

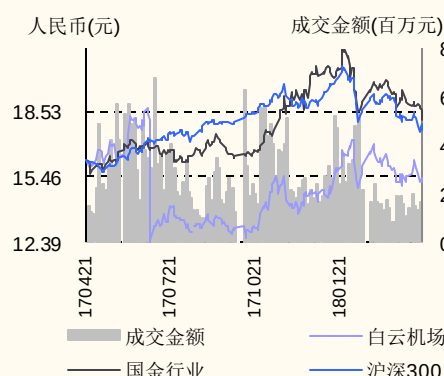
白云机场 (600004.SH) 买入 (维持评级)

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	3760.85
上证指数	3071.54

**相关报告**

- 1.《进境免税加速营收, 等待 T2 放量, 招标延续业绩增长-白云机场公...》, 2018.3.24
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

T2 投产在即, 运能升级瓶颈打开**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.212	0.771	0.784	0.898	1.048
每股净资产(元)	9.36	7.25	7.87	8.56	9.36
每股经营性现金流(元)	1.69	1.04	1.21	1.29	1.62
市盈率(倍)	11.63	19.06	19.41	16.96	14.53
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	11.23%	14.49%	1.72%	14.51%	16.71%
净资产收益率(%)	12.95%	10.63%	9.97%	10.49%	11.20%
总股本(百万股)	1,150.06	2,069.32	2,069.32	2,069.32	2,069.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2017 年年报, 实现营业收入 67.6 亿, 同比增长 9.7%; 实现归母净利润 16.0 亿, 同比增长 14.5%, 每股收益 0.82 元。同时公司发布 2018 年一季报, 实现营业收入 17.2 亿, 同比增长 8.8%; 实现归母净利润 4.3 亿, 同比增长 6.1%, 每股收益 0.21 元, 业绩符合预期。

经营分析

- **国际线成亮点, 17 年流量高速增长, 18 年开始回落:** 目标发展世界级航空枢纽, 公司国际线快速增长, 2017 年新开及复航国际航线 23 条, 完成国际及地区旅客吞吐量 1589 万人次, 同增 17.6%。公司在经历了 2016 年 3 月以来的时刻放量后, 2017Q4 流量增速开始略有下降, 2018 年前 3 月累计飞机起降架次同增 3.1% (前值 8.4%), 旅客吞吐量同增 6.5% (前值 12.2%)。以每天 18 个高峰小时计算, 白云前 3 月时均起降 72.8 架次, 已超过民航局 71 架次/时的高峰小时起降架次。
- **收入增速高于流量增速:** 公司虽然 17Q4 和 18Q1 流量有所放缓, 但营收均高于流量增速, 我们认为, 这或是由于 1) 17 年 4 月民航局提高机场内航内线收费标准; 2) 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。同时 18Q1 毛利率提高 1.0pct 至 39.7%。
- **T2 投产公司资金压力将缓解:** T2 航站区工程投资总额 136 亿元, 近年公司资金压力较大。16 年发行可转债 35 亿元, 17 年共发行超短期融资券 30 亿元, 并增加长期借款 9.5 亿元, 使得 17 年利息支出增加 3.7 亿元。不过 T2 航站楼 4 月 26 日投产, 资本支出暂告段落, 公司资金压力将逐渐减小。
- **等待 T2 投产增速再回升, 招标延续业绩增长:** T2 航站楼投产后, 产能将达到 8000 万人次, 且近期白云准点率维持高位, 或将获得高峰容量再次提高, 届时产能瓶颈突破, 公司流量增速或将回到高位。并且免税、广告和商业租赁招标预计提供利润增量, 非航业务将覆盖 T2 新增成本约 10 亿元, 促进公司净利润延续增长态势。

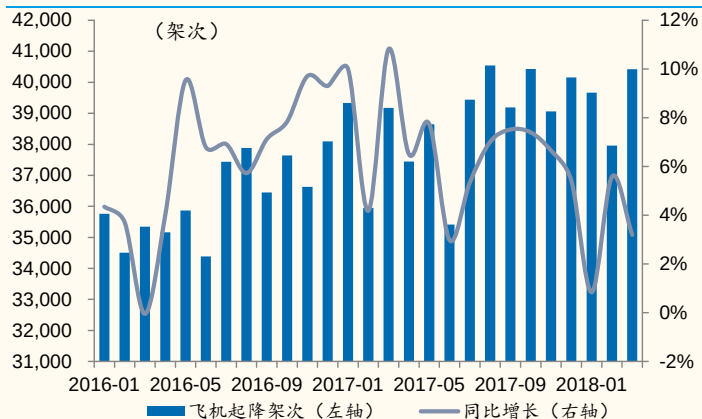
投资建议

- 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 2018-2020 年 EPS 为 0.78/0.90/1.05 元, 对应 PE 分别为 19/17/15 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

