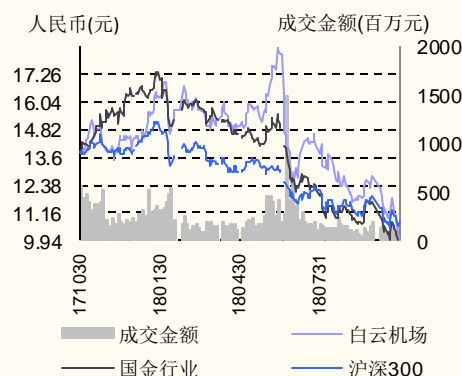


**白云机场 (600004.SH) 买入 (维持评级)****公司点评**

市场价格 (人民币): 9.98 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)	20,651.82
年内股价最高最低(元)	18.47/9.98
沪深 300 指数	3110.26
上证指数	2568.05

**相关报告**

1. 《T2 投产成本阶梯式上升, 看好非航成长-《2018-08-19...》, 2018.8.19
2. 《广告业务统一模式, 枢纽机场非航逻辑强化-《2018-08-0...》, 2018.8.2
3. 《T2 投产在即, 运能升级瓶颈打开-白云机场公司点评》占, 2018.4.22
4. 《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
5. 《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

**成本增速上行, 非航新协议贡献主要营收增量****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	0.640	0.515	0.563
每股净资产(元)	9.36	7.25	7.64	7.91	8.22
每股经营性现金流(元)	1.69	1.04	2.31	0.15	1.02
市盈率(倍)	11.63	19.06	15.58	19.38	17.73
净利润增长率(%)	11.23%	14.49%	-16.96%	-19.60%	9.33%
净资产收益率(%)	12.95%	10.63%	8.38%	6.51%	6.85%
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 2018 前三季度营收 58.03 亿/+17.99%; 归母净利 9.19 亿/-21.93%; 归母扣非净利 9.15 亿元/-23.7%。Q3 单季度营收 20.82 亿元/+22.18%, 归母净利 2.16 亿元/-45.45%。营收符合预期, 净利低于市场预期。

**经营分析**

- **流量增速放缓, T2 非航新协议贡献主要营收增量。**18 年前三季度, 白云机场完成飞机起降 35.46 万架次/+2.75%, 旅客吞吐量 5177.26 万人次/+6.56%, 与去年同期相比, 飞机起降增速下滑 4.17pct, 旅客吞吐量增速下滑 3.53pct; Q3 单季度, 旅客吞吐量同增 4.88%, 环比 Q1 (+6.49%)、Q2 (+8.49%) 进一步放缓。虽然流量增速放缓, 但营收增速未见明显下滑, Q3 单季度营收 20.82 亿元/+22.18%, 较 Q2 仅小幅下滑 0.33pct。我们预计, 相关免税、广告协议及商业租赁贡献增量约 4.43 亿, 占 Q3 单季度营收的 21.3%。我们测算, 2018 年免税、广告、商业可贡献营收增量 10.9 亿。
- **T2 成本增速上行, 致使业绩下滑。**Q3 单季度, 公司营业成本 41.46 亿元/+53.31%, 增速较 Q1 (+5.63%)、Q2 (+51.58%) 持续上行。T2 航站楼投产, 人工、折旧和运营成本阶梯式提升, 致使 Q3 单季归母净利 2.16 亿元/-45.5%。成本上行使得公司毛利下滑明显, Q3 单季公司毛利为 4.6 亿/-28.8%; 毛利率 22.09%, 同比下滑 15.82pct。我们测算 18 年全年 T2 直接新增成本 16 亿元, T2 航站楼相关新协议新增 10.9 亿营收难以覆盖新增成本。
- **T2 投产资金压力仍然存在。**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, Q3 单季财务费用 0.4 亿元, 同增 39 倍, 环比 Q2 提升 8.1%。公司目前仍有借款约 44 亿, 另外本期其他应付款相比期初增加 42.57 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 20-25 亿元, 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**

- 作为门户枢纽, 公司内生增长无忧, 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。但考虑到 T2 投产相关成本短期上升幅度超于我们的预期, 我们下调 18-20 年 EPS 至 0.64 元、0.52 元和 0.56 元, 对应 PE 分别为 16X、19X 和 18X, 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。

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

**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>8,281</b>	<b>8,781</b>	<b>9,522</b>
增长率		9.7%	9.6%	22.5%	6.0%	8.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,366</b>	<b>-3,724</b>	<b>-4,019</b>	<b>-5,817</b>	<b>-6,557</b>	<b>-7,046</b>
<b>%销售收入</b>	<b>59.9%</b>	<b>60.4%</b>	<b>59.4%</b>	<b>70.3%</b>	<b>74.7%</b>	<b>74.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>2,254</b>	<b>2,443</b>	<b>2,743</b>	<b>2,463</b>	<b>2,224</b>	<b>2,477</b>
%销售收入	40.1%	39.6%	40.6%	29.7%	25.3%	26.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-46</b>	<b>-66</b>	<b>-88</b>	<b>-83</b>	<b>-88</b>	<b>-95</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>-41</b>	<b>-44</b>	<b>-48</b>
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>管理费用</b>	<b>-456</b>	<b>-393</b>	<b>-423</b>	<b>-497</b>	<b>-527</b>	<b>-571</b>
%销售收入	8.1%	6.4%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,649</b>	<b>1,882</b>	<b>2,143</b>	<b>1,842</b>	<b>1,565</b>	<b>1,762</b>
%销售收入	29.3%	30.5%	31.7%	22.2%	17.8%	18.5%
<b>财务费用</b>	<b>48</b>	<b>6</b>	<b>-39</b>	<b>-61</b>	<b>-161</b>	<b>-221</b>
%销售收入	-0.8%	-0.1%	0.6%	0.7%	1.8%	2.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>32</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-13</b>	<b>-16</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>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
%税前利润	1.0%	1.6%	3.7%	2.8%	3.5%	3.2%
<b>营业利润</b>	<b>1,747</b>	<b>1,900</b>	<b>2,165</b>	<b>1,793</b>	<b>1,441</b>	<b>1,576</b>
营业利润率	31.1%	30.8%	32.0%	21.6%	16.4%	16.5%
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,752</b>	<b>1,905</b>	<b>2,166</b>	<b>1,798</b>	<b>1,446</b>	<b>1,581</b>
利润率	31.2%	30.9%	32.0%	21.7%	16.5%	16.6%
<b>所得税</b>	<b>-458</b>	<b>-513</b>	<b>-565</b>	<b>-467</b>	<b>-376</b>	<b>-411</b>
所得税率	26.1%	26.9%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
<b>净利润</b>	<b>1,295</b>	<b>1,392</b>	<b>1,601</b>	<b>1,330</b>	<b>1,070</b>	<b>1,170</b>
少数股东损益	<b>41</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,253</b>	<b>1,394</b>	<b>1,596</b>	<b>1,325</b>	<b>1,065</b>	<b>1,165</b>
净利率	22.3%	22.6%	23.6%	16.0%	12.1%	12.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>1,295</b>	<b>1,392</b>	<b>1,601</b>	<b>1,330</b>	<b>1,070</b>	<b>1,170</b>
<b>非现金支出</b>	<b>523</b>	<b>599</b>	<b>623</b>	<b>983</b>	<b>1,287</b>	<b>1,317</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-106</b>	<b>-31</b>	<b>75</b>	<b>72</b>	<b>183</b>	<b>264</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>20</b>	<b>-14</b>	<b>-155</b>	<b>2,400</b>	<b>-2,222</b>	<b>-636</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,731</b>	<b>1,947</b>	<b>2,144</b>	<b>4,785</b>	<b>318</b>	<b>2,115</b>
<b>资本开支</b>	<b>-3,165</b>	<b>-5,293</b>	<b>-4,034</b>	<b>-5,933</b>	<b>-800</b>	<b>-602</b>
投资	0	-81	-30	145	-15	-15
其他	18	30	6	50	50	50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,147</b>	<b>-5,345</b>	<b>-4,058</b>	<b>-5,738</b>	<b>-765</b>	<b>-567</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	0	3,455	4,370	2,311	1,538	1,000
其他	-348	-420	-617	-645	-755	-836
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-348</b>	<b>3,035</b>	<b>3,753</b>	<b>1,666</b>	<b>782</b>	<b>164</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,764</b>	<b>-363</b>	<b>1,839</b>	<b>713</b>	<b>336</b>	<b>1,711</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**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>3,550</b>	<b>3,886</b>	<b>5,597</b>
<b>应收款项</b>	<b>768</b>	<b>917</b>	<b>1,020</b>	<b>1,168</b>	<b>1,228</b>	<b>1,320</b>
<b>存货</b>	<b>73</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>77</b>	<b>86</b>	<b>93</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>36</b>	<b>115</b>	<b>177</b>	<b>54</b>	<b>41</b>	<b>44</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,213</b>	<b>2,094</b>	<b>4,113</b>	<b>4,849</b>	<b>5,241</b>	<b>7,054</b>
%总资产	18.0%	11.8%	18.3%	17.3%	18.7%	24.2%
<b>长期投资</b>	<b>283</b>	<b>286</b>	<b>374</b>	<b>228</b>	<b>242</b>	<b>257</b>
<b>固定资产</b>	<b>9,505</b>	<b>14,964</b>	<b>17,697</b>	<b>22,161</b>	<b>21,701</b>	<b>21,014</b>
%总资产	77.1%	84.3%	78.6%	78.9%	77.4%	72.0%
<b>无形资产</b>	<b>62</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>589</b>	<b>581</b>	<b>573</b>
<b>非流动资产</b>	<b>10,111</b>	<b>15,649</b>	<b>18,407</b>	<b>23,256</b>	<b>22,802</b>	<b>22,122</b>
%总资产	82.0%	88.2%	81.7%	82.7%	81.3%	75.8%
<b>资产总计</b>	<b>12,325</b>	<b>17,743</b>	<b>22,520</b>	<b>28,104</b>	<b>28,043</b>	<b>29,177</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,420</b>	<b>462</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,910</b>	<b>2,186</b>	<b>1,606</b>	<b>5,986</b>	<b>2,785</b>	<b>2,230</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>459</b>	<b>423</b>	<b>2,355</b>	<b>432</b>	<b>1,481</b>	<b>1,518</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,369</b>	<b>2,609</b>	<b>5,382</b>	<b>6,881</b>	<b>4,266</b>	<b>3,748</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>950</b>	<b>1,150</b>	<b>3,150</b>	<b>4,150</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>183</b>	<b>4,260</b>	<b>1,088</b>	<b>4,161</b>	<b>4,161</b>	<b>4,161</b>
<b>负债</b>	<b>2,552</b>	<b>6,869</b>	<b>7,420</b>	<b>12,192</b>	<b>11,577</b>	<b>12,058</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,571</b>	<b>10,767</b>	<b>15,006</b>	<b>15,814</b>	<b>16,362</b>	<b>17,010</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>28,104</b>	<b>28,043</b>	<b>29,177</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	0.640	0.515	0.563
每股净资产	8.323	9.362	7.252	7.642	7.907	8.220
每股经营现金净流	1.505	1.693	1.036	2.312	0.154	1.022
每股股利	0.320	0.370	0.240	0.250	0.250	0.250
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.09%	12.95%	10.63%	8.38%	6.51%	6.85%
总资产收益率	10.17%	7.86%	7.09%	4.72%	3.80%	3.99%
投入资本收益率	12.43%	9.79%	9.06%	6.62%	5.11%	5.36%
<b>增长率</b>						
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%	-14.02%	-15.05%	12.61%
净利润增长率	15.21%	11.23%	14.49%	-16.96%	-19.60%	9.33%
总资产增长率	11.30%	43.97%	26.92%	24.80%	-0.22%	4.04%
<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	4.8	4.8	4.8
应付账款周转天数	10.6	14.8	20.7	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	480.6	415.3	464.4	955.1	873.2	771.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.67%	19.93%	-3.09%	6.90%	13.97%	9.28%
EBIT利息保障倍数	-34.6	-292.5	55.4	30.3	9.7	8.0
资产负债率	20.71%	38.71%	32.95%	43.38%	41.28%	41.33%

**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	1	2	9	15
增持	0	2	2	4	8
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	1	1
评分	0.00	1.67	1.50	1.50	1.58

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
8	2018-08-19	买入	12.64	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。

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