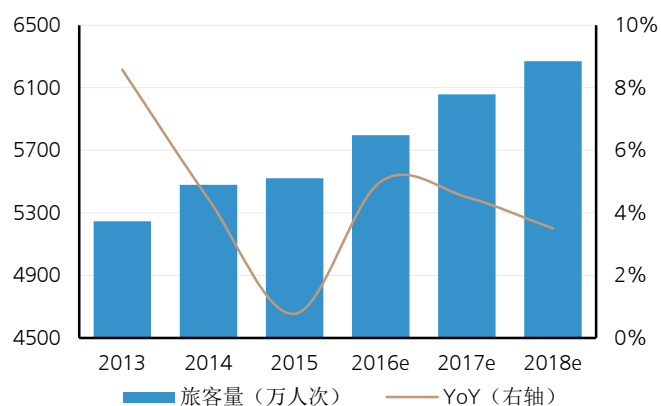
[更多→](#)

公司背景

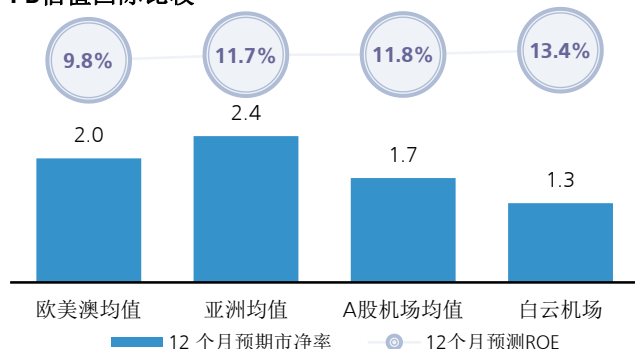
广州白云国际机场与北京、上海并列为我国三大枢纽机场，辐射全国、东南亚以及中东，逐步成为欧、美、澳之间无缝衔接的国际综合性中枢。

[更多→](#)

图示主题

[返回](#) ↑

PB估值国际比较



公司 PB 估值低于国际及 A 股上市机场均值，考虑到未来 4 年 ROE 或将持续下行至 2019 年的 5%，我们认为估值合理....

关键问题

[返回](#) ↑

问: 未来三年公司高峰小时起降架次是否有望上调>10%?

瑞银证券 VIEW

可能性不大。我们测算，2015 年公司航站楼产能利用率约 110%，已经饱和；预计 2019 年 T2 投产前，高峰小时起降架次或难大幅上调。

论据

产能利用率是决定机场新时刻投放最为重要的因素，2013 年公司航站楼产能饱和，2013-2015 年旅客量同比增速从 8.6% 降至 0.8%；2016Q1 公司起降架次、旅客量仅同比增长 2.6%/2.8%。

什么已经得到反映?

我们认为，公司航站楼产能饱和对时刻增加的制约已被市场所认知。

高峰小时飞机起降的决定因素

产能利用率、空域资源的紧张程度及地面保障能力，是影响机场新时刻投放的重要因素，其中，产能利用率最为重要，是影响时刻容量上调空间，进而决定起降架次、旅客量增速的关键指标。

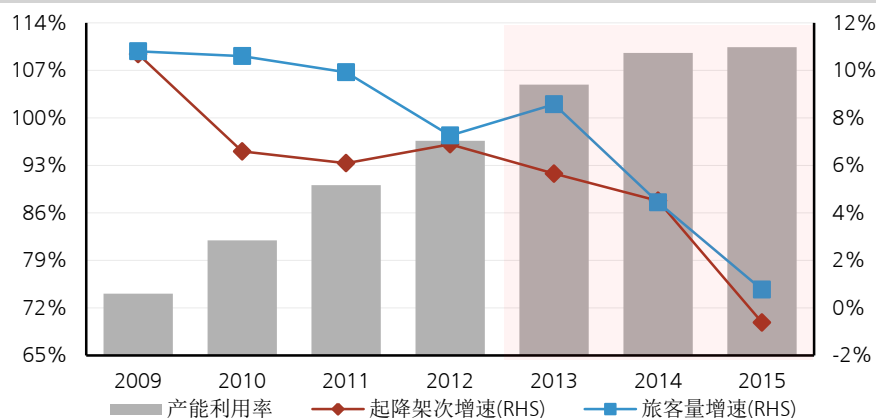
产能利用率不仅指航站楼，还包括跑道，若仅有一项产能富裕，依然没法增加飞机起降架次。

航站楼产能已经饱和，2019 年 T2 投产前高峰小时起降或难以大幅上调

2015 年，公司飞机起降 41 万架次、旅客吞吐量 5521 万人次，分别同比增长 -0.6%、0.8%。我们测算，2015 年航站楼产能利用率约为 110%。

由于公司航站楼产能已于 2013 年饱和，受此制约，公司业务量增速逐年放缓：2013-2015 年间公司起降架次同比增长 5.7%/4.5%/-0.6%、旅客量同比增长 8.6%/4.4%/0.8%。

图表 1: 2009-2015 年公司产能利用率变化 vs 业务量增速

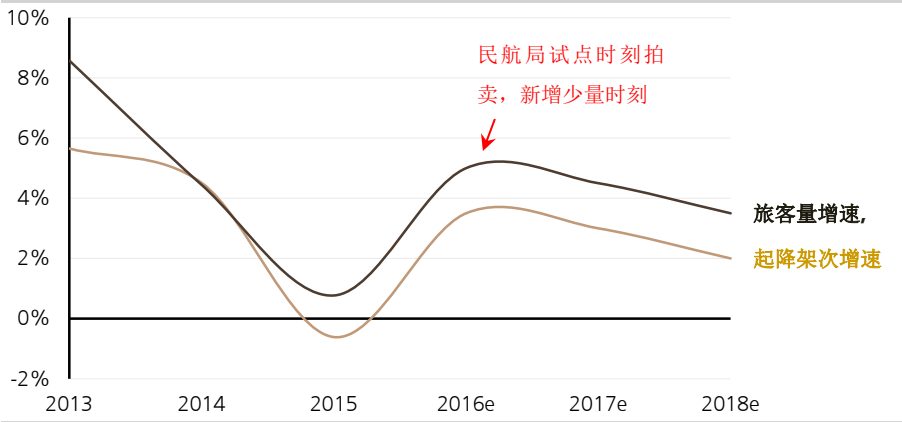


来源: 公司公告, 瑞银证券估算

展望 2016-2018 年，我们预计：尽管第三跑道已经投产，但由于现有航站楼 T1 已经饱和，T2 航站楼尚在建设中，出于安全考虑，时刻无法大幅增加，高峰小时飞机起降难以大幅上调。

考虑到 2016 年初根据民航局《航班时刻资源市场配置改革试点方案》，白云机场 10:00 至 23:59 时段，每小时新增起飞和降落时刻各 1 个，每周共计 196 个，即日均飞机起降架次增加约 2.5%。得益于此，我们预计：2016 年公司起降架次有望同比增长 3.5%，好于 2015 年的负增长，带动旅客量同比增长约为 5%。2017-2018 年受产能制约影响，业务量增速放缓趋势或难改变，我们预测起降架次分别增长 3%/2%，旅客量增长 4.5%/3.5%。

图表 2: 我们预计 2016-2018 年公司业务量将持续个位数增长



来源: 公司公告，瑞银证券估算

关键问题

[返回](#) ↑

问: 资本开支对公司业绩影响何时体现?

瑞银证券 VIEW

1) 航站区工程投资约 136 亿元，预计后续仍将借助贷款等融资，2016 年财务压力体现。2) 我们测算 T2 投产后，折旧、人工等成本大幅增加，利息资本化停止，2019 年业绩同比降幅或逾 45%。

论据

参考深圳机场经验，2011 年 3 月发改委批准上市公司承建 T3 航站楼为主的扩建工程。2011-13 年间利息支出成倍增加，尽管有部分利息资本化，但 2011-2013 年净财务费用仍有明显增加。2013 年底 T3 投产，折旧、人工、水电、财务费用等成本大幅增加，2014 年净利润同比下降 47%。

什么已经得到反映?

