

能源与环境研究中心

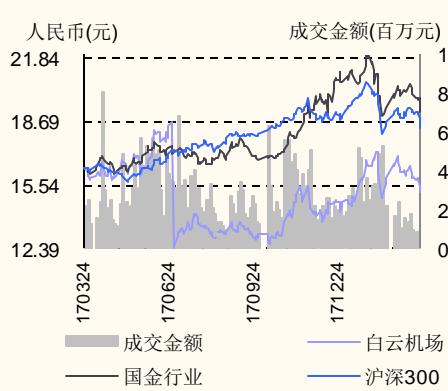
白云机场(600004.SH)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 15.23元

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)	31,515.75
年内股价最高最低(元)	18.67/12.39
沪深300指数	3904.94
上证指数	3152.76



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	0.768	0.799	0.933
每股净资产(元)	8.32	9.36	7.38	7.93	8.59
每股经营性现金流(元)	1.51	1.69	1.82	1.37	1.55
市盈率(倍)	13.06	11.63	19.13	18.39	15.75
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%	14.06%	4.03%	16.77%
净资产收益率(%)	13.09%	12.95%	10.40%	10.07%	10.87%
总股本(百万股)	1,150.00	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32

来源:公司年报、国金证券研究所

业绩快报

- 公司发布2017年业绩快报,实现营业收入67.62亿元,同比增长9.65%;实现归母净利润15.96亿元,同比增长14.49%,符合预期。

经营分析

- 四季度流量增长稍缓,等待T2投产增速再回升:白云机场在经历了2016年3月以来的时刻放量后,2017年流量增速有所提高(飞机起降架次2017年6.8%vs2016年6.2%、旅客吞吐量2017年10.1%vs2016年8.2%)。2017Q4开始略有下降,飞机起降架次同增6.5%(2016年同期8.9%),旅客吞吐量同增10.2%(2016年同期12.0%)。不过我们认为白云机场增速不会继续下降,4月26日T2航站楼投产后,流量或将再次回升至高位。
- Q4营收加速,进境免税或已开始增厚业绩:公司虽然Q4流量有所放缓,但营收加速,实现18.4亿元,同增12.9%,大幅度高于流量增速。我们认为,这或是由于T1进境免税店已经开始增厚营收。T2启用前,T1每月可贡献营收增量0.13亿元。受益机场收费标准提高和进境免税店,公司盈利能力提升,2017Q4公司毛利率达到44.9%,相比2016年同期提升4.6pt。
- 债券融资建设T2拉高财务费用,招标延续业绩增长:在2016年发行的可转债转股后,公司仍通过债券融资募集资金,进行T2航站楼的建设。Q4公司新增9.3亿长期借款,另外其他流动负债增加约20亿元,使得公司Q4财务费用增加0.4亿元。目前白云机场产能处于饱和状态,T2航站楼投产后,产能将达到8000万人次,届时产能瓶颈突破,公司将迎来新一轮高速发展。并且免税、广告和商业租赁招标预计提供利润增量。伴随招标结果陆续公布,业绩确定性不断增强,非航业务将覆盖T2新增成本,促进公司净利润延续增长态势。

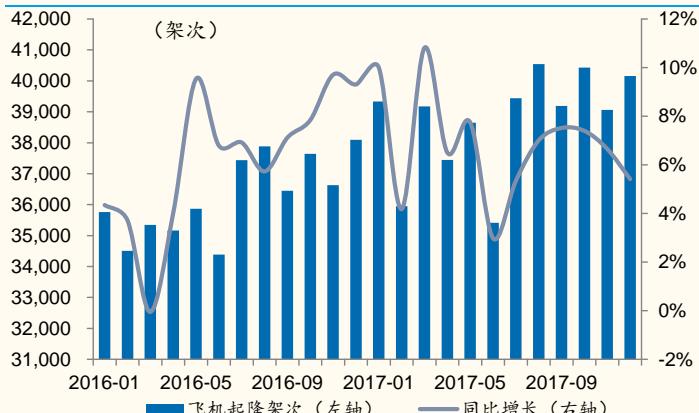
投资建议

- 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,业绩将延续增长态势,预测公司2017~2019年EPS为0.77/0.80/0.93元,对应PE分别为19/18/16倍,维持“买入”评级。

