

白云机场 (600004)

三季度业绩稳健增长，继续看好长期投资价值

事件

白云机场披露三季报，前三季度营业收入 49.18 亿，同比增长 8.47%，归母净利润 11.77 亿，同比增长 11.33%，基本每股收益 0.57 元。

航空主业仍保持较快增长，非航亦应有明显贡献，收入增速稳健

三季度白云机场实现航班起降架次 11.91 万架次，同比增长 6.6%，增速环比上升 0.84 个百分点，旅客吞吐量 1672.70 万人次，同比增长 9.2%，增速环比上升 0.35 个百分点，货邮吞吐量 44.90 万吨，同比增长 7.8%，增速环比上升 0.53 个百分点，总体而言，航空主业增速尚相对稳健。鉴于机场收费改革对公司影响偏中性，而当季 10% 的收入增速又明显高于航空主业增速，因此我们认为三季度非航收入方面亦有明显贡献，保障收入稳健增长。

成本增速有所提高，毛利率小降，费用水平同比改善

三季度公司营业成本 10.57 亿，同比增长 13.2%，略高于收入端增速，毛利率 37.99%，同比小幅下降 1.76 个百分点。费用方面，公司销售、管理费用率延续下降态势，其中销售费用率 0.96%，同比下降 0.4 个百分点，管理费用率 5.63%，同比下降 1.52 个百分点，财务费用方面，由于新建航站楼资金投入造成货币资金减少，财务费用 81 万元，同比小幅增长 409 万元。

新航站楼投产前的平静期，业绩增速平稳且符合预期

2018 年 2 月白云机场 T2 航站楼即将正式投入运行，目前正处于投产前的平静期，航空主业保持增长，非航收入稳定走高，成本端波动不大，业绩增速平稳，当季归母净利 3.96 亿元，同比增长 9.36%，基本符合预期。

投资建议

新航季民航局严控时刻协调机场容量，或导致四季度航空主业增速有所回落，我们认为短期波动不改航空主业的长期增长前景，且目前白云机场国际线占比仅略超两成，航班结构优化存在巨大空间；非航收入方面，商业招商连超预期贡献收益增量，免税招商结果也并不改变我们对枢纽机场非航价值突出的判断，继续长期看好白云机场市值空间。预计 2017-2019 年公司收入增速 7.7%、28.6%、9.7%，归母净利 15.0 亿、15.2 亿、16.6 亿，同比增速 7.9%、1.4%、9.0%，EPS 分别为 0.93 元、0.74 元、0.80 元，维持“买入”评级，目标价 16 元，对应 2017-2019 年 EPS 的 PE 分别为 17.2 倍、21.6 倍、20 倍。

风险提示：宏观经济下滑，吞吐量增速显著放缓、安全事故

证券研究报告
2017 年 10 月 31 日

投资评级

行业	交通运输/机场
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.06 元
目标价格	16 元
上次目标价	16 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,069.32
流通 A 股股本(百万股)	2,069.32
A 股总市值(百万元)	29,094.65
流通 A 股市值(百万元)	29,094.65
每股净资产(元)	7.04
资产负债率(%)	27.19
一年内最高/最低(元)	20.05/12.55

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

曾凡喆 联系人
zengfanzhe@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《白云机场-公司点评:弱竞争致免税不达预期，民航新政促结构优化》
2017-10-09
- 《白云机场-半年报点评:营收稳健增长，继续看好枢纽机场投资价值》
2017-08-30
- 《白云机场-公司点评:招商连超预期，长期看好商业价值及国际枢纽地位》
2017-07-18

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,619.74	6,166.68	6,644.05	8,546.39	9,379.08
增长率(%)	1.67	9.73	7.74	28.63	9.74
EBITDA(百万元)	2,254.50	2,472.93	2,665.12	3,300.29	3,583.40
净利润(百万元)	1,253.09	1,393.85	1,504.32	1,524.94	1,662.60
增长率(%)	15.21	11.23	7.92	1.37	9.03
EPS(元/股)	1.09	1.21	0.93	0.74	0.80
市盈率(P/E)	23.22	20.87	19.34	19.08	17.50
市净率(P/B)	3.04	2.70	1.88	1.76	1.64
市销率(P/S)	5.18	4.72	4.38	3.40	3.10
EV/EBITDA	6.54	7.25	11.52	9.79	8.30

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,335.89	990.16	332.20	427.32	468.95	营业收入	5,619.74	6,166.68	6,644.05	8,546.39	9,379.08
应收账款	767.69	917.44	869.08	1,374.34	1,113.72	营业成本	3,366.18	3,724.04	4,019.45	5,679.57	6,281.71
预付账款	12.08	21.98	12.91	36.28	19.18	营业税金及附加	45.67	66.25	116.27	149.56	164.13
存货	73.36	71.75	81.91	141.98	99.66	营业费用	102.91	101.00	73.08	94.01	103.17
其他	24.36	92.65	53.18	58.04	66.59	管理费用	455.67	392.99	388.68	470.05	515.85
流动资产合计	2,213.38	2,093.98	1,349.28	2,037.96	1,768.10	财务费用	(47.73)	(6.44)	32.96	112.66	94.49
长期股权投资	100.62	117.16	127.16	137.16	147.16	资产减值损失	(32.35)	19.26	5.20	5.20	5.20
固定资产	7,399.32	7,015.96	6,611.88	19,517.85	18,760.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,106.17	7,948.04	12,098.54	725.83	980.67	投资净收益	17.95	29.93	16.50	18.50	22.50
无形资产	22.80	22.31	59.14	910.21	862.43	其他	(35.89)	(59.86)	(33.00)	(37.00)	(45.00)
其他	482.46	546.01	466.86	469.24	494.69	营业利润	1,747.34	1,899.52	2,024.91	2,053.84	2,237.03
非流动资产合计	10,111.37	15,649.48	19,363.58	21,760.30	21,245.07	营业外收入	32.75	10.70	16.52	15.11	19.23
资产总计	12,324.75	17,743.46	20,712.86	23,798.26	23,013.17	营业外支出	27.81	5.50	4.50	4.10	5.00
短期借款	0.00	0.00	1,135.28	2,268.07	1,496.17	利润总额	1,752.27	1,904.71	2,036.93	2,064.85	2,251.26
应付账款	1,824.31	2,141.47	1,978.57	2,113.87	2,416.64	所得税	457.70	512.77	529.60	536.86	585.33
其他	544.73	467.05	688.10	550.30	686.38	净利润	1,294.57	1,391.94	1,507.33	1,527.99	1,665.93
流动负债合计	2,369.03	2,608.52	3,801.96	4,932.24	4,599.20	少数股东损益	41.48	(1.91)	3.01	3.06	3.33
长期借款	0.00	0.00	1,155.91	1,718.82	0.00	归属于母公司净利润	1,253.09	1,393.85	1,504.32	1,524.94	1,662.60
应付债券	0.00	3,157.99	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.09	1.21	0.93	0.74	0.80
其他	183.09	1,102.48	160.23	481.93	581.55						
非流动负债合计	183.09	4,260.47	1,316.14	2,200.75	581.55						
负债合计	2,552.12	6,868.99	5,118.10	7,132.99	5,180.75	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	201.27	107.72	110.73	113.79	117.12	成长能力					
股本	1,150.00	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32	营业收入	1.67%	9.73%	7.74%	28.63%	9.74%
资本公积	3,396.57	3,396.82	6,599.56	6,599.56	6,599.56	营业利润	10.87%	8.71%	6.60%	1.43%	8.92%
留存收益	8,341.65	9,158.95	13,414.71	14,482.16	15,645.98	归属于母公司净利润	15.21%	11.23%	7.92%	1.37%	9.03%
其他	(3,316.85)	(2,939.08)	(6,599.56)	(6,599.56)	(6,599.56)	获利能力					
股东权益合计	9,772.63	10,874.48	15,594.76	16,665.27	17,832.42	毛利率	40.10%	39.61%	39.50%	33.54%	33.02%
负债和股东权益总	12,324.75	17,743.46	20,712.86	23,798.26	23,013.17	净利率	22.30%	22.60%	22.64%	17.84%	17.73%
						ROE	13.09%	12.95%	9.72%	9.21%	9.39%
						ROIC	23.60%	17.39%	12.19%	9.38%	8.73%
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	1,294.57	1,391.94	1,504.32	1,524.94	1,662.60	偿债能力					
折旧摊销	563.17	589.29	607.25	1,133.79	1,251.88	资产负债率	20.71%	38.71%	24.71%	29.97%	22.51%
财务费用	1.14	13.86	32.96	112.66	94.49	净负债率	-9.37%	11.18%	17.45%	14.97%	15.25%
投资损失	(17.95)	(29.93)	(16.50)	(18.50)	(22.50)	流动比率	0.93	0.80	0.35	0.41	0.38
营运资金变动	(54.48)	711.65	(716.82)	(277.01)	824.23	速动比率	0.90	0.78	0.33	0.38	0.36
其它	(47.34)	(720.71)	3.01	3.06	3.33	营运能力					
经营活动现金流	1,739.11	1,956.10	1,414.22	2,478.92	3,814.03	应收账款周转率	7.30	7.32	7.44	7.62	7.54
资本支出	3,546.06	5,135.00	5,342.75	3,206.42	611.58	存货周转率	81.31	84.99	86.48	76.35	77.63
长期投资	9.93	16.54	10.00	10.00	10.00	总资产周转率	0.48	0.41	0.35	0.38	0.40
其他	(6,703.18)	(10,496.11)	(9,736.75)	(6,726.04)	(1,310.28)	每股指标(元)					
投资活动现金流	(3,147.19)	(5,344.57)	(4,384.00)	(3,509.62)	(688.70)	每股收益	1.09	1.21	0.93	0.74	0.80
债权融资	0.00	3,157.99	2,291.20	3,986.89	1,496.17	每股经营现金流	0.84	0.95	0.68	1.20	1.84
股权融资	215.11	393.09	3,638.23	(105.46)	(87.00)	每股净资产	4.63	5.20	7.48	8.00	8.56
其他	(561.94)	(510.86)	(3,617.60)	(2,755.62)	(4,492.87)	估值比率					
筹资活动现金流	(346.83)	3,040.21	2,311.82	1,125.81	(3,083.70)	市盈率	23.22	20.87	19.34	19.08	17.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	3.04	2.70	1.88	1.76	1.64
现金净增加额	(1,754.91)	(348.25)	(657.96)	95.12	41.63	EV/EBITDA	6.54	7.25	11.52	9.79	8.30
						EV/EBIT	8.68	9.47	14.92	14.91	12.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com