

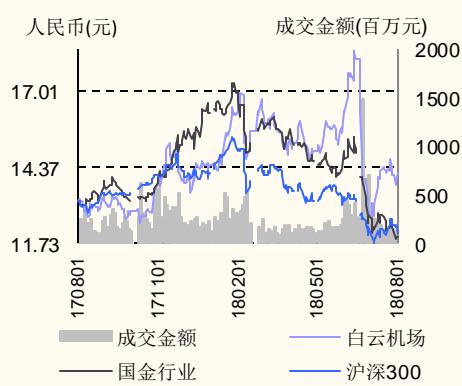
**白云机场(600004.SH)买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 14.16元  
目标价格(人民币): 17.00-17.00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)	29,301.58
年内股价最高最低(元)	18.47/12.38
沪深300指数	3447.39
上证指数	2824.53

**相关报告**

- 《T2投产在即，运能升级瓶颈打开-白云机场公司点评》，2018.4.22
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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...》，2017.8.21

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

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

**广告业务统一模式，枢纽机场非航逻辑强化****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	0.728	0.619	0.723
每股净资产(元)	9.36	7.25	7.78	8.20	8.67
每股经营性现金流(元)	1.69	1.04	1.15	1.00	1.28
市盈率(倍)	11.63	19.06	19.44	22.88	19.58
净利润增长率(%)	11.23%	14.49%	-5.54%	-15.04%	16.84%
净资产收益率(%)	12.95%	10.63%	9.36%	7.55%	8.34%
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**

- 7月31日晚，公司公告广州白云国际广告有限公司和迪岸双赢集团有限公司签署T1航站楼广告媒体经营项目合同。

**经营分析**

- 外包“保底价+超额提成”，统一广告业务经营模式：新T1航站楼广告媒体经营项目合同采用“保底价+超额提成”的计费模式，合同期共58个月，保底价总金额为16.77亿，超额提成率10%，第一年超额提成基准数3.25亿，超额提成基准数年度递增比例15%。本次合同签订后，T1广告业务改为外包经营，与T2航站楼运营模式统一，类比深圳机场，盈利能力将有较大幅度提升。此次将T1广告业务整体向迪岸公司外包，也有利于提升其业务积极性，进而提高白云机场的广告业务收入。
- 高超额提成基准数增幅，枢纽机场非航逻辑不断强化：本合同亮点在于超额提成基准数年度递增比例为15%，大幅高于T2的6%。我们认为这再次体现了市场对于枢纽机场未来非航价值高增长的认同。保底营业收入同样以此增速提高，也打消了市场对于T2广告业务长期分流的担心。同时考虑到T2投产后，对于T1广告业务的短期分流影响，首年保底净利润预计为1.85亿，小于2017年净利润2.2亿，保底额符合预期。
- 航空业务运行平稳，等待放量：2018年1-6月，公司飞机起降架次同比增长3.8%，旅客吞吐量同比增长7.4%，流量增速稍有回落。不过T2投产，预计白云机场有望迎来新一轮放量。民航新政后，白云机场放行正常率明显提高，已经连续9个月高于80%，达到调增机场容量标准。预计白云机场流量增速将稳中有升，航空业务得以稳步发展。

**投资建议**

- 2018年12月后，民航发展基金返还取消，对公司业绩有明显影响。不过白云机场作为门户枢纽，内生增长无忧，流量平稳增长，我们依然坚定看好枢纽机场流量非航变现能力。公司业绩双轮驱动，预计将重新回到上升通道。预计公司2018-2020年归母净利润为15.1/12.8/15.0亿，同比增幅分别为-5.5%/-15.0%/16.8%，EPS为0.73/0.62/0.72元，对应PE分别为19/23/20倍，维持“买入”评级，目标价17元，仍有20%上涨空间。

**风险提示**

- 新建T2成本增量超预期，突发性事件影响，非航业务增长低于预期。

## 外包“保底价+超额提成”，统一广告业务经营模式

- 2018年7月31日晚，白云机场发布公告，全资子公司广州白云国际广告有限公司（以下简称“广告公司”）和迪岸双赢集团有限公司（以下简称“迪岸公司”）签署T1航站楼广告媒体经营项目合同。

