

## 白云机场 (600004)

公司研究/深度报告

# 定位提升长期受益，非航业务突飞猛进

—白云机场(600004) 深度报告

深度研究报告/交通运输

2017 年 07 月 26 日

### 报告摘要:

#### ● 免税+商业招标+广告推动利润增长

非航业务爆发式增长助公司成长。公司完成了部分商业招标、入境免税招标，及 GTC 广告外包。预计以上非航业务将增收 11.98 亿元，足以消化 T2 航站楼投放的折旧及人工成本等成本端增长。2018 年公司利润仍有望实现正增长。2019~2020 年航空产能有望进一步释放。

#### ● 定位提升，比肩首都、浦东机场

白云机场从一类二级上调至一类一级。展望未来，白云机场有望在国际航权分配、区域空域使用、航线安排等方面显著收益，枢纽有望更进一步，国际航线占比有望继续抬升，同时利好非航业务的发展，白云机场长期市值有望向首都机场和上海机场等国际枢纽靠拢。我们预计评级上调和收费调整影响基本抵消，对总体收入影响不大。

#### ● 大湾区建设保证中期流量

粤港澳大湾区以及珠三角城际铁路网的建设从中期来看可以带来相当一部分流量的增幅。大湾区以及城际铁路规划，将吸收香港机场客流量的溢出以及吸引内陆客流，中期来看客流量有增加潜力。

珠三角空域资源管理受到格外重视，未来将加大优化力度，保障时刻资源。而白云机场作为中间的核心节点，有望吸引更多的客货运。

#### ● 盈利预测

预计公司在非航业务的收入将有明显的增加，价值存在显著提升空间，且其交通枢纽的地位日益重要。根据绝对和相对估值，我们预计公司 17~19 年归母净利为 15.38、15.30 和 17.63 亿元，对应 EPS 为 0.74、0.74 和 0.85 元。给予 2018 年 23~25 倍 PE，对应估值 17.02~21.25 元。绝对估值得到估值为 17.62 元。给予“强烈推荐”评级。

#### ● 风险提示

商业招标不及预期，入境免税招标低于预期，行业政策风险。

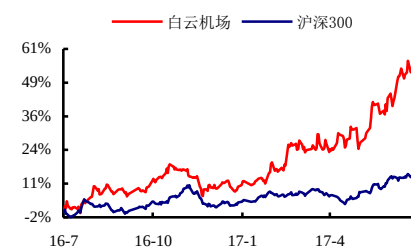
### 强烈推荐 上调评级

合理估值： 17.02—21.25 元

#### 交易数据 2017-7-25

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价(元)       | 13.90      |
| 近 12 个月最高/最低 | 19.89/12.9 |
| 总股本(百万股)     | 2,069      |
| 流通股本(百万股)    | 2,069      |
| 流通股比例(%)     | 100.00     |
| 总市值(亿元)      | 288        |
| 流通市值(亿元)     | 288        |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

#### 分析师: 刘振宇

执业证号: S0100517050004

电话: 010-85127653

邮箱: liuzhenyu@mszq.com

#### 研究助理: 李师庆

执业证号: S0100115090009

电话: 010-85127892

邮箱: lishiqing@mszq.com

#### 相关研究

1. 民生交运行业周报 2017.7.3: 非航及航空业绩提振机场板块
2. 民生交运行业周报 2017.5.31: 原油价格低位，持续看好航空机场

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 6,167 | 6,702 | 8,452 | 9,196 |
| 增长率(%)          | 9.7%  | 8.7%  | 26.1% | 8.8%  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 1,394 | 1,538 | 1,530 | 1,763 |
| 增长率(%)          | 11.2% | 10.3% | -0.5% | 15.2% |
| 每股收益(元)         | 1.21  | 0.74  | 0.74  | 0.85  |
| PE(现价)          | 11.6  | 18.8  | 18.9  | 16.4  |
| PB              | 1.6   | 2.3   | 2.0   | 1.8   |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

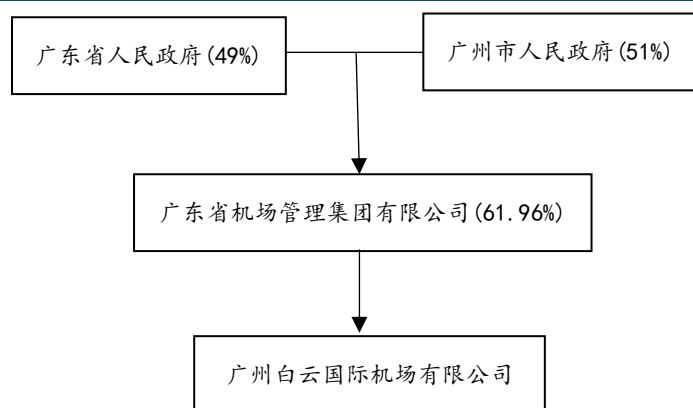
## 目 录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 一、非航业务推动利润增长.....     | 3  |
| 二、大湾区建设保证中期流量.....    | 8  |
| 三、定位提升，比肩首都、浦东机场..... | 10 |
| 四、盈利预测与估值 .....       | 11 |
| 五、风险提示 .....          | 12 |
| 插图目录 .....            | 14 |
| 表格目录 .....            | 14 |

