



机场

证券研究报告 | 公司研究

白云机场(600004.SH)

# 【联讯交运】不利因素消除，新的上升周期到来

2019年03月27日

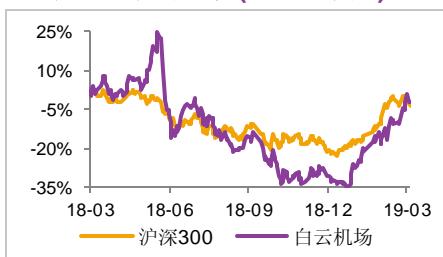
## 买入(调高)

当前价： 14.48 元  
目标价： 16 元

**分析师：王晓艳**

执业编号：S0300518080001  
电话：010-66235701  
邮箱：wangxiaoyan\_bf@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

### 相关研究

《【联讯交运公司点评】白云机场：免税招标进境落地、出境启动，非航业务助推业绩增长》2017-05-18

《【联讯交运】白云机场：绩效稳步增长，期待T2启用带来业绩释放》2018-04-23

## 投资要点

### ◆ 机场定位升级，新一轮发展推动实现世界级航空枢纽

广州白云机场在2017年升格一类一级机场。广东机场集团将把白云机场建设成为一流的航空枢纽，并以白云机场带动省内中小机场协同发展，形成一流的机场群和一流的机场布局。2019-2022年，白云机场将全面推动新一轮大发展，初步实现世界级航空枢纽目标。

### ◆ 机场能力显著提升，业务量有望呈现相对快速增长

白云机场二期扩建工程在2018年4月投入使用，可以提高地面处理能力，空管系统也在通过空域精细化管理等多方面措施推进航班正常化，机场现有各方面能力显著提升，有效缓解了白云机场超负荷运作的局面。从2019年的夏秋航班计划中，我们可以看到白云机场的新增航班数量在一线机场中非常突出，预计白云机场的每日起降架次同比增加7.46%，国际和国内航线分别同比增长5.4%和13.7%。

### ◆ 流量带来商业价值，非航业务盈利增长可观

2017-2018年，公司陆续就T1、T2的广告业务、免税业务、餐饮业务等进行招投标，并确定了相关的运营商，伴随着商业运营面积的大幅提升、扣点率的提高，机场以“保底+分成”的形式，能够获得持续增长的收入，对公司的业绩贡献将逐步加大。我们结合公司发布的各项经营权转让项目，对主要的招商项目进行了如下测算，预计公司2018、2019、2020、2021年的相关非航业务收入分别可以达到27.9亿、38.2亿、43.3亿和49.1亿元，比公司公告的保底销售收入提成还会更加乐观一些。预计伴随广州白云国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，非航业务的收入会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。

### ◆ 最大的不确定性因素消除，业绩进入新一轮上升周期

公司作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了新增成本，民航发展基金返还取消减少了收入来源，但是非航业务的新增盈利能够覆盖一半以上的新增成本，消除了公司业绩中最大的不确定性因素，使得公司的业绩再进入新一轮上升周期。预计2018-2020年，公司将实现EPS分别为0.56元、0.46元和0.55元，2019年目标价位为16元，相应的市盈率为35倍，考虑到公司业绩处于低谷期，未来具有良好的成长空间，给予“买入”评级。

### ◆ 风险提示：宏观经济增速低于预期、民航发生突发事件、旅客消费需求低于预期、政策风险。



## 目 录

投资案件 .....	4
投资评级与估值 .....	4
关键假设点 .....	4
有别于大众的认识 .....	5
股价表现催化剂 .....	5
核心风险提示 .....	5
一、华南地区区位优势明显，国际枢纽机场流量可观 .....	6
(一) 白云国际机场的区位优势显著 .....	6
(二) 机场辐射区域经济发展态势良好 .....	7
(三) 粤港澳大湾区发展推动白云机场国际化程度不断提升 .....	9
(四) 白云机场级升格为一类一级机场，打造辐射全球的大型国际航空枢纽 .....	9
二、机场能力持续提升，新的扩建计划提上日程 .....	10
(一) 二期扩建项目完全投入使用，机场设施能力大幅提升 .....	10
(二) 运营能力持续提升，成长期增速仍可期待 .....	12
(三) 航空性业务费率短期相对稳定，非航业务定价市场化空间打开 .....	14
三、业绩不确定性因素落地，非航业务盈利水平显著提升 .....	15
(一) 民航发展基金返还取消，公司最大的业绩不确定性因素落地 .....	15
(二) 流量价值开始变现，航空服务业务有望获得快速发展 .....	16
四、盈利预测和估值 .....	18
(一) 预测假设 .....	18
(二) 盈利预测 .....	19
五、风险提示 .....	19
(一) 宏观经济增速低于预期 .....	19
(二) 运营风险 .....	20
(三) 旅客消费需求低于预期 .....	20
(四) 政策风险 .....	20



## 图表目录

图表 1: 白云机场的区位优势.....	6
图表 2: 广东 GDP 和旅客吞吐量的增长趋势 .....	7
图表 3: 广东 GDP 和货邮吞吐量的增长趋势 .....	7
图表 4: 广州白云机场周边交通 .....	8
图表 5: 白云机场区域产业布局 .....	8
图表 6: 粤港澳大湾区 .....	9
图表 7: 广州白云机场远期规划图.....	10
图表 8: 广州白云国际机场设计吞吐量和旅客吞吐量增长趋势.....	11
图表 9: 广州白云国际机场起降架次和小时容量.....	11
图表 10: 白云机场航班放行正常率.....	12
图表 11: 白云国际机场 2018/2019 年夏秋航季航班计划对比.....	12
图表 12: 2017 年白云机场基地航空公司客货运市场占有率 (单位: 万人次、万吨) .....	13
图表 13: 广州白云国际机场旅客吞吐量-年度变化趋势.....	13
图表 14: 广州白云国际机场货邮吞吐量-年度变化趋势.....	13
图表 15: 广州白云国际机场飞机起降架次-年度变化趋势.....	14
图表 16: 广州白云国际机场主要业务指标-月度变化趋势.....	14
图表 17: 广州白云国际机场内航内线航空型业务收费标准基准价 .....	15
图表 18: 公司收入和成本结构图 .....	16
图表 19: 白云机场商业面积概况 .....	16
图表 20: 免税业务销售额测算.....	17
图表 21: 免税业务扣点率.....	17
图表 22: 免税业务收入测算 .....	17
图表 23: 餐饮商贸休息等业务收入测算.....	17
图表 24: 广告业务收入测算 .....	18
图表 25: 主要业务指标增速假设 .....	18
图表 26: 未来三年盈利预测 .....	19
附录: 公司财务预测表 (万元) .....	21



