

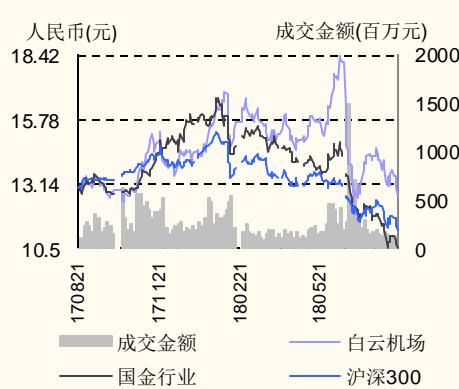
白云机场(600004.SH)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 12.64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)	26,156.21
年内股价最高最低(元)	18.47/12.38
沪深300指数	3229.62
上证指数	2668.97

**相关报告**

- 《广告业务统一模式，枢纽机场非航逻辑强化-2018-08-0...》，2018.8.2
- 《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

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

T2投产成本阶梯式上升，看好非航成长**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	0.682	0.580	0.645
每股净资产(元)	9.36	7.25	7.70	8.08	8.48
每股经营性现金流(元)	1.69	1.04	2.54	0.21	0.79
市盈率(倍)	11.63	19.06	18.54	21.78	19.61
净利润增长率(%)	11.23%	14.49%	-11.60%	-14.86%	11.08%
净资产收益率(%)	12.95%	10.63%	8.85%	7.18%	7.60%
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2018年半年报，营业收入37.2亿，同比增长15.8%；归母净利润7.0亿，同比下滑10.0%，每股收益0.34元，业绩小幅低于预期。

经营分析

- **流量高位放缓，T2非航新协议拉高收入增速：**2017年白云机场经历放量，高基数的前提下，时刻剩余驱紧，造成2018H1公司流量增速高位逐步放缓。与2017年同期相比，飞机起降增速下滑4.0pct，旅客吞吐量增速下滑3.5pct。考虑到T2航站楼投产，公司存在放量需求，若暑运旺季期间仍能保持放行率达到，白云机场或将再次经历放量周期，预计公司流量增速有望再次回到高位。虽然流量增速放缓，但营业收入在本期加速。Q2单季实现营收20.0亿，同比增长22.5%，主要是因为相关免税、广告协议以及商业租赁贡献增量约2.8亿。我们测算，2018年免税、广告、商业可贡献营业收入增量10.9亿。
- **T2成本阶梯式上升拉低业绩：**公司本期业绩低于预期主要由成本端。Q2单季归母净利润2.7亿，同降27.6%。我们认为，公司业绩在Q2大幅下滑，主要是因为T2航站楼投产，人工、折旧和运营成本阶梯式提升，从而拉低业绩。Q2单季营业成本14.9亿，同增52.4%。2018H1营业成本同比共增加5.8亿，我们测算T2航站楼相关成本增量4.7亿，预计全年新增16.0亿。
- **T2投产资金压力仍然存在：**T2航站楼虽然已经投产，但工程款方面仍然存在较大资金压力。根据半年报披露，2018H1二期扩建工程增加金额76.8亿，前期通过自筹和发行债券筹集资金，财务费用显著提高。公司目前仍有借款约40亿，另外本期其他应付款相比期初增加50.1亿，此项增加较大部分为二期扩建工程款。公司每年经营性现金流约20亿，预计需要通过外部融资补充扩建工程资本开支，将会进一步提升财务费用，对业绩造成压力。

投资建议

- 受到民航发展基金政策取消和T2投产影响，公司业绩处于最低迷时期，股价经历调整后存在安全边际。但机场业务运营效率良好，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2020年业绩将重新回到上升通道。公司2018-2020年EPS为0.68/0.58/0.65元，PE对应19/22/20倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 新建T2成本增量超预期，非航增长低于预期，突发性事件影响。

流量高位放缓，T2 新协议拉高收入增速

- 2018年1-6月，白云机场完成飞机起降23.46万架次，旅客吞吐量3422.70万人次，货邮吞吐量89.49万吨，分别同比增长3.5%、7.2%和6.4%。

由于2017年白云机场经历放量过程，高峰小时容量从68架次/小时逐步提高，逼近71架次/小时的容量上限，2017年1-6月飞机起降增速累计同增7.5%，旅客吞吐量累计同增10.7%。