白云机场是中国三大国际枢纽机场之一，更是亚洲乃至世界最为繁忙的机场之一。目前有 68 家航空公司在白云机场运营，通航的国内航点达到 122 个，国际及地区航点达到 78 个，共计通航国内外 200 个城市和地区，航线网络覆盖全球五大洲。2010 年 ACI(国际机场协会)全球机场旅客满意度测评中居第 7 位，晋升"世界十佳服务机场",2016 实现年旅客吞吐量 5974 万人次，跻身世界超大型繁忙机场行列。

白云机场现有三条跑道,138 个客机位,45 个货机位,一号航站楼总面积 52.3 万平方米,由主楼、连接楼、指廊和高架连廊组成,共分四层。第三层为出发及候机大厅,第二层为到达夹层,第一层为到达及接机大厅,负一层则通往地铁及停车场。出发及候机大厅位于航站楼第三层(3F),共有 8 个进出口。的士和大巴均可直接停靠在航站楼出发大厅门口。二号航站楼共 63 万平方米,目前正在建设中,计划于 2018 年初投入使用。公司的股权构成如下:

图 1: 股权结构图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 1: 重要非全资子公司情况

| 公司名称               | 业务性质 | 持股比例 | 2016 年净利润<br>(百万元) |
|--------------------|------|------|--------------------|
| 广州白云国际机场地勤服务有限公司   | 提供劳务 | 51%  | -23.87             |
| 广州白云国际机场商旅服务有限公司   | 提供服务 | 90%  | 8.27               |
| 广州白云国际机场汉莎航空食品有限公司 | 销售商品 | 70%  | 5.68               |
| 广州白云国际机场空港快线运输有限公司 | 运输服务 | 75%  | 9.81               |
| 广东机场白云信息科技有限公司     | 提供服务 | 45%  | 3.72               |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 一、非航业务推动利润增长

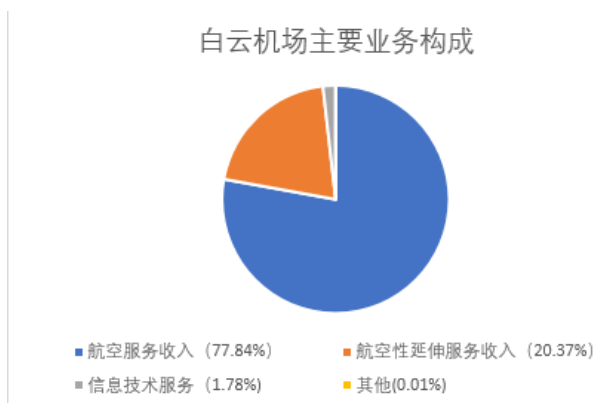
公司在非航业务分为三大部分, 一是免税招标, 二是商业招标, 三是广告外包。

### (一) 非航业务增长确定

进境免税部分 (T1+T2) 已经招标完毕, 中免集团以 5889 万元的销售额夺标。T2 启用前, T1 航站楼到达进境免税店场地首年月底保底销售额 3233 万元/月, 提成比例 39%; T2 启用后 T1 航站楼国际到达进境免税店首年月底保底销售额 2356 万元/月, T2 航站楼国际到达

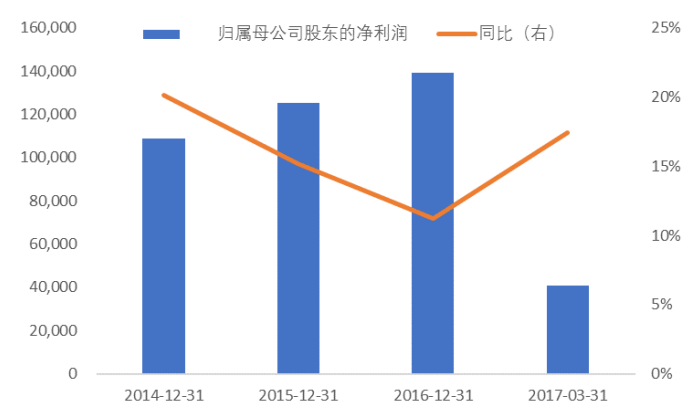
进境免税店场地首年月底保底销售额 3533 万元/月，提成比例为 42%。预计 18 年新增税前利润 2.2 亿元。GTC 广告合同的签订在合同期（5 年）也为公司带来不少于 **20.29 亿** 的营业收入，第一年达 3.6 亿。目前白云机场已经公布品牌零售、餐饮、餐饮（集成）、货币兑换、烟酒、特产、旅行用品等项目的招标情况，这几个项目的招标情况良好。

图 2：白云场主营业务构成



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：2014-2017.03 白云机场营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年 2 月份 T2 航站楼正式启动，由此会带来巨大的营收。2017 年 7 月为止白云机场完成了入境免税、部分商业招标（20890 方米）、GTC 广告外包业务，还有出境免税以及部分商业招标（4898 平方米）还没有完成。

T2 航站楼进境免税店竞争激烈。从目前的情况来看，中免的议价能力较强，但是前期的免税招标拉高了各方的心理价位，这为出境免税留下了谈判空间，出境免税招商有望超预期。再加上商业板块还剩 19% 面积未完成招标，因此在营业收入上仍然有提升空间。

公司因 T2 航站楼运行的非航收入增加主要分为四个部分：GTC，入境免税，出境免税，商业招标。**第一 GTC 部分：**T2 GTC 招标营收 3.6 亿元，由于 T2 航站楼的运行会导致 T1 客流量的减少，T1 对应的广告费用会相应减少，所以预估总广告业务增加营收 2.16 亿元。**第二入境免税部分：**入境免税 2018 年新增营收 1.88 亿元。**第三商业招标部分：**商业招标目前已经完成的招标为 5.4 亿元，截止 7 月 20 日公布的还剩云集市，计时休息室（1783 平方米），茶叶（288 平方米），鲜花店（60 平方米）电子数码产品+玩具（671 平米）等总计 19% 的面积没有完成招标。T1 航站楼商业 16 年销售收入（扣除免税店）为 4.54 亿元，T1 商业租赁费用会相应下降，所以预估 T2 商业招标所新增的营收为 4 亿元。**第四出境免税店部分：**出境免税店的面积为入境免税店的 3 倍，虽然出境免税点还没有完成招标，结合我国消费者通常在出境免税店消费更多的习惯预计出境免税营业增加额为入境的 2.1 倍即出境免税预估 2018 新增收入 3.94 亿元。共计增收 11.98 亿元。

表 2：GTC 预计营业收入

| 期间   | 收入金额（亿元） |
|------|----------|
| 第一年度 | 3.6      |
| 第二年度 | 3.82     |

|      |       |
|------|-------|
| 第三年度 | 4.04  |
| 第四年度 | 4.29  |
| 第五年度 | 4.54  |
| 合计   | 20.29 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：入境免税预计营业收入

| 本协议营业收入期间 | 收入金额（亿元） |
|-----------|----------|
| T2 启用前    | 0.63     |
| T2 启用第一年  | 2.89     |
| T2 启用第二年  | 3.15     |
| T2 启用第三年  | 3.33     |
| T2 启用第四年  | 3.54     |
| T2 启用第五年  | 3.75     |
| T2 启用第六年  | 3.97     |
| 合计        | 21.26    |

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：货币兑换租赁情况

| 货币兑换    | 首年租赁单价（元/平方米/月） | 子包面积（平方米） | 预计年化收入（万元） |
|---------|-----------------|-----------|------------|
| 子包 T2F1 | 33000           | 39        | 1544.4     |
| 子包 T2F2 | 16800           | 50        | 1008       |
| 子包 T2F3 | 18600           | 128       | 870.5      |
| 合计      |                 |           | 3422.9     |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 5：品牌零售租赁情况

| 品牌零售   | 首年月保底销售<br>额 | 提成比例   | 子包面积（平方<br>米） | 预计年化收入（万<br>元） |
|--------|--------------|--------|---------------|----------------|
| 子包 PP1 | 6568000      | 23.50% | 813           | 1852.2         |
| 子包 PP2 | 4388888      | 16.00% | 381           | 842.7          |
| 子包 PP3 | 8169000      | 22.00% | 788           | 2156.6         |
| 子包 PP4 | 2860000      | 25.00% | 472           | 926.6          |
| 子包 PP5 | 1700000      |        | 352           | 510            |
| 子包 PP6 |              |        | 253           |                |
| 目前合计   |              |        | 2806          | 6288.1         |
| 预期合计   |              |        | 3059          | 6855.1         |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 6：餐饮租赁情况

| 餐饮 | 首年保底月销售<br>额 | 提成比例   | 子包面积（平方<br>米） | 预计年化收益<br>（万元） |
|----|--------------|--------|---------------|----------------|
| 包一 | 860000       | 10.30% | 118           | 106.3          |
| 包二 |              |        | 485           |                |

|      |         |        |      |        |
|------|---------|--------|------|--------|
| 包三   |         |        | 417  |        |
| 包四   | 1080000 | 9.2%   | 264  | 110.2  |
| 包五   | 2850000 | 21%    | 363  | 718.2  |
| 包六   |         |        | 299  |        |
| 包七   | 1400000 | 8.20%  | 385  | 137.8  |
| 包八   | 1580000 | 8.20%  | 159  | 155.5  |
| 包九   | 880000  | 9.20%  | 149  | 97.2   |
| 包十   | 1810000 | 8.10%  | 320  | 175.9  |
| 包十一  | 1480000 | 9.00%  | 140  | 159.8  |
| 包十二  | 900000  | 8.10%  | 100  | 87.5   |
| 包十三  | 1500000 | 13.00% | 234  | 234    |
| 包十四  | 1500000 | 13.00% | 240  |        |
| 目前合计 |         |        | 2232 | 1991.4 |
| 预期合计 |         |        | 3673 | 3277   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 7：餐饮（集合）租赁情况

| 餐饮（集成） | 首年月保底销售<br>额（元） | 提成比例 | 子包面积（平方<br>米） | 预计年化收入（万<br>元） |
|--------|-----------------|------|---------------|----------------|
| 包一     | 17500000        | 20%  | 1387          | 4200           |
| 包二     |                 |      | 1258          |                |
| 包三     | 13093500        | 20%  | 1147          | 3142.4         |
| 包四     | 28000000        | 22%  | 2479          | 7392           |
| 包五     | 21760200        | 19%  | 1909          | 4961.3         |
| 包六     | 11522700        | 21%  | 842           | 2903.7         |
| 目前合计   |                 |      | 7764          | 22599.5        |
| 预期合计   |                 |      | 9022          | 26261.3        |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 8：烟酒租赁情况

| 烟酒       | 首年租赁单价<br>（元/平方米/月） | 提成比例 | 子包面积（平方<br>米） | 预计年化收入<br>（万元） |
|----------|---------------------|------|---------------|----------------|
| 子包 T2L10 | 2663                | 20%  | 179           | 572            |
| 子包 T2L11 | 2338                | 20%  | 175           | 491            |
| 合计       |                     |      | 354           | 1063           |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 9：特产租赁情况

| 特产       | 首年租赁单价<br>（元/平方米/月） | 提成比例 | 子包面积（平方<br>米） | 预计年化收入<br>（万元） |
|----------|---------------------|------|---------------|----------------|
| 子包 T2L5  | 2280                | 25%  | 290           | 793.44         |
| 子包 T2L6  | 3267                | 35%  | 270           | 1058.50        |
| 子包 T2L7  | 2080                | 25%  | 244           | 609.02         |
| 子包 T2L8  | 4888                | 27%  | 152           | 891.57         |
| 子包 T2L9  | 4511                | 33%  | 197           | 1066.40        |
| 子包 T2L40 | 4551                | 33%  | 145           | 791.87         |
| 合计       |                     |      | 1298          | 5210.80        |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 10: 旅行用品租赁情况

| 旅行用品     | 首年租赁单价<br>(元/平方米/月) | 提成比例  | 子包面积 (平方<br>米) | 预计年化收入<br>(万元) |
|----------|---------------------|-------|----------------|----------------|
| 子包 T2L28 | 1750                | 28%   | 151            | 317.10         |
| 子包 T2L29 | 1496                | 21.8% | 113            | 201.86         |
| 合计       |                     |       | 264            | 519.96         |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 11: 包装食品+冰激凌租赁情况

| 包装食品+冰激凌 | 首年租赁单价<br>(元/平方米/月) | 提成比例  | 子包面积 (平方<br>米) | 预计年化收入<br>(万元) |
|----------|---------------------|-------|----------------|----------------|
| 子包 T2L15 | 3055                | 27.5% | 34             | 124.64         |
| 子包 T2L16 | 2688                | 28%   | 72             | 232.24         |
| 子包 T2L17 | 2668                | 28%   | 183            | 585.89         |
| 子包 T2L18 | 4018                | 29%   | 164            | 790.74         |
| 合计       |                     |       | 453            | 1733.51        |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 12: 水果、药店、书刊租赁情况

| 水果、药店、书刊 | 项目 | 首年租赁单价<br>(元/平方米/月) | 子包面积 (平方<br>米) | 预计年化收入<br>(万元) |
|----------|----|---------------------|----------------|----------------|
| 子包 T2L3  | 水果 | 12555               | 207            | 3118.62        |
| 子包 T2L14 | 药店 | 1197                | 130            | 186.73         |
| 子包 T2L2  | 书刊 | 2606                | 330            | 1031.97        |
| 合计       |    |                     | 667            | 4337.32        |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 13: 非航业务预计营业收入

| 项目   | 收入金额 (亿元) |
|------|-----------|
| GTC  | 2.16      |
| 入境免税 | 1.88      |
| 出境免税 | 4         |
| 商业招标 | 3.94      |
| 合计   | 11.98     |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二)折旧承压, 对净利润冲击好于预期

预计 T2 整体投资 136 亿左右, 主体工程折旧年限约 35 年, 整体平均折旧年限在 25 年左右, 预计每年新增折旧在 5.44 亿元左右, 2018 年 2 月份投入使用, 3 月份开始计提折旧。在变动成本方面, 预计 T2 的水电费每年需要公司承担的为 1 亿元, 2016 年白云机场营业成本中人工成本总计 16.71 亿元。假设增加 20% 为 3.34 亿元。并考虑土地租赁等成本, 预计成本端共增加 10.5 亿元, 相较增收 11.98 亿元, 考虑销售、管理费用增加, 成本与收入增长预计基本持平。白云机场的估值一直因为 T3 运营折旧承压, 但其所带来的收益可期。