新T1航站楼广告媒体经营项目合同采用“保底价+超额提成”的计费模式，迪岸公司向广告公司支付广告发布费。合同期自2018年7月1日起至2023年4月30日止，共58个月。若经营期内，迪岸公司广告运营品质较高，经营效益情况良好，商业诚信记录良好，经营考核合格，合同可延期3年至2026年4月30日。

合同期内广告发布费保底价总金额为16.77亿，超额提成率固定为10%，第一年超额提成基准数3.25亿，超额提成年度递增比例为固定值15%。

**图表1：T1广告合同期内保底广告发布费收入分布**

时间段	金额（万元）
2018.7.1-2019.6.30	26,000.0
2019.7.1-2020.6.30	29,900.0
2020.7.1-2021.6.30	34,385.0
2021.7.1-2022.6.30	39,542.8
2022.7.1-2023.4.30	37,895.1
<b>合计</b>	<b>167,722.9</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

- 早在2017年5月26日，白云机场已与德高广告（上海）有限公司（以下简称“德高公司”）签署T2及GTC（地面交通中心）广告媒体建设经营合同。同样是采用“保底价+超额提成”的计费模式，合同期自T2航站楼正式启用的2018年4月26日至2023年4月25日，共5年整。

合同期内广告发布费保底价总金额为20.29亿，超额提成率固定为10%，第一年超额提成基准数3.60亿，超额提成年度递增比例为固定值6%。

- 本次合同签订后，白云机场T1广告业务运营模式由子公司自营，改为外包经营，与T2航站楼运营模式统一。并且迪岸公司在T1广告媒体经营项目合同签订前，即与白云机场广告公司存在合作，发布T1媒体点位广告。此次将T1广告业务整体向迪岸公司外包，也有利于提升迪岸公司的业务积极性，进而提高白云机场的广告业务收入。

**图表2：T1与T2+GTC广告合同期条款对比**

	T1	T2+GTC
航站楼面积（万平米）	52.3	88.1
合同起止日期	2018/7/1-2023/4/30	2018/4/26-2019/4/25
合同期长(月)	58	60
保底价总金额	16.77	20.29
超额提成率	10%	10%
第一年超额提成基准数（亿）	3.25	3.60
单位超额提成基准数（万元/万平米）	621.4	408.6
超额提成年度递增比例	15%	6%

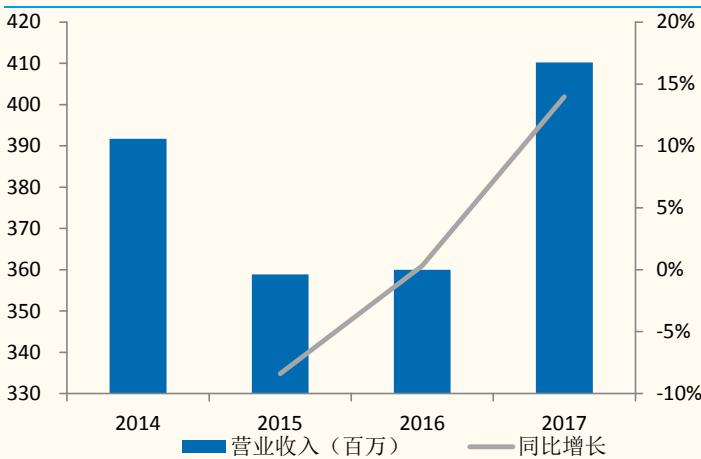
来源：公司公告，国金证券研究所

## 高超额提成基准数增幅，枢纽机场非航逻辑不断强化

- 本次T1广告业务合同的亮点在于超额提成年度递增比例为固定值15%，大幅高于T2超额提成年度递增比例6%。我们认为这再次体现了市场对于枢纽机场未来非航价值高增长的认同。

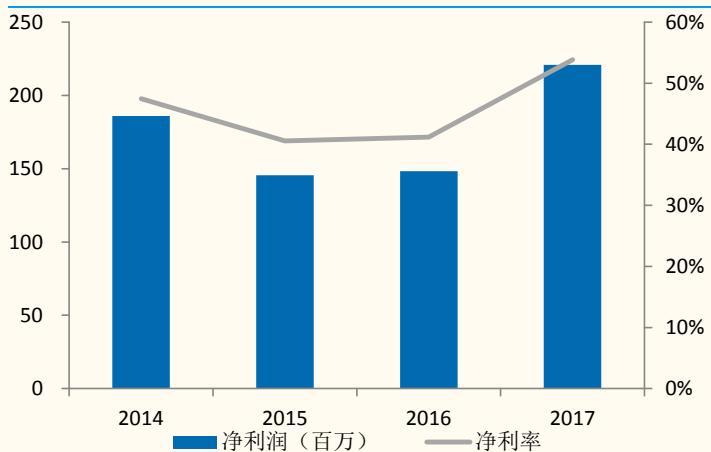
根据公司年报分部信息，白云机场 2017 年广告业务营业收入 4.1 亿，同比增长 14%，营业收入增速在 2017 年大幅提升；同时 2017 年实现净利润 2.2 亿，同比增长 49%，净利润率为 53.7%，与 2016 年相比增长 12.7pct。广告业务或成为公司非航业务重要增长点。

图表 3：白云机场广告业务营业收入及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：白云机场广告业务净利润及净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- T1 广告业务合同首年（2018 年 7 月-2019 年 6 月）保底营业收入 2.6 亿元，类比深圳机场外包广告业务 2017 年营业利润率 95%，预计合同首年保底净利润为  $2.6 * 0.95 * 0.75 = 1.85$  亿，小于 2017 年净利润 2.2 亿，另外第一年超额提成基准数 3.25 亿，对应净利润 2.3 亿，略高于 2017 年广告业务净利润。

我们认为，T1 广告合同保底净利润符合预期。低于 2017 年广告公司净利润，主要是考虑到 T2 投产后，对于 T1 广告业务的分流影响。目前 T1 和 T2 流量约各占白云机场总体流量一半，T2 的投产将使得 T1 的流量较 2017 年显著降低，所以在 T2 广告合同第一年对应保底净利润低于 2017 年 T1 广告业务净利润。

另一方面，T1 广告合同中，超额提成年度递增比例 15%，体现了广告公司对于未来白云机场非航业务高速增长的信心，保底营业收入同样以此增速提高，也打消了市场对于 T2 长期分流的担心。

在消费升级和航空需求旺盛的背景下，我们依然坚定看好枢纽机场流量变现能力。白云机场商业、免税、广告招标陆续落地，高保底将使得非航业务占比不断提升，逐步向国际成熟机场靠拢。

### 航空业务运行平稳，等待放量

- 2018 年 1-6 月，白云机场完成飞机起降架次 23.46 万架次，同比增长 3.8%，相比 2017 年同期增速下降 3.3pct，旅客吞吐量 3423 万人次，同比增长 7.4%，相比 2017 年同期增速下降 3.1pct。

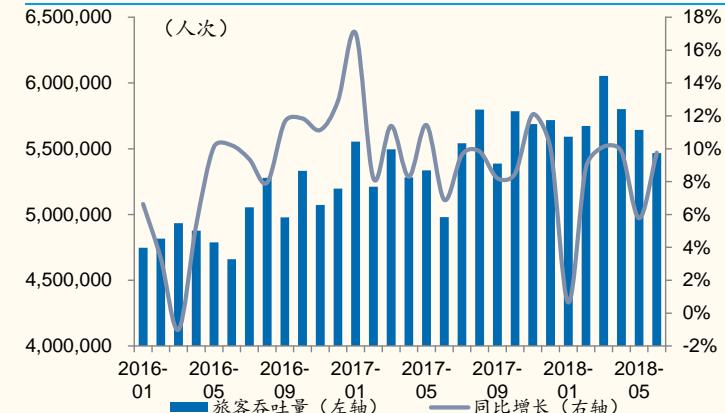
在经过 2016 年下半年和 2017 年放量过程后，高峰小时容量从 65 架次提升至 71 架次，白云机场流量增速在 2018 年稍有回落。

图表 5：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 6：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

不过在 T2 投产后，预计白云机场有望迎来新一轮放量。在民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构 提升航班正点率的若干政策措施》后，白云机场放行正常率有明显提高，已经连续 9 个月高于 80%，达到调增机场容量标准。预计白云机场流量增速将稳中有升，航空业务得以稳步发展。

图表 7：调增机场容量

条件1	最近一年内未发生机场、空管等原因导致的严重不安全事件。
条件2	机场航班放行正常率至少有9个月不低于80%。
备注：必须同时满足两个条件方可调增机场容量	

来源：CAAC，国金证券研究所

图表 8：调减机场容量

情形1	机场航班放行正常率在最近一年内、有9个月低于70%。
情形2	因机场不停航施工、机场净空环境受到破坏等原因导致机场保障能力明显下降。
备注：存在其中一个情形应该调减机场容量	

来源：CAAC，国金证券研究所

## 投资建议

- 2018 年 12 月后，民航发展基金返还取消，对公司业绩有明显影响。不过白云机场作为门户枢纽，内生增长无忧，流量平稳增长，将继续带动非航业务持续高速增长，潜力巨大。虽然 T2 投产相关成本阶梯式上升，公司业绩双轮驱动，预计仍将重新回到上升通道。

预计公司 2018-2020 年归母净利润为 15.1 亿、12.8 亿、15.0 亿，同比增幅分别为 -5.5%、-15.0%、16.8%，EPS 为 0.73 元、0.62 元、0.72 元，对应 PE 分别为 19 倍、23 倍、20 倍，维持“买入”评级，目标价 17 元，对应 2018 年 PE 为 23 倍，对于 2019 年 PE 为 27 倍，仍有 20% 上涨空间。

## 风险提示

- **新建 T2 成本增量超预期。** 新建航站楼投产后，折旧、人工、运营成本增量有超预期可能，对业绩造成压力。
- **非航增长低于预期。** 部分非航新合同尚未生效，并且合同期限及执行尚存在不确定性。
- **突发性事件影响。** 连续出现恶劣气候、大型疾病爆发、旅游目的地游客人数减少等突发性事件，将显著拉低旅客航空出行需求，使得公司流量出现断崖式下跌。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>5,620</b>	<b>6,167</b>	<b>6,762</b>	<b>8,119</b>	<b>8,443</b>	<b>9,179</b>
增长率	9.7%	9.6%	20.1%	4.0%	8.7%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,366</b>	<b>-3,724</b>	<b>-4,019</b>	<b>-5,403</b>	<b>-6,054</b>	<b>-6,459</b>
%销售收入	59.9%	60.4%	59.4%	66.5%	71.7%	70.4%
<b>毛利</b>	<b>2,254</b>	<b>2,443</b>	<b>2,743</b>	<b>2,716</b>	<b>2,388</b>	<b>2,719</b>
%销售收入	40.1%	39.6%	40.6%	33.5%	28.3%	29.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-46</b>	<b>-66</b>	<b>-88</b>	<b>-81</b>	<b>-84</b>	<b>-92</b>
%销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-103</b>	<b>-101</b>	<b>-88</b>	<b>-122</b>	<b>-127</b>	<b>-138</b>
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>管理费用</b>	<b>-456</b>	<b>-393</b>	<b>-423</b>	<b>-528</b>	<b>-549</b>	<b>-597</b>
%销售收入	8.1%	6.4%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>1,649</b>	<b>1,882</b>	<b>2,143</b>	<b>1,986</b>	<b>1,629</b>	<b>1,893</b>
%销售收入	29.3%	30.5%	31.7%	24.5%	19.3%	20.6%
<b>财务费用</b>	<b>48</b>	<b>6</b>	<b>-39</b>	<b>-37</b>	<b>-26</b>	<b>-19</b>
%销售收入	-0.8%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>32</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>18</b>	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>130</b>	<b>150</b>
%销售收入	1.0%	1.6%	3.7%	4.9%	7.5%	7.4%
<b>净利润</b>	<b>1,253</b>	<b>1,394</b>	<b>1,596</b>	<b>1,507</b>	<b>1,281</b>	<b>1,496</b>
<b>净利率</b>	22.3%	22.6%	23.6%	18.6%	15.2%	16.3%

**资产负债表（人民币百万元）**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>1,336</b>	<b>990</b>	<b>2,837</b>	<b>2,000</b>	<b>2,200</b>	<b>2,522</b>
<b>应收账款</b>	<b>768</b>	<b>917</b>	<b>1,020</b>	<b>1,184</b>	<b>1,231</b>	<b>1,338</b>
<b>存货</b>	<b>73</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>104</b>	<b>116</b>	<b>124</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>36</b>	<b>115</b>	<b>177</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,213</b>	<b>2,094</b>	<b>4,113</b>	<b>3,310</b>	<b>3,571</b>	<b>4,009</b>
%总资产	18.0%	11.8%	18.3%	13.3%	14.7%	16.7%
<b>长期投资</b>	<b>283</b>	<b>286</b>	<b>374</b>	<b>455</b>	<b>534</b>	<b>614</b>
<b>固定资产</b>	<b>9,505</b>	<b>14,964</b>	<b>17,697</b>	<b>20,791</b>	<b>19,897</b>	<b>18,993</b>
%总资产	77.1%	84.3%	78.6%	83.5%	81.7%	79.3%
<b>无形资产</b>	<b>62</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>61</b>	<b>66</b>
<b>非流动资产</b>	<b>10,111</b>	<b>15,649</b>	<b>18,407</b>	<b>21,579</b>	<b>20,769</b>	<b>19,951</b>
%总资产	82.0%	88.2%	81.7%	86.7%	85.3%	83.3%
<b>资产总计</b>	<b>12,325</b>	<b>17,743</b>	<b>22,520</b>	<b>24,888</b>	<b>24,341</b>	<b>23,960</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,420</b>	<b>2,652</b>	<b>1,516</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,910</b>	<b>2,186</b>	<b>1,606</b>	<b>1,558</b>	<b>1,732</b>	<b>1,852</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>459</b>	<b>423</b>	<b>2,355</b>	<b>2,405</b>	<b>1,948</b>	<b>1,979</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,369</b>	<b>2,609</b>	<b>5,382</b>	<b>6,615</b>	<b>5,196</b>	<b>3,831</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>183</b>	<b>4,260</b>	<b>1,088</b>	<b>1,125</b>	<b>1,125</b>	<b>1,125</b>
<b>负债</b>	<b>2,552</b>	<b>6,869</b>	<b>7,420</b>	<b>8,690</b>	<b>7,271</b>	<b>5,906</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,571</b>	<b>10,767</b>	<b>15,006</b>	<b>16,100</b>	<b>16,966</b>	<b>17,945</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>201</b>	<b>108</b>	<b>94</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>109</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,325</b>	<b>17,743</b>	<b>22,520</b>	<b>24,888</b>	<b>24,341</b>	<b>23,960</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.090	1.212	0.771	0.728	0.619	0.723
每股净资产	8.323	9.362	7.252	7.780	8.199	8.672
每股经营现金净流	1.505	1.693	1.036	1.148	1.000	1.283
每股股利	0.320	0.370	0.240	0.200	0.200	0.250
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.09%	12.95%	10.63%	9.36%	7.55%	8.34%
总资产收益率	10.17%	7.86%	7.09%	6.06%	5.26%	6.25%
投入资本收益率	12.43%	9.79%	9.06%	7.41%	6.16%	7.36%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.67%	9.73%	9.65%	20.08%	3.98%	8.72%
EBIT增长率	7.11%	14.13%	13.83%	-7.33%	-17.98%	16.25%
净利润增长率	15.21%	11.23%	14.49%	-5.54%	-15.04%	16.84%
总资产增长率	11.30%	43.97%	26.92%	10.52%	-2.20%	-1.56%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	40.6	40.4	43.0	43.0	43.0	43.0
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	20.0	20.0
固定资产周转天数	480.6	415.3	464.4	930.4	851.9	743.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.67%	19.93%	-3.09%	9.89%	1.56%	-8.71%
EBIT利息保障倍数	-34.6	-292.5	55.4	53.1	62.8	102.0
资产负债率	20.71%	38.71%	32.95%	34.92%	29.87%	24.65%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>3.00</b>

来源：贝格数据

### 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
6	2018-04-22	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