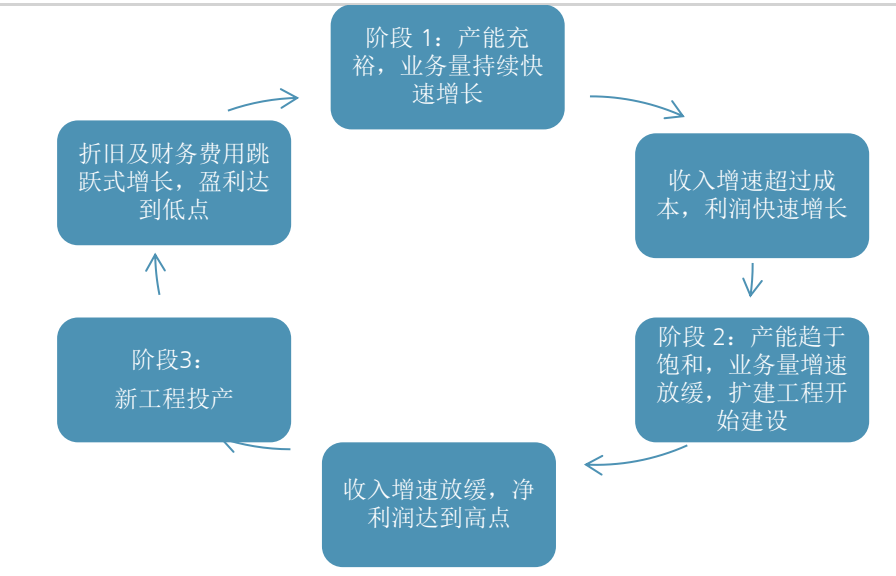
我们认为，市场对资本开支压力有一定预期，后续融资及财务压力的预期也基本反映在股价中。

资本开支或影响机场盈利能力

机场作为基础设施，具备资金密集型特征，机场受经济波动影响较小，但高额资本开支影响机场盈利能力，使机场的盈利水平具备鲜明的周期特点：

- 在产能充裕时，业务量持续快速增长，收入增速超过成本，利润快速增长；
- 当产能趋于饱和，盈利放缓，扩建工程（新航站楼、跑道）开始建设；
- 当新工程投产运营，高额折旧费用、财务费用和人工成本的猛增导致当年业绩的大幅下滑；
- 随着产能瓶颈释放，业务量再次快速增长，利润再次快速爬升。

图表 3: 机场盈利循环示意图



来源: 瑞银证券估算

扩建工程投资总额 170.96 亿元，预计后续仍将以银行贷款等方式融资

2012 年 8 月初，白云机场扩建工程举行开工仪式；根据规划，扩建工程包括 T2 航站楼和第 3 跑道，旅客吞吐能力为 8000 万人次/年、货邮吞吐能力 250 万吨/年、飞机起降能力 62 万架次/年。2015 年 1 月 4 日广东省发改委转发国家发改委《关于同意变更广州白云国际机场扩建工程机场工程项目法人的批复》，根据该批复，机场工程项目法人由机场集团变更为股份公司。

根据 2016 年 3 月《公开发行可转换公司债券募集说明书》，公司未来可预见的重大资本性支出为扩建工程机场工程，包括航站区工程、飞行区工程，投资总额为 170.96 亿元（工程批复的总投资额 197.40 亿元中扣除机场集团支付的征地费 26.44 亿元），其中航站区工程投资总额为 135.63 亿元。

图表 4: 扩建工程项目介绍

工程项目	具体介绍
航站区工程	二号航站楼工程
	交通中心及停车楼
	停车场工程
	站坪工程
	总图工程
	信息与安防工程和燃气工程
飞行区工程	第三跑道工程
	飞行区安防工程

来源: 公司公告

预计财务压力今年浮出水面，2019 年 T2 投产后或将迎来业绩底部

- 历史经验：深圳机场 T3 扩建工程资本开支影响回顾

2011 年 3 月发改委批准上市公司承建 T3 航站楼为主的扩建工程。

- (1) 2011 年 6 月 27 日，证监会批复深圳机场发行总额 20 亿元可转换公司债券（简称“深机转债”），于 7 月 15 日正式公开发行，期限 6 年。票面利率第一年为 0.60%，第二年为 0.80%，第三年为 1.00%，第四年为 1.30%，第五年为 1.60%，第六年为 1.90%。转股起止日：2012 年 1 月 16 日至 2017 年 7 月 14 日。
- (2) 2012 年 10 月 8 日，经证监会核准，公司首期发行总额不超过 6 亿元公司债券（总额不超过 11 亿元），债券期限 3 年，票面利率 4.99%。

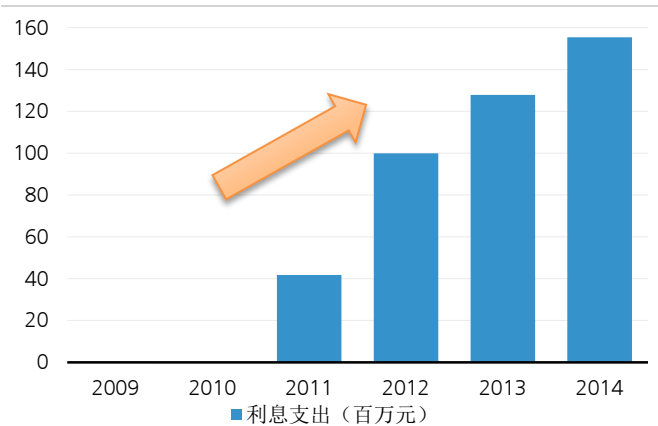
2011-13 年间利息支出成倍增加，由 2011 年 0.42 亿元上升至 2013 年 1.28 亿元，占比归股东净利润由 6% 提升至 26%。尽管有部分利息资本化，但 **2011-2013 年公司净财务费用仍有明显增加。**

图表 5: 2010-2014 年深圳机场财务费用细项概览

单位：百万元	2010	2011	2012	2013
利息支出	--	41.7	99.9	127.9
实际利率	NA	2.6%	4.4%	5.5%
占比归股东净利润	0%	6%	17%	26%
利息资本化金额	--	24.7	85.0	98.6
利息资本化率	NA	59%	85%	77%
财务费用/(收益)	(25.5)	(7.2)	(4.7)	5.7
财务费用率	-1.3%	-0.3%	-0.2%	0.2%
占比归股东净利润	-4%	-1%	-1%	1%

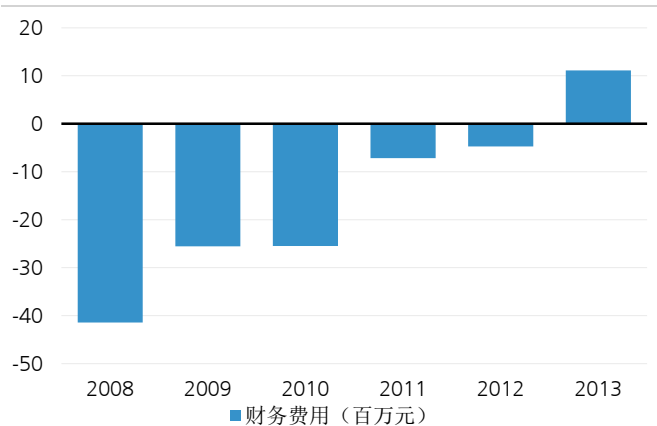
来源: 公司公告

图表 6: 深圳机场 2011-13 年利息支出成倍增加



来源: 公司数据

图表 7: 深圳机场 2011-2013 年财务费用增加明显加快



来源: 公司数据; 注: 2008-2012 年均为财务收益

- 2019 年前：预计 2016 年财务费用增速加快，后续或仍将借助银行贷款等方式融资

截至 2015Q3，白云机场账面现金仅 17.7 亿元。2016 年 3 月 15 日，白云机场可转换债券上市，募集资金 35 亿元（包括发行费用），期限 5 年，初始转股价格为 12.88 元/股，主要用于航站区建设。票面利率为：第一年 0.2%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.2%、第五年 1.5%。转股的起止日期为 2016 年 9 月 5 日至 2021 年 2 月 25 日。