## 二、大湾区建设保证中期流量

粤港澳大湾区以及珠三角城际铁路网的建设从中期来看可以带来相当一部分流量的增幅。

### (一) 粤港澳大湾区一体化推动流量增长

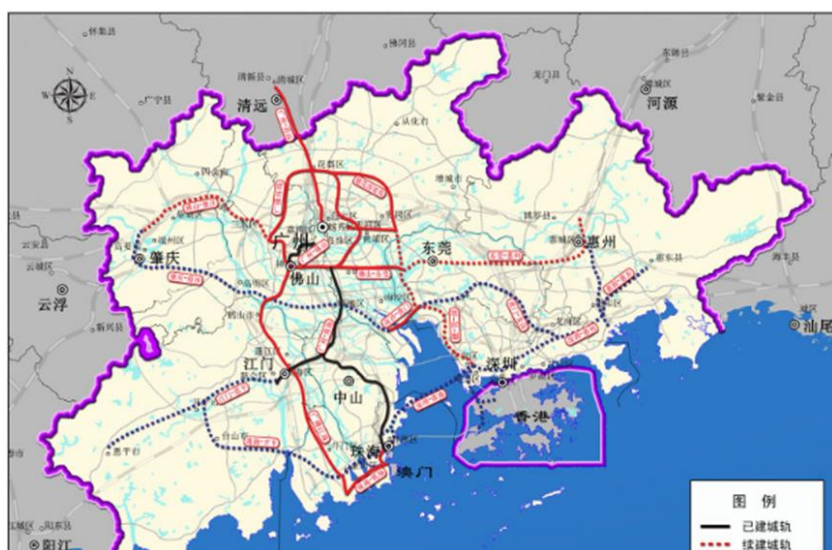
**粤港澳大湾区或提升区域流量。**粤港澳大湾区指的是由广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆9市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群。粤港澳的合作对于广东的改革开放具有全局性的意义。首先，大湾区的建设将大大增加湾内各个城市的互通程度，与此同时大湾区作为一个整体向周围甚至全国辐射，形成一个综合的，巨型的交通系统。广州作为大湾区一个很重要的节点，无论是旅游还是贸易都扮演着重要的角色，这将为白云机场带来巨大的机遇。再加上目前香港机场的客运量已经遇到了严重的瓶颈，香港机场的第三条跑道直到2022年才能建设完成，白云机场作为大湾区的重要的交通枢纽能够有效吸收香港机场溢出的客流量。其次，广东目标是打造世界级旅游景区，并且计划在2020年旅游业占GDP的13%，旅游业占比的提高能够有效促进机场的客流量。

### (二) 珠三角城际铁路网十三五成型, 有望吸引内陆客流

按照《珠三角城际轨道交通规划实施方案》，珠三角地区共规划15条城际轨道交通线路，合计里程约1430公里。这15条城轨全部在2020年前通车。

广东构建珠三角1小时交通圈。从地图上看，珠三角城轨将呈现以广州、佛山为中心向外发散的格局。等规划中的城轨建成运营后，珠三角乃至整个粤港澳大湾区将在时空上真正融为一体。而白云机场作为中间的核心节点，有望依靠其腹地资源吸引更多的客运物运。

图 4：珠三角城际铁路网



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：粤港澳大湾区



资料来源：百度地图，民生证券研究院

表 14：2017 年 1-5 月全国各大城市机场指标

| 起降架次预测 | 旅客吞吐量 (千人) |        | 飞机起降架次 (千次) |        | 货邮吞吐量 (千吨) |        |
|--------|------------|--------|-------------|--------|------------|--------|
|        | 2017.1-5 月 | 同比增速   | 2017.1-5 月  | 同比增速   | 2017.1-5 月 | 同比增速   |
| 广州     | 26879.60   | 11.20% | 190.55      | 7.90%  | 686.23     | 7.80%  |
| 厦门     | 10227.90   | 10.30% | 77.77       | 8.20%  | 140.30     | 7.00%  |
| 海口     | 9895.20    | 16.00% | 67.13       | 11.60% | 141.30     | 7.90%  |
| 深圳     | 18522.00   | 8.78%  | 139.20      | 8.41%  | 449.20     | 6.77%  |
| 上海     | 28478.99   | 6.90%  | 203.32      | 3.8%   | 1496.80    | 13.50% |
| 北京     | 33988.00   | 2.40%  | 243.20      | 2.5%   | 1782.00    | 2.70%  |

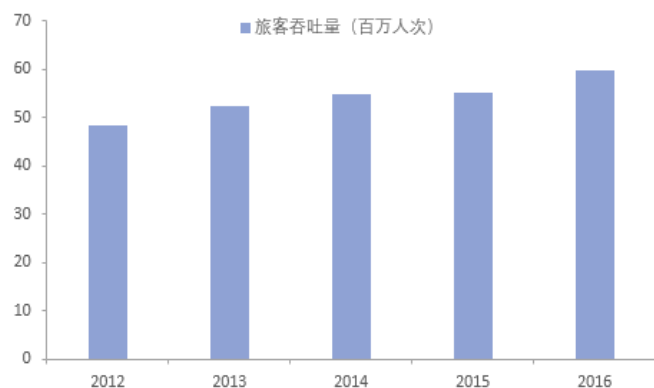
资料来源：Wind，民生证券研究院

表 15：全国主要机场上市公司 PE、PB 对比

| 代码        | 证券简称 | 市净率 PB |       | 市盈率 PE |       |
|-----------|------|--------|-------|--------|-------|
|           |      |        | TTM   | 17E    | 18E   |
| 600004.SH | 白云机场 | 2.5    | 19.31 | 18.72  | 20.43 |
|           | 最高值  | 4.51   | 40.1  | 32.63  | 27.75 |
|           | 中位值  | 2.5    | 24.24 | 22.5   | 20.43 |
| 300178.SH | 腾邦国际 | 4.51   | 40.1  | 32.63  | 27.75 |
| 600009.SH | 上海机场 | 3.1    | 24.24 | 22.5   | 18.6  |
| 600897.SH | 厦门空港 | 2.24   | 19.12 | 16.39  | 14.98 |
| 000089.SZ | 深圳机场 | 1.75   | 33.1  | 26.19  | 22.21 |

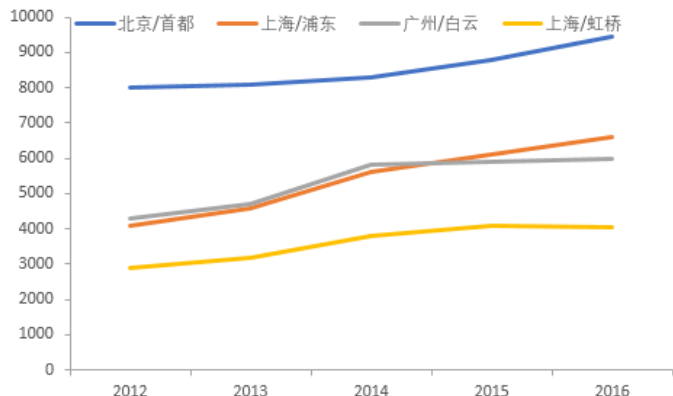
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：白云机场历年旅客吞吐量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：一类机场旅客吞吐量情况 (万人)



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、定位提升，比肩首都、浦东机场

2016 年白云机场航班起降落 43.51 万次，旅客吞吐量 5973.62 万人次，T1 航站楼设计吞吐量为 3500 万人次，2016 年产能利用率已达到 171%。建设中的 T2 航站楼设计年旅客吞吐量为 4500 万人次，并且同步建设面积超过 20 万平方米的交通中心，与广州地铁对接，增强客流集散能力。T2 航站楼投入使用的话将扩大航空业务主业的发展空间，至 2020 年旅客吞吐量有望达到 8000 万人次。

同时，第四，第五跑道已在筹划当中，在 2020 年至 2025 年，公司将建设第四第五跑道和 T3 航站楼，一个大的物流基地基本成型。

表 16：主要机场运载情况对比

| 机场   | 跑道数量 | 高峰小时起降 | 单位跑道容量 |
|------|------|--------|--------|
| 白云机场 | 3    | 68     | 33     |
| 首都机场 | 3    | 88     | 29     |
| 深圳机场 | 2    | 48     | 24     |
| 香港机场 | 2    | 68     | 34     |
| 浦东机场 | 4    | 90     | 31     |

资料来源：Wind，民生证券研究院

白云机场从一类二级上调至一类一级。展望未来，白云机场有望在国际航权分配、区域空域使用、航线安排等方面显著收益，枢纽有望更进一步，国际航线占比有望继续抬升，同时利好非航业务的发展，白云机场长期市值有望向首都机场和上海机场等国际枢纽靠拢。

白云机场从一类二级机场上调至一类一级机场，航空基准价有下降，但是 2017 年 4 月民航局下发的《民用机场收费标准调整方案》开始实施，这对于白云机场又可以提高收益。我们估计经过这两项对冲后平均每架内航内线窄体机收益减少 194.9 元，即 2.17%，宽体机收下降 321.9 元，即 1.75%。但部分费用可由机场与航空公司协商上调。我们预计评级上调和收费调整影响基本抵消，对总体收入影响不大。

表 17: 机场分类标准

| 机场     |                                                             |
|--------|-------------------------------------------------------------|
| 一类 1 级 | 北京首都、上海浦东、广州白云                                              |
| 一类 2 级 | 上海虹桥、深圳、成都、昆明                                               |
| 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、哈尔滨 |
| 三类     | 除上述一、二类机场以外的民用机场                                            |

资料来源：中国民航局，民生证券研究院

表 18: 白云机场调整前后窄体机收费对比

| 窄体机假设        | 费用    | 一级一类调整后收费 | 以及二类调整前收费 |
|--------------|-------|-----------|-----------|
| 最大起飞重量: 80t  | 起降费   | 1920      | 1790      |
| 座位数: 180     | 停场费   | 384       | 268.5     |
| 客座率: 82%     | 客桥费   | 300       | 150       |
| 机场停场时间: 2.5h | 旅客服务费 | 5018.4    | 5904      |
| 客桥使用个数: 1 个  | 安检费   | 1180.8    | 885.6     |
| 客桥使用时间: 1.5h | 总计    | 8803.2    | 8998.1    |

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 19: 白云机场调整前后宽体机收费对比

| 宽体机假设       | 费用    | 一级一类调整后收费 | 一级二类调整前收费 |
|-------------|-------|-----------|-----------|
| 最大起飞重量 242t | 起降费   | 6344      | 6394      |
| 座位数 295     | 停场费   | 1268.8    | 959.1     |
| 客座率 82%     | 客桥费   | 300       | 150       |
| 机场停场时间 2.5h | 旅客服务费 | 8224.6    | 9440      |
| 客桥使用个数 1    | 安检费   | 1935.2    | 1451.4    |
| 客桥使用时间 1.5h | 总计    | 18072.6   | 18394.5   |

资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、盈利预测与估值

公司作为我国仅有的三个一类一级机场之一，其稀缺性和成长性值得重视，同时其非航业务表现超预期，大湾区以及珠三角铁路网的成型从中长期来看势必会增加其流量。其价值存在显著提升空间。

### （一）盈利预测

在营收预测部分，将主营业务分为两类，分别估计航空业务以及非航业务。在航空业务方面，白云机场由一类二级机场调整为一类一级机场，四月份民航局对机场内航内线收费的上调又对冲了级别上升带来的单架飞机收入的下降，因此单架飞机的收入是基本保持不变的，机场流量在 2017 年是有所增长的。在非航方面，目前公司招标的营收超预期，后续招标仍有想象空间。我们对未来三年机场营收做了如下预测：

表 20: 促增航空主业收入 (百万元)

| 项目/年度   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 航空服务收入  | 4,800  | 5,145  | 5,591  | 6,056  |
| 航空性延伸收入 | 1,256  | 1,445  | 2,745  | 3,020  |
| 信息服务    | 110.05 | 112.25 | 115.62 | 120.24 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

下面我们采用绝对估值和相对估值相结合的方法, 分别对公司进行估值。

## (二) 估值分析

我们将公司的估值与 A 股其他上市机场 PE 与 PB 进行比较。可比公司目前 TTM 市盈率为 19~33 倍, PB 为 1.74~3.11 倍。我们预计公司 17~19 年归母净利为 15.86、15.73 和 17.26 亿元, 对应 EPS 为 0.74、0.74 和 0.85 元。给予 2017 年 23~25 倍 PE, 对应估值 17.02~21.25 元。给予“强烈推荐”评级。

表 21: 上市机场 PE、PB、总市值比较

| 代码        | 证券简称 | 市盈率 PE(TTM) | 市净率 PB(MRQ) | 总市值 (百万) |
|-----------|------|-------------|-------------|----------|
| 600004.SH | 白云机场 | 20.04       | 2.59        | 29177.41 |
| 600009.SH | 上海机场 | 24.33       | 3.11        | 71914.08 |
| 000089.SZ | 深圳机场 | 32.89       | 1.74        | 18846.57 |
| 600897.SH | 厦门空港 | 19.29       | 2.26        | 7683.50  |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

绝对估值方法采用 DCF 模型, 通过对近三年周收益与沪深 300 大盘的回归比较, 得到  $\beta$  为 0.90, 引入对沪深 300 收益率 9.00% 的预测, 采用一年期无风险国债收益率, 通过资本资产定价模型得到股权资本成本 8.60%; 永续增长率为 2%。根据 DCF 估值模型, 我们计算公司的合理股权价值为 397 亿元, 对应每股价值为 17.62 元。

## 五、风险提示

商业招标不及预期, 入境免税招标低于预期, 行业政策风险。

### 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 6,167 | 6,702 | 8,452 | 9,196 |
| 营业成本      | 3,724 | 3,939 | 5,486 | 5,787 |
| 营业税金及附加   | 66    | 61    | 79    | 89    |
| 销售费用      | 101   | 115   | 146   | 156   |
| 管理费用      | 393   | 469   | 676   | 736   |
| EBIT      | 1,882 | 2,118 | 2,065 | 2,428 |
| 财务费用      | (6)   | (15)  | (48)  | 104   |
| 资产减值损失    | 19    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 30    | 19    | 22    | 24    |
| 营业利润      | 1,900 | 2,152 | 2,135 | 2,348 |
| 营业外收支     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 1,905 | 2,147 | 2,137 | 2,348 |
| 所得税       | 513   | 561   | 564   | 622   |
| 净利润       | 1,392 | 1,586 | 1,573 | 1,726 |
| 归属于母公司净利润 | 1,394 | 1,521 | 1,530 | 1,688 |
| EBITDA    | 2,472 | 2,715 | 3,171 | 3,583 |

| 资产负债表 (百万元) | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 990   | 3204  | 0     | (0)   |
| 应收账款及票据     | 773   | 749   | 940   | 1023  |
| 预付款项        | 22    | 18    | 26    | 30    |
| 存货          | 72    | 75    | 108   | 112   |
| 其他流动资产      | 93    | 93    | 93    | 93    |
| 流动资产合计      | 2094  | 4296  | 1378  | 1485  |
| 长期股权投资      | 117   | 117   | 117   | 117   |
| 固定资产        | 7016  | 7016  | 20616 | 20616 |
| 无形资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产合计     | 15649 | 15048 | 27549 | 26391 |
| 资产合计        | 17743 | 19343 | 28927 | 27876 |
| 短期借款        | 0     | 0     | 6906  | 3843  |
| 应付账款及票据     | 207   | 145   | 207   | 229   |
| 其他流动负债      | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 流动负债合计      | 2609  | 2605  | 10615 | 7761  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 4260  | 4260  | 4260  | 4260  |
| 非流动负债合计     | 4260  | 4260  | 4260  | 4260  |
| 负债合计        | 6869  | 6865  | 14876 | 12022 |
| 股本          | 1150  | 2069  | 2069  | 2069  |
| 少数股东权益      | 108   | 173   | 217   | 257   |
| 股东权益合计      | 10486 | 13009 | 14582 | 16384 |
| 负债和股东权益合计   | 17743 | 19343 | 28927 | 27876 |

