

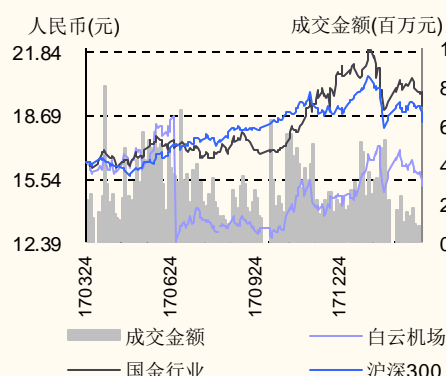
白云机场 (600004.SH) 买入 (维持评级)

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



相关报告

1. 《新政抑制流量增速，非航招标延续业绩增长-白云机场公司点评》，2017.11.8
2. 《业绩平稳增长，静待 T2 投产延续良好表现-白云机场公司点评》，2017.10.31
3. 《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-白云机...》，2017.8.31
4. 《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

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

进境免税加速营收， 等待 T2 放量，招标延续业绩增长

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。

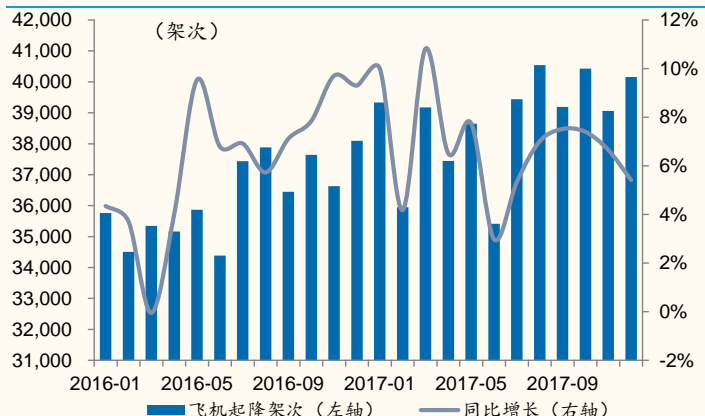
投资建议

- 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

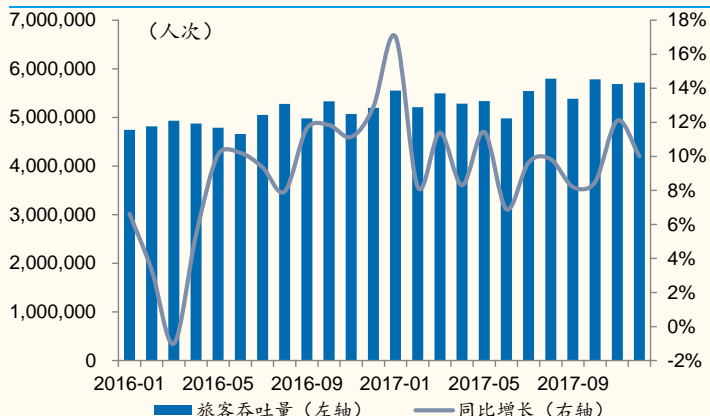
- 招标结果不及预期，突发性事件影响。

图表 1：白云机场飞机起降架次及其增速



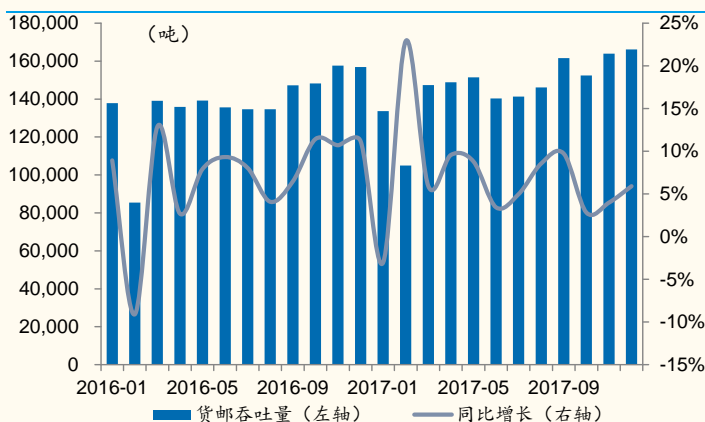
来源：公司公告，国金证券研究所

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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,528	5,620	6,167	6,880	8,694	9,705
增长率		1.7%	9.7%	11.6%	26.4%	11.6%
主营业务成本	-3,393	-3,366	-3,724	-4,129	-5,697	-6,225
%销售收入	61.4%	59.9%	60.4%	60.0%	65.5%	64.1%
毛利	2,135	2,254	2,443	2,751	2,998	3,480
%销售收入	38.6%	40.1%	39.6%	40.0%	34.5%	35.9%
营业税金及附加	-47	-46	-66	-69	-87	-97
%销售收入	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-93	-103	-101	-89	-113	-126
%销售收入	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-456	-456	-393	-447	-565	-631
%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	2,146	2,233	2,626
%销售收入	27.9%	29.3%	30.5%	31.2%	25.7%	27.1%
财务费用	36	48	6	-31	-38	-57
%销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.6%
资产减值损失	-10	32	-19	-8	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	18	30	50	50	50
%税前利润	0.6%	1.0%	1.6%	2.3%	2.2%	1.9%
营业利润	1,576	1,747	1,900	2,157	2,244	2,618
营业利润率	28.5%	31.1%	30.8%	31.3%	25.8%	27.0%
营业外收支	-26	5	5	5	5	5
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)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,157	1,295	1,392	1,600	1,664	1,941
非现金支出	680	523	599	633	1,057	1,093
非经营收益	-64	-106	-31	17	23	22
营运资金变动	48	20	-14	1,516	92	142
经营活动现金净流	1,820	1,731	1,947	3,766	2,836	3,198
资本开支	-96	-3,165	-5,293	-4,000	-3,499	-601
投资	0	0	-81	-81	0	0
其他	20	18	30	50	50	50
投资活动现金净流	-76	-3,147	-5,345	-4,031	-3,449	-551