考虑资本开支压力较大，我们测算可转债募集资金到位后，考虑 2015Q3 账面现金仅 18 亿元，扣除未来三年经营现金流，仍存在 5 亿元以上融资缺口。

我们预计，后续公司仍将以银行项目贷款等其他融资方式筹集航站区工程款、飞行区工程的建设款等等。考虑到未来融资手段及利率环境的不确定性，我们目前仅考虑可转债影响。我们预计 2016 年财务费用或明显增加。

图表 8: 2014-2018e 年白云机场财务费用及预测概览

单位: 百万元	2014A	2015e	2016e	2017e	2018e
利息支出	--	22.9	133.0	223.3	266.2
实际利率	NA	2.18%	2.88%	4.69%	4.04%
占比归股东净利润	--	1.8%	9.8%	15.3%	17.5%
利息资本化金额	--	--	78.5	189.8	205.0
利息资本化率假设	--	--	59.0%	85.0%	77.0%
财务费用/(收益)	-36.0	-15.2	25.5	7.3	56.5
财务费用率	-0.7%	-0.3%	0.5%	0.1%	0.9%
占比归股东净利润	-3.3%	-1.2%	1.9%	0.5%	3.7%

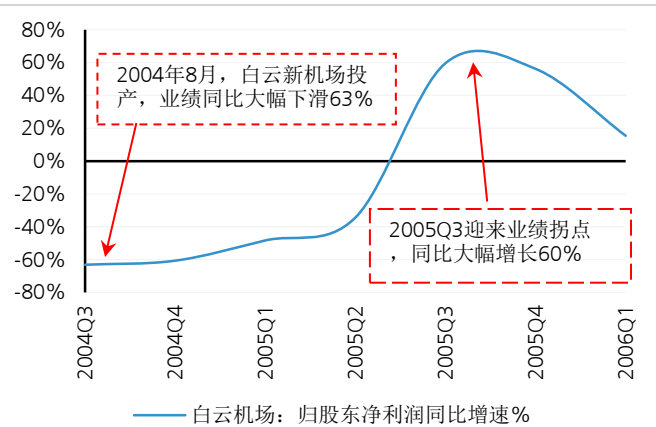
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

■ 2019 年：预计 T2 投产后 2019 年业绩同比下降超过 45%

参考历史经验：

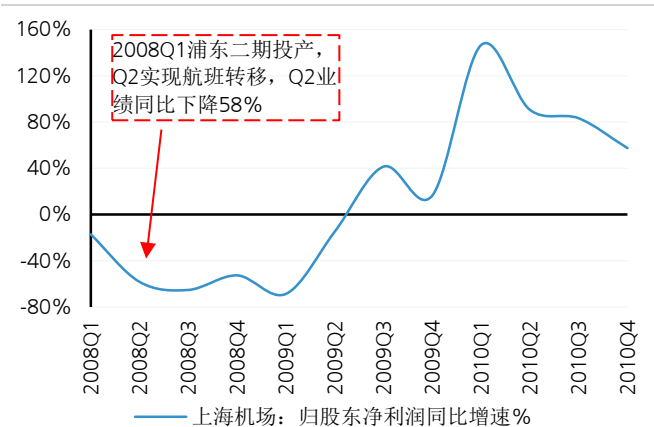
- 白云机场：广州白云新机场于 2004 年 8 月正式启用，当季公司业绩同比大幅下滑 63%。2004 年 4 季度开始，随着产能逐步释放，业绩同比降幅逐步收窄，直至 05 年 3 季度公司迎来拐点，归股东净利润同比大幅增长 60%。
- 上海机场：浦东机场 T2 航站楼及第三跑道于 2008 年 1 季度末投产，并于 2 季度实现大规模的航班转移，从而二期工程投产引起的折旧、财务费用等大幅上升在 2 季度集中体现，2008 年 2 季度公司财务费用为 07 年同期的 157 倍，营业费用同比大幅上升 88%，公司业绩同比大幅下滑 58%。虽然 2008-09 年金融危机抑制需求，但不难发现 09 年 2 季度公司业绩同比降幅明显收窄至 14.8%，3 季度业绩拐点显现，同比增长 41%。2010 年间随着经济的好转，1-4 季度公司业绩同比大幅拉升 147%/91%/83%/57%。

图表 9: 白云机场历史经验



来源: 公司数据

图表 10: 上海机场历史经验

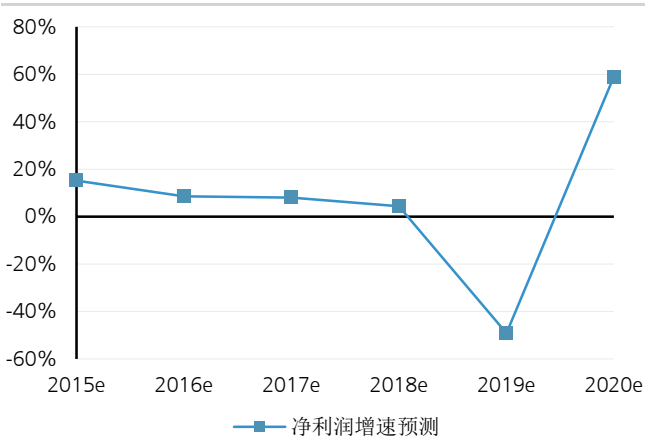


来源: 公司数据

我们测算，2019年初白云机场T2航站楼投产后，每年新增折旧额约5亿元左右（相当于我们预测的公司2015年11亿净利润约40%），加之水电、人工、

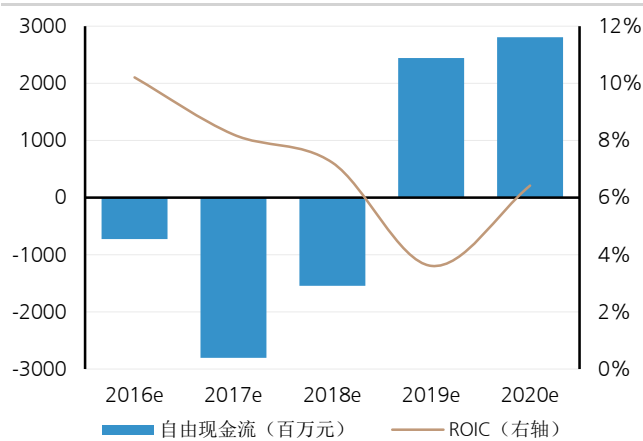
财务费用等营业成本的增加，预计2019年业绩同比大幅下降超过45%，公司将迎来业绩底部。

图表 11: 预计 2019 年业绩同比大幅下降超过 45%



来源: 瑞银证券估算

图表 12: 2016e-2020e 公司 FCF vs ROIC 变化



来源: 瑞银证券估算

关键问题

[返回](#) [↑](#)

问: 中国机场收费是否有望上调?

瑞银证券 VIEW

有可能。2015 年底民航局提出“到 2017 年，进一步理顺航空性业务收费结构”；中国机场收费在全球主要机场中处于中下等水平，提升空间较大；考虑国际航线收费 2013 年已上调，我们预计国内航线收费上调可能性较大。我们测算：若国内航线收费上调 10%，对应 2016 年净利润或增加 3-5%。

论据

根据我们的测算，中国内地机场国际航线每个航班收费约为日本成田机场、德国法兰克福机场的 1/2，较英国盖特威克机场、韩国仁川机场等低 30-40%，但仅比新加坡机场及香港机场高 13-20%。

什么已经得到反映?