| 主要财务指标          | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 9.7%  | 8.7%  | 26.1% | 8.8%  |
| EBIT 增长率        | 14.1% | 12.5% | -2.5% | 17.6% |
| 净利润增长率          | 11.2% | 10.3% | -0.5% | 15.2% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 39.6% | 41.2% | 35.1% | 37.1% |
| 净利率             | 22.6% | 22.9% | 18.1% | 19.2% |
| 总资产收益率 ROA      | 8.0%  | 7.7%  | 5.2%  | 6.2%  |
| 净资产收益率 ROE      | 13.4% | 12.0% | 10.6% | 10.9% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 0.8   | 1.6   | 0.1   | 0.2   |
| 速动比率            | 0.8   | 1.6   | 0.1   | 0.2   |
| 现金比率            | 0.4   | 1.2   | 0.0   | (0.0) |
| 资产负债率           | 0.4   | 0.3   | 0.5   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 40.4  | 40.6  | 40.5  | 40.5  |
| 存货周转天数          | 7.1   | 7.0   | 7.2   | 7.1   |
| 总资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.2   | 0.7   | 0.7   | 0.9   |
| 每股净资产           | 9.0   | 6.2   | 6.9   | 7.8   |
| 每股经营现金流         | 1.7   | 1.1   | 1.7   | 1.5   |
| 每股股利            | 0.4   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 11.6  | 18.8  | 18.9  | 16.4  |
| PB              | 1.6   | 2.3   | 2.0   | 1.8   |
| EV/EBITDA       | 12.6  | 10.7  | 12.3  | 10.0  |
| 股息收益率           | 2.6%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2016    | 2017E | 2018E    | 2019E   |
|-------------|---------|-------|----------|---------|
| 净利润         | 1,392   | 1,603 | 1,573    | 1,803   |
| 折旧和摊销       | 609     | 597   | 1,106    | 1,155   |
| 营运资金变动      | (14)    | 17    | 817      | 102     |
| 经营活动现金流     | 1,956   | 2,204 | 3,473    | 3,036   |
| 资本开支        | 5,293   | 1     | 13,606   | (3)     |
| 投资          | (81)    | 0     | 0        | 0       |
| 投资活动现金流     | (5,345) | 18    | (13,584) | 27      |
| 股权募资        | 0       | 0     | 0        | 0       |
| 债务募资        | 3,455   | 0     | 0        | 0       |
| 筹资活动现金流     | 3,040   | (8)   | 6,906    | (3,063) |
| 现金净流量       | (348)   | 2,214 | (3,204)  | (0)     |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 插图目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1: 股权结构图 .....                          | 3  |
| 图 2: 白云场主营业务构成.....                       | 4  |
| 图 3: 2014-2017.03 白云机场营业收入 (单位: 万元) ..... | 4  |
| 图 4: 珠三角城际铁路网 .....                       | 8  |
| 图 5: 粤港澳大湾区 .....                         | 9  |
| 图 6: 白云机场历年吞吐量.....                       | 10 |
| 图 7: 一类机场吞吐量情况 (万人) .....                 | 10 |

## 表格目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 重要非全资子公司情况.....               | 3  |
| 表 2: GTC 预计营业收入 .....              | 4  |
| 表 3: 入境免税预计营业收入.....               | 5  |
| 表 4: 货币兑换租赁情况 .....                | 5  |
| 表 5: 品牌零售租赁情况 .....                | 5  |
| 表 6: 餐饮租赁情况 .....                  | 5  |
| 表 7: 餐饮 (集合) 租赁情况.....             | 6  |
| 表 8: 烟酒租赁情况 .....                  | 6  |
| 表 9: 特产租赁情况 .....                  | 6  |
| 表 10: 旅行用品租赁情况 .....               | 7  |
| 表 11: 包装食品+冰激凌租赁情况.....            | 7  |
| 表 12: 水果、药店、书刊租赁情况.....            | 7  |
| 表 13: 非航业务预计营业收入.....              | 7  |
| 表 14: 2017 年 1-5 月全国各大城市机场指标 ..... | 9  |
| 表 15: 全国主要机场上市公司 PE、PB 对比 .....    | 9  |
| 表 16: 主要机场运载情况对比.....              | 10 |
| 表 17: 机场分类标准 .....                 | 11 |
| 表 18: 白云机场调整前后窄体机收费对比.....         | 11 |
| 表 19: 白云机场调整前后宽体机收费对比.....         | 11 |
| 表 20: 国际航线占比提升促增航空主业收入.....        | 12 |
| 表 21: 上市机场 PE、PB、总市值比较 .....       | 12 |

## 分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

李师庆，高级工程师，英国爱丁堡大学工学博士，于大型国有综合型能源企业工作三年，负责交通、能源等方向工程项目投资咨询工作。2015年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                        |
|----------------------------------------------|------|---------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上       |
| 行业评级标准                                       |      |                           |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上        |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上        |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。