风险提示

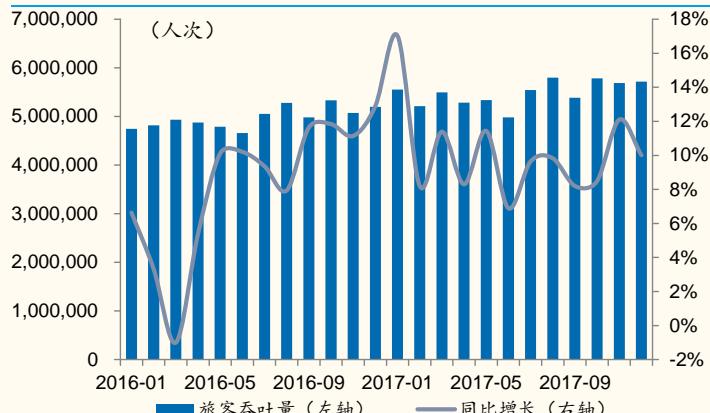
- 招标结果不及预期,突发性事件影响。

图表 1：白云机场飞机起降架次及其增速



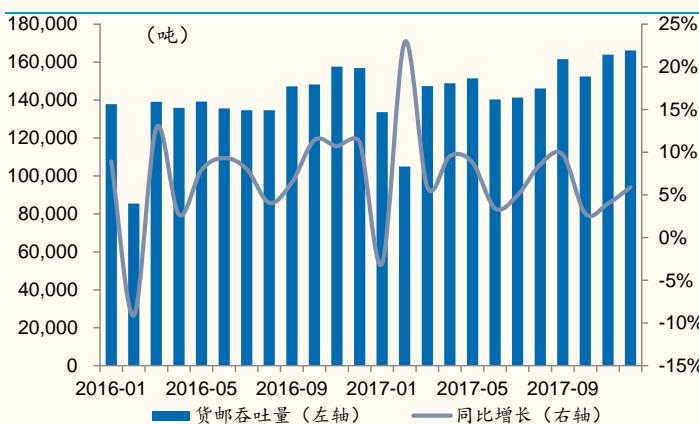
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：白云机场旅客吞吐量及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：白云机场货邮吞吐量及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