我们认为，市场没有反映机场收费的调整对公司业绩影响的预期。

中国机场行业：机场收费标准或将上调

机场收入包括航空性收入和非航空性收入；国内 A 股上市的 4 家机场，航空性收入占比约在 45%-70%之间。航空性收入的计量是依据 2008 年中国民航局制定的《机场收费方案》，非航空性收入则由双方协商决定。

机场收费会上调吗?

■ 中国机场收费在全球主要机场中处于中下等水平

我们以上海机场国际航线收费为例，将中国机场收费与全球及亚洲主要机场比较，假设：1) 机型为 B737，2) 客座率为 75%，3) 停场时间为 2 小时。

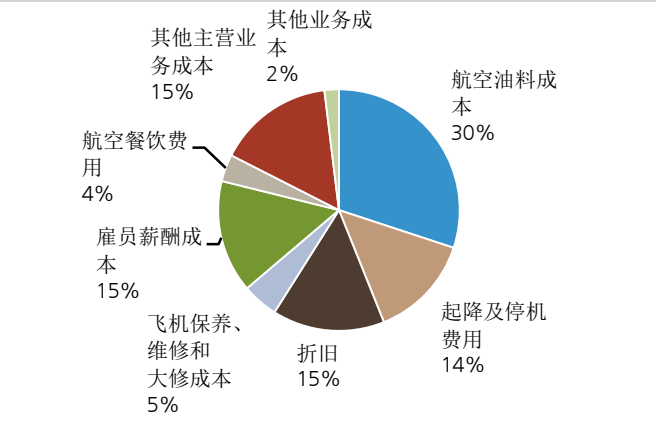
根据我们的测算：上海机场单班收费为 1.4 万元，约为日本成田机场、德国法兰克福机场的 1/2，较英国盖特威克机场、韩国仁川机场低 30-40%，但比新加坡机场及香港机场高 13-20%。

由上述分析可见，中国机场的收费水平在全球主要机场及亚洲主要机场中处于中下等水平。

■ 中国机场收费在航空公司成本中占不高

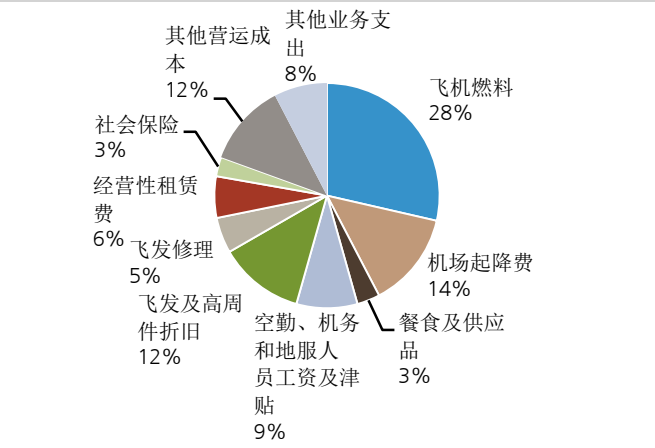
根据国航、东航、南航和海航公布的财务数据测算，中国航空公司的机场费用占营业成本的 10-15%，低于航油成本、折旧费及人工成本占比，占比不高。

图表 13: 2015H1 中国国航成本构成



来源: 公司公告

图表 14: 2015H1 东方航空成本构成



来源: 公司公告

■ 现有机场收费方案正式实施距今已有 8 年时间

现有的中国机场收费方案是 2008 年 1 月公布、2008 年 3 月 1 日起正式实施的，距离现在已有 8 年的时间；尽管 2013 年实施了内航外线与外航收费的并轨，但仅是在原有收费框架内的一次调整。

综上，我们认为机场收费或将于 2016 年内上调。

机场收费如何上调呢？

我们预计，机场收费若上调，将有三种可能：

- (1) 机场收费方案准则变动，整体上调（包括国内航线和国际航线）；
- (2) 国际航线收费增加；
- (3) 国内航线收费增加。

我们认为，第三种方案的可能性最大，即国内航线收费增加，原因是：

■ 2013 年内航外线收费刚与外航并轨

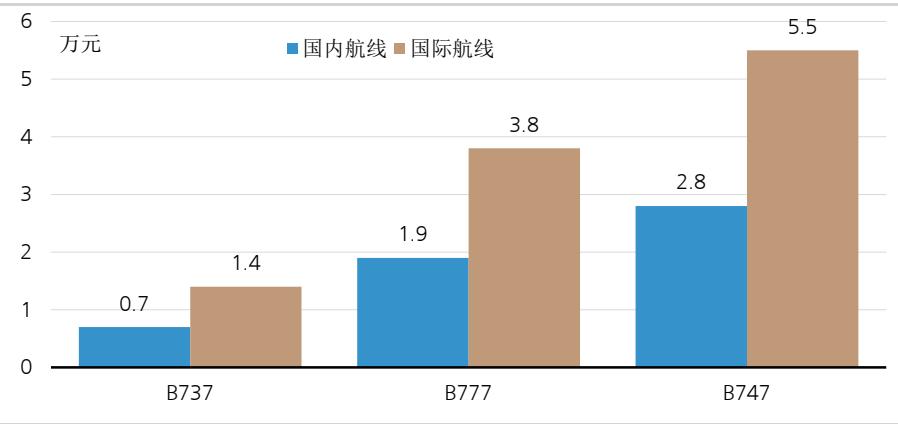
2013 年初，中国民航局公告，中国航空公司的国际航线（内航外线）收费水平由原来外航的 62%，提升至和外航收费同一标准，从 2013 年 4 月 1 日起执行。

- (1) 我们认为短短 2 年多时间再次提高收费标准，可能性不大；
- (2) 中国航空公司的国际航线，尤其是远程航线的盈利能力明显弱于国内航线及欧美等竞争对手，我们认为国际航线收费短期上调的可能性不大。

■ 国际航线收费是国内航线的 2 倍左右

根据 2008 年的《机场收费方案》，以 B777 客机为例，国内航线收费为 1.9 万元，而国际航线收费为 3.8 万元，是国内航线的 2 倍。

图表 15: 从不同机型看，国际航线收费是内航的 2 倍左右



来源: 中国民航局, 瑞银证券估算

国内航线机票价格调整方案出台，利好航空公司

2014 年 11 月，中国民航局及国家发改委联合发布《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》，指出：1）国内市场的 101 条航线定价将由政府指导价改为实行市场调节价；2）对继续实行政府指导价的国内航线旅客运输票价，由政府审批航线基准票价改为由航空公司按照《民航国内航线旅客运输基准票价定价规则》规定自行制定、调整基准票价。航空公司继续可以基准票价为基础，在上浮不超过 25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。

原有的国内航线政府指导价，是在 2004 年出台的；过去的 10 年间，中国人均可支配收入年平均增长率超过 10%，而指导价格依然没有调整过；该《通知》的出台，有利于航空公司根据不同细分市场供求和竞争状况，调整价格（例如，春节或暑期旺季，价格可上调；淡季，可适当下调），我们认为《通知》出台，对航空公司来说，是正面影响，有利于航空公司单班利润的增加。

白云机场：若国内机场收费上调，对业绩有多大影响呢？

考虑到国内航线主要以单通道机型为主，我们选用 A320-200 飞机，最大起飞全重为 77 吨，座位数为 179 个。

我们预测，2016 年，公司国内航线飞机起降占比 85%，则约为 36 万架次；国内航线旅客量占比达 85%，则测得 4927 万人次；国内航线货邮量占比 60%，100 万吨。

我们测算：若国内航线收费上调 10%，对应 2016 年净利润或增加 3-5%。

国内航线机场收费调整，对白云机场业绩影响有限。

盈利预测及估值调整

我们对 2015-2018 年相关预测调整如下：

- (1) 2016-2018 年飞机起降增速从 3%/3%/3%调整为 3.5%/3%/2%，旅客量增速从 4.5%/4.5%/4.5%调整为 5%/4.5%/3.5%；
- (2) 2015 年地面服务收入和航空配餐收入增速分别从 5%/5.8%下调为 0.5%/0.8%；
- (3) 2015 年营业成本增速从-3.2%提升至-2.9%；
- (4) 2016-2018 年主 营 成 本 增 速 从 6.8%/2.2%/5.5% 调 整 为 5%/4.3%/3.9%；
- (5) 2016-2018 年股利支付率从 20%下调至 10%。

图表 16: 盈利预测变动

	2015e	2016e	2017e	2018e
地面服务收入	-4.6ppt	--	--	--
航空配餐收入	-5.0ppt	--	--	--
营业成本增速	0.3ppt	--	--	--
飞机起降架次增速	--	0.5ppt	--	-1.0ppt
旅客量增速	--	0.5ppt	--	-1.0ppt
主营成本增速	--	-1.8ppt	2.1ppt	-1.6ppt
股利支付率	--	-10.0ppt	-10.0ppt	-10.0ppt

来源:瑞银证券估算

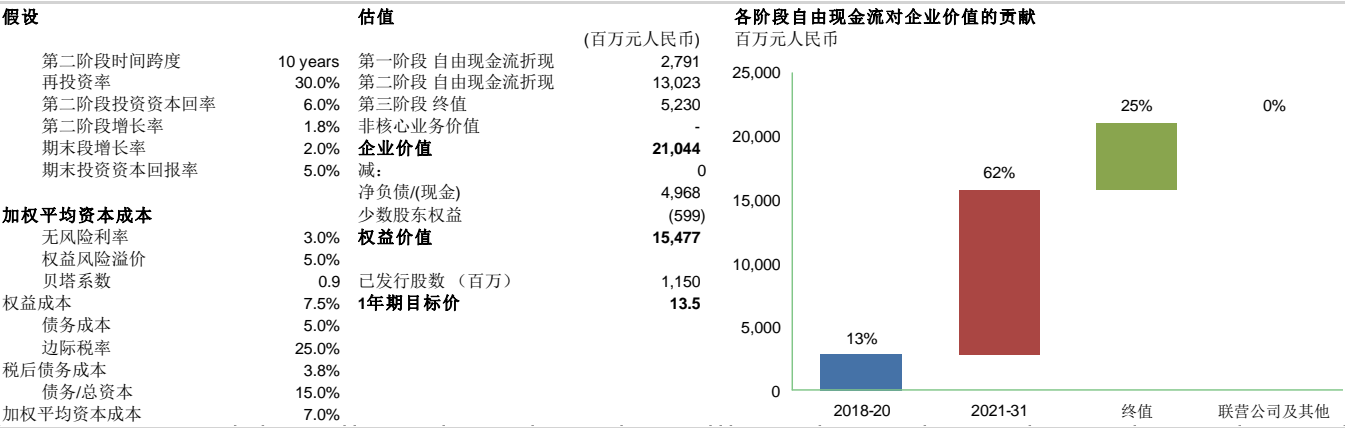
基于上述调整，我们将公司 2015-2017 年归属母公司净利润从 12.8/13.4/15.2 亿元调整至 12.5/13.6/14.6 亿元。

公司可转债初始转股价格为 12.88 元，目前股价 12.07 元，低于目标价 4.6%，将于 2016 年 9 月 5 日进入转股期。若全部转股，公司股本将由目前的 11.5 亿扩张至 14.22 亿（+23.6%）。我们 2015-2017 年 EPS 从 1.12/1.17/1.32 元调整至 1.09/0.95/1.02 元（2016-2017 年 EPS 考虑可转债行权后股本增加影响）。

估值：调整盈利预测，下调目标价，维持“中性”评级

考虑业绩快报，我们下调 2015 地服及航空配餐收入预测；考虑民航局试点时刻配置，上调 2016 年业务量增速；基于产能饱和限制下调 2018 年业务量增速。2015-2017 年 EPS 从 1.12/1.17/1.32 元调整至 1.09/0.95/1.02 元（2016-2017 年 EPS 考虑可转债行权后股本增加影响）。基于现金流贴现模型（WACC=7%，）得新目标价 13.5 元（原：15.5 元）。维持“中性”评级。

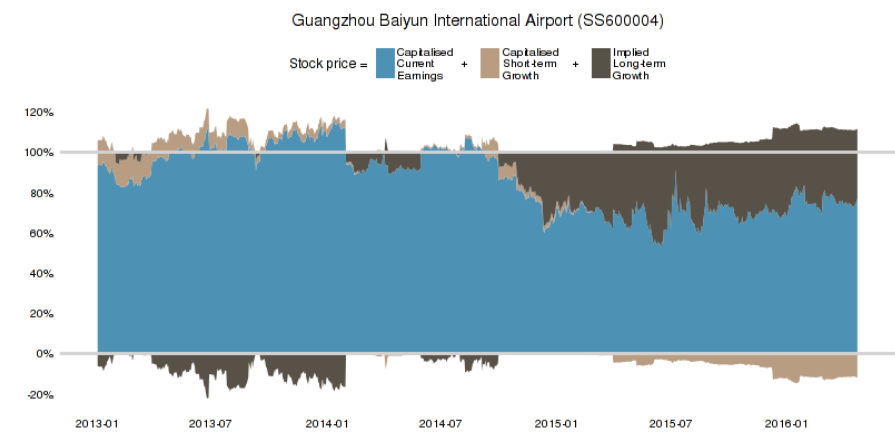
图表 17: DCF 估值模型



来源: 瑞银证券估算

什么已反映在股价中？

[返回](#) ↑



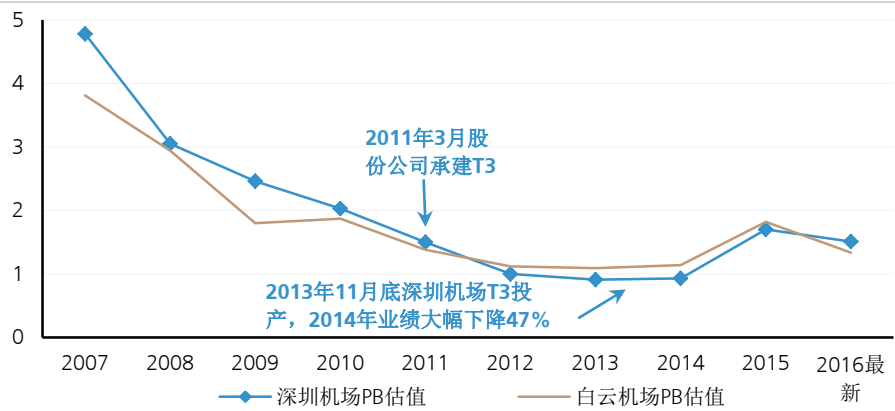
当前股价中隐含的长期增长预期占比为 30%，自 2015 年来一直处于历史高位

图表 18: 国际机场估值比较表

名称	净利增速	PE	PB	EV/EBITDA	ROE	收盘价	市值
	2016E	2016E	2016E	2016E	2016E	(1c)	(十亿美元)
维也纳机场	12.8%	17.6	1.9	8.4	11.2	99.61	2.4
法兰克福机场	4.3%	17.1	1.4	9.1	8.7	52.96	5.5
苏黎世机场	28.2%	23.3	2.3	10.9	10.1	885.00	5.6
巴黎机场	13.2%	22.7	2.5	11.4	11.6	111.35	12.5
奥克兰机场	-7.3%	35.4	2.0	21.2	7.2	6.13	5.0
日本机场	6.8%	47.9	3.2	16.5	8.4	4,185	3.2
泰国机场	2.1%	30.1	4.8	18.9	17.3	402.00	16.3
首都机场	9.7%	17.0	1.6	8.1	10.6	8.42	4.7
国际平均	8.7%	26.4	2.5	13.1	10.6		
上海机场	26.3%	16.8	2.4	10.2	14.9	28.00	8.3
白云机场	7.8%	12.8	1.3	6.0	13.6	12.14	2.2
深圳机场	27.0%	30.2	1.5	12.1	5.1	7.86	2.5
厦门空港	13.2%	13.7	1.7	7.3	13.5	20.09	0.9
国内平均	18.6%	18.4	1.7	8.9	11.8		

来源: 彭博, 瑞银证券估算。其中上海机场、白云机场、厦门空港、深圳机场数据为瑞银证券估算, 其他均为彭博一致预期 (股价及一致预期更新至 2016 年 4 月 27 日)

图表 19: 国际机场估值比较表



来源: Wind, 瑞银证券估算

我们认为市场已经基本反映了公司的预期

1. 瑞银剩余收益估值模型显示，当前股价隐含长期增长预期占比 30%，自 2015 年来处于历史高位，我们认为市场已认识到航站楼饱和对业绩的拖累、2019 年 T2 航站楼投产运营导致当年业绩的大幅下滑、以及产能释放后业务量的快速增长有望带动 2020 年起业绩高速增长

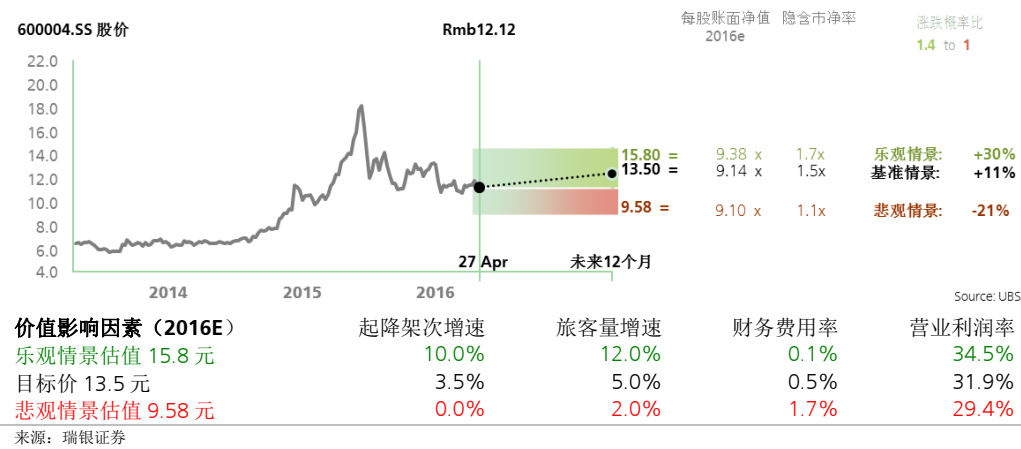
2. 从 PB 估值角度分析：我们认为目前估值较为合理，主要考虑：

1) 公司目前股价对应 2016 年 PB 估值为 1.3 倍，处于历史低位，我们认为已经反映了航站楼产能饱和对业绩增长的制约；2016 年预测 ROE 为 13.5%，而同为饱和的首都机场 2016 年 PB 为 1.6 倍、预测 ROE 为 9.8%。考虑产能饱和拖累公司 ROE 下行（2019 年仅 5.4%），我们认为估值较为合理。

2) 参考深圳机场历史经验，2011 年 3 月发改委批准上市公司承建 T3，2011-2013 年由于航站楼产能饱和，加之未有时刻新增，PB 估值位于底部，小幅下行。就白云机场而言，我们预测 2016 年 PB 估值为 1.5 倍，目前 PB 估值 1.3 倍，略高于 2013-2014 年；考虑 2016 年初民航局试点时刻新增，加之展望未来 12 个月国内机场收费有望上调，我们认为目前估值较为合理。

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑



公司目前股价报 12.14 元（4 月 27 日收盘价）

当前股价面临的风险明显偏于上档（1.4:1）

公司目前股价报 12.14 元（4 月 27 日收盘价）

乐观情景（每股估值 15.8 元）：若 2016 年经济转暖，华南商务客出行明显增加，加之民航局批准时刻上调 10%，我们预计 2016 年起降架次、旅客量有望分别同比增长 10%、12%，加之净财务费用率增幅小于我们预期，则每股估值可能达到 15.8 元，对应 2016 年 PB、PE 为 1.6 倍、12.1 倍（考虑可转债行权影响）。

基准情景（目标价 13.5 元）：我们预计，2016 年公司起降架次、旅客量有望同比增长 3.5%、5%，净财务费用率 0.5%，目标价 13.5 元，对应 2016 年 PB、PE 分别为 1.4 倍、14.2 倍（考虑可转债行权影响）。

悲观情景（每股估值 9.58 元）：若经济增速差于预期，民航局不批准高峰小时起降架次上调，在此情形下，我们预计 2016 年起降架次不增长，旅客量同比仅增长 2%，加之公司大力采取债务融资，净财务费用率增至 1.7%，则每股估值可能跌至 9.58 元，对应 2016 年 PB、PE 为 1.06 倍、10.9 倍（低于初始转股价格，不考虑可转债行权影响）。

公司背景

[返回](#) ↑

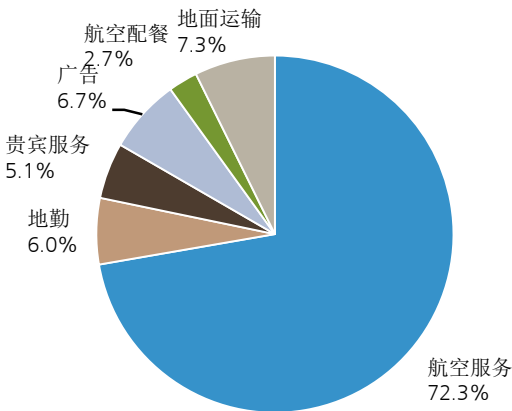
市值	人民币 140 亿元
已发行股票数量	11.5 亿
行业与前景	运输服务
地区	中国
网站	www.gbiac.net

广州白云国际机场与北京、上海并列为我国三大枢纽机场，辐射全国、东南亚以及中东，逐步成为欧、美、澳之间无缝衔接的国际综合性中枢。

行业前景

尽管机场也受到宏观经济趋缓的影响，但作为航空运输的基础设施辅助业，具有增长相对稳定、现金流充足等特征，具备良好的防御性，我们重申看好机场行业

收入按业务分布，2014 年 (%)



公司收入细分及预测

(单位: 百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
合计	5,528	5,620	5,956	6,229	6,493
航空服务	4,217	4,291	4,549	4,776	4,991
地面运输	1,622	1,329	1,407	1,453	1,502
航空配餐	426	427	446	462	476
广告	155	156	164	171	177
地勤	392	415	440	462	481
贵宾服务	349	370	393	416	441
其他	296	273	273	273	273
分部间抵消	-311	-316	-310	-332	-346

来源:公司公告，瑞银证券估算

白云机场 (600004.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	4,673	5,141	5,528	5,620	1.7	5,956	6.0	6,229	6,493	7,556
毛利	1,820	1,880	2,135	2,332	9.2	2,557	9.6	2,711	2,881	2,281
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,876	1,888	2,112	2,362	11.8	2,588	9.6	2,717	2,862	2,680
折旧和摊销	(691)	(576)	(572)	(635)	11.0	(646)	1.7	(648)	(651)	(1,347)
息税前利润(UBS)	1,185	1,313	1,540	1,727	12.2	1,943	12.5	2,068	2,211	1,333
联营及投资收益	6	2	10	10	3.1	10	0.0	10	10	10
其他非营业利润	(80)	(26)	(26)	5	-	5	0.0	5	5	5
净利息	(54)	(3)	36	10	-71.8	(33)	-	(13)	(62)	(282)
例外项目 (包括商誉)	11	4	(10)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,067	1,289	1,550	1,752	13.1	1,925	9.9	2,071	2,164	1,066
税项	(276)	(339)	(393)	(444)	-13.1	(488)	-9.9	(525)	(549)	(270)
税后利润	791	951	1,157	1,308	13.1	1,437	9.9	1,546	1,616	796
优先股股息及少数股权	(38)	(56)	(69)	(55)	20.5	(86)	-56.2	(92)	(97)	(83)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	753	895	1,088	1,253	15.2	1,351	7.8	1,453	1,519	713
净利润 (UBS)	742	891	1,097	1,253	14.2	1,351	7.8	1,453	1,519	713
税率(%)	25.9	26.3	25.3	25.3	0.0	25.3	0.0	25.3	25.3	25.3
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	0.64	0.77	0.95	1.09	14.2	0.95	-12.8	1.02	1.07	0.50
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.65	0.78	0.95	1.09	15.2	0.95	-12.8	1.02	1.07	0.50
每股收益 (UBS, 基本)	0.64	0.77	0.95	1.09	14.2	1.17	7.8	1.26	1.32	0.62
每股股息净值(Rmb)	0.33	0.37	0.29	0.22	-24.9	0.12	-46.1	0.13	0.13	0.06
每股账面价值	6.28	6.72	7.38	8.18	10.8	9.14	11.7	10.29	11.48	11.97
平均股数(稀释后)	1,150.00	1,150.00	1,150.00	1,150.00	0.0	1,421.74	23.6	1,421.74	1,421.74	1,421.74
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	1,164	1,740	3,133	281	-91.0	2,695	NM	311	325	378
其他流动资产	800	735	878	1,330	51.5	1,419	6.7	1,471	1,532	1,809
流动资产总额	1,964	2,475	4,011	1,611	-59.8	4,114	155.4	1,783	1,857	2,186
有形固定资产净值	7,865	7,167	6,548	10,935	67.0	13,127	20.0	17,517	20,742	19,483
无形固定资产净值	22	20	21	22	4.4	23	4.2	24	25	26
投资/其他资产	294	287	494	605	22.5	716	18.3	827	938	1,049
总资产	10,144	9,950	11,074	13,174	19.0	17,981	36.5	20,151	23,562	22,744
应付账款和其他短期负债	1,650	1,730	2,012	2,034	1.1	2,141	5.2	2,238	2,331	2,796
短期债务	800	0	0	1,103	-	1,117	1.27	1,780	3,628	1,701
流动负债总额	2,450	1,730	2,012	3,137	55.9	3,258	3.8	4,017	5,958	4,497
长期债务	0	0	0	0	-	3,500	-	3,500	3,500	3,500
其它长期负债	222	194	205	205	0.0	205	0.0	205	205	205
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,672	1,923	2,217	3,343	50.8	6,963	108.3	7,722	9,663	8,202
普通股股东权益	7,226	7,728	8,491	9,410	10.8	10,511	11.7	11,829	13,203	13,764
少数股东权益	247	298	366	421	15.0	507	20.4	599	696	779
负债和权益总计	10,144	9,950	11,074	13,174	19.0	17,981	36.5	20,151	23,562	22,744
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	753	895	1,088	1,253	15.2	1,351	7.8	1,453	1,519	713
折旧和摊销	691	576	572	635	11.0	646	1.7	648	651	1,347
营运资本变动净值	(430)	18	45	(430)	-	18	-	45	32	189
其他营业性现金流	783	477	119	(56)	-	18	-	5	58	264
经营性现金流	1,797	1,966	1,824	1,402	-23.1	2,033	44.9	2,151	2,259	2,513
有形资本支出	(271)	(48)	(145)	(5,024)	NM	(2,839)	43.5	(5,039)	(3,877)	(89)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净 (收购) / 处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(12)	(46)	69	(10)	-	(10)	-	(10)	(10)	(10)
投资性现金流	(283)	(94)	(76)	(5,034)	NM	(2,849)	43.4	(5,049)	(3,887)	(99)
已付股息	(402)	(379)	(425)	(333)	21.6	(251)	24.9	(135)	(145)	(152)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1,203)	(1,314)	(396)	10	-	(33)	-	(13)	(62)	(282)
债务及优先股变化	0	0	0	1,103	-	3,514	218.48	662	1,848	(1,927)
融资性现金流	(1,605)	(1,694)	(822)	780	-	3,231	314.2	514	1,641	(2,361)
现金流量中现金的增加/(减少)	(92)	178	926	(2,852)	-	2,414	-	(2,384)	13	53
外汇/非现金项目	391	398	467	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	299	576	1,393	(2,852)	-	2,414	-	(2,384)	13	53

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

白云机场 (600004.SS)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	10.3	8.8	8.3	11.1	12.8	11.9	11.4	24.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.4	8.9	8.2	11.1	12.8	11.9	11.4	24.2
股价/每股现金收益	5.4	5.4	5.4	7.4	7.0	6.6	6.4	6.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	19.7	24.2	18.7	(26.0)	(5.8)	(20.7)	(11.6)	17.4
净股息收益率(%)	4.9	5.4	3.7	1.8	1.0	1.0	1.1	0.5
市净率	1.1	1.0	1.1	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.4	1.2	2.3	2.6	2.2	2.1	1.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	3.8	3.7	3.1	5.5	6.0	5.0	4.8	5.2
企业价值/息税前利润(核心)	6.1	5.3	4.3	7.5	8.0	6.6	6.2	10.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	6.0	5.3	4.5	7.5	8.0	6.6	9.0	10.4
企业价值/运营投入资本	1.1	1.1	1.1	1.6	1.4	0.9	0.7	0.7
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	7,734	7,910	8,976	13,950	13,950	13,950	13,950	13,950
净债务 (现金)	(571)	(1,052)	(2,436)	(1,155)	1,372	(620)	(620)	(620)
少数股东权益	247	298	366	421	507	599	696	779
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	7,409	7,156	6,905	13,215	15,829	13,929	14,026	14,108
非核心资产	(206)	(203)	(301)	(301)	(301)	(301)	(301)	(301)
核心企业价值	7,203	6,953	6,604	12,914	15,528	13,628	13,725	13,807
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	10.2	10.0	7.5	1.7	6.0	4.6	4.2	16.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	12.3	0.7	11.9	11.8	9.6	5.0	5.3	-6.4
息税前利润(UBS)	18.8	10.8	17.3	12.2	12.5	6.5	6.9	-39.7
每股收益(UBS 稀释后)	9.8	20.1	23.2	14.2	-12.8	7.6	4.5	-53.1
每股股息净值	-5.7	12.1	-21.6	-24.9	-46.1	7.6	4.5	-53.1
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	39.0	36.6	38.6	41.5	42.9	43.5	44.4	30.2
息税折旧摊销前利润率	40.1	36.7	38.2	42.0	43.5	43.6	44.1	35.5
息税前利润率	25.4	25.5	27.9	30.7	32.6	33.2	34.1	17.6
净利 (UBS) 率	15.9	17.3	19.8	22.3	22.7	23.3	23.4	9.4
ROIC (EBIT)	18.2	20.2	26.8	21.9	16.9	13.9	11.8	6.8
税后投资资本回报率	13.4	14.9	20.0	16.3	12.6	10.4	8.8	5.0
净股东权益回报率(UBS)	10.5	11.9	13.5	14.0	13.6	13.0	12.1	5.3
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.2)	(0.9)	(1.5)	0.3	0.7	1.8	2.4	1.8
净债务/总权益 %	(4.9)	(21.7)	(35.4)	8.4	17.4	40.0	48.9	33.2
净债务/（净债务 + 总权益） %	(5.1)	(27.7)	(54.7)	7.7	14.9	28.6	32.9	24.9
净债务/企业价值	(5.0)	(25.0)	(47.4)	6.4	12.4	36.5	49.6	34.9
资本支出 / 折旧 %	39.5	8.4	25.6	NM	NM	NM	NM	6.6
资本支出/营业收入(%)	5.8	0.9	2.6	NM	NM	NM	NM	1.2
息税前利润/净利息	21.8	NM	NM	NM	59.5	NM	35.8	4.7
股息保障倍数 (UBS)	2.0	2.1	3.3	5.0	10.0	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	51.2	47.8	30.4	20.0	10.0	10.0	10.0	10.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	4,673	5,141	5,528	5,620	5,956	6,229	6,493	7,556
总计	4,673	5,141	5,528	5,620	5,956	6,229	6,493	7,556
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	1,185	1,313	1,540	1,727	1,943	2,068	2,211	1,333
总计	1,185	1,313	1,540	1,727	1,943	2,068	2,211	1,333