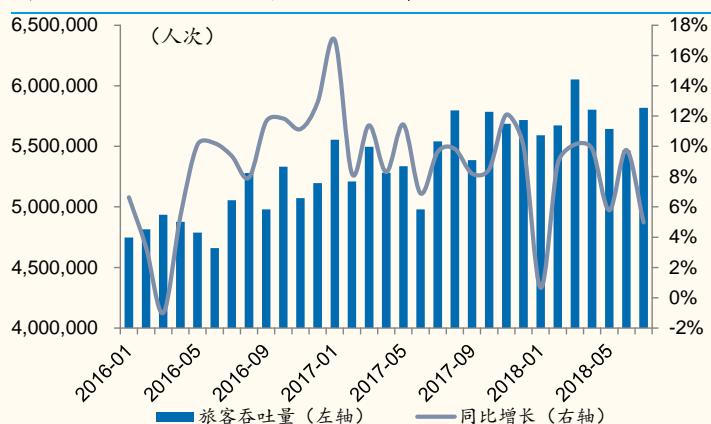
高基数的前提下，白云机场时刻剩余驱紧，造成2018H1公司流量增速高位逐步放缓。与2017年同期相比，飞机起降增速下滑4.0pct，旅客吞吐量增速下滑3.5pct。

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

- 白云机场T2航站楼于2018年4月26日正式启用，航站楼产能扩充至8000万人次/年。目前已包括南方航空、重庆航空、法国航空等共16家航空公司进驻T2航站楼。自从2017年10月民航新政提升准点率，白云机场已经连续9个月航班方向准点率超过80%，达到调升机场容量条件，运营情况优良。考虑到T2航站楼投产，公司存在放量需求，若历史上正常率较低的暑运旺季期间仍能保持正常，白云机场或将再次经历放量周期，预计公司流量增速有望在2018年末至明年再次回到高位。

图表3：白云机场航班正常放行率



来源：Wind，国金证券研究所

- 虽然公司流量增速放缓，但营业收入在本期加速。2018H1 公司实现营业收入 37.2 亿，同比增长 15.8%，Q2 单季实现营收 20.0 亿，同比增长 22.5%，Q1 同比增长 8.8%。

营收在 Q2 单季加速，主要是因为相关免税、广告协议以及商业租赁贡献增量。虽然 T2 投产仅约两个月，但根据新签订协议保底额计算，2018H1 进境免税可贡献 $0.63+2.89/12*2=1.11$ 亿、T2 出境免税可贡献 $0.58/5*2=0.23$ 亿、T2 广告协议可贡献 $3.6/12*2=0.6$ 亿，共计 1.94 亿（为方便计算，假设 T2 航站楼在 2018H1 运营共 2 个月）。另外首期商业租赁招商面积约 2.8 万平米，若按坪效 20000 元/年计算，可贡献 $2.8*2/12*2=0.93$ 亿。则 2018H1 新增协议保底贡献 $1.94+0.93=2.87$ 亿，占比 2018H1 营业收入约 7.7%，若无以上新协议贡献，2018H1 营收约为 34.3 亿，同比增长仅 6.8%，与流量增速相仿，印证测算可参考性。

另外 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，2018 年 7 月开始执行，首年营业收入保底 2.6 亿。公司非航逻辑不断强化，商业有望推动公司营业收入持续高增长。按以上方法测算，2018 年免税、广告、商业可贡献营业收入 $0.63+2.89/12*8+0.58/5*8+3.6/12*8+2.8*2/12*8+2.6/12*6=10.9$ 亿。

图表 4：白云机场营业收入 2018H1 加速



来源：公司公告，国金证券研究所

T2 成本阶梯式增加拉低业绩

- 2018H1 公司实现归母净利润 7.0 亿，同比下降 10.0%，Q2 单季实现归母净利润 2.7 亿，同比下降 27.6%，Q1 同比提升 6.1%。

我们认为，公司业绩在 Q2 大幅下滑，主要是因为 T2 航站楼投产，人工、折旧和运营成本阶梯式提升，从而拉低业绩。2018H1 公司录得营业成本 25.2 亿，同比增长 29.8%，其中 Q2 单季营业成本 14.9 亿，同增 52.4%。

成本的阶梯式上升使得公司毛利下滑明显。2018H1 公司实现毛利 12.0 亿，同比下降 5.7%，毛利率 32.2%，相比 2017 年同期下降 7.3pct；其中 Q2 单季公司毛利 5.1 亿，同比下降 22.0%，毛利率 25.6%，相比 2017 年同期下降 14.6pct。

图表 5：白云机场归母净利润及其增速



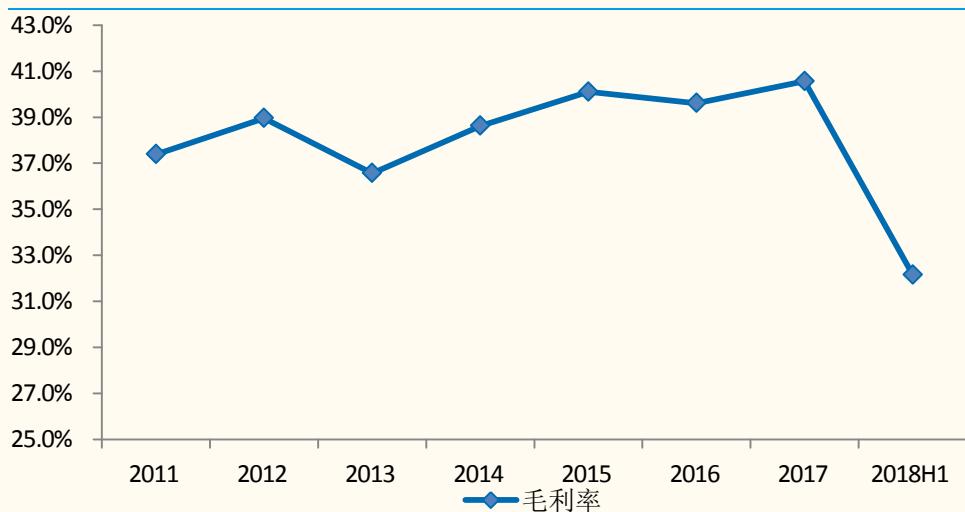
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：白云机场营业成本及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：白云机场毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- T2 航站楼投产，增加成本预计主要在折旧、人工和其他运营成本。2018H1 营业成本共增加 5.8 亿。

折旧方面，白云机场 T2 航站楼扩建工程，投资总额为 136 亿，其中房屋及建筑物约 115 亿，剩余为其他配套设施。按公司折旧方法，房屋及建筑物折旧按 40 年计算，每年新增折旧 2.8 亿元，其他配套设施按平均折旧 10 年计算，每年新增折旧 2.0 亿元。投产后，本期总计将新增 $(2.8+2.0)/12*2=0.8$ 亿折旧。

人工成本方面，截止 2017 年，白云机场共有在职员工 1.37 万人，T2 航站楼投产必将招募大量员工。不过公司本身员工人数相比其他机场较多，可以将 T1 员工转岗至 T2 航站楼工作。虽然增加了一个航站楼，但公司员工人数增长预计仅为 30%，增加 4000 人左右。由于员工上岗需提前培训，假设 4000 名员工 3 月初即已到岗，培训两个月，按照 2017 年年人均工资 13.5 万元计算，2018H1 人工成本增加约 $0.4 \text{ 万人} * 13.5 / 12 * 4 = 1.8$ 亿。

其他运营成本方面，与 T2 航站楼投产相关项为水电费及水电管理费、劳务费和其他运营成本，2017 年总计约为 9.6 亿元，假设 T2 航站楼以上成本与 T1 按产能等比例增加（T1 产能 3500 万，T2 产能 4500 万），则 2018H1 预计提升公司营业成本 $9.6 * 4500 / 3500 / 12 * 2 = 2.1$ 亿。

根据以上测算，T2 航站楼投产直接增加成本 4.7 亿。若除去 T2 所测算新增成本，营业成本为 20.5 亿，同比增长 5.6%，与流量增速相仿，印证测算可参考性。依据以上测算，2018 年 T2 直接新增成本 $(2.8+2.0)/12*8+0.4 \text{ 万人} * 13.5 / 12 * 10 + 9.6 * 4500 / 3500 / 12 * 8 = 16.0$ 亿，T2 航站楼相关

新协议新增 10.9 亿营收无法覆盖新增成本，T2 航站楼投产 2018 年将拉低公司业绩。

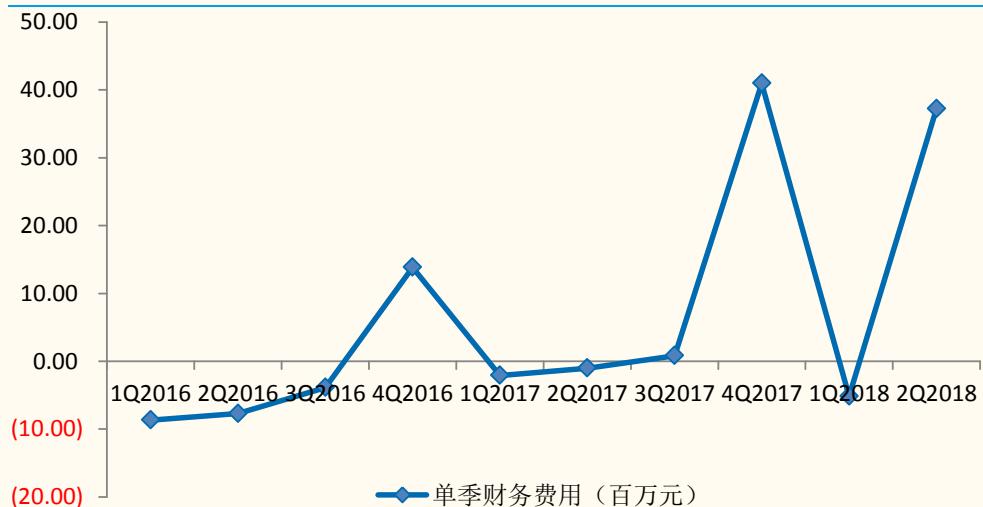
T2 投产资金压力仍然存在

- T2 航站楼投资总额为 136 亿，虽然已经投产，但工程款方面仍然存在较大资金压力。

根据半年报披露，2018H1 二期扩建工程增加金额 76.8 亿，虽然前期通过自筹和发行债券筹集资金，但财务费用显著提高。2018H1 公司录得利息支出 0.46 亿，相比 2017 年同期增加 0.4 亿。

公司目前仍有短期应付债券约 20 亿，短期借款 10 亿，长期借款 9.6 亿，另外本期其他应付款 63.2 亿，相比期初增加 50.1 亿。此项增加较大部分为二期扩建工程工程款，预计需要在未来 1-2 年结清。公司每年经营性现金流约 20 亿，预计需要通过外部融资补充扩建工程资本开支，将会进一步提升财务费用，对于业绩造成压力。

图表 8：白云机场单季财务费用



来源：公司公告，国金证券研究所

民航发展基金取消打击重大，超跌后估值合理

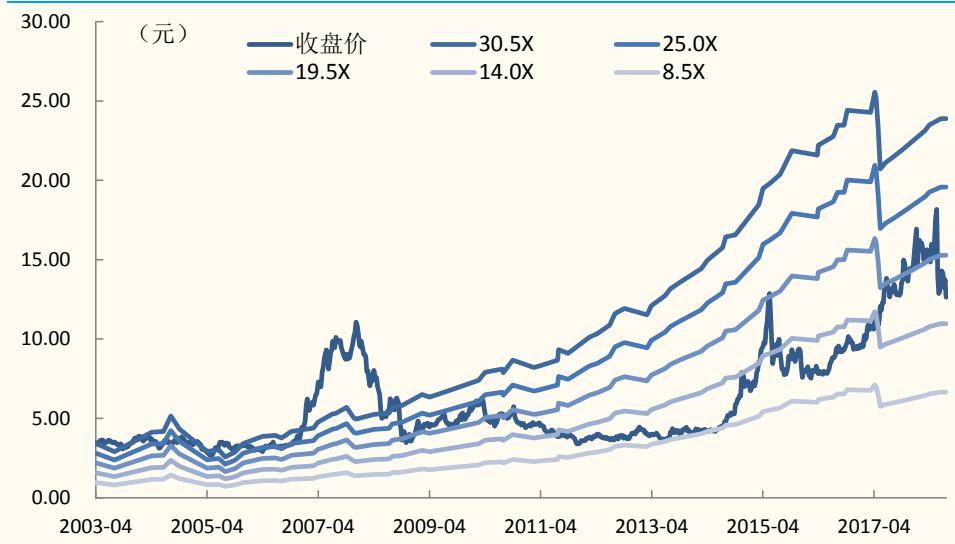
- 公司于 2018 年 6 月 15 日晚公告，取消民航发展基金用于广州白云机场返还作企业收入处理的政策，自 2018 年 12 月开始执行。此政策原先预计延续至 2020 年，提前取消计入白云营收，我们预计 2019 年-2020 年公司业绩减少约 8.5-9 亿。

受到此政策取消影响，公司股价经历大幅调整，目前对应 2018 年 PE 仅 18.5 倍，公司历史 PE 均值约 22 倍，超跌后存在一定安全边际。

不过公司机场业务运营效率良好，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 2020 年业绩将重新回到上升通道。

预计公司 2018-2020 年归母净利润为 14.1 亿、12.0 亿、13.3 亿，同比增幅分别为 -11.6%、-14.9%、11.1%，EPS 为 0.68 元、0.58 元、0.65 元，对应 PE 分别为 19 倍、22 倍、20 倍，维持“买入”评级，目标价 16 元，对应 2018 年 PE 为 23 倍，对于 2019 年 PE 为 27 倍，仍有 25% 上涨空间。维持“买入”评级。

图表 9：白云机场 PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

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
主营业务收入	5,620	6,167	6,762	8,281	8,781	9,522
增长率	9.7%	9.6%	22.5%	6.0%	8.4%	
主营业务成本	-3,366	-3,724	-4,019	-5,715	-6,439	-6,910
%销售收入	59.9%	60.4%	59.4%	69.0%	73.3%	72.6%
毛利	2,254	2,443	2,743	2,566	2,342	2,612
%销售收入	40.1%	39.6%	40.6%	31.0%	26.7%	27.4%
营业税金及附加	-46	-66	-88	-83	-88	-95
%销售收入	0.8%	1.1%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-103	-101	-88	-41	-44	-48
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-456	-393	-423	-497	-527	-571
%销售收入	8.1%	6.4%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润(EBIT)	1,649	1,882	2,143	1,945	1,684	1,898
%销售收入	29.3%	30.5%	31.7%	23.5%	19.2%	19.9%
财务费用	48	6	-39	-98	-176	-218
%销售收入	-0.8%	-0.1%	0.6%	1.2%	2.0%	2.3%
资产减值损失	32	-19	-19	-39	-13	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	30	80	100	130	140
%销售收入	1.0%	1.6%	3.7%	5.2%	8.0%	7.7%
税前利润	1,624	1,872	2,133	1,936	1,674	1,858
营业利润	1,747	1,900	2,165	1,908	1,625	1,805
营业利润率	31.1%	30.8%	32.0%	23.0%	18.5%	19.0%
营业外收支	5	5	1	5	5	5
税前利润	1,752	1,905	2,166	1,913	1,630	1,810
利润率	31.2%	30.9%	32.0%	23.1%	18.6%	19.0%
所得税	-458	-513	-565	-497	-424	-470
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	1,416	1,206	1,339
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	1,411	1,201	1,334
净利率	22.3%	22.6%	23.6%	17.0%	13.7%	14.0%

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	2,000	2,100	2,200
应收账款	768	917	1,020	1,178	1,239	1,332
存货	73	72	79	110	123	133
其他流动资产	36	115	177	19	21	23
流动资产	2,213	2,094	4,113	3,307	3,484	3,688
%总资产	18.0%	11.8%	18.3%	11.7%	12.5%	13.5%
长期投资	283	286	374	390	404	419
固定资产	9,505	14,964	17,697	23,761	23,107	22,431
%总资产	77.1%	84.3%	78.6%	83.9%	83.0%	81.9%
无形资产	62	52	51	589	581	573
非流动资产	10,111	15,649	18,407	25,017	24,369	23,700
%总资产	82.0%	88.2%	81.7%	88.3%	87.5%	86.5%
资产总计	12,325	17,743	22,520	28,324	27,853	27,388
短期借款	0	0	1,420	1,276	1,052	771
应付款项	1,910	2,186	1,606	4,408	2,820	2,279
其他流动负债	459	423	2,355	2,426	1,974	1,510
流动负债	2,369	2,609	5,382	8,109	5,846	4,560
长期贷款	0	0	950	3,050	4,050	4,050
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	12,284	11,021	9,735
普通股股东权益	9,571	10,767	15,006	15,941	16,728	17,545
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	28,324	27,853	27,388

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.090	1.212	0.771	0.682	0.580	0.645
每股净资产	8.323	9.362	7.252	7.703	8.084	8.479
每股经营现金净流	1.505	1.693	1.036	2.536	0.213	0.792
每股股利	0.320	0.370	0.240	0.230	0.200	0.250
回报率						
净资产收益率	13.09%	12.95%	10.63%	8.85%	7.18%	7.60%
总资产收益率	10.17%	7.86%	7.09%	4.98%	4.31%	4.87%
投入资本收益率	12.43%	9.79%	9.06%	7.06%	5.67%	6.24%
增长率						
主营业务收入增长率	1.67%	9.73%	9.65%	22.47%	6.04%	8.44%
EBIT增长率	7.11%	14.13%	13.83%	-9.23%	-13.44%	12.74%
净利润增长率	15.21%	11.23%	14.49%	-11.60%	-14.86%	11.08%
总资产增长率	11.30%	43.97%	26.92%	25.77%	-1.66%	-1.67%
资产管理能力						
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	955.1	865.2	764.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.67%	19.93%	-3.09%	14.50%	17.84%	14.85%
EBIT利息保障倍数	-34.6	-292.5	55.4	19.9	9.6	8.7
资产负债率	20.71%	38.71%	32.95%	43.37%	39.57%	35.54%

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	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
7	2018-08-02	买入	14.16	17.00~17.00

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形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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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