## 投资案件

### 投资评级与估值

白云机场二期扩建工程在 2018 年 4 月投入使用，有效缓解了机场超负荷运作的局面。2019 年的夏秋航班计划中，白云机场的新增航班数量在一一线机场中非常突出，预计白云机场的每日起降架次同比增加 7.46%，国际和国内航线分别同比增长 5.4% 和 13.7%。公司正处在建设国际航空枢纽的快速发展时期，各项运营指标以及公司的盈利水平都将得到稳定增长，作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了新增成本，民航发展基金返还取消减少了收入来源，但是非航业务的新增盈利能够覆盖一半以上的新增成本，消除了公司业绩中最大的不确定性因素，使得公司的业绩再进入新一轮上升周期。预计 2018-2020 年，公司将实现 EPS 分别为 0.56 元、0.46 元和 0.55 元，2019 年目标价位为 16 元，相应的市盈率为 35 倍，考虑到公司业绩处于低谷期，未来具有良好的成长空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

#### 1、业务收费标准

考虑到内航内线业务在 2017 年进行过一次调整，预计相关的业务收费标准在未来三年内很难连续调整。非航业务的收费标准虽然可以进行市场化调节，但是鉴于客户的战略合作，预计会呈现阶段性变化的特征，预计未来三年不进行大幅度的变化。

#### 2、主要指标测算

##### 2、主要指标测算

考虑到公司二期扩建工程将在 2018 年 4 月投入使用，空域资源和时刻资源处于相对宽松状态，预计 2018-2021 年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速假设分别如下表所示。

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
飞机起降架次	6.9%	2.6%	6.0%	5.0%	5.0%
旅客吞吐量	10.2%	6.0%	10.0%	8.0%	8.0%
货邮吞吐量	7.8%	6.2%	10.0%	10.0%	8.0%

资料来源：公司公告，联讯证券

#### 3、营业成本

公司的成本支出主要是公司的成本支出主要是人工成本、折旧成本、运行成本、维修、水电燃料等，2017 年占营业成本的比重分别达到 55%、11%、12%、8%。

白云机场二期扩建工程于 2018 年 4 月份投入运营。该项目计划总投资 197 亿元，假设航站楼以及相关建筑物、停机坪以及相关设施、机械设备、通信设备、运输以及其他设备占比分别达到 60%、18%、8%、5% 和 7%，折旧年限分别为 35 年、30 年、10 年、10 年和 6 年，扣除残值预计每年新增折旧额 9.1 亿元。并且伴随新设施的投入使用，预计新增工作人员 1200 名左右。预计 2019 年人工成本、摊销成本、运行成本、燃料动力消耗等均会显著增长，分别同比增长 15%、20%、15% 和 20%。

#### 4、资本开支



根据公司的规划，预计在 2025 年之前完成三期扩建，使得机场能够满足旅客吞吐量 1.2 亿人次的能力。预计机场二期扩建完工之后暂时没有较大的资本开支。

### 有别于大众的认识

《粤港澳大湾区发展规划纲要》提出要在粤港澳大湾区建设世界级机场群，巩固提升香港国际航空枢纽地位，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动。《纲要》明确广州为国家中心城市和综合性门户城市，要全面增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，培育提升科技教育文化中心功能，着力建设国际大都市。广州及粤港澳大湾区经济在较长一段时期内还会保持较高增速，城镇化水平和人民生活水平进一步提高将带来更多的旅游出行，第三产业的比重增加将带来更多的商务出行。广州将是国际交流中心，国际化程度将不断提升，出入境客流增速也加持续攀升。广州白云机场在 2017 年提升为一类一级机场，在华南地区的重要性可见一斑，可以驱动资源向白云机场集中。

### 股价表现催化剂

商业化是机场发展的重要趋势之一，航站楼从传统的航空型交通枢纽逐步向集交通、购物、餐饮、休闲等一体的综合体。很多成熟的机场通过合理的商业运作带来丰厚的回报，商业收入占机场收入的比重超过 50%以上，甚至达到 70%以上。2017-2018 年，公司陆续就 T1、T2 的广告业务、免税业务、餐饮业务等进行招投标，并确定了相关的运营商，伴随着商业运营面积的大幅提升、扣点率的提高，机场以“保底+分成”的形式，能够获得持续增长的收入，对公司的业绩贡献将逐步加大。我们结合公司发布的各项经营权转让项目，对主要的招商项目进行了如下测算，预计公司 2018、2019、2020、2021 年的相关非航业务收入分别可以达到 27.9 亿、38.2 亿、43.3 亿和 49.1 亿元，比公司公告的保底销售收入提成还会更加乐观一些。预计伴随广州白云国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，非航业务的收入会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。

### 核心风险提示

#### (一) 宏观经济增速低于预期

航空运输业与宏观经济周期密切相关，航空运输业的增长态势带动了机场业务量的增长。倘若经济增速低于预期，航空性业务将直接受到影响。

#### (二) 运营风险

民航发生突发事件，或将影响行业需求，进而导致机场经营数据的下滑。

#### (三) 旅客消费需求低于预期

非航业务的发展与消费者的购买能力关系密切，倘若消费低于预期将会影响非航业务的增长速度。

#### (四) 政策风险

倘若行业定价水平发生调整，基准费率下降将会直接影响公司的业务收入。倘若免税业务政策发生调整，将会影响公司的商业租赁业务的增长。



## 一、华南地区区位优势明显，国际枢纽机场流量可观

白云机场是国内三大门户复合型枢纽机场之一，是国家着力打造的珠三角世界级机场群及粤港澳大湾区的核心机场。公司是从事航空运输地面服务及其他相关业务的服务性企业，以白云机场为经营载体，主要从事以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障等航空服务业务，和货邮代理服务、航站楼内商业场地租赁服务、特许经营服务、地面运输服务和广告服务等航空性延伸服务业务。

### (一) 白云国际机场的区位优势显著

白云机场位于珠三角的核心区域，珠三角地区是我国开放最早的地区，拥有世界上密集度较高的工业基地和巨大的货源生成量，是目前国内经济最活跃的地区之一，区域经济助推机场业务增长。

白云机场所处的广州市是珠三角区域的核心城市之一，发达的区域经济和便利的贸易口岸条件是白云机场航空客货运输持续发展的基础。白云机场不仅是中国华南地区最佳出入境点，更是亚太地区理想的客货流中转点。白云机场面向大洋洲、东南亚、非洲，拥有远距离、长航线市场，国际通达性较高。广州是我国“一带一路”战略发展的重要节点，地处亚太地区中心的广州白云国际机场是我国三大国际枢纽机场之一，发展中转具有天然的区位与绕航系数低的优势。

截至目前，白云机场与超过 75 家中外航空公司建立了业务往来，航线通达国内外 210 多个通航点，其中国际及地区航点近 90 个，航线网络覆盖全球五大洲。覆盖东南亚、连接欧美澳，辐射内地各主要城市。通过广州白云机场可实现 4 小时可通达中国及亚洲大部分地区，12 小时可与全球主要城市的航空交通圈连接。白云机场航线网络覆盖广泛，在亚洲拥有 54 个航点，在美洲有 8 个航点，大洋洲有 8 个航点，非洲有 5 个航点，欧洲有 11 个航点。