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+11.3%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	+12.3%
市场回报率假设	7.9%
预测超额回报率	+4.4%

估值方法及风险声明

我们通过 DCF 法得出目标价。若需求增长低于市场预期，若遇到洪涝灾害等天灾事件或类似于日本地震及核辐射等事件，将很可能影响公司业务量增长，此外若资本开支超预期或融资成本明显提高，将最终对盈利构成负面影响。若高峰小时起降架次上调幅度明显好于预期、国内航线收费上调兑现，盈利增速有望加快。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。

分析师声明: 每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究: 全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	49%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	38%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	14%	19%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2016 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义:** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

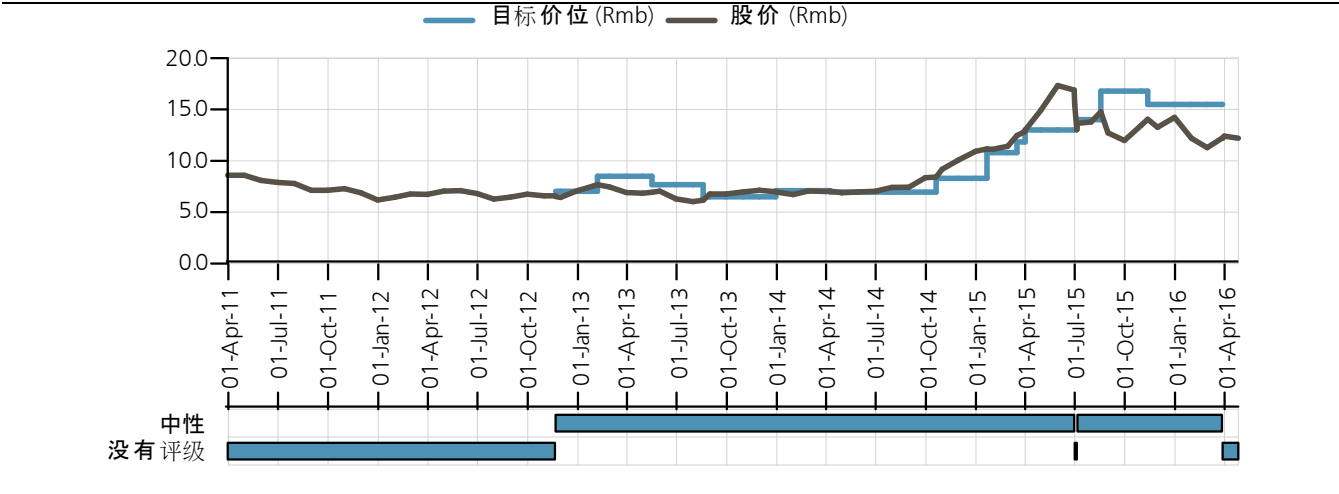
瑞银证券有限责任公司: 陈欣.

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
白云机场	600004.SS	暂停评级	不适用	Rmb12.20	2016 年 04 月 26 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。
除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险的信息,请联系：UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人：Investment Research。

白云机场 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2016 年 4 月 26 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构, 在此统称为 UBS (瑞银)。

我们通过 UBS Neo、某些情况下还会通过 UBS.com (以下统称为“系统”) 向客户提供全球研究报告, 还可能通过第三方供应商提供这些报告, 或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同, 这取决于多个因素, 比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好, 客户的风险情况、投资重心和投资角度 (例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业, 是长期还是短期等), 客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

UBS Neo 可提供所有全球研究报告。关于 UBS Neo 的用户权限问题, 请与您的客户顾问联系。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明 (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>) 的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束, 而且同意瑞银按照瑞银隐私声明 (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>) 和 cookie 通告 (<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>) 处理其个人数据并使用 cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意, 在未事先取得瑞银书面同意前, 不复制、修改或调整这些报告, 不在这些报告的基础上衍生出其他报告, 不将这些报告转交给第三方, 不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用, 也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用: 在该等司法管辖区中, 发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定, 或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表; 既不是广告, 也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外, 瑞银没有对本文件所含信息 (“信息”) 的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改, 也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释, 这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得, 对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险, 投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者, 并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险, 而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题, 客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨, 而投资者有可能无法全额 (或部分) 取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失 (包括投资损失) 或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供, 仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的, 或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层 (不包括投行部) 全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定, 但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关; 其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银集团, 其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国)) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照美国对此类术语的解释) 时, 此类信息在本研究文件中另行披露, 但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银担任做市商时, 此类信息在本文件中另行具体披露, 但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸, 或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品; 此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别说明, 本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局 (PRA) 授权并由英国金融市场行为监管局 (FCA) 和英国审慎监管局监管。 **法国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局 (ACPR) 和金融市场管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制, 本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。 **德国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局 (BaFin) 监管。 **西班牙:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。 **土耳其:** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此, 本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号: 6362) 规定颁发的许可。因此, 在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下, 本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是, 根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定, 对于土耳其共和国居民在海外买卖证券, 则没有限制。 **波兰:** 由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。由波兰金融监管局 (Polish Financial Supervision Authority) 监管。如果 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分析师对本报告作出了贡献, 本报告也将视为由 UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 编制。 **俄罗斯:** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。 **瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管。 **意大利:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Limited 意大利分支机构分发。如果 UBS Limited 意大利分支机构的分析师参与本文件的编制, 本文件也将被视同由 UBS Limited 意大利分支机构编制。 **南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited (注册号: 1995/011140/07, 金融服务提供商编号: 7328) 分发。 **以色列:** 本文件由 UBS Limited 分发, UBS Limited 由英国审慎监管局 (PRA) 授权并由英国金融市场监督管理局 (FCA) 和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局 (ISA) 监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动, 以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系 (此种联系遵循《以色列顾问法》的定义) 的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”, 任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团 (及/或其子公司、分支机构或关联机构) 分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司, 成立于瑞士, 注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司) 的批准, 该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司, 商业注册号 1010257812, 注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务, 并接受其监管, 业务牌照号 08113-37。 **迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发, 仅供专业客户使用, 不供在阿联酋境内进一步分发。 **美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者; 或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构 (‘非美国关联机构’) 仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交

易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC 不担任在美国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person, 在本文件中的观点和意见, 无意被视为, 也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。

加拿大: 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。

巴西: 除非具体说明, 否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者, 包括: (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体; (iv) 金融投资额高于\$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者; (v) 投资基金; (vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问; (vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。

香港: 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。

新加坡: 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 018/09/2015 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。

日本: 由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发(除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。

澳大利亚: UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, UBS Securities Australia Ltd 客户: 由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户: 由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为: www.ubs.com/ecs-research-fsg。

新西兰: 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议, 它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。

韩国: 由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。

马来西亚: 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007)于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。

印度: 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生产品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的物体或元素。© UBS 2016 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