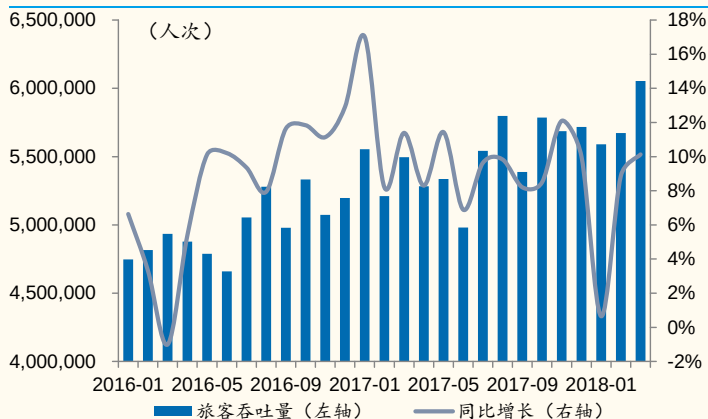
- 招标结果不及预期, 突发性事件影响, 流量增长不达预期。

图表 1：白云机场飞机起降架次及其增速



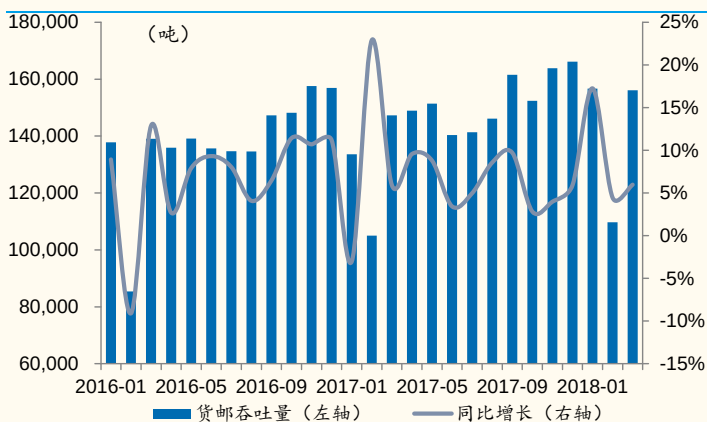
来源：公司公告，国金证券研究所

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)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	5,620	6,167	6,762	8,310	9,639	10,528
增长率		9.7%	9.6%	22.9%	16.0%	9.2%
主营业务成本	-3,366	-3,724	-4,019	-5,403	-6,343	-6,777
%销售收入	59.9%	60.4%	59.4%	65.0%	65.8%	64.4%
毛利	2,254	2,443	2,743	2,907	3,295	3,752
%销售收入	40.1%	39.6%	40.6%	35.0%	34.2%	35.6%
营业税金及附加	-46	-66	-88	-83	-96	-105
%销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-103	-101	-88	-125	-145	-158
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-456	-393	-423	-540	-627	-684
%销售收入	8.1%	6.4%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	1,649	1,882	2,143	2,159	2,428	2,804
%销售收入	29.3%	30.5%	31.7%	26.0%	25.2%	26.6%
财务费用	48	6	-39	-54	-42	-19
%销售收入	-0.8%	-0.1%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%
资产减值损失	32	-19	-19	-10	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	30	80	100	130	150
%税前利润	1.0%	1.6%	3.7%	4.5%	5.2%	5.1%
营业利润	1,747	1,900	2,165	2,195	2,514	2,933
营业利润率	31.1%	30.8%	32.0%	26.4%	26.1%	27.9%
营业外收支	5	5	1	5	5	5
税前利润	1,752	1,905	2,166	2,200	2,519	2,938
利润率	31.2%	30.9%	32.0%	26.5%	26.1%	27.9%
所得税	-458	-513	-565	-572	-655	-764
所得税率	26.1%	26.9%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	1,295	1,392	1,601	1,628	1,864	2,174
少数股东损益	41	-2	5	5	5	5
归属于母公司的净利润	1,253	1,394	1,596	1,623	1,859	2,169
净利率	22.3%	22.6%	23.6%	19.5%	19.3%	20.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,295	1,392	1,601	1,628	1,864	2,174
非现金支出	523	599	623	917	1,423	1,456
非经营收益	-106	-31	75	7	-52	-89
营运资金变动	20	-14	-155	-59	-563	-189
经营活动现金净流	1,731	1,947	2,144	2,494	2,672	3,352
资本开支	-3,165	-5,293	-4,034	-3,993	-600	-602
投资	0	-81	-30	-81	-80	-80
其他	18	30	6	100	130	150
投资活动现金净流	-3,147	-5,345	-4,058	-3,974	-550	-532
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	0	3,455	4,370	1,908	-3,296	0
其他	-348	-420	-617	-464	-497	-583
筹资活动现金净流	-348	3,035	3,753	1,444	-3,793	-583
现金净流量	-1,764	-363	1,839	-37	-1,671	2,237

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,336	990	2,837	2,800	1,129	3,366
应收账款	768	917	1,020	1,212	1,432	1,592
存货	73	72	79	104	122	130
其他流动资产	36	115	177	22	25	26
流动资产	2,213	2,094	4,113	4,137	2,707	5,114
%总资产	18.0%	11.8%	18.3%	16.1%	11.5%	20.3%
长期投资	283	286	374	455	534	614
固定资产	9,505	14,964	17,697	20,791	19,971	19,118
%总资产	77.1%	84.3%	78.6%	80.8%	84.8%	75.9%
无形资产	62	52	51	55	61	66
非流动资产	10,111	15,649	18,407	21,579	20,843	20,075
%总资产	82.0%	88.2%	81.7%	83.9%	88.5%	79.7%
资产总计	12,325	17,743	22,520	25,716	23,550	25,190
短期借款	0	0	1,420	3,296	0	0
应付款项	1,910	2,186	1,606	1,562	1,672	1,619
其他流动负债	459	423	2,355	2,407	1,977	2,012
流动负债	2,369	2,609	5,382	7,265	3,649	3,631
长期贷款	0	0	950	950	950	950
其他长期负债	183	4,260	1,088	1,125	1,125	1,125
负债	2,552	6,869	7,420	9,340	5,724	5,706
普通股股东权益	9,571	10,767	15,006	16,278	17,723	19,375
少数股东权益	201	108	94	99	104	109
负债股东权益合计	12,325	17,743	22,520	25,716	23,550	25,190

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.090	1.212	0.771	0.784	0.898	1.048
每股净资产	8.323	9.362	7.252	7.866	8.564	9.363
每股经营现金净流	1.505	1.693	1.036	1.205	1.291	1.620
每股股利	0.320	0.370	0.240	0.170	0.200	0.250
回报率						
净资产收益率	13.09%	12.95%	10.63%	9.97%	10.49%	11.20%
总资产收益率	10.17%	7.86%	7.09%	6.31%	7.89%	8.61%
投入资本收益率	12.43%	9.79%	9.06%	7.74%	9.56%	10.14%
增长率						
主营业务收入增长率	1.67%	9.73%	9.65%	22.90%	16.00%	9.23%
EBIT增长率	7.11%	14.13%	13.83%	0.76%	12.46%	15.49%
净利润增长率	15.21%	11.23%	14.49%	1.72%	14.51%	16.71%
总资产增长率	11.30%	43.97%	26.92%	14.20%	-8.42%	6.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.6	40.4	43.0	43.0	44.0	45.0
存货周转天数	7.5	7.1	6.9	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	10.6	14.8	20.7	20.0	19.0	18.0
固定资产周转天数	480.6	415.3	464.4	909.1	748.9	652.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.67%	19.93%	-3.09%	8.83%	-1.00%	-12.40%
EBIT利息保障倍数	-34.6	-292.5	55.4	40.2	57.1	145.2
资产负债率	20.71%	38.71%	32.95%	36.32%	24.30%	22.65%

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	0	3	3	4	14
增持	1	3	3	3	9
中性	0	1	2	2	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.71	1.88	1.78	1.68

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
5	2018-03-24	买入	15.23	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