图表1：白云机场的区位优势



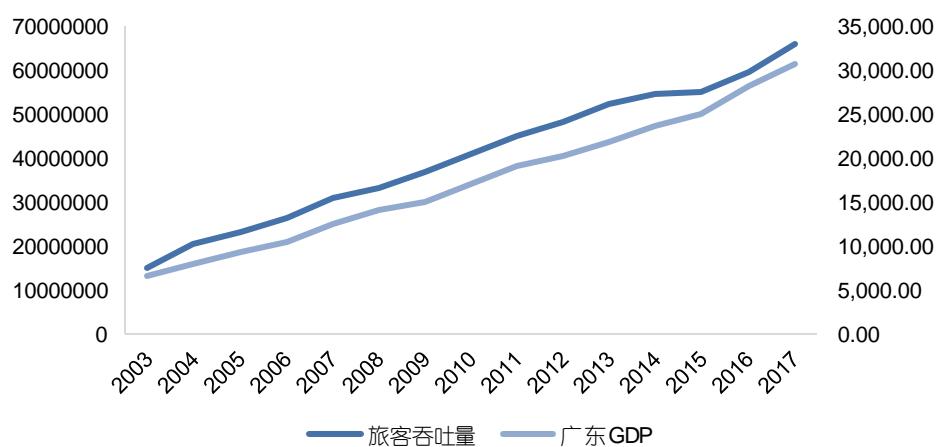
资料来源：公司公告，联讯证券



## (二) 机场辐射区域经济发展态势良好

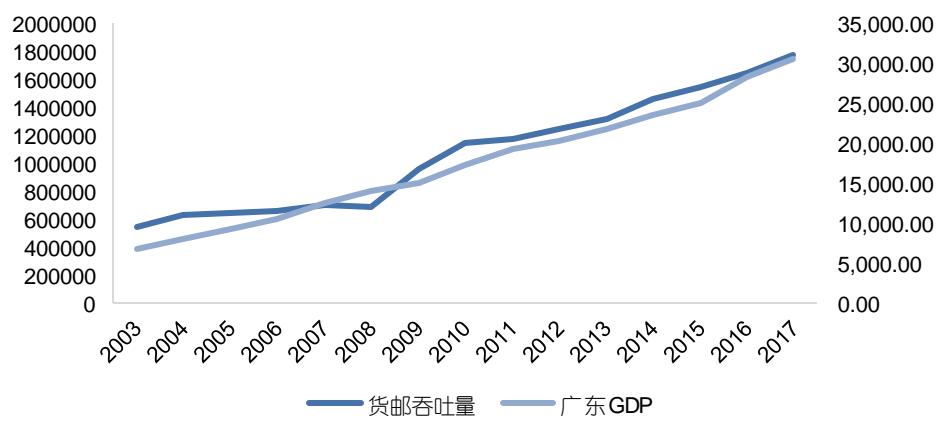
航空运输业与宏观经济周期密切相关，航空运输业的增长态势带动了机场业务量的增长。白云机场坐落于泛珠三角地区，该地区是我国经济社会发展最具活力的区域之一，人口和国内生产总值占全国 1/3，消费能力居全国领先地位。广州 GDP 与白云机场的旅客吞吐量和货邮吞吐量具有相关关系：广州 GDP 与白云机场的旅客吞吐量的相关系数为 0.993，广州 GDP 与白云机场的货邮吞吐量的相关系数为 0.984，均接近于 1，具有较强的相关关系。广东及其之一所在的珠三角地区是我国经济最发达的地区，经济实力很强，带动交通运输需求不断增加，为区域内民航业发展提供良好的外部环境。

**图表2： 广东 GDP 和旅客吞吐量的增长趋势**



资料来源：公司公告，联讯证券

**图表3： 广东 GDP 和货邮吞吐量的增长趋势**



资料来源：公司公告，联讯证券

从产业发展和产业布局上看，广州正大力推进广州空港经济区建设，广州空港经济区充分依托白云国际机场、广州北站、大田铁路集装箱中心站，打造全球综合航空枢纽，辐射带动珠三角、华南地区的经济发展和产业提升。大力引进和培育四大产业，包括枢纽机场功能性服务业、国际空港配套性服务业、临空指向高端化制造业、航空相关科技服务业。四大产业具体包括国际客货运输、航空维修、航空用户支援、航空租赁、航空总部、国际商贸商业、空港现代物流、航空制造、生物医药、先进装备制造、未来科技、



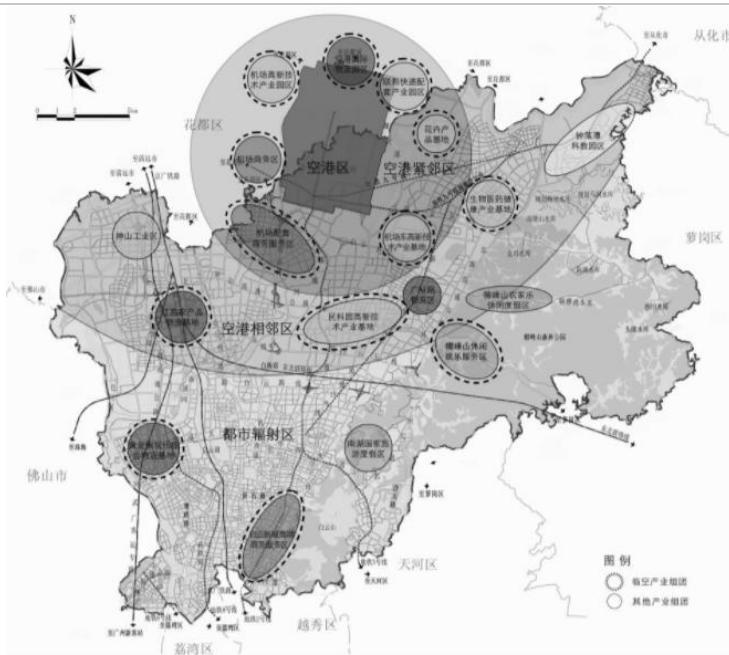
空间信息技术等。

图表4：广州白云机场周边交通



资料来源：公司公告，联讯证券

图表5：白云机场区域产业布局



资料来源：网络资料，联讯证券



### (三) 粤港澳大湾区发展推动白云机场国际化程度不断提升

2019年2月18日，国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，《纲要》提出要以香港、澳门、广州、深圳四大中心城市作为区域发展的核心引擎，将努力构建现代化综合和交通运输体系，要在粤港澳大湾区建设世界级机场群，巩固提升香港国际航空枢纽地位，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动。支持香港机场第三跑道建设和澳门机场改扩建，实施广州、深圳等机场改扩建，开展广州新机场前期研究工作，研究建设一批支线机场和通用机场。进一步扩大大湾区的境内外航空网络，推进广州、深圳临空经济区发展。2017年粤港澳大湾区五大机场（香港、澳门、广州、深圳、珠海）的总体旅客吞吐量超过2亿人次，货邮吞吐量近800万吨，运输规模已经超过纽约、伦敦、东京等世界级机场群，位于全球湾区机场群之首。

《纲要》明确广州为国家中心城市和综合性门户城市，要全面增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，培育提升科技教育文化中心功能，着力建设国际大都市。广州及粤港澳大湾区经济在较长一段时期内还会保持较高增速，城镇化水平和人民生活水平将进一步提高，居民出行需求不断提升，第三产业的比重增加将带来更多的商务出行。广州将是国际交流中心，国际化程度将不断提升，客流增速也加持续攀升。

图表6：粤港澳大湾区



资料来源：网络资料，联讯证券

### (四) 白云机场升级为一类一级机场，打造辐射全球的大型国际航空枢纽

广州白云机场在2017年升格一类一级机场。广东机场集团将把白云机场建设成为一流的航空枢纽，并以白云机场带动省内中小机场协同发展，形成一流的机场群和一流的机场布局。广东机场集团基本实现“世界一流机场集团”目标的时间确定为2025年，具体分两个阶段实施：第一阶段，从2018年到2020年，成为“国内一流、国际先进”机场集团，通过3年努力，全省“5+4”布局中的所有机场基础设施建设全面展开且处于重要建设阶段，其中白云机场国际航空枢纽基本打造成型，届时白云机场旅客吞吐量力争达到8000万人次，进入全球前10位；货邮吞吐量达到230万吨，预计进入全球前12位；国际航线达到180条，国际旅客占比达到26%以上。第二阶段，从2021年到2025年，基本成为“世界一流”机场集团。通过5年努力，全省“5+4”布局中的所有新建、迁建、改扩建机场全部按规划建成且投入使用，全省机场战略规划布局成



型。白云机场国际航空枢纽打造成型，届时白云机场旅客吞吐量达到1亿人次、货邮吞吐量达到350万吨，力争同步进入全球前5位；国际航线达到220条，国际旅客占比达到30%以上。

2015年，公司出台了《广州白云国际机场股份有限公司发展战略（2016-2025）》，战略分三个阶段：2016-2018年，在二号航站楼启用前，主要任务是优化结构，通过内部挖潜和均衡调配进一步提升现有资源的利用率。2019-2022年，全面推动新一轮大发展，初步实现世界级航空枢纽目标。2023-2025年，为优质运营阶段，建成名副其实的世界级航空枢纽。白云机场未来将配合主基地公司南航，大力拓展南航欧美航线，加厚南航传统固有东南亚、大洋洲、非洲航线，预计到2020年达到8000万人次吞吐量，进入世界前五行列。

2017年，广东省印发《广东省推进基础设施供给侧结构性改革实施方案的通知》，计划2017-2020年投资约880亿元，建设广州白云机场三期扩建工程、深圳机场扩建工程、湛江机场迁建工程、惠州机场改造工程、珠三角新干线机场、揭阳潮汕机场改扩建工程、广州第二机场等项目16项，形成“5+4”骨干机场格局，机场服务基本覆盖全省县级行政单元。以广州白云机场、深圳宝安机场为核心，建成辐射泛珠、服务全国、连通世界的民航运输网络，与国内、东北亚、东南亚、南亚主要城市形成“4小时航空圈”，与全球主要城市间实现12小时通达。

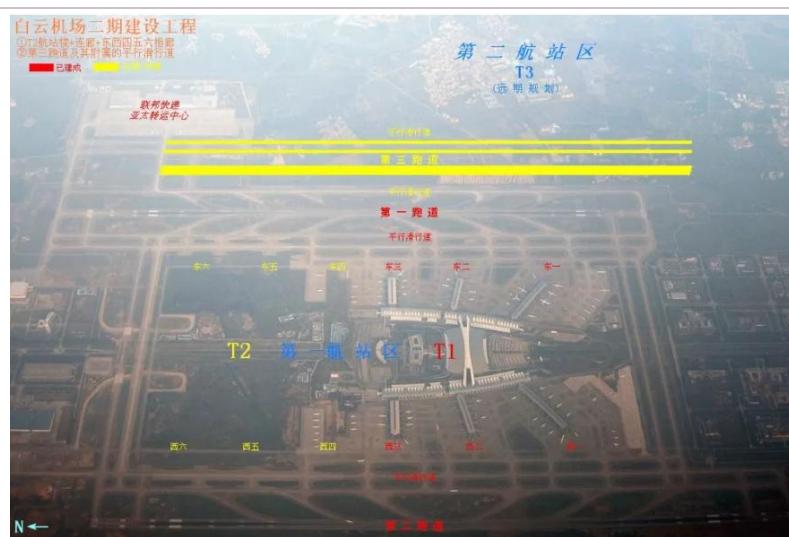
由此可见，广州白云机场在华南地区的重要性可见一斑，未来将继续驱动周边资源向白云机场集中，打造国际化枢纽机场。

## 二、机场能力持续提升，新的扩建计划提上日程

### （一）二期扩建项目完全投入使用，机场设施能力大幅提升

2004年8月5日，新白云机场正式启用。2015年2月，广州新白云国际机场第三跑道投入使用。2018年4月，新白云机场T2航站楼投入使用。目前，机场拥有3条跑道和2座航站楼，其中2条为3,800\*60米的4F级跑道，1条为3,600\*45米的4E级跑道；T1航站楼总面积达37万平方米，T2航站楼总面积62.4万平方米。

图表7：广州白云机场远期规划图



资料来源：网络资料，联讯证券



伴随着客货运量的持续提升，白云机场近年来一直面临着机场设施超负荷运作问题。T2 和综合交通中心等白云机场二期扩建项目建成投入使用后，白云机场的综合交通枢纽功能已初步形成，机场设施不足情况很大程度得到缓解。

目前，广东机场集团正在高起点、高标准推进白云机场三期扩建工程。目前，以第四、第五跑道和 3 号航站楼为主体工程的白云机场三期扩建工程前期工作已经启动，三期扩建项目建成投产后，预期 2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次，白云机场有望成为全球重要的航空综合枢纽之一。

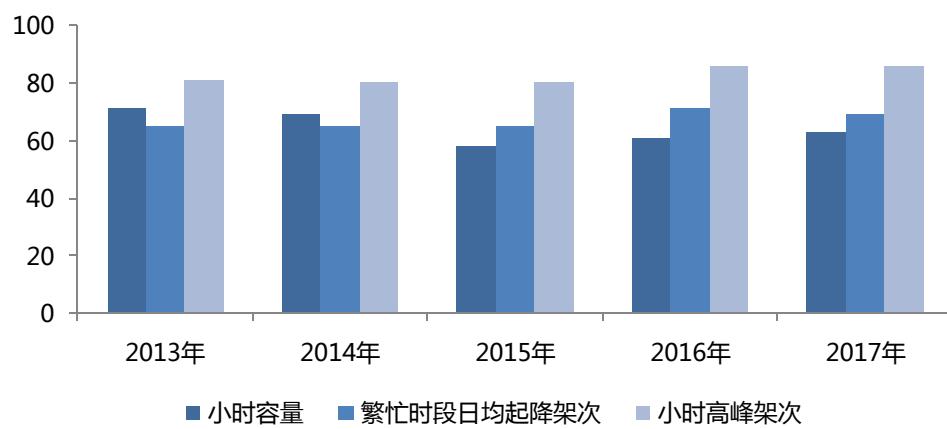
**图表8：广州白云国际机场设计吞吐量和旅客吞吐量增长趋势**



资料来源：WIND, 联讯证券

珠三角地区空域资源紧张问题一直存在，2017 年在国内各管制区的飞行量、累计飞行时长和日均流量等指标中，广州管制区分别排名第一、第二和第三。我国一直在推进空域管理改革，目前“促进军民航融合发展，深化空域精细化改革”工作已经取得了重大进展，长期制约珠三角空域的瓶颈问题有望得到历史性突破。此前，国家空管委已将广东列在全国空域精细化改革先行试点省份，目前空域精细化改革试点工作的近期目标已基本实现，下一步将继续推广深化空域精细化管理工作，优化调整空域结构，最大限度地释放空域资源，提高空域资源使用效率，改善空中拥堵状况。军民航融合发展和空域精细化改革所取得的突破成就，将为白云机场三期扩建工程奠定根本性的基础。

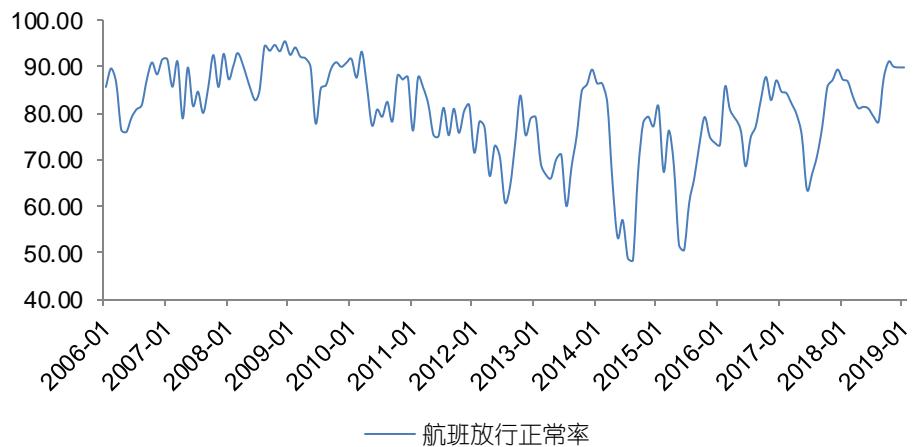
**图表9：广州白云国际机场起降架次和小时容量**



资料来源：民航局, 联讯证券



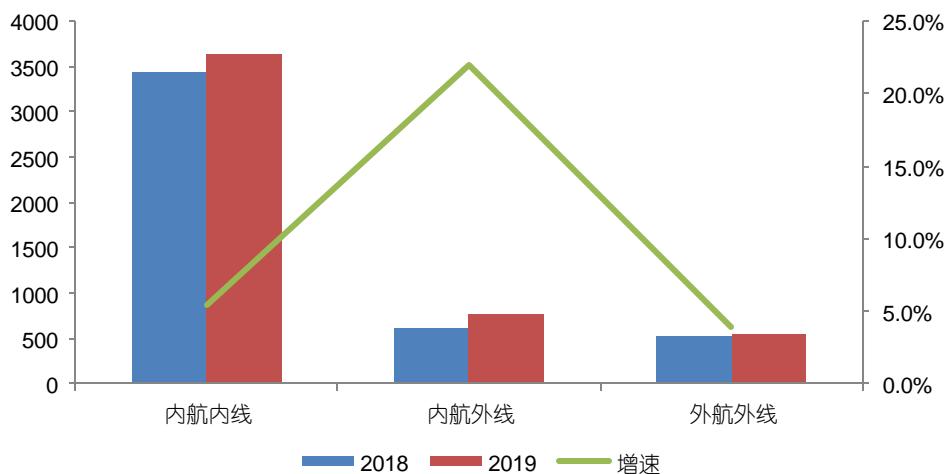
图表10：白云机场航班放行正常率



资料来源：WIND，联讯证券

从 2019 年的夏秋航班计划中，我们可以看到白云机场的新增航班数量在一一线机场中非常突出，预计每日起降架次增加 7.46%。短期而言，2018 年投入使用的二期扩建工程有效缓解了白云机场超负荷运作的局面，并且带来了新的增量。

图表11：白云国际机场 2018/2019 年夏秋航季航班计划对比



资料来源：民航局，联讯证券

## (二) 运营能力持续提升，成长期增速仍可期待

白云机场在 2004 年完成新机场的转场，自 2005 年起增速逐步下降，2010 年起增速相对稳定，机场的吞吐量呈现一定的季节性，但是周期性特征要显著弱于其所服务的航空公司。白云机场与 77 家国内外航空公司合作，其中国内航空公司 28 家，国际（地区）航空公司 49 家。客运基地航空公司包括南方航空、海南航空、深圳航空、九元航空和东方航空 5 家，货运基地航空公司包括龙浩航空 1 家。其中，南方航空是白云机场规模最大的基地航空公司，旅客吞吐量和货运吞吐量占比分别达到 46.1% 和 32%。目前，南方航空已经形成以广州为核心枢纽，覆盖国内，辐射亚洲，有效连接欧、美、澳、非的航线网络布局，为白云机场的运力投放提供了一定的保障。

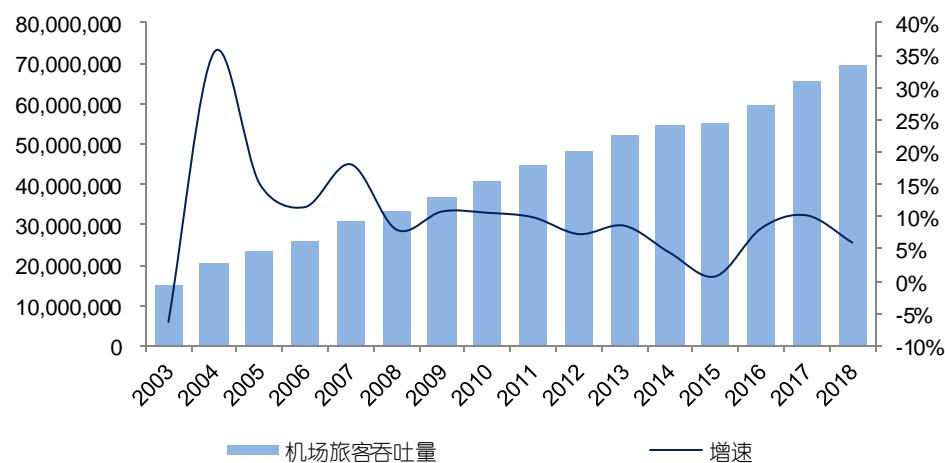


图表12：2017年白云机场基地航空公司客货运市场占有率（单位：万人次、万吨）

客运基地航空公司	旅客吞吐量	占比	货运吞吐量	占比
南方航空	3,033.30	46.1%	56.9	32%
海南航空	481.3	7.3%	4.8	2.7%
深圳航空	481.3	7.3%	6.1	3.4%
九元航空	111	1.7%	0.9	0.5%
东方航空	527.4	8%	5.1	2.9%
龙浩航空			0.8	0.5%
合计			74.6	42%

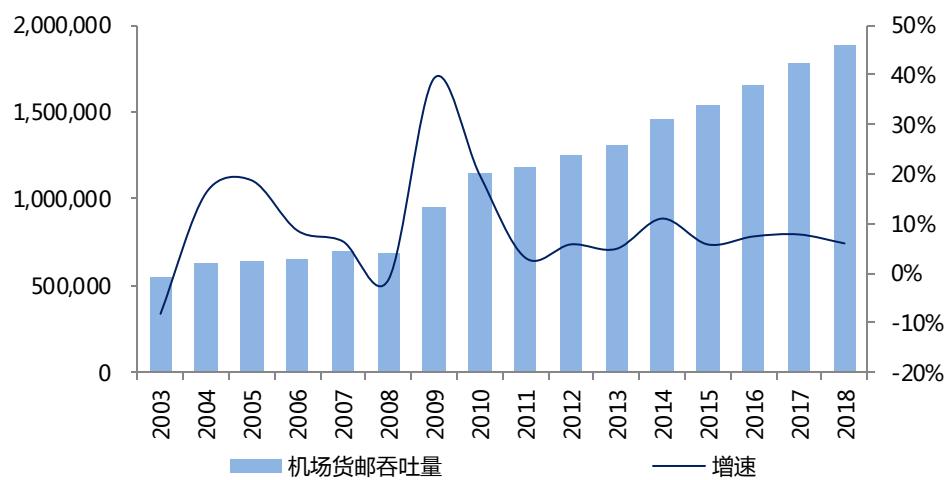
资料来源：公司公告，联讯证券

图表13：广州白云国际机场旅客吞吐量-年度变化趋势



资料来源：WIND，联讯证券

图表14：广州白云国际机场货邮吞吐量-年度变化趋势



资料来源：WIND，联讯证券

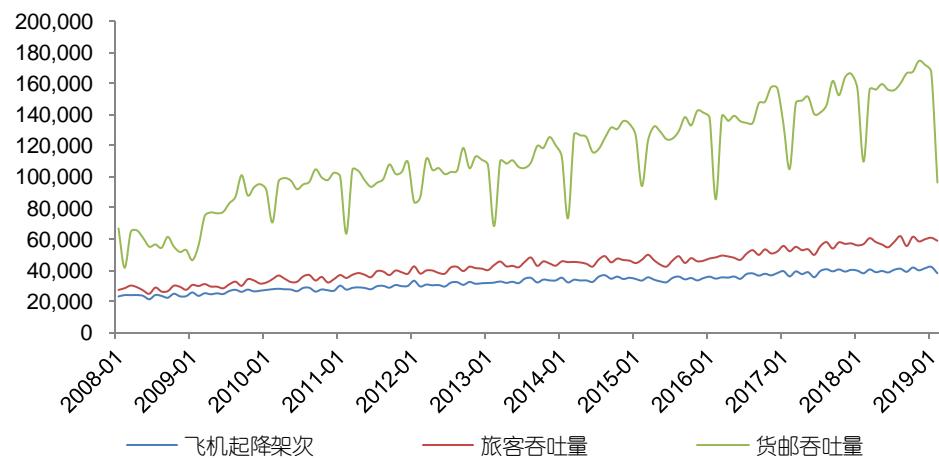


图表15：广州白云国际机场飞机起降架次-年度变化趋势



资料来源：WIND，联讯证券

图表16：广州白云国际机场主要业务指标-月度变化趋势



资料来源：WIND，联讯证券

## (二) 航空性业务费率短期相对稳定，非航业务定价市场化空间打开

根据 2007 年底公布的《民用机场收费改革实施方案》，中国航空公司国内航班（内航内线）、中国航空公司国际及港澳台航班（内航外线）、外国及港澳台航空公司航班（外航）均有各自的收费标准。方案实施后至 2012 年，分两次实行内航外线收费与外航收费并轨。2013 年 2 月 4 日，民航局和发改委发布《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》，对内地航空公司国际及港澳航班机场的收费标准上调，内外航外线收费标准自当年 4 月 1 日起并轨。

2017 年 4 月，民航局发布《民用机场收费标准调整方案》，从两个方面调整了国内航空公司国内航班的机场收费，一是明确航空性业务收费和飞机地面服务收费标准上调，缩小与国际航班收费水平的差距，并且在一定程度上放开了定价，调整了飞机起降及旅客服务各项相关收费的基准价，并首次允许实际收费可上浮 10%。二是非航空性业务由原来的政府指导价调整为市场调节价，同时北京首都、上海浦东、上海虹桥、广州、成都、深圳等 6 家一类机场的飞机地面服务收费标准也同步由政府指导价调整为市场调



节价。

具体而言，白云机场属于一类 1 级机场，目前航空性业务收费如起降费、停场费、客桥费、旅客服务费及安检费等收费标准基准价及浮动幅度按照民航发[2017]18 号《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》执行，其他按照[2007]158 号《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》和民航发[2013]3 号《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》执行。

考虑到机场航空性业务的垄断性，预计航空性业务的收费标准仍将维持一段时间的稳定，而非航业务收费市场化进程的开启将为机场非航业务盈利能力的提升打开更大的市场空间。

**图表17：广州白云国际机场内航内线航空型业务收费标准基准价**

	起降费（元/架次）					停场费（元/架次）	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	安检费				
	T: 飞机最大起飞全重								旅客行李 (元/人)	货物 (元/吨)			
	25 吨以下	25-50 吨	51-100 吨	101-200 吨	201 吨以上				旅客行李 (元/人)	货物 (元/吨)			
一级 1类	240	650	1200+24* (T-50)	2400+25* (T-100)	5000+32* (T-200)	2 小时以内免收；2-6 小时按照起降费的 20%计收；6-24 (含) 小时按照起降费的 25% 计收；24 小时以上，每 停场 24 小时按照起降费 的 25%计收，不足 24 小 时按 24 小时计收。	单桥：1 小时以 内 200 元；超过 1 小时每半小时 100 元。不足半 小时按半小时计 收。	34	8	53			
一级 2类	250	700	1250+25* (T-50)	2500+25* (T-100)	5100+32* (T-200)			40	9	60			
二类	250	700	1300+26* (T-50)	2600+25* (T-100)	5200+32* (T-200)			42	10	62			
三类	270	800	1400+26* (T-50)	2700+25* (T-100)	5300+33* (T-200)			42	10	63			

资料来源：民航局，联讯证券

### 三、业绩不确定性因素落地，非航业务盈利水平显著提升

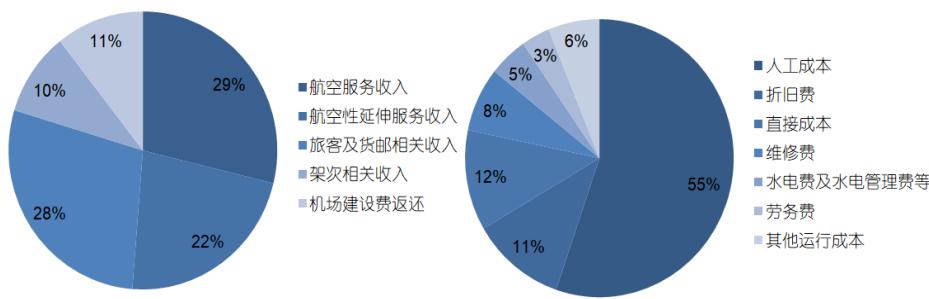
#### （一）民航发展基金返还取消，公司最大的业绩不确定性因素落地

公司主要负责白云机场的运营管理，营业收入由航空性业务和非航空性业务构成。其中航空性业务是公司收入的主要来源。公司航空性业务是指白云机场以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障服务，公司相应取得航班起降服务、航空地面服务、安全检查服务、旅客综合服务和机场建设费返还收入。随着白云机场旅客吞吐量的持续增长，公司航空性业务收入不断增长，航空性业务收入占公司总收入比重大约为 68.5%，其中航班起降服务、旅客综合服务和机场建设费返还三项收入占航空性业务总收入的比重维持在 70%以上。

根据公司于 2018 年 6 月 16 日发布的《广州白云国际机场股份有限公司关于取消民航发展基金返还作企业收入处理政策的公告》，经国务院批准，广州白云机场等上市机场将取消民航发展基金用于返还作企业收入处理政策，设置半年政策过渡期，自 2018 年 5 月 29 日财政部通知发布之日起半年，继续由白云机场作营业收入处理，过渡期满后执行与其他机场同等民航发展基金政策。2015-2017 年，这项收入分别为 6.98、7.77 和 8.37 亿元，占公司的收入比重大约为 12-13%，这项收入的取消对公司营业收入和利润水平产生一定不利影响，不过来自这项政策对公司未来收入影响的不确定性相应落地。



图表18：公司收入和成本结构图



资料来源：公司公告，联讯证券

## (二) 流量价值开始变现，航空服务业有望获得快速发展

公司非航空性业务主要包括货邮代理、地面运输、广告、特许经营、租赁等。货邮代理主要是公司为国际一号货站和国内公司货站的货物提供搬运、安检、协调、仓储、包装整理等服务。**T1** 和 **T2+GTC** (地面交通中心) 的广告业务分别由迪岸公司和德高公司采用“保底价+超额提成”的方式经营。特许经营业务是在对值机柜台、办公楼以及航站楼商业区域的租赁业务基础上，在租金收取上采取“保底+分成”相结合的模式，向租户收取一定比例的特许经营费。受益于旅客与货邮吞吐量及周边产业规模逐步扩大，近年来公司非航空性业务收入保持增长。其他业务主要包括租赁业务、航空配餐、行李寄存、餐饮服务、信息通讯和停车场服务等。目前白云机场的非航业务收入占比较低，随着旅客及货邮吞吐量的逐渐提升及消费的不断升级，机场非航空性业务有所发展，并且成为公司营业收入的重要补充。

图表19：白云机场商业面积概况

	建筑面积 (万平米)	设计容量 (万人次)	商业租赁面积 (万平米)	免税业务 (平米)	商业占比
T1	52.3	3500	2.8	400	5.35%
T2	88.07	4500	4.4	4144	4.99%

资料来源：公司公告，网络资料整理，联讯证券

2017-2018 年，公司陆续就 **T1**、**T2** 的广告业务、免税业务、餐饮业务等进行招投标，并确定了相关的运营商，伴随着商业运营面积的大幅提升、扣点率的提高，机场以“保底+分成”的形式，能够获得持续增长的收入，对公司的业绩贡献将逐步加大。

我们结合公司发布的各项经营权转让项目，对主要的招商项目进行了如下测算，预计公司 2018、2019、2020、2021 年的相关非航业务收入分别可以达到 27.9 亿、38.2 亿、43.3 亿和 49.1 亿元，比公司公告的保底销售收入提成还会更加乐观一些。预计伴随广州白云国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，非航业务的收入会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。



图表20：免税业务销售额测算

万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
免税业务销售额	86424	120547	127780	135447	143574
y2y		39.48%	6.00%	6.00%	6.00%
T1 进境	31824	33733	35757	37903	40177
T2 进境	28264	44940	47636	50494	53524
T3 出境	26336	41874	44387	47050	49873

资料来源：公司公告，联讯证券

图表21：免税业务扣点率

扣点率	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
T1 进境	42%	42%	42%	42%	42%
T2 进境	42%	42%	42%	42%	42%
T3 出境	35%	35%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，联讯证券

图表22：免税业务收入测算

万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
免税业务收入	34455	47699	50561	53594	56810
y2y		38.4%	6.0%	6.0%	6.0%
T1 进境	13366	14168	15018	15919	16874
T2 进境	11871	18875	20007	21208	22480
T3 出境	9218	14656	15535	16467	17456

资料来源：公司公告，联讯证券

图表23：餐饮商贸休息等业务收入测算

万元	2019E	2020E	2021E	2022E
提成率				
T2 云集市项目	恩明公司	20%	20%	20%
T2 国际空侧计时休息室项目	航湾公司	28%	28%	28%
T2 餐饮	嘉诚至德公司	22%	22%	22%
经营权转让费				
T2 云集市项目		8340	8774	9256
T2 国际空侧计时休息室项目		600	630	662
T2 餐饮		7392	7614	7842
共计		16332	17018	17760
				18565

资料来源：公司公告，联讯证券



图表24：广告业务收入测算

万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
提成率					
T1	10%	10%	10%	10%	10%
T2	10%	10%	10%	10%	10%
保底价					
T1	27950	32143	36964	38719	27950
T2	36,000	38160	40450	42877	36,000
超额收入					
T1		5000	5750	6095	6461
T2		5000	5300	5618	5955
广告收入					
T1	27950	32143	36964	38719	37895
T2	36000	38660	40980	43438	46045
共计	63950	70803	77943	82157	83940

资料来源：公司公告，联讯证券

## 四、盈利预测和估值

### (一) 预测假设

#### 1、业务收费标准

考虑到内航内线业务在 2017 年进行过一次调整，预计相关的业务收费标准在未来三年内很难连续调整。非航业务的收费标准虽然可以进行市场化调节，但是鉴于客户的战略合作，预计会呈现阶段性变化的特征，预计未来三年不进行大幅度的变化。

#### 2、主要指标测算

考虑到公司二期扩建工程将在 2018 年 4 月投入使用，空域资源和时刻资源处于相对宽松状态，预计 2018-2021 年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速假设分别如下表所示。

图表25：主要业务指标增速假设

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
飞机起降架次	6.9%	2.6%	6.0%	5.0%	5.0%
旅客吞吐量	10.2%	6.0%	10.0%	8.0%	8.0%
货邮吞吐量	7.8%	6.2%	10.0%	10.0%	8.0%

资料来源：公司公告，联讯证券

#### 3、营业成本

公司的成本支出主要是公司的成本支出主要是人工成本、折旧成本、运行成本、维修、水电燃料等，2017 年占营业成本的比重分别达到 55%、11%、12%、8%。

白云机场二期扩建工程于 2018 年 4 月份投入运营。该项目计划总投资 197 亿元，假设航站楼以及相关建筑物、停机坪以及相关设施、机械设备、通信设备、运输以及其他设备占比分别达到 60%、18%、8%、5% 和 7%，折旧年限分别为 35 年、30 年、10



年、10 年和 6 年，扣除残值预计每年新增折旧额 9.1 亿元。并且伴随新设施的投入使用，预计新增工作人员 1200 名左右。预计 2019 年人工成本、摊销成本、运行成本、燃料动力消耗等均会显著增长，分别同比增长 15%、20%、15% 和 20%。

#### 4、资本开支

根据公司的规划，预计在 2025 年之前完成三期扩建，使得机场能够满足旅客吞吐量 1.2 亿人次的能力。预计机场二期扩建完工之后暂时没有较大的资本开支。

#### (二) 盈利预测

未来三年盈利预测如下。

**图表26：未来三年盈利预测**

万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6166.68	6761.55	8066.90	8810.13	9579.40
营业成本	3724.04	4018.89	5785.05	6778.26	7264.35
营业税金及附加	66.25	88.50	105.58	115.31	125.38
营业费用	101.00	88.35	105.40	115.11	125.16
管理费用	392.99	423.11	504.79	551.30	599.43
财务费用	-6.44	38.67	64.49	31.59	-8.50
资产减值损失	19.26	18.78	1.90	1.90	1.90
投资收益	29.93	45.62	30.00	30.00	40.00
营业利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1899.52	2130.89	1529.70	1246.66	1511.67
所得税	5.19	0.85	4.34	4.34	4.34
净利润	1904.71	2131.73	1534.04	1251.00	1516.01
少数股东损益	512.77	546.79	376.01	305.25	369.00
归属母公司股东净利润	1391.94	1584.95	1158.03	945.75	1147.01
每股收益(元)	0.674	0.763	0.558	0.455	0.552

资料来源：公司公告，联讯证券

综合来看，公司作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了新增成本，民航发展基金返还取消减少了收入来源，但是非航业务的新增盈利能够覆盖一半以上的新增成本，消除了公司业绩中最大的不确定性因素，使得公司的业绩再进入新一轮上升周期。预计 2018-2020 年，公司将实现 EPS 分别为 0.56 元、0.46 元和 0.55 元，2019 年目标价位为 16 元，相应的市盈率为 35 倍，考虑到公司业绩处于低谷期，未来具有良好的成长空间，给予公司“买入”的投资评级。

#### 五、风险提示

##### (一) 宏观经济增速低于预期

航空运输业与宏观经济周期密切相关，航空运输业的增长态势带动了机场业务量的增长。倘若经济增速低于预期，航空性业务将直接受到影响。



## (二) 运营风险

民航发生突发事件，或将影响行业需求，进而导致机场经营数据的下滑。

## (三) 旅客消费需求低于预期

非航业务的发展与消费者的购买能力关系密切，倘若消费低于预期将会影响非航业务的增长速度。

## (四) 政策风险

倘若行业定价水平发生调整，基准费率下降将会直接影响公司的业务收入。倘若免税业务政策发生调整，将会影响公司的商业租赁业务的增长。



联讯证券

白云机场(600004.SH)公司研究



## 附录：公司财务预测表（万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	389859	214572	376701	594112	经营活动现金流	216778	278861	290656	275638
现金	2623	627	2243	4191	净利润	155512	112477	91249	110375
应收账款	88181	96980	105241	114637	折旧摊销	61347	183013	189680	191876
其它应收款	13769	19917	16873	23129	财务费用	4992	5533	2244	-1766
预付账款	1088	3642	1900	4039	投资损失	1878	190	190	190
存货	7915	14728	11802	16630	营运资金变动	-15039	-15539	4368	-20209
其他	16607	16607	16607	16607	其它	7117	0	0	0
非流动资产	1812981	1932778	1845908	1707843	投资活动现金流	-405785	-299674	-99674	-49674
长期投资	19936	22936	25936	29936	资本支出	0	300000	100000	50000
固定资产	860349	1888246	1800093	1658607	长期投资				
无形资产	2794	2215	1635	1055	其他				
其他	929901	19381	18243	18243	筹资活动现金流	375336	-178787	-29402	-31172
资产总计	2202840	2147350	2222609	2301955	短期借款	140000	0	0	0
流动负债	502549	364510	372353	369935	长期借款	162741	162741	162741	162741
短期借款	140000	0	0	0	其他	3757	0	0	0
应付账款	27142	23268	35797	27504	现金净增加额	186333	-199600	161579	194792
其他	133492	139327	134641	140517					
非流动负债	162741	162741	162741	162741	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
长期借款	95000	95000	95000	95000	成长能力				
其他	162741	162741	162741	162741	营业收入	9.65%	19.31%	9.21%	8.73%
负债合计	665290	527251	535094	532676	营业利润	12.84%	-27.04%	-18.87%	20.96%
少数股东权益	9359	9758	10084	10479	归属母公司净利润	13.87%	-26.94%	-18.33%	21.28%
归属母公司股东权益	1500620	1582769	1649860	1731228	获利能力				
负债和股东权益	2175269	2119778	2195038	2274383	毛利率	40.56%	28.29%	23.06%	24.17%
					净利率	23.44%	14.36%	10.73%	11.97%
<b>利润表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	ROE	10.53%	7.29%	5.71%	6.60%
营业收入	676155	806690	881013	957940	ROIC	12.18%	8.13%	5.94%	7.43%
营业成本	401889	578505	677826	726435	偿债能力				
营业税金及附加	8850	10558	11531	12538	资产负债率	30.20%	24.55%	24.08%	23.14%
营业费用	8835	10540	11511	12516	净负债比率	44%	33%	32%	31%
管理费用	42311	50479	55130	59943	流动比率	77.58%	58.87%	101.17%	160.60%
财务费用	3867	6449	3159	-850	速动比率	72.70%	50.27%	93.54%	151.61%
资产减值损失	1878	190	190	190	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.38	0.40	0.42
投资净收益	3532	3000	3000	4000	应收账款周转率	7.67	8.32	8.37	8.36
营业利润	208527	149970	121666	147167	应付账款周转率				
营业外净收益	85	434	434	434	每股指标(元)				
利润总额	158495	115803	94575	114701	每股收益	0.76	0.56	0.46	0.55
所得税	55566	37601	30525	36900	每股经营现金	1.05	1.35	1.40	1.33
净利润	158495	115803	94575	114701	每股净资产	7.25	7.65	7.97	8.37
少数股东损益	546	399	326	395	估值比率				
归属母公司净利润	157949	115404	94249	114306	P/E	19.13	26.18	32.06	26.43
EBITDA	276916	341949	317023	341711	P/B	2.01	1.91	1.83	1.75
EPS (元)	0.76	0.56	0.46	0.55	EV/EBITDA	10.81	8.93	9.13	7.90

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



联讯证券

白云机场(600004.SH)公司研究



## 分析师简介

王晓艳，2018年8月加入联讯证券，现任研究院交运行业首席分析师，证书编号：S0300518080001。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujalin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



联讯证券

白云机场(600004.SH)公司研究



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)