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	6,880	8,694	9,705		3,133	1,336	990	2,800	1,000	2,166	
增长率		1.7%	9.7%	11.6%	26.4%	11.6%	应收账款	782	768	917	935	1,040	1,134
主营业务成本	-3,393	-3,366	-3,724	-4,129	-5,697	-6,225	存货	65	73	72	79	109	119
%销售收入	61.4%	59.9%	60.4%	60.0%	65.5%	64.1%	其他流动资产	31	36	115	39	52	56
毛利	2,135	2,254	2,443	2,751	2,998	3,480	流动资产	4,011	2,213	2,094	3,853	2,201	3,475
%销售收入	38.6%	40.1%	39.6%	40.0%	34.5%	35.9%	%总资产	36.2%	18.0%	11.8%	16.8%	9.3%	14.2%
营业税金及附加	-47	-46	-66	-69	-87	-97	长期投资	301	283	286	367	366	366
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	6,548	9,505	14,964	18,343	20,792	20,306
营业费用	-93	-103	-101	-89	-113	-126	%总资产	59.1%	77.1%	84.3%	79.9%	87.5%	82.7%
%销售收入	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	无形资产	25	62	52	51	51	52
管理费用	-456	-456	-393	-447	-565	-631	非流动资产	7,063	10,111	15,649	19,109	21,557	21,071
%销售收入	8.2%	8.1%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	63.8%	82.0%	88.2%	83.2%	90.7%	85.8%
息税前利润(EBIT)	1,540	1,649	1,882	2,146	2,233	2,626	资产总计	11,074	12,325	17,743	22,962	23,757	24,547
%销售收入	27.9%	29.3%	30.5%	31.2%	25.7%	27.1%	短期借款	0	0	0	1,416	824	0
财务费用	36	48	6	-31	-38	-57	应付款项	1,581	1,910	2,186	1,673	2,270	2,469
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.6%	其他流动负债	431	459	423	2,399	2,043	2,095
资产减值损失	-10	32	-19	-8	-1	-1	流动负债	2,012	2,369	2,609	5,488	5,136	4,564
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	950	950	950
投资收益	10	18	30	50	50	50	其他长期负债	205	183	4,260	1,125	1,125	1,125
%销售收入	0.6%	1.0%	1.6%	2.3%	2.2%	1.9%	负债总计	2,217	2,552	6,869	7,562	7,211	6,639
税前利润	1,576	1,747	1,900	2,157	2,244	2,618	普通股股东权益	8,491	9,571	10,767	15,282	16,419	17,770
营业利润率	28.5%	31.1%	30.8%	31.3%	25.8%	27.0%	少数股东权益	366	201	108	118	128	138
营业外收支	-26	5	5	5	5	5	负债股东权益合计	11,074	12,325	17,743	22,962	23,757	24,547
税前利润	1,550	1,752	1,905	2,162	2,249	2,623							
利润率	28.0%	31.2%	30.9%	31.4%	25.9%	27.0%							
所得税	-393	-458	-513	-562	-585	-682							
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	1,600	1,664	1,941							
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	1,590	1,654	1,931							
净利率	19.7%	22.3%	22.6%	23.1%	19.0%	19.9%							
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	2019E	
净利润	1,157	1,295	1,392	1,600	1,664	1,941	每股指标						
非现金支出	680	523	599	633	1,057	1,093	每股收益	0.946	1.090	1.212	0.768	0.799	0.933
非经营收益	-64	-106	-31	17	23	22	每股净资产	7.383	8.323	9.362	7.385	7.934	8.588
营运资金变动	48	20	-14	1,516	92	142	每股经营现金流	1.583	1.505	1.693	1.820	1.370	1.545
经营活动现金净流	1,820	1,731	1,947	3,766	2,836	3,198	每股股利	0.290	0.320	0.370	0.230	0.250	0.280
资本开支	-96	-3,165	-5,293	-4,000	-3,499	-601	回报率						
投资	0	0	-81	-81	0	0	净资产收益率	12.81%	13.09%	12.95%	10.40%	10.07%	10.87%
其他	20	18	30	50	50	50	总资产收益率	9.82%	10.17%	7.86%	6.92%	6.96%	7.87%
投资活动现金净流	-76	-3,147	-5,345	-4,031	-3,449	-551	投入资本收益率	12.93%	12.43%	9.79%	8.93%	9.01%	10.29%
股权募资	0	0	0	3,401	0	0	增长率						
债权募资	0	0	3,455	-772	-592	-824	主营业务收入增长率	7.51%	1.67%	9.73%	11.57%	26.36%	11.62%
其他	-396	-348	-420	-555	-595	-656	EBIT增长率	17.32%	7.11%	14.13%	13.98%	4.05%	17.63%
筹资活动现金净流	-396	-348	3,035	2,075	-1,186	-1,480	净利润增长率	21.53%	15.21%	11.23%	14.06%	4.03%	16.77%
现金净流量	1,348	-1,764	-363	1,810	-1,800	1,166	总资产增长率	11.30%	11.30%	43.97%	29.41%	3.46%	3.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	1	1	3	15
增持	0	0	0	1	10
中性	0	1	1	1	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	2.00	2.00	1.60	1.67

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
2	2017-08-31	买入	13.75	N/A
3	2017-10-31	买入	14.06	N/A
4	2017-11-08	买入	14.72	N/A

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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH