

白云机场 (600004.SH)

航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

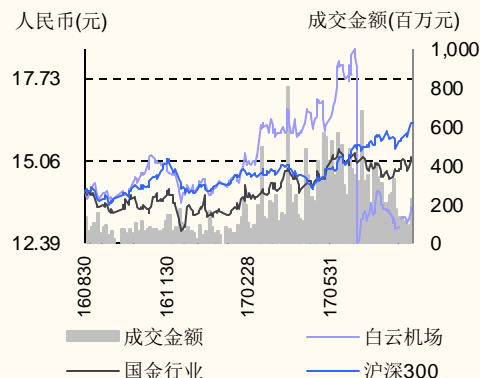
市场价格 (人民币): 13.75 元

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

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



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

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

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，给与“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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,528	5,620	6,167	6,783	8,963	9,930
增长率		1.7%	9.7%	10.0%	32.1%	10.8%
主营业务成本	-3,393	-3,366	-3,724	-4,029	-5,583	-6,061
%销售收入	61.4%	59.9%	60.4%	59.4%	62.3%	61.0%
毛利	2,135	2,254	2,443	2,754	3,380	3,869
%销售收入	38.6%	40.1%	39.6%	40.6%	37.7%	39.0%
营业税金及附加	-47	-46	-66	-68	-90	-99
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-93	-103	-101	-115	-152	-169
%销售收入	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-456	-456	-393	-441	-583	-645
%销售收入	8.2%	8.1%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	1,540	1,649	1,882	2,130	2,555	2,956
%销售收入	27.9%	29.3%	30.5%	31.4%	28.5%	29.8%
财务费用	36	48	6	-159	-214	-182
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.1%	2.3%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-10	32	-19	-7	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	18	30	30	30	30
%税前利润	0.6%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%
营业利润	1,576	1,747	1,900	1,994	2,369	2,802
营业利润率	28.5%	31.1%	30.8%	29.4%	26.4%	28.2%
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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,157	1,295	1,392	1,505	1,757	2,077
非现金支出	680	523	599	577	996	1,075
非经营收益	-64	-106	-31	111	199	168
营运资金变动	48	20	-14	253	700	277
经营活动现金净流	1,820	1,731	1,947	2,446	3,652	3,598
资本开支	-96	-3,165	-5,293	-7,068	-1,999	-1,001
投资	0	0	-81	-1	0	0
其他	20	18	30	30	30	30
投资活动现金净流	-76	-3,147	-5,345	-7,039	-1,969	-971
股权募资	0	0	0	3,480	0	0
债权募资	0	0	3,455	1,787	-931	-1,803
其他	-396	-348	-420	-663	-752	-824
筹资活动现金净流	-396	-348	3,035	4,603	-1,683	-2,627
现金净流量	1,348	-1,764	-363	10	0	0

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,133	1,336	990	1,000	1,000	1,000
应收款项	782	768	917	922	1,218	1,349
存货	65	73	72	77	107	116
其他流动资产	31	36	115	46	62	67
流动资产	4,011	2,213	2,094	2,045	2,387	2,532
%总资产	36.2%	18.0%	11.8%	8.4%	9.3%	9.9%
长期投资	301	283	286	287	286	286
固定资产	6,548	9,505	14,964	21,501	22,513	22,444
%总资产	59.1%	77.1%	84.3%	88.7%	88.0%	87.5%
无形资产	25	62	52	51	51	52
非流动资产	7,063	10,111	15,649	22,188	23,199	23,131
%总资产	63.8%	82.0%	88.2%	91.6%	90.7%	90.1%
资产总计	11,074	12,325	17,743	24,233	25,586	25,663
短期借款	0	0	0	4,924	3,993	2,189
应付款项	1,581	1,910	2,186	2,288	3,151	3,430
其他流动负债	431	459	423	513	693	839
流动负债	2,012	2,369	2,609	7,725	7,838	6,458
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	205	183	4,260	1,125	1,125	1,125
负债	2,217	2,552	6,869	8,850	8,963	7,584
普通股股东权益	8,491	9,571	10,767	15,266	16,495	17,942
少数股东权益	366	201	108	118	128	138
负债股东权益合计	11,074	12,325	17,743	24,233	25,586	25,663

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.946	1.090	1.212	0.723	0.844	0.999
每股净资产	7.383	8.323	9.362	7.377	7.971	8.670
每股经营现金净流	1.583	1.505	1.693	1.182	1.765	1.739
每股股利	0.290	0.320	0.370	0.230	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	12.81%	13.09%	12.95%	9.79%	10.59%	11.52%
总资产收益率	9.82%	10.17%	7.86%	6.17%	6.83%	8.06%
投入资本收益率	12.93%	12.43%	9.79%	7.75%	9.16%	10.78%
增长率						
主营业务收入增长率	7.51%	1.67%	9.73%	9.99%	32.13%	10.79%
EBIT 增长率	17.32%	7.11%	14.13%	13.15%	19.96%	15.68%
净利润增长率	21.53%	15.21%	11.23%	7.27%	16.83%	18.35%
总资产增长率	11.30%	11.30%	43.97%	36.58%	5.58%	0.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.8	40.6	40.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	6.3	7.5	7.1	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	10.1	10.6	14.8	12.0	12.0	12.0
固定资产周转天数	431.4	480.6	415.3	352.5	796.7	698.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.37%	-13.67%	19.93%	25.51%	18.01%	6.58%
EBIT 利息保障倍数	-42.8	-34.6	-292.5	13.4	12.0	16.2
资产负债率	20.02%	20.71%	38.71%	36.52%	35.03%	29.55%

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