股权募资	0	0	0	3,401	0	0
债权募资	0	0	3,455	-772	-592	-824
其他	-396	-348	-420	-555	-595	-656
筹资活动现金净流	-396	-348	3,035	2,075	-1,186	-1,480
现金净流量	1,348	-1,764	-363	1,810	-1,800	1,166

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2,800	1,000	2,166
应收账款	782	768	917	935	1,040	1,134
存货	65	73	72	79	109	119
其他流动资产	31	36	115	39	52	56
流动资产	4,011	2,213	2,094	3,853	2,201	3,475
%总资产	36.2%	18.0%	11.8%	16.8%	9.3%	14.2%
长期投资	301	283	286	367	366	366
固定资产	6,548	9,505	14,964	18,343	20,792	20,306
%总资产	59.1%	77.1%	84.3%	79.9%	87.5%	82.7%
无形资产	25	62	52	51	51	52
非流动资产	7,063	10,111	15,649	19,109	21,557	21,071
%总资产	63.8%	82.0%	88.2%	83.2%	90.7%	85.8%
资产总计	11,074	12,325	17,743	22,962	23,757	24,547
短期借款	0	0	0	1,416	824	0
应付款项	1,581	1,910	2,186	1,673	2,270	2,469
其他流动负债	431	459	423	2,399	2,043	2,095
流动负债	2,012	2,369	2,609	5,488	5,136	4,564
长期贷款	0	0	0	950	950	950
其他长期负债	205	183	4,260	1,125	1,125	1,125
负债	2,217	2,552	6,869	7,562	7,211	6,639
普通股股东权益	8,491	9,571	10,767	15,282	16,419	17,770
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	22,962	23,757	24,547

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.946	1.090	1.212	0.768	0.799	0.933
每股净资产	7.383	8.323	9.362	7.385	7.934	8.588
每股经营现金净流	1.583	1.505	1.693	1.820	1.370	1.545
每股股利	0.290	0.320	0.370	0.230	0.250	0.280
回报率						
净资产收益率	12.81%	13.09%	12.95%	10.40%	10.07%	10.87%
总资产收益率	9.82%	10.17%	7.86%	6.92%	6.96%	7.87%
投入资本收益率	12.93%	12.43%	9.79%	8.93%	9.01%	10.29%
增长率						
主营业务收入增长率	7.51%	1.67%	9.73%	11.57%	26.36%	11.62%
EBIT增长率	17.32%	7.11%	14.13%	13.98%	4.05%	17.63%
净利润增长率	21.53%	15.21%	11.23%	14.06%	4.03%	16.77%
总资产增长率	11.30%	11.30%	43.97%	29.41%	3.46%	3.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.8	40.6	40.4	40.0	35.0	35.0
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	20.0	19.0	18.0
固定资产周转天数	431.4	480.6	415.3	418.8	833.1	720.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.37%	-13.67%	19.93%	-2.82%	4.68%	-6.79%
EBIT利息保障倍数	-42.8	-34.6	-292.5	68.9	58.5	46.1
资产负债率	20.02%	20.71%	38.71%	32.93%	30.35%	27.04%

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

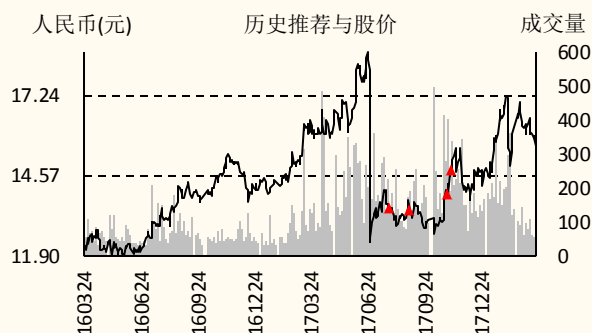
来源：国金证券研究所

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