

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：13.75元

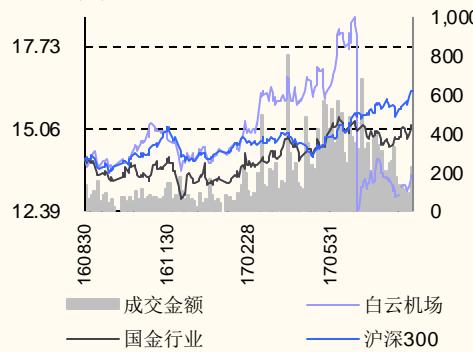
长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,069.32
总市值(百万元)	28,453.16
年内股价最高最低(元)	18.67/12.39
沪深300指数	3834.30
上证指数	3363.63

人民币(元)

成交金额(百万元)

**二季度经营指标增长平稳，待产能释放迎来新一轮增长周期****公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.090	1.212	0.723	0.844	0.999
每股净资产(元)	8.32	9.36	7.38	7.97	8.67
每股经营性现金流(元)	1.51	1.69	1.18	1.76	1.74
市盈率(倍)	13.06	11.63	18.70	16.00	13.52
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	15.21%	11.23%	7.27%	16.83%	18.35%
净资产收益率(%)	13.09%	12.95%	9.79%	10.59%	11.52%
总股本(百万股)	1,150.00	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 白云机场8月30日公告上半年财报：2017年上半年公司实现营业收入32.14亿元，同比增长6.44%；实现归属上市公司股东净利润7.81亿元，同比增长11.69%。

经营分析

- 二季度经营指标增长保持平稳，单机人数同比持续抬升：公司上半年完成飞机起降22.68万架次，旅客吞吐量3191.96万人次，货邮吞吐量84.07万吨，分别同比增长7.5%、10.7%和8.8%；其中一季度由于去年3月末白云机场高峰小时容量从65架次上升至71架次，运营指标出现同比高增长；二季度开始增速环比出现回落，但是与去年同期增速相比相对平稳，二季度飞机起降架次、旅客吞吐量同比增长5.8%及8.9%。单机人数来看，整体上半年较去年同期增长3.2%，我们认为这与航空公司客座率抬升及机场宽体机占比提升相关。
- 销售管理费用双降，投资收益贡献利润增长：本期公司净利润增长速度快于营收增速主要源于成本控制得当及投资收益上升。第二季度公司主业毛利率水平达到40.2%，环比高于一季度的38.7%，同比高于去年同期的38.5%。公司上半年管理销售费用同比均有明显下降，降幅分别为13%及12.5%，约节省费用3600万元；其中工资薪酬部分均出现下滑。另外本期投资收益较上期多约600万元，主要来自于广州白云国际物流有限公司利润增长。
- 待产能释放迎来新一轮业绩增长周期，升级为一类一级机场战略地位凸显：现白云机场产能处于饱和状态，2016年航站楼产能利用率已超过170%，使得时刻资源放量无法得到充分体现；T2航站楼预计将于2018年投产，产能或将达到8000万人次，届时产能瓶颈突破，公司将迎来新一轮高发展。今年4月1日开始，机场收费标准调整，白云机场升级为一类1级机场，与北京首都和上海浦东机场并列全国三大门户枢纽机场，战略地位凸显，预计未来国际旅客占比将处于提升阶段，报告期内新增国际航线13条，新增国际通航站点5个，国际及地区旅客吞吐量同比增长16.5%；中转旅客同比增长28.3%。
- T2非航三大招标渐落地，业绩穿越机场周期：2018年T2航站楼投产将大幅增加折旧和人工成本，但由于旅客机场消费能力的提升，枢纽机场商业价值得到重新认识，新增非航收入预计覆盖新增成本，并提供利润增量，业绩

相关报告

1.《枢纽迎接产能释放，商业助力穿越周期—白云机场公司研究》，2017.8.1

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师SAC执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

大概率穿越机场传统周期。预计 2018 年免税招标、广告招标、商业租赁招标将分别至少贡献 6.5 亿、3.3 亿、6.2 亿，伴随招标结果陆续公布，业绩确定性不断增强，非航业务成为机场收入增长新引擎。

投资建议

- 白云机场作为门户枢纽，内生增长无忧，T2 航站楼投产后，产能瓶颈打开，航空业务将迎来放量。三大非航招标保证未来收入确定性，覆盖 T2 航站楼新增成本，业绩将继续稳步增长，给予“买入”评级。预测公司 2017~2019 年 EPS 为 0.72 元、0.84 元、1.00 元

风险

- 商业招商和出境免税招标结果不及预期，突发性事件影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E
	5,528	5,620	6,167	6,783	8,963	9,930	应收账款	3,133	1,336	990	1,000	1,000
增长率	1.7%	9.7%	10.0%	32.1%	10.8%		存货	782	768	917	922	1,218
主营业务成本	-3,393	-3,366	-3,724	-4,029	-5,583	-6,061	其他流动资产	65	73	72	77	107
%销售收入	61.4%	59.9%	60.4%	59.4%	62.3%	61.0%	流动资产	31	36	115	46	62
毛利	2,135	2,254	2,443	2,754	3,380	3,869	%总资产	36.2%	18.0%	11.8%	8.4%	9.3%
%销售收入	38.6%	40.1%	39.6%	40.6%	37.7%	39.0%	长期投资	301	283	286	287	286
营业税金及附加	-47	-46	-66	-68	-90	-99	固定资产	6,548	9,505	14,964	21,501	22,513
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	%总资产	59.1%	77.1%	84.3%	88.7%	88.0%	
营业费用	-93	-103	-101	-115	-152	-169	无形资产	25	62	52	51	51
%销售收入	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	%总资产	63.8%	82.0%	88.2%	91.6%	90.7%	
管理费用	-456	-456	-393	-441	-583	-645	非流动资产	7,063	10,111	15,649	22,188	23,199
%销售收入	8.2%	8.1%	6.4%	6.5%	6.5%	%总资产	63.8%	82.0%	88.2%	91.6%	90.7%	
息税前利润 (EBIT)	1,540	1,649	1,882	2,130	2,555	2,956	资产总计	11,074	12,325	17,743	24,233	25,586
%销售收入	27.9%	29.3%	30.5%	31.4%	28.5%	29.8%	短期借款	0	0	0	4,924	3,993
财务费用	36	48	6	-159	-214	-182	应付款项	1,581	1,910	2,186	2,288	3,151
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.1%	2.3%	2.4%	1.8%	其他流动负债	431	459	423	513	693
资产减值损失	-10	32	-19	-7	-2	-1	流动负债	2,012	2,369	2,609	7,725	7,838
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1
投资收益	10	18	30	30	30	30	其他长期负债	205	183	4,260	1,125	1,125
%销售收入	0.6%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	负债总计	2,217	2,552	6,869	8,850	8,963
息税前利润	0.6%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	普通股股东权益	8,491	9,571	10,767	15,266	16,495
营业利润	1,576	1,747	1,900	1,994	2,369	2,802	少数股东权益	366	201	108	118	128
营业利润率	28.5%	31.1%	30.8%	29.4%	26.4%	28.2%	负债股东权益合计	11,074	12,325	17,743	24,233	25,586
营业外收支	-26	5	5	40	5	5						
税前利润	1,550	1,752	1,905	2,034	2,374	2,807						
利润率	28.0%	31.2%	30.9%	30.0%	26.5%	28.3%						
所得税	-393	-458	-513	-529	-617	-730						
所得税率	25.3%	26.1%	26.9%	26.0%	26.0%	26.0%						
净利润	1,157	1,295	1,392	1,505	1,757	2,077						
少数股东损益	69	41	-2	10	10	10						
归属于母公司的净利润	1,088	1,253	1,394	1,495	1,747	2,067						
净利率	19.7%	22.3%	22.6%	22.0%	19.5%	20.8%						
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析					
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	1,157	1,295	1,392	1,505	1,757	2,077	每股指标					
非现金支出	680	523	599	577	996	1,075	每股收益	0.946	1.090	1.212	0.723	0.844
非经营收益	-64	-106	-31	111	199	168	每股净资产	7.383	8.323	9.362	7.377	7.971
营运资金变动	48	20	-14	253	700	277	每股经营现金净流	1.583	1.505	1.693	1.182	1.765
经营活动现金净流	1,820	1,731	1,947	2,446	3,652	3,598	每股股利	0.290	0.320	0.370	0.230	0.250
资本开支	-96	-3,165	-5,293	-7,068	-1,999	-1,001						
投资	0	0	-81	-1	0	0	回报率					
其他	20	18	30	30	30	30	净资产收益率	12.81%	13.09%	12.95%	9.79%	10.59%
投资活动现金净流	-76	-3,147	-5,345	-7,039	-1,969	-971	总资产收益率	9.82%	10.17%	7.86%	6.17%	6.83%
股权募资	0	0	0	3,480	0	0	投入资本收益率	12.93%	12.43%	9.79%	7.75%	9.16%
债权募资	0	0	3,455	1,787	-931	-1,803	增长率					
其他	-396	-348	-420	-663	-752	-824	主营业务收入增长率	7.51%	1.67%	9.73%	9.99%	32.13%
筹资活动现金净流	-396	-348	3,035	4,603	-1,683	-2,627	EBIT增长率	17.32%	7.11%	14.13%	13.15%	19.96%
现金净流量	1,348	-1,764	-363	10	0	0	净利润增长率	21.53%	15.21%	11.23%	7.27%	16.83%
							总资产增长率	11.30%	11.30%	43.97%	36.58%	5.58%
							资产管理能力					
							应收账款周转天数	40.8	40.6	40.4	40.0	40.0
							存货周转天数	6.3	7.5	7.1	7.0	7.0
							应付账款周转天数	10.1	10.6	14.8	12.0	12.0
							固定资产周转天数	431.4	480.6	415.3	352.5	796.7
							偿债能力					
							净负债/股东权益	-35.37%	-13.67%	19.93%	25.51%	18.01%
							EBIT利息保障倍数	-42.8	-34.6	-292.5	13.4	12.0
							资产负债率	20.02%	20.71%	38.71%	36.52%	35.03%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	14	14	14
增持	0	3	5	5	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.26	1.26	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-01	买入	13.51	18.